

経済バブルはなぜ繰り返すのか  
～チャールズ・マッケイの群集心理研究～

漆 畑 春 彦

目 次

はじめに

I. 有史三大経済バブルの顛末

1. チューリップ・バブル (17世紀オランダ)
2. ミシシッピ計画 (18世紀フランス)
3. 南海泡沫事件 (18世紀英国)

II. 1980年代以降の経済バブルの顛末

1. 日本における経済バブルの生起と崩壊
2. 欧米における経済バブルの生起と崩壊

おわりに～自分が経験していないことから学べない～

## はじめに

チャールズ・マッケイの「凄まじい民衆の妄想と群衆の狂気 (*Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*)」は、歴史上の様々な「群集心理」を描いた著作である（日本語版訳書のタイトルは、「狂気とバブル～なぜ人は集団になると愚行に走るのか」）。チャールズ・マッケイ（1814～1889年）は、19世紀スコットランド出身のジャーナリストであり、タイムズ紙特派員として南北戦争を取材した経験を持つ。後に著述業に転じ、様々な経済社会問題について自らの論考を世に問うた人物である。

本書では、チューリップ・バブル、ミシシッピ計画、南海泡沫事件という有史の「三大経済バブル」の顛末を紹介し、群集心理が起こす人々の愚行が、時として国家の経済社会を崩壊させかねない危険性を描いた。経済バブルのほか、毒殺の大流行、幽霊屋敷騒動、聖遺物崇拜、魔女狩り、錬金術、十字軍遠征、ノストラダムスの大予言など、愚行の数々を取り扱っている。いずれも、民衆が何かに取りつかれ、それが恐ろしい妄想に変わり、やがては社会全体が理性を失っていった歴史上の事実である。1980年代後半の日本、1990年代初めの北欧、2000年代の米国など、近現代の先進国で起きた経済バブルも、その背景や動機はそれらと本質的には変わらないはずである。

19世紀を代表する経済学者カール・マルクスの「歴史は繰り返す。一度目は悲劇として、二度目は喜劇として」という有名な言葉がある。人類は、過去において幾度となく経済バブルの生起と崩壊を繰り返し、そのたびごとに経済社会は甚大な損失を被った。過去に経済バブルの愚かさや悲惨さを物語る事実、教訓が（幾度となく）示されたにもかかわらず、人間はまた同じように経済バブルを引き起こし、自らの財産を失うばかりか国民経済を揺るがす惨事を招いてしまう。なぜ経済バブルは繰り返されるのか。人は歴史に学べないほど愚かなものなのか、たとえそれが愚行、茶番とわかっているにもかかわらず、なぜ懲りることなく同じ過ちを繰り返してしまうのか。

本稿では、マッケイの著作に従い「三大経済バブル」の顛末を概観し、それが示唆するところを抽出する。なぜ経済バブルは繰り返されるのか、マッケイの史

実に基づいた群集心理研究と人間に対する洞察を参考にしつつ考えてみたい。

## I. 有史三大経済バブルの顛末

### 1. チューリップ・バブル (17世紀オランダ)

#### (1) チューリップ・バブルの発生

トルコが原産のチューリップが西欧に入ってきたのは、16世紀中頃のこととされている(チューリップは「ターバン」を意味するトルコ語に由来)。チューリップはコンスタンチノーブルで大いにもてはやされていたが、16世紀後半にはオランダやドイツに、1600年にはウィーンを經由して英国に持ち込まれた。その花は、鮮烈で色味あふれる花卉を持ち、当時欧州で知られるどの花とも違っていたために珍重され、資産家の間で絶大な人気を集めるようになった。その人気は瞬く間に中産階級まで広がり、商人や商店主はその希少性やいかに法外な値で購入したかを競い合うようになった<sup>1)</sup>。1634年には、最下層民までもが取引を行うようになった。オランダ国民全体に熱狂的な愛好家が増えるにつれ価格も跳ね上がり、1635年には希少な球根に大金を投じる者が急増した。1636年初頭、ある投機家はオランダに2つしかない品種の球根一つを、12エーカー(4.85ヘクタール)の土地と交換している。

チューリップが西欧にもたらされた16世紀後半から17世紀初頭は、オランダ黄金時代の幕開けと重なっている。この時期に独立戦争を経て、スペインからネーデルランド連邦共和国として独立したオランダは、貿易によって富を増やしていた。1602年に世界初の株式会社となるオランダ東インド会社を設立し、アムステルダム商人は主に東南アジアで活動した。オランダ社会は国際貿易を通じた経済発展の最中にあり、社会は高揚感に包まれていた。その時西欧に登場したチューリップの価値は、その高揚感も手伝って異常なまでに高まることになったのである。

1636年には、珍種のチューリップの需要が急増し、アムステルダム、ロッテルダム、ハールレムなどには、定期市が設けられた。取引量増加に伴う法整備の観点から「チューリップ公証人」という新たな職業も生まれた。定期市では、株式仲買人たちがチューリップを大々的に取り扱い、価格の変動を誘おうと知恵を

絞った。彼らは、その値が下がったところで買い、上がったら売ることによって大きく儲けることができた。定期市の取引で大きく稼いだ成り金も急増した。

チューリップをめぐる人々の愚行が極限に達していた頃、それに気後れする外国人も少なくなかった。例えば、ある船乗りは、珍種のチューリップを所有していることを得々と語る豪商の勘定台に置いてあった球根（1つ280英ポンドもする高価な珍種）を玉ねぎと間違えて食べてしまい、訴えられて数ヶ月間獄中生活を強いられた。英国の植物学者は、旅の途中で裕福なオランダ人の温室にあった球根を、学術的な動機から切り刻み観察した。（370ポンドもする）高級品を台なしにした罪で、球根を弁償する保証が取れるまで、学者は投獄されてしまった。当時のオランダでは、常識では信じ難いことが起こっていたのである。

貴族、市民、農民、商人、漁師、従者、使用人、煙突掃除人や洗濯婦までもがチューリップを買い求めた。あらゆる階層の人々が財産を現金に換えて花に投資した。投資熱は外国人も同様で、世界中の資金がオランダに流れ込んでくるようになった。オランダのチューリップ市場には、国内外から多くの人々が集まった。チューリップ熱は永遠に続く、世界中の資産家がオランダに注文を出してこちらの言い値で買ってくれるだろう、好景気に沸くオランダからは貧困などなくなるだろう、と誰もが明るい未来に思いを巡らせていた。生活必需品、土地や住宅、馬や馬車、あらゆる贅沢品の価格も上昇し、1630年代半ば、オランダの国内景気は極めて好調だった<sup>2)</sup>。

## （2）バブルの崩壊

しかし、球根ひとつの度を越した急騰ぶりと人々の愚行を見て、分別のある人々はこの状況が長く続くわけがないと考え始めた。最後には大損する人が出るだろうという懸念が広がった。球根は売られ始め、価格は下がり二度と上がることはなくなった。卸売業者はパニックに陥った。買い手と売価を決めて契約をしても、何週間後に価格が暴落すると、買い手は差額を支払うこともチューリップを受け取ることも拒否し、各地で契約不履行者が連日公示されるようになった。至るところで苦悶の声が上がり、互いが隣人を責めるようになった。相当数の商人が破産寸前となり、資産家も財産の大半を失ってしまった<sup>3)</sup>。

ヤン・ブリューゲル作 “A Satire of Tulip Mania” (1640年)



(解説) ブリューゲルは、チューリップ・バブルに踊った上流・中産階級の人々を愚かな猿におき換えて描いている。向かって左端の猿は球根の価格リストに見入っている。右端の猿は貴重だったはずのチューリップに放尿している。ほかにも、破産裁判所に出頭する猿（投機家）、損失を被り喧嘩を始める猿（球根購入者）、墓場に運ばれる猿（投機家、右側背景奥）が描かれている。

Frans Hals Museum, <https://www.franshalsmuseum.nl/en/art/satire-of-tulipomania/>

騒動がひと段落した時点で、チューリップ保有者たちが集まって、人々の信用を回復する改善策を考えようと会合を開く町が現れた。会合では、損害を被った人々に対する救済策は全く出てこなかった。誰もが不平不満や非難を口にし、会合は荒れる一方であった。市民レベルから始まったバブルに対し政府も距離をおき、損害を被った者への救済策が提示されることはなかった。契約違反に関する多くの訴訟が持ち込まれた裁判所も、賭博性の強い取引を審理するわけにはいかないと訴えを退けた。こうして問題は解決されずじまいで終わってしまったのである<sup>4)</sup>。

チューリップ投資で損した者、儲けた者が明確に存在したが、バブル崩壊によりオランダ経済は深刻な打撃を受け、回復までには長期を要したとされている。チューリップ・バブルは、続いて取り上げる英仏2つのバブルとは違い、政府は関与せず国民レベルで生じたものだった。マッケイの著述を見る限り、そこに

は政府の救済策も、バブルを教訓とした社会改革や危機防止策も、ほとんど提案され実施されることはなかったようである。17世紀当時の未成熟な社会システムにおいては、その後の社会制度の見直しを含め納得感のある解決策を導くには至らなかったということであろうか。

マッケイによるチューリップ・バブルとオランダ社会の混乱に関する描写は詳細だが、所々に瑕疵があるとして、複数の経済学者が様々な側面から反駁している。例えば、Garber [1990] は、チューリップ・バブルが発生したといわれる期間、オランダにおける球根の価格はマッケイが描いているほど上昇しておらず、その価格低下が当時のオランダ経済に対し、必ずしも深刻な影響を与えたわけではない、と指摘している<sup>5)</sup>。球根価格の上昇と下落は、あくまで景気変動の範囲内と捉えるべきとの見解が示されている。

かつて国家を大混乱に陥れた原因とはなかったが、それ以降もチューリップは最も愛される花になり、オランダの人々の間で愛好されてきた。英国の資産家が自分の競走馬や絵画を自慢するのと同様に、オランダ人はチューリップを自慢する。マッケイが生きた19世紀においては、17世紀の当時とは違い、人々は純粋にその美しさだけを愛でていたようである。

## 2. ミシシッピ計画 (18世紀フランス)

### (1) 国家救済策としての紙幣発行

ミシシッピ計画事件は、18世紀初頭のフランスで起こった経済バブルである。ミシシッピ計画 (Mississippi Scheme) は、当時フランス政府が主導した米ミシシッピ川流域における開発・貿易計画のことである。この計画は、現在の米国において開発バブルを引き起こし、計画管理会社「インド会社」の株価は発行価格の数十倍に暴騰した。本件の主役は、スコットランド出身の実業家ジョン・ローである。

膨大な遺産を相続した彼は、ロンドンで賭場に入出入りする放蕩生活を送っていたが、刃傷沙汰を起こし相手を射殺したことで、欧州大陸への逃亡を余儀なくされた。フランスの賭場でオルレアン公爵と出会い、彼はその社交性と弁舌の巧みさで公爵に近づく。そして、公爵がまだ幼いルイ15世の摂政になったと同時に、ローは公爵の財政顧問に就任したのだった。ルイ14世時代、フランスは王侯・貴

