

バブル概念の分析¹⁾

1980年代の日本の事例についての社会学的分析に向けて

水 原 俊 博

1 はじめに

1.1 本稿の構成

本稿は2本の柱からなる。1つは、経済学上のバブル概念を社会学において採用できるかを問うことであり、もう1つは、「バブル」の社会学的説明方法と、社会学的分析のアプローチについての考察である。以上の2本立てのうち、前者については、2と3.1で論じられる。後者については、3.2以下で扱うことになる。なお、上でバブル、「バブル」と表記を区別したが、これについては、3.1.3で明らかになる。

1.2 1980年代の日本のバブル

ここでは80年代当時の状況をスケッチして、バブルのイメージを喚起する。ただし、トピックの選択と叙述は恣意的であり、また、バブルを定義づけることもしない。

一般に、80年代後半はバブル期とされる。たとえば、「日経平均がバブル後最安値下回り一時8,400円割れ(2002.11.12)」²⁾という見出しの「バブル後」とは、日経平均株価の終値が史上最高の38,915円をつけた89年12月29日以降のことである。つまり、それ以前が(少なくとも株式市場の)「バブル期」だということになる。そこで、日経平均の推移を見ると(表1)、85年からの5年間で210%増加し、それまでのトレンド(70%)から逸脱しているように見える。さらに、同時期の6大都市圏の住宅地価を見てみよう(表2)。

表1 日経平均株価³⁾

	日経平均 (円)	増加率 (%)
1970	2317	
75	3958	70.8
80	6768	71.0
85	11992	77.2
90	37189	210.1
95	18650	△ 50.0
2000	19540	4.8

表2 6大都市圏住宅地価指数⁴⁾

	地 価 (指数)	増加率 (%)
1970	8.91	
75	18.6	109.0
80	28.4	52.7
85	38.0	33.8
90	100	163.2
95	57.4	△ 42.6
2000	45.7	△ 20.4

注) 90年3月末=100

すると、85年からの5年間で163.2%増加し、これもそれまでのトレンドを逸脱しているように思われる⁵⁾。このような90年以前の資産価格の高騰が、バブル期の際だった特徴なのだが、特徴はこれだけではない。資産価格の高騰は保有する資産の含み益をもたらし、それを背景に、多くの日本企業が海外の企業、不動産を買収し、絵画などの美術品を落札したのもバブル期の特徴だろう。たとえば、ゴッホの『ガシェ医師の肖像』(大昭和

製紙、約125億円、90.5.15)などの美術品を落札し、ロックフェラー・センター(三菱地所、89.10.31)など海外の不動産や企業を大量に買収したのもこの頃である。こうして海外の日本に対する評価も変化した。たとえば、『Yen! 円がドルを支配する日』(Burnstein 1988=1989)のような扇動的な本が米国で出版され、世界を席巻する「ジャパン・マネー」、あるいは日本の「オーバー・プレゼンス」の猛威を警告した「その趣は「黄禍論(yellow peril)」を帯びていたようにも見える⁶⁾(西村吉正 1999: 27, 58; Chancellor 1999=2000: 454)。こうして、当時、「債権国」「経済大国」などの言葉が頻用されるようになった。ところで、注⁶⁾で述べた米国の債務国ポジションへの移行(80年代初~)(宮崎 1988: 92-5)は、経常赤字(流入を上回る海外への資金流出)の増大によるものであり、米経済、国家財政を圧迫した。結果、米政府は日本市場の開放を強く要求し(83.11~)、金融市場が国際化・自由化した(84.4~)⁷⁾。こうして、当時、「国際化」という言葉がそれ以前に比べて、顕著に用いられるようになったように思われる。そして、東京市場がニューヨークに続くマネー・センターになることが期待され、海外金融機関が続々と進出し、また折りからの情報化によって、東京一局集中が加速し、オフィス需要の増大を招き、地価を高騰させた(という)。また、バブル期には金融スキャンダル(未公開株を政官界に譲渡した「リクルート事件」(87~88)、暴力団による東急電鉄株買い占めと野村証券の斡旋、同株価操作疑惑(89)など)が続出した。さらに、当時は、84年にメディアにはじめて登場した言葉である(杉田 2002: 271)「財テク(財務のテクノロジー)」が活発化した⁸⁾。たとえば、株価上昇を前提条件として、海外市場で社債の一種である「ワラント債」⁹⁾を発行して資金調達し、ワラント債の利子率を上回る利子率の大口定期預金を組んで、つまり、右から左にカネを動かすだけで、利ざや(金利差益)を稼げた(野口 1992: 36-9)¹⁰⁾。ところで、87年以前にはほと

んど用いられることがなかった「リゾート」という言葉が頻用されるようになったのは、「リゾート法」(87)の施行以降であり(佐藤 1990: 94-5)、全国で投機的なリゾート開発が活発化した¹¹⁾。この背景には時の政権の「民活路線」があり、その影響は、NTT株の上場(売出し価格119万7,000円、87.2.9)と同株価の急騰(301万円、87.3.4)にも見られる。他にもバブル期を特徴づけるトピックは多い。「銀行のノンバンクを経由した迂回融資」¹²⁾「東京湾岸地域(ウォーター・フロント)開発」¹³⁾「インテリジェント・ビルの建設ラッシュ」(小寺 1987)「ワンルーム・マンションの投機的な転売」¹⁴⁾「キャピタル・ゲイン(資産譲渡益)の資産効果による高級消費」¹⁵⁾「前川レポート(国際協調のための経済構造調整研究会報告書、1986.4.7)」¹⁶⁾「内需拡大」¹⁷⁾「機関投資家現象(ザ・セイホ)」(朝日新聞経済部 1989)「株価指数(TOPIXなど)先物取引などの金融革新」(伊藤光晴 1989)「地上げ」……

1.3 一般のバブル概念

ところで、バブル概念の一般的な意味内容(内包)は曖昧である。そのため、その適用される範囲(外延)は広い。実際、1.2のエピソードの多くをバブルと見なす、ないしは「バブリー(バブル的)」と形容することができる。また、バブルという概念は実際には、90年以前、メディア(活字媒体)に、ほとんど登場していないのである(野口 1992: 27; 杉田 2002: 261)。つまり、一般的なバブルの概念は曖昧であり、しかもその概念はその対象となる現象に対して事後的に適用されたのである。バブルという現象を分析する困難もこうしたことに由来する面が少なくない。しかし、一般的な辞書上の定義を見ると、バブルは以下のように経済学的に定義されている¹²⁾。

泡沫(ほうまつ)的な投機現象のこと。株や土地などの資産価格が、経済の基礎条件(ファンダメンタルズ)から想定される適正価格を大幅に上

回る状況をさす...」(『大辞林 第2版』¹³⁾)

ここでは、バブルが「適正価格からの乖離」に限定されている¹⁴⁾。実際、経済学では、これを被説明項とし、説明項となる要因を見つけるという形式で、バブルの実証研究を行う傾向があるように思われる(2.4参照)。では、バブルを社会的に検討する場合、経済学的なバブルの定義を採用できるかが問題になる。そこで、バブルの経済理論(学説)、バブル研究、実証研究をレビューしよう。

2 バブルの経済学

本稿では、経済学のバブル概念として、経済学における代表的な金融理論である効率的市場仮説(以下、EMH)の「合理的バブル(rational bubble)」を考える。そこで、2.1でEMHの資産価格の決定モデルを概観し、2.2で合理的バブルを見る¹⁵⁾。次で、2.3以降では、その他のバブル論、バブル研究をサーベイする。

2.1 効率的市場仮説(EMH, efficient market hypothesis)

EMHは1960年代のシカゴ大の経済学者らによって精力的に研究され、ファーマ(Fama 1970)によって、広く知られるようになった理論仮説であり(Shiller 2000=2001: 205; Shleifer 2000=2001: 3)、その後、「30年近くファイナンス理論の中心命題で」(Shleifer 2000=2001: 3)あったという¹⁶⁾。実際、経済学のテキストではEMHにもとづいて資産価格が説明されている(浅子 1995)。ここでは最小限、EMHの議論を見ていこう。

