

# 1980年代日本の『バブル経済』と スパイラル・バブルの歴史的先行事例

竹村 弘

## 1. はじめに

### (1) そごうグループの民事再生法適用申請

「新生銀行が預金保険機構に債権を移すとは思っていなかった。預保機構が債権放棄を了承してくれた段階でヤマを越したと思った。」

「7月に入り売上げが大幅に落ちた。お客様から信頼される百貨店でなければ、生き残れないと判断した。」

「7月11日自民党亀井政調会長から電話：『預保機構への債権放棄申請を取り下げてください』」

「同日深夜からそごう臨時取締役会開催。『民事再生法のもとで再建をめざす』との議事提案に反対なし。」

「7月12日8時亀井政調会長から電話：『どうなりましたか』『本日未明、役員会で決議しました・・・。』」

——平成12年7月 山田恭一そごう社長の記者会見

わが国有数の百貨店そごうが、同グループの自主的再建のため金融機関に提出していた一部債権放棄の要請を取下げ、事実上倒産となる民事再生法適用を申請することになった。新生銀行（旧日本長期信用銀行）から瑕疵担保特約に基づき、2,047億円のそごう債権を引き取った預金保険機構が、「一部債権放棄の方が破産等の法的整理より国民負担が少なくすむ」として、970億円の債権放棄を了承したことに対し、「一民間企業の救済に税金を使うのはもったいのほか」と批判する国民世論が猛然とわき起こり、冒頭の自民党亀井静政調会長の政治介入となったものである。

金融機関救済に60兆円もの巨額の公的資金が投入され、フラストレーションが高まっていた国民にしてみると、これで溜飲を下げた思いではあったが、預金保険機構の正式な行政手続きに政治の介入を許し、「国民負担を最少にする」という経済合理的な選択を歪めた後味の悪さが残った。もっとも、一部債権放棄の方が破産等の法的整理より「国民負担が少なくすむ」といっても、それは、そごうの再建が成功した場合のことであって、今回のように、国民世論の厳しい批判にさらされ、百貨店のかき入れ時のお中元特売期に、売上げが大幅に

落ち込むようでは、再建はおぼつかない。結局、最後は法的整理に追い込まれた可能性が高く、結果的に適切な措置であったと見ることもできる。

一連の議論を通じて、「瑕疵担保特約」の存在がクローズアップされた。これは、一時国有化された日本長期信用銀行を、米・リップルウッド・ホールディング社へ譲渡する際、「譲渡後3年以内に2割以上の減価が生じた場合は買い戻す」ことを約束したものである。米国ではこのような場合、譲渡先にも応分の負担を求めるロス・シェアリング（損失分担）の例が多いことから、「瑕疵担保特約」そのものの正当性が問題となった。基本的に売り手と買い手の力関係によるものであるが、一時国有化された銀行の売り手である金融再生委員会が、譲渡先の受け皿会社に引き継ぐべき「適債権」と、整理回収機構に売却する「不適債権」との「適・不適」判定を行い、受け皿会社側は、個々の債権を選別することができず、全ての「適債権」を一括して引き継がなければならない以上、「瑕疵担保特約」は正当性を有すると考えられる。同じ「瑕疵担保特約」が平成12年（2000）9月、日本債権信用銀行のソフトバンク・東京海上火災保険・オリックスグループへの譲渡契約にも織り込まれた。

## （2）金融機関救済のための公的資金投入

1990年代後半は、建設・不動産、証券・銀行などの大型倒産が相次いだ。「バブル経済」崩壊後、株価、地価の下落により膨大な損失や不良資産を抱えた企業が、倒産や経営難に陥り、それらの企業に融資をしていた金融機関に巨額の不良債権が発生し、有力銀行・証券会社の倒産や経営不安が続発した。これに対し政府は、日本経済全体の信用収縮・崩壊を防止し、金融システムの回復を図ることを目的として、金融機関救済に総額60兆円の公的資金の投入を決定し、実行にうつしたのである。

今回の預金保険機構のそごう債権問題も、もともとは「バブル経済」期に過大投資に走って、平成6年（1994）頃から経営危機が表面化したそごうが、メインバンクの日本興業銀行および日本長期信用銀行から副社長派遣を受け入れるなどして、再建策を模索する過程で、平成12年（2000）興・長銀はじめ主要取引銀行に、総額6,390億円の債権放棄を要請したこと起因する。日本長期信用銀行は、そごうより先に経営に行き詰まって新生銀行に生れ変わった。そごうの債権放棄要請に対し、他のすべての主要取引銀行はこれを承諾したが、新生銀行は、「瑕疵担保特約」に基づき預金保険機構に、そごう債権そのものの引取りを求めたため、その結果先述のとおり、預金保険機構がそごう債権を買い戻し、一部債権放棄に応ずることを表明したものである。

国民世論が、預金保険機構のそごうに対する債権放棄を「一民間企業の救済に税金を使うのはもってのほか」と批判するのは、こうした経過から見ると、やや厳密さに欠ける。しかしながら、今回のように法的手続きによって厳密な吟味がされるわけでもなく、国民世論やマスコミの厳しい批判にさらされることもなく、巨額の金融機関の債権放棄が実施され、結果的に金融機関救済のための「公的資金投入」など国民負担が増大していることが、より本質的な問題である。

(3) 金融機関の債権放棄

「債権放棄」とは、金融機関などが、「経営難に陥っている取引先に対する債権（元利金）の一部または全部を免除すること」である。「バブル経済」崩壊後、株価、地価の大幅な値下がりにより、建設・不動産、金融・証券などでは、巨額のキャピタル・ロスや不良資産が発生し、多くの企業が未曾有の経営難に陥った。同時に、それらの企業に融資していた金融機関などは、貸付元金の回収や利息の入金が滞ることとなり、同じく巨額の不良債権を抱え込むこととなった。

融資先企業の経営が破綻した場合、普通法的措置が講じられ、裁判所主導のもとで、例えば『会社更生法』の場合、更生担保債権は担保評価額の超過分はカット、一般債権はほとんどカットというような厳しい「再建計画」に従って会社を再建し、カットされなかった債権も、その後10年というような長期間をかけて弁済されることになる。しかし、法的措置を講ずる前に、金融機関などが自主的に債権の一部を放棄することによりその企業が再建され、法的措置の場合より債権カットが少なくすむと見込まれる場合には、その方法が選択される。

「債権放棄」は、『民法』第519条「免除」で「債権者カ債務者ニ対シテ債務ヲ免除スル意思ヲ表示シタルトキハ其債権ハ消滅ス」と規定されている。債権者の一方的な権利放棄であるので、その意思表示だけで成立することになるが、債権者にとっては、その放棄した債権の償却費が、税務申告上損金処理を認められるかどうか重要である。

『法人税法』は、従来、実際に経営破綻した相手に対する債権放棄のみ損金計上を認め、経営破綻する前に債権放棄した場合には、損金処理できなかった。しかし平成10年（1998）、政府は「総合経済対策」で「バブル遺産の本格的清算」を掲げ、不良債権処理を促進するため、『法人税法』第37条「寄付金の損金不算入」に関する法人税基本通達9-4-1「子会社等を整理する場合の損失負担」、同9-4-2「無利息貸付等」を改正し、「合理的な再建計画に基づく債権放棄」は、税務申告上損金算入できることとした。金融機関の融資先経営支援のための債権放棄もその対象となったので、これを契機に、経営不振企業の金融機関に対する債権放棄要請が続出した。

相次ぐ金融機関の債権放棄要請（保証免除を含む）

1997年	飛鳥建設	6,400億円	1999年	殖産住宅	656億円
1999年	長谷工コーポレーション	3,546		パスコ	360
	藤和不動産	2,900		地崎工業	334
	東京シティファイナンス	2,100	2000年	熊谷組	4,500
	青木建設	2,049		西洋環境開発	3,457
	兼松	1,550		トーマン	2,000
	フジタ	1,200		ハザマ	1,050
	佐藤工業	1,190		第一ホテル	230

#### (4) 固定資産の「含み損」

これまでの60兆円にのぼる公的資金投入により、金融機関救済は一般にひとつの山を越えたと見られている。しかし、今後、時価会計・減損会計などが導入されることになれば、今なお「土地バブル」時代の高い帳簿価格を継続することにより、固定資産の中に「含み損」として凍結されている損失が、表面化せざるを得ないことになる。一般の予想を上回る巨額の損失が顕在化し、さらに多数の企業が倒産や経営難に追い込まれ、再度、金融機関に対する債権放棄要請が続出したり、金融機関の膨大な不良債権が発生する可能性が大きいのである。

会社資産の評価方法は、『商法』第34条「資産の評価」で、「流動資産」と「固定資産」に分けて規定されている。

まず、「流動資産」については、「其ノ取得価額・製作価額又ハ時価ヲ附スルコトヲ要ス、但シ時価ガ取得価額又ハ製作価額ヨリ著シク低キトキハ、其ノ価格ガ回復スルト認メラルル場合ヲ除クノ外時価ヲ附スルコトヲ要ス」とされている。したがって、例えば、保有株式が大幅に値下がりした場合、直後の決算で表面化することになり、先般の「バブル経済」崩壊による保有株式のキャピタル・ロス、既にほとんど洗い出されたものと考えられる。

次に、「固定資産」については、「其ノ取得価額又ハ製作価額ヲ附シ、会社ニ在リテハ毎決算期ニ相当ノ償却ヲ為シ、予測スルコト能ハザル減損ガ生ジタルトキハ相当ノ減額ヲ為スコトヲ要ス」とされており、「流動資産」と異なって、時価評価額の記載を求めている。したがって、例えば、会社が「バブル経済」期に取得した業務用地は、ほとんどの場合、今日においても取得価額で記載されたままになっており、その後大幅に低下した時価との差は「含み損」として、膨大な金額の損失が凍結されているのである。

#### (5) 時価・減損会計導入に伴う「バブル清算」第二ラウンド

「時価・減損会計」など国際的な会計基準の導入は、株式のように「時価」が比較的明瞭な金融資産から始まり、今後、すべての資産・負債に広がる方向にある。

まず、平成10年（1998）3月、金融機関を対象とする「土地再評価法」が、国際決済銀行（BIS）の自己資本規制対策として、2年間の期限付きで成立した。その後、経団連などの要請により、法律の有効期限を平成13年（2001）3月まで1年間延長するとともに、一般企業にも適用できるように法改正した。これは、保有するすべての事業用地を路線価などの時価で再評価し、取得時の価格（簿価）を差し引いた値上がり分のうち、仮に売却したら発生する税金相当分を差し引いた額を「再評価差額」として、貸借対照表の株主資本に算入できるというものである。実際に平成12年（2000）3月期決算で、一般企業ではいすゞ自動車1,023億円、東武鉄道820億円、大昭和製紙462億円、ジャパンエナジー458億円、オーミケンシ327億円、福山通運327億円、西部鉄道317億円などが再評価差額を計上した。