族の浪費と腐敗によって、国家財政は破綻寸前までに追い込まれていた<sup>6)</sup>。そうした状況下、ローは摂政にある財政再建計画を持ち掛ける。それは不換紙幣の発行だった。

当時、紙幣は金銀との交換を保証する預り証に過ぎなかったが、ローはその地位を引き上げ通貨発行権を手に入れて、不換紙幣を発行したのである。当時、銀行に金銀を預けた者は、それと引き換えに預り証として紙幣（兌換紙幣）を渡され貨幣として使用することができた。通常、このように紙幣の発行には金銀の裏付けが必要だったが、政府の信用で金銀との兌換が保障されていない不換紙幣を法定紙幣とすることが認められていた（紙幣を頻繁に元の金銀に換える者は少なかったからこそ、不換紙幣の発行が可能であった）。不換紙幣を法定紙幣として採用した場合、紙幣は金銀の保有量を超えて発行できた。政府は、金銀の裏付けがなくとも、自らの信用で世に流通する貨幣を無限に増やすことが可能であった。

ローは自身が発行させる不換紙幣の金銀との交換保障を約束することで、その信用性を維持しようとした。「全需要を満たす十分な保証もないまま証券（資金の裏付けのない紙幣）を発行するような銀行家は死に値する」という原理原則を公言することで、紙幣の価格は安定し、価格が下落する国債や金貨・銀貨よりも支持されていた。不換紙幣が信用を得、流通が拡大することで、フランス財政は大きく改善し、ローの評価は大いに高まったのだった。もっとも、ローが公言した原理原則が実は確かなものではない、それが金銀の裏付け及びそれとの交換保障のない紙幣であることが明らかになれば、不換紙幣保有者から金銀の返還請求が殺到する「取り付け」が起きただろうが、その時のローは見栄を切り通したのであった。

それまでの財政政策は、国債を乱発し貨幣を改鋳する（国民の保有する金・銀貨を金銀の含有率を引き下げたものと交換する）一方、それで浮いた金銀を元に貨幣を発行し、それで財政赤字を埋めるといったものだった。そのために当時の通貨だった金・銀貨の価格は著しく下がったのだが、紙幣の発行であれば、そうしたリスクを招くことはない。摂政には、ローの持ち掛けた国家救済策が、それまでの方法と比べ斬新で実効性のあるものと思えたのだった。

## (2) ミシシッピ計画のスキーム

奇抜なアイデアによる新財政政策は高く評価されたわけだが、信用を得たローが次に取り組んだのが、米国の仏領ルイジアナなどミシシッピ川流域を舞台とした「ミシシッピ計画」だった。1717年、ローは、当時将来性も未知数だったミシシッピ事業の経営権を入手し、西方会社 (Compagnie d'Occident) を設立した<sup>7)</sup>。貴金属を豊富に埋蔵すると考えられていた地域の独占貿易権を握ることは、フランスに膨大な富をもたらし、その事業を株式会社としフランス国民から投資資金を集めれば、それで政府債務が補填され財政の改善に貢献する。それがそもそものローのアイデアだった。フランス政府は、間もなくローのミシシッピ計画を後押しし、国家的事業と位置付けることになる。

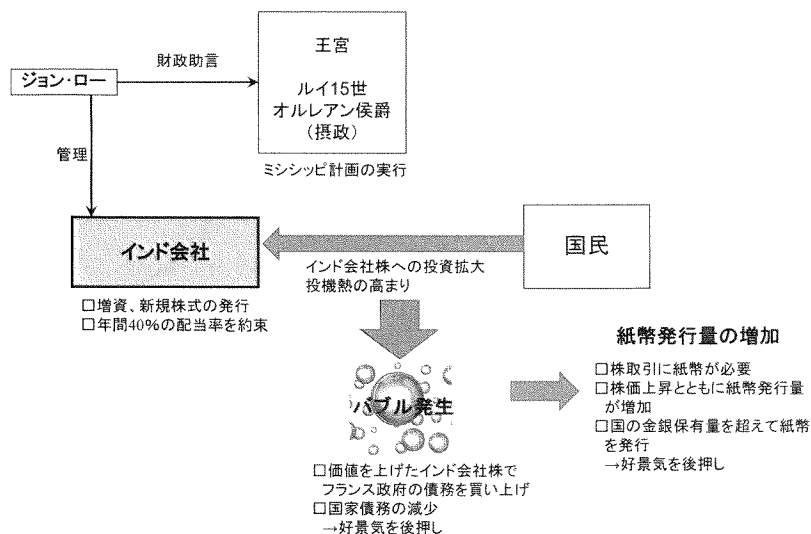
不換紙幣の成功で摂政の信頼を得ていたローは、難なく西方会社の設立許可を得た。フランス政府は、北米及び西インド諸島との貿易独占権を25年間にわたり、ローに保証した。1719年5月、西方会社は、東インド、中国、南太平洋地域との独占貿易権、さらにはルイ14世時代の財務総監ジャン＝バティスト・コルベールが設立した東インド会社、中国会社など弱小な貿易会社を吸収合併してインド会社 (Compagnie des Indes) となり<sup>8)</sup>、フランスが行う全ての外国貿易を独占することになった。さらにローは、1716年設立の王立銀行 (Banque Royale) をも所有することになり、インド会社は実質的に、王立銀行を通じた紙幣の発行権を有することになった<sup>9)</sup>。国家を揺るがすことになる投機ブームはここから始まった。

ローが考案した「ミシシッピ計画」の仕組みは次の通りである (図表1)<sup>10)</sup>。

- ① ミシシッピ計画の有望性を国民に宣伝
- ② インド会社株を発行、株式が売れる (年間40%の配当率を約束)
- ③ インド会社株の株価が上昇、国民の投機熱の高まりとともに株取引に多額の紙幣が必要となる
- ④ インド会社株の株価がさらに上昇
- ⑤ 紙幣の発行量がさらに増える (フランスが保有する金銀の量を超えて紙幣を発行)
- ⑥ 価値を上げたインド会社株でフランス政府の債務を買い上げ (政府の負債はインド会社に移転)
- ⑦ 政府債務の減少とともに、世の中に紙幣があふれることで、フランスは好



図表1 ミシシッピ計画の概要



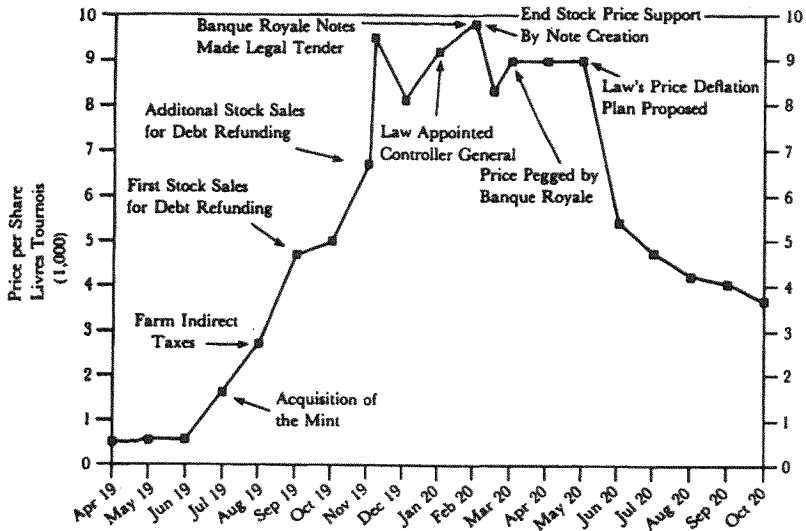
(出所) 筆者作成

### 景気になる

ローは、インド会社を引き継ぐと、1719年7月に新たに5万株を発行、500リーブルの株1株につき200リーブルの年間配当（配当率は年間40%）の高配当を約束した。彼は、インド会社が事業基盤とするミシシッピ地域の富とその潜在力の大きさを巧みに宣伝した。摂政からも国民からも信頼されたローの事業計画にフランス国民は熱狂し、1719年には、盛んにインド会社株に対する投機買いが起こった<sup>11)</sup>。

「魔法の杖」で事態を一変させてしまったロー自身も繁栄を謳歌しており、この頃になると、フランス国内で絶大な影響力を持つまでになっていた。新規発行の5万株に対し少なくとも30万件以上の応募があり、一般国民だけでなく貴族や議員、聖職者までもが、限られた株式を求めて、「富の神」となったローの後をつけその自宅前に群がった。インド会社の事業規模は拡大し、それに伴い株式の新規発行（増資）が行われた。1719年10月には、インド会社の株価は500リーブ

図表2 インド会社株の株価推移 (1719-1720年)



(出所) Garber[1990],p.44

ルから10,000リーブルまで高騰した (図表2)<sup>12)</sup>。株式売買が活発になり株価が上昇するにつれ、取引には多くの紙幣が必要になった。王宮からの圧力、摂政の意向もあり、交換保障のない紙幣は増刷され続けた。財政の本質に無知な摂政は、いくら増刷しても多すぎることはなく、増刷すればさらに経済が改善すると考えていたのである。

### (3) バブルの崩壊

1720年までは、このシステムも国民の信頼を得て順調に動いており、過剰に紙幣を増刷すればいずれ国は破綻する、との高等法院の警告も無視された。しかし、ローのシステムは「人々の不信という強風が吹きつけるや、あっという間に崩れ落ち、二度と立直されることはなかった」のである。バブル崩壊の兆候が現れたのは、1720年初頭のある出来事からであった。

コンティ大公は、ローにインド会社株の新規購入を断わられたことに腹を立て、巨額の紙幣を換金してしまった。間もなくこれに続く者が現れた。相次ぐ換金を

見て、勘の鋭い株式仲買人は異変に気づき、インド会社株が永遠に上がり続けるわけではないと考え、紙幣を換金しては外国に送金した<sup>13)</sup>。紙幣に多額の金をつぎ込んでいた貴族らも、紙幣を少しずつ正貨に換えては、外国に送金するようになった。また運べるだけの食器類や高価な宝飾類を購入して、英国やオランダにひそかに送った。

それまではどの階級の人でも必要な正貨の調達に苦慮することはなかったが、正貨の国外流出が続けばそれが不足することは明らかであり、やがて至る処から不満の聲があがるようになった。国は銀行での紙幣の換金額を制限した（一度に金貨は100リーブル、銀貨は10リーブルまで）。換金額を厳しく制限したことで、銀行の信用は維持できたが、その後はいかなる策を講じても、紙幣の信用を取り戻すには至らなかった。不信が不信を呼び、金銀をはじめとする貴金属の国外流出は止まらず、国内に残っていた僅かな硬貨は大切に保管されるか隠されるようになり、硬貨不足が深刻になった。

