

〔論
説〕

金融危機と事情変更法理（一）

——二〇〇八年世界金融危機を素材として——

はじめに

第一章 二〇〇八年世界金融危機の特徴

一 国際的過剰資本とバブルの連鎖

二 金融工学の発達

第二章 金融市場の効率性と不安定性

一 効率的市場仮説

二 金融不安定性仮説

第三章 バブルの生成と崩壊の物語

一 バブルの歴史学

二 経済学における心理と感情（以上本号）

北山修悟

第四章 事情変更法理の再検討

一 モデルとしての事情変更法理

二 契約当事者の主観的側面

おわりに

はじめに

事情変更の法理が民法上どのように位置づけられるべきか、契約の拘束力との関係でどのように理解されるべきかは、古くて新しい問題である。同法理を近く改正されるであろう民法典（債権関係）で明文化するべきかどうかについても、議論のあるところである。こうした問題を検討するに際しては、事情変更の法理が適用されるべき場面とそうでない場面とについて、ある程度の見解の一致が存在していることが必要であろう。

大規模な自然災害や国際的な武力紛争といった、伝統的な不可抗力的事態に際して、履行が不可能とまではなっていない場合に、事情変更法理の適用可否が問題となることには、それほど異論はないように思われる。それでは、人間による経済活動が時としてもたらず非日常的な経済変動についてはどうか。この点に関して、わが国の一九九〇年前後のバブル崩壊の後に提起されたさまざまな裁判では、その少なからぬもので事情変更の法理の適用が主張された。その適用が肯定された例はほとんどなく、あるいは別の法理論（たとえば説明義務違反）によって問題が解決されたことを想起してみよう。そこでは、そもそもバブルの膨張とその崩壊が予見不可能ではなかった、という認識が、

多くの法律家に共有されていたのではなかっただろうか。しかし、バブルの膨張と崩壊について、その一連の過程のどの段階で・いかなる立場の当事者間で・どのような紛争が発生したのかを問題とすることなく、あと知恵的に「バブルは愚かしい行為だったのであり、それに関与した者を法的に保護する必要はない」と片付けてしまいかのような法律の世界での風潮に、筆者は当時から疑問を抱いていた。バブルのような経済の動向というものは、果たして冷徹な知性だけで割り切れるようなものなのであるうか、と。

そこで、本稿では、近年において生じた、「百年に一度」とまで言われた二〇〇八年の世界金融危機を素材として、経済の大規模な変動がおよそ事情変更法理の適用の対象外とされるべきものであるのか、ひょっとしたら事情変更法理というものについての現時点での位置づけに何らかの問題があるのではないか、ということを検討してみたい。

本稿で主たる素材とするのは、二〇〇八年の世界経済危機である。しかし、これについては、具体的な訴訟事例が未だ多くは知られていない。また、アメリカを主として発生するであろう各種の紛争につき、わが国の事情変更法理の適用可否が問題となることもないであろう。本稿は、金融危機を構成する各種の特徴を明らかにし、それが事情変更法理にどのように反映されるであろうかを、いわばシミュレートしてみようというものである。同時に、わが国の事情変更法理を、一種の「思考モデル」として扱い、そのモデルがどのような思想によって把握され得るかを明らかにしようとするものである。したがって、本稿の内容は、おのずと抽象的なものとならざるを得ない。しかし、「契約は守られねばならない」という原則の例外であるということ以外に、事情変更法理を——より正確に言えば同法理の位置づけや適用の可否を——広い意味での思想的側面に着目して論じた研究は、従来あまりなかったように思われるので、本稿にもそれなりの意義はあるだろうと思う。

第一章 二〇〇八年世界金融危機の特徴

二〇〇八年をそのクライマックスとして生じた世界金融危機の原因や経過、その後のアメリカ政府の対応、EU域内における国家債務危機問題の発生などについては、すでに多くのことが述べられ語られている。本章では、その中でも、同危機が国際過剰資本のグローバルな運動が行き着いた先の結果であるという点と、同危機がかくも深刻になった要因である複雑な金融商品の展開という、二つの側面を採り上げ、今日では金融危機が決して珍しいものではなく、普遍的なものとなってきていることを示したい。

一 国際過剰資本とバブルの連鎖¹⁾

二〇〇八年世界金融危機と、その契機となったアメリカの「サブプライム・バブル」は、国際過剰資金（及びアメリカ国内の過剰資金）がアメリカに還流した結果のものであるとされている。それでは、ここでいわれる国際過剰資金とはどのようなものであろうか。

(一) ブレトンウッズ体制の終焉と金融グローバル化の進展

一九七〇年代初頭の二つの危機、通貨危機と石油危機は、戦後続いていたブレトンウッズ体制を崩壊させた。この

1 本節の記述に際しては、主として以下の文献を参考にした。飯島「二〇〇九」・池尾「二〇一三」・伊藤「二〇一三」・徳永「二〇〇九」・浜「二〇一三」・松田「二〇〇九」・山口「二〇〇九」・山口「二〇一三」。

二つの危機を契機として、戦後資本主義世界経済とくに先進資本主義諸国の安定的持続的高度成長は終焉した。一九七三年春にブレトンウッズ体制が最終的に崩壊した後は、主要先進国は固定相場制から離れ、変動相場制に移行した。また、金準備の制約から解放されたアメリカは国際収支赤字を常態化させ、以後、その規模をハイスピードで拡大させていき、世界には過剰ドルが累積していく。ドルは各国の実体経済の拡大に伴うドル需要をはるかに超える規模で供給され、各国の実体経済の拡大に吸収されきらなかった過剰ドルは行き場を失い、世界中の金融市場において滞留する。こうして過剰ドルは、国際過剰資本へと転化することになった。この国際過剰資本は、一九七〇年代以降、何らかの経済成長の要因があり、少しでも利益が見込めそうな国や地域に大規模に流入・流出するようになり、世界のどこかで常に「バブル膨張と崩壊」が生じるようになった。

また、一九七〇年代には、それまで先進国経済の成長と安定を支えてきたとされるケインズ主義的な経済政策への批判が噴出する。そして、一九八〇年代になると、マネタリズム、サプライサイダーズ、合理的期待といった反ケインズ主義経済理論——いわゆる新自由主義——が、先進国の経済政策の基礎に置かれるようになった。イギリスのサッチャー政権とアメリカのレーガン政権は、各種の規制緩和政策をとったが、国際的には、金融自由化を軸とするグローバル化路線を採用した。そして、国際的な金融自由化は、ユーロ市場の急成長もあって、急速に進展する。こうして、一九八〇年代以降の経済グローバル化は、実質的には金融グローバル化を意味する状況となった。そして、グローバル化の進行のなかで、世界の実体経済が必要とするマネーをはるかに超えるマネーが供給されるようになり、供給されたマネーが容易に資本へと転化するようなメカニズムが作られた。

(二) 中南米危機

一九七三年のオイル・ショックにより産油国が獲得したオイル・マネーは、国際過剰資金の循環の重要なチャネルとなったユーロ・ダラー市場を介して欧米の銀行に取り入れられ、それがブラジル、アルゼンチン、メキシコを中心とする中南米諸国へ流れ込んだ。一九七九年末から八一年末までの二年間に、メキシコは銀行に対する対外債務を倍増させた。しかし、記録的な高金利によって深刻な景気後退が世界全体に広がるにつれて、中南米諸国への銀行の新規融資が停止されはじめた。そして、一九八二年八月には、メキシコ政府は、累積した対外債務の利払いの負担が高まるなかで、期限の到来した元本の返済の繰り延べを要請せざるを得なくなった。このメキシコ危機を契機として、ブラジル、アルゼンチンなど、次々に対外債務の返済困難が明らかになり、かくして中南米バブルは崩壊する。

(三) 日本の株式・不動産バブル

日本における一九八〇年代後半の円高の進展と株式・不動産バブルの膨張による資産担保力の急上昇は、中南米危機後はユーロ・ダラー市場で滞留していた過剰資金や各国の資金を、日本へと引き寄せた。また、こうした資金は、日本が貿易黒字によって獲得した巨額のドルと一体化し、ジャパン・マネーという名の過剰ドルとなって海外へも向かった。なかでも象徴的だったのが、一九八九年に相次いで発表されたソニーのコロンビア映画の買収と三菱地所によるロックフェラー・センタービルの購入であった。しかし、一九九〇年を境に、日本国内の株式バブルと不動産バブルは崩壊する。国際過剰資金は、次の行き先を探すことになった。

(四) 東南アジア通貨危機

次に国際過剰資金が目をつけた新たな投資先は、日本からの直接投資をテコとして急成長しつつあった東南アジア

諸国であった。

一九八〇年代には、円高による輸出不況を回避したい日本と投資資金が欲しい東アジアの利害が合致し、日本による東アジア投資が盛り上がりつつあったが、この構図は日本のバブル崩壊で突き崩された。しかし、それによってジャパン・マネーが東アジアに向かう流れが止まったわけではなく、今度は、国内で行き場を失った余剰資金が東アジアに流れ出ていった。また、バブル崩壊とともに、日本の政策金利は段階的に六％から一九九九年の〇・一五％まで引き下げられ、金融機関は超低金利で資金調達できたため、一九九〇年代後半に日本円をタダ同然で借りて、高金利の海外で運用する「円キャリートレード⇨円借りトレード」が活発になった。こうした資金が、高成長が続く東アジアや他の新興国に向かった。

東南アジア諸国（タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン）は、直接投資の呼び込みと同時に、金融資本市場の整備による資金導入も積極的に展開した。これら各国は競って金融の自由化を進め、海外との金利格差を拡大したり、金融・税制の規制が少ないオフショア市場を開設したりして、海外からの資本が容易に流入しやすい環境・制度づくりに邁進した。その結果、これら四カ国（タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン）が一九九六年に受け入れた資本は、一九九〇年の約三倍に上った。

しかし、これら各国に流入した大量の海外資金に加え、自国通貨高の阻止のために実施された為替介入の結果として生じた国内の過剰流動性が、国内バブルの膨張をもたらした。海外から一気に流れ込んだ資金の結果としての経済の過熱化、「カネ余り」の状況に直面し、国内にあふれた資金の一部が不動産や株式への投機を誘発し、バブルの膨張を助長したのである。

また、資本流入のための積極的な諸政策は、資本流出を容易にするものでもあった。一九九六～九七年にはタイの不動産価格が下落し始め、株式価格も急落し、バブル経済のピークアウトとともに、実質経済成長率の低下、輸出伸び率のマイナス転化といった成長鈍化の兆しが見えると、海外資金は一気に流出しはじめた。外国為替市場ではパーツに対する通貨攻撃が九六年夏から数回にわたって仕掛けられ、先物取引を中心にパーツは売り浴びせられた。タイ中央銀行は積極的なパーツ買いで防戦を試みたが、大量の投機資金に対抗できず、外貨準備が底をつき、一九九七年七月二日、タイは変動相場制へと移行すると同時に、パーツは急落した。このタイ・パーツの急落を皮切りに、東南アジア諸国の通貨は売り一色に染まり、アジア通貨危機が各国に連鎖し、東南アジアのバブルは一挙に崩壊した。

(五) ITバブル

東南アジアのバブル崩壊に直面した国際過剰資金は、ユーロ・ダラー市場に滞留した後、今度は、「IT革命」「ニュー・エコノミー」をキーワードに上昇基調を示していたアメリカの株式市場に流れ込む。ナスダック市場の株価指数の上昇率は、一九九一年末から九四年末までの三年間で二八%であったが、九四年末から九七年末の三年間には一〇九%の上昇、さらに九七年から二〇〇〇年末のあいだには、一九一%の上昇を示した。

しかし、二〇〇〇年三月以降、アメリカ株式市場は調整が進み、二〇〇一年に入って相次いで、エンロンやワールドコムといった企業の巨大粉飾決算の数々が明らかとなったこともあり、株式市場は急落することとなった。

(六) 住宅バブル

ITバブルの崩壊後、アメリカの金融当局——FRB議長グリーンズパン——が採ったのが、連続的な金融緩和策であり、株式市場の下落とそれに伴う景気後退をうまく抑えたが、しかし同時に、これが住宅市場の価格上昇をも

たらした。すなわち、二〇〇二年から〇六年までの五年間で、住宅ローン残高は五兆二一〇〇億ドルの増大、その伸び率も六一％に達した。この間の住宅価格も、二〇〇〇年から〇三年にかけて概ね六〜八％台の上昇を続けた後、〇四年以降は一〇〜一三％台と、さらに上昇の度合いを強めていく。そして、この急増する住宅ローンをもとに、投資銀行によっていわゆる「ローン証券化商品」が大量に組成されたことで、住宅バブルは金融資産バブルをも生み出した。

なお、この住宅バブルには、二〇〇四年ごろに一つの転換点があった。優良層向け住宅ローン（プライム・ローン）が成熟化しことにより、金融機関の間での熾烈な貸出競争が進み、その結果として現場での貸出し態度の緩和が進み、サブプライム・ローンの拡大という現象が生じた。すなわち、〇四年から一挙にサブプライム・ローンの割合が増加し、〇六年までに住宅ローン総貸付額高の四分の一弱を占めるに至った。そして、主としてこれらサブプライム・ローンの延滞率の上昇により、二〇〇六年半ばを境として住宅価格は反転を始め、住宅バブルは崩壊する。

（七）住宅バブル崩壊から世界金融危機へ

サブプライム・ローンの焦げ付き問題が発生し住宅バブルが崩壊した後が生じたのが、証券化市場の流動性危機であった。すなわち、このときの住宅ローン拡大において特徴的なのは、サブプライム層にまで拡大して供給された住宅ローンを原債権とする MBS (Mortgage Backed Securities) が大量発行されると同時に、今度はその MBS を根拠に証券化が重層的に展開されることで新しい金融商品が誕生し、結果的に膨大な関連資産が積み上げられたことにある。その一つが債務担保証券 (CDO) と呼ばれる証券化商品である。しかもこの CDO 同士を組み合わせることによって、また新しい CDO が作られ、世界中の投資家に販売された。こうして作り出された金融商品群は、有利

