

# 金融恐慌防止体制の危機と制度の進化

進化経済学会全国大会（於摂南大学）

柴田徳太郎（東京大学）

はじめに

2007年6月にアメリカで始まったサブプライム金融危機は、2008年秋のリーマン・ブラザーズ経営破綻を契機にドル流動性危機へと発展し、世界中へ波及した。この国際金融危機はいったん収束するかに見えたが、2010年以降にはEU内周辺国のソブリンリスク拡大によりヨーロッパへと本格的に波及することになった。ここで問題となっているのは、金融恐慌防止体制の危機である。本報告ではこの問題を制度進化という観点から検討する。第1節では、「慣習」に依存して行動する人間像を提示する。第2節では、サブプライム金融危機の発生原因を「集合的思考習慣」の形成という観点から論じる。

## 第1節 慣習と制度

### （1）不確実性と合理性の限界

東日本大震災・東京電力原発事故とサブプライム金融危機は、共通の問題を我々研究者に投げかけている。それは「帰納法の限界」という問題であり、「理性の限界」という問題である。我々は「不確実性」と「合理性の限界」という問題に直面しているのである。

①事実と存在に関する帰納的証明は蓋然的でしかあり得ない。帰納的証明は、未来が過去に合致するという想定に基づいているからである。(Hume[1975]:32-39) 昨日まで起こらなかったことが明日起こらない保証はない。この「帰納法の問題」は、「時間の不可逆性」の問題とも結びつく。起こってしまったことをその時点で立ち戻ってやり直すことはできない。原発事故発生以前に時計の針を戻して対策を立て直すことはできないし、金融危機発生以前に戻って対策を講じることもできない。

②演繹的推論の場合、規則は絶対で誤る可能性はないが、その応用に際しては他の様々な原因の混入によって、あるいは我々人間の心的能力の非恒常性によって、真理は頻繁に妨げられる。その結果、絶対確実な知識は帰するところ蓋然的知識となり、ついには日常生活において使用される確証と同じ性質となる。(Hume[1978]:180-82) 机上の理論を現実に応用しようとする場合、理論が想定していなかった事態が発生し、理論通りにはことは進まない。このことは、今回の原発事故が立証した。

### （2）慣習と記号

以上が、我々人間が直面している「根源的不確実性」と「合理性の限界」の問題である。では、我々はこの2つの問題にどのように対応しているのであろうか。過激な懐疑論者のように判断停止に陥れば人間は生きてはいけない。人間は呼吸して感じるのと同様に、判断するように定められている。では、判断の基準は何か。過去が未来と類似すると想定し、

類似的な結果を類似的な原因から期待するように我々を仕向けるのは「理性」ではなく、「慣習」である。我々の推論が由って来るところは「慣習」以外の何物でもない。「慣習」に由来する信念は、認識の働きというよりも感覚の働きである。(Hume「1978」:183)

このように、「信念」とは「行動の規則」すなわち「習慣」の確立を意味する。その際に重要なことは、「慣習」とは単に個人的な「習慣」を意味するのではなく、社会的に共有される「習慣」を意味するということである。この「習慣」の社会的共有においては、コミュニケーションが重要な役割を果たし、コミュニケーションに際しては「記号」が必須となる。「記号」には2つの役割がある。①「名辞」(names)の第1の効用は、回想の「記号」として役立つことである。「名辞」は事物の「想念」を想起させるので、我々の思想の連続性を可能にする。②「名辞」のもう1つの効用は、多くの人々が同じ言葉を使用する時、自分たちがそれぞれの事柄について何を思い描き、何を考えているか、何を要望し、恐れ、いかなる感情を持っているかを、お互いに知らせあうことである。(Hobbes[1839]Ⅲ:20-25)

以上のように、言葉という「記号」は我々の連続的な思考を可能にするとともに、人々相互のコミュニケーションを可能にする。そして、「記号」の成立過程は、類似性を見出し、類似性に同じ名辞を当てはめるという「習慣」の成立過程と同義である。(Hume[1978]:20-21)したがって、「記号」の事物の「想念」を表示する作用を支えているのは「習慣」であり、「習慣」の共有がコミュニケーションの基礎をなしているのである。つまり、「習慣」の社会的共有とコミュニケーション(そして「記号過程」)は相互規定関係にあるといえる。

### (3) 記号の三項構造

この問題を掘り下げて考える際に、パースの記号論が参考となる。彼の記号論は、「記号」—「対象」—「解釈思考」という三項構造を成している。(Peirce[1934]:264-317)「黒い雲」を見た際に「降雨」を予測し、外出の際に傘を持参する例を考えてみよう。この場合、「黒い雲」を見るという直接経験は単なる情態に過ぎず、いかなる意味も知的価値も持っていない。だが、次の瞬間、この「黒い雲」が「降雨」の「予兆」(記号)と受け止められると、「黒い雲が見えるので雨が降るだろう」という推測(思考)が行われ、「黒い雲」は「降雨」を表象する「記号」となる。この場合、「黒い雲」(記号)が「降雨」(対象)を表象(代表)するのは、「黒い雲は降雨の予兆である」という推測(解釈思考)に媒介されているからである。

次の瞬間、この予測が当たって「雨」が実際に降ってきたら、『黒い雲が見えたので雨が降るだろう』という予測は当たった」という思考が後続することになる。以上の過程を要約すると次のようになる。①黒い雲の直接経験(単なる情態)→②「黒い雲」は「降雨」の「予兆」(記号)と解釈され、「降雨」が予測される→③実際に「降雨」を経験する。→④『黒い雲が見えたので雨が降るだろう』という予測は当たった」と判断される。ここでは、後続の思考による先行の思考の解釈(推測は正しかったという確認の判断)が行われ