すると、商業活動にも支障が出るようになった。この緊急事態に、ローは正貨の使用を一切禁止するという大胆な策を打ち出したが、紙幣の信用を回復するどころか、これが取り返しのでないほどの打撃となってしまった。この有名な勅令によって、500リーブル（20英ポンド）以上の硬貨所持は禁止され、違反した場合には重い罰金が科せられた上に硬貨は全額没収されることになった。宝飾類や食器類、貴石を買い占めることも禁じられ、違反者を見つけた者には没収金の半分を与えるとして、通報が奨励された。使用人が主人を裏切ったり、市民が隣人を見張るようになり、逮捕や押収も後を絶たなくなった。国中が前例のない暴政に苦しみ、醜悪極まりない迫害が毎日のように行われた。フランス社会は、短期間のうちに「誰もが陰鬱で意気地のない絶望感とつまらない狼狽にとらわれ、人々の心もすさんできて、勇敢に罪を犯すことさえできなくなっていた」のである。

1720年には急激な信用不安が起これり、1721年には再び株価は500リーブルまで下落した。ジョン・ローの紙幣を金や硬貨に替えたい人が銀行に殺到したが、これに対応出来る資金はそもそも銀行になかった。インド会社は1721年に倒産、これにより同社株は紙屑同然となった。同時にジョン・ローの紙幣は金や硬貨と替えられないため価格が大幅に下落、経済は混乱し、民衆には借金だけが残った。

1720年、フィリップ2世はジョン・ローを解任し、同年12月、ローはフランス国外へ逃亡した。ローは元の賭博師に戻り、大陸各地を転々とし、最終的には多額の借金を抱えて亡くなった。ローの墓碑銘にはこう刻まれた。「高名なるスコットランド人、ここに眠る。計算高さでは天下一品、訳のわからぬ法則で、フランスを病院に送った<sup>14)</sup>」。

フランスでは結果的に「詐欺師」扱いされたローだったが、マッケイによれば、彼は「破綻した国家を食い物にして自分が裕福になることは拒んだ<sup>15)</sup>」。フランスを欧州一の富裕国、強大な国家にするミシシッピ計画が、最後には成功を収めることに一抹の懸念も抱いていなかった。それゆえにそこで儲けた金は全てフランス国内の不動産に注ぎ込んだ。高価な食器類や宝石類を買いあさったり、利に聡い株式仲買人のように外国に送金することもなかった。彼に救いがあるとすれば、唯一この事実である。彼の逃亡後も、国家財政の破綻、破綻に至った原因を熟知するローの深い知識を、救済策を考える際になぜ生かせなかったのかと悔やむ人々もいたのである。

1721年に破綻したインド会社は、組織再編を経て、1722年に新会社として事業を再開した<sup>16)</sup>。1723年にルイ15世から、新たにタバコ、コーヒーの専売権、全国宝くじの運営・販売権を与えられ、増資や社債の発行で資本増強も行われた。1726年から1746年にかけて、インド会社は大いに成長することとなり、それに伴い、同社の拠点ロリアンのほか、ボルドー、ナント、マルセイユなど港湾都市には膨大な富がもたらされた。また、インド、中国（広東）、イエメン、ペルシャ（イラン）、バスラ（イラク）、北米に海外事務所を展開した。しかし、1746年以降、政府の拡張的財政政策によってインド会社の経営負担が増え、七年戦争（1756～1763年）では交易圏の縮小や保有船舶の損失を招いた。1770年には、同社の全資産と権利を国に譲渡する命令が下り、同社は解散することとなった。

### 3. 南海泡沫事件（18世紀英国）

#### （1）南海計画

1711年、南海会社（The South Sea Company）は、トーリー党（現在の保守党の前身）の指導者で大蔵卿だったロバート・ハーレーによって設立された。ホイッグ党（労働党の前身）内閣の解散で失墜した公的信用の回復、総額1,000万ポンド

下近くに上った陸海軍の負債、その他の流動負債の弁済が目的であった<sup>17)</sup>。南海会社には、南海（当時のスペイン領の南米や太平洋諸島）との独占貿易権<sup>18)</sup>が与えられ、法令により法人組織として活動した。自社の株式と引き換えに英国債保有者から国債を引き取り、南海との貿易による利益を国債の償還に充てることが、南海会社の主たる目的であった。

しかし、スペイン国王フェリペ五世は、スペイン領南米の港で英国に自由貿易を認めるつもりはなく、南海会社のスペイン領域での活動は著しく制限されていた。南海会社は、スペインとのユトレヒト条約で得たアシエント（請負契約）の権利、つまり30年間スペインの植民地にアフリカの黒人奴隷を供給する権利、メキシコ、ペルー、チリとの貿易を目的に年に一度船を入港させる権利を得ていたに過ぎなかった。年に一度の船も1717年まで入港できず、翌年には四ヶ国同盟戦争が始まり、スペインとの国交断絶によって貿易は差し止められた。

業績不振で手詰まり状態となっていた南海会社だったが、1718年に発行した富くじで成功を取めたことが、同社が金融機関に変貌する契機となった。1719年、南海会社は、巨額の国債引受の見返りに、額面等価の南海会社株を発行する許可をもう一つの大金融機関イングランド銀行との熾烈な入札競争の末に勝ち取った<sup>19)</sup>。これが「南海計画」である。

南海計画は、次のような手法で利益を生み出すものだった。①南海株と国債の交換を時価で行う。例えば、額面100ポンドの南海株が市場価格200ポンドとなっていた場合、その南海株100ポンド分と国債200ポンドが等価交換される、②この時、許可を得た発行株式数は国債200ポンドと交換しているため、額面200ポンド分の株式の発行が可能となる。従って、南海株100ポンドと国債を交換しても、手元には南海株100株分、時価で200ポンド分が残る、③手元に残った南海株100株を売って得た200ポンドはそのまま南海会社の利益となる、④南海会社が利益を計上すると、同社の株価は上昇する。①から④を繰り返すことで、南海株の上昇は持続的なものとなり、投資家は半永久的に利益を得ることができる。あくまでこのようなプロセスが一方に進むことを前提としたスキームであり、実はハイリスクなものだった<sup>20)</sup>。

リスクはあったとしても、新しく独創的な計画によって政府債務は南海会社の株式に入れ替わるのである。南海会社が引き受けることになった3,100万ポンド

の国債については、その4%の利払いは政府が行い、さらに当座資金として同社に現金100万ポンドを渡した。順調に株式が売れたら、特権の対価として750万ポンドを政府に払うという約束がなされた。政府サイドから見れば、貿易独占権と引き換えに、民間投資家を利用して巨額の債務を帳消しにできるという、魔法の杖のようなスキームだった<sup>21)</sup>。

イングランド銀行との争いは南海会社の勝利となり、南海株はその前日の130ポンドから300ポンドに上昇した。下院で南海計画及び南海株の上昇を大胆にも非難する政治家は、入札競争でイングランド銀行側の代弁者筆頭を務めたロバート・ウォルポール元大蔵卿だけだった<sup>22)</sup>。しかし、ウォルポールがいかに熱弁を振るい南海計画や同社幹部たちを非難しても無駄だった。議員たちも、南海株をめぐる投機熱にうなされ始めていたのである。

南海計画は、ジョン・ローがフランスで華々しく打ち上げた「ミシシッピ計画」に倣ったものだったが、この経済バブルにはフランスへの対抗心も一役買っていた。南海計画が考案された時、既にローの計画は失敗に終わりそうだったが、同社幹部たちは「自分たちは賢いから大丈夫だ」と自負していた。「ローの二の舞は踏まずに計画を永續させ、信用の糸が途中で切れないように目いっぱい伸ばして見せる」などと想像を膨らませていた。英国が行き過ぎた投機に走ったのは、フランスよりも少し後だったが、狂乱状態に陥るや、「フランスには負けたくない」という気持ちも強くなっていた<sup>23)</sup>。

南海会社が提出した議案は、2ヶ月にわたり下院で審議されたが、その間も南海会社のサー・ジョン・ブランド社長以下幹部らは、株価を操作しようとあらゆる手を尽くした。そのようななか、南海会社には実に都合のよい噂が飛び交うようになった。「英国とスペインが協定を結び、スペインは全植民地で英国に自由貿易を許可するらしい」、「ポトシラバス鉱山の豊かな財宝が英国に入ってきて、銀も鉄のように豊富に入る」等々<sup>24)</sup>、噂は南海会社が計上する膨大な利益、その株式の上昇を人々に期待させるものばかりであった。ウォルポールや議員の何人かは南海計画を強く批判したものの、その警告も霞んでしまい、議案は上院を通過したのであった。

## (2) 空前の投機ブーム～泡沫会社への投資熱～

この頃、中産階級のみならず貴族、議員、聖職者を含む全国民が株式仲買人のようであった。南海会社の株主名簿はたちまち埋まり、出来高も膨大になってきた。一方では、株価吊り上げの様々な工作が行われた。株価が下がると、南海会社関係者が公衆の面前で南米の海に眠る財宝について演説をぶち、どこからともない噂が流れるたびに、南海会社の株価は上昇した。1720年4月22日、南海会社は額面100ポンドの株式を300ポンドで、新たに100万株売り出すと発表した。これに対し、あらゆる階層の人々から申し込みが殺到したため、最初の募集だけで当初の100万ポンドを200万ポンド以上も上回る額を調達することができた。4月21日には、配当の引き上げと応募者全員に同一の権利を与えることを宣言したが、さらに100万ポンド分の株式募集を開始し、相場は400%も上昇した。貴族、ブルジョワジー、一般庶民の階層を問わず投機に異常なほど熱中し、新規発行株式は瞬時に完売してしまった。

空前の投機ブームの中、英国におけるあらゆる無節操な金欲を満たすには、南海会社だけでは足りなかった。英国の中産階級にはより多くの投資対象が必要だった。これに便乗する形で無数の株式会社が無認可で設立された。南海会社だけでなく、これらの「泡沫会社 (bubble)」に多額の投資資金が向かうことになった<sup>25)</sup>。泡沫会社には、「外国産の鉄を輸入する会社」、「ロンドンに石炭を供給する会社」、「イングランド北部で毛織物工場を経営する会社」など、産業革命草創期において英国産業発展への貢献を窺わせる社名も含まれていた。真剣に事業を興そうとする起業家たちの手によるものもあっただろうが、「泡沫」の別称を授かった会社の多くは、純粹に「株式の値上がりで儲けるための会社」であった<sup>26)</sup>。「泡沫」といわれたのは、1～2週間営業を続けたとしても、その後の消息が全く不明、発起人たちが初の値上げ相場に乗じて株式を売却すると翌朝にはその会社は消えている、といったものが多かったからである<sup>27)</sup>。

この時期、人々の投資先は南海会社に始まり、無数の泡沫会社に広がったが、そうした会社の株の購入許可証を販売するなど、周辺ビジネスも大きく賑わった。それらもほぼ例外なく詐欺的なものだったが、男女を問わず国民の多くがそうした事業にも投資していた。誰も自分が買った会社の株価が上がるとは思っていなかったが、「うまい具合にすぐに値を上げれば、素早く愚かな連中に売ってしま

えばいい」と、誰も自分が「婆を引く」とは考えていなかったのである。人々の凄まじいほどの投機熱の前には、6月11日に国王が出した「非合法的な会社の株式の株式仲買人を起訴し、これら株式の取引は一切禁止とし、違反者には500ポンドの罰金を科す」とする宣言も全く効果はなかった。狡猾な相場師は相も変わらず仕事を続け、騙されるべくして騙される人々がさらに彼らを後押しした。