EMHにおいて、資産価格は、「裁定取引者(arbitrageur, さや取り業者)が「裁定取引(arbitrage)」を行い、「裁定条件」が成立することで決まるといふ。用語を整理しながら確認する。まず、前提として、すべての資産の代替性が高いとしよう。だが、資産の代替性が高いとはどういうことか。資産が相互に代替的であるかは、資産ごとの「リ

スク」による。たとえば、株式の価格や配当は、国債のそれに比べて変動しやすい。要するに、株式は損をする可能性が、国債に比べて高い。このように資産ごとにリスクは異なるので、すべての資産が代替的であるとは考えにくい。しかし、資産間でのリスクの差、つまり、「リスク・プレミアム」をあらかじめ考慮すれば、すべての資産の代替性は高いと考えることができる。端的にいえば、たとえば、危険資産が安全資産と代替的であるためには、危険資産は安全資産よりも、相応の高い「期待収益率([投資額=資産価格]に対する[期待される儲け=収益]の割合)」が必要であり、その限りにおいて、危険資産と安全資産とは代替的だといえよう。さて、すべての資産の代替性が高いとすると、どの資産に投資するかは、期待収益率、つまり、期待収益の資産価格に対する割合によって決まるだろう。したがって、期待収益率の高い資産を購入し、低い資産を売却する(空売りする)のが合理的である。このように、資産の期待収益率を相対比較し、「裁定」してから資産を売買することを「裁定取引」、さらに、その取引者(行為主体)を「裁定取引者」という。裁定取引する場合、資産の期待収益率を相対比較する必要があるが、そのためには、各資産の期待収益を計算する必要がある。EMHでは、裁定取引者が期待収益を「入手可能なすべての情報から合理的に導出する」と考える。ところで、裁定取引によって、資産の期待収益率は、結局、等しくなる。これを「裁定条件」という。例として2つの代替性の高い資産を考えよう。このうち、期待収益率が高い方の資産の需要は増えるので、その資産価格は上昇するから、期待収益を分子、資産価格を分母とする期待収益率は低下する。他方、期待収益率が低い方の資産は売却され、資産価格の低下を招き、期待収益率は上昇する。こうした裁定取引によって、結局、2つ資産の期待収益率は等しくなるわけだ。裁定条件が成立している場合、期待収益率に差はないので、裁定は働かないから取引は行われず、したがって、資産価格に変

動はない。だが、新たな情報を裁定取引者が入手すると、期待収益、したがって、期待収益率が変動し、資産の間で裁定が働き、裁定取引が行われ、資産価格が変動し、裁定条件が新たに成立することになる。このように、EMHでは裁定取引が資産価格を決める「力」となっている。では、裁定条件が成立しているときの資産価格はどのようなものか確認しよう。すべての資産の代替性が高いとする。ここで、代表的な収益率として、長期金利（国債利子率など）を考え、裁定条件が成立している場合、すべての資産について、期待収益率、つまり、期待収益の資産価格に対する割合は、長期金利に等しくなる。ここから資産価格を導けば、資産価格は期待収益を長期金利で割り引いたもの（期待収益の割引現在価値）になる。これが、裁定条件が成立しているときの資産価格である。そして、この場合の資産価格を「ファンダメンタルズ価格」、それを決める要因である期待収益と長期金利とが、1.3の辞書の引用にある「ファンダメンタルズ」となる。以上、EMHの資産価格の決定モデル、つまり、裁定取引が裁定条件を成立させ、資産価格がファンダメンタルズ価格になることを見た。次にEMHのバブル論を見ていこう。

2.2 合理的バブル

ところで、実は、裁定条件を満たす資産価格は、ファンダメンタルズ価格だけではないことが、簡単な数学的な処理で確認できる。それによれば、資産価格に「ファンダメンタルズ（価格）とは無関係な要因」が含まれても、裁定条件が成立するのである。このファンダメンタルズとは無関係な要因を「合理的バブル」という。つまり、資産価格のうち、ファンダメンタルズでは説明できない部分、あるいは資産価格とファンダメンタルズ価格との乖離がバブルというわけだ。

このように、裁定取引者という合理的な投資（行為）主体を前提しても、理論的には、裁定条件を満たす限り、資産価格は、いくらでもファンダ

メンタルズでは説明できない水準になりうる。では、どこまで合理的バブルは膨張しうるのか。それは資産の転売の期待が持続する限りにおいてだ（柳川 2002: 200-1）。この説明は直感的に理解しやすい。資産価格が高騰しても転売できると合理的に期待できるからこそ、バブルを孕んだ資産に投資するのであり、だからこそバブルは膨張するからだ。また、現実世界の資源の有限性がバブルの膨張の制約条件になりうる（野口 1992: 61）。つまり、資源の制約の範囲まではバブルは膨張しうるというわけだ。

以上、EMHの資産価格の決定モデルと合理的バブル論を見てきた。実際にはEMHでは、バブルの崩壊についての仮説もあるのだが、ここでは概要の叙述にとどめ、以下では、これ以外の経済学のバブルについての学説、さらに、非経済学的なバブル研究もサーベイしておこう。

2.3 その他の学説

ここでは、上述したように、EMH以外のバブルについての学説、バブル研究を見ていく¹⁷⁾。

2.3.1 バブルの生成について

バブルの生成についての定説はないというが、以下の3つが代表的な説として紹介されることが多い。

・ポンジー詐欺（Ponzi game）

これは「ねずみ講」、つまり「儲け話」を吹聴して、出資者を募り、高額のリターンをもたらすことで、さらなる出資者を集めるが、しかし、「儲け話」は嘘なので、結局、新たに集めた出資金で既存の出資者に利子を払い続けることになるが、無限に出資者を集めることはできず、いずれ破綻する詐欺である。こうした「儲け話（e.g. 土地・株神話）」をでっちあげ、資金を調達して投資することで資産価格が上がり上がるというのが、「ポンジー詐欺」説である（浅子ほか 1990: 67; Shiller 2000=2001: 50-81）。なお、創業者、出資者間で情報の偏在があるので、この学説がEMHと共存で

きるとは考えにくい (Shiller 2000=2001: 50-81)。

・ペゾ問題 (Peso Problem)

技術革新、新資源の発見などの稀にしか生じないような出来事が起因となってバブルが生じるという説 (浅子ほか 1990: 67)。

・貨幣錯覚説

先述したファンダメンタルズ価格は期待収益を長期金利で割り引いたものだが、例えば、中央銀行が金融緩和 (通貨供給量の増加、公定歩合の引き下げ) を行った場合、名目の長期金利 (i) は低下する。すると、ファンダメンタルズ価格は増加するように見える。しかし、貨幣供給量の増加はインフレ率 (π) を押し上げるので、実質の長期金利 (r) に変動はない ($r = i + \pi$)。実質の長期金利に反応せず、投資家が名目の長期金利の低下に反応して、ファンダメンタルズ価格が上昇したと判断し、資産運用を積極化させることが、バブルを生むというのが貨幣錯覚説である (西村清彦 1990: 130-1)。

以上の他に、経済活動とはまったく無関係な要因によって、バブルが生じるとする「太陽黒点 (sunspot)」説がある (浅子ほか 1990: 68)。これは、太陽の黒点の活動周期が経済活動と (擬似的であるかはともかく) 相関するという説から派生したものと思われる。

2.3.2 非合理的なバブル

・大馬鹿者 (greater fool) 仮説

基本的な発想は合理的なバブルと同じであるが、合理的な行為主体を前提しない点で異なる。この仮説は、要するに、合理的に考えれば妥当性のない資産価格の高騰でも、資産の買い手 (大馬鹿者) が存在すると期待できる場合、転売してキャピタル・ゲイン (資産譲渡益) をえられるので、活発に資産が取引され、資産価格が高騰し続けるというものである (浅子ほか 1990: 69; Chancellor 1999=2000: 160)。

その他、情報の偏在や気まぐれな投資家 (ノイズ・トレーダー) の存在によってバブルが生じる

という「fads (気まぐれな流行)」 (浅子ほか 1990: 69-70)。さらに、過去のデータの観察から将来の株価が高騰すると非合理地に期待することが、バブルを生むという説がある (柳川 2002: 207)。