ている。「黒い雲が見えたので雨が降るだろう」という先行する思考は、後続する思考において予測判断を表象（代表）する記号となっている。もしも、この予測判断がはずれて、雨が降らなければ、『黒い雲が見えたので雨が降るだろう』という予測ははずれた」という否定的な判断がなされ、その理由の解明へ向けて探求の旅が始まる。その第1段階は、仮説形成の過程である。この探求の旅は、さしあたりは「黒い雲は降雨の予兆である」という法則一般の修正ではなく、法則を妨害する要因の解明に向かうであろう。

このように、先行する思考は後続する思考において記号となり、何らかの意味を表象（代表）し、後続する思考によって解釈される。記号の表象（代表）機能を通じて、思考は連続した流れをなしているのである。思考は時間的に流れているというだけでなく、コミュニケーションを通じて人々の間に連続的に広がっていく。この広がりを可能にするのも、記号の表象（代表）機能である。Aが「イシ」と発話し、それをBが聞いた時、AとBが共に日本語を話す文化圏に所属していれば、イントネーションや文脈から「イシ」という語音は「石」を表象する記号であるとBは推測する。この場合、「イシ」という語音（記号）が「石」（対象：事物の偶有性）を表象（代表）するのは、共通の言語体系という「慣習」（解釈思考）が両者の間で共有されているからである。

#### （4）コミュニケーションの二類型

だが、注意すべきなのは、「記号」と「対象」の結びつきを媒介する「解釈思考」が両者の間で完全に一致する場合は限られているということである。風見鶏のような記号の「純粋な指示用法」の場合や、モールス信号のように「記号」と「記号の意味内容」の対応関係が規約によって厳密に決まっている場合などがその典型例である。このモールス信号型のコミュニケーションの類型を、池上嘉彦は「コード依存型」と呼ぶ。（池上[1984]:48-9）「コード」とは「発信者」が「メッセージ」を作成し、「受信者」が「メッセージ」を解読する際に参照すべき決まりのことである。「コード依存型」の場合には、受信者は決められた「コード」に従って発信者の「メッセージ」を「解読」すればよい。したがって、この型のコミュニケーションは、「コード依存」—「解読」—「発信者中心」という系列によって特徴づけられる。

しかし、通常の会話の場合には、「記号」の「解釈」が完全に一致していることはむしろ稀であろう。「イシ」は「石」ではなく「意志」、「医師」、「遺志」、「縊死」を意味しているかもしれないからである。また、両者が「石」を思い浮かべる場合にも、「どの」石を意味するのかで一致があるとは限らない。したがって、BはAの「イシ」という発話を聞いて、その語音が「どの石」を意味するのかを文脈や状況から瞬時に推測することになる。場合によってはAに質問して確かめるということもあるだろう。この型のコミュニケーション類型を池上は「コンテキスト依存型」と呼ぶ。この型の場合には、受信者は既存の「コード」を参照して「解読」という受動的な立場にとどまるのではなく、受信者は「コンテキスト」を参照しながら発信者がメッセージ作成の際に想定していたと思われる「コン

テキスト」を主体的に推測する。したがって、この型のコミュニケーションは、「コンテキスト依存」—「解釈」—「受信者中心」という系列によって特徴づけられる。

①「コード依存型」は、ソシユールの用語で表現すれば、「記号表現（シニフィアン）」と「記号内容（シニフィエ）」の間に「コード」によって排他的な一対一の対応関係が想定されている場合である。だが、両者の関係が不確定であれば、受信者による解釈の余地が生じ、②「コンテキスト依存型」となる。②「コンテキスト依存型」は、「記号表現」（記号）—「記号内容」（対象）—「コンテキスト」（解釈項）という三項構造となっており、パースの記号過程の三項構造と類似の構造を持つ。

製造業者Aが銀行Bに融資を申し込む場合を考えてみよう。Aが必要な情報Bに全て伝えるかどうかの問題であれば、「情報の非対称性」が問題であり、Aの伝える「情報」に偽りや漏れがないかどうか不確定であるということになる。この場合には、①「コード依存型」コミュニケーションが想定されている。「情報」は誰にとっても同じ意味を持つと考えられている。「記号表現」と「記号内容」の一対一の対応関係が想定されているのである。

だが、この想定は現実的ではない。なぜならば、「情報」（記号表現）と「情報の意味するもの」（記号内容）が一対一に対応しているケースはまれであるからである。例えば、Aが保有する土地の担保価値が高ければ自動的に貸せる金額が決まる場合。あるいは、財務諸表の分析から自動的に融資額が決まる場合などである。しかし、このような場合でも、「コード」は確定的ではない。土地の担保価値は下がるかもしれないし、財務諸表の評価基準が正しいとは限らないからである。

そうであるとすれば、記号表現と記号内容の間の対応関係は「コード」によって厳格に決まっているのではなく、「コンテキスト」によって変容する余地があると考えられる。Aが作成した「投資計画書」はAの「コンテキスト」では「有望である」と解釈されるかもしれないが、審査するBの「コンテキスト」では「有望ではない」ということがあり得る。①「コード型」の場合には、発信者が参照する「コード」と受信者が参照する「コード」は同じであるという確信が両者には存在する。これに対して、②「コンテキスト依存型」の場合には、受信者が発信者のコンテキストを推測するということが行われるが、発信者と受信者の「コンテキスト」が同じになる保障はない。