7月12日、ホワイトホール枢密院に集まった控訴院の裁判官らは、特許状や免許状の申請を全て却下し、泡沫会社を全て解散させる命令を下した<sup>28)</sup>。それが行う詐欺行為を防止するため、既に受理しているものを含め有害と見なされる設立申請を却下すること、彼らの指定する泡沫会社を非合法的な会社として無効とすることを命じたのである。しかしそれでも、政府の糾弾や良識人からの嘲笑を物ともせず、無効の対象とされた以外にも新しい会社が次々に出現した。

### (3) バブルの崩壊

南海会社の株価は、1720年5月29日に550ポンド、その4日後には890ポンドまで跳ね上がった。6月には1,000ポンド台に乗せ、同月24日には最高値1,050ポンドをつけた<sup>29)</sup>。そして、もうこれ以上はないと判断した人々の間では、利益確定の売りが出始めた。そしてこれが、南海会社への信頼が揺らぐ契機となった。6月中旬に相場は急落、同社取締役が様々な手を尽くし若干は持ち直したが、南海株に対する信頼の揺らぎは隠しようのないものとなっていた。政府の年金受給者は、応募者名簿の作り方が不公平だとし、同社取締役に対する不満を露わにした。社長のサー・ジョン・ブラントらが株式を処分したことが広く知れ渡ると、不安はさらに広がった。

そして、1720年8月、この経済バブルは破裂した<sup>30)</sup>。8月の株価は軟調で、9月2日に700ポンド台となると、9月8日、取締役らは事態の收拾を図るために株主総会を開催した。勝ち組投資家の議員らが南海会社を絶賛し疑念を取り払うのに躍起となったが、一般投資家の納得は得られなかった。翌日には株価は400ポンド台まで落ち、10日経っても株価は下げ止まらなかった。

内閣はこの事態を重く見て、ウォルポールに南海会社の巨額債務を肩代わりしてもらおうよう、その周知の影響力でイングランド銀行の理事たちを説得するよう依頼した。銀行は南海会社に関わることを恐れたが、国内世論は銀行が救済に乗



り出すことを求めていた。9月22日に開かれたイングランド銀行理事会では救済案が可決され、信用回復のため新たな株式募集を開始したが、それでも南海会社の株価は下がり続けたのだった。9月末には株価が150ポンドまで下げ、とうとう135ポンドまで落ちてしまった。株価はわずか数ヶ月で元に戻り、多くの破産者、自殺者を生むに至った<sup>31)</sup>。その状況から、公的信用の回復は不可能と判断したイングランド銀行は、半ば合意していた救済案を反故にし、南海会社の救済は行われず、ここに南海バブルは完全に終わりを告げたのである<sup>32)</sup>。

#### (4) 責任の追及

南海株、泡沫会社株のバブルが大きく膨らんでいる間、英国には異常な光景が広がっていた。人々は、慎重な取引で時間をかけて確実に利益を得るだけでは満足できなくなっていた。うまくすれば明日にでも無限の富を手にするのだから、何もせずに贅沢をする、これまでなかった奢侈や贅沢が身近なものとなり、それに伴って風紀も乱れていた。賭博に勝っていきなり富を手にした人々を見て、洗練された常識人たちは、「金を持っていれば卑劣な人間でも出世できる社会になってしまったのか」と恥じることしきりであった。バブルに踊った「数字人間」たちの横柄な態度は、彼らが困窮に陥っても忘れられることはなく、議会では、南海会社取締役の多くが、着服行為よりもその高慢な態度について追及された。追及を受けた全員が「面目を失い、百倍もの貧困と屈辱という報いを受けることになった」のだった<sup>33)</sup>。

随所で市民集會が開かれ、不正行為で国を崩壊寸前にまで追い込んだ南海会社の幹部、さらには南海株を賄賂として受け取った政治家らを立法で処罰せよ、という嘆願書が採択された。「国民は純真で正直、勤勉な人々であって、強盗の一味に身包みを一切合切割がされたのだから、やつらの首を吊り、引き回し、容赦なく（斬首刑よりも重い最高刑の）四つ裂きに処すべきだ」というのである。ただし、そこには「騙された自らの軽信性や強欲、気高い国民性がすっかり影を潜めてしまうような恥ずべき金銭欲、策謀に長けた発起人が仕掛けた罠に喜んでまってしまうような心酔」を自責する者はおらず、自身の行いを完全に棚上げしていた。しかし、それが当時のほぼ一致した国民感情であった。

12月9日、ひとつの声明文が満場一致で採択された。国の大惨事を救済する対

策だけでなく、その張本人も処罰するという下院の決意が反映されたものだった。責任追及のための調査は迅速に進み、南海会社の取締役らはそれまでの取引の一部始終の説明を議会に提出するよう命じられた。南海会社の取締役、社長、副社長、財務担当者、現金出納係、事務員らは12ヶ月間出国を禁じられ、彼らの不動産や動産の搜索、それらの移動や譲渡の防止を目的とした法案が提出された。この法案は、下院有力議員のほぼ全員から支持され、13名で構成する秘密調査委員会が設置された。委員会には、関係者の身柄を拘束し書類や記録を押収する権限が与えられた。事件に加担し賄賂や株式の不正取得などによって多額の利益を得た政権の中核的な議員、大蔵大臣、大蔵官僚などが委員会調査の対象となり、身柄を拘束された。

南海会社社長のサー・ジョン・ブランドも拘束されたうちの一人であった。そもそも南海計画の立案者であったが、社会の贅沢や腐敗、不公平な議会、党派の心の貧しさを糾弾していたにもかかわらず、彼自身が不正に手を染めていたことが明らかとなった。長い尋問が行われたが、彼が行った行為は「記憶喪失（記憶にない）」で片づけられ、結局退出を命じられた。尋問の肉体的・精神的負担は大きく、途中で体調を崩し、そのまま息を引き取った議会の重鎮もいた。

責任追及にあたり、政府・王室要人の関与を示す決定的証拠であった帳簿（「緑の帳簿」）や書類をまとめて国外に逃亡した財務担当者ロバート・ナイトの失踪は、捜査関係者らに衝撃的に受け止められた。これらが不明となることは、事件の真相を知る手がかりを失うことを意味したからである。不誠実な取締役の秘密を全て委ねられていたナイトは、変装して小舟で川を行き借りておいた船でドーバー海峡を渡ってフランス・カレーにたどりついた。ナイトの逮捕に報奨金がかげられ、一斉搜索が始まった。彼はベルギーで身柄を確保され、アントワープの要塞に留置されたが、英国に送還されることはなかった。ナイトが送還され証言台に立てば、閣僚のみならず王室までに追及が及ぶことから、国王による外交圧力が送還を防いだとの噂が流れた。英国政府は送還を要求し続けたが、ナイトはその間に要塞から脱走してしまった<sup>34)</sup>。

南海株をめぐる不正に手を染めても、自らの罪を認める者、罪を認めず逃げ切る者、罪の大きさの割には無罪放免となった者、自殺など死に至る者と、南海計画関係者のその後の運命は大きく分かれた。犯した罪は大きかったとしても、そ

れらを裁く側にさえ追及を緩めざるを得ない政治的な理由があった。例えば、ウォルポールは、事後処理と責任の追及にあたり、一貫して収賄を受け取った者に対しては寛大であり、閣僚や南海会社取締役たちを擁護する発言を繰り返した。彼は、政治的責任を問われるはずの人々に対する追及の手を緩め、事件を煙にまく形で収束させようとした。現政権が覆るとトーリー党に政権が渡ると考え、自身の将来のためにも厳しい追及はできなかつたとされる<sup>35)</sup>。それでも1721年2月16日には、秘密調査委員会が議会で第1回報告書を提出したが、「調査対象となった人物は誰もが正義を踏みじろうとしている」とし、事件に関わった人々の醜態がさらされた。

事態收拾の最終局面では、南海会社取締役が尋問に付された。罪状に応じてその後の生活に必要な一定金額を残して、彼らの資産のうち総額201万4,000ポンドが没収された。取締役らの処分が終わると、議会は公的信用を回復することに着手した。信頼回復には長い時間を要した。南海株をめぐる騒動では、多くの人々が損害を被りその経験から学び、泡沫会社を設立した多くの起業家も、再び冒険心をもって高く跳ぼうとはしなかつた。この事件の後も何度か度を越した投機ブームがあった。そのたびに強欲からくる不正行為で私腹を肥やした者はいたが、いずれにも最後の審判が下された。

南海会社の出資者は、敏腕と評判の会計士チャールズ・スネルに監査を行わせた。スネルは、南海会社幹部のひとりだったジャコブ・E・ソウルブリッジの経営する商会の帳簿を調査し、1721年、「ソウルブリッジ商会の帳簿に関する所見」という報告書にまとめた<sup>36)</sup>。これは、世界初の公式の会計監査報告とされている。1600年の東インド会社設立以来、英国では株式会社制度が発達し、その仕組み自体が南海泡沫事件を引き起こす原因となった。しかし、その教訓のひとつとして、株式会社のような一般国民から資金を集める事業形態には、経営の透明性確保、特に公正な第三者による会計帳簿の評価が不可欠であることが認識されたのである。スネルの報告書は、同国における会計監査制度、公認会計士制度の礎となった。

ウォルポールは、そのような監査を行えば、賄賂の受取りなど南海株に深く関わった政府の要人には望ましくない結果が出かねないことを承知していた。それを回避すべく、会社を素早く再建し金融システムを安定させなければならなかつ

た。実際、南海会社は現代の銀行破綻処理論でいうところの「大きすぎて潰せない (to-big-to-fail : TBTF)」規模の金融機関になっていた。安易にそれを潰せば、英国の金融システムの安定は崩れ、経済にも混乱を来すことになる。彼は「公的信用回復のための法案」を提出、南海会社の存続と国債の償還を最優先として、投資家とそれに融資した銀行の救済を目指すことになった<sup>37)</sup>。金融システム安定化のためには、政府が南海会社に資金を注入しその倒産を回避する必要があった。ウォルポールはそのために、イングランド銀行に南海会社が政府に払うべき負債を肩代わりさせたのである。南海会社を存続させ金融の安定を確保しつつ、ウォルポールは一般国民を含む投資家の救済策を講じた。

南海泡沫事件は、近世の英国が経験する初めての重大な経済バブル、金融システムを揺るがす一大事であった。しかし同時期、ミシシッピ計画が破綻した際になす術がなかったフランスとは対照的に、英国には一国の金融システムの安定化を担ったウォルポールのような知識と行動力を持つ為政者がいたために、バブル崩壊から短期間で立ち直ることができた。「(危機時における) 金融システムの安定」という概念さえ十分認識されていなかった時代に、結果的に彼は際立った偉業を成し遂げることになった。ウォルポールは金と権力を切望する狡猾な政治家であり、何事にも公明正大な正義の人ではなかったが、危機時において英国の金融市場と産業を救済するという責務は心得ていたのである。そして、その政策手腕や実績から1721年に事実上の初代首相の地位に就き、1742年まで政権を担当することになった。