次に、平成12年（2000）年6月、国際会計基準委員会（IASC）理事会は、『金融商品に関する多国間共同作業会議』を開催し、「すべての金融資産と金融負債について、全面的に時価会

計を採用し、評価損益を損益計算書に反映させる」という基準原案を採択した。

同じく平成12年（2000）年6月、蔵相諮問機関『企業会計審議会』は、「事業用固定資産の価格が下がった場合損失処理を義務付ける」という「減損会計」を、早ければ平成15年（2003）3月期決算から導入する方針を決めた。「減損会計」は、企業が保有する土地、工場、店舗など、すべての事業用固定資産の時価や回収可能額を算出し、それが簿価を下回った場合には、その分だけ貸借対照表の資産額を減額し、損益計算書に費用として計上しなければならないというものである。

このように、時価会計・減損会計や連結決算など国際会計基準を導入することになれば、今なお「土地バブル」時代の高い帳簿価格を継続することによりし、固定資産の中に「含み損」として凍結されている損失や、子会社に移管することにより隠蔽されている不良資産の損失などが、表面化せざるを得ないことになる。「バブル経済」崩壊による不良資産・不良債権の処理に関し、これまでの、主として、流動資産のキャピタル・ロスを起因とする不良資産、不良債権処理を、「バブル清算＝第一ラウンド」とすれば、これから土地など固定資産のキャピタル・ロスを起因とする不良資産・不良債権処理という「バブル清算＝第二ラウンド」に直面することになるのである。

わが国経済は、バブル崩壊後10年を経て、なお立ち直れない。バブル崩壊後、8次累計100兆円を越す大規模な財政資金を投入した経済対策や、異例の「ゼロ金利」など超金融緩和政策の実施にもかかわらず、所期の成果を上げられていないことから、もはや「ケインズ政策は効果がない」とか、「ケインズ政策は死んだ」などと批判されている。平成の「10年大不況」——失われた10年——と言われるが、これから「バブル清算＝第二ラウンド」を迎えれば、さらに同様の長い年月を要することになり、通算して「バブル清算」20年、「バブル経済」形成期から通算すると25年——四半世紀を費やすことになる。いまさらながら、「バブル経済」の影響の大きさに驚嘆せざるを得ない。

#### （6）歴史的に有数の「スパイラル・バブル」

政府の経済政策の重要性については、J・K・ガルブレイスが著書『経済学の歴史』で詳述しているように、「特定の経済学説は特定の世界の中で発展した」のであり、古代ギリシャ、ローマ時代には、生産も消費も家庭中心で、消費財経済ではなかったので価格理論の必要はなく、奴隷が労働を担っていたから賃金理論の必要もなかった。

「アダム・スミスの学説は、産業革命初期のショック状況の中で、デービッド・リカードの学説は、産業革命のいっそう成熟した段階において、カール・マルクスの学説は、イギリスの資本家の権力によるしめつけの時代において、ジョン・メイナード・ケインズの学説は、大不況の仮借ない災厄に対する応答としてそれぞれ発展した」ものである。

したがって、政府の経済政策の位置づけも、時代・学説により大きく変化している。古典派や自由放任主義の教義では、「国家は受動的であるべきもの」とされていたが、ケインズ以降、今日では「政府は財政・金融政策を通じて、雇用、物価、景気、経済成長に深く関与し、

責任を持つ」存在となっているのである。

筆者は、前稿「『バブル景気』から平成の『10年大不況』まで」（愛知淑徳大学現代社会学部論集第5号・2000年3月）において、「バブル経済」の形成・崩壊から今日の未曾有の長期不況まで、わが国政府・日銀の経済政策について、その妥当性の検証を試みた。

それによると、当時のわが国は、外に①米国を中心とした貿易黒字圧縮、円高を求める国際圧力があり、内に②これ以上の円高は輸出産業に致命的打撃を与える恐れがあるので、何としても避けたいという、やむにやまれぬ事情があって、政府・日銀は、内需拡大のため、①公定歩合2.50%という市場最低（当時）の超低金利政策を2年3ヶ月もの長期間取り続け、かつ、②緊急経済対策として6兆円規模の財政追加支出を実施した。

当時の企業収支は、空前の貿易黒字と「バブル景気」で、経常利益が倍増するという高利益を享受しており、民間資金は十分に潤沢なところへ、このように政府・日銀が、対外バランスに気を取られ、超金融緩和政策を取り続けた上に、目いっぱい財政追加支出まで実施したため、ダブついた資金が証券市場や不動産市場に流れ、株式投機、土地投機による株価・地価の値上がりをもたらした。この値上がりした株式や土地を通じて、金融・証券業からエクイティ・ファイナンス（株式発行を伴う資金調達）や土地担保融資により調達された資金が、再度、証券市場や不動産市場に投入され、一段と株価・地価を高騰させるという、スパイラル（螺旋状）なメカニズムが形成された。こうして「バブル」の中でも最も悪質な「スパイラル・バブル」が形成されるに至ったのである。

世界的、歴史的に「投機」フィーバーは数限り無く発生しているが、金融機関を巻き込むことで「バブル」が際限なく膨らむ「スパイラル・バブル」は、歴史的先行事例と照らし合わせても、スコットランドの「ダリエン会社」、フランスの「ミシシッピー会社」、イギリスの「南海会社」など有数しか見られないものであり、特に1920年代アメリカおよび1980年代日本の「スパイラル・バブル」は、世界有数の経済大国一国の社会経済を席卷するというスケールの大きさで、まさしく「バブル経済」と命名するに相応しいものであった。

本稿では、わが国に四半世紀におよぶ社会経済の混迷を余儀なくさせた「バブル経済」の手痛い経験から、今後世界のいずれの国においても「バブル経済」の再現を許すことのないよう、1980年代日本の「バブル経済」とそれに先行する「スパイラル・バブル」について、その背景および形成と崩壊の経過について考察することとしたい。

## 2. 「投機」と「スパイラル・バブル」

### (1) アダム・スミスの「投機的商人」

中世ヨーロッパの一時期は、「利益」を求める欲望が宗教観・倫理観から否定されたこともあるが、むしろこれは例外的で、後に述べるように、古代ローマの時代から今日まで、人びとの経済活動は常に「投機」とともにあったと言って、言い過ぎではない。

アダム・スミスは1776年『資本論』の中で、富の本質は実物経済であり、労働がすべての商品の交換価値の尺度であるとして「重商主義」を批判したが、「投機」についても言及している。すなわち、事業は、資本と信用との大きさに比例して拡大し、利潤は事業の大きさに比例して拡大し、蓄積は利潤に比例するもので、「多年の勤勉で節約で注意ぶかい生活の結果、大きな財産がつけられる」のであるが、「いわゆる投機業によって突然大きな資産がつけられることがある」として、「投機的商人」について次のように記述している。

「投機的商人は、一つの、正規で、安定し、よく知られた事業部門では仕事をしない。彼は本年は穀物商、翌年はぶどう酒商、翌々年は砂糖商か、タバコ商か、茶商であったりする。彼は普通以上に有利らしいと予想すれば、どの事業にも着手し、またその利潤が他の事業の水準に戻るらしいと予想すれば、その事業を離れる。したがって彼の損益は、安定してよく知られたどの事業部門の損益とも、一定の比率を保ちえない。大胆な冒険家なら、二つか三つの投機に成功してかなりの資産を手に入れることがあるかもしれないが、全く同様に、二つか三つの投機に失敗してそれを失うことがあるかもしれない。」

「等量の勤労が必ずしも等量の商品を生産するとは限らない他の職業もある。たとえば、等量の勤労が、年がちがうと、きわめてことなる量の穀物、ぶどう酒、ホップ、砂糖、タバコ等を生産するだろう。したがってそのような商品の価格は、需要の変化とともに変動するだけでなく、はるかに大きく頻繁な量の変化によっても変動し、したがってきわめて変動的である。しかし取扱業者のうちのある者たちの利潤は、必然的に商品の価格とともに変化せざるをえない。投機的商人の操作は、主として、そのような商品について行われる。彼はそうした商品の価格が上昇しそうだ予想すれば、それを買い占めることにつとめ、下落しそうだ予想すれば、それを売ることにつとめる。」

(アダム・スミス『資本論』)

### (2) 「投機」と「投資」

「投機」(speculation)は、もともと機会に乗ずること、確実な成算のない冒険的行為のことであるが、経済的には、市場価格の変動から生ずる差益の獲得(capital gain)を目的とする非実需取引を言う。仕入価格と売上価格の差を利益とする点では、一般の商品売買と同じであるが、実需取引が商品そのものの売買、受け渡しを目的とするのに対し、投機は、市場価格の変化の結果としての「損益金額」のみを清算して取引が終わり、通常、実物の受け渡しを行うことはない。

投機の対象は、商品、有価証券、貴金属、美術品、土地など、市場価格の変動があるものなら何でも対象になり得るが、投機の本質からして、値上りにしろ値下りにしろ、頻繁に市価の変動があり、変動幅が大きく、かつ、一般に将来の見通しが難しく、人によって思惑の違いが生じやすいものが投機を呼びやすい。具体的には、商品では綿花・綿糸・綿布、繭・生糸・絹織物、麻、羊毛、穀物（米・大豆、小豆）、コーヒー・ココア・茶、ゴム、錫などが、また、有価証券では通貨、国債、社債、株式、外国為替などが、歴史的に投機の対象となってきた。

投機の場合、投機で利益を上げた勝者の影には、同額の損失を被った敗者がおり、社会全体ではプラス・マイナス・ゼロである。この点で、「賭博」と違いはない。賭博は、宝くじや競馬、ルーレット、スロットマシンなど、偶発的な事象によって勝ち負けを決め、自分達の投じた掛け金を配当金として分け合うだけである。しかし、賭博は一定の場所や特定の人など、それが賭博として明白であり、限定的であるのに対し、投機は、通常の経済システムの中で、普通の取引形式を取るもので、それが普通の実需取引なのか、投機的な取引なのか、判別がつきにくいのが特徴である。今日国際的なファンド・マネーのリスク・ヘッジを装ったデリバティブ投機や、外国為替市場の通貨投機など、全く普通の取引形式の中で行われている。一般に資本主義経済は、自由市場が最も基本的な原則であるので、投機家も含め、何人に対しても基本的に開放されている。そのため、投機家に仕掛けられて、その無防備な市場で、時として「投機フィーバー」が燃え上がり、結果的に、一部の投機家が大きな利益を獲得する一方、実需取引の事業者や素人投資家が大きな損失を被るようなことが、歴史的に度々繰り返されてきたのである。