こう考えてくると、製造業者Aと銀行Bは、融資交渉の過程でコミュニケーションを積み重ね、「コンテキスト」の摺り合わせを行い、合意形成を試みるであろう。この場合には、投資計画書あるいは融資申込書（記号表現）—計画の評価内容（記号内容）—評価基準（「コンテキスト」あるいは解釈項）という三項関係が考えられる。AはBの評価基準を推測してBが融資しても良いと判断すると思われる計画書を作成しようとするであろう。BはAの評価基準を推測してBが融資可能と解釈しうる内容への変更を要求するであろう。融資交渉のコミュニケーションの過程を通じて両者の三項（とりわけ「解釈項」）は変容し、合意が形成されるかもしれないし、されないかもしれない。

この場合重要なことは、合意が形成されても「記号表現」は一致するとしても、「記号内

容」や「解釈項」は両者で完全には一致しないことである。また、合意形成に際して、両者の想像力と創造力が重要な役割を果たす点も見逃せない。

#### (5) 不確実性とコンヴェンション

不確実性に直面する我々人間は「慣習」に依存して行動するという人間像は、ヒューム、パースだけでなく、ケインズによっても論じられていた。

ケインズは、1921年に執筆された『確率論』では、次のように論じていた。推論は間接的な知識の一種であるが、直感されている確率関係は「二次的命題」として直接的知識の対象となる。確率関係は「客観的」であり「論理的」であると考えていたのである。(Keynes [1973]:4、伊藤[1999]:75-76) この議論に対するラムジーの批判は、命題同士のあいだの推論関係にかんして、確実性の度合を「直感的に知覚する」ことなどない、というものであった。(Ramsey[1922]) このケインズ批判を踏まえて、ラムジーは自説を次のように主張する。推論関係としての確率関係という根本命題を廃棄し、個々人がある個別的命題にたいして確信する度合(信念の度合)、あるいはそれが真であることに賭ける度合としての確率という新しい概念、言い換えれば心理的な確率の解釈=確率の関する個人的な主観説を主張したのである。(Ramsey[1990]IV、伊藤[1999]:89)

ケインズは、このラムジーによる痛烈な批判を受け入れ、『確率論』で主張した論理主義的な確率解釈を放棄することになった。しかし、ラムジー説を全面的に受け入れたわけではなかった。ケインズは、個人の合理的信念の正当化を個人における有用性の追求に還元してしまうラムジー説に賛成できなかったからである。

では、ケインズの到達した立場とはどのようなものであったのだろうか。その概要は彼の主著である『雇用、利子および貨幣の一般理論』の中に見出すことが出来る。第12章「長期期待の状態」で、ケインズは次のように論じる。「投資規模」は「利子率」と「資本の限界効率表」との関係に依存し、「資本の限界効率」は「資本資産の供給価格」と「資本資産の期待収益」との関係に依存する。「予想収益に関する期待」の基礎にある考慮事項は、一部分は多かれ少なかれ確実にわかっていると想定できる現存の事実(資本資産の現在ストック、現存消費者需要の強さ)であり、一部分は多かれ少なかれ確信を持って予測しうるに過ぎない将来の出来事(資本資産ストックの類型や数量の将来の変化、消費者の志向の将来の変化、その投資物件の存続期間における時々有効需要の強さ、およびその存続期間に起こるかもしれない貨幣表示の賃金単位の変化)である。顕著な事実、われわれが予想収益を推定する際に依拠しなければならない知識が「極端に当てにならない」ということである。投資物件の数年後における収益を規定する要因について、われわれの知識は通常きわめて乏しく、しばしば無視しうるほどである。

このように、資本主義社会において投資を行う経済主体は「不確実性」に直面している、というのがケインズの基本的な認識である。では、経済主体は直面する「不確実性」にどのように対応するのであろうか。その解答が「慣習」への依存である。彼は、同じ第12章

で次のように論じている。我々は、実際には、一種の慣習（convention）に頼っている。この慣習の本質は、現在の事態が無限に持続すると想定するところにある。我々が慣習の維持を頼りにすることが出来る限り、慣習的計算方法は、我々の事業の著しい程度の連続性および安定性と両立する。だが、慣習はそれ自体としては根拠が薄弱なので弱点を持っている、とケインズは論じる。そして、「慣習の不安定性」を高める要因を5つ列挙する。

①経営と所有の分離により、投資主体が「投資物件を評価する際に依拠する真の知識部分が著しく減退した」。②「現存投資物件の利得の日々の変動は」、「市場に対して過大な」影響を及ぼす傾向がある。③予想収益に影響を与える要因について突然の意見の動揺が起こると、多数の無知な個人の群集心理の産物として作り上げられた慣習的評価は、激しい変動にさらされ易い。④玄人筋の投資家や投機家が関心を寄せるのは、ある投資物件がいかなる価値を持つかということではなく、群集心理の圧力の下で、3ヵ月先あるいは1年先に市場がその投資物件をどのように評価するか、ということである。⑤投機家あるいは投機的投資家の確信の状態だけでなく、貸付機関側の確信の状態も楽観的にならないと、投資は行われぬ。

このように、将来の「不確実性」に直面する投資家あるいは投機家は、大多数あるいは平均的な他者の行動に順応しようとする。これをケインズは「慣習的判断」と呼ぶ（Keynes [1937]）。「集合的思考習慣」に依存して行動する人間像は、ヒュームあるいはパースのそれに接近したといえる。大多数の他者が受け取ることを予想できれば、「貨幣」を自分も受け取る。大多数の他者が自分の生命や財産を侵害しないことを予想できれば、自分も他人の生命や財産を尊重する。「市場」がある投資物件を有望と評価することが予想できれば、自分もその物件に投資する。