フランスでは、インド会社の破綻に対し、事態收拾に必要な金融知識を持つ閣僚は見当たらなかった。また、自前の中央銀行を持たなかったフランスは、救済資金もなくそれをスイスから高金利で調達するしかなかった。フランスという国自体が金融市場の信用を失い、財政は長く再建することはなく、18世紀の大半をほぼ破産状態で過ごすことになった<sup>38)</sup>。産業の革新も生まれず、長きにわたり経済停滞を余儀なくされた。

米国の歴史学者ジェイコブ・ソールは、英仏両国の危機対応に違いがあった理由のひとつとして、当時から英国には「オランダ以上に会計が発達し、それを重視する文化が政治にも浸透していたこと」をあげている<sup>39)</sup>。こうした文化があったからこそ、政権に復帰したウォルポールは南海会社を救済し、英国の信用市場

を再建できた。南海泡沫事件の後日談は、経済社会における財務会計の重要性と困難さを浮き彫りにするとともに、いかに有能、高尚で社会的地位の高い人間であっても、投機の甘い誘惑に打ち勝つことは難しいことを物語っている。

## Ⅱ. 1980年代以降の経済バブルの顛末

### 1. 日本における経済バブルの生起と崩壊

#### (1) バブルの発生

1970年代後半、日本経済の産業構造は、鉄鋼、非鉄金属、造船、化学など重厚長大産業から半導体、コンピュータ、低燃費自動車など軽薄短小型産業に転換するとともに、日本の工業生産高は大きく拡大した。日本経済好調の背景の一つには、年功序列や終身雇用といった日本型経営があるとして、それを高く評価する書「ジャパン・アズ・ナンバーワン」が米国で出版され、ベストセラーとなった。1980年、日本の自動車産業は米国を抜き世界一を達成していた。

1982年には、日本の自動車が全米自動車市場の20%も占めるまでになったが、その一方で米自動車業界では22万人ものレイオフが行われた。全米自動車労働組合は日本車ボイコットを宣言し、日米貿易摩擦は政治的な問題になった。1980年代前半、日米間の貿易収支の不均衡が拡大するなか、経常収支赤字の拡大に悩む米国と二大経常黒字国であった日本、旧西ドイツとの間で、1985年秋、日独通貨の切上げ・米ドルの切下げ（円高・マルク高誘導策「プラザ合意」という国際的な協調介入が実施された。これにより1973年から適用された変動相場制で当時1ドル＝240～250円台で安定推移していた円は、数ヶ月で160円台まで切り上がった。予想を大きく超えた円高の進行は、産業界全般、特に中小企業に深刻な打撃を与えた。

プラザ合意がもたらした円高不況に対抗するため、日本銀行は未曾有の金融緩和政策に踏み切り、公定歩合はプラザ合意前の5%から2.5%までに引き下げられた。その結果、過剰供給され行き場を失った資金が株式や不動産に流れ込んだ。当時は国営企業の民営化ブームだったが、例えば、旧日本電信電話公社がNTTとなり1987年に株式上場すると、初値は売り出し価格を40万円上回る160万円台まで跳ね上がり、その後も高騰は続いて最高値は250万円を超えた。これを機に、

一般のサラリーマンや主婦も株式投資に向かい、空前の株式ブームが起こった。1988年12月7日には、日経平均株価は戦後初の3万円を突破した。ゴルフ場開発ブームに乗り、ゴルフ会員権も高騰し投機の対象となった。名門ゴルフ場の会員権には1,000万円以上の高値がついた。

1986年、東京の地価は80%近い驚異的な上昇率を記録した。東京圏のマンション価格は年収の10倍近くまで高騰、1989年の東京圏のマンション平均価格は5,000万円台半ばまでに跳ね上がった。都心で始まった地価高騰は瞬く間に地方に広がった。地方でも、転売を目的とした土地売買が業者間で盛んに行われた<sup>40)</sup>。

あり余る資金（ジャパンマネー）は海外をも席卷した。大手生命保険会社が大量の米国債を購入し、米国のファイナンスを支える重要な存在となった。日本の大手企業がニューヨークのロックフェラーセンタービル、コロンビアピクチャーズなど、「米国の象徴」、「米国の精神」を買収したことが、マスコミに大きく取り上げられた。成金的な海外資産買いあさりには、欧米から大きな反感を買った。

異常ともいえる資産価値の上昇、経済の盛況に対し、経済学者や経済評論家の多くから上がったのは、市場肯定論だった。資産価値の上昇はバブルではなく、日本経済が成長する過程の正常な結果である、と結論づけたのである。1980年代は、トーマス・ジョン・サージェント、ロバート・ルーカスらの唱える合理的期待形成仮説<sup>41)</sup>が強く支持されていた時代である。1970年代にケインズ経済学が否定され、それに代わってシカゴ大学のミルトン・フリードマンを中心とする、市場を全面的に信頼するマネタリストたちが学界では優勢だった。バブル経済を批判、警告する論調もあったが、市場肯定論者たちによってバブルは正当化され、批判や警告の声は時代の波にかき消されてしまった。

1980年代後半は、戦後の壊滅状態から40年を経て、日本経済がかつてないほどに眩い光を放った時代であった。戦後最大の消費社会が到来し、人々の欲望は留まることを知らなかった。しかしながら、バブル経済只中の日本は、全く倒錯した社会であり、高度経済成長期の日本を支えてきた重要な価値観が失われてしまった時代でもあった。「懸命に働けばそれに見合った報酬が得られる」という価値観は薄れ、「報酬を得るためには働かなくてははいけない」ことが、「働かずして報酬を得られる」バブル社会では、当たり前ではなくなっていたのである。

## (2) バブル経済の崩壊

未曾有の豊かさに沸き立った日本経済だったが、年内最終取引日（取引所大納会の日）の1989年12月29日、日経平均株価は38,915円87銭と史上最高値を更新し、大きな期待感をもって年を越すことになった。しかし、1月4日（取引所大発会の日）の東京市場では、さらなる値上がりの期待に反し、急速な円安を嫌い株式、債券が値下がりをした。年明け早々に円が3年半ぶりの円安水準となったのは、海外投機筋が円を大量に売り抜けたことが原因だった。株価は全面安の展開となり、それがバブル崩壊の始まりとなった。

1990年初頭、金融政策は緩和から引締めに転じ、公定歩合の引上げは断続的に実施され、3月にはプラザ合意前の水準5.25%に戻った。4月からは、銀行の不動産融資額に上限を設ける不動産融資総量規制が実施された。これを受け、1991年後半からは地価も下がり始め（それまでは土地神話が根強く残り、株式は下がっても土地は下がらないと考える人々が多かった）、東京の地価は1990年代半ばまでにピーク時の半分以下になった。

バブル経済の崩壊、景気の減退とともに、バブルに隠れていた銀行の不正融資、証券会社の株式損失補填や利益供与が次々に顕わになった。信用組合など小規模金融機関のみならず、日本を代表する大手銀行のひとつ日本長期信用銀行や都市銀行の一角だった北海道拓殖銀行、住宅金融専門会社が相次いで破綻した。金融機関による様々な不祥事も明るみとなった。旧住友銀行（現三井住友銀行）が関与したイトマン事件、旧日本興業銀行（現みずほ銀行）が関与した「尾上ぬい事件<sup>42)</sup>」などに象徴される一連の銀行不祥事は、バブル崩壊で株式・不動産価格が下落、銀行に巨額の不良債権が生じたことを背景としている。銀行が土地の購入者（債務者）に融資をした場合、購入者は土地を転売して融資を返済していたが、地価の下落でそれがなくなかった。そして、銀行は多額の不良債権を抱えることになった。

1997年11月、業界準大手の三洋証券が会社更生法適用を申請、同月には四大証券会社の一角だった山一証券が自主廃業に追い込まれた。1980年代、大手証券会社はバブルに乗り、投資家に株の売買を薦め、その手数料で巨額の利益を稼いでいた。バブル崩壊で収益が急落することを恐れた山一は、一部の大口顧客に損失補填を行い、株を買い続けるよう依頼しており、それは明らかに違法行為だった。

1965年(昭和40年)の証券不況の際、当時の田中角栄大蔵大臣が日銀特別融資(日銀特融)で山一を救った。同様の措置を期待する向きもあったが、再び神風が吹くことはなかった。神風が吹くことを願っていたのは、地価暴落にあえいだ不動産業界も同じだった。地価が下落した不動産は、整理回収機構<sup>43)</sup>が全てを引き取り、問題不動産を保有する不動産会社は代物弁済をもって融資返済は不要になる、という都合のよい一説が、当時の業界ではまことしやかに語られていたのである。

一説には300兆円規模にのぼるとされた銀行不良債権の処理、不祥事、経済停滞と、日本経済は国内問題への対応で手一杯の状況であった。日本経済がバブル崩壊に喘いでいた時、海外事情は大きく変わろうとしていた。1989年は、ベルリンの壁崩壊、米ソ首脳のマルタ会談に伴う東西冷戦の終結、中国では学生たちが民主化を求めた天安門事件など、体制が大きく転換する局面にあった。また、モノ作りの技術から情報・IT技術へ産業の要が移行し、中国など新興国が「世界の工場」として工業国に変貌した。バブル崩壊にあえぐ日本には、そうした世界の重大な変化に配慮する余裕はなく、1990年代、先進他国に大きく出遅れることになった。

## 2. 欧米における経済バブルの生起と崩壊

1990年以降、欧米ではいくつかの経済バブルの発生と崩壊、金融危機が顕在化した。ここでは、そのうちの2つのケース、1980年代後半から1990年代初めにかけて起こった北欧諸国の不動産バブルと金融危機、米国で2000年代前半に起こった不動産バブルと2007年夏に発生したサブプライム危機を紹介する。

### (1) 北欧の不動産バブルとその崩壊

1980年代以前の北欧金融システムはまだ未成熟な状況にあった。企業等の資金調達は銀行貸付が中心で、金利は規制され、貸出限度があり、株式等の投資制限や為替管理が行われていた。株式市場も小さく低調であった。上場企業は少なく、機関投資家には保険会社と年金基金程度しかなかった。しかし、1970年代にデンマークが欧州経済共同体(EEC)に加盟し、EECの規制に従うようになったことを契機に、1975年から規制緩和が本格化した。スウェーデン、ノルウェーでは、株式・債券市場が成長するに従い1980年代を通じて規制緩和が実施され、金融自



由化の動きが北欧4ヶ国に広がった<sup>44)</sup>。

北欧における経済バブルの発生は、1980年代を通じた規制緩和と金融自由化を最大の要因としている。金融市場の規制緩和により、銀行の貸付が増加、国外からの資本流入が起きると、各国内の消費、投資が拡大した。当時の北欧諸国は固定相場制を採用していたが、経済が安定し固定相場に対する信頼が厚い時に規制緩和を実施すれば、投資機会を求めて国外から資金が流入するのは自然なことであった。