な投資先を探す国際過剰資本に、格好の投資対象を提供することとなった。

しかし、住宅バブルの崩壊すなわち証券化商品の原債権（住宅ローン債権）の焦げ付きが増加することによって、証券化証券には買い手が付かなくなり、発行済み証券の「時価」さえ分からない状態が生じてしまう。短期金融市場は流動性不足に陥り、短期金利が急騰する事態を引き起こされた。証券化商品の保有者は全世界に散らばっていた。とりわけ欧州の金融機関やその簿外投資主体が多額の証券化商品を抱え込んでいた。証券化商品の流動性が低下することで、欧州をはじめとする米国外の金融機関も流動性不足に追い込まれることとなった。

そしてついに、二〇〇七年八月、サブプライム・ローンを組み入れた証券化商品の取引が成立しない事態が起きた。このサブプライム・ショックの震源地はフランスだった。同年八月九日、フランスの銀行最大手のBNPパリバが、その傘下のファンド三本の業務を停止した。この「パリバ・ショック」の衝撃はまたたく間に米欧に広がり、米欧の各種金融機関の巨額損失が次々と明らかになった。二〇〇八年三月には、アメリカの大手銀行JPモルガン・チェースが経営危機に陥った投資銀行のベアー・スタンズ社を救済合併、九月一五日には投資銀行リーマン・ブラザーズが連邦破産法第一章の適用を申請（いわゆる「リーマン・ショック」）、九月一六日にはアメリカ保険会社最大のAIGにFRBが最大八五〇億ドルの救済融資を決定し、政府の管理下に置くことが発表された。この後も、政府・FRBによる銀行や自動車メーカー等への救済が次々と続くことになる。そして、二〇〇八年末には、先進国のほとんどが不況に突入する。当初はアメリカ一国のバブルとして始まったものが、その崩壊とともに、世界的な危機となっ

2 これら証券化商品の詳細については、次節を参照。

たのである。

（八）現在および今後の展望

本稿執筆時現在、アメリカの金融危機は、政府およびFRBの大規模な金融緩和策により、ひと段落しており、それどころか、アメリカ株式市場は住宅バブル崩壊前に匹敵する上昇傾向を示している³。また、危機の主戦場はEU圏に移り、いわゆるPIIGS（ポルトガル、イタリア、アイルランド、ギリシャ、スペイン）の国家債務危機が問題とされている。日本では、いわゆる「アベノミクス」効果のためか、株価は堅調な動きを示している。

しかし、一九七〇年代の中南米危機以降の金融危機の連鎖が、これで終わったと断言することはできないであろう。すなわち、ある国の景気が良くなれば、いまだ健在な国際過剰資本は必ずその国へと向かい、派手な好況を演出し、利益を得て、そして立ち去るであろう。その規模の大小は別として、金融危機は今後も世界のいつか・どこかで生じるものと考えておかねばなるまい。したがって、金融危機と事情変更法理の問題をここで検討しておく意味もあるであろう。

二 金融工学の発達

当初は住宅バブルとその崩壊に過ぎなかった国内資産バブルを「百年に一度」とまで言われる世界的な金融危機に

3 TIME誌「二〇一三年九月十三日号」"How Wall Street Won: Five Years after the Crash, It Could Happen All Over Again" という特集記事を掲載している。

導いた大きな原因は、サブプライム・ローンが証券化されたこと、それに関わる金融派生商品（デリバティブ）にあったと言われる。⁴これらは金融工学の成果であるが、金融工学の発達は、金融危機の発生にどのように、また、どの程度関わっていたのであろうか。

(一) CDOとCDS

サブプライム問題では、証券化商品がさらに複雑な商品に加工され、リスク属性の分析が極めて困難になったことが指摘されているが、その典型例がCDOである。CDOとは、Collateralized Debt Obligationの略で、直訳すれば「債務担保証券」となるが、サブプライムの文脈では、住宅ローンを証券化したMBSを、さらに再証券化した二次証券化商品のことを指す。サブプライム・ローンの証券化では、メザニン（優先クラスと劣後クラスの「中間」）部分を中心に、CDOにより再証券化する手法が多用された。基本的には、優先劣後構造により内部信用補完を行い、トリプルAのトランシェ（部分）を切り出していくテクニクはMBSなど通常の証券化と同じだが、CDO組成の局面では、メザニン部分を表章する小ロットの証券化商品を個別に投資家に販売するのではなく、CDOマネージャーと言われる人々によって再証券化されるようになっていった。また、こうしたCDOの組成に際して、クレジット・デリバティブ取引——その代表的なものがCDS（Credit Default Swap）——のような金融手法が多く用いられたことも、さらなるレバレッジの拡大と問題の複雑化を招くことになった（小林「大類」二〇〇八「六七・六八」。また、アメリカにおけるサブプライム・ローン市場の拡大過程とその証券化の具体的方法については、川波「地主」二〇一三が詳しい。また、アメリカ政府の委嘱による非常に詳細な調査報告として、Commission [2011]がある（末尾の文献目録に記載したように、インターネットでの閲読も可能である）。

た、二〇〇八年九月に最大手保険会社AIGが実質国有化されねばならなくなったのは、同社が大量のCDS取引を締結していたからであった。

信用リスクを回避する一つの方法が、「クレジット・デリバティブ」であり、クレジット・デリバティブにもさまざまなものがあるが、二〇〇八年時点でその八割を占めるといわれていたCDSとは、一種の保険である。ある債券の発行会社が倒産することをいけば保険事故とし、保険契約者たる側がプレミアムを支払い、保険会社たる側が保険事故による損害額を支払う、という相対の契約である。ただし、普通の保険と違うのは、A社の債券を保有していない人でも、A社に関わるCDSを購入できることである。生命保険で言えば、関係がない第三者に死亡保険をかけ、その人が死亡したら保険金が手に入るという仕組みになっている。CDSは一九九七年にJPモルガン・チェース銀行によって考案されたもので、二〇〇〇年当時の想定元本は一兆ドル程度だった。ところがその市場規模は急拡大し、二〇〇七年には四五兆ドルに達した。これに対して、市場で取引されている債券は総額二五兆ドル程度であるから、少なくとも二〇兆ドル分は第三者が保有している計算になる。これは、債権を保有している銀行が、BIS規制を考慮してCDSを買ったことと、投機目的の第三者——すなわち投資銀行やヘッジファンド——がこの市場に参入し、他人（他社）の倒産で儲ける投機を行っているからである（今野「二〇〇九」一七九・一八一）。

（二）複雑性と密結合によるリスク

自身もヘッジファンドでトレーダーをしているリチャード・ブックスターバーは、こういったCDOやCDSが充満していた当時の金融危機の渦中で著した著書の中で、次のような指摘をしている。

イノベーションはプラス効果をもたらす反面、代償もともなう。すなわち、イノベーションは複雑性を増大させる。

革新的な商品の多くは、条件付きの非線形の損益特性をもつデリバティブ商品であるが、市場が混乱に陥ると、こうした商品の価格がどう反応するかを判断するのは難しい。イノベーションによって機械的な効率性が向上したことで、市場間の結びつきはいっそう強くなっており、これも複雑性を増大させる要因になっている。また、イノベーションの影響で、市場間の密結合も強まっている。密結合と複雑性が組み合わさると、ノーマル・アクシデントが発生する方程式が完成する。ノーマル・アクシデントとは、システムの構造上、起こることが避けられない事故のことである（ブックスターバー「二〇〇八」四一八・四一九）。

イノベーションが起こるたびにシステムの階層が増えて、複雑性は増大し、密結合は強まる。そして、これらを監視や規制によって取り除くのは容易ではない。それどころか、複雑なシステムを規制しようとすれば、状況は逆に悪化してしまう。（ブックスターバー「二〇〇八」四二四・四二六）。

したがって、流動性がその所産であるデリバティブやレバレッジと結びついて、複雑性と密結合の相互作用が起こると、破滅の方程式が完成する。あらゆる不測の事態に備えることができなくなり（システムの複雑性がもたらす影響）、かつ、プロセスを組み立て直す時間がないため、問題が瞬時に伝播していく（密結合がもたらす影響）となれば、問題が発生すると、それが危機に発展していくことは避けられない（ブックスターバー「二〇〇八」二四四・二四七）。

二〇〇八年金融危機では、まさに複雑性と密接性が相互作用を起こしていたように思われる。

（三）金融工学者の見解

それでは、金融工学を専門としている人たちの、問題となった金融商品への評価は、どのようなものであろうか。

① まず、金融工学が研究対象とする主要なリスクは、「市場リスク」と「信用リスク」の二つである。市場リスクとは、金融市場で取引されている商品の価格変動に伴うリスクで、これについては「ポートフォリオ理論」の名の下で、半世紀以上にわたってさまざまな研究が積み上げられてきている。もう一方の「信用リスク」とは、他人に貸した金が予定通りに戻ってこないことに伴うリスクで、格付けや倒産分析がその中心課題である。この研究にも半世紀以上にわたる歴史があるが、工学的（計量的）な研究の対象となったのは、比較的最近のことである。今回のサブプライム危機では、信用リスクの研究がまだ十分に成熟していないにもかかわらず、複雑な信用リスクを抱えた商品・ローンの原債権とする証券化商品については、一つ大きな疑問点がある。それは、どの程度正確にリスクを推計することができるのか、ということである。デフォルト・リスクは、「連鎖倒産」を無視したうえで、経済情勢に大きな変化がないものと仮定すれば、ある程度は推計可能であるが、難しいのは、満期前繰上げ返済リスクの計算である。これには、金利水準、経済情勢、雇用状態などが絡んでくるからである。一年先のことも難しいのに、三〇年も先のことまで考えなくてはならないのだから、この作業は容易ならざるものである（今野「二〇〇九」一四八・一四九・江川「二〇〇七」九九・一〇〇）。

② そして、二〇〇八年の危機は、金融工学の所産というよりも、金融工学の使い方にあったのだ、というのが金融工学の専門家たちの見解である。

まず、今回のように証券化を加速したのは、一九九〇年代に導入されたBIS規制である。住宅ローン貸出分はリスク資産とみなされるので、これが多いと自己資本比率が小さくなって業務に支障が出る。一方、証券化してこの債

権を売却すれば、自己資本比率が大きくなる。この意味からも、できるだけ多くの住宅ローンを証券化して売ったほうが得である。かくして銀行は、返済能力に不安がある低所得層にも住宅ローン（サブプライム・ローン）を貸し出し、投資銀行がその債権を証券化して、投資家に売りまくったのである（今野「二〇〇九」一四八―一四九）。そして、証券化商品に強い需要があり、高い格付けさえ付ければ売れることがわかっているとき、厳しい審査やリスク・コントロールや格付けを行おうとするインセンティブが、証券化商品の作り手・売り手や格付け会社にはなかった⁵（大橋「二〇一〇」一九六―一九七・渡辺「二〇一三」一二三）。サブプライム・ローンの問題の本質は、証券化商品そのものにあつたのではなく、原債権の審査体制の不備や、格付け制度のあり方にあつたのだ、とされる（渡辺「二〇一三」五三）。

③ それに加えて、シャドウ・バンキングの存在と高いレバレッジの使用が問題を悪化させたことも指摘されている。

シャドウ・バンキング・システムとは、主に証券化の手法を用いることで、預金を集めることなく実質上貸付けを行う仕組みを指す。証券会社（投資銀行）、ヘッジファンド、SIV（Structured Investment Vehicle）、保険会社等の銀行以外の金融機関がその担い手であるが、例えばオフバランスで傘下にSIVを持つことで、銀行も実質的に

5 「NINJAローン」という言葉もとりだたされた。NINJAとは、「No income, no job, no asset」の略で、「収入も仕事も資産もない借り手に貸し付けたローン」という意味である。サブプライム・ローンでは、一部でこのようなローンがあると問題にされた（大橋「二〇一〇」一九六―一九七）。その他にもさまざまな基準逸脱の勧誘行為があつた。Commission [2011]が、勧誘当事者の証言も含めて、詳述している。

これに加わることができる。シャドウ・バンキング・システムにおける投資では、高いレバレッジ比率——すなわち借入れによる多額の資金調達——が特徴となる。さらに、短期の借入れで資金を調達し、それを償還期間の長い証券化商品に投資することが盛んに行われた（大橋「二〇一〇」二〇二一・二〇三）。シャドウ・バンキングという新たな機能が金融市場に広まるなか、投資した証券化商品の価格が下落し、ディレバレッジのために証券化商品を売却するしなくなるとなる。このため、カウンターパーティー・リスクの評価が困難となり、その疑心暗鬼から、金融市場が機能不全となるシステム全体の危機に陥ったのである（大橋「二〇一〇」二〇四・二〇五）。

④ 以上のことを踏まえて、金融工学者の結論は、概ね次のようになる。

サブプライム問題が拡大した経路に証券化のプロセスが介在していたことをもって、「証券化悪玉論」が一部展開されているが、証券化のメカニズム自体は、最適な投資家が最適なリスクを引き受けることにより、トータルで低利な資金調達を可能として、融資を受ける顧客の厚生を向上するという意味で、間違ったものではない。アメリカで住宅ローンの証券化が始まったのは一九七〇年であり、四〇年近く、「証券化」そのものが問題と化したケースはほとんどなかった。現段階で本来見定めるべきことは、価格透明性が高く流動性の高い「公共財としての証券化市場」と、価格のボラティリティが大きくプロがリスクをとって参加する「運用者に魅力のある証券化市場」を、それぞれどのように構築していくか、ということである。二〇〇八年の金融危機は、金融工学の発展によって可能になった商品そのものによって引き起こされた危機ではなく、それらの商品の取扱いを誤ったために起きた危機である。金融危機に際して、金融工学の側にも確かに問題はあったが、それは使い方の問題である（渡辺「二〇一三」三五・小林・大類