以上のように、ケインズは、かつて完全に否認していた「慣習」に依存する人間像へと、遅くとも1936年頃には転じていたといえよう。

## 第2節

### （1）大恐慌とセーフティネットの形成

資本主義経済において「根源的不確実性」に直面する投資家および投機家は、「集合的思考習慣」に依存して行動するが、この「慣習的判断」は激しい変動にさらされやすい。その結果が、金融恐慌の発生である。20世紀最大の金融恐慌は、1929-33年に起こった世界大恐慌であった。大恐慌直後にアメリカでは一連の金融制度改革が実施された。その内実は「規制し救済する」金融制度の確立であった。投機的な信用拡張を「規制」し、「救済」機構の確立により金融恐慌の発生を未然に防ぐ仕組みが形成されたのである。具体的には、①商業銀行業務と投資銀行業務が分離され、金利規制が実施された。②連邦準備局が連邦準備制度理事会に改組され、中央銀行の最後の貸し手機能が強化された。③銀行恐慌の波及と拡大を防ぐために連邦預金保険公社（FDIC）が設立された。この金融のセーフティネット創設に加えて、第2次大戦後には連邦財政の規模拡大と景気安定化機能強化によりも

う1つのセーフティネットが加わった。金融危機は、金融のセーフティネットと「大きな政府」の需要創出効果に支えられて、恐慌に発展することはなくなったのである。(Minsky [1986]、柴田[1996]第5章、柴田[2007]、柴田[2009]第4章、)

これらセーフティネットの2本柱は、「不確実性」と「合理性の限界」に直面する様々な経済主体の期待を調和させることによって、資本主義に安定性を与える役割を果たしたと考えられる。ここでは、「慣習」をフォーマルな制度とインフォーマルな制度に分けて考える必要がある。<sup>1</sup> フォーマルな制度である預金保険機構の設立は、インフォーマルな制度である預金者の「集想的思考習慣」に影響を与え、不安にかられた預金引き出しを抑制する役割を果たした。また、「大きな政府」の景気安定化機能の確立というフォーマルな制度形成は、投資家の「集想的思考習慣」に影響を与え、不況期の投資・雇用の削減を抑制する効果を発揮した。フォーマルな制度形成が、インフォーマルな制度である「集想的思考習慣」の浮動性を抑制し、金融恐慌の発生を予防していたと考えられる。

## (2) 「規制し救済する」金融制度から「規制緩和し救済する」金融制度へ

だが、このセーフティネットの2本柱は、1960年代後半以降に変質し弱体化していく。インフレにより金利を規制されている銀行の資金調達に困難となり、銀行の金融仲介機能が機能不全に陥るようになったからである。インフレと金利規制の矛盾が浮き彫りとなったといえる。こうした事態を打開する試みとして金融革新が進展し、利子が付けられない要求払い預金に代わる新しい金融商品(利子付き決済手段)が登場する。この金融革新を追認する形で「規制緩和」が実施されていく。フォーマルな制度がインフレという新しい環境と結びつくことによって、インフォーマルな「慣習」の革新に影響を与え、その「慣習」の自己革新がフォーマルな制度の改革に影響を与えるという、フォーマルな制度とインフォーマルな制度との相互に影響を与えあう関係が見られたのである。こうして、「規制し救済する」金融システムは「規制緩和し救済する」金融システムへと変質していった。それと同時に、「大きな政府」の総需要管理政策の効果にも疑問符が付き始める。1970年代後半に問題となるスタグフレーションの発生がそれである。

「規制緩和し救済する」金融システムへの変質とは何を意味するのか。投機の事前規制と緊急時の救済を組み合わせた制度から、投機を許容し緊急時の救済は拡充する制度への転換が行われたことを意味する。投機に走っても失敗したときに救ってもらえとなれば、当然、投機的な融資が拡大することになる。これが「モラルハザード」の発生である。預金金融機関はリスクの大きい金融資産への投資を拡大したのである。S&L(貯蓄貸付組合)はハイリスクハイリターンのジャンクボンド投資と商業不動産抵当貸付を拡大し、商業銀行も商業不動産抵当貸付を拡大した。フォーマルな制度改革がインフォーマルな「集想的

---

<sup>1</sup> スコットは制度を規制的(Regulative)、規範的(Normative)、文化的・認知的(Cultural-Cognitive)の3種類に分類する。(Scott[2008]:51、新井田[2011]:38)ここでは議論を単純化するために、規制的制度と規範的・文化的・認知的制度の2分類を採用している。

思考習慣」に影響を与え、「慣習的判断」の浮動化と投機化をもたらしたと考えることができる。その結果が、1980年代末に発生した金融危機であった。80年には4300あったS&Lの数は97年までに半減し、FSLIC（連邦貯蓄貸付保険公社）は基金枯渇により破産状態に陥った。商業銀行の破産も増加し、FDICの基金準備も低下していった。

### （3）金融の「証券化」と「節度の弛緩」

このように、「規制緩和し救済する」金融システムが「モラルハザード」を生み出すことが明らかになると制度の見直しが検討され、1991年法（連邦預金保険公社改革法：FDIC1A）で「早期是正措置」の導入が実施された。銀行に自己資本比率の充実を要請し、不十分な場合には活動制限や閉鎖の措置を取るという内容であった。①この制度改革は「金融の証券化」を一気に加速することになった。不良債権の増加により経営危機に直面していた銀行部門は「早期是正措置」の導入を受けて、自己資本比率を高めるためにリスクウェイトの高い貸出債権を削減し、外国債、社債、住宅モーゲージ（不動産抵当証書）への投資を拡大した。家計部門の金融資産構成も預金のシェア低下が著しく、株式、ミューチュアル・ファンド（証券投資信託の一種）、年金基金のシェア増加が顕著であった。1999年法（グラム・リーチ・ブライリー法：GLB法）により、商業銀行の証券業務への参入が全面的に可能になったことも「金融の証券化」を加速する要因となった。<sup>2</sup>