2.3.3 エージェンシー・コスト仮説

この仮説は、資金運用者 (エージェンシー = 代理人) と資金提供者 (プリンシパル = 主体) との間の情報の非対称性からバブルを説明するものである¹⁸⁾。例えば、市場について資金提供者は資金運用者よりもよく知らないとすると、資金提供者による資金運用者に対する評価は、市場情報にもとづくというよりも、他の資金運用者との相対評価になりやすい。すると、ある資金運用者が、所与の資産価格がファンダメンタルズ価格から乖離していると判断し、投資を手控えようとしても、他の資金運用者が積極的に資金を運用している場合、慎重な資金運用者は資金提供者による相対評価を恐れて、資金運用に乗り出さずかもしれない。このように情報の非対称性からバブルを説明するのが、この仮説の特徴である。この仮説が機関投資家の行動の説明に適合しやすいことはその仮説構成から明らかだろう。

2.3.4 歴史主義的個別記述

ここでは個別的な事例を記述する (非経済学的な) 研究に焦点を当てる。

歴史上の投機現象や金融制度を扱ったガルブレイス (Galbraith 1990=1991, 1975=1976, 1979=1988) がその代表例であるが、1920年代のニューヨーク株式市場やフロリダの土地投機を扱ったアレン (Allen, F. L. 1939=1993)。投機の歴史を古代から 90 年代の IT バブルまで扱ったチャンセラー (Chancellor 1999=2000)。そして古典として有名なマッケイ (Mackay, Charles [1841] 1932) などは、歴史上の投機現象の無数のエピソードを克明かつ社会史的に記述している¹⁹⁾。また、この立場の研究は、EMH のような経済学的な特異な仮定を置かず、社会的背景、価値 (考え方) やイノ

ベーションがどのように資産価格の上昇に貢献（影響）し、またその上昇過程で、各投資家がどのように振る舞ったのかが克明に描写される²⁰⁾。さらに、歴史上のさまざまな投機現象を記述することで、歴史上の投機現象の類似性などを引き出している²¹⁾。なお、この立場は、EMHをはじめとする経済学的なバブル論に対して否定的である（Chancellor 1999=2000: 159-60）。

2.3.5（社会）心理学的アプローチ

（社会）心理学的アプローチというのは便宜的な呼称に過ぎない。投資家心理（investor sentiment）に注目する点で共通しているように思われるが、ここに含まれる論者が共通の分析枠組みを採用しているわけではないからだ。以下、代表的な業績を見ていく。

（社会）心理学的アプローチには、2.3.4 で見たガルブレイスらが行うような記述を、心理学説などをもとに学術的に説明するもの、投資家に質問紙調査を行い、実際の投資行動（決定）投資家心理を分析し、どのように期待が資産価格に影響し、影響された資産価格が期待に「フィードバック」するかを検討するもの、さらに、実験的手法で、不確実な条件下でどのように資産価格が形成されるのかを考察するものなど多様である。こうした立場には、キンドルバーガー（Kindleberger 1978=1980）²²⁾、シラー（Shiller 2000=2001）さらに、1980年代以降、著しく発展を続け、EMHが裁定取引を過大視しているなどと批判する「行動ファイナンス（behavioral finance）」などが含まれる（Shleifer 2000=2001; Goldberg et al. 2001=2002）。なお、ケインズ（1936 = 1983: 147-62）が投機的な取引を「美人投票論」で比喻したことは有名であるが（ibid.: 157）、この学説も心理的な要因を重視したものである²³⁾。

さて、ここで本稿の目的の1つを改めて確認すると、経済学のバブル概念をレビューし、それをバブルの社会学的研究に採用できるかを問うこと

であった。そして、EMHによるバブル概念を確認し、続いて、それ以外のバブル研究を見てきた。本稿では、経済学上のバブルをEMHの定義する「ファンダメンタルズ価格からの乖離」として考える。そして、このバブル概念を社会学的分析において採用できるかを検討する。その際、歴史主義的個別記述、（社会）心理学的アプローチを参考にする。だからこそ、この2つについてレビューしたのである。だが、その前に、80年代の日本におけるバブルの事例についての実証研究をレビューしておこう。

2.4 実証研究、経験的研究

実証研究は、EMH的にバブル概念を定義して行うものが多い。ここでは、これまでの議論を踏まえながら、80年代後半のバブルの実証研究を簡単にレビューする。なお、ここでは実証研究の詳細には立ち入らないが、3.2.1から3.2.5では、これらの実証研究の一端にふれている。

野口（1992）、経済企画庁（1991, 1990）、資産価格変動のメカニズムとその経済効果に関する研究会（1993）は、ファンダメンタルズ価格を統計資料から推定し、現実の資産価格と比較してバブルを判定した上で、資産価格がバブルである期間を特定し、その背景や要因を分析している。他方、ブランチャードほか（Blanchard et al. 1989=1999）のような経済理論のテキストが、ファンダメンタルズ価格を実際に測定するのは不可能だとしているように、宮崎（1992）もその測定を断念し（ibid.: 195）、PER（株価収益率、株価を1株当たりの収益（フロー）で除した指標）をはじめとする指標や統計データなどを用いて、バブルを推定し、制度要因、企業統治（社会構造）などからバブルを分析している。さらに、翁ほか（2001）も、主に資産価格の急激な上昇からバブルを定義し（3.1.3参照）その背景や要因を分析している。吉川洋（1999）もバブルの定義は明確にはしていないが、主に制度要因と企業統治からバブルを分析している。その他にも先行研究は多くあるが、先述した

ように、ファンダメンタルズ価格を推計して現実の資産価格との乖離をバブルと定義し、その要因を分析するもの、資産価格の高騰と（明確に／暗黙に）定義した上で、やはりその背景や要因を分析するものに、先行研究は大別される。

さて、80年代後半の資産価格をバブルと見なし、（社会）心理学的に分析したものはおそらくないように思われる。また、歴史主義的な個別記述は極端な事例（長銀を破綻に追い込んだEIEグループの不正融資事件）を扱う日経ビジネス（2000）の他に、あまりないように思われる²⁴⁾。

3 バブルの社会学に向けて

さて、ここでは、まず、2.1、2.2の議論を踏まえ、3.1でEMHのバブル概念を社会的分析において採用できるかを検討する。次に、3.2では、「バブル」の社会的な説明方法を検討し、社会的分析のアプローチについて考える。なお、1.1でも述べたように、すぐ上でバブルではなく「バブル」と表記した理由は、3.1.3で明らかになる。

3.1 バブル概念の採用の是非

上述したように、ここでは、EMHの（合理的）バブルの概念を社会学においても採用できるかを検討する。結論を先にいえば、採用できないというのが現時点での判断である。

EMHでは、合理的な裁定取引者が期待収益を導出し、裁定取引を行うことで、裁定条件が成立し、資産価格はファンダメンタルズ価格、あるいはそこから乖離する合理的バブルを含む価格として実現する。これに対する批判として、ここでは以下の2点を検討し、上述の結論をえる²⁵⁾。

- ・合理的な主体という非現実な前提に対する批判。
- ・資産価格のうち株価（正確には米の株価指数）が、100年という長期間についてファンダメンタルズ価格に沿わなかったとする実証的な批判。

3.1.1 非現実な前提

EMHでは、裁定取引者を合理的であるとした。入手可能なすべての情報から合理的に期待収益を導出し、取引する主体である。しかし、2.3.5で紹介した行動ファイナンスが疑問視するように、果たして、人間は常にEMHが考えるほどに合理的であるだろうか（非合理的行動の可能性）（Shleifer 2000=2001: 18-25）。また、期待収益を導くのに入手可能なすべての情報を処理することはできるのだろうか（情報処理の限界）（Goldberg et al. 2001: 12）。また、入手可能なすべての情報の解釈（処理）は、合理的な投資家の間でも差異はないのだろうか（情報処理の多様性）（ibid.: 12）。心理学や社会学の知見はこうした疑問を妥当とし、EMHの行為主体についての前提を非現実だとするだろう²⁶⁾。実際、2.3.4で見た投機（speculation）の歴史研究による詳細なエピソードの記述は、取引者が必ずしも合理的ではないことを雄弁に物語り（Chancellor 1999=2000: 51-2）。さらに、行動ファイナンスは、心理学説から「投資家心理」が非合理になりうることを示してきた（Shleifer 2000=2001: 18-25）。こうして、取引者が必ずしも合理的でないとなれば、裁定取引による資産価格の決定というEMHの主張を認めることは難しい²⁷⁾。