次に、「投資」(investment)は、一般に、資本ストックの増加分のことであり、ある一定期間の実物投資を指す。投資が目的とする果実は、将来の継続的な収益(investment income)である。投下資本の値上り益(capital gain)は直接的な目的ではなく、投資元本は、その後一定の期間、一定の方式で減価償却される。

一般に「株式投資」「土地投資」という熟語で、「投資」という言葉が使われるが、市場価格の値上り益を目的としたものは、正しくは「株式投機」「土地投機」と言うべきである。会社創立で資本金を出資する場合や、または、配当金を目的として長期的に株式を保有する場合は、「投資」とも言えるが、同時に値上り益をも期待していることが多く、「投資」と「投機」の両面を持っている。

投資は「実物投資」であると言っても、その投資が、将来にわたって期待通りの収益を上げられるかどうかは、投資時点では不確実で、大きなリスクを伴う事業もあり、その意味では、いずれにしても投資と投機を隔てる壁は限り無く薄いとみえる。特に新商品、新技術、新市場にかかわる投資は、一般に投機性が高く、アダム・スミスも『資本論』で、それは「投機」であって、創業者はそこから特別な利益を期待するが、この利潤はきわめて大きい場合もあるし、おそらくは全く反対のことのほうが多いと述べている。

「何か新しい製造業や、何か新しい商業部門や、何か新しい農耕方法を始めることは、つねに投機であって、創業者はそこから特別な利潤を期待する。この利潤はきわめて大きいこともあるし、おそらくは、まったく反対のことのほうが多い。」

(アダム・スミス前掲書)

### (3) 「投機」と「スパイラル・バブル」

「投機」が目的とする収益 (capital gain) は、市場価格の差のみから生れ、成りいきによってシャボン玉のように膨らんだり、萎んだりすることから、「バブル」(bubble) と呼ぶのは相応しい表現である。しかし、古くから「投機」が「バブル」と呼ばれていたわけではない。

後述するように、17世紀後半のヨーロッパで、1636年オランダの「チューリップ投機」フィーバーの時、チューリップ球根の先物取引が「風の取引」(ピントハンデル) と呼ばれた。株価をつり上げるためのなれ合いの売買が「値を吹く」と表現されたのは、わが国の「値を吹っかける」という表現に通ずるものがある。「チューリップ投機」の崩壊後、「チューリップ」は愚かさの象徴となり、軽薄者をひっかける幻想として、逆に毛嫌いされるようになったとのことである。

「バブル」という表現が使われるようになったのは、1720年イギリス「南海会社」の株式投機フィーバーからである。南海会社の株式が半年で10倍に騰貴した後、4週間で4分の1に暴落したこの投機フィーバーは、後に「南海の泡沫(バブル)事件」と呼ばれ、歴史に「バブル」の名を残した。同時に、南海会社の株式投機フィーバーに乗じて、多数のベンチャー企業が設立され、しばらくの間株式市場でもはやされた後、結局はほとんど消滅したのであるが、これらは「泡沫会社」と呼ばれた。

「投機」が大きく燃え上がってフィーバーとなった事例は、古今東西無数にあり、すべてを列挙することは不可能であるが、数例を挙げれば、イギリスで1767年運河フィーバー、1820~40年代鉄道フィーバー、1890年代自動車フィーバー、アメリカで1920年代自動車フィーバー、フロリダ土地フィーバー、1990年代インターネット・フィーバー、ヘッジファンド・フィーバー、日本で1980年代リゾート・フィーバー、NTTフィーバーなどが、語り継がれている。

「投機」は、大なり小なり、すべて「バブル」であり、実物経済とは一線を画するものである。例えば、投機による株価の上昇や地価の高騰がどれほど大きくても、直接的に国内総生産(GDP)を押し上げることはない。逆に、どれほど値下がりしても、直接的に国内総生産(GDP)を押し下げることはない。投機がフィーバーとなって燃え上がっても、実物経済に与えた影響は歴史的には大きくない。

しかし、投機が金融機関の信用創造機能と結びついた場合には、金融機関の融資と投機市場の価格高騰とによる「スパイラル・バブル」が形成される。これは、金融機関から調達された資金が投機市場に流入することで投機資産の価格が高騰し、その資産価格の高騰により金融機関からの資金調達が増大し、再度、その資金が投機市場に流入するという経路で、際

限のない融資増大と価格高騰が進行する循環システムが形成されるものである。「スパイラル・バブル」は、バブルの中でも特段に始末が悪く、自己実現的にバブルが拡大するため、政策的な制御が困難であり、他の産業や、広範な職業、階層の人びとを巻き込んで、実物経済にも少なからぬ影響を及ぼすことになる。「投機フィーバー」は世界各地で数限りなく発生しているが、「スパイラル・バブル」は、実際に歴史をたどっても有数であり、知られている実例は、1695年スコットランドの「ダリエン会社」、1719年フランスの「ミシシッピー会社」、1720年イギリスの「南海会社」、1920年代アメリカおよび1980年代日本の「バブル経済」である。

### 3. 「スパイラル・バブル」の歴史的先行事例

#### (1) ローマ時代——投機のはじめ

「投機」の歴史は古く、紀元前2世紀、共和制ローマ時代まで遡ることができる。エドワード・チャンセラー著『バブルの歴史』（日経BP社）によると、当時、ローマの金融制度は、かなりの部分で現代の資本主義と同様の性格を持つまでに発達し、「投機」が行われていたと思われる形跡があるとのことである。

「ローマ法で財産の自由な売買が認められていたため、市場が発達した。金利を支払えば借金をすることができた。両替商は外貨も扱った。ローマの領域内全域で、支払いに銀行手形が使えるようになっていた。信用の概念が発達し、船舶などの資産を対象に、単純なものであったが、保険も発達している。ローマ市民は富の蓄積に熱心であり、それと変わらぬほど熱心に、富を見せびらかし、消費した。賭博も盛んであった。」

「ローマは、徴税から神殿建設まで、政府のさまざまな業務を、資本家が作った企業に請け負わせた。現代の株式会社と同様に、ローマ時代の企業も所有者から独立した法人（プーブリカーニ）であり、その所有権は、株式（バルテス）に分割されていた。経営執行機関があって、会計記録（タブラエ）を作成し、株主総会もときおり開かれた。数万人もの奴隷を使って大規模な事業を展開していた企業も少なくない。」

「株式の価格については記録が残っていないし、株式市場の動きを描いた文書も残っていない。だが、株価が変動したことは分かっている。執行官のパティニウスが政治腐敗と非難されたとき、『最高値になっていた株式を不当に取得しなかったか』と詰問されている。」

続いて、帝政ローマ時代になると、企業は衰えていったが、不動産や商品、通貨を対象とする投機は続いた。紀元3世紀に信用通貨（法律で作られた通貨であり、それ自体の価値によってでなく国に対する信認によって流通する通貨）が導入されると、通貨危機が頻繁に起こるようになったという。

「ロシア生まれのアメリカの西洋古代史家ロストフツェフによれば、帝政ローマ時代の新興資産家のほとんどは、投機によって資産を蓄積した。（ロストフツェフ『ローマの歴史』）」

「フランスの歴史家ジェローム・カルコピノも、帝政時代には勤労によって質素な生活を維持することはできたかもしれないが、皇帝の引き立てや投機によるものほど財産を築くことはできなくなった。生産が日に日に衰退していき、商業主義がすべての分野に浸透したなかで、投機が経済の活力の源泉となった、と論じている。

（カルコピノ『古代ローマの日常生活』）」

#### (2) 中世ヨーロッパの「投機」フィーバー

中世前半のヨーロッパでは、聖トマス・アクィナスの「物をその価値より高い価格で売り、低い価格で買うのは、不公正で不当」とする教えや、聖アウグスティヌスの「利益を求める

欲望は、権力欲、色欲とともに三つの大罪である」とする教えなどの宗教観、倫理観、および、封建制度のもとで経済活動は物々交換や物納が主体となり、金融取引が衰退したことなどにより、投機が公然と行われることは少なくなった模様である。

しかし中世後半になると、イタリアのいくつもの都市国家が市場性のある国債を発行し、14世紀にはフィレンツェ、ピサ、ペロナ、ジェノバなどで国債が取引されるようになった。16世紀中頃には、アントウェルペンとリヨンでフランス国債を対象とする投機が起り、17世紀初めには、アムステルダム取引所が投機の坩堝（るつぼ）と化した、とのことである。

「 金融市場では信用状態という概念が発達し、債券価格は、債務不履行などの将来の動きを予想して変動するようになった。相場操縦の記録は、1530年代に遡る。フィレンツェ人のガスパル・ドゥッチを中心とするグループがリヨン市場で価格を下落（今なら『売り崩し』）させようと試みている。」

「 1950年代半ばになると、アントウェルペンとリヨンで、突然フランス国債を対象とする投機が盛んになった。リュビの『リヨンの歴史』に、1555年リヨンの復活祭でアンリ二世が発行したフランス国債が熱狂的に受け入れられた様子が、『国債に投資しよう、だれもが走りだし、召使すら貯蓄をはたいた。女性は宝石を売り、未亡人は年金を売って、国債を買った。要するに、火事場見物に集まってくるように、人々は国債に殺到した』と描かれている。1557年フランス国王アンリ二世が債務の返済を中断すると、投機熱は一挙に冷え込んだ」

「 17世紀の初めには、オランダ共和国はヨーロッパで経済が最も発達し、最も豊かな国になった。商人が世界中に進出して、ノルウェイでは木材を、西インド諸島では砂糖を、メリーランドでは煙草を買い付け、ウェールズの鍛冶工場やスウェーデンの荘園に投資し、ロシアのツァーから輸出独占企業の経営を請け負い、スペイン領アメリカに奴隷を供給した。

オランダは、銀行、複式簿記、株式会社、為替手形、証券市場など、金融資本主義の基礎になる制度や概念を、発明したわけではないが、これらを組み合わせ、利潤の追及という強固な動機を中心として、商業資本主義の安定した基礎を築き上げた。」