「金融の証券化」は「リスクの分散」を通じて金融市場の安定化をもたらすと考えられたが、逆に「リスクの分散」がリスクの所在を不明確にし、金融危機の波及を生み出すという問題が発生した。また、「貸付債権の証券化」は貸し付けの際の「節度の弛緩」という問題を生み出した。そこで、この問題を「住宅抵当貸付債権の証券化」を例にとって考えてみよう。古典的な住宅抵当貸付の場合、貸し付けを行う者と住宅抵当債権を保有する者は同一の金融機関（銀行やS&L）であった。借り手の返済能力や抵当物件の資産価値をきちんと査定しないと後で不良債権の累積に苦しむことになる。このことが貸付の際の「節度の弛緩」の歯止めの役割を果たしていた。しかし、抵当債権が証券化されて転売される場合にはこの「歯止め」は効かなくなる。

住宅抵当貸付の貸し手の多くは銀行監督当局の監督下でないノンバンクで、銀行から資金調達をすることで住宅抵当貸付を行っていた。彼らは多くの場合、貸し付けた抵当債権を額面を上回る価格（5～6%増し）で銀行に売却し売買差益を得る。銀行は買い取った住宅抵当債権を裏付けにして、自らが運営するSPV（特別目的事業体）を通じてRMBS（住宅ローン担保証券）を発行する。RMBSは信用力の異なる多数のトランシュ（薄片）に切り分けられ、信用格付けが高いシニア・トランシュは保険会社や年金基金のような機関投資家によって購入されるが、信用格付けが劣るメザニン・トランシュはCDO（債務担保証券）マネージャーによって購入され、CDOに再加工される。格付けの低いRMBSやその他の

---

<sup>2</sup> 1999年のGLB法により、グラス・スティーガル法第20条と第32条が廃止され、銀行持株会社の非銀行子会社に課せられていた非適格証券業務の収入制限が不要になった。（松尾[2010]:19、建部[2011]:10）



ABS(資産担保証券)、CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)だけを集めてCDOを組成すれば、その上澄みの大半(80%程度)は高格付けの金融商品に生まれ変わる。こうして組成されたCDOは、格付けが高いにもかかわらず利回りが高いので、アメリカやヨーロッパの銀行が運営するSIV(ストラクチャード・インヴェストメント・ヴィークル)、ヘッジファンド、その他の機関投資家によって購入された。

このような「住宅抵当貸付債権の証券化」の過程で、証券化商品の組成を行う銀行はリスクを投資家に転嫁できると考えたので、手数料収入を増やすためには「制度の遵守」よりも証券化商品の組成量の拡大を志向した。貸し付けを行うノンバンクも貸付債権を転売するのであるから同様であった。ローンの取り次ぎを行うブローカーも手数料収入を増やすために、詐欺的貸付に手を染めるものが増えた。では、リスクの移転・分散を可能にするために考案された信用補完の仕組みは、「節度の弛緩」の歯止めの役割を果たすことはできなかったのだろうか。外部信用補完の一形態である格付け会社による「格付」について考えてみよう。

格付け会社は自らがリスクを負っているわけではないので、格付け手数料を稼ぐために楽観的な活付けを行ってなるべく多くの格付けを受注したいという誘因にかられる。投資家の利益ではなく、手数料を支払ってくれる組成業者である銀行の利益が優先されてしまうという利益相反の問題がここには存在する。現実には格付け会社は、①直近の好調時のみの信用データを採用し、②低格付け債権同士の相関を低く想定することによって、「ハイリターン」の証券化商品に「ローリスク」のお墨付きを与えていたのである。

#### (4) 楽観的な「慣習的期待」の形成

このように、「貸付債権の証券化」によって貸し手と債権者が分離されることによって「節度の弛緩」が進行したと考えることができる。それでは、投資家はどうかであったのか。金融のプロであるSIVやヘッジファンドは、なぜ楽観的な格付を信じてサブプライム証券化商品を大量に購入したのだろうか。1つの有力な答えは、ファンド・マネージャーの「短期業績主義」である。利回りの高い証券化商品を借金に依存して大量に保有すればファンドの収益率は高くなり、ファンド・マネージャーの報酬は多額となる。しかも彼らはリスクの負担者ではない。ファンドが破綻しても職を失うだけである。また、次の職を探せばよい。ここには「利益相反問題」の温床がある。こうして、「短期業績主義」が「短期利益至上主義」を生み出すことになる。

では、ヘッジファンドへ投資する投資家、SIVやヘッジファンドを傘下に収める銀行の株主や債券保有者は、なぜサブプライム証券化商品への大量投資を容認したのだろうか。この問への解答としては、群集心理に基づく「集合的思考習慣」、「慣習的な期待形成」への依存という答えが有力である。そして、この「集合的思考習慣」形成、「慣習的期待形成」においては、「公的部門の行動」が「暗黙の保証」への期待を結果的に生み出すという問題が重要である。①アメリカの三大寡占格付会社は、SECの認証制度によってNRSRO(全

国的に認知されている統計的格付け機関)として認定されている(本山[2008]:101、小立[2007])。②バーゼルⅡでは、自己資本比率規制の前提となる信用リスクの計算において、格付会社による外部格付をもとにする計算を「標準的手法」として取り入れている。投資家はこの2つの事実を、アメリカおよび国際的な公的機関が民間の格付会社の業務に「暗黙の」お墨付きを与えていると解釈したのであろう。