例えば、スウェーデンでは、1980年代に銀行流動性比率規制、金利上限規制が撤廃されるなど金融自由化、規制緩和が進むと、金融機関貸付は増大した。これに金融会社（ノンバンク）、抵当金融機関も加わる形で貸付額は過去最高を記録する。国外からの流入資金と併せて大量の資金が住宅・不動産市場に流れ、住宅価格は高騰した。株式市場にも資金が流れて株価は高騰し（1989年9月にピーク）、1980年代末の同国は未曾有の好景気であった。しかし、1990年の金融引締め策に伴い、経済バブルは崩壊した。不動産価格、株価は下落、金融市場が急激に収縮するに伴い、金融会社の金融市場からの資金調達が困難となった。金融会社の経営悪化に伴い、そこに多額の貸付をした商業銀行は膨大な不良債権を抱えることになった。通貨危機の発生もあり、同国の金融システムは危機状態に陥った<sup>45)</sup>。

同国有力行のうちノルドバンク（Nordbanken）、ゴータバンク（Götabanken）の経営危機に対し、政府主導で公的支援が行われた。この2行をはじめ問題銀行の資本増強のために発行された新規株式に公的資金が投入された。公的支援とともに、1992年に不良債権処理に向けた資産運用会社セキュラム（Securum）が設立された。同社が不良債権を公的資金で買い取ることで、問題銀行の正常化、事業の存続を図る試みであった。セキュラムを用いた不良債権処理スキームは、その後の金融危機時にも採用された金融システム安定化策「バッドバンク（bad bank）方式」の代表例である。また、スウェーデンには公的預金保険制度がなかったが、預金全額を政府保証の対象とし、完全な預金者保護策がとられることになった。なお、北欧各国の問題銀行はノルドバンクを中核に国境を越えて再編され、現在は北欧最大の銀行グループ、ネット銀行大手「ノルディア（Nordea）」として事業を拡大している<sup>46)</sup>。

1992年秋、スウェーデンはフィンランドとともに変動相場制に移行した。これ

と政府の速やかな公的資金導入が、その後同国経済の回復をもたらした。変動相場制移行により通貨が切り下げられ、大幅な金融緩和を行うことで、内需・外需が回復、通貨切下げに伴い輸出競争力は大きく改善した。政府の情報産業強化策が実を結び、携帯電話大手のエリクソン社をはじめ情報コミュニケーション産業（ICT産業）の振興が図られたこともあり、1990年代半ばには同国経済は、金融危機から立ち直ることになった（フィンランドでも、1990年代にノキア社が携帯電話世界最大手となり、同国経済の回復・発展に貢献した）。

## （2）米国の不動産バブルと崩壊後の金融危機

1990年代、米国経済は大きく成長した。特に1990年代後半、IT産業を中核としたニューエコノミーが生産性を向上させ、その可能性に経済社会の期待が高まった。マイクロソフト社などシリコンバレーのIT産業には多額の投資資金が流れ込み株価が上昇、2000年初めにピークとなった。しかし、2001年末にはこのITバブルが崩壊し経済停滞を迎えると、連邦準備制度理事会（FRB）は大幅な金融緩和策を断行した。ITバブル崩壊後の株価下落、2001年9月の同時多発テロもあって金融緩和は長期間に及び、金融引締め策は2004年にずれ込んだ。その間、低金利で調達された資金は住宅・不動産に流れ込み、資産価格は上昇、住宅・不動産バブルが発生し、これが2006年まで続くことになった。1990年代民主党政権による低所得者層の持家促進政策と結びつく形で、サブプライム層（低所得者層）向けの不動産融資が急増した<sup>47)</sup>。

米国における不動産バブルでは、それまでになかった金融システム「シャドールバンキング・システム（影の銀行システム）」が形成されていた。これは、預金受入金融機関である銀行ほどには当局の厳格な規制を受けないノンバンク（非銀行）、例えば、住宅金融会社、投資銀行、投資ファンドが一つのフォーメーションを組み、預金受入金融機関が行うと同様の預貸金機能を持つ仕組みであり、1980年代から続いた「金融規制緩和及び自由化の産物」ともいえるものであった。シャドールバンキング・システムの典型的な流れは概ね、①住宅金融会社（あるいは一般の銀行）が低所得者向けの住宅ローンを実行、直ちに住宅ローン債権を証券化、②投資銀行は複数の住宅金融会社（あるいは一般の銀行）から様々なリスクプロファイルの住宅ローン債権を購入、複数の異なるリスクプロファイルの債権を組み合

わせ、金融工学を用いて（あくまで理論モデルの上で）低リスク・高利回りの仕組み金融商品を組成、③それを投資ファンドに大量に販売。投資ファンドは低リスク・高利回り商品を大量に購入するため、独自にコマーシャルペーパー（CP）などで短期資金を調達、④そのCPを投資信託（マネー・マネジメント・ファンド、MMF）などが安全資産として購入、⑤MMFを一般国民が購入、という順序で完結する。

投資銀行が組成する低リスク・高利回り商品には格付会社が高格付けを付与することで、投資ファンドのみならず、（表の金融システムにいる）銀行や保険会社も大量購入し、高い収益をあげることができた。投資銀行は不動産バブルを前提として、債券担保証券（CDO）、資産担保証券（ABS）、モーゲージ担保証券（RMBS）といった様々な金融工学商品を組成し、それを世界中の金融機関や機関投資家、投資ファンドに販売することで、膨大な利益をあげるようになった<sup>48)</sup>。

実際には極めて歪な金融商品が組成・取引されていたにもかかわらず、市場を信奉し規制緩和を肯定する自由放任主義者たちは、市場には自己調整機能があるから、「バブルは心配するな、市場を信じよ」と主張し続けた。例えば、連邦準備制度理事会（FRB）議長だったグリーンズパンは、経済政策の「マエストロ」とまでいわれた人物だったにもかかわらず、金融機関による歪な金融商品の取引を規制すること、金融機関の強欲を制することをしなかった。

2006年に不動産バブルが崩壊すると、低所得者層の住宅ローン返済は滞り、住宅金融会社や銀行は大量の不良債権を抱えたが、それを原資産として組成された仕組み商品の価格も暴落した。そしてそれが、「影の銀行システム」、「表の（正規の）銀行システム」にもかかわらず商品購入者に多額の損失をもたらす形で、2007年夏のサブプライム危機が顕在化した。これはさらに、翌年9月のリーマンショックへと発展していったのである。米国発の金融危機は、グローバル経済に乗り世界中に拡散していった。世界の金融市場、経済は大混乱に陥り、その後も各国経済を長く不安定なものにした。金融規制緩和に伴う金融システムの変貌と金融機関、企業の飽くなき欲望、そして市場信奉者たちの楽観が、「100年に1度」といわれる未曾有の危機を招いたのである。

## おわりに～自分が経験していないことから学べない～

経済バブルはなぜ繰り返されるのか。マッケイは、民衆が愚行に走る理由をあげ、それと様々な要因が重なって、取り返しのつかないところまで行ってしまうと述べた（マッケイ著書の日本語訳者前書き）<sup>49)</sup>。その際、マッケイが引用したのが、歴史家フランソワ・ギゾの興味深い言葉であった。「西欧は度重なるアジア侵略で疲れてしまったのだ、と繰り返しいわれているが、（中略）人間は実際にやっていないことで疲れる、つまり祖先の仕事で自分たちが疲れるわけがない。疲れというのは個人的なもので、受け継がれる感覚ではない」。確かに、人間は「自分がやっていないこと」は学べない。先人の経験が自らの遺伝子に刷り込まれているわけではない以上、人々の愚行の歴史があったことを知っていたとしても、自分自身が手痛い経験をしたことがなければ、先人と同じ愚行を繰り返してしまうことはあり得るのである<sup>50)</sup>。また、仮に自分自身が過去に過ちを犯したことがあったとしても、過去のことはすぐ忘れてまた同じ過ちを繰り返す。それも人間のひとつの側面であろう。

経済バブルの高揚感のなかにあって、その渦中にある人間は、群集心理に見られるある種の催眠状態にあるから、自らの愚行には気づかない、あるいは自身の行為が愚行であるとわかっているにもかかわらず、愚行に走ってしまうものではなからうか。人々の愚行や経済バブルは、時々の経済環境、社会情勢によっても生じやすくなるものである。例えば、経済環境が平時と比べて異常な水準であるほど、人々の高揚感や期待感は大きくなり、人々の愚行、それによって生じる経済バブルは勢いを増すことはあろう。

有史の「三大経済バブル」は、いずれも近世西欧の経済活動がグローバル化し始めた17・18世紀に起こったものである。マッケイの記述によれば、いずれのケースでも一国のあらゆる階層が経済バブルに踊っていた。自国が植民地との貿易拡大によって確実に経済発展と繁栄を手にするという期待感には上層・中産階級には大きかったであろうし、下層階級にとってさえ、経済バブルは絶対王政下で抑圧された日々におけるはげ口として、好ましく受け止められたと想像するのである。また、特に南海泡沫事件の場合は、当時の英国のフランスへの対抗心も手伝って、

経済バブルが大きくなった側面があった。

1980年代以降の先進国における経済バブルは、1980年代の順調な経済発展と自由主義的な経済政策下で行われた規制緩和を遠因としている。規制的な政策が行われた1970年代までに代わり、1980年代からは英米をはじめ先進各国で規制緩和政策が推進された。例えば、英国では、1979年に同国初の女性首相としてマーガレット・サッチャーが政権をとると、政府介入や過剰な規制を回避する政策を実施、数々の規制緩和策、国営企業の民営化、金融市場改革（1986年の「ビッグバン」）を推し進めた。米国では、1981年にロナルド・レーガン政権が誕生すると、それまでの需要中心ではなく供給力強化を目的としたサプライサイド経済学に基づく「レーガノミクス」を推進、法人減税により供給力を刺激し、インフレ抑制策を積極的に行った。彼らはともに「新自由主義」的為政者の代表であり、フリードリヒ・アウグスト・フォン・ハイエクやミルトン・フリードマンらの自由主義経済学を政策の根拠としていた。

新自由主義的経済政策にはフランスや日本も追随することになったが、1980年代以降、先進国の多くで政府の役割は縮小し、企業や国民の経済活動が軽減されたルールの下で自由に行われるようになった。それまで抑制されていた欲望が、1980年代以降外に向かって溢れ出し、経済バブルの温床となった。その意味で、1970年代までに人々の欲望を閉じ込めていたパンドラの箱を開けてしまったのは、1980年代に先進国で台頭した新自由主義だったといえるのではなかろうか。1990年代初頭の東西冷戦終結、米国が旗を振ったグローバリゼーションも手伝って、この自由主義的政策、規制緩和時代は、2008年のリーマンショックまで、30年も継続することになった。自由主義に功罪があるとすれば、経済バブルの発生はその「罪」ということになろう。

一方、経済バブルの崩壊は、成熟した社会において次世代に向けた様々な改革につながる契機となった事実にも注目すべきである。例えば、南海泡沫事件後、近代的な株式会社制度を適切に機能させるための会計監査制度が誕生した。また、ウォルポールのような有能な為政者によって、バブル崩壊などの危機から金融システムの安定を堅持する視点が政策に取り込まれるようになった。近年の米国発のサブプライム危機、リーマンショックの直後には、二度と同じような金融危機を生じさせないように、2009年設立の国際機関である金融安定理事会（Financial