「 1602年、合同東インド会社（いわゆるオランダ東インド会社）が、政府の特許状を得た初めての株式会社として設立され、東インド貿易の独占権を与えられた。

1609年には、ジェノバのサン・ジョルジオ銀行を模範に、ヨーロッパで初めての中央銀行として、アムステルダム振替銀行が設立された。この銀行は、極めて慎重な経営方針を取り、預金には金利がつかず、保有する金の範囲でしか紙幣を発行せず、融資は行わなかった。それでも、この銀行ができたため、オランダの商人は世界のどの地域に行っても受け入れられる通貨で、代金を決済できるようになった。」

「 オランダの市当局は、債券の発行と宝くじによって資金を調達し、債券も宝くじも人気を集めた。17世紀初めには、ヨーロッパ各地から資金がオランダに集まり、不動産、年金、地方債、為替手形、中期金融など、さまざまな金融資産に投資され

た。アムステルダム取引所では、あらゆる種類の金融商品と金融サービスが売買された。

当然ながら、取引所は投機の坩堝（るつぼ）となった。先物取引、つまり、将来のある期日に、ある価格で商品を受け渡すことを契約する取引が一般的になった。16世紀には既に、穀物、鯨（にしん）、香料、鯨油、砂糖、銅、硝石、イタリアの絹などの商品で、先物取引が行われていたのだ。

17世紀初めになると、東インド会社の株式でも、先物取引が始まった。投機家は、購入した株式の時価の80%を限度に、融資（後のマージン・ローン）を受けることもできた。株式オプションも取引された。これは、契約の期間中、ある価格で、株式を買う権利または売る権利を与えるもので、先物と違って相手は、買う義務または売る義務を負わない。」  
(エドワード・チャンセラー前掲書)

このように17世紀オランダでは、先物、マージン・ローン、オプションをはじめとして、高価格株式の十分の一を取引価格とする「小口株式」や、株価が小幅変動しただけで、投機家が大幅な利益（または損失）となるレバレッジ（挺率効果）商品など、現代のデリバティブ（金融派生商品）の一種が実際に取引され、活発な投機活動が行われていた。

エドワード・チャンセラーは、1688年西ヨーロッパの株式市場の動きを初めて描いたスペイン系ユダヤ人、ホセフ・ペンソ・デ・ラ・ベガの『混乱の混乱』から引用して、取引所は「混乱の極み」であり、投機家は「不安定さ、精神錯乱、うぬぼれ、愚かさに満ちている。わけもわからず売り、理由もなく買う」。こうした行動によって、株価はとんでもない動きをする。「なんらかの出来事が予想されると、その出来事が実際に起こったときより、市場ははるかに大きな反応を示す」と、記述している。

「ベガが描く投機家は、極端な躁状態と極端な鬱状態の特徴をかなりの程度まで示している。躁鬱病は、気分が極端に振れて、制御できなくなる。躁状態のときには、活気が満ち溢れ、自信満々で、食欲で、精力的で、考えがあちこちに飛び、雄弁で、魅力にあふれ、他人を引っ張る指導力があり、そして何より楽観的である。

やがて、将来の予想が膨らんで現実離れしたものになっていくと、軽率な行動を取るようになり、一気に鬱状態へ落ち込む。鬱状態になると、臆病で、心配性で、気力がなく、内気で、決断がつかず、自信が無くなる。

株式市場は、個々の投機家の動きによって形成されるので、このような躁鬱病の特徴は、強気相場と弱気相場の群集心理にあらわれる。強気相場では、つまり躁状態の時には、商いが活発になり、将来の予想が現実離れしたものになる。これに対し、市場の地合いが鬱状態になると、商いが低迷し、悲観論が市場全体に蔓延する。」

(ホセフ・ペンソ・デ・ラ・ベガ『混乱の混乱』)

### (3) オランダの「チューリップ投機」フィーバー

17世紀オランダで「投機」が最も盛り上がったのは、有名な「チューリップ投機」である。前述のように、当時のオランダは、投機が爆発しやすい条件が整っていた。1634年頃、パリやフランス北部で球根の価格が値上りしているという話が伝わり、ある日、チューリップの球根が値上げりをはじめ、値上がり投機を呼び、投機が投機を呼び、歴史に名を残す「チューリップ投機」フィーバーとなった。

「投機」がフィーバーとなって燃え上がった最初の事例であるが、しかし、今日の研究においても、「なぜチューリップなのか」という問いに対して、納得できる回答を得ることは難しい。普通のチューリップの球根が、当時は知られなかったがウィルス作用により最高級の模様の花を咲かせることがあったというが、開花した「チューリップの花」が高価格で取引されたわけではない。「投機」の対象となったのは「球根」であり、しかも「チューリップ投機」初期はともかく、フィーバーが最高潮に達した1636年から37年初めにかけては、実際に球根が受け渡しされることはなかった。フィーバーの最終段階になると、「風の取引」（ピントハンデル）と呼ばれる先物取引が登場し、裏付けのない信用によって、売り手、買い手の実物受け渡しのない取引構造ができあがった。取引のほとんどは、対象になる球根がないので、受け渡しができないし、裏付けになる資金がないので、手形は不渡りになるしかないものであったという。

この「チューリップ投機」は、「投機」の対象には何でもなり得ることを証明するとともに、「投機」フィーバーが燃え上がった構造は、今で言う「バブル」であったことを伺わせる。その意味で「風の取引」とは、適切な呼び名であった。「チューリップ投機」フィーバーの後のオランダでは、「チューリップ」は「愚かさの象徴」として逆に嫌われるようになり、「はかない花の美しさは、軽薄者をひっかける幻想」と見られるようになったとのことである。

#### オランダ「チューリップ投機」フィーバー

##### 1. 背景

16世紀の半ば、神聖ローマ帝国の大使としてスレイマン一世治下のオスマン・トルコに駐在していたオジェ・ギスランド・ピュスベクが、ヨーロッパにチューリップの球根を持ち込んだ。チューリップという名前は、トルコ語でターバンを意味するトゥリパンを語源としている。西ヨーロッパに紹介されてからしばらくの間、チューリップは貴族か植物学者の庭園にしかみられないものであった。

収集家は、チューリップの品種を花の色で分類し、国軍の階級からとった輝かしい名前をつけて、園芸の世界での上下関係を示した。チューリップの頂点に位置するのは「無窮の皇帝」（センペル・アウグストゥス）であり、花びらに皇帝を象徴する紫の縞が入っている。以下、「副王」「提督」「将軍」が続く。

1630年代のオランダ共和国には、投機熱が爆発しやすい条件が整っていた。この時期、

経済の先行きへの自信が強まっていた。スペイン軍の脅威がついに消えた。30年戦争が始まって中欧が混乱したため、オランダの織物の貿易がブームになった。1631年、アムステルダム取引所は新しい建物に移転した。東インド会社はバタビア植民地の開発を進めて利益をあげ、株価が17世紀のどの時期よりも急速に上昇した。住宅価格も急速に上昇し、郊外の邸宅の建築ブームが起こった。

オランダはカルバン主義の禁欲の精神を徐々に失っていき、所得水準がヨーロッパでは最高になって、国民が消費を楽しむようになった。チューリップは当時のオランダ人にとって、顕示欲と富への強い欲求を同時に満たすものになった。

## 2. 投機フィーバー

チューリップが投機の対象となったのは、花の模様には、どうなるかわからない不確実性や、もしやの可能性に賭ける余地があったからである。当時は知られていなかったが、球根につくウイルスにより、ごく普通の球根を植えると、貴重な「無窮の皇帝」の花が咲く可能性があった。また、チューリップの栽培は比較的簡単だし、手間もかからず、同業組合（ギルド）がないので、だれでも売買できた。大規模な株式会社の株式を買うだけの資金がない者でも、球根なら賭けることができた。チューリップ投機が始まったのは、1634年頃、パリやフランス北部で球根の価格が上昇しているとの話が伝わり、後に園芸家から「ど素人」と軽蔑された織布屋、紡績屋、靴屋、パン屋、雑貨屋、農民など新たな参加者が、チューリップ市場に登場するようになってからである。

チューリップの球根の取引は、貴重な品種は一個単位で取引され、アース（0.05g）を単位に重量がはかられた。アムステルダム振替銀行の紙幣や東インド会社の株式と変わらぬほど、標準化され画一化された商品として取引できるようになった。

当時の小冊子『パールモントとガールグートの対話』によれば、4アースのゴード種の球根が20グルデンから225グルデンに、10アースの「大元帥」が95グルデンから900グルデンに値上がりした。

なんの変哲もない黄色い花が咲くクルーネン種は、1ポンド当たり20グルデン前後だったが、数週間うちに1,200グルデン以上になった。

3年ほど前に2,000グルデンで売買されていた「無窮の皇帝」は、ブームの頂点になら6,000グルデンでも売れた。

他の商品価格と比較すると、球根一個の売値の2,500グルデンで、小麦27トン、ライ麦50トン、太った雄牛4頭、太った豚8頭、太った羊12頭、ワイン大樽2樽、ビール大樽4樽、バター2トン、チーズ2トン、ベッドとシーツ一式が買えた。当時、オランダの平均賃金は、年間200～400グルデンで、小さなタウンハウスは300グルデン前後で買えたという。

1636年後半から37年初めにかけて、投機熱が最高潮に達した頃、球根が実際に受け渡されることはなかった。この時期、球根は花壇の中に眠っている。球根の先物取引が登場し、「風の取引」（ビントハンデル）と呼ばれた。投機熱の最終段階になると、先物取引と裏付けのない信用の組み合わせによって、売り手の側にも買い手の側にも実態がない点で、み

ごとに釣り合いのとれた構図ができあがった。取引のほとんどは、対象になる球根がないので、受け渡しができないし、裏付けになる資金がないので、手形は不渡りになるしかないものであった。投機家のほとんどは、先物で球根を買った時、なるべく早く売り抜けて利益を確保しようとはか考えていなかった。

### 3. 崩壊

1637年2月3日、チューリップ市場は突然暴落した。理由らしい理由といえば、春が近づき、間もなく受け渡しの期日がきて、ゲームが終わることぐらいしかなかった。

この日、花卉取引の中心地ハーレムで、買い手がなくなったという噂が流れた。

翌日になると、価格をいくら下げてもチューリップは売れなくなった。先物契約は決済されず、債務不履行ががつぎつぎに起こった。園芸を職業にする人達は、債務不履行を起こした投機家に支払いを求めたが、失敗に終わっている。

だが、チューリップ投機の崩壊は、全国的な経済危機を引き起こすまでにはならなかった。経済全体の信用の流れを担っている大商人は、おおむね影響を受けていない。

アムステルダムの大商人は、商売で得た利益をタウンハウスや東インド会社株、為替手形に投資していた。チューリップは富を示すものではあったが、富を築く手段だとは考えていなかったのである。