もう1つの問題は、格付会社がリスクの高い資産同士が債務不履行になる相関を低く想定していたという問題と関わる。これは、住宅ローンの債務不履行が全国的に広がるリスクを低く見積もるということを意味する。こうしたテイルリスク軽視の背景には、金融恐慌発生の危険性はもはやなくなったという「集合的思考習慣」、「慣習的期待」が形成されていたと考えることができる。①適切な金融政策によって **great moderation**(経済の安定化)がもたらされたという認識が主流派経済学者の間で共有されていた。1980年代後半以降、先進諸国では経済成長率の変動幅が縮小し、インフレ率も低位にとどまる事態が続いていた。その原因として、(1)在庫管理技術の向上、金融市場の洗練化と深化、グローバリゼーションなどの構造変化、(2)マクロ経済政策、とりわけ金融政策の能力の向上、(3)経済へのショックが以前より小さく頻繁ではなかったという幸運、という3要因が挙げられた。その中でも要因(2)が重要視され、金融政策が経済安定化の重要な要因となっているという見解がFRB理事によって公式に表明された。(Bernanke[2004]) 恐慌予防の問題は解決されたと考えられていたのである。(Lucas[2003])

②連邦準備制度は、バブルが崩壊し経済がデフレリスクに直面した場合には、思い切った金融緩和策を実施すれば経済のソフトランディングは可能であるという主張を行ってきた。(Kohn[2006]) これが「後始末戦略」と呼ばれる **Fed View** である。この戦略の根拠は、ITバブル崩壊期に金利引き下げによってデフレを防ぐことに成功したFedの体験がある。(翁[2011]:157-9) だが、この戦略は、株価が急落した場合には利下げをして株価を維持しようとする政策をとることに中央銀行がコミットすることを意味するから、投資家はプット・オプションを買っている場合と同様に、株価の下落を心配する必要がなくなる。これは **Greenspan Put** と呼ばれ、投資家の楽観的な期待形成を促し、金融バブルを助長する役割を果たしたと考えられる。(翁[2011]:179)

③証券化商品の外部信用補完には、**GSE**(連邦政府支援機関)による信用保証が含まれているが、**GSE**が債務不履行の危機に直面すれば連邦政府が支援することが期待されていた。このことは、住宅抵当債権の証券化商品には連邦政府による暗黙の保証が期待されていたことを意味する。④連邦準備制度の最後の貸し手機能と預金保険機構の救済機能は1970年代と80年代に機能が拡大しており、金融のセーフティネットは拡充されていた。(平野[2007])この整備された安全網の存在が、金融恐慌予防の役割を果たすことが期待されていた。⑤連邦政府の公的資金投入と景気安定化機能も、様々な経路で金融恐慌防止に重要な役割を果たすであろうという期待も存在した。<sup>3</sup>

<sup>3</sup> ラジアンは「住宅・信用市場に政府が直接介入する見通しがあったから、保護されていない債券保有者

以上のように、投資家が AAA という高い格付けと高利回りという証券化商品に付随する「記号」を「有利な投資適格物件」と解釈したのは、楽観的な思考習慣が共有されていたからである。連邦準備制度、預金保険機構、連邦政府など公的機関の将来の行動への期待、主流派経済学者の解釈思考などが、投資家の楽観的な慣習的期待形成に多大な影響を与えたと考えられる。人間は「不確実性」と「合理性の限界」という問題に直面して、集合的な思考習慣に依存して行動する人間行動モデルが、今回のサブプライム金融危機において典型的に見られたということができる。それを象徴する言葉が **This time is different**（今回は違う）である。（Reinhart and Rogoff[2009]）

#### （５）「規制緩和し救済する」金融制度の行き詰まり

この「集合的思考習慣」に基づく期待の多くは実現しなかった。① **great moderation** は 2007 年に終焉し、「恐慌の予防」の問題は解決されたという考え方は **This time is different** 症候群であることが明らかとなった。② 連邦準備制度の「後始末戦略」は不成功に終わった。利下げでは不良債権の累積問題には充分に対応できなかつたからである。③ GSE への公的資金投入は予想以上の規模となったが、その効果は限定的であった。④ 連邦準備制度の最後の貸し手機能は量的にも質的にも肥大化した。連邦準備の総資産は 2007 年 10 月末には 8600 億ドルであったが、4 年後の 2011 年 10 月末には 2 兆 8300 億ドルに急増している。総資産の内訳も、国債保有の割合は 91% から 59% に低下し、MBS（不動産担保証券）保有の割合は 0 から 30% へと急増している。これは保有資産の質低下を意味する。<sup>4</sup> ⑤ 連邦政府の金融恐慌防止機能、経済安定化機能も量的にも質的にも肥大化した。08 年 10 月の「緊急経済安定化法」（公的資金枠 7000 億ドル）に基づき銀行、保険会社、自動車会社の救済のため公的資金が投入され、09 年 2 月の「アメリカ再建・再投資法」に基づく景気対策に規模は 7870 億ドルに達した。景気後退と景気対策の影響で、連邦財政赤字は 1600 億ドル（2007 財政年度、対 GDP 比 1.2%）から 1.4 兆ドル（2009 財政年度、対 GDP 比 10.1%）へと急増した。

要約しよう。金融政策による恐慌の予防という期待は裏切られた。最後の貸し手と連邦政府という 2 つのセーフティネットによって金融恐慌を防止できるという期待も、リーマン・ショック後の世界的な金融恐慌の発生によって裏切られることになった。その結果、セーフティネットの 2 本柱は肥大化することになった。このことはいくつかの問題を生み

---

はリスクを心配していなかった」と書いている。ただし、彼が「株主は有限責任によってテールリスクによる過大な損失から守られている」と述べ、「株主が利益を得る一方で、債権者と納税者が損失を吸収した」と書いている所には疑問が残る。株主もテールリスクによって保有する株式の価値がゼロになる危険にさらされている点では、債券保有者と同様であると考えられるからである。Rajan[2010]:147-8)