3.1.2 反EMHの実証例

次に、EMHに対する実証的批判としてシラー（Shiller 1981, 2000=2001: 220-7）の「ボラティリティ・テスト（volatility test, 価格変動テスト）」を見ていこう。この実証研究は、1871年から2000年までの株価と配当の変動が、どの程度相関しているかを分析し、株価は配当に比べて激しく変動している、つまり、株価が配当の割引現在価値からは正当化できないことを統計的に明らかにしたものである。EMH的に考えると、配当の割引現在価値は「時間とともに大きく変動し、実際の株価がそれに合わせて配当の現在価値を予測するかのごとく推移していれば、株価がEMHの教義に沿った動きを見せている証拠」（ibid.: 221-2）と

なるが、しかし、「実際の株価は、配当の現在価値を予測するような傾向をまったく見せていない」(ibid.: 222)のである。要するに、EMH的には、株価は入手可能な情報から期待収益(期待配当)を長期金利で割り引いたものである。そうであれば、株価は将来実現する収益=配当を予測する動きをするはずだと考えられるが、実際の株価はそのような動きをしていないことをシラーは明らかにしたわけだ。100年という長期にわたって、株価が配当よりも激しく変動してきたことは、歴史的に資産価格がファンダメンタルズ価格にないことを示した。また、これだけ長期にわたって、合理的バブルが資産価格に含まれていたとは考えにくいとすれば、実際の資産価格、正確には株価は、EMHが考えるように決定されているとは思われない。

3.1.3 EMHのバブルの不採用

さて、3.1.1でEMHの非現実的な前提を批判し、3.1.2では、シラーの「ボラティリティ・テスト(価格変動テスト)」を見てきた。そこでは、要するに、非現実な前提を置き、理論構築したEMHが反論、反証されたわけである。ところで、経済学が非現実な仮定や前提を置くことはEMHに限られたことではない。多くの論者が、それを批判してきた。だが、理論は現実を抽象したものであって、前提や仮定は必ずしも現実的なものでなくてもよいという説がある(Friedman 1953=1977)。それによると、理論はその基本前提が非現実的であろうと、何らかの点で有用であればよいという。しかし、EMHについては、シラー(Shiller 1981, 2000=2001: 220-7)や行動ファイナンスの諸業績が、その理論としての有用性こそ疑問視したのではないか。だからこそ、心理学などに立脚して、行為者、行為について再定義し、資産取引を分析したのだろう。しかし、EMHを否定(全否定でないにしても)した場合、EMHにおけるファンダメンタルズ価格からの乖離としての合理的バブルの概念を認めることは困難になる。その概念はあくまで非

現実的に前提された合理的な取引者による裁定取引によって、実現するものだからだ。

では、EMHのバブル概念を採用しないとする、バブル概念をバブルの社会学的分析においてどのように定義すればよいのか。実はこの点については満足のいく答えがあるわけではない。現状では、暫定的に、バブルを「資産価格の急激な上昇と下落」と定義しようと考えている。これはたとえば、翁ほか(2001)の「バブル経済」の特徴把握、つまり、「資産価格の急激な上昇、経済活動の加熱、マネーサプライ・信用の膨張」(ibid.: 10)の3点の特徴把握のうち、1つを強調したものだ。また、注¹⁴⁾の柳川の定義にしたがえば、本稿の定義は、経済学の「狭義のバブル」ではないが、「広義のバブル」ほどに広くはない。「広義のバブル」概念は曖昧で、その外延は1.1で見たエピソード全体に相当するか、それを越えうるからだ。ところで、暫定的ではあるにせよ、「資産価格の急激な上昇と下落」としてバブルを定義する理由は、単に、表1、表2から明らかのように、80年代後半、資産価格が急激に上昇し、90年代に入り急激に下落したことによる。確かに、「資産価格の急激な上昇と下落」とは、バブルの定義としては曖昧かもしれない。したがって、その内包(意味)の検討は今後の課題とすべきだろう。それでも、そうした概念規定にこだわるよりも、結局は、80年代後半以降の「資産価格の急激な上昇と下落」の要因や背景を、探究することこそ重要だと思われる。その意味では、「資産価格の急激な上昇と下落」を別にバブルと定義することにこだわる必要はないし、それを別の用語で表現し、それを研究対象としてもよいのである。ともあれ、以下では、「資産価格の急激な上昇と下落」としてのバブルを「バブル」と区別して表記し、議論していこう。

3.2 説明について

さて、上述したように、「バブル」は80年代後半の日本で生じたといえよう(表1, 表2を参照)。

この80年代後半の「バブル」を社会学はどのように説明すべきかを、ここでは検討する。社会現象に対する社会学的な説明方法の分類については、十分に検討しているわけではないが²⁸⁾、以下ではまず、心理的要因、社会(経済)構造要因、文化的要因、技術的要因、制度的要因について説明方法を検討し、それをもとに社会学的な「バブル」分析のアプローチを考える。

3.2.1 心理的要因

心理的要因による説明とは、たとえば、2度のオイル・ショックを克服し、80年代以降、低失業率、低インフレ率で、安定的に経済成長し、世界最大の債権国(87)になったことで、「大国意識」をもったことが(1.2参照)、資産価格の高騰を促進した、といったものである²⁹⁾(翁ほか 2001: 46; Chancellor 1999=2000: 499)。その他、多くの経済学者の批判にもかかわらず、90年代の米国で広まった、「ニュー・エコノミー(new economy)論」のように、「新時代」が到来したという意識(思考)が「バブル」を促進するという説があり(Shiller 2000=2001: 117-44; Chancellor 1999=2000: 306-9)。80年代の日本でも、ニュー・エコノミー論のような、コンピュータ技術の発達によって在庫管理技術が飛躍的に向上し、過剰在庫による景気循環の危険が縮小しているとする「景気循環克服論」が主張されたという(伊藤修 2001: 162-3)。さらに、「土地神話」などの神話、つまり、資産価格は上昇するという意識や考え方が、資産価格の上昇を促進したという説がある(資産価格変動のメカニズムとその経済効果に関する研究会 1993: 17-8; 杉田 2002: 279-80)。

3.2.2 社会(経済)構造要因

社会(経済)構造要因とは、構造変動が「バブル」を促進したというもののだが、例えば、70年代中葉以降の日本では、大企業の資金調達方法が間接金融(銀行借入れ)から直接金融(社債・株式(増資)などによる資金調達)に移行した³⁰⁾。そ

のため、銀行が企業をモニターする(規律づける)「メインバンク・システム」という「企業統治」のあり方が崩れ、それが「バブル」を促進したという説がこれに当たる(翁ほか 2001: 45)。

3.2.3 文化的要因

これは、生活習慣や嗜好の変化がバブルを促進したというもので、例えば、日本が豊かになり余暇志向を強めているという認識から、リゾート開発を積極化したことで、急激な地価上昇を招いたという説がある(吉川洋 1999: 64-5)。また、射幸的な、つまり、「努力をせずに偶然の利益や成功をねらう」³¹⁾文化の流行が「バブル」を促進するという説がある(Shiller 2000=2001: 46-8)。日本についても、競馬、宝くじなどのギャンブル人気の高まりが「バブル」を促進したという説がある(杉田 2000: 278-9)。その他、「バブル」に対するメディア情報の影響が指摘されている(杉田 2000)。また、因果関係はともかく、歴史上、「バブル」の生じた社会では、「顕示的な消費」の傾向が強まるという説がある(Chancellor 1999=2000: 54)。これは80年代の日本についても当てはまるだろう。