「二〇〇八」二〇三・二〇四；江川「二〇〇七」二二四）。

信用デリバティブなどの金融革新は、適切に使えば、それはわれわれの生活を豊かにする。重要なのは、それを忌避することではなく、適切に利用することである。とりわけ重要なのが「プライシング」である。サブプライム問題の本質は、証券化商品のプライシングを投資主体が自ら行わず、「格付け」という、プライシングとは似て非なるものに評価を頼ったことである（野口「二〇〇九」二八九・二九〇）。多くの人は「金融工学を使ったために、今回の事態がもたらされた」というが、しかし、そうではなく、「誤用したから、あるいは、まったく使わなかったから起きた」のである（野口「二〇〇九」三一七・三二八）。

⑤ 「モデルは、その手法や技術的な制約から、複雑な現実を単純化したり、大胆な仮定を前提として採用したり、さまざまな要素を思い切って捨象して設計・構築される。モデルの構築上、捨てられたものは何か、採用されている前提の意味は何か、モデルによる分析結果にはどのような癖が現れるのか、といったことを十分に理解したうえで、モデルを利用すべきであろう。モデルが導き出した結果を盲目的に信じることなく、モデルが捨象した不確実性や前提条件の不確実性を加味して利用する限りにおいて、モデルは便利なツールとなり得る」（江川「二〇〇七」九八・九九）ということは真実であろう。しかし、金融工学の正しい使い方とその限界は、一般人にはなかなか分かりにくいものである。そして、人類自身が、金融技術でも科学技術でも、新たに不確実なものを作り出していることが、いつまで経ってもなかなか安心を感じることのできない背景にある（植村「二〇一二」一三三三）、というのが素人の実感ではないだろうか。専門的知識や専門的技術がわれわれの身の回りに溢れ出している現在、たとえ自分の身に関わることであっても、将来を見通すことが難しくなっているのが実際ではないだろうか。

なお、「金融工学は、市場が効率的であることを前提に、リスク回避の方法を研究することを目的とする学問であ

る。その意味で、金融工学は、効率的市場仮説の上に成り立っている学問なのである。したがって、効率的市場仮説が成立していなければ、当然のことながら、金融工学は無用の長物になる。その意味で、今回の金融危機は、われわれに、効率的市場仮説の限界を明示するとともに、証券分析の重要性を警告する契機であった」（渡辺「二〇一三」二二〇・二二二）という見解は、次章のテーマにつながるものである。

第二章 金融市場の効率性と不安定性

二〇〇八年の金融危機は、金融「市場」で生じたものであり、市場がその参加者の自律的な行動だけではコントロールできなくなるという事態であった。民法は市場の存在を信じて疑わず、そこでの当事者自治を一つの基本原理としているが、果たしてその「市場」の仕組みや性質について、われわれはどこまで理解できているのだろうか。それは静的なものなのか・動的なものなのか、動的なものだとして、どのような場合にどのように動くものなのか。こうした点を明らかにしない限り、契約当事者は安易に「リスクの引き受け」などできないのではないだろうか。こうし

本章では、経済学（及びファイナンス理論）における「市場」についての二つの原則的な理解の仕方をみとめる。

一 効率的市場仮説

まずは、いわゆる新自由主義的な経済学（あるいは新古典派、市場原理主義）が基礎としている市場観である「効率的市場」「完全市場」の考え方からみていく。

(一) 新古典派経済学と完全市場

新古典派経済学の研究では、数学のツールから市場理論を導き出すためには、摩擦のない市場が構築されると仮定する必要がある。数学的最適化ツールを応用するために、市場参加者は完璧な合理性を備え、誰もが完全な情報に基づいて投資決定をするとも仮定される。その結果生まれた理論構造が、完全市場仮説である。この仮説の重要な特徴は、情報が容易に入手できて、すべての市場参加者に同時に伝達されること、合理的な投資家はその情報の意味するところを瞬時に正しく解釈できること、市場の流動性が高く、そうした情報のもつ含意に基づく取引が即座に、費用がかからずに受け入れられることである（ブックステーパー「二〇〇八」三四八・三四九）。完全市場仮説では、市場は効率的だと仮定される。つまり、すべての情報は市場価格に織り込まれている。効率的市場では、どのトレーダーも新しい情報をもとに売買して利益を得ることはできない。トレーダーが情報を得た時点で、ほかのすべての市場参加者も情報を入手しており、取引を実行できるようになったときには、価格は情報を反映した適正な水準に調整されている。ところで、このような効率的市場仮説の考え方に全面的に依拠すると、金融業界の大部分は、逆説的な立場に置かれることになる。市場を効率的にするのは、情報を徹底的に調べ上げて売買利益を得ようとする数多くの人々の活動にほかならない。しかしその結果、全体としては、投資家やトレーダーはその努力の甲斐もなく利益を獲得できない。投資家やトレーダーは個々としては何の価値も提供しないが、全体では市場の砦となる。

効率的市場仮説に対する学界の妄信的な傾倒ぶりを風刺したこんなジョークがある⁶。ある大学教授が学生と通りを

6 これは複数の著作で紹介されているので、専門家のあいだでは有名なものなのであろう。

歩いていて、歩道に二〇ドル札が落ちていたのを見つけているが、教授はそれに目もくれずに通り過ぎる。その様子を見て、学生は質問する。「なぜお札を拾わないのですか」。教授は微笑み、わけ知り顔で肩をすくめて説明する。「本当に二〇ドル札が歩道に落ちていけば、誰かがとっくにそれを拾っているはずだろう」。効率的市場仮説は、本質的に、二〇ドルの利益をただで手に入れられるわけがないということを示している（ブックスターバー「二〇〇八」三四九―三五二）。わかりやすい例である。

（二）金融の世界における効率的市場仮説

株価をはじめとする効率的市場の資産価格は、「ランダムウォーク」と呼ばれるモデルで記述される。ランダムウォーク・モデルを用いれば、価格変動についてある種の法則を導ける⁷。ただし、その法則でわかるのは「正確な価格」ではなく「ある価格になる確からしさ」である。つまり、「価格変動を統計的、あるいは確率的に記述できる」ということである（野口「二〇〇九」四〇）。

「株価がランダムウォークする」という考えの基礎にあるのは、「株式市場は効率的」という認識、すなわち効率的市場仮説である。仮に「明日の株価が高くなる」と分かっているのなら、何も明日まで待つ必要はない。いまずぐにその株を買ってしまえばよいのである。投資家がそのように行動する結果、現在の株価が高くなるであろう。だから

7 ランダムウォーク・モデルとファンダメンタルズ説（株価が配当などの「ファンダメンタルズ」で決まるといふ考え）とは、一見したところ、矛盾するように見える。後者によれば価格はある値に決まるはずだが、前者は、価格はデタラメに動くと言っているからである。しかし、そうではない。価格はファンダメンタルズによって決まるのだが、ファンダメンタルズは変動し、その将来の値が現在では確実には分からないのである。つまり、ランダムウォークは、ファンダメンタルズ説と矛盾しない（野口「二〇〇九」四一）。

ら、将来の株価に影響する情報でいま得られているものは、すべていまの株価に反映されているはずである。もちろん、今日は知られていない新しい情報が明日になって得られ、その結果、明日の株価がさらに変化してしまう可能性がある。しかし、トートロジーではあるが、「今日は知らされていない情報」は、「その内容が今は分からない情報」である。だから、明日の株価がどのように変化するかを、いま予測することはできない。したがって、「株価はランダムウォークする」と結論せざるを得ないことになる（野口「二〇〇九」九八・九九）。

それでは、ランダムウォーク・モデルや効率的市場仮説には、どのような実際上の効用があるのだろうか。

効率的市場仮説は強力な仮説である。インデックス・ファンド、現代ポートフォリオ理論と呼ばれる投資アプローチ、資産運用業界を形作っているリスク調整後のパフォーマンス測定、株主価値という企業の信条、デリバティブの興隆、一九七〇年代以降のアメリカで広く見られた金融市場に対する新自由主義が生まれる一端を、この仮説が担っている（フォックス「二〇一〇」vi）。すなわち、効率的市場仮説は金融市場の理論であり、最初は金融市場とそこで生計を立てている関係者にインパクトを与えた。しかし、市場で売買されている証券のほとんどが現実世界とつながっていて、その中でも最も直接的なつながりがあるのが、株式と企業である。そのため一九七〇年代に、効率的市場という概念がアメリカ企業に浸透しはじめたのである（フォックス「二〇一〇」一九九）。

そして、ランダムウォーク・モデルはきわめて便利な道具であった。株価の変動が正規分布（ベル型曲線）に従うというその考え方によって、有用な結論をいくらでも引き出すことができた（フォックス「二〇一〇」一七一・一七二）。ファイナンス理論の世界認識では、リスクは自然現象とみなされ、起こりうる結果の分布図を境界内に収めることができ、数学的に操作できるとされた。そしてこの境界は、便宜的にベル型曲線の境界と仮定されるのがふつう

だった。ベル型曲線には非常に有用な特性があり、ポートフォリオ・インシュアランスが依拠した現代ポートフォリオ理論や、資金運用者のリスク調整後のパフォーマンス評価、オプション評価モデルの前提とすることができた。すなわち、市場は急激に変動することなく小刻みに動くという、きれいだが誤解を招きかねない前提に立つベル型曲線に基づくファイナンス理論は、「資産運用者のパフォーマンスをどのように測定するか」「投資ポートフォリオをどのように配分すべきか」「オプションをどのように値付けするか」という疑問に対して、標準化された単純な答えを出すにも便利であった⁸（フォックス「二〇一〇」三〇一）。

（三） 効率的市場仮説の限界

しかし、効率的市場仮説によって失われたものもまた多かった。何よりも大きかったのは、市場は悪魔のように恐ろしいものだという認識が消えたことである。二〇世紀末には、合理的市場理論の基盤は大きく崩れていた。だが、それに代わる説得力のある理論が無かったため、二一世紀になっても、合理的市場理論は公的な論争、政府の意思決定、個人の投資方針の拠り所であり続けた。こうした状況は二〇〇八年に株式市場が暴落するまで続いた（フォックス「二〇一〇」xii）。

市場は悪魔のように恐ろしい、とは、株式や商品の価格は、必ずしもベル型曲線の中に収まるというわけではない、⁸ ちなみに、フォックスは、「個人や個人が行う意思決定の研究について言えば、大半の経済学者やファイナンス学者は、人はとまどき不可思議な選択をするという議論をしたことが一度もなかった。中でもファイナンスの教授は、それが問題になる理由を理解できなかった。ファイナンスの教授たちが研究していたのは価格であって、人間ではなかったからだ」と述べている（フォックス「二〇一〇」三七二）。これは、もっぱら事実の予見可能性のみを問題とする事情変更法理の性質について、示唆するところがあるのではないだろうか。

そして、時にはそれが重大な結果をもたらす、ということである。このような事象を「黒い白鳥」(black swan)と呼んだナシーム・ニコラス・タレブは、ベル型曲線に基づいた不確実性の測度は、急なジャンプや断絶が起こる可能性とその影響を単純に無視してしまい、草ばかり見て(バカでかい)木を見過ごすようなことになる、として、さらに次のように言う。「古典的なガウス流のやり方では、世界を見ると、まず普通の事象に焦点を当て、ついでに例外、いわゆる外れ値に取り組む。でももう一つのやり方では、例外のほうを出発点にし、普通の事象のほうは従属するものとして扱う。ランダム性には二種類ある。一方の種類では、極端な結果は大きな問題にならない。もう一方では、極端な結果は深刻な影響を及ぼす。一方の種類では黒い白鳥は出てこないが、もう一方では出てくる」(タレブ・下「二〇〇九」一一九-一二〇)。

それでは、バブルや金融危機といった事象に対しては、効率的市場仮説の下では、どのようにアプローチされるのかというと、効率的市場仮説を中心に据えて著しい発展を遂げた新古典派経済学は、人々は「合理的」であるという前提で議論を進めるので、その世界では、人々は現在だけでなく将来にわたっても合理的な意思決定を行うことができ、市場経済は正常に機能することから、そもそもバブルは生じない、ということになる。しかし、経済学のとったこの戦略は、計り知れない「功」をもたらしたが、「罪」もまた犯した。バブルが起きるのは、人々が非合理的な行動をとるからであるとして、バブルの発生・持続・崩壊に至るすべてのプロセスを人々の「非合理性」でとらえよう

9 バブルが起きないような単純なモデルをベンチマークに据えたことが、経済学の発展の礎であった、とされる(櫻川「二〇一三」四)。

とする態度が支配的となり、経済学はバブルを分析するアプローチを見失ってしまったのである（櫻川「二〇一三」四）。論者は、資本市場の不完全性とバブルの関係を見抜くことが、バブルをマクロ経済学に結びつけるカギとなる、言い換えるならば、行き過ぎた合理性規範をほんの少し修正するだけで、マクロ経済学におけるバブルの理解はかなり改善しつつある、という（櫻川「二〇一三」三一）。しかし、本当にそうであろうか。合理性規範のほんの少しの修正だけで、バブルの生態を解明できるのであろうか。

二 金融不安定性仮説

そこで、次に、現在の主流派とされる新古典派経済学が新自由主義として影響力を増す前——戦後から一九六〇年代までの時期——には絶対的な影響力を持ち、しかしその後は急速に力を失ったケインズ経済学派（これはポスト・ケインズ派と呼ばれる）のわが国の論客である服部繁幸に負いながら、右とは別の考え方についてみていこう。