<sup>4</sup> 具体的には 08 年 3 月に投資銀行に RMBS などを担保に直接融資する「プライマリー・ディーラー向け貸し出し」と呼ばれる新融資制度を導入し、9 月には保険会社最大手の AIG に 850 億ドルの融資枠を設定し、10 月には MMMF 向けに最大で 6000 億ドル規模の流動資金供給を行う措置を発表した。また、連邦準備はヨーロッパで発生したドル流動性不足問題に対処するため、各国中央銀行とスワップ協定を結び「最後の貸し手機能」の国際的組織化にも乗り出した。（柴田[2011]）これらの措置は、従来の連邦準備の最後の貸し手機能を大幅に拡張するものであった。

出している。①連邦準備の利下げと流動性供給は過剰流動性を生み出し、エマージングエコノミーへの資金流入により新たな金融バブル発生の可能性を高めている。②EU 内周辺諸国では不況と金融危機救済のため財政赤字が拡大し、国債の債務不履行の危機が生じ、そのことが金融危機の原因となりつつある。こうした危機の可能性は EU 周辺国から EU 中心国へ、そして日本やアメリカへの波及する可能性を秘めている。

つまり、金融恐慌の発生⇒セーフティネットの肥大化⇒国債の格下げ⇒金融危機の拡大、という悪循環が生まれつつあるといえる。このことは、「セーフティネットの 2 本柱が金融恐慌の発生を予防できる」という「大恐慌防止体制」への信頼が揺らぎつつあることを意味する。「規制緩和し救済する」金融制度が救済制度の肥大化を生み出した結果であると言い換えることもできる。そこで「規制緩和し救済する」金融制度の根本的な改革が課題として浮上する。その具体案が 2010 年 7 月にアメリカ議会で可決・成立したドッド・フランク法（金融規制改革法）である。そこで、この法案の概要の一部を紹介しておこう。

#### （6）制度改革の可能性

規制緩和から規制への転換という点では、**Volcker Rule** が問題となる。銀行、銀行持株会社およびその子会社を対象とする規制は以下の通りである。①自己勘定取引の禁止。自己勘定での証券、証券関連のデリバティブ、商品先物等の短期的な売買が禁止された。ただし、アメリカ国債、政府機関債、地方債の取引、顧客取引のために行うトレーディング取引、銀行保有資産にリスクをヘッジする取引などは適用除外となっている。②ファンド投資の規制。ヘッジファンドへの投資、プライベート・エクイティファンドへの投資、そのスポンサー業務が禁止された。ただし、Tier I 資本の 3%以内であれば可能であるなどの例外規定がある。

規制という観点から言えば、システミックリスクを監視する機関の設立も重要な内容である。主要な金融監督当局の長などから構成される金融安定監視協議会（FSOC）を設置する。①連結資産規模 500 億ドル以上の銀行持株会社、または連邦準備が規制するノンバンクがアメリカの金融の安定性を脅かすと協議会が判断した場合、協議会の 3 分の 2 以上の評決を要件にして規模を縮小させる。②金融システム上脅威をもたらすと協議会が判断した連結資産規模 500 億ドル以上の銀行持株会社、または連邦準備が規制するノンバンクは、レバレッジ比率を 15 倍以下に制限する。

救済機構に肥大化という問題に対しては「too big to fail 救済の終結」が謳われている。①連結資産規模 500 億ドル以上の銀行持株会社、または連邦準備が規制するノンバンクが経営破綻に陥った場合、システミックリスクを回避しつつ秩序だった清算手続きに基づき破綻処理を行う。②清算に要する費用が破綻金融機関の資産売却で賄えない場合には、上記のシステム上重要な金融機関にリスクに応じた負担金を課すことにより納税者の負担を回避する。③破綻金融機関の経営者は追放し、処理コストは債権者と株主が負担する。<sup>5</sup>

<sup>5</sup> ドッド・フランク法案の内容については、USGPO[2010]、小立[2010]、鈴木[2011]、坂東[2010]などを参

以上のように、ドッド・フランク法は、「規制緩和し救済する」金融制度から「再規制し無制限には救済しない」金融制度への改革へ、第一歩を踏み出した法案であると言えよう。しかし、ボルカールールに関する例外規定が示すように、金融業界から規制を形骸化しようとする動きが出てくることが考えられる。また、「too big to fail 救済の終結」に関しては、システミックリスクを回避しつつ秩序だった清算手続きを行うことは可能なのか、経営者を追放し、債権者や株主が損失を負担するという処理を現実に実行できるのかが問題となる。投機を事前に抑制し、金融恐慌の発生を予防しうるような集合的思考習慣を、試行錯誤の過程で生み出せるかどうかは今後の課題となるであろう。

#### むすび

第1節では、「根源的不確実性」と「合理性の限界」に直面する我々人間は「慣習」に依存して行動すること、「慣習」は記号過程によるコミュニケーションを通じて集合的に形成されること、そして、投資家が依存する「集合的思考習慣」は不安定性を持つことが示された。第2節(1)では、大恐慌後に形成されたセーフティネットの2本柱が、「不確実性」と「合理性の限界」に直面する様々な経済主体の期待を調和させることによって、不安定な資本主義に安定性を与える役割を果たしたこと、(2)ではインフレと金利規制の矛盾が金融革新を誘発し、「規制し救済する」金融制度が「規制緩和し救済する」制度へと変質したことが明らかにされた。