3.2.4 技術的要因

この要因は、イノベーションが起こり、それが投資を活発化させ、「バブル」を促進するという説だが、80年代では、転換社債、ワラント債、CP³²⁾などの金融商品が創設、ないしは普及し、また財テク手法が開発されたことが「バブル」を促進したという説がある³³⁾(宮崎 1992: 160; 野口 1992: 121-2)。また、80年代の例について妥当するかはともかく、メディアの発達が「バブル」を促進するという説もある(Shiller 2000=2001: 84-115; Chancellor 1999=2000: 374-79)。

3.2.5 制度的要因

制度要因としては、金融緩和、金融自由化・国際化(金融制度の規制緩和)、税制(たとえば、相

続税の法制度の歪み)が「バブル」を促進したという説(資産価格変動のメカニズムとその経済効果に関する研究会 1993: 6-9; 野口 1992: 121-2)や、「第四次全国総合開発計画(四全総)」の策定(87)やリゾート法の施行(87)が地価上昇を促進したとする説がある(翁ほか 2000: 40-4; 資産価格変動のメカニズムとその経済効果に関する研究会 1993: 16; 吉川洋 1999: 72-4)。

3.2.6 「バブル」の社会学的分析のアプローチ

上述した説明方法の多くは「文献注」からも明らかのように(多くは経済学者による)先行研究でも強調されることが多い。しかし、その多くは経済指標や統計データを参照し、定量的に裏づけることでこうした説明をする傾向がある。もちろん、定量的な裏づけが不要であるわけではない。しかし、例えば、「生活様式が変化し、余暇志向(リゾート志向)を強めたから、地価上昇を促進した。実際、統計データによると……」といった説明では、余暇志向に対する当時の認識の内容がどのようなもので、どのようにしてそのような認識をもつにいったかが見えてこない。

また、経済学的な先行研究では、たとえば、金融自由化という制度変化(規制緩和)が、金融商品の革新(イノベーション)をもたらした(技術的要因)その結果、大企業の資金調達方法の直接金融への移行が加速し、企業統治のあり方が大きく変化した(構造要因)。こうして、大企業は財テクにのめり込み、資産価格が高騰したという説明が、なされることが多いように思われる。だが、制度などが変化したからといって、必然的にある特定の行為が生じるとはいえない。多くの社会学理論では経済学とは違い、制度などが変化し、誘因が働けば、必然的に何らかの行為がなされるとは考えない。社会学的には、確かに、制度には、行為を秩序づけ正当化する側面があるが(間々田 1991: 157) 制度とは、選択可能な行為の選択肢(行為可能領域)を供給するに過ぎないと考えることもでき(宮台 1986: 102) さらに、

制度が「個人の意味世界をもとに成立している」(盛山 1995: 269)という現象学的な説もある。つまり、制度が変動しても、特定の行為を必然化するとはいえず、むしろ、制度に対する個々人の理解やその他の要因が行為選択に影響しているように思われる。たとえば、為替の実需原則の撤廃(84.4.1)は、実物取引(財・サービスの輸出入)に伴わない(先物)為替取引を認める金融自由化・国際化としての制度変化(改正)であった。しかし、それによって、投機的な(先物)為替取引(行為)が必然化するとはいえない。投機的な先物取引が行われるとしたら、取引者による制度理解やその他の促進要因を確かめる必要があるだろう。

以上のことから、「バブル」の社会学的分析においては、多くの経済学的な先行研究と同様に、上述の諸要因によって、「バブル」を説明することになるが、その場合、経済学的な先行研究とは異なり、量的な経済統計データだけでなく、資料にあたって具体的な事例・言説(discours)から質的なデータ、さらに、量的な統計データの場合も非経済統計を収集し、投資家の認識、理解、価値などを推定・吟味した上で、「バブル」の説明を行う必要があるだろう³⁴⁾。

4 結 論

さて、本稿では、経済学上のバブルを検討し、それを社会学的分析では採用できず、「資産価格の急激な上昇と下落」と「バブル」を定義し、その社会学的分析のアプローチについて考察してきた。そして、社会学的分析では、先述したように、心理、社会(経済)構造、文化、技術、制度などの要因について、具体的な事例、言説から質的なデータ、量的な統計データの場合も非経済統計を収集し、投資家の認識、理解、価値などを推定・吟味した上で、「バブル」の説明を行うべきだとした。こうした研究は、注³⁴⁾で述べたように、2.3.4の歴史主義的な個別記述、2.3.5の(社会)心理学

的アプローチと重なる面が多々ある。しかし、実際には、80年代の日本の事例について、そうした研究に該当するものは、杉田（2002）、伊藤修（2001）を例外としてあまり行われていない。それは、金融という経済的に専門的な領域を社会学があまり対象化してこなかったことにもよるだろう³⁵⁾。本稿では、こうしたことから、いわば金融研究の本場であり先達である経済学の先行研究を検討し、「バブル」の社会学的分析の枠組みを設定することを目指し、説明方法、アプローチについて考察した。今後は、こうした分析枠組みに準拠し、「バブル」に分析のメスを入れていくことになる。ところで、こうした分析枠組みを考察することは、当然ながら、場当たりの分析を回避する狙いがある。確かに、ガルブレイスらによる歴史主義的な個別記述は、強い説得力をもっている。だが、その叙述や解釈は、しばしば、まとまりを欠き、アドホックであるように思われる。こうした問題を打開することも本稿の課題とするとこであった。

[注]

- 1) 本稿は、間々田研究室博士論文構想研究会（2002.11.5）社会学研究科社会学専攻院生研究例会（11.21）での報告をベースにしている。本稿執筆に際し、上記の研究会、例会における、間々田孝夫教授からの有益なコメント、アドバイスが参考になった。また、そうした報告の場を含め折にふれ、寺島拓幸氏からは、示唆に富むコメントを頂いた。両者に記して感謝したい。ただし、ありうべき誤りはすべて本稿執筆者の責任に帰す。
- 2) 日本経済新聞，<http://www3.nikkei.co.jp/kensaku/kekka.cfm?id=2002111202465>，2002.11.18。
- 3) 資料：日本経済新聞，出典：日本銀行「時系列データ」(<http://www2.boj.or.jp/dlong/etc/data/hstock.txt>，2002.11.18)。
- 4) 資料：日本不動産研究所研究部「市街地価格指数」，出典：総務省統計局，2002，『第52回日本

統計年鑑（平成15年）』（<http://www.stat.go.jp/data/nenkan/zuhyou/y1515000.xls>，2002.11.18）。

- 5) 70年代前半の地価高騰は、「過剰流動性期（1971-3）」の「狂乱地価」による。また、6大都市圏の商業地の場合、85年からの5年間での地価指数の増加率は291%で、住宅地の指数より高く伸びている。
- 6) また、『日本の平和（*Pax Nipponica*）』（Vogel 1986）は、米国が債務国に、日本が「世界最大の債権国」にそれぞれポジションを移行していることを、『大国の興亡』（Kennedy 1988=1988）は、米国の経済的覇権の歴史的な喪失傾向を、それぞれ指摘した。なお、それから10年、事態はまったく逆に推移し、日本人が「マネー敗戦本」（吉川元忠 1998）を書き、しかも、その筆致は「陰謀史観」を感じさせるのだった。
- 7) たとえば、東京オフショア市場の創設は86年12月、海外の証券会社、銀行の多くが東京で営業を開始したのも同年からである。
- 8) 「財テク」概念については、杉田（2002: 271）を参照。
- 9) ワラント債、転換社債、CPなどについては注³²⁾でまとめて説明した。
- 10) 他にも、たとえば、10億円の不動産物件の取引を不動産仲介業者が仲介する（押し売りする）場合、業者が仮に3%の手数料を買い手と売り手からそれぞれえると、売買成立時に6,000万円が業者に入ることになる。厳しいノルマを課された銀行支店の営業マンが、買い手を執拗に説得して資金を貸付け、仲介業者が手数料をえて、買い手は不動産の値上がり後の転売によって、負債を返済し、利殖するというスパイラルが起こった（岡田 1997: 135-6）。
- 11) たとえば、リゾート・マンションの供給戸数は88年に前年比で約4倍増えたが、販売価格は供給増にもかかわらず、低下せずむしろ高騰した（佐藤 1990: 111）。
- 12) ここで、若干長くなるが、バブル概念の起源などについて確認すると、英語のbubbleは中世英語のbobelに由来し、14世紀から使われるようになっ