しかし、もっと下の階層の人たちは、幸運ではなかった。不動産を担保に入れたり、家財を売り払ったりして、一攫千金を狙った人たちは、失った富を二度と取り返すことができなかった。

危機の後、チューリップは投機の対象ではなくなり、逆に毛嫌いされるようになった。「チューリップ」は、愚かさの象徴になり、はかない花の美しさは、軽薄者をひっかける幻想だとみられるようになった。

(エドワード・チャンセラー前掲書)

#### (4) イギリス「最初の株式投機」と「ダリエン会社」

イギリスでは、16世紀には、株式を発行して多数の株主から資金を集める株式会社が登場したが、当時、東インド会社、王立アフリカ会社、ハドソン湾会社などの特許会社の株主は、少数の金持ちに限定され、株式が一般に売買されることはなかった。また、商人に対する融資や為替手形の売買などの銀行の機能は、清教徒革命（1642～51年）以降、金細工を営む金商が役割を果たしていた模様である。

1690年代になって株式を売買する常設の取引所が設置された。1694年にイングランド銀行が設立され、紙幣を発行する権限を与えられ、1696年に政府が短期証券を発行するようになり、1704年には約束手形法が制定され、すべての債券が取引できるようになった。こうした背景のもとで、1690年代イギリスで、最初の「株式投機フィーバー」が発生した。

まず、1687年、ニューイングランドの船長、ウィリアム・フィップスが、カリブ海のイスパニオラ島沖に沈んでいたスペインの装甲船から、32トンの銀と大量の宝石を引き上げて帰

国した。このフィッПС船長の成功が、イギリス全土で評判になり、この年、会社設立の爆発的ブームが起こった。新たな難破船引上げ特許会社や、潜水器具技術特許会社が設立され、ある潜水会社の株価が500パーセントも上昇するなど、株式投機フィーバーとなったが、やがて、難破船引上げの成果が期待ほど大きいものでないことが判明すると、すぐにこのフィーバーは収まったという。

## イギリス「潜水会社」株式投機フィーバー

### 1. 背景

1687年、企業設立の爆発的ブームが起こった。この年、ニューイングランドの船長、ウィリアム・フィッПСがカリブ海のイスパニオラ島沖に沈んでいたスペインの装甲船から、32トンの銀と大量の宝石を引き上げて帰国した。国王、フィッПС船長、船員が分け前を受け取った後、19万ポンド近くが遠征を支援した出資者に分配された。

配当金は出資金の1万パーセントにもなった。

この成功はイギリス全土で大評判になった。少年の頃は羊飼いだっただ同船長が、帰国して3週間とたたずナイト爵に叙され、記念メダルが作られた。この成功に刺激された人たちは、同船長の遠征に使われた組合の形態ではなく、株式会社の形態で宝探し事業を設立した。こうして、エリザベス女王時代の私掠船にはじまる冒険の時代が、突然、投機の時代に変容をとげた。

### 2. 投機フィーバー

フィッПС船長の成功の直後、二種類の「潜水」会社が作られた。

第一は、ある地域で沈没船を引き上げる独占権を与えられた特許会社である。造幣局長でこの時代を代表する起業家、トマス・ニールは、ジャマイカ沖、バミューダ沖、ポルトガル沖をそれぞれの対象地域とする三つの特許会社に関与している。トバゴ社のジョン・ポインツは、西インド諸島で海中から難破船を引き上げ、真珠と竜涎香（りゅうぜんこう）を採取する特許を申請した。

第二は、発明されたばかりの潜水器具に対する技術特許に基づいて、十を越える潜水器具会社が設立された。そのひとつは、天文学者のエドムンド・ハレーが発明した「潜水鐘」の技術特許に基づく英国難破船引き上げ会社であり、初期の株価表には「ダイビング・ハレー」と書かれている。

潜水会社の起業家は、株式に対する関心を煽ろうと、宣伝活動に乗り出した。海底から引き上げられた富が、世界中で大々的に宣伝され、テムズ川で潜水鐘の実験が行われ、著名人には株式を無料で配って、事業の評判を高めた。

ポインツの潜水会社は、目論見書で百パーセントの利益を投資家に約束している。こうした売り込みで、株価は発行価格を大幅に上回る水準まで上昇した。ダニエル・デフォーは、「株式会社、特許会社、潜水器具、事業会社の株価が、大袈裟な言葉で吹き上げられ」、ある潜水会社の株価が500パーセント上昇したと書いている。

### 3. 崩壊

しかし、潜水器具株や宝探し会社株への熱狂は、すぐに消えた。いくつかの大砲、煙筒、船用の滑車ぐらいいしか引き上げられなかったからである。五倍になっていた株価は下がりはじめ、12ポンド、10ポンド、9ポンド、8ポンドと下がり続けて、ついに買い手がいなくなった。

1680年代には、デフォーはスペインで商人として活躍していた。1692年、香料製造用に70匹の大ジャコウ猫を買い、アフリカ会社に800ポンドを投資した。これらをはじめとする投機で巨額の損失を被り、1694年、17,000ポンドもの負債を抱えて破産を宣告された。それ以降、デフォーは文筆で生計をたてるようになった。(J. R. ムーア『ダニエル・デフォー』1958)  
(エドワード・チャンセラー前掲書)

次に、1694年6月21日、イングランド銀行の株式募集が始まった。この新銀行は、政府に120万ポンドを融資することを条件に、特許状と銀行業務の独占権を与えられ、毎年、10万ポンドの利息を受け取るようになった。この融資には、金の裏付けのない紙幣(金銀との兌換義務のない銀行券)を使うことが許された。

イングランド銀行の株式募集は大成功を収め、数日のうちに募集枠は一杯になり、株価はすぐに、発行価格から20パーセント上昇したとのことである。投資家は、貴族から、薬屋、運送屋、仕立屋、刺繍屋、農民、船員、波止場管理人にいたるまで、幅広い層にわたっていたという。

1695年6月スコットランドで、ウィリアム・パターソンが「ダリエン会社」を設立し、総額30万ポンドの株式を募集した。「ダリエン会社」は、世界貿易の中継地に適したパナマに植民地を作ることを目的としたものであったが、イングランドに対抗するスコットランド国民の愛国心や、株式募集に当たったの新機軸が人気を呼び、この株式募集にスコットランド国民が熱狂的に殺到した。新機軸は、①スコットランドでは資本の半分の募集にとどめ、残りはロンドンやアムステルダム、ハンブルグで募集したり、②自社の株式を担保に銀行券を発行して株主に融資するというもので、自社の株式を担保に銀行券を発行して株主に融資する仕組みは、「スパイラル・バブル」の先駆けである。

しかしながら、スコットランドで「ダリエン会社」の株式投機がフィーバーを巻き起こしていた頃、イングランドでは金融危機が始まっていた。イギリス政府は、フランスとの戦争の経費を財政収入で賄いきれなくなり、貨幣改鋳に踏み切った。この結果、「悪貨が良貨を駆逐する」状況となり、改鋳前の硬貨が退蔵され、貨幣が不足して、小さな事業は経営難に陥り、市民は日常の買い物にも不自由するようになった。とうとうイングランド北部で暴動が起こり、政府短期証券や株式が暴落した。新会社のほとんど、特に潜水会社と技術特許会社のすべてが破綻して姿を消したという。こうして、イギリスの「最初の株式投機」フィーバーは終焉したのである。

「イングランド北部で暴動が起こった。政府短期証券(タリー)は、額面の60パー

セントまで下落した。株式相場は暴落した。「指定銘柄」の東インド会社株は1692年には200ポンドだったが、1697年には37ポンドまで下落した。ハドソン湾会社株は70パーセント下がり、リンネル会社株は90パーセントも下落した。新会社のほとんど、特に潜水会社と技術特許会社のすべてが破綻して姿を消した。1693年に営業していた会社は、イングランドとスコットランドで合計140社あったが、1697年の危機後まで生き残った会社は、40社にすぎない。倒産率は70パーセントを上回ったことになる。」

(エドワード・チャンセラー前掲書)

#### (5) フランス「ミシシッピー会社」のスパイラル・バブル

スコットランド生まれの「天才的」と評される金融家ジョン・ローは、長期不況下のフランスで幾つかの論文や著書を発表して、銀行券発行の有効性を説いた。1716年ローは銀行券を発行する個人銀行の設立を許可され、結果的に、ローの銀行券発行により経済も活性化したので、1718年には個人銀行から王立銀行に改組された。続いてローは、銀行と貿易会社と債務累積に苦しむ国家財政を統合する仕組みを企てた。これが「ローのシステム」(Law's System)と呼ばれるもので、そのために貿易特許会社「ミシシッピー会社」を設立した。仕組みは、王立銀行の発行した銀行券を「ミシシッピー会社」が引き受けて政府に貸し付け、政府はこの資金で債務の償還や経費の支払いを行い、「ミシシッピー会社」は株式を発行して、その銀行券を回収するというものであった。

「ミシシッピー会社」の表向きの目的は、ルイジアナに埋蔵されている金鉱を発掘することになっていたが、設立後直ぐにフランスの東インド会社や中国会社、タバコ専売会社等を傘下に収め、後に貨幣鑄造権、徴税権まで入手した。1719年に、その株式が取引所に上場されると、これに対し国民の熱狂的な投機が集まり、発足時500ルーブル以下であった株価が、同年後半には2万ルーブルを上回るほどに高騰した。前述の1690年代「ダリエン会社」の例にならって、ローの銀行でも、株式の購入資金を融資し、株価が値上がりすると紙幣を増刷して、さらに融資額を増やしていった。国民には多数の「成り金」が続出して、「百万長者」(ミリヨネル)という言葉が生まれたという。「ミシシッピー会社」は、総額15億ルーブルの政府債務をすべて肩代わりした。政府債務の肩代わりが組み込まれていることで、やや複雑に見えるが、結局は、銀行融資と株価高騰による循環システムが形成され、「スパイラル・バブル」が際限なく膨らんでいったのである。

しかし、「ミシシッピー会社」は、ルイジアナの新金鉱の発掘をはじめ、事業らしい事業を行っていなかったため、いつかは破綻するものであった。バブル崩壊のきっかけは、次のように伝えられるが、それにより「ミシシッピー会社」に対する投資家や王立銀行の銀行券を保有する人びとの間に不安が急激に広がった。パリの王立銀行には、硬貨を求める人びとが大挙して集まり、あまりに多くの群衆が集まったため、死亡者が出たほどであったという。