（一）ミンスキーの金融不安定性仮説

服部は、ポスト・ケインズ派の経済学者で、二〇〇八年金融危機の発生まではあまり顧みられていなかった、ケインズ経済学が急速に力を失ったのは、一九七〇年代のスタグフレーションに対して効果的に対処できなかったことが大きい。新自由主義の政治的な側面である「脱政治化」の主張もあった。すなわち、マネタリストがケインズ主義に対して行った中心的批判の一つは、財政手段を通じて需要を微調整する試みが、資本主義の旧来の景気循環とは異なる政治的景気循環を作り出したというものであった。政治家は、選挙の前になると経済情勢に影響を与えようとする大きな衝動と機会を有し、選挙が終われば引き締めめに転じ政策を逆転させる。しかし、何回かの選挙のサイクルを経た結果は、強力なインフレ傾向を経済に与えることであった、というものである（ギャンブル「二〇〇九」一三三―一三三三）。

ンズの弟子であるハイマン・ミンスキーの「金融不安定性仮説」に拠りながら、今回の二〇〇八年金融危機についての分析をしている。まず、ミンスキーの金融不安定性仮説とはどのようなものか。

① 金融不安定性仮説は、近視眼的な経済主体の行動が市場の歪みを拡大させると論じる。そして、合理的な経済人、合理的な市場という主流派経済学の基礎となる現実離れた仮定を批判する（服部「二〇一二八」）。金融不安定性仮説の原理は単純である。将来は不確実であるから、個人は合理的には行動できない。ミンスキーの金融不安定性仮説も、個人の近視眼的な行動が、景気同調的（プロシクリカル）な金融の作用によって増幅され、金融不安定性を作り出すと考える（服部「二〇一二二・一三三」）。

ミンスキーは投資決定の単純なモデルを用いて、資本主義の金融不安定性を説明した。すなわち、ブーム期には企業の利潤は上昇し、将来に対する展望も明るくなる。こうした時期には企業の資金調達は容易になる。企業が借金によって投資を拡大させると、ブームは一層拡大する。こうしてブームがブームを生み出す。しかし、ブームの中で企業は負債を膨張させ、金融的に脆弱となる。ある程度まで負債を抱えると、それ以上は借金ができなくなり、やがてブームも終わる。不況の中で企業には負債だけが残される。過剰負債を抱えた企業は負債を返すために、設備投資を切り詰める。こうして不況がさらなる不況を引き起こす。負債が増加すると、それが企業の財務を悪化させる。利子支払いの負担も重くなる。財務の悪化を感じると、企業は設備投資の拡大をやめ、支出を減らし、負債を減少させ、財務を改善させる。これが次の好況を準備する。このようにして、景気同調的な信用拡張と収縮が金融不安定性を引き起こすのである（服部「二〇一二四・四一四六」）。「傍線は北山による」。

また、ブーム期には、証券が安全と見なされ、その流動性が高まる。その結果、企業は証券を発行して投資資金を

容易に調達できるようになる。反対に、不況期には企業も銀行も危険と感じた証券を急いで売却しようとするため、流動性は低下し、証券を発行して投資資金を調達することは困難になる。このように、景気同調的な証券の流動性もまた、金融不安定性を増幅させる（服部「二〇一二」六二）「同右」。

このように、景気循環は、生産性や貨幣供給など市場の外部からのショックに市場が適応する過程ではないのであり、市場経済が金融的な要因によって絶えず均衡から乖離しようとするのが、景気循環を引き起こすのである（服部「二〇一二」四六）。バブルや金融危機は、市場経済の外部からの侵入物ではなく、市場経済のシステムに内在するものである、というわけである。

② また、ミンスキーは、借り手の金融状況をヘッジ金融、投機的金融、ポンツィ金融の三つに分類した。（a）借り手は借金の元利を返済しなければならぬが、何れの期についても借り手のキャッシュフローが契約された元利の返済額よりも大きいと予想される時、借り手はヘッジ金融の状況にある。（b）近い将来における毎期のキャッシュフローが利子の返済額よりも大きいと予想される時、元本を完全に返済するには不十分であると予想される時、借り手は投機的金融の状況にある。もっとも、このような場合でも、長い時間をかければ元本も返済可能な場合もある。したがって、投機的金融の借り手が必ず破綻するというわけではない。（c）近い将来における毎期のキャッシュフローが利子の支払額よりも小さいと予想される場合には、借り手はポンツィ金融の状況にある。ポンツィ金融の借り手は少なくとも近い将来においては、借金が増加していくことになる。

借り手が錯誤によってポンツィ金融に陥る場合もある。理論的に重要な意味があるのは、ブーム期の錯誤の場合である。不良な企業であっても、ブーム期には企業の業績がよくなり、企業の中には、本当は一時的である良好な業績

が永續すると考え、設備を拡大しようとするものが出てくる。良好な業績が続くと判断した金融機関の中にも、資金を提供するものが現れる。ブームが終わると、こうして生まれた負債を企業は返済できず、破綻することになる。しかし、バブルはポンツィ金融を持続可能なものとする。住宅資産の増加額が家計の負債の増加額よりも大きければ、住宅のエクイティはプラスが維持されるだけでなく、増加していく。その結果、家計の保有する住宅を市場価格で売却すれば、借金は返済可能となる。実際に住宅を売却しなくても、価値の増加した住宅資産を担保としてさらにローンを借り、利子を返済することも可能である。このようにして、バブルはポンツィ金融を持続可能なものとする（服部「二〇〇八」七六・七九）。

③ 経済人の仮定も、合理的期待仮説も、単なる仮定である。実際には個人の将来を見渡す力には限りがある。未來を（確率分布としても）正確に見通せない場合には、主観的には合理的に行動したつもりであっても、客観的には近視眼的な、場合によっては破滅的な行動が生じる。今回のサブプライム危機においても、こうした近視眼的で破滅的な予想と行動が重要な役割を果たした（服部「二〇一二」八五・八七・服部「二〇一三」九九）。

金融不安定性仮説は、景気循環に同調する信用の拡張・縮小によって、バブルやバブル崩壊、それにとまなう金融危機や経済停滞という、一連の過程を説明する。ミンスキーはまた、バブルの中で、借り手の中心がヘッジ金融の借り手からポンツィ金融の借り手へと変化すると、金融構造が一層脆弱化するとも論じていた。これもまたアメリカの住宅バブル期に生じたことである（服部「二〇一二」一〇二・一〇三）。

（二）新自由主義批判

以上のようなミンスキーの金融不安定仮説をベースに、服部は、現在の経済学界における主流派たる新自由主義経

済学に対する批判を展開する。

すなわち、新自由主義の泰斗であったミルトン・フリードマンは、投機は市場を安定化させると主張した。投機家は価格が低い時に購入し、高い時に売却するので、その結果、価格が安定すると主張した。後には、不安定的な投機も規制する必要はないとまで主張した。投機が利益をもたらすならば、投機家が参入するであろうから、それによって、価格変動が最終的には小さくなるというのである。また、効率的市場仮説も金融市場の効率性を主張してきた。

一九八〇年代以降、アメリカでは金融の規制緩和が進む。この規制緩和の理論的根拠となったのが、フリードマンの投機の擁護論や、効率的市場仮説である。それだけでなく、アメリカ政府は他国にも金融の規制緩和を押しつけてきた。その結果、一九八〇年代以降、世界の各地に金融危機が蔓延する（服部「二〇一一」一一一）。

また、影の銀行（シャドウ・バンキング）システムの成長は、金融工学の発展なくしてはあり得なかった。その意味では、影の銀行システムもまた利潤動機に基づく金融の技術革新の結果であった。規制を回避するために作られた影の銀行システムによって、旧来の規制は空洞化した。旧来の規制が意味を持たないことは、旧来の規制を維持する理由がないということでもあるから、こうした事態もまた新自由主義経済学者の金融の自由化論に根拠を与えていた。金融の技術革新↓旧来の金融規制の空洞化↓金融規制の撤廃、という一連の過程の中で、金融システムは一層不安定化していったのであり、今回の危機はその最終的な結末でもあった（服部「二〇一一」一三四・一三六）。

要するに、自由な金融市場はしばしば金融不安定性を高める。①自由な金融市場は短期志向を強め、投機を誘発し、金融不安定性を高める。新自由主義者が金融の技術革新として賞賛した証券化やCDSも、金融不安定性を高める危険物であった。さらに、②政府の政策や金融規制を回避する金融機関の努力が金融の技術革新を作り出す場合もある。

この場合には、旧来の金融規制は空洞化し、金融不安定性を高める。同時に、③旧来の規制の空洞化は、金融の自由化を正当化する。既存の規制が緩和されると、金融システムはさらに不安定化するであろう。こうして、アメリカの金融の自由化と金融の技術革新が作り出したものは、影の銀行システムと負債のピラミッドであった。¹¹そして、この二つのシステムの崩壊が史上最大の金融危機を引き起こした（服部「二〇一一」一三七）「傍線は北山による」。しかし、バブルや市場の暴走という非合理的な要素は、新自由主義経済学が仮定する合理的な経済人、合理的な市場と相容れない。そこで、主流派（新自由主義）経済学は市場の持つ非合理的な要素を無視することにした。彼らは代わりに外的要因に危機の原因を求めてきたのである（服部「二〇一二」二九六・二九七）。

（三）批判から建設へ

以上にみたミンスキーと服部の所説には、頷けるところが多い。しかし、それでは二〇〇八年の危機を回避するためには、どうしていればよかったのか、また、新自由主義によらないいかなる施策が今後必要なのか、については、踏み込みが足りないように思われる。

この点、筆者は、金子勝のかねてからの持論に共感を覚える。たとえば、次のとおりである。

11 金融の技術革新の結果、近年のアメリカの住宅市場と住宅金融市場は四層構造になっていた。四層にわたる負債のピラミッドが損失を拡大させ、史上最大の金融危機を引き起こしたのである。ピラミッドの最下層が住宅市場。その上に住宅金融市場。伝統的な銀行ローンの場合には、この二つの層で完結している。しかし、現在のアメリカの住宅ローンは証券化されて、転売されている。第三層に証券化市場が加わったのである。最上層がCDS市場である。CDSは企業、住宅ローンなどの債務不履行に保険をかけるかたちのものである。住宅関連証券にもCDSがかけられていた。この四層からなる負債のピラミッドが、レバレッジによってショックを増幅させ、危機を拡大させたのである（服部「二〇一二」一一三・一一四；服部「二〇一三」七三・七四）。

市場原理が人々の自己決定権を自動的に保証するわけではない。市場原理主義者の間違いは、「自己責任」に基づいて行動すれば、あとは市場が自動的に調整してくれると主張する点にある。そして、そのために規制緩和が推進される。しかし金融自由化をきっかけとしたバブル経済とその破綻の過程が示すように、こうした主張は事実によって裏切られている。しばしば非体系的な規制緩和路線は、バブルを引き起こしたあげく、ただ単にセーフティネットを破壊するだけに終わるからである。人間は、将来はもちろん現在さえも合理的に見通すことはできないがゆえに、社会的公正を満たす制度やルールがあって、はじめ自己決定をなしうる。とりわけ市場の不確実性や不安定性が強まって、個人では負いきれないリスクが高まれば、人々は自己決定が不可能になる。市場や社会の変化に応じてセーフティネットを張り替え、それを起点にして制度改革を行うという戦略は、こうした事態に対して社会的共同性によってリスクをシェアすることによって人々の自己決定権を高めることを目的としているのである。他方、「市場の暴走」に対して規制強化を繰り返すだけでも、自己決定権を回復することはできない。その極限としての中央計画型社会主義の失敗は、巨大国家が人々の自己決定権を奪うことを示した典型的事例であった。必要なのは人々が自己決定をなしうる「場」を創り出すことである。つまり、「日常の世界」の中に公共空間を絶えず制度的に埋め込みながら、セーフティネットを再構築してゆくのである（金子「二〇一〇」一五八・一五九）。

また、「合理的経済人」の仮説を単に否定するだけではない、複雑化する経済現象や現代社会を前提とした人間像としては、金子の次のような主張に賛同する。

典型的な「強い個人」から出発するのは、市場原理主義を基礎づける新古典派経済学である。その理論が前提とする人間像は、短期だけでなく長期の将来をも合理的に見通して、かつ他者にかかわりなく自己利益だけを追求する「合理的経済人」だからである。この「合理的経済人」を仮定すると、規制緩和政策によって「自己責任」をとらせれば、市場は活性化して経済成長を達成することができることになる。しかし、こうした「強い個人の仮定」から出発する新古典派理論は、明らかに現実によって裏切られている。前提となるのは、あくまでも理性や認知能力に限界を持つ「弱い個人の仮定」でなければならない。グローバリズムの名の下に「強要」される市場原理主義と、それによって生じる倒産や失業は、もはや一人ひとりの人間ではどうしようもないリスクである。「強い個人の仮定」を前提とする主張を繰り返しても、それは、ただ「自分のことは自分で決めなければならない」とする「近代的自我」の建前をもって、人々を追い詰めてゆくだけである。やがて「近代的自我」へのプレッシャーに人々が耐えられなくなれば、その先にはすべての裁可を他者に委ねる快感が待っている。その他者とは、神であったり、強いリーダーシップであったり、死（自殺）であったりする（金子「二〇一〇」二三七・二三九）。

それでは、合理的経済人を前提としない経済理論——さらには契約法理論——を、何を端緒として組み立てていけばよいのか。その出発点は、合理的経済人では決して考えられない、不安な個人、迷える個人ではないだろうか。また、そうした手がかりを与えてくれるのが、経済学における市場参加者の主観的側面に着目したバブルの歴史学であり、近年になって脚光を浴びている行動経済学ではないだろうか。それらを次章でみていこう。