Stability Board : FSB) の下、銀行の自己資本規制や銀行破綻処理制度の高度化、シャドーバンキング・システムの抑制策をはじめ、大規模な国際金融規制改革が2019年まで実施された。因みにこの国際金融規制改革の結果、各国の金融監督体制は大幅に見直された。英米では、中央銀行が金融市場や金融機関経営を監督する機関を包括する形となり<sup>51)</sup>、マクロ・ミクロの視点から金融監督を行う体制が整った。この体制で中央銀行の独立性が機能すれば、体制独自の判断で金融に係る諸政策が行われ、例えば、選挙を有利とするために好景気の長期化を志向する政治家の意向が、政策に反映することも少なくなるはずである。

近世、近現代にかかわらず、現象的には違っても、実際には同じ過ちが形を変えて繰り返されている。群集心理から歴史上の経済バブルをとらえたマッケイの視点は、現代にも十分通じるものといえるだろう。ただし、マッケイ以降も、数多くの研究者によって経済バブルの本質に関する解明が行われてきた。近年では、例えば英国のジョン・メイナード・ケインズが、その主著「雇用・利子及び貨幣の一般理論(*The General Theory of Employment, Interest and Money*, 1936年)」において、群集心理による株価の決定過程を説明した有名な「美人投票の理論」を示した。また、現代では、例えば米国のロバート・シラーが、「根拠なき熱狂(*Irrational Exuberance*, 2000年)」において、株価はすべての公開情報を合わせて合理的に形成されるとするいわゆる「効率的市場仮説」を否定し、それは人間の感情や非合理的判断が反映されたものに過ぎない、と主張している。

マッケイが描いた経済バブルと群集心理との密接な関係は初期の研究成果として重要だが、近現代の経済思想、経済バブル研究にも接近し、より深く「経済バブル」の本質を捉えてみたいと考えている。

【参考文献】

[邦文]

漆畑春彦「大手銀行による OTD モデル偏重と金融危機」『平成法政研究』第21巻第2号  
平成法政学会 2017年3月

漆畑春彦「近代経済思想史における市場経済～ケインズとハイエクの経済思想上の対立を軸に～」『平成法政研究』第25巻第1号 平成法政学会 2020年11月

宮川重義「世界の金融危機とバブルの分析～発生の仕組みと政策の検証～」中央経済社  
2016年7月

[欧文]

Garber, Peter M. [1990], Famous First Bubbles, *The Journal of Economic Perspectives*,  
American Economic Association

Shakespeare, Howard [1997],

The Compagnie des Indes, *Journal of the International Bond & Share Society*, February 1997  
<https://web.archive.org/web/20071225184121/http://www.booneshares.com/Indes.htm>

[翻訳書]

チャールズ・マッケイ「狂気とバブル～なぜ人は集団になると愚行に走るのか～」 塩野  
未佳、宮口尚子訳 パンローリング社 2004年7月

ギュスターヴ・ル・ボン「群集心理」櫻井成夫訳 講談社学術文庫 1993年9月

ジェイコブ・ソール「帳簿の世界史」村井章子訳 文春文庫 2018年

【注記】

- 1) チャールズ・マッケイ「狂気とバブル～なぜ人は集団になると愚行に走るのか～」  
塩野未佳、宮口尚子訳 パンローリング社 2004年7月、81頁 オランダ・ハーレルレム  
のある貿易商は、一つの球根を買うのに全財産の半分の注ぎ込んだことで知られている。
- 2) チャールズ・マッケイ「狂気とバブル～なぜ人は集団になると愚行に走るのか～」  
塩野未佳、宮口尚子訳 パンローリング社 2004年7月、86頁
- 3) チャールズ・マッケイ「狂気とバブル～なぜ人は集団になると愚行に走るのか～」  
塩野未佳、宮口尚子訳 パンローリング社 2004年7月、86-87頁
- 4) 政府は、球根の先物買い契約をした者は10%の手数料を支払えば契約解除できると宣  
言した。全ての当事者が満足いくようにこの状況を解決しようとする試みがなされたが、  
失敗に終わった。
- 5) Garber, Peter M. [1990], Famous First Bubbles, *The Journal of Economic Perspectives*,  
American Economic Association, pp.36-39
- 6) 1715年にルイ14世が逝去した直後、国の債務は30億リーブルに達していたが、年間の  
歳入が1億4,500万リーブル、歳出が1億4,200万リーブルだった。歳入歳出の差し引き  
300万リーブルでは、債務30億リーブルの利息分しか残らなかった。チャールズ・マ  
ッケイ「狂気とバブル～なぜ人は集団になると愚行に走るのか～」 塩野未佳、宮口尚子  
訳 パンローリング社 2004年7月、15頁
- 7) Shakespeare, Howard [1997], The Compagnie des Indes, *Journal of the International Bond  
& Share Society*, February. [https://web.archive.org/web/20071225184121/http://www.  
booneshares.com/Indes.htm](https://web.archive.org/web/20071225184121/http://www.booneshares.com/Indes.htm)

- 8) チャールズ・マッケイ「狂気とバブル～なぜ人は集団になると愚行に走るのか～」  
塩野未佳、宮口尚子訳 パンローリング社 2004年7月、21頁
- 9) Garber [1990], pp.42-44
- 10) Garber [1990], pp.43-44
- 11) マッケイは、ローの計画によって人々がバブルに浮かれている当時の社会の様子を詳しく描写している。一つは、商業の発展、好景気である。経済バブルの間は儲けの機会は至るところにあった。特にパリには世界中から外国人が訪れ、ここでは金儲けだけでなくよく消費も行われた。摂政の母親オルレアン公爵夫人は、このバブル期のパリにおける増加人口を30万5,000人と見積もった。「主婦や家政婦は、宿泊する人のために、屋根裏部屋や台所、馬小屋のベッドも整えておかなければならなかった。通りはありとあらゆる馬車であふれ、事故を起こさないよう歩行者と同じ速度で進むことを余儀なくされた。国内の織機は豪華なレースや絹織物、ピロード地、ベルベットなどの生産に追われてフル回転。仕上がった生地は高値で取引され、価格は4倍にまで跳ね上がった。食料品も同じように値上がりした。パンや肉、野菜は、かつてないほど高い値段で売られるようになった。労働賃金もそれに比例して上昇。日当が15スーだった職人は、今や60スーを稼いでいたし、住宅も建築ラッシュを迎えていた」。この頃、「パリにはかつてないほど華美で気品に満ちたオブジェがあふれていた。彫像や絵画、タペストリーが外国から大量に輸入されたが、どれもあつという間に買い手がつくという状態であった。フランス人は家具や装飾品として使われる小物の製造では群を抜いていたが、これらの小物ももう貴族だけのおもちゃではなくなり、商人や中流階級の家にも普通に見られるようになった」。一方、インド会社株をめぐり、社会不安も大きくなった。「(インド会社株をめぐり) 略奪や殺人事件の数は一向に減らず、羽振りのいい相場師が略奪に遭っても同情の声さえ聞かれなくなってきた。それまでは上流階級の公然たる悪徳と下層民の表に出てこない犯罪のはざまにあって、中流階級は比較的汚れていなかったのだが、もはやそのような状況ではなくなっていた。風紀の乱れは以前から目につくようになってはいたが、中流階級が急速に汚染されてくるといっそう顕著になってきた。有害な賭博熱も社会に浸透してきて、公衆の徳も個人の徳もこうした賭博熱の前にはなす術なしであった」。こうした「実体のない繁栄」によって「皆、そのまばゆいばかりの輝きに目がくらんでしまい、嵐が猛烈な勢いで近づいているのを知らせようと暗雲が立ち込めていたのに、それに気づく者はいなかった」のであった。 チャールズ・マッケイ「狂気とバブル～なぜ人は集団になると愚行に走るのか～」 塩野未佳、宮口尚子訳 パンローリング社 2004年7月、29-32頁
- 12) Garber [1990], p.43
- 13) 多額の金を注ぎ込んだブルボン公などは、持っていた紙幣を少しずつ正貨に換えては外国に送金した。運べるだけの食器類や高価な宝飾類を購入し、イングランドやオランダにひそかに送っていた。チャールズ・マッケイ「狂気とバブル～なぜ人は集団になると愚行に走るのか～」 塩野未佳、宮口尚子訳 パンローリング社 2004年7月、33頁
- 14) チャールズ・マッケイ「狂気とバブル～なぜ人は集団になると愚行に走るのか～」  
塩野未佳、宮口尚子訳 パンローリング社 2004年7月、46頁
- 15) チャールズ・マッケイ「狂気とバブル～なぜ人は集団になると愚行に走るのか～」  
塩野未佳、宮口尚子訳 パンローリング社 2004年7月、44頁
- 16) Shakespeare, Howard [1997], *The Compagnie des Indes, Journal of the International Bond & Share Society*, February. <https://web.archive.org/web/20071225184121/http://www.>



booneshares.com/Indes.htm

- 17) チャールズ・マッケイ「狂気とバブル～なぜ人は集団になると愚行に走るのか～」  
 塩野未佳、宮口尚子訳 パンローリング社 2004年7月、47頁 「総額1,000万ポンド  
 近くに上った陸海軍の負債、その他流動負債」は、主にスペイン継承戦争（1701～1714  
 年）によるものである。この戦争は、神聖ローマ帝国ヨゼフ一世の死を受けて、1711年  
 半ばから膠着状態に陥った。戦費調達のために英国とフランスが負った債務は膨大な額  
 にのぼった。英国の債務は5,000万ポンドにのぼり、国民所得の60%に達した。ジョー  
 ジ一世が即位した1714年8月1日の時点での債務残高はなお4,000万ポンドを上回り、  
 年間の利払いが200万ポンドを超えていた。ジェイコブ・ソール「帳簿の世界史」村井  
 章子訳 文春文庫 2018年、180-181頁
- 18) 詳しくは、南米大陸のオリノコ川からティエラ・デル・フエゴに至る東海岸と西海岸  
 全域の貿易独占権。ジェイコブ・ソール「帳簿の世界史」村井章子訳 文春文庫 2018  
 年、184頁
- 19) その際の南海会社の提案は、1720年1月22日時点で総額3,098万1,712ポンドにのぼる  
 債務を、1727年夏までは年利5%で直に引き受け、それ以後は議会在望めば全額弁済が  
 可能となり、利息も4%にするというものであった。提案は圧倒的支持を得たが、下院  
 とつながるイングランド銀行は、自らも累積する利益の分け前に与かるため、南海会社  
 に対する対抗案を練った。これに対し、南海会社は当初案では政府の債務償還期間を7  
 年としていたが、それを丸4年間に変更した。下院は両者の提案の審議を行い、結局南  
 海会社の提案が受理され、そのための議案の提出が許可された。審議直前の条件変更が  
 功を奏したのである。チャールズ・マッケイ「狂気とバブル～なぜ人は集団になると愚  
 行に走るのか～」 塩野未佳、宮口尚子訳 パンローリング社 2004年7月、49-50頁
- 20) Garber [1990], PP.44-51
- 21) ジェイコブ・ソール「帳簿の世界史」村井章子訳 文春文庫 2018年、184頁
- 22) ウォルポールいわく、これは「株取引という危険な遊びであり、能力のある人々を買  
 易や産業から奪うものである。危険なわなだ。分別のない人々にありもしない富への期  
 待を抱かせて、働いて得た収入を巻き上げながら破産へ追い込もうとしているのだ。こ  
 の計画の本質は第一級の悪行だ。熱狂する人々をどんどん駆り立てて、資本家らは払え  
 るはずもない配当の支払いを約束しながら、人為的に株価を吊り上げるに決まっている。  
 彼はさらにこう付け加えた。「もしこの計画が成功したら、取締役たちは政府を自由に  
 操って、絶対的な特権階級を築くだろう。そして議会の決議を左右するようになるはず  
 だ。また、もし失敗したら、国全体に不満が噴出し、国は崩壊する。こんなのは妄想だ。  
 最悪の日が来たら、きっと来るだろうが、人々は夢から覚めた時のように、これは現実  
 なのかと自問するはずだ」。チャールズ・マッケイ「狂気とバブル～なぜ人は集団にな  
 ると愚行に走るのか～」 塩野未佳、宮口尚子訳 パンローリング社 2004年7月、50  
 頁
- 23) チャールズ・マッケイ「狂気とバブル～なぜ人は集団になると愚行に走るのか～」  
 塩野未佳、宮口尚子訳 パンローリング社 2004年7月、49頁
- 24) チャールズ・マッケイ「狂気とバブル～なぜ人は集団になると愚行に走るのか～」  
 塩野未佳、宮口尚子訳 パンローリング社 2004年7月、51頁
- 25) 中産階級だけでなく、特権階級の人々も投機熱にうなされていた。プリンス・オヴ・  
 ウェールズ（英国皇太子）もある泡沫会社の取締役会に名を連ね、投機で4万ポンドを  
 儲けたとされる。