「株を売却して得られた巨額の資金は、ルイジアナの開発に使われたのではなく、フランス政府への貸し付けに使われた。つまり、王立銀行の発行する銀行券は政府に対して

貸し出され、政府は負債の支払いのために、それを人びとに手渡していたのである。そして、銀行券を受け取った人びとは、それでミシシッピー会社の株を買い、その売上は再び政府の支出や債権者に対する支払いにあてられ、債権者は受け取った銀行券でより多くの株を買った。こうした信用の循環過程によってバブルが膨らんでいったのである。」

「このシステムは、いつかは破綻する運命にあった。チャールズ・マッケイの古典的な書物『異常な大衆的妄想と群衆の狂気』によると、崩壊の経過は、1720年の始めに、コンティ王子が銀行券を王立銀行に送って、硬貨での払い戻しを求めた。これはかなりの額で、金貨を持ち帰るには三台の荷馬車を必要とした。これを端緒に何人かの目先のきく人が銀行券を硬貨に換え、イギリスやオランダへ持ち帰っていった。こうして、バブルの崩壊が始まった。」

(野口悠紀雄『バブルの経済学』)

#### (6) イギリス「南海会社」のスパイラル・バブル

イギリスでは、1760年代以来の金融革命の勢が続いていた。1710年に初めての保険会社「サン火災」の株式募集が行われて、短期間ながらブームとなった。翌1711年「南海会社」(The South-Sea Company) が設立され、1,000万ポンドの政府債務を自社株式に「転換」した。南海会社は、その見返りに、年5パーセントの利払いと、南アメリカのスペイン植民地との貿易独占権や南アメリカへの奴隷販売独占権を与えられた。南海会社は、貿易事業では赤字であったが、国債を「転換」した株式が投機対象になり、イギリスでの歴史的な株式投機ブーム「南海の泡沫(バブル)事件」として名を残すこととなった。これは、南海会社が、値上りした株式を担保に株主に融資し、その資金で株が買われ、さらに株価が値上りするという「スパイラル・バブル」であった。今日使われているいわゆる「バブル」の語源は、この「南海の泡沫(バブル)事件」である。

その顛末は、次のとおりと伝えられている。

#### イギリス「南海の泡沫(バブル)事件」

##### 1. 仕組

1720年南海会社は、新たに額面総額3,150万ポンド(額面100ポンド、31万5千株)の株式を発行する権限を与えられ、各種年金型国債を株式に「転換」することとなった。

この「転換」の仕組みは、国債から株式に転換する価格は「時価」であるので、「時価」が高く転換価格が額面を上回れば、その分だけ「転換」に充てるべき株式数が少なくすみ、南海会社は、残った株式を一般市場で売却することができるというものである。

例えば、転換価格が、額面の2倍の一株200ポンドであれば、「転換」に充てる株数は半分ですみ、残りの株式を一般市場で売却すれば、3,150万ポンドを入手にできる。南海会社は、政府に支払うことをあらかじめ約束している750万ポンドを控除して、この入手額を、新株発行による会社の利益と考えていた。この仕組みでは、株価が高くなればなるほど、会社の利益が大きくなり、政府の分け前も大きくなり、既存の株主も利益を上げられるこ

とになる。

南海会社は、「株価を上昇させることが、会社の利益を増やす唯一の方法」として、そのためにあらゆる方法を探し求めた。まず、①投資家の思惑を煽るため、「転換」申し込み受付にあたって、転換価格など転換条件を最後まで明らかにしなかった。②当初の払い込みは総額の20パーセントに抑え、残りは8回に分けて、16か月間に払い込めばよいことにした。③南海会社は自社株を担保に、株主に融資を行った。これらにより信用を供与された投資家は、自分の資金力以上の株数を買うことができ、担保となった株式は預託されるので、市場に供給される株式がそれだけ少なくなり、南海会社は、ひとつの窓口で受け取った払い込み金を、別の窓口から株式購入資金として融資したのである。

## 2. 投機フィーバー

1720年4月14日第一回目の転換募集が行われた。転換価格300ポンドで総額200万ポンドの南海会社株が、一時間以内に売り切れた。第二回募集が4月28日、同じく300ポンドで行われた後、同社は配当率を10パーセントに引き上げると発表した。

第三回募集は6月15日、転換価格1000ポンドで行われた。総額5,000万ポンドの南海会社株が数時間で売り切れた。払い込まれた資金はすぐに、株式担保の融資に充てられ、一日で総額300万ポンドが貸し出された。

最後の第四回募集は8月22日に始まり、24日までに、同じく1000ポンドで総額7,500万ポンドを超える株式を発行し、1,200万ポンド以上を貸し出した。

「1720年1月21日、サー・ジョン・エイズルビー蔵相が議会で発表すると、南海会社の株価はすぐに上昇を始めた。年初に128ポンドであった株価は、2月半ばには187ポンドになった。ダニエル・デフォーが『ミスツ・ジャーナル』紙で、市内各地からエクステンジ通りに投資家が押し寄せていると伝えた。」

「南海会社は次々に驚異を生み出した。イングランドでは、話題は同社株しかなく、ごく短い期間に数多くの人が、この株式で巨額の富を築いた。シティの貴婦人は南海商品を買ひ、南海女中を雇ひ、田舎に新しい南海邸宅を構えている。紳士は南海馬車を買ひ、南海不動産を買う。衍示的（げんじてき）消費にともなって、飲めや歌えの馬鹿騒ぎが起こった。多数の貴族と紳士がハムステッドの邸宅に集まり、毎晩賭博に興じ、週に一度仮面舞踏会を開いた。」

1720年の夏にかけて、新技術や植民地建設など、「泡沫会社」と呼ばれたベンチャー企業の数が増えていった。アダム・アンダーソンは、泡沫会社を保険会社10社、漁業会社12社、製塩会社4社、不動産開発会社15社、植物油会社6社、鉱業・金属会社15社、その他80社と分類している。

泡沫会社はしばらくの間、株式市場でもてはやされた。泡沫保険会社を代表する二社の株価は、ロイヤル・エクステンジが払い込み額の25倍に、ロンドン・アシュアランスが同64倍になった。既存の企業の株式も、東インド会社株は100ポンドから445ポンドに、王立アフリカ銀行は23ポンドから200ポンドに、ミリオン銀行株は100ポンドから440ポンドに

それぞれ値上りした。

### 3. 崩壊

南海会社の経営陣は、毎日のように登場する「泡沫会社」との競争によって、自社の株価が下がるのではないかと懸念し、「泡沫会社法」を制定するよう政府要人に働きかけ、1720年6月9日国王の裁可を受けて成立した。この法律は、会社の設立に当たって議会の許可を受けるように義務づけ、既存の会社には特許状に定められた事業以外への多角化を禁ずるものであった。だが、当初は泡沫会社株の需要にほとんど影響を与えず、株価は上昇を続けた。そこで、南海会社の経営陣は、法務大臣に働きかけ、特許状に定められた範囲を超えて事業を多角化していた泡沫会社3社に対して、訴追令状を発行してもらった。

この訴追令状の発行が発表されると、株式市場はパニック状態になった。数週間のうちに、特許状の範囲を超えて事業を拡大していた水道会社ヨーク・ビルディングの株価が305ポンドから30ポンドまで暴落した。保険会社大手のロイヤル・エクスチェンジとロンドン・アシュアランスの株価は、75パーセント下落した。

この結果、南海会社の株式を担保に融資を受け、泡沫会社の株を買っていた投機家は、損失の穴埋めや資金繰りのため、南海会社株を売るしかなくなった。1720年9月に入った時、南海会社株は800ポンドを下回っていたが、第二週になると、下落の勢いが加速した。株式担保の際に、800ポンドを基準にしていた銀行が多く、株価がこの水準を割り込んだからだ。9月半ばには南海会社の経営陣も、暴落をくい止める期待を持てなくなり、後に安値で買い戻そうと考えて、預託されていた株式を売却し始めた。数日たって、南海会社の主要取引銀行で、同社株を担保に巨額を融資していたソード・ブレイド銀行が破綻した。9月末になると、南海会社株は200ポンドを割り込んだ。わずか四週間で75パーセント下落したことになる。

バブルの膨張をもたらしていた循環の仕組みが逆に働いて、バブルが急激に萎んでいったのである。結局、南海会社の株価は、ピーク時の15パーセントまで下落した。

(エドワード・チャンセラー前掲書)

## 4. 1920年代アメリカの「バブル経済」

### (1) 「スパイラル・バブル」と「バブル経済」

既に述べたように、「投機」は、古代ローマ時代の法人（プーブリカーニ）の株式投機から今日のIT産業投機まで、大・小の「バブル」を膨らませてきた。「投機」の事例は枚挙に暇がないほど多数あるが、金融機関の信用創造機能と結び付いた「スパイラル・バブル」は、スコットランドの「ダリエン会社」、フランスの「ミシシッピー会社」およびイギリスの「南海会社」など有数である。

大規模な「投機フィーバー」の後には、必ずといって良いほど、政治家、行政官僚の汚職や、会社経営者の不正などが摘発され、厳しい刑罰に処せられるとともに、その後の再発を防止するため、種々の規制が設定されてきた。イギリスでは、「南海の泡沫（バブル）事件」後、『サー・ジョン・バーナード法』が制定され、株式の「空売り」と「先物」「オプション」取引が法律で禁止された。この法律はその後、19世紀半ばまで効力を持ち続けたとのことである。また、当時は、新株発行に当たって額面を上回った金額は、会社の通常の利益として既存株主に配当できると考えられていたが、今日の企業会計基準では、通常の事業収益とは区分し、「株式払込剰余金」として「資本準備金」に組み入れられることになっている。この「資本準備金」を取り崩すことができるのは損失補填の場合だけで、株主配当利益に加算することはできない。

「投機」は、大なり小なり、すべて「バブル」であり、実物経済とは一線を画するものである。例えば、投機により株価や地価が高騰し、その値上りがどれほど大きくても、直接的に国内総生産（GDP）を押し上げることはない。逆に、「バブル崩壊」が直接的に国内総生産（GDP）を押し下げることもない。しかし、投機が金融機関と結び付いた「スパイラル・バブル」は、「バブル」の膨らみが格段に大きくなり、その大きさ故に、実物経済に少なからぬ影響を及ぼすことになる。先に見た「スパイラル・バブル」3社は、多くの産業、あらゆる階層の人びとを巻き込んで、地域経済に大きな傷跡を残した。J・M・ケインズも『一般理論』の中で、「投機が、小さな泡沫（バブル）であれば害にはならないが、大きな渦巻きとなれば一国経済の発展を阻害する」と記述している。