第三章 バブルの生成と崩壊の物語

特定の事象——たとえば一九九〇年前後の日本のバブルとその崩壊や二〇〇八年の世界金融危機といった——ではなくバブル全般や金融危機全般をテーマとする経済学者の研究は、あまり多くはない。本章の前半でみるのは、そうした数少ないもののさらにその一部であるが、それらはそれ自体が興味深いだけでなく、本章の後半で取り上げる行動経済学に繋がる思考様式を含んでいるように思われる。そこから、「合理的経済人」——さらには「合理的契約者」——という仮定を置かない、何らかの理論の形成可能性がみえてくるかもしれない。

一 バブルの歴史学

キンドルバーガーは、その著書の中で、金融危機の歴史を学ぶことの意味につき次のように述べている。「金融危機についての歴史的アプローチは逸話を中心であり、非合理性に依拠しているという批判があるが、そうした批判は簡単に退けることができる。逸話とは証拠であり、重要なのはその証拠が典型的な事例であるかどうかということである。統計的な証拠とされるものも、典型的事例の場合もあれば、バイアスがかかっている場合もある」（キンドルバーガー「二〇〇四」三二八）。また、「経済学を連続する物語とみるならば、観客はその物語に説得力があるかどうかを選ぶのである。経済学は対話であるべきだし、経済学は説得しようとするべきであり、説得のための手段の一つが、実例をあげて議論することである」（キンドルバーガー「二〇〇四」三三三¹²）。大きな問題についての短い急所を突いた主張である。

(一) バブルの生成から崩壊まで

① バブルの始まり

バブルがどのようにして始まるかは、さまざまである。その始まりがいつであるか・その原因は何かを特定することが難しい場合も多い。たとえば二〇〇八年の金融危機に関しては、次のようにも言われている。「ほぼどの危機も始まりは同じだ。静かに始まる。小さな出来事があって、その後を訪れる大きなドラマの舞台を作り上げる。この前段階は何年も、何十年もかかる場合があり、多数の要因が重なって、ブームとバスのサイクルが起りやすい条件が整っていく。二〇〇七年に爆発した危機も例外ではなかった。数十年にわたる自由市場原理主義によって崩落の条件が作られてきたのであり、この間に改革派を自称する勢力が大恐慌の際に確立された銀行規制を骨抜きにしていき、ウォール街の金融機関が残った規制を迂回する方法を見つけてきた。その過程で、規制当局の監視を受けない部分に影の銀行システムが成長し、巨大な勢力になっていった」(ルービニニーム「二〇一〇」三六九)。

ただし、目に見えて出てくる共通の現象はある。企業あるいは家計は、他の人々が投機的な売買によって儲けているのを見て、自分たちもそうしようとするようになる。そのようなことに夢中になる企業や家計の数が増えて、平生はそのような投機から遠ざかっている人々まで巻き込まれるようになる。利潤獲得のための投機は、正常かつ合理的な二箇所の記述は、惜しいことに削除されている。

12 キンドルバーガー「二〇〇四」は、同人の著作の第四版(二〇〇〇年刊)の邦訳であるが、その後、キンドルバーガーは死去し、第五版(二〇〇五年刊、筆者は未見)と第六版(二〇一一年刊)は、国際経済学者であるロバート・アライバーが、共著者として(実質は単独で)改訂を加えている。第六版であるKindleberger=Aliber [2011]では、第四版での記述が大幅に削除され、代わって、一九七〇年代以降二〇〇八年危機に至るまでの主要な金融危機についての記述が大幅に増えている。その際に、本文で引用した二箇所の記述は、惜しいことに削除されている。

的な行動からかけ離れ、「熱狂」とか「バブル投機」と呼ばれてきたことに対して、正常かつ合理的な警戒が薄れてしまう（キンドルバガー「二〇〇四」二〇・二一）。

また、ガルブレイスは、バブルが始まる際の人々の心理的な側面を強調している。

すなわち、陶酔的熱病が起こったときに、個人や金融機関を守るものは、規制や正統的経済学の知識ではなく、集団の狂気へ突っ走ることと共通する特徴を明瞭に認識することしかない。このような認識があつて初めて、投資家は警戒心を持ち、救われる（ガルブレイス「二〇〇八」一八）。投機的ムードの群集心理を十分に理解するならば、災厄から救われることができる。しかし、この群集心理の圧力は非常に強いので、救われる人は少ない。救われるためには、次の二つの強い力に抵抗しなければならない。第一に、熱病的な信念が広まると、誰しも自分も儲けてやろうという気になるものであるが、そうした強い私利に抵抗しなければならない。第二に、この熱病的な信念を強めるのに効果的な力となっている世論や一見すぐれた金融界の意見の圧力に抵抗しなければならない（ガルブレイス「二〇〇八」二一）。

ガルブレイスはまた、投機的熱病に寄与し、それを支えるものとして、二つの要因を挙げている。第一は、金融に関する記憶は極度に短いということである。その結果として、同一またはほとんど同様の状況が再現しても、新しい世代の人々は、それを金融及び経済界における輝かしい革新的な発見であるとして大喝采をおくる。第二は、カネと知性が密接に結びついていると思われていることである。個人が所有するカネが多ければ多いほど、彼の経済・社会観は深くしっかりしており、彼の頭脳の働きは機敏で鋭い、と考えられる強い傾向がある。つまり、カネが資本主義的成功の尺度となっていて、カネが多ければ多いほど成功の度合いも大であり、その成功の土台となった知性もす

ぐれていると思われる、と指摘している（ガルブレイス「二〇〇八」三二一・三三二）。

② バブルの膨張

そして、投機ブームが続くと、利子率、通貨の流通速度、物価がすべて上昇し続ける。やがて物価は上昇をやめる。次には「金詰まり」の不安な時期が続く。投機に手を出している多くの人々が、流動性を求めて狂奔し、固定資産の換金が盛んとなり、物財や証券の価格に破滅的な結果をもたらし、借金で投機に手を出した人々のうちに返済しきれない人が出る。金詰まりが続くと、徐々にであれ突然にであれ、投機家たちは市場価格がそれ以上は上昇しえないことを知る。そのときが手仕舞い期である。そして実物資産あるいは長期的な金融資産の先を争う換金競争へと移っていく。危機を促進する特有の兆候は、極度の金融難に陥った企業とか銀行の破産、不正な手段で金詰まり状態を切り抜けようとした人のいかさまや契約不履行の発覚、あるいは値が高すぎるとみられている主な投機対象物の値下がりなどである。激変が進行し、物価は下落して、倒産が増加する（キンドルバーガー「二〇〇四」二三・二四）。

ここでもまたガルブレイスは、簡潔ながら鋭い指摘をしている。すなわち、投機のエピソードのすべてに共通しているのは、世の中に何らか新しいものが現れた、という考えがあることである（ガルブレイス「二〇〇八」三七）。

そして、金融界は、新しい金融の手段が何度も何度も発明されるのを歓迎するものである（ガルブレイス「二〇〇八」三九）。また、投機のあらゆるエピソードに伴う要素が、「てこ（レバレッジ）」と「新しい金融手法」である（ガルブレイス「二〇〇八」一三三）。そして、「暴落の前には金融の天才がいる」ということはウォール街の最も古い通則であり、今後もこの通則が再発見されることになるだろう、という（ガルブレイス「二〇〇八」一三四）。

③ 崩壊の兆候

金融危機は、法律や道徳の領域を踏み外した取引と密接に結びついている。いかさまを行ったり、それに引っかけたりする気質は、ブーム期に投機を行う気質と裏腹のものである。恐慌への兆候として、しばしば詐欺、窃盗、横領、いかさまなどが現れる（キンドルバーガー「二〇〇四」一〇八）。金融の行き詰まりに続いて破綻あるいは恐慌が生じる場合、その間に標準的なタイムラグといったものはない。タイムラグは、数週間のこともあるし数年間のこともある（キンドルバーガー「二〇〇四」一四七）。

危機の遠因は、投機と信用の拡大であり、近因は、経済金融の制度についての信頼感を失わせ、人々に破産の危険を考えさせ、商品・株式・不動産・為替手形・約束手形・外国為替、その他何であれ現金に換えようとする動きをもたらすいくつかの出来事である。近因それ自体は、ありふれたことである。すなわち、破産、自殺、失踪、不正の発覚、ある借り手への信用供与の拒絶、大立者を引き下ろすような何らかの考え方の変化などである（キンドルバーガー「二〇〇四」二五一・二五二）。

何らかの公的な警告は必要か、また、それは効果があるか。FRB設立後の主要な市場のピークは三つあった（一九二〇年代後半、一九六〇年代半ば、一九九〇年代）が、そのいずれの場合にも、FRB議長は、株式市場は過大評価になっているとの警告を発している。一九二九年の金利引上げでは、投機的活動に対抗することが目的だと発表された。一九六五年には、FRB議長のウィリアム・M・マーチンが、当時の経済と大恐慌に先立つ一九二〇年代の経済のあいだには「不安になるほどの類似点」が見られると発言している。彼は類似点の一つとして、大衆のあいだに「経済の新時代」が始まったという確信が広まっていることを指摘した。その後、株式市場の過熱に対する警告がF

R B議長から発せられるのは、一九九六年二月、アラン・グリーンズパンの「根拠なき熱狂」演説まで待たねばならない。おそらく、株式市場の行き過ぎに警告を発するのは、オピニオン・リーダーたちの役割ではあるうが、しかし、その役割は些細なものにすぎず、市場を安定させるうえでは、たいした効果は発揮しないかもしれない（シラー「二〇〇二」一六六・一六七）。

④ 崩壊の過程

バブルのピークが到来したか否かを判断することは、それほど容易ではない。通常、本当のピークの前に、株価は何度かの上昇と下降を示すことがある。

不可逆的な崩壊が明らかになると、規制や改革の話がもち上がるが、しかし、議論の的とはならないのが、投機それ自体、またはその背後にある異常な楽観主義である。なぜそうなるかの理由は二つある。第一に、投機には多くの個人や機関が関係していたのであって、過ちや愚鈍さや行き過ぎの責任を特定の個人または会社に帰するのは無難なことであるが、しかし、それを社会全体とか金融界全体とのせいにするのは穏当でないと考えられるからである。投機的な風潮や狂気が非難されずに済んでいる第二の理由は、市場は外部的な影響を中立的かつ正確に反映するものだとされており、市場自体に過ちの種が内蔵されていて、その内部的な力で市場が動かされる、というようには考えられていないからである。そのため、崩壊の原因として、市場の外部にある何かを見つけ出す必要が生じ、あるいは、何らかの形で市場が濫用され、そのために市場の正常な働きが抑えられた、と説明されることになる。したがって、市場に逸脱傾向や欠陥が内在するなどは全く考えられない（ガルブレイス「二〇〇八」四三・四四）。

⑤ 最終的な局面

最後の貸し手（中央銀行等）が、どれだけの通貨を・誰に・どんな条件で・いつ供給するべきか、という問題は、一つのジレンマに直面する。すなわち、最後の貸し手の支援があることを市場が知っていると、市場は次のブーム期に、金融市場と資本市場が効果的に機能するための責任をあまり感じなくなるであろうという、基本的なジレンマである。最後の貸し手という公益性をもったものの存在は、銀行経営を健全にしなければならぬという民間の責任を弱めてしまう。しかし、金融仲介機能が十分でない状態を食い止める当局が存在しないならば、合成の誤謬が極端になる。市場参加者は、それぞれ自分だけ助かるうとするが、それがすべての人々を破滅させる原因をつくることになる（キンドルバーガー「二〇〇四」二四〇・二四一）。最後の貸し手の信用供与のタイミングは、一つの技術であるというよりほかはなく、それ以上のことは何も言えない（キンドルバーガー「二〇〇四」二六八・二六九）。

そして、危機の劇的な場面が終わると、金融システム崩壊の影響が实体经济に広がっていく。過去の危機の後には、政治家が世論に押されて金融システムの抜本改革を行っている。現在（二〇〇八年金融危機時）も改革の機会になっている。この機会を活かさなければならぬ。活かさなければ、過去に何度もそうなったように、終わったはずの危機が実は序章にすぎなかったことに気づかされるであろう（ルービニニーム「二〇一〇」三七四・三七五）。

また、ここでもガルブレイスの指摘が注目される。すなわち、一九二九年の大暴落の際には、いくつかの処置——証券取引委員会の設置、持株会社に対する制限、証拠金率の統制など——がとられたが、いつものことながら、注意が向けられたのは「投機的手段」に対してであった。決定的な要因は「投機に走る傾向それ自体」であったのだが、それについては何ら言及されることがなく、何もなされなかった。事実、これについては何もできなかったのである、

という（ガルブレイス「二〇〇八」一一八）。また、そもそも、大衆的な陶酔的熱病を、規制によって無くしてしまえるはずはない。もしそうしようとするならば、その結果できるであろう一群の法規はおびただしい量にのぼり、おそらく抑圧的なものとなり、効果のないことが確実なものとなってしまふ。唯一の矯正策は、高度の懐疑主義である。すなわち、あまりに明白な樂觀ムードがあれば、それはおそらく愚かさの表れだと決めてかかるほどの懐疑主義、そしてまた、巨額なカネの取得・利用・管理は知性とは無関係であると考えるほどの懐疑主義である、としている（ガルブレイス「二〇〇八」一五四・一五五）。

（二）ITバブルと不動産バブルの渦中の心理

ロバート・シラーは、二〇〇〇年のITバブル崩壊直前、及び二〇〇五年の段階での不動産バブルの渦中の人々の心理的な状態について、アンケート手法などを使って分析し、以下のような結論を導き出している。