(3)では、「規制緩和し救済する」制度が「モラルハザード」の問題を生み出し、そのことが「早期是正措置」導入を導いたこと、この導入が「金融の証券化」を加速したこと、そして、「金融の証券化」は「節度の弛緩」と「利益相反」の問題を生み出したことが示された。(4)では、なぜ投資家はサブプライム証券化商品への投資を積極的に行ったのかを、楽観的な「集合的思考習慣」の形成という観点から明らかにした。(5)では、金融恐慌の発生により楽観的な「集合的思考習慣」への信頼が失われ、「規制緩和し救済する」金融制度が行き詰まりに直面していることが示された。

(6)では、「再規制し無制限には救済しない」金融制度構築への第一歩が踏み出されたが、この制度改革の試みが成功するかどうかは、不安定な資本主義の安定化に寄与する集合的思考習慣が形成されるかどうかにかかっていることが指摘された。

#### 参考文献

Bernanke, B.[2004], "The Great Moderation," At the meeting of the Eastern Economic Association, Washington DC. February 20.

Hume, David[1975], *Enquiries Concerning Human Understanding and Concerning the Principal of Morals*, with Introduction and Analytical Index by L.A. Selby-Bigge, Oxford University Press, Third edition.

---

照。

- Hume, David[1978], *A Treatise of Human Nature*, Reprinted from the original edition, edited by L.A. Selby-Bigge, Oxford, Clarendon Press, second edition.
- Keynes, J.M.[1936], *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan Company.
- Keynes, J.M.[1937], "The General Theory of Employment", *The Quarterly Journal of Economics*, February
- Keynes, J.M.[1973], *The Collective Writings of John Maynard Keynes, vol.VIII, A Treatise of Probability*, Macmillan Press LTD. (J・M・ケインズ[2010]、佐藤隆三訳『確率論』東洋経済新報社)
- Kohn, D.L.[2006], "Monetary policy and asset prices," Speech at Monetary Policy: A Journey from Theory to Practice, a European Central Bank Colloquium held in honor of Otmar Issing, Frankfurt, Germany, March 16.
- Lucas, R.Jr.[2003], "Macroeconomic Priorities," Presidential address at the annual meeting of the American Economic Association, January 10.
- Minsky, H.P.[1986], *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University press.
- Peirce, C.S.[1934], *Collective Papers of Charles Sanders Peirce*(ed. by Charles Hartshorne and Paul Weiss), *Vol. V. Pragmatism and Pragmaticism*, Harvard University Press.
- Rajan, R.G. [2010], *Fault Lines, How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton University Press. (R・G・ラジアン[2011]、伏見威蕃・月沢李歌子訳『フォールト・ラインズー「大断層」が金融危機を再び招くー』新潮社)
- Ramsey, F.P.[1922] "Mr. Keynes on Probability", *The Cambridge Magazine* 11, no.1
- Ramsey, F.P.[1990] *Philosophical Papers* edited by D.H.Mellor (F.P.ラムジー [1996]伊藤邦武・橋本康二訳、D.H.メラール編『ラムジー哲学論文集』勁草書房)
- Reinhart C.M. and K.S.Rogoff [2009], *This Time is Different, Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press (C・M・ラインハート&K・S・ロゴフ [2011]、村井章子訳『国家は破綻する』日経BP社)
- Scott W.R.[2008], *Institutions and Organizations: Ideas and Interests, third edition*, Sage Publications.
- U.S. Government Printing Office[2010],H.R.4173, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act
- 池上嘉彦[1984]『記号論への招待』岩波書店
- 伊藤邦武[1999]『ケインズの哲学』岩波書店
- 翁邦雄[2011]『ポスト・マネタリズムの金融政策』日本新聞社
- 桂木隆夫[1988]『自由と懐疑：ヒューム法哲学の構造とその生成』木鐸社

- 黒田亘[1987]「言語論の素描」(斎藤繁雄・田中敏弘・杖下隆英編『ディヴィット・ヒューム研究』御茶の水書房)
- 小立敬[2007]「米国における格付け機関改革法の成立」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』Winter
- 小立敬[2010]「米国における金融制度改革法の成立—ドッド・フランク法の概要」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』Summer
- 柴田徳太郎[1996]『大恐慌と現代資本主義』東洋経済新報社
- 柴田徳太郎[2007]「資本主義と制度の共進化」(柴田徳太郎編『制度と組織—理論・歴史・現状』桜井書店)
- 柴田徳太郎[2009]『資本主義の暴走をいかに抑えるか』筑摩書房
- 柴田徳太郎[2011]「世界金融危機とドル体制の行方」『比較経済研究』第48巻第1号
- 鈴木博[2011]「米国の金融制度改革法と金融機関経営—大規模金融機関の経営の視点から—」『農林金融』1月
- 建部正義[2011]「アメリカにおける金融制度改革の方向について—グラス・スティーバル法復活問題を中心に—」中央大学『企業研究』第19号、8月
- 坂東洋行[2010]「ドッド・フランク法—総論と各機構改革—」シンポジウム『英米の金融制度改革を検証する—日本はどのように受け止めるべきか』早稲田大学
- 新井田智幸[2011]「日本的雇用システムの制度変化」柴田ゼミ・ディスカッションペーパー集『政治経済学通信』Vol. 11, 9月
- 平野裕三[2007]「FDICのオープン・バンク・アシスタンス(OBA)と最後の貸し手—FRSとFDICの大銀行破綻への対応—」(柴田徳太郎編『制度と組織—理論・歴史・現状』桜井書店)
- 松尾直彦[2010]『アメリカ金融改革法—ドッド・フランク法のすべて—』金融財政事情研究会
- 本山美彦[2008]『格付け洗脳とアメリカ支配の終わり』ビジネス社