「投機家は、企業活動の着実な流れに浮かぶ泡沫（バブル）であれば、害にはならないだろう。しかし、企業活動が投機の渦巻きに浮かぶ泡沫になれば、深刻な事態になる。一国の発展がカジノの活動の副産物となった時、資本を発展させる仕事はうまくいかない可能性が高い。」（J・M・ケインズ『雇用、利子および貨幣の一般理論』）

その意味で、次に述べる1920年代アメリカの「スパイラル・バブル」および1980年代日本の「スパイラル・バブル」はかつてない巨大さで、一国経済社会を蹂躪したことから、それまでの「スパイラル・バブル」とはランク分けし、「バブル経済」と命名して特筆すべきものである。前掲「スパイラル・バブル」3社は、基本的にそれぞれ1企業だけが中心となって引き起こしたものであるが、1920年代アメリカおよび1980年代日本の場合は、銀行・証券・

保険業など、ほとんど全ての金融関連企業が、業界として「スパイラル・バブル」を形成する循環システムに組み込まれた。そのうえ多数の有力金融機関が、「スパイラル・バブル」の形成、拡大に積極的に荷担したので、想像を絶する巨額の資金が供給された。そのため、あらゆる産業の全ての企業、全ての職業・階層の人びとが巻き込まれ、結局行き着くところ、高度に発達した世界有数の経済大国アメリカおよび日本一国の経済社会を席卷したのである。

## (2) 1920年代アメリカの大強気相場

1920年代後半のアメリカは、「新経済」(ニュー・エコノミックス)という強力で説得力のある主張が展開されたという。1913年に設立された連邦準備制度理事会(FRB)の金利操作および公開市場操作により、好況、不況、恐慌などをコントロールすることができ、従来のような景気循環は過去のものになったと考えられた。1924年カルビン・クーリッジ大統領の再選とともに「クーリッジ景気」となった。クーリッジ政権の「反トラスト法」緩和により銀行、鉄道、公益事業の合併が相次ぎ、そのスケール・メリットで生産性が向上した。財務長官アンドリュー・メロンは、事業環境を向上させ、事業活動を促すためとして、個人所得税の最高税率を65パーセントから32パーセントに引き下げ、法人税率を2.5パーセントに引き下げ、資産譲渡益(キャピタル・ゲイン)税を撤廃した。

「分割購入」と呼ばれた消費者信用が急速に拡大した。ラジオ、冷蔵庫、自動車、衣服などが、いずれも割賦で購入できた。信用の伸びと消費の伸びが好循環になり、一層の繁栄によって、債務を楽に返済できるようになると考えられた。

割引現在価値による新しい株価評価方法が登場した。高度な数式を使った精密な公式と、今後も成長が続くという将来見通しを組み合わせることで、株式は投機的なものではないし、投資対象としてそれほどリスクが高いわけではないとする「理論的根拠」を与え、当時の株価高騰を正当化した。

ワシントンの連邦準備制度理事会(FRB)は、恐慌のない新時代の基礎とされた機関であるが、第一次大戦前の交換比率で金本位制度に復帰して悲惨な状況になり、金の流出に苦しんでいたイギリスの圧力と、それを支援するフランスとドイツの圧力により、1925年と1927年の二回にわたって公定歩合を引き下げ、過去最低の3.5パーセントとしたことで、株式投機フィーバーに火をつける結果を招いた。

ゼネラル・モーターズの株価は、1925年から1928年の間に10倍に上昇した。新興のラジオ産業で圧倒的な地位を占めていたラジオ・コーポレーション・オブ・アメリカ(RCA)の株価は、1921年に1.5ドルであったが、1928年には85.5ドルに急騰し、さらにボストン出身アイルランド系マイク・ミーハンが組織した「投資プール」の株価操作で、1929年には114ドルをつけた。

ダウ平均株価は、1921年8月の67ドルから、1929年9月の月平均362ドルまで、8年で5.4倍に値上りした。

証券会社が顧客から預かった証券を担保として銀行に差し入れ、銀行が証券会社に資金を

提供する「コール・ローン」や、同じく証券を担保として銀行や証券会社が投資家に融資する「マージン・ローン」により、巨額の資金が株式市場に供給された。1920年代後半には、マージン・ローンの残高が相場の上昇とともに増加し、1927年の36億ドルから1929年には160億ドル近くに達していた。企業も、配当コストが約4パーセントの資金を株式市場で調達し、余剰資金をコール・ローン市場で最高15パーセントの金利で運用した。

1929年2月、FRBは加盟銀行に対して、「証券会社向けの証券担保融資は資金の運用先として適切だとは思えない」と警告したが、効果がなかった。『ノース・アメリカ・レビュー』誌は、「コール・ローンによって株式市場では、まさに好循環が生まれている」と掲載した。

このように当時のニューヨーク・ウォール街では、金融機関の融資と投機市場の価格高騰とによる大規模な「スパイラル・バブル」が形成され、アメリカ一国の経済社会を巻き込む「バブル経済」となった。

### 1920年代アメリカ「バブル経済」

#### 1. 背景

資本主義の新時代が始まったという見方は、それまでの何度かの投機の時代にもあらわれている。1920年代後半のアメリカには、「新時代」の主張が、強力で説得力のある形で再燃し、注目を集めるようになった。

「新経済」（ニュー・エコノミクス）とも呼ばれたこの主張では、まず、1913年の連邦準備制度の設立によって景気循環は過去のものになったとされた。連邦準備制度理事会（FBR）は、金利を操作する能力を持ち、国債を売買する「公開市場操作」によって、銀行に供給する資金を増減させることができるため、「好況、不況、恐慌の問題をすべて解決する機関」であると考えられた。

自由貿易が広がり、インフレ率が低下した。企業経営が「科学的」になった。ハーバード・ビジネス・スクールが設立されてMBAが経営を担うようになり、デトロイトで自動車生産ライン（当時の「フォーディズム」）が普及した。

1924年カルビン・クーリッジ大統領の再選とともに「クーリッジ景気」となり、クーリッジ政権の「反トラスト法」緩和により銀行、鉄道、公益事業の合併が相次ぎ、規模の経済と生産の効率が向上する状況になった。

財務長官に就任したフィラデルフィアの裕福な銀行家アンドリュー・メロンは、政府の役割は主に事業活動（ビジネス）を促すことであり、事業環境を向上させるために、個人所得税の最高税率を65パーセントから32パーセントに引き下げ、法人税率を2.5パーセントに引き下げ、資産譲渡益（キャピタル・ゲイン）税を撤廃した。

イエール大学の著名の経済学者アービング・フィッシャーが、1920年に制定された「禁酒法」により、労働者の効率性が向上し、アルコール飲料から「家具、自動車、楽器、ラジオ、旅行、娯楽、保険、教育、書籍、雑誌」に需要が移ると主張した。

1972年には、格付け機関の創設者ジョン・ムーディーが、「過去5～6年のアメリカの実

業界と金融界の全体像を観察すれば、新時代が始まっていることを認識しないわけにはいかない」と断じ、投資専門の週刊「バロンズ」誌が、「恐慌のない新時代がくる」と論じた。

割引現在価値による新しい株価評価方法が登場した。それまでの株式評価は、一株当たり利益のほぼ10倍が適正な水準と考えられていたが、この時代に、将来の受取額を割引率で割って、現在価値を算出する方法がとられるようになった。例えば、一年後の100ドルは、割引率が10パーセントとすると、現在価値が約90ドルになる。

割引現在価値による方法は、株式の適性価値を評価するなかでも、とりわけ不確かなものだ。高度な数式を使った精密な公式と、将来の見通しという極めて不正確な概念、特に今後も成長が続くという概念を組み合わせるのであれば、どれほど高い水準であれ、望みとおりの価値を算出し、正当化することができる。

「新時代論」の買い手は、本来的な価値に基づいては株式を買えないので、一年後にこうなって欲しいと期待する株価に基づいて買った。1920年代の株式投機の大ブームを引き起こしたのは、皮肉なもので、統計上のしっかりした根拠を示して、株式は投機的なものではないし、投資対象としてそれほどリスクが高いわけではないとする「理論」だったのである。

当時、「分割購入」と呼ばれた消費者信用の急速な拡大によって、需要が維持された。ラジオ、冷蔵庫、自動車、衣服などが、いずれも割賦で購入できた。割賦信用には、いうならば投機的な要素があった。現在の消費を将来に入ると予想された所得によって賄っていたのだ。消費者は目の前の楽しみのために、将来を食いつぶしていたのである。その将来がやってきたとき、財布の中は空っぽだった。

1920年代には、分割購入も新時代の利点のひとつだと見られていた。信用の伸びと消費の伸びが好循環になっており、一層の繁栄によって、債務を楽に返済できるようになると見られていたのである。

## 2. 投機フィーバー

ワシントンの連邦準備制度理事会 (FRB) は、恐慌のない新時代の基礎とされた機関だが、金利を引き下げて、株式市場のブームに火をつける結果を招いている。1925年の利下げは、イングランド銀行を支援することを意図したものだ。イギリスが、第一次大戦前の交換比率で金本位制度に復帰して悲惨な状況になり、金の流出に苦しんでいたからだ。1927年夏にも FRB は、フランスとドイツからも支援を受けたイギリスの圧力に屈して、再び利下げに踏み切り、公定歩合を過去最低の3.5パーセントにした。

アムステルダムでは17世紀初めから使われていた「マージン・ローン」と呼ばれる、投資家に対する証券担保融資が、19世紀半ばにヨーロッパで証券会社などに対する「コール・ローン」の仕組みに発展し、1920年代ニューヨーク市場で、それまでのどこの世界でも見られなかったほど広範囲に利用された。

「コール・ローン」は、証券会社が顧客から預かった証券を担保として銀行に差し入れ、銀行が証券会社に資金を提供する仕組みであった。この融資が「コール」と呼ばれたのは、

銀行がいつでも返済を要求（コール）できるからである。「マージン」は、融資額の限度を決める担保証券時価の掛け目、すなわち安全のための余裕（マージン）のことである。マージン・ローン、コール・ローンが株式市場に供給されたことは、投資家や証券会社にとって願ってもない幸運だった。資金力が乏しい投資家でも、実力以上に大口の取引ができ、出来高が膨らむからである。1920年代後半には、マージン・ローンの残高が相場の上昇とともに増加し、1927年の36億ドルから1929年には160億ドル近くに達していた。