① ITバブルの場合

自らの投資を決定する際に投資家がどんな感情を抱いているか——これが、強気市場をもたらす最も大切な要因の一つであることは疑いない。感情は、部分的には、さまざまな要因、たとえば物質主義的な感情や個人主義の隆盛の結果で決まるかもしれないが、同時に、投資家の感情は、現在市場で見られる強まる一方の上昇傾向が与える心理的影響によって増幅される（シラー「二〇〇二」六七）。

また、ニュース・メディア——新聞、雑誌、放送およびこれらのメディアの関連サイト——は、市場での出来事に対して公平無私な観察者という立場を取っているが、実はメディア自体が、これらの出来事において不可欠の役割を演じている。すなわち、市場での大きな出来事は、多数の人間からなるグループが同じ考え方をしないかぎり発生し

ないのであり、ある考え方が伝播するうえで、ニュース・メディアは必須の手段なのである（シラー「二〇〇一」八四）。とはいえ、ニュース・メディアが一枚岩の組織として、完全に受動的な視聴者・読者に対して意見を押し付けるわけではない。メディアはマス・コミュニケーションと大衆文化解釈の一つのチャンネルではあるが、大衆文化には、それ自体に内在するロジックとプロセスがある（シラー「二〇〇一」一一五・一一六）。

株式市場は経済のファンダメンタルズにしっかりと立脚しているわけではない。心理的な部分にも目を向けなければならぬ。そして、心理学研究によれば、市場における「アンカー」の存在を示唆するような人間行動のパターンが見受けられる。その「アンカー」は、市場が完全に合理的に機能していれば想定できないものである。投資家は正しい行動を取ろうと努力するが、曖昧さのない行動方針が見当たらない場合、彼らの行動は、ある種の生得的な行動様式によって決定されてしまう。こうした心理的な「アンカー」には二種類ある。一つは「量的なアンカー」である。人によってはこれを基準に、市場が過大評価か過小評価か、買うべきタイミングかどうかを判断する。もう一つは「モラル・アンカー」である。これは、人々に株を買う気にさせる理由の強さを決定するものである（シラー「二〇〇一」一六四・一六六）。

人々は「モラル・アンカー」を基準に、株に投資しない場合に想定される支出ニーズと比較して、株式市場への投資を続けることにはどの程度魅力があるかを直観的に判断する。市場が不自然な水準まで上昇するのを妨げるのは、本質的に「適正な」水準がどの程度で、どの水準だと高すぎるかを人々が理解しているからではない。市場の水準が上がりすぎると、多くの人々においては、投資している資産の規模と現実の生活水準のあいだに格差が生じる。その格差を、株の保有を続ける理由と比べ、売ろうという気になるのである。「モラル・アンカー」という観念の基本には、

人間の思考のうちの行動という結果につながるもの多くは、量的なものよりもむしろ「物語」や「正当化」という形を取る、という心理学的な原則がある。こうした考え方は、通常の経済理論では十分に説明されていない（シラー「二〇〇一」二六八・一六九）。

この「物語」という概念について、シラーは、さらに次のように言う。人々は自分の判断に関してシンプルな理由を構築したがっている。ある判断をするのにシンプルな理由を求めることは、その判断を説明する「物語」を求めることに似ている。そうした理由や「物語」は、ともに、言葉で他人に伝えられるシンプルな根拠なのである、と（シラー「二〇〇一」一七〇・一七一）。

そして、結局のところ、自由社会においては、人々が自ら犯す失敗によるすべての結果から彼らを保護することはできない、何故ならば、完璧に保護しようとするれば、彼らの自己実現の可能性を否定することになってしまうからである、と言う。そして、根拠なき熱狂や不合理な悲観主義の波がもたらす影響から社会を完全に守ることはできない、こうした感情的な反応は、それ自体、人間が人間である条件の一部なのだから、としている（シラー「二〇〇一」二七七）。

② 不動産バブルの場合

シラーは、前著（シラー「二〇〇一」の原著は二〇〇〇年刊）の第二版（Shiller [2005] がある）において、バブル——今回はITバブルではなく不動産バブル——の渦中における人々の心理学的な側面について、より一層の関心を払っている。

すなわち、彼はまず、市場の動向を真に決定する要因の多くは、われわれの心の中にあり、それらは、ケインズが

経済を牽引するものと考えた「アニマル・スピリット」であり、そうしたアニマル・スピリットが、不動産市場のよ
うな市場を動かしている、という (Shiller [2005] 10)。

そして、ダウジョーンズ・インターネット指数は二〇〇〇年三月九日にそのピークをつけた後、その約一ヵ月後の
四月一四日には、その価値の半分以上が失われたが、その約一ヵ月の間に何が起こったのかというと、株価の下落以
外には、何ら劇的なことは起きなかった、変わったのは大衆の意識であった、という。すなわち、インターネット関
連株の魅力が突然に、愚かなもの、困惑させるもの、気まぐれなものに見えるようになったのであり、それは基本的
には「認識の変化」であった、とする (Shiller [2005] 128-129)。

また、二〇〇五年当時に見られた住宅市場の相場は、多くの人が感じているように、住宅の合理的な需要と供給を
反映したあるべき趨勢の結果ではない、と指摘している。そして、需要と供給に影響する要因には、価格の上昇それ
自体や、専門家による価格上昇が続くであろうとの公的な発言、価格上昇が続くであろうと信じる傾向といった、多
くの社会的および感情的な要因が含まれているが、しかしながら、どの動きが賢明で良質な理由や専門的な意見によ
って引き起こされ、どの動きが人間の想像力や社会心理によって引き起こされるのかを区別することは、非常に困難で
ある、としている (Shiller [2005] 207-208)。ここでは、不動産の市場価格に関して、客観的で合理的な判断と主観
的で恣意的な判断とは一体化しており、両者を明確に切り離して分析することは困難である、ということが指摘され
ているわけである。

また、(キンドルバーガーやガルブレイスが指摘した) バブル期におけるモラルの低下という現象が、今回も妥当
していたことを明らかにしている。自由市場システムの根本的な弱点は、とりわけブームの期間中には、何らかの種

類のスキャンダルや取締りが生じ、それらに対する公的な対応がなされるまで、倫理的な基準が低下する傾向があるということであって、これは、一九九〇年代後半の過度の根拠なき熱狂の数年間にも、二〇〇五年現在の住宅ローンの貸付についても見られる、という。すなわち、住宅ローンの貸し手の間での競争が激しくなるにつれて、あらかじめ定められた貸付基準に従ってビジネスをすることが難しくなり、貸し手は、特別の事情がある場合のために基準の例外を設けたり、基準を本来の趣旨を没却させるように解釈したりし始めているが、しかし、彼らは、誰もがそれをやっていることや、基準をそのように歪曲しても何も問題が生じていないことを理由に、それらの例外を正当化している」と指摘している (Shiller [2005] 210-211)。

以上のように、シラーは、バブル期の客観的な事象よりも、むしろその渦中にある人々の認識や心理を重視する方向へと、関心の対象を一層進めていったことがわかる。

(三) 投機家の心理

ところで、右に指摘されたモラルの低下に関連して、プロの投機家にとってはバブルの波に乗ってしまうことは致し方ないということ、二〇〇八年金融危機を例にとって具体的に説明している論者がいる。その説明は、以下のとおりである。

サブプライム・ショックの本質とは、リスクテイクバブルとその崩壊であった。リスクテイクバブルとは、多くの投資家がリスクを求めてリスク資産に殺到し、それによりリスクがリスクでなくなり、結果的に彼らすべてが儲かることとなり、さらに他の投資家も含めてリスクへと殺到する状態を指す (小幡「二〇〇八」六〇)。

そもそも、何がバブルを膨張させるのか。それは、「バブルであること」である。つまり、いったんバブルになっ

てしまえば、価格の上昇が需要を呼び、これが価格の高騰をもたらす。そして、さらなる需要の増加につながり、価格がさらに高騰する。バブルにおいては、この循環が本質であって、価格高騰が起きた最初のきっかけはきっかけにすぎない（小幡「二〇〇八」八七・八八）。

この時、プロとしては、リスクを度外視して、バブルに飛びつかないわけにはいかない。何故かというと、プロにとっては、目先において、ライバルよりも高いリターンを上げることができるかどうか、ということが最優先だからである。ライバルに勝つためというのが、リスクの高い似非トリプルA債券を買った最も重要な理由であった。それは、プロとはどのような人々か。プロとは、他人のお金を預かって運用している、金融機関やファンドにおける運用者のことである。彼らは、自分のお金を投資しているのではなく、顧客を説得して、他のファンドではなく自分のファンドにお金を預けてもらい、それを運用している。したがって、ライバルよりも高いリターンを上げて、顧客に継続的にお金を預けてもらうことがプロとして仕事を続けていく上で、最も重要なのである。出資者たちは、他の同じようなファンドと比べて、短期であっても、低いリターンしか出せないファンドからお金を引き揚げ、より高いリターンを上げているファンドに資金を移す。したがって、リスクがあるうがなかるうが、表面利回りが高いものに出す手を出さざるを得ない。そして、ライバルがそうすればするほど、自分も同じことをしなければ負けてしまう。したがって、素人よりもプロのほうが、リスクを無視しなければいけないというリスクに直面しており、この畏に嵌るリスクが高い。しかも、リスクが不当に高いとわかっていながら、嵌らざるを得ないのである（小幡「二〇〇八」九四

13 リスクテイクバブルというのは、小幡績の造語である（小幡「二〇〇八」八八）。

「九五」¹⁴。そして、バブルにおいては、ほとんどの投資家が、それがバブルであることを認識しており、いつでも逃げられる態勢を整えているが、しかし、暴落が始まるぎりぎりまで逃げるのを待つ。なぜなら、他の投資家よりも早く逃げてしまえば、大きな利益を上げる機会を失ってしまうからである。大きな利益を得る機会を逸失するのは許されないのである（小幡「二〇〇八」一二四―一二五）。

以上のような投機家の心理を、どのように理解し、位置づけるべきか。ガルブレイスやシラーがもっぱらバブルに引き込まれてゆく一般の人々の心理について語っていると対照的に、小幡は、いわばその正反対の立場にいてバブルの膨張に積極的に手を貸す側の立場と心理を明らかにしている。ここで留意しておくべきことは、同じくバブルに関与する者であっても、その立ち位置によって、バブルの経過に関してまったく異なる認識を持つ可能性があるという点であろう。ある種の投機家においては、ある市場価格の急騰がバブルであることは十分に認識しており、かつ、その崩壊についても対処の準備ができていたのである。そういった意味では、バブルの膨張やその崩壊について、あらゆる関係者を一律にまとめてその予見可能性を判断することは妥当ではない、ということになろう。

（四）「今回ばかりが」シンドローム

ITバブルのときも、その後の不動産バブルのときも、人々は当初からしばらくは、バブルであることを否定した。14 独立したプロのトレーダーにだけではなく、サラリーマンのトレーダーにもこのことは当てはまるであろう。バブルの渦中において、まともな金融機関であるならば「このまま貸付を増やすと、いずれ焦げ付いて問題になる」と不安がよぎるときであっても、ほかの営業マンや支店、金融機関と貸出量を競争しているなかで、自分だけが意図的に貸出量を減らすことは難しい。いずれ危ない状況に陥ると分かっているがやめられないのである（浜「二〇一〇」三二八）。

全米の各地から住宅価格の異常な高騰と不適切なローン勧誘が頻繁に行われているとの報告を受けた——グリーンズパンを含む——政府関係者は、それらがバブルであることを否定し続けた。それは何故か。一つの非常に明快な解答が提示されているので、最後にこれを見ておきたい。

それは「今回はちがう (This time is different)」シンドロームである。「今回はちがう」シンドロームの本質は、ごく単純である。われわれは前よりうまくやる、われわれは賢くなった、われわれは過去の誤りから学んだ、昔のルールはもう当てはまらない、過去には多くのブームが災厄につながったものだが、今回はちがう、なぜなら現在のブームは健全なファンダメンタルズや構造改革や技術革新や賢明な政策に支えられているのだから、といったものである (ラインハート「ロゴフ」二〇一一 四七・四八)。

具体的には、サブプライム危機前には、多くの人は以下の理由から「今回はちがう」と考えるようになった、とされる。(a) アメリカには、世界で最も信頼できる金融規制、革新的な金融システム、磐石の政治制度、世界最大の規模と流動性を誇る資本市場が整備されている。だから、アメリカは特別である。どれほど大量の資本が流入しても耐えられるから、何も心配はいらない。(b) 急成長中の開発途上国は、分散投資を行うため、安全な投資先を求めている。(c) 世界の金融は統合化の方向にあり、国際資本市場は深化し、どの国も債務を増やせるようになった。(d) アメリカにはさまざまな強みがあり、それに加えて、すぐれた金融政策を立案する人材と実行する組織を持っている。(e) 新しい金融商品の登場で、たくさんの方々の新たな借り手が住宅ローン市場に参入できるようになった。(f) いま起きていることはすべて、イノベーションによって金融のグローバル化が一段と深化するプロセスにすぎず、むやみに懸念するには及ばない、といったわけである (ラインハート「ロゴフ」二〇一一 三二六・三二七)。

以上のようにバブルの歴史学を概観してきた結果、何が分かったか。ここでは、市場の外部からの客観的な要因というよりも、市場に参加した・あるいは参加しようとしている人々の主観的・心理的な要因が、バブルを膨張させ、崩壊させることに大きく寄与していることが分かった。バブルは市場の外側で何らかの異常事態を原因として発生・膨張するわけではなく、市場を構成する人間の心理によって発生・膨張することが強調されている。そして、市場を構成する人々は、(一部の投機家を除いて)決して「合理的経済人」ではない。バブル——あるいは金融危機——は、他者の意見に左右され、状況に左右される人間が形成する物語なのである。