たようである (Webster, <http://www.m-w.com/cgi-bin/dictionary>, 2002.12.4)。現代英語における辞書上の定義では、経済に関連する意味として、「脆弱で非現実的なもの、妄想的な計画 (something that lacks firmness, solidity, or reality, a delusive scheme) (同上) が挙げられている。歴史的な経緯としては、18世紀 (1710年代～20) の英で起こった「南海泡沫事件 (South Sea Bubble)」以降、経済の意味でも、bubble は使われるようになったという (Chancellor 1999=2000: 46)。なお、南海泡沫事件とは以下のようなものだ。戦費のため国債を乱発して財政を疲弊させた時の英政府が、国債を引き受けさせる (国家に代わって償還させる) ことで南海会社に信託を与え、他方で、政府は南海会社に南米交易の独占権を与えた。こうして、南海会社の株価が急騰した。また、国債は南海会社の株式に転換できるようになっていたため、株価急騰によって、多くの国債は株式に転換されたため、国債 = 国家の負債は消滅したかに見えた。しかし、南米交易で利益をあげたわけでもなく、結局、株価は暴落した。以上が南海泡沫事件の中心的な出来事である。だが、この事件はそれだけではない。当時、南海会社の株価高騰に便乗して、たとえば極端な場合、「永久機械」などを売りモノにした企業が族生し、株式を発行し株価が高騰した。当然、こうした企業の多くは、倒産したが、それらの企業は bubble company (中身のない非現実的な会社) と呼ばれた。「南海泡沫事件」の詳細についてはチャンセラー (ibid.: 103-61) を参照。なお、これより少し遅れてフランスでも、Mississippi Bubble と呼ばれる投機事件が生じた。こうして、18世紀以降、bubble は上で見てきたような経済の意味で用いられるようになった。また、上述のことから明らかなように、bubble は、South Sea Bubble のように投機事件全体、さらに、bubble company のように、個別企業を指す場合があり、つまり、マクロ、ミクロの両方でこの言葉は用いられていたし、現代でもそうである。さて、その他のバブルに関する基礎的な情報を補足しておこ

う。まず、17世紀のオランダの「チューリップ狂 (Tulip-mania)」をはじめとする歴史上の投機事件が注目されるようになったのは、19世紀にマッケイ (Mackay [1841] 1932) が出版されてからだという (Chancellor 1999=2000: 50)。また、投機事件は18世紀以降、バブルで比喻されてきたが、それ以前はチューリップで比喻されていたという (ibid.: 46)。ところで、バブルで比喻された対象である「投機 (speculation)」についても若干の確認をしておく、現代英語での辞書上の字義は「深く考えること (to meditate)、相応の利益を期待して取引上の異常なリスクを引き受けること (an act or instance of speculating, assumption of unusual business risk in hopes of obtaining commensurate gain)」 (Webster, <http://www.m-w.com/cgi-bin/dictionary>, 2002.12.4) とある。このうち、経済的な意味は後者なのだが、前者の「深く考えること」という意味の、本来の哲学上の意味は「事実の裏づけをもたない思索や理屈」 (Chancellor 1999=2000: 14) だという。実際、speculator は、17世紀には「秘術 (錬金術) 研究に凝る人」の意味で使われていたらしい (ibid.)。こうした意味を考慮すると、後者の意味合いも、先述の「脆弱で非現実的なこと」を意味するバブルに近いニュアンスを帯びていると考えられる。なお、ケインズは投機を、「市場の心理を予測する活動」としている (Keynes 1936=1983: 156)。つまり、資産の生む期待収益ではなく、市場心理の予測にもとづいて投資することに、ケインズは投機を見ているが、これは辞書上の定義と近いといえよう。ケインズの議論については注²³⁾も参照。さて、日本語の「投機」の意味は、英語の speculation とほぼ同義で、辞書では、「偶然的利益をねらって行う行為 / 将来の価格変動を予想し、価格差から生ずる利益を得ることを目的として行う売買取引」 (『大辞林 第2版』 (三省堂, http://dictionary.goo.ne.jp/cgi-bin/dict_search.cgi?MT=%C5%EA%B5%A1&sw=2, 2002.12.2)) とある。なお、西洋史の投機事件は紀元前2世紀のローマ帝国の事例までは確認されているらしい

- (Chancellor 1999=2000: 20) 日本史の事例についてはここで確認する準備はない。近代以降(17C~)は17世紀前半、30年戦争当時の神聖ローマ帝国の事例が最初のような(Kindleberger [1978] 2000: 223)。こうした投機の歴史研究については、キンドルバーガー(Kindleberger [1978] 2000=1980)とチャンセラー(Chancellor 1999=2000)が詳しい。
- 13) 三省堂, http://dictionary.goo.ne.jp/cgi-bin/dict_search.cgi?MT=%A5%D0%A5%D6%A5%EB&sw=2, 2002.10.30。
- 14) バブルの経済理論をまとめた柳川(2002)は、一般的なバブル概念を「広義のバブル」、経済学上のバブルを「狭義のバブル」と区別している(ibid.: 196-7)。
- 15) EMHと合理的バブルとを叙述するに際し、柳川(2002: 195-215)、シュライファー(Shleifer 2000=2001)、野口(1992: 49-67)、浅子(1995: 156-68)、浅子ほか(1990: 57-86)、ブランチャードほか(Blanchard et al. 1989=1999: 219-20)を参考にした。本来、EMHは数学的处理を必要とする。そうした点については、上に挙げた文献のうち、野口(1992)以下が詳しい。
- 16) 無論、これは学術的な金融理論の領域のことであり、例えば、ソロス(Soros, G.)は「効率的市場仮説や合理的期待仮説といったいまはやりの理論に精通していない。私はこれらが的外れであると考えており、あえて勉強しようとはしなかった」(Soros 1998=1999: 88)とLTCMの破綻を引き合いに出して述べ、さらに合理的期待仮説の議論については「ピンの頭で何人の天使が踊れるかをめぐって延々と続けられた中世の神学論争」(ibid.: 199)を想起させると揶揄している。
- 17) 本稿では、以下見ていく学説、研究の内容を十分に吟味していない。また、EMHの議論とそれ以外の学説との関係、さらに、EMH以外の学説相互の関係については十分に検討する準備もない。こうした考察は、バブルの社会学的分析のためにも、有益だと思われるので、いずれ改めて考察したい。
- 18) より詳細な議論は柳川(2002)、アレンほか(Allen F. et al. 2000, 1993)参照。
- 19) チャンセラー(Chancellor 1999=2000)は日本の80年代後半の記述を含む(ibid.: 447-505)。
- 20) たとえば、チャンセラーは、投機の動機が多様であることなどから、経済学的なバブル分析を批判し、社会史的な手法の重要性を指摘している：「歴史のなかの投機家の動きをみていくと、経済学者の描く姿とは比較にならないほど豊かであり、動機も多種多様」(Chancellor 1999=2000: 16)であり、そのため、「投機はそのときの社会情勢との関連でしか理解できない(中略)したがって、投機の歴史は経済の動きだけを描くものではあってはならず、社会史という側面をもっていなければならない……」(ibid.: 17)と。
- 21) 歴史上の投機現象の類似性としては、例えば、大国意識(17Cのオランダ、18Cのイギリス、20年代の米国、80年代の日本)、イノベーション(1830年代の機関車、20年代のラジオ、80年代の金融革新、90年代のIT)などがある。
- 22) キンドルバーガー(Kindleberger 1978=1980)は2.3.4の歴史主義的な克明な記述も行っている。
- 23) 「美人コンテスト」の投票者は、自分が考える一番の美人に投票するのではなく、一番美しい人についての平均的な意見が誰になるのかについての平均的な意見(の期待)を予測して選ぶというのが、ケインズの見解であり、同様のことが投資についても起こりうるというわけである。
- 24) ただし、金融の当事者(投資家、金融当局者など)による回顧録的なものとして、たとえば、川原(2002)、林(2001)、別冊宝島編集部(2000)、日本経済新聞社〔2000〕2001、西村吉正(1999)、岡部(1997)、宮本(1989)などがある。
- 25) ここでは、EMHが、あくまで新古典派の想定する市場、企業を前提している点で誤っているという批判(三輪1990)は取り上げなかったが、これは強い説得力のある批判である。なお、三輪(ibid.)からは、3.2.6の社会学的アプローチを検討する上で貴重な示唆をえた。
- 26) 社会学には「合理的選択理論(RCT, rational