- 26) チャールズ・マッケイ「狂気とバブル～なぜ人は集団になると愚行に走るのか～」  
塩野未佳、宮口尚子訳 パンローリング社 2004年7月、53頁
- 27) 身元不明の山師が起こしたとされる「大きな利点があるが、それが何なのかは誰にも分らない事業を運営する会社」という会社の目論見書には、ただ次のように記述されていただけであった。「必要な資本金は50万ポンド、額面100ポンドの株式を5,000株発行、一株あたりの手付金を2ポンドとし、手付金を払った応募者には年間一株あたり100ポンドを受け取る権利を与える」。どのような仕組みでその利益が得られるかという説明はなかったが、「1ヶ月後に詳細を説明するから、その時点で残りの98ポンドを払ってくれば良い」と、翌朝の9時に事務所を開設した。大勢の応募者が殺到し、同日午後3時に事務所を閉めた時には、受け取った手付金だけで1,000株分に上ることが分かった。つまり、この山師は6時間で2,000ポンドを手にしたのである。男はその日の晩には大陸に旅立ち、その消息は全くつかめなかったという。チャールズ・マッケイ「狂気とバブル～なぜ人は集団になると愚行に走るのか～」 塩野未佳、宮口尚子訳 パンローリング社 2004年7月、54頁、57-60頁
- 28) チャールズ・マッケイ「狂気とバブル～なぜ人は集団になると愚行に走るのか～」  
塩野未佳、宮口尚子訳 パンローリング社 2004年7月、56-57頁
- 29) ジェイコブ・ソール「帳簿の世界史」村井章子訳 文春文庫 2018年、185頁
- 30) ジェイコブ・ソール「帳簿の世界史」村井章子訳 文春文庫 2018年、188頁
- 31) アイザック・ニュートンは、南海株で一時7,000ポンドを儲けたが、最高値をつけた頃に20,000ポンドを投じ、結果的には20,000ポンドの損害を被った。彼は、「天体の軌道を計算することはできるが、民衆の狂気は計算できない」と弁明したとされる。一方、ゲオルク・フリードリヒ・ヘンデルは、南海株の売買で得た利益を元に王立音楽アカデミーを設立し、そこを拠点に音楽活動を行った。ジェイコブ・ソール「帳簿の世界史」村井章子訳 文春文庫 2018年、186頁
- 32) チャールズ・マッケイ「狂気とバブル～なぜ人は集団になると愚行に走るのか～」  
塩野未佳、宮口尚子訳 パンローリング社 2004年7月、65頁
- 33) チャールズ・マッケイ「狂気とバブル～なぜ人は集団になると愚行に走るのか～」  
塩野未佳、宮口尚子訳 パンローリング社 2004年7月、67頁
- 34) チャールズ・マッケイ「狂気とバブル～なぜ人は集団になると愚行に走るのか～」  
塩野未佳、宮口尚子訳 パンローリング社 2004年7月、72-74頁
- 35) むしろ、そうした事件の収束させ方が当時の国王ジョージ1世の大きな信頼を得、ウォールポールはこの後事実上の初代首相として1742年まで政権を担当し、英国における議院内閣制の基礎を築いていくこととなった。ジェイコブ・ソール「帳簿の世界史」村井章子訳 文春文庫 2018年、189-191頁
- 36) ジェイコブ・ソール「帳簿の世界史」村井章子訳 文春文庫 2018年、189-190頁
- 37) ジェイコブ・ソール「帳簿の世界史」村井章子訳 文春文庫 2018年、190頁
- 38) ジェイコブ・ソール「帳簿の世界史」村井章子訳 文春文庫 2018年、185頁
- 39) ジェイコブ・ソール「帳簿の世界史」村井章子訳 文春文庫 2018年、185頁
- 40) 不動産売買市場に土地を供給したのは、主に小作農出身の農家だった。その土地の多くは先祖から受け継いだのではなく、戦後GHQの農地改革で譲り受けたものだったから、それへの拘りは小さかった。転売用の土地を確保するため、悪質な地上げ屋が横行、住民を立ち退かせようと住宅の打ちこわしや放火が相次ぎ、社会問題となった。資産価値の上昇は、人間の良識をも狂わせてしまった。

- 41) 人々が利用可能なあらゆる情報を用いて合理的に予想する時、期待値に関しては正しい予想ができるという前提に立つ学説。「合理的期待」は、人々が利用可能な情報を効率的に使うことによって形成される期待のことで、平均的な意味で正確であり、システマティックな間違いのない期待のことである。
- 42) 当時産業金融の雄だった旧日本興業銀行がプライベートバンキング推進部を新設し、富裕層個人に対する株式・不動産貸付を推進したなかで起こったのが、昭和の金融犯罪史上に残る「尾上ぬい事件」である。尾上は、一料亭の女将でありながら数千億円を投機的に運用していた。しかし、景気の後退とともに資金繰りが悪化、金融機関を巻き込む巨額詐欺事件を引き起こした。旧興銀は、尾上与1987年3月に取引を開始、グループから尾上個人への融資残高は2,295億円にのぼった（尾上の逮捕時点）。この事実の発覚とともに、かつての産業金融の雄の信用は大きく失墜した。
- 43) 株式会社整理回収機構は、金融機能の再生及び健全化を行うため、経営破綻した金融機関の貸付債権や営業を譲り受け、問題債権を回収する会社。住宅金融債権管理機構（住管機構）と整理回収銀行（RCB）が合併して1999年に創設された。
- 44) 宮川重義「世界の金融危機とバブルの分析～発生の仕組みと政策の検証～」中央経済社 2016年7月、57-59頁
- 45) 宮川重義「世界の金融危機とバブルの分析～発生の仕組みと政策の検証～」中央経済社 2016年7月、65-69頁
- 46) 回復後のノルドバンクは、1993年にゴータバンクを吸収、フィンランドのメリタグループ（Merita Group）、ノルウェーのクリスティアニアバンク（Christiania Bank）、デンマークのユニバンク（Unibank）など各国の主要銀行を合併し、2001年に現在のノルディアに名称変更した。
- 47) 金融緩和の中で、規制緩和もなし崩し的に進んだ。例えば、銀行貸付基準の緩和である。通常住宅ローンを借る場合、一定の頭金を準備し毎月の返済条件を満たす必要がある。住宅ローン会社はこの貸付基準を緩和した。住宅資金の借入に必要な書類が不要のローン、頭金や手続き費用の不要なローン、当初は固定優遇金利だがその後は高い市場金利を適用する変動金利ローンなどが、低所得者向けに数多く販売された。これらによって、「所得なし、仕事なし、資産なし」の人々に対し、多額の住宅資金が供給された。
- 48) 2000年代に銀行や投資銀行がシャドーバンキング・システムの中で行ったビジネスモデル、オリジネート・トゥー・ディストリビュート・モデル（OTD モデル）については、漆畑春彦「大手銀行による OTD モデル偏重と金融危機～金融危機前の大手銀行の経営行動～」『平成法政研究』第21巻第2号 2017年3月、72-82頁に詳しい。
- 49) チャールズ・マッケイ「狂気とバブル～なぜ人は集団になると愚行に走るのか～」塩野未佳、宮口尚子訳 パンローリング社 2004年7月、1頁
- 50) マッケイがその著書で取り上げた有史の三大経済バブルは、いずれも経済史上に残る有名なエピソードであり、相場の過熱やバブル経済を語る際に歴史の教訓としてたびたび引用されている。魔女狩りや十字軍のエピソードも、ギゾの論理からすると、過ちや愚行が繰り返されるのは、祖先が経験したことを後世の人間が実際に経験しているわけではないからであり、戦争がなくならないのは、残酷さや痛みを実際には知らない人間が引き起こすからだということになる。その論理が正しいとすれば、残念ながら、いずれどこかでまた投機熱が沸騰し、戦争や差別は永久になくならないということになる。チャールズ・マッケイ「狂気とバブル～なぜ人は集団になると愚行に走るのか～」塩

野未佳、宮口尚子訳 パンローリング社 2004年7月、1頁

- 51) 例えば英国では、金融監督体制は、大蔵省(HM Treasury)、金融サービス機構(Financial Services Authority : FSA)、イングランド銀行の3機関により形成されていた。2007年の金融危機では、監督責任が3機関に分散していたことにより、機能不全が生じた。その欠陥を見直すべく、2012年に金融サービス法(Financial Services Act 2012)が成立し、2013年4月からは、同法に基づく新金融監督体制に移行した。新体制では、金融の安定を目的とする規制機関と消費者及び投資家保護、市場規制を行う規制機関が分離し、前者をイングランド銀行(BOE)が、後者を旧FSAから分離・新設された金融行為監督機構(Financial Conduct Authority : FCA)が担当することになった。BOE内部では、マクロ健全性政策を担う金融政策委員会(Financial Policy Committee : FPC)と金融機関経営の健全性などミクロ健全性政策を担う健全性規制機構(Prudential Regulation Authority : PRA)が新設された。小林襄治、斎藤美彦、漆畑春彦他「イギリスの証券市場2014年版」公益財団法人日本証券経済研究所 2014年3月、154-155頁