二 経済学における心理と感情

二〇〇二年にその最大の功労者であるダニエル・カーネマンがノーベル経済学賞を受賞したこともあり、近年、経済学の一分野としての「行動経済学」が脚光を浴びている。以下では、行動経済学が金融危機についての考察にどのような示唆をもたらしてくれるのか、及び、その成果の一つである「アニマルスピリット」説についてみていきたい。その結果、金融危機と事情変更法理の適否の問題にも何らかの検討指針が与えられるかもしれない。

(一) 行動経済学の発展

① 行動経済学の定義

(a) 行動経済学についての、最も控えめな位置づけと定義は、次のようなものである。すなわち、一九九〇年代に、効率的市場仮説からの乖離が注目され、多くの「アノマリー」(理論的予想に反する現象)が発見された。マーケット・マイクロストラクチャー(株式市場の具体的な制度のあり方)とともに、このアノマリーの説明に役立つと

期待されているのが、行動経済学である。ここでは、標準的なモデルの予測から乖離する結果は、経済主体が非合理的であったり、風変わりな選好をもつために生じている、との想定で分析される。すなわち、投資家の気質や特徴が金融取引に影響すると考える点で、これまでの金融論と大きな違いがある（筒井「二〇一三」一二〇）。

（b）これよりももう少し広い定義が、次のようなものである。

人間の限定された合理性を中心に、最適な行動からの乖離（アノマリー）を経済分析の核にすえる学問を、行動経済学と呼ぶ。行動経済学では、人間を、経済計算だけで判断するのではなく、怖れ・自信過剰・後悔といった感情に日々揺れる存在として捉える（依田「二〇一〇」j）。伝統的な経済モデルは経済心理を安定的なものとみなすことが多かったが、しかし、選好が気まぐれであるなら、そこから派生する需要も安定しないことになる。消費者経済理論の立場からは選好の不安定性はゆゆしき問題である。ただし、経済心理の変化の方向性にはある種の法則性も観察される。したがって、選好の安定性やその変化の方向性を詳細に調べることも、行動経済学の有望な課題であろう（依田「二〇一〇」一八四）。そして、行動経済学は、人間の合理性を限定的と考え、感情や衝動に左右される人間をありのままに直視しようとするものである（依田「二〇一〇」一八九）。特に注目すべきは、経済行動における感情の役割である。理論的に必要とされる規範的合理性が破綻する理由を理解するためには、伝統的経済学が軽視してきた感情の役割に注目しなければならない（依田「二〇一〇」二二〇）。

（c）右の二つに比して、行動経済学の可能性をより広く考えるのが、次のようなものである。

行動経済学とは、人は実際にどのように行動するのか、何故そうするのか、その行動の結果として何が生じるのかといったテーマに取り組む経済学である。つまり人間行動の実際、その原因、経済社会に及ぼす影響および人々の行

動をコントロールすることを目的とする政策に関して、体系的に究明することを目指す経済学である（友野「二〇〇六」二三）。行動経済学は、人間の合理性、自制心、利己心を否定するが、人間が全く非合理的、非自制的、非利己的であるということの意味しない。完全合理的、完全自制的、完全利己的であるということを否定しているにすぎない（友野「二〇〇六」二四）。また、行動経済学は認知心理学から大きな影響を受けているが、決して認知心理学の一部であったりその応用であったりするものではない。経済学で長年にわたり蓄積されてきた理論に認知心理学の成果を取り入れて改良するというのが行動経済学の目指す方向であって、標準的な経済学を全面的に放棄あるいは解体して、新しい経済学を一から建設するというものではない（友野「二〇〇六」三六）。

さて、以下では、カーネマンの研究はもちろんのこと、その他の研究者の研究をも幅広く紹介しており、かつ、採り上げているテーマも豊富な、友野典夫の概説書にしたがって、本稿のテーマに関連する限りでのその内容をスケッチしておく。

② 行動経済学の研究成果

(a) ヒューリスティクスとバイアス

ヒューリスティクスとは、問題を解決したり、不確実な事柄に対して判断を下す必要があるが、そのための明確な手がかりがない場合に用いられる、便宜的あるいは発見的な方法のことであり、日本語では方略、簡便法、目の子算さらには近道などと言われる（友野「二〇〇六」六六）。ダニエル・カーネマンとエイモス・トヴェルスキーは、一連の研究の中で、人間が確率や頻度についての判断を下す時にはいくつかのヒューリスティクスを用いるが、それによって得られる判断には客観的な正しい評価とは大きく隔たるという意味で、しばしば「バイアス（偏り）」が伴う

ことを明らかにした（友野「二〇〇六」六八）。

カーネマンとトヴェルスキの創始以来、ヒューリスティクスとバイアスに関しては、膨大な量の研究が蓄積されてきた。ただし、ここでは、ヒューリスティクスの有用性よりはむしろヒューリスティクスが引き起こすバイアスに力点が置かれているように見える。つまり、ヒューリスティクスによって判断すると間違いを犯しやすいと言っているように受け取れる。これに対して、ヒューリスティクスに基づく判断や決定の利点を強調し、それらには多くの認知資源を必要とする難しい時間にかかる計算から得られた最適解に匹敵する、十分満足のいく解をもたらすと主張するのが、ドイツのマックス・プランク研究所のゲルト・ギゲレンツァを中心とする研究グループである。彼らは、そのような良質な答えを導くヒューリスティクスを一括して「迅速・簡素なヒューリスティクス」と呼んでいる（友野「二〇〇六」八九）。

ギゲレンツァらは、主体の側の限定合理性と問題の状況（環境、生態）の相互作用によって、ヒューリスティクスは上手く働く場合とそうでない場合があると言う。つまり意思決定を支えているのは主体の認知能力ばかりでなく、問題が置かれている状況もまた同様に重要なのである。この意味で彼らは、環境（生態）に適応した合理性という考え方を重視し、再認ヒューリスティクや仰角ヒューリスティクのような、きわめてシンプル（簡素）で素早く（迅速に）実行できるヒューリスティクスを用いることによって、適切な判断ができると主張する。ギゲレンツァらはこのような合理性を「適応合理性」と呼んでいる。環境に適合したヒューリスティクスは上手く機能するという意味である（友野「二〇〇六」九二・九三）。

(b) システムⅠとシステムⅡ

人間の情報処理プロセスは直感的部分と分析的部分の二つから形成されているということは、古来より多くの哲学者や思想家が論じてきたテーマであるが、このテーマが、最近「二重プロセス理論」と呼ばれる理論の登場によって、心理学者の注目を集めている。二重プロセスとは、人間が持っている二つの情報処理システムのことである。一つは、直感的、連想的、迅速、自動的、感情的、労力がかからない等の特徴を持っているシステムであり、「システムⅠ」と呼ばれ、もう一方は、分析的、統制的、直列処理、規則支配的、労力を要するといった特徴で表されるシステムであり、「システムⅡ」と呼ばれる。システムⅠは、一般的な広い対象に適用されるシステムであり、人間と動物の両方が持っている。システムⅡは、システムⅠよりずっと遅れて進化した人間固有のシステムであると考えられている。標準的経済学が前提としている経済人というのは、システムⅡだけを備えた人間であるということが出来る。システムⅠとシステムⅡは明確に分かれるのではなく、両者は連続的に存在しており、また、システムⅠはシステムⅡより能力が劣っているわけではなく、たとえば将棋や碁のプロは、指し手の候補を直感によって数通りに絞り、その中から熟考して最善の手を選ぶといったように、システムⅠとシステムⅡの連携によって問題が処理されることがある。また、処理はどちらか一方のシステムに固定的なものではなく、たとえば車の運転では、初心者のうちは一つずつの動作を確認しながら行うようにシステムⅡが常時働いているが、熟練すると多くの動作が無意識、自動的に行われるようになる。つまり、システムⅡからシステムⅠへと処理が受け渡されるのである（友野「二〇〇六」九三・九五¹⁵）。

15 人間のさまざまな思考や選択行動をシステムⅠ（早い思考）とシステムⅡ（遅い思考）の二つの観点を基軸として分析しながら、「行動経済学の全体像を紹介している興味深い著書が、カーネマン「二〇一〇」である。

（c）プロスペクト理論

行動経済学の成功の象徴的な研究成果である。人は変化に反応する、というのがカーネマンとトヴェルスキーの創始したプロスペクト理論の出発点である。プロスペクト理論は、期待効用理論の代替理論として考案されたものであり、標準的経済学の効用関数に対応する「価値関数」と、確率の重み付けに関する「確率加重関数」によって構成されている。期待効用理論とは異なり、価値は、ある基準からの利得と損失で測られる。また、確率には心理的な重み付けがなされており、たとえば、われわれ人間は、確率が $1/3$ という事象をそのまま $1/3$ と受け取るわけではない、という心理的性質が表現されている（友野「二〇〇六」一一二―一一三）。

価値関数には三つの特徴がある。その一番目は「参照点依存性」であり、価値は参照点（出発点）からの変化またはそれとの比較で測られ、絶対的な水準が価値を決定するのではない、というものである（友野「二〇〇六」一一五）。価値関数の性質の二番目は、「感応度逓減性」と言われ、利得も損失もその値が小さいうちは変化に対して敏感であり、利得や損失の小さな変化が比較的大きな価値の変化をもたらすが、利得や損失の値が大きくなるにつれて小さな変化の感応度は減少する、という性質である（友野「二〇〇六」一一七）。価値関数の性質の三番目は「損失回避性」と言われるものである。損失は、同額の利得よりも強く評価される。つまり、同じ額の損失と利得があったならば、その損失がもたらす「不満足」は、同じ額の利得がもたらす「満足」よりも大きく感じられるという意味である（友野「二〇〇六」一一二―一二二）。

価値関数とともに、プロスペクト理論のもう一つの軸となるのが、確率加重関数である。プロスペクト理論では、期待効用理論とは異なり、確率に非線形の重みがつけられる。確率 0.5 は 0.1 の五倍の重みとは限らず、 0.0

一は一の一／一〇〇の重みとは限らないのである。確率の値そのものが効用に掛けられるのではなく、確率は評価つまり加重されて、価値（効用）と掛け合わされるのである（友野「二〇〇六」一二六・一二七）。こうしたことは、認知心理学的な実験によって確認されている。

プロスペクト理論では、人々が決定を下す際には、二つのプロセスを経ると想定されている。まず最初が「編集」のプロセスであり、決定に関連のある行為や条件、結果などが認識される。参照点の選択も「編集」プロセスでなされる。次のプロセスが「評価」であり、第一に価値関数が適用されて、対象の価値が評価され、第二に確率加重関数が適用されて、その対象が生じる確率に重みがつけられる。第三に価値を求め、確率を加重した結果が合計されて、対象の総合的な評価が定められるのである。このような編集プロセスも評価プロセスも、システムIIによって意識的に計算した上で実行されるとは限らず、システムIの働きによって自動的、無意識的に行われることも多い（友野「二〇〇六」一三八・一三九）。

(d) 感情と理性の分業・協働

感情はシステムIに属し、迅速かつ自動的に生起する。選択対象を詳しく吟味し、そのメリットとデメリットをさまざまな観点から秤量することに比べれば、対象の感情的印象ははるかに素早く効率的に得られる。問題が複雑で、それについて十分に検討するための時間や認知資源が少ない場合には特にそうである。したがって、感情がヒューリスティックとして機能することになる。判断や決定は、システムIに属する感情や直感と、システムIIに属する思考との協働により、いわば「感情と理性のダンス」によって行われるのである。しかし、感情のほうが優る場合も多い（友野「二〇〇六」三三八）。例えば、その活動が好きで正の感情をもたらすものであれば、その活動に伴うリスクは

小さく、かつ便益は大きいとみなされる傾向があり、逆にその活動が嫌いで負の感情をもたらすものであれば、その活動に伴うリスクは大きく、便益は小さいとみなされる傾向がある。つまり、便益が大（小）という情報が与えられればリスクは小（大）と推論され、逆に、リスクが大（小）という情報が与えられれば便益は小（大）と推論されるのである（友野「二〇〇六」三二九）。

要するに、人間は、自分を取り巻く環境や生態に適した決定を行うという意味での合理性を持っていることができる。この意味での合理性をヴァーン・スミスやギゲレンツァは「生態的合理性」と言い、サイモンとフランクは「適応的合理性」と呼んでいる。このような合理性を持つ人間行動に関する一層の研究が必要である（友野「二〇〇六」三八〇）¹⁶。

（二）経済行動における状況心理

右の行動経済学をベースとして、それを独特の方向に展開した結果の一つが、ジョージ・アカロフとロバート・シラーによる「アニマルスピリット」という概念である。この概念は、言うまでもなくケインズの『雇用、利子および貨幣の一般理論』から借用したものであるが、注意すべき点が二つある。まず第一に、ケインズ自身は、このアニマルスピリットという言葉と同書の中では二回しか使っておらず、同書ではそれほど重視されていた言葉ではない（アカロフシラー「二〇〇九」二七四）。第二に、アカロフとシラーの問題意識ないし関心領域は微妙にずれているよ

16 なお、行動経済学の面白さは、本稿における以上のような表面的な紹介ではとても伝わらない。カーネマンはこれがある種の哲学にまで高める叙述を展開している（カーネマン「二〇一一」を参照）。