choice theory)」（以下、RCT）がある。この理論も、合理的な行為者を前提する社会学の行為論であるが、行為者に EMH ほど強く合理性を仮定していない（盛山 1992: 7）。つまり、RCT の多くは、行為者の合理性をあくまで「主観的」、「限定的」なものとし、限定合理的な行為選択が期待された帰結を生むとは考えない（ibid.）。EMH に引きつけていい換えると、RCT に依拠すれば、合理的に期待収益を導き、裁定取引を行っても（行為選択）「利ざや」を稼ぐ（期待された帰結）ことができる保証はないのである。この意味で、RCT の立場から、EMH を受け入れることはできないだろう。

27) 確かに、EMH は、非合理的取引者の存在を否定しているわけではない。だが、仮に、非合理的取引者（ノイズ・トレーダー）が存在しても、非合理的取引はランダムであり、相互に相殺的であるから、結局、合理的な裁定取引によって、資産価格は決定されると主張する（Shleifer 2000=2001: 6）。このように、結局、合理的な取引者が行う裁定取引が資産価格を決めるという意味で、EMH は、あくまで合理的な行為主体を強調しているのである。

28) 社会学的な説明方法については間々田（1991）が詳しく、盛山（1992）が参考になった。

29) 実際、ヴォーゲル（Vogel 1979=1979）、盛田ほか（1989）などが、当時、注目を集めた（注⁶も参照）。また、当時の大衆文化、例えば、映画『ダイ・ハード』（*Die Hard*, 1988, 20th Century Fox）などにも日本＝経済大国という表象（representation）が見られる。

30) 企業の設備投資は 70～5 年の間、平均 75%、内部資金で賄われたが、76 年以降、その比率は 100% を超えたことから（宮崎 1992: 131）企業の「銀行離れ」は 70 年代後半には顕著になり、大企業については、80 年代後半、株価の上昇を前提に、銀行借入れ（間接金融）よりも低利な「エクイティ・ファイナンス」（注³² 参照）による資金調達（直接金融）を活性化させたことで、「銀行離れ」は加速した（野口 1992: 122-3）

31) 『大辞林 第 2 版』, 三省堂, http://dictionary.goo.ne.jp/cgi-bin/dict_search.cgi?MT=%BC%CD%B9%AC&sw=2, 2002.12.4, 「射幸心」は、英語では a gambling spirit (杉田 2002: 279)。

32) 転換社債とワラント債とは、ともに事業債である。転換社債は 1938 年に創設され古くからあるが、ワラント債は 81 年に創設された。通常の社債の場合、起債した企業が社債の所有者に定期的に確定（した）利子を払い、償還日に社債の額面で所有者から社債を払い戻す。しかし、転換社債とワラント債は「あらかじめ決められた条件で起債企業の株式に転換できる社債」である。そのため、通常の社債よりもこれらは低利である。転換社債とワラント債の違いは、転換社債は、株式に転換されると社債自体消滅するのに対し、ワラント債の場合、社債部分が消滅しない点にある。株価が上昇し値上がり益（キャピタル・ゲイン、資産譲渡益）を期待できれば、これらの社債は株式に転換される可能性が高く、転換社債については、それ自体消滅するので償還しなくてもよくなる。また、ワラント債の場合でも、円高が長期的に期待されれば、海外で外貨建て発行し、償還期限の為替予約をしておけば、マイナスの利子、つまり為替差益が発生する可能性があり、起債企業に有利である。こうした条件（株価上昇、円高）が前提できた 80 年代後半、転換社債は国内で、ワラント債は海外で大量に発行された。なお、こうした、新株発行を伴う資金調達を「エクイティ・ファイナンス（equity finance）」という。次に、CP（87 年創設）とは「コマーシャル・ペーパー」のことで、「信用力のある優良企業が割引方式で発行する、無担保の約束手形」（フィナンシャル・アーティスト・アカデミー, <http://www.findai.com/yogo/0039.htm>, 2002.10.28）である。CP は、「短期金融市場」、つまり、取引期間が 1 年未満の比較的短期の資金を融通し合う市場のうち、事業企業でも参加できる「オープン市場」において発行される。以上の説明については、宮崎（1992: 131-6, 155-60）、野口（1992: 141）、日本経済新聞社（1987a: 175-

- 84; 1987b: 27-38) さらに、『金融用語辞典 2002』(フィナンシャル・アーティスト・アカデミー, <http://www.findai.com/yogo/index.html> 2002.12.4) 『証券用語解説集』(野村総合研究所, <http://www.nomura.co.jp/terms/>, 2002.12.4) を参考にした。
- 33) スワップなどの金融派生商品は 70 ~ 80 年代に続々と開発された。これらの概要、及び投機との関連については Chancellor (1999= 2000: 385-92) を参照。
- 34) 実は、こうした作業は 2.3.4 で見た歴史主義的な個別記述、2.3.5 の(社会)心理学的アプローチと重なる面が少なくない。
- 35) 例外として、『経済学批判要綱(Grundrisse)』(1857-58) のマルクス (Marx, K.) と『象徴交換と死 (L'échange symbolique et la mort)』(1976) のボードリヤール (Baudrillard, J.) の影響が色濃い記号論的消費社会論の立場から 80 年代前半の日本の「マネー・ゲーム」を考察した内田 (1987: 77-102) がある。

[文献]

- Allen, F. and Gale, D., 2000, *Comparing Systems*, Cambridge, Mass: MIT Press.
- Allen, F. and Gorton, G., 1993, "Churning Bubbles," *Review of Economic Studies*, (60): 813-36.
- Allen, Beth, 1990, "Information as an Economic Commodity," *American Economic Review*, 80(2): 268-73.
- Allen, Frederick Lewis, 1931, *Only Yesterday: An Informal History of the Nineteen Twenties*, New York: Harper and Brothers. (= [1986] 1993, 藤久ミネ訳『オンリー・イエスタデイ 1920年代・アメリカ』筑摩書房.)
- 朝日新聞経済部, 1989, 『セイホ 世界経済を動かす巨大マネー』朝日新聞社.
- 浅子知美, 1995, 「マクロ・ダイナミックス」西口俊作編『経済学とファイナンス』東洋経済新報社, 115-68.
- , 1992, 「資産価格のメカニズム」伊藤隆敏・野口悠紀雄編『分析・日本経済のストック化』日本経済新聞社, 21-56.
- ・加納悟・佐藤尚史, 1990, 「株価とバブル」西村清彦・三輪芳郎編『日本の株価・地価 価格形成メカニズム』東京大学出版会, 57-86.
- 別冊宝島編集部, 2000, 『我がバブルの日々』宝島社.
- Blanchard, Olivier Jean and Fischer, Stanley, 1989, *Lectures on Macroeconomics*, Cambridge, Mass: MIT Press. (= 1999, 高田聖治訳『マクロ経済学講義』多賀出版.)
- Burnstein, Daniel, 1988, *Yen!: Japan's New Financial Empire and Its Threat to America*, New York: Simon and Schuster. (= 1989, 鈴木主税訳『Yen! 円がドルを支配する日』草思社.)
- Chancellor, Edward, 1999, *Devil Take The Hindmost: A History of Financial Speculation*, New York: Farrar Straus Giroux. (= 2000, 山岡洋一訳『バブルの歴史 チューリップ恐慌からインターネット投機へ』日経 BP 社.)
- Fama, E., 1970, "Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance*, (25): 383-417.
- Friedman, Milton, 1953, *Essay in Positive Economics*, Chicago, IL: University of Chicago Press. (= 1977, 佐藤隆三・長谷川啓之訳『実証経済学の方法と展開』富士書房.)
- Galbraith, John Kenneth, 1990, *A Short History of Financial Euphoria: Financial Genius is Before the Fall*, Knoxville, Tenn: Whittle Direct Books. (= 1991, 鈴木哲太郎訳『バブルの物語』ダイヤモンド社.)
- , 1975, *Money: Whence It Came, Where It Went*, New York: Houghton Mifflin. (= 1976, 都重重人訳『マネー その歴史と展開』TBSブリタニカ.)
- [1955] 1979, *The Great Crash 1929*, New York: Houghton Mifflin. (= 1988, 牧野昇監