うで、アニマルスピリットの存在意義も必ずしも一義的に明瞭ではない。そこで、以下では、筆者「北山」が興味を抱いた点に重点を置きながら、その内容をみていきたい。

① アニマルスピリットとは何か

経済の仕組みと、それを管理して反映する方法を理解するためには、「人々の考え方や感情を律する思考パターン」、つまりアニマルスピリットに注目しなければならない。重要な経済的出来事を本当に理解するためには、その原因がもっぱら心理的な性質のものだという事実を直視する必要がある（アカロフシラー「二〇〇九」一）。不確実性下の決断も、アニマルスピリットの結果としか考えられない。それは、行動への突発的な衝動の結果である。それは、合理的な経済理論が言うような「定量的な便益に定量的な確率をかけた加重平均の結果」などではない（アカロフシラー「二〇〇九」五）。アニマルスピリットは、人々が曖昧さや不確実性に対峙するときの独特の関係を指す。それはわれわれを麻痺させることもあるが、われわれをリフレッシュして新たな活力を与えてくれ、恐怖や優柔不断を乗り越えさせてくれることもある（アカロフシラー「二〇〇九」五）。

② 基本としての自己の「物語」

自分が何者で何をやっているかというわれわれの感覚は、自分や他人の人生のストーリーと絡み合っている。そうした「物語」の総和が国の物語や国際的な物語となって、経済で重要な役割を果たすようになる（アカロフシラー「二〇〇九」九）。

そもそも、人類は物語をもとに考えるよう作られている。つまり、内的な論理や力学を持ったひと続きの事象で統合された全体として見えるようなものに頼りたがる。そのため、人間の動機の相当部分は、自分の人生の物語を生き

ることから生じている。それは自分が自分に言い聞かせる物語であり、それが動機の枠組みとなる。そういう物語なくしては、人生は「あれこれいろいろ降ってくるばかり」でしかなくなる（アカロフシラー「二〇〇九」七五）。

③ 過去の金融危機における「物語」

物語の使用には慎重になるべきである。物語は事実を説明するだけにとどまらず、それ自体が事実となる。実際問題として、ほとんどの経済の上下動を説明するには、それを動かしている物語に注目することが必要である（アカロフシラー「二〇〇九」八〇・八一）。すなわち、世界中の株式市場の大高騰には新時代物語がつきまとうてきた。

年月が経つにつれて、こうした過去の物語は忘れ去られるために、人々は過去の株価の動きやマクロ経済の変動を見ると首をかしげてしまうのである（アカロフシラー「二〇〇九」八二）。たとえば、一九二九年の大恐慌の規模と長期性は、政府規制や行動、そしてその結果生じた産業界の不安以上のものが原因であった。一九三〇年代が悲惨なかたちで続くにつれて、深い経済的な倦怠感が生じた。当時の多くの観察者がこの倦怠感を記録しているが、その観察は現代の経済学者たちには無視されがちである。現代の経済学者たちは、科学的に検証ができない市場心理についての同時代の評価など無価値だと考えるのが普通で、計測できるものに専念したがるからである（アカロフシラー「二〇〇九」一〇四・一〇五）¹⁷。

④ 二〇〇八年金融危機と「物語」

二〇〇八年の金融危機や住宅危機もそうだが、経済危機は主に思考パターンの変化によって生じるという発想は、標準的な経済学の発想には反する。だが現在の危機は、まさにこうした思考の変化の役割を実証している。それは何よりも、経済の性質に関する物語の変化によって生じたのである（アカロフシラー「二〇〇九」六）。

そもそも、自由市場はすばらしいという見方も、株式市場や実体市場の高騰や暴落をおおってきた各種物語の一つではない。しかし、金融市場は変わり、ますます複雑になった。この複雑さは、かつてルーズベルト大統領とその支持者たちが設定した各種公的機関による規制を逃れるための手口だった。それら規制をなくした以上、いまや市場で何が起こるかという新しい物語が必要になっている（アカロフ・シラー「二〇〇九」一二二―一二四）。

資本主義は人々が本当に求めるものだけを売るだけではない。人々が欲しいと思っているものをも売るのである。特に金融市場では、これは過剰につながり、経済全体の破綻につながる倒産をもたらす。こうしたプロセスはすべて物語で動かされる。人々が自分に言い聞かせる物語、自分についての物語、他人の行動についての物語、そして経済全体の動きに関する物語も、すべては人々の行動に影響する。こうした物語は一定ではなく、時間とともに変わっていく（アカロフ・シラー「二〇〇九」二六二―二六三）。

本当の問題は、現在の経済学の相当部分が根底に持っている通念である。アニマルスピリットをモデルに導入しない17 過去の金融危機を回顧する際に、まったく「物語」が使われないわけではないであろう。ただし、その物語の性質が、違っている。すなわち、標準的経済学における経済学用語を用いた「合理的な」物語が一応のものとして付せられるであろう。その意味で、次のような警告は重要である。すなわち、「私たちは要約するのが好きで、単純化するのが好きだ。連なった事実を見ると、何かの説明を織り込まずにはいられない。説明をすれば事実同士を結びつけることができる。そうすれば事実がずっと簡単に覚えられるし、わかりやすくなる。私たちが道を踏み誤るのは、この性質のせいで『わかった気』になるときだ」（タレブ・上「二〇〇九」二六―二七）。「私たちは、わかりやすく見える結末ばかり見て、わかりにくい結末や見えにくい結末は見ない。しかし、そんな見えない結末のほうが、だいたいは重要なのだ」（タレブ・上「二〇〇九」二〇四）。「黒い白鳥には三つの性質がある。予測できないこと、重大な影響を及ぼすこと、そして後から振り返ると説明がつけられることである」（タレブ・上「二〇〇九」二九―三〇）。

いと、経済危機の根底にある最も重要な問題の本当の原因が見えなくなってしまう。二〇〇八年の金融危機は予想外のものだったし、まだ世間一般や多くの重要な意思決定者にすら、完全には理解されていない。それは、伝統的な経済理論にはアニマルスピリットに関する原理がないからである。伝統的な経済理論は、経済を解釈する物語の役割を排除する。経済の振舞いに関する伝統的な説明では多くのものが排除されていることが、現在の危機を引き起こした。現在のわれわれが、起きた危機に対してどう対処すべきかわからないのもそのせいである（アカロフシラー「二〇〇九」二五三―二五四）。

経済の働きやそこでの政府の役割は、単に経済的動機だけを考えるのでは記述できない。われわれの思考と政策の中でアニマルスピリットにきちんと敬意を表さなければ、われわれは経済問題に対する解決策に到達できない（アカロフシラー「二〇〇九」二六六―二六七）。

以上のような、標準的経済学の視野には決して入ることのない当事者の感情や「物語」を、経済学の分野に取り戻そうという考え方は、単に合理的経済人の仮定を微調整するだけにとどまらず、当事者個人個人の個性が関与する余地のない現代経済学を、大きく変える可能性を持っているように思える。それでは、こうした動きから、金融危機と事情変更法理の問題について、どのような示唆が得られるであろうか。それを次章で検討したい。

（未完）

〔引用文献一覧〕

- アカロフ・シラー『二〇〇九』…ジョージ・A・アカロフ・ロバート・J・シラー（山形浩生訳）『アニマルスピリット——人間の心理がマクロ経済を動かす』（東洋経済新報社、二〇〇九年）
- 飯島『二〇〇九』…飯島寛之「バブル・リレーで走り続ける世界経済」山口義行編『バブル・リレー——二世紀型世界恐慌をもたらししたもの』一六二頁（岩波書店、二〇〇九年）
- 池尾『二〇一三』…池尾和人「金融拡大の三〇年間を振り返る」池尾和人編『二世紀政策研究所編』金融依存の経済はどこへ向かうのか——米欧金融危機の教訓』一五七頁（日本経済新聞出版社、二〇一三年）
- 依田『二〇一〇』…依田高典『行動経済学——感情に揺れる経済心理』（中公新書、二〇一〇年）
- 伊藤『二〇一〇』…伊藤正直『金融危機は再びやってくる——世界経済のメカニズム』（岩波ブックレット、二〇一二年）
- 伊藤『二〇一三』…伊藤正直「金融危機の歴史」櫻川昌哉・福田慎一編『なぜ金融危機は起こるのか——金融経済研究のフロンティア』六一九—六一頁（東洋経済新報社、二〇一三年）
- 植村『二〇一〇』…植村修一『リスク、不確実性、そして想定外』（日経プレミアシリーズ、二〇一二年）
- 江川『二〇〇七』…江川由紀雄『サブプライム問題の教訓——証券化と格付けの精神』（商事法務、二〇〇七年）
- 大橋『二〇一〇』…大橋和彦『証券化の知識』第二版』（日経文庫、二〇一〇年）
- 小幡『二〇〇八』…小幡績『すべての経済はバブルに通じる』（光文社新書、二〇〇八年）
- 金子『二〇一〇』…金子勝『新・反グローバルイズム——金融資本主義を超えて』（岩波現代文庫、二〇一〇年）
- カーネマン『二〇一〇』…ダニエル・カーネマン（村井章子訳）『ファスト&スロー——あなたの意思はどのように決まるか？（上）（下）』（早川書房、二〇一〇年）
- ガルブレイス『二〇〇八』…ジョン・K・ガルブレイス（鈴木哲太郎訳）『新版』バブルの物語——人々はなぜ「熱狂」を繰り返すのか』（ダイヤモンド社、二〇〇八年）
- 川波・地主『二〇一三』…川波洋一・地主敏樹「アメリカ経済と金融危機」櫻川昌哉・福田慎一編『なぜ金融危機は起こるのか——金融経済研究のフロンティア』一六九—一九七頁（東洋経済新報社、二〇一三年）
- キャンブル『二〇〇九』…A・キャンブル（小笠原欣幸訳）『資本主義の妖怪——金融危機と景気後退の政治学』（みすず書房、二〇〇九年）

- 小林大類「二〇〇八」…小林正宏「大類雄司『世界金融危機はなぜ起こったのか——サブプライム問題から金融資本主義の崩壊へ』(東洋経済新報社、二〇〇八年)
- 今野「二〇〇九」…今野浩「金融工学」は何をしてきたのか(日経プレミアシリーズ、二〇〇九年)
- 櫻川「二〇一三」…櫻川昌哉「バブルと金融危機—櫻川昌哉『福田慎一編』なぜ金融危機は起こるのか——金融経済研究のフロンティア」三三四頁(東洋経済新報社、二〇一三年)
- シラー「二〇〇二」…ロバート・J・シラー(植草一秀監訳)『根拠なき熱狂——アメリカ株式市場、暴落の必然』(ダイヤモンド社、二〇〇二年)
- タレブ上・下「二〇〇九」…ナシーム・ニコラス・タレブ『ブラック・スワン——不確実性とリスクの本質(上)(下)』(ダイヤモンド社、二〇〇九年)
- 筒井「二〇一三」…筒井善郎「金融危機、バブルと行動ファイナンス」櫻川昌哉『福田慎一編』なぜ金融危機は起こるのか——金融経済研究のフロンティア」一一九—一四〇頁(東洋経済新報社、二〇一三年)
- 徳永「二〇〇九」…徳永潤「国際過剰資本がバブルを生んだ」山口義行編『バブル・リレー——二世紀型世界恐慌をもたらしたもの』一二九—一四〇頁(岩波書店、二〇〇九年)
- 友野「二〇〇六」…友野典男『行動経済学——経済は「感情」で動いている』(光文社新書、二〇〇六年)
- 野口「二〇〇九」…野口悠紀雄「金融危機の本質は何か——ファイナンス理論からのアプローチ」(東洋経済新報社、二〇〇九年)
- 浜「二〇一三」…浜「矩子」『恐慌の歴史——二〇〇年に一度の危機が三年ごとに起きる理由』(宝島新書、二〇一三年)
- 服部「二〇一三」…服部繁幸「危機・不安定性・資本主義——ハイマン・ミンスキの経済学」(ミネルヴァ書房、二〇一三年)
- 服部「二〇一三」…服部繁幸「新自由主義の帰結——なぜ世界経済は停滞するのか」(岩波新書、二〇一三年)
- ブックステーパー「二〇〇八」…リチャード・ブックステーパー(遠藤真美訳)『市場リスク 暴落は必然か』(日経BP社、二〇〇八年)
- フォックス「二〇一〇」…ジャスティン・フォックス(遠藤真美訳)『合理的市場という神話——リスク、報酬、幻想をめぐるウォール街の歴史』(東洋経済新報社、二〇一〇年)
- 松田「二〇〇九」…松田「岳」『アメリカの「双子」のバブル』山口義行編『バブル・リレー——二世紀型世界恐慌をもたらしたもの』六三—一二八頁(岩波書店、二〇〇九年)
- 山口「二〇〇九」…山口義行「バブル・リレーは終焉するか——「二世紀型世界恐慌」とパラダイムシフト」山口義行編『バブル・

リレー——二世紀型世界恐慌をもたらしたもの』一九一三九頁（岩波書店、二〇〇九年）

山口「二〇一二」：山口義行「バブルレス・エコノミーの苦悩と展望」山口義行編『終わりなき世界金融危機——バブルレス・エコノミーの時代』一六二—一九六頁（岩波書店、二〇一二年）

ラインハート・ロゴフ「二〇一二」：カーメン・M・ラインハート・ケネス・S・ロゴフ（村井章子訳）『国家は破綻する——金融危機の八〇〇年』（日経BP社、二〇一二年）

ルービニ・ミーム「二〇一〇」：ヌリエル・ルービニ・ステイブ・ミーム（山岡洋一・北川知子訳）『大いなる不安定——金融危機は偶然ではない、必然である』（ダイヤモンド社、二〇一〇年）

渡辺「二〇一三」：渡辺信一『世界金融危機と金融工学——効率的市場仮説の蹉跌』（日本評論社、二〇一三年）

Kindleberger & Aliber [2011] : Charles P. Kindleberger & Robert Z. Aliber, *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises, Sixth Edition*, (Palgrave Macmillan, 2011)

Shiller [2005] : Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance, Second Edition* (Broadway Books, 2005)

Commission [2011] : Financial Crisis Inquiry Commission, *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, Authorized Edition* (Public Affairs Reports, 2011); also available at <http://fcic.gov/report>