- 訳『新訳 大恐慌 1929年は再びくるか!?』
徳間書店.)
- Goldberg, Joachim and Von Nitzsch, Rüdiger, 2001, *Behavioral Finance*, New York: John Wiley and Sons. (= 2002, 行動ファイナンス研究会訳『行動ファイナンス 市場の非合理性を解き明かす新しい金融理論』ダイヤモンド社.)
- 林どりあん, 2001, 『歴史が教える相場の道理』日本経済新聞社.
- 細金正人, 1990, 『兜町の40年 証券記者の見た戦後史』中央公論社.
- 伊藤光晴, 1989, 『技術革命時代の日本 経済学は現実にこたえうるか』岩波書店.
- 伊藤修, 2001, 「バブル期の『世論』の分析」香西泰・白川方明・翁邦雄編『バブルと金融政策 日本の経験と教訓』日本経済新聞社, 161-86.
- 伊藤隆敏・野口悠紀雄編, 1992, 『分析・日本経済のストック化』日本経済新報社.
- 川原久, 2002, 『山一証券 失敗の本質』PHP研究所.
- 川村雄介, 1987, 『CP = コマーシャル・ペーパー』有斐閣.
- 経済企画庁, 1993, 『経済白書(平成5年度版)』.
, 1991, 『経済白書(平成3年度版)』.
, 1990, 『経済白書(平成2年度版)』.
, 1989, 『経済白書(平成元年度版)』.
- Kennedy, Paul, 1988, *The Rise and Fall of the Great Powers: Economic Change and Military Conflict from 1500 to 2000*, London: Unwin Hyman.
(=[1988] 1993a, 鈴木主税訳『決定版 大国の興亡 1500年から2000年までの経済の変遷と軍事闘争 上』草思社, =[1988] 1993b, 同訳『決定版 大国の興亡 1500年から2000年までの経済の変遷と軍事闘争 下』草思社.)
- Keynes, J. M., 1936, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan.
(= 1983, 塩野谷祐一訳『ケインズ全集 7 雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社.)
- Kindleberger, Charles P., [1978] 2000, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, 4th ed., New York: John Wiley and Sons. (= 1980, 吉野俊彦・八木甫訳『金融恐慌は再来するかどうか 繰り返す崩壊の歴史』日本経済新聞社.)
- 小寺利夫, 1987, 『インテリジェント・ビルとは何か』有斐閣.
- 香西泰・白川方明・翁邦雄編, 2001, 『バブルと金融政策 日本の経験と教訓』日本経済新聞社.
- Mackay, Charles, [1841] 1932, *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, New York: Noonday Press.
- 間々田孝夫, 1991, 『行動理論の再構成 心理主義と客観主義を超えて』福村出版.
- 三輪芳郎, 1990, 「株価“モデル”と日本の株価」西村清彦・三輪芳郎編『日本の株価・地価 価格形成メカニズム』東京大学出版会, 3-25.
- 宮台真司, 1986, 「社会システム論の再編に向けて」『ソシオロギス』(10): 96-119.
- 宮崎義一, 1992, 『複合不況』中央公論社.
, 1988, 『ドルと円』岩波書店.
- 村松岐夫・奥野正寛編, 2002, 『平成バブルの研究 上 形成編 バブルの発生とその背景構造』東洋経済新報社.
- 盛田昭夫・石原慎太郎, 1989, 『「NO」と言える日本 新日米関係の方策』光文社.
- 西村清彦・三輪芳郎編, 1990, 『日本の株価・地価 価格形成のメカニズム』東京大学出版会.
- 西村清彦, 1990, 「日本地価決定のメカニズム」西村清彦・三輪芳郎編『日本の株価・地価 価格形成のメカニズム』東京大学出版会, 109-34.
- 西村吉正, 1999, 『金融行政の敗因』文藝春秋.
- 日経ビジネス, 2000, 『真説 バブル』日経BP社.
- 日本経済新聞社, [2000] 2001, 『検証バブル 犯意なき過ち』日本経済新聞社.
, 1987a, 『新しい金融・資本市場 1 公社

- 債発行市場』日本経済新聞社。
 , 1987b, 『新しい金融・資本市場4 東京国際金融市場』日本経済新聞社。
 西口俊作編, 1995, 『経済学とファイナンス』東洋経済新報社。
 野口悠紀雄, 1992, 『バブルの経済学』日本経済新聞社。
 岡部徹, [1994] 1997, 『大銀行の罪と罰 都市銀行顧問税理士の体験』講談社。
 翁邦雄・白川方明・白塚重典, 2001, 「資産価格バブルと金融政策 1980年代後半の日本の経験とその教訓」香西泰・白川方明・翁邦雄編『バブルと金融政策 日本の経験と教訓』日本経済新聞社, 3-110。
 佐藤誠, 1990, 『リゾート列島』岩波書店。
 盛山和夫, 1995, 『制度論の構図』創文社。
 , 1992, 「合理的選択理論の限界」『理論と方法』7(2): 1-23。
 資産価格変動のメカニズムとその経済効果に関する研究会, 1993, 「資産価格変動のメカニズムとその経済効果 資産価格変動のメカニズムとその経済効果に関する研究会報告書」『フィナンシャル・レビュー』November(http://www.mof.go.jp/f-review/r30/r_30_001_076.pdf, 2002.9.1)。
 Shiller, Robert J., 2000, *Irrational Exuberance*, Princeton, NJ: Princeton University Press. (= 2001, 植草一秀監訳『投機バブル 根拠なき熱狂』ダイヤモンド社。)
 , 1981, "Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?" *American Economic Review*, 71(3): 421-36.
 Shleifer, Andrei, 2000, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance (Clarendon Lectures in Economics)*, New York: Oxford University Press. (= 2001, 兼広崇明訳『金融バブルの経済学 行動ファイナンス入門』東洋経済新報社。)
 , 1990, "The Limits of Arbitrage: Back to Supply and Demand in Finance." (= 1999, 「制限された裁定取引 金融における需要と供給に戻って」『フィナンシャル・レビュー』December (http://www.mof.go.jp/f-review/r18/r_18_045_063.pdf, 2002.11.28))。
 Soros, George, 1998, *The Crisis of Global Capitalism: Open Society Endangered*, New York: Public Affairs. (= 1999, 大原進訳『グローバル資本主義の危機 「開かれた社会」を求めて』日本経済新聞社。)
 杉田茂之, 2002, 「日本のバブルとマスメディア」村松岐夫・奥野正寛編, 2002, 『平成バブルの研究 上 形成編 バブルの発生とその背景構造』東洋経済新報社, 249-310。
 内田隆三, 1987, 『消費社会と権力』岩波書店。
 Vogel, Ezra F., 1986, "Pax Nipponica," *Foreign Affairs*, Spring: 752-67.
 , 1979, *Japan as Number One: Lessons for America*, Cambridge, Mass: Harvard University Press. (= 1979, 広中和歌子・木本彰子訳『ジャパン・アズ・ナンバー・ワン アメリカへの教訓』TBS ブリタニカ。)
 柳川範之, 2002, 「バブルとは何か 理論的整理」村松岐夫・奥野正寛編『平成バブルの研究 上 形成編 バブルの発生とその背景構造』東洋経済新報社, 195-215。
 吉川洋, 1999, 『転換期の日本経済』岩波書店。
 吉川元忠, 1998, 『マネー敗戦』文藝春秋。