1929年2月、FRBは加盟銀行に対して、「証券会社向けの証券担保融資は資金の運用先として適切だとは思えない」と警告したが、道義的説得は効果がなかった。マージン・ローンを抑えきれなくなった一因は、アメリカ企業や外国銀行による供給が増え、どちらもFRBの監督権限が及ばなかったことにある。企業は、配当コストが約4パーセントの資金を株式市場で調達し、余剰資金をコール・ローン市場で最高15パーセントの金利で運用した。この結果、投資家には株式購入資金が潤沢に供給され、株価が上昇した。『ノース・アメリカ・レビュー』誌に、「コール・ローンによって株式市場では、まさに好循環が生まれている」と掲載されている。

株価は、一本調子で上昇したわけではなく、何度かの暴落があった。しかし、その度に市場は持ち直した。そして、強気が市場を支配し、ついには全国民的な熱狂にまで達した。

フレデリック・L・アレンの描写によると、「夕食のテーブルごとに、人びとは突然財産を作ったという夢のような話を取りざたした。ある銀行家は、彼のわずかばかりの資本金を1ドル残らずナイルズ・ピードモンド・ポンド株につぎ込み、いまや一生困らない利益を得ていた。ある未亡人は、儲けでケネコットに大きな別荘を買うことができた。多くの人びとが、自分の運命を託している会社がどんな種類の会社なのかを知らずに投機をやり、そして儲けていた。・・・」

ダウ平均株価は、1921年8月の67ドルから、1929年9月の月平均362ドルまで、8年で5.4倍に値上りした。

新技術への投機家の夢は、強気相場のなかで十分に満たされることとなった。鉄道に代わって、自動車が経済の繁栄をもたらす機関車となり、同時に、投機の対象として好まれるようになった。フォードが発表したモデルAを一目見ようと、ニューヨーク本社には百万人以上が押しかけている。自動車への興奮は株式市場にも現れており、ゼネラル・モーターズの株価は、1925年から1928年の間に10倍に上昇した。

自動車より国民の関心を集めたのは、1920年にウェスティングハウスがはじめて製品化したラジオだけであった。電波がアメリカ全体に流行を伝えるようになった。新興のラジオ産業で圧倒的な地位を占めていたのは、ラジオ・コーポレーション・オブ・アメリカ（RCA）であり、ラジオ受信機の生産で最大手だった上、放送会社としても大手であった。同社の株価は、1921年に1.5ドルであったが、1928年には85.5ドルに急騰し、さらにポストン出身アイルランド系マイク・ミーハンが組織したプール（投資プール）の株価操作で、1929年には114ドルをつけた。

1927年チャールズ・リンドバーグが大西洋単独横断飛行に成功すると、新興の航空機産業に投機家の注目が集まった。ライト・エアロノティカル、カーティス、ボーイング・エアプレイン（1929年UA&Tに社名変更）が、株式市場で人気を集めた。

映画産業も投機家の人気を集めた。ハリウッドの映画産業は、無声映画からトーキーへの切り換え時期にあり、大手の映画会社は地位を強化し、利益を急速に伸ばした。

1920年代株式市場で最大の特徴になったのは、投資額を増やすために負債が使われたことである。マージン・ローンを使えば、投機家はどんな値嵩株でも買うことができた。負債の利用は、個人投資家に限られた現象ではなく、アメリカ企業の財務構造も、負債を最大限に利用するものになった。電力会社や鉄道会社は、巨大な持ち株会社のもとに統合され、何段階もの持ち株会社の構造がそれぞれの段階で負債を利用した。負債比率の高い企業の間で株式を持ち合ってピラミッド構造を作り、負債の効率を高めた。それぞれの事業会社が負債比率を極めて高くしていたので、事業会社の営業利益がわずかでも増加すれば、持ち株会社の利益率が大幅に高まる仕組みになっていた。

### 3. 崩壊

FRBは、前述のようにフランスとドイツから支援を受けたイギリスの圧力に屈して、1927年夏、公定歩合を過去最低の3.5パーセントに引き下げていたが、その後、投機ブームに直面して方針を変更し、1928年2月から数次にわたって公定歩合を引き上げ、1929年夏には6.0パーセントとなっていた。だが、マージン・ローンによって株式を買った時の利益はきわめて魅力的であった。相場が上昇を続けているかぎり、投機家はローン金利が高くなっても気にしなかった。

1929年9月3日ダウ工業株平均株価は最高値を記録した。しかし、この日「株価が頂上に達した」と想像した者はほとんどなく、イエール大学のアービング・フィッシャー教授やハーバード大学経済学会など、強気の見通しを公言していた。

1929年10月24日木曜日、後に『暗黒の木曜日』と呼ばれるようになったこの日、寄り付きから半時間の間に多くの銘柄が10ドルほど下落した。短期金融市場で信用が逼迫したわけではなく、銀行や証券会社や事業会社の破綻がきっかけになったわけでもないのに、いくつもの銘柄が「エア・ポケット」に突っ込み、買い注文がなくなった。

しかし、銀行業界の主要人物がJ・P・モルガン本社で会議を開き、市場を安定させる資金を供給してから市場は落ち着きを取り戻し、結局、ダウ平均株価は305ドルから209ドルへわずか6ドル低下しただけだった。

その週の残り2日の取引は比較的落ち着いていたが、10月28日月曜日、状況は一転して、悲惨な状況となった。ダウ平均株価は38ドル下落して260ドルになり、過去最大の下げ幅になった。この日一日外国銀行と大企業の貸し手は、コール市場から資金を引き上げようと必死になっていた。

10月29日火曜日、株式市場には寄り付きから売りが殺到した。追い証を請求された投機家が、株式を売却するしかなくなったからだ。立会場では、ブローカーがメッセンジャー

の髪の毛をつかんで引っ張り、別のブローカーは気がふれたような叫び声をあげて外に逃げ出し、ジャケットは破れ、替え襟は外れ、事務員が大声でわめき合った。この日は、強気相場でもはやされた銘柄が、特に大きな打撃を受け、後に「百万長者の大虐殺の日」と呼ばれるようになる。RCA株は月曜日に19ドル下がって40ドルとなっていたが、寄り付きから2時間で26ドルまで下落し、最高値からでは75パーセントを越える暴落になった。ゴールドマン・サックス・トレイディングは、60ドルで寄り付いたが、引け値は35ドルであった。関連投資信託のブルー・リッジは、数週間前には24ドルだったが、この日は10ドルから3ドルまで下落した。J・P・モルガンが設立した巨大な公益事業会社ユナイテッド社は、26ドルから19.3ドルに下落した。銀行株も、ファースト・ナショナル・バンク・オブ・ニューヨークは5,200ドルから1,600ドルに下がり、ナショナル・シティも455ドルから300ドルに下落した。

ダウ平均株価は、前日の260ドルから30ドル下がって230ドルとなった。

株価は11月半ばまで下落を続けたが、フーバー大統領は大暴落の影響を和らげるために素早く行動し、11月にはメロン財務長官が小幅な減税を発表した。金融当局もFRBは、10月31日公定歩合を5パーセントに引き下げ、2週間後にさらに0.5パーセント引き下げた。ニューヨーク連銀は、コール・ローン市場の急激な資金移動を監督した。マージン・ローン残高は、9月から11月までに50パーセント減少した。外国銀行と国内企業は、引き続きコール市場から資金を引き上げていたが、ニューヨークの銀行がその穴を埋めて、低金利で融資を提供したので、大暴落の直後には大手の銀行や証券会社の経営破綻は起こっていない。1930年4月ダウ平均株価は300ドルの壁を突破し、大暴落の安値からの半値戻しまであと一歩になった。

しかしながら、この反発は1930年春に終わりになった。その後、株式相場は下落を続け、1932年夏、ダウ平均株価41.88ドルの最安値をつけた。3年前に114ドルだったRCA株は2.5ドルまで下っていた。

1932年春、上院銀行通貨委員会が、1920年代のウォール街の行動の調査を開始し、著名な銀行家を喚問して、投資プール、相場操縦、インサイダー優遇、部外者の冷遇、脱税、法外な報酬などを、容赦なく暴露した。

ルーズベルト大統領は、それまで投機家が享受してきた自由を制限する政策を実施した。1933年「グラス・スティーガル法」によって、投資銀行と商業銀行が分離された。一年後「証券取引法」が制定され、株式プール、インサイダー取引、相場操縦が禁止された。FRBには、マージン・ローンを制限する権限が与えられ、証券取引委員会（SEC）が設立され、資本市場を監視する任務をになうこととなった。

ルーズベルト大統領のニューディール政策は、1920年代の勝手気ままな個人主義を否定し、経済の方向を政府が管理する仕組みを導入したものである。市場原理に代わって、連邦政府の福祉・住宅・雇用制度、銀行預金保険、物価・所得政策、最低賃金制などが導入された。投機は、対象が株式であれ、債権であれ、土地であれ、市況商品であれ、もはや

経済で中心的な役割を果たすとは見られなくなった。

(エドワード・チャンセラー前掲書, 野口悠紀雄前掲書)

## 5. 1980年代日本の「バブル経済」

### (1) 「バブル経済」の形成

日本の「バブル経済」の根本原因は、昭和60年（1985）「G5プラザ合意」以降の政府・日銀の経済政策にあり、特に昭和62年（1987）2月からの超低金利政策が直接的な原因であったことは、今日では衆目の一致するところである。過剰流動性となってダブついた資金が、株式市場に流れ株価を押し上げ、次いで不動産市場に流れ込み、地価を高騰させた。企業は、株式の価格が上昇することにより、株式市場で増資、転換社債、ワラント債などエクイティ・ファイナンス（株式発行を伴う資金調達）が容易になり、また、地価の上昇により担保価額が増大し、銀行借入が容易になる。実際にこの時期、大企業のエクイティ・ファイナンス額は60兆円、建設・不動産業の銀行借入額の増加は30兆円に上った。こうした「資産効果」で得た資金が、積極的な設備投資のほか、再度、株式・不動産市場に流れ、スパイラルに「バブル」を膨らませることとなった。

また、多くの国民にも、株式や土地の値上がりで、金持ちになったような気分になって、消費支出を増大させるといふ現象として、「資産効果」が現われた。人々は、こぞって「ひとクラス上」の消費生活を目指し、高級家具、輸入高級ブランド品、大型乗用車・外車、高額絵画、ゴルフ、リゾートなど、とにかく「高級品であれば売れる」といふ「高級品ブーム」になったのである。

「バブル経済」の形成と崩壊は、象徴的には「株価」と「地価」によって示される。株式と土地の価格高騰とともに『バブル景気』が膨らみ、政府・日銀の金融引締め政策、地価規制政策によりその価格が低落し、バブルが収縮するとともに、『バブル景気』は終焉した。株価のピークは平成元年（1989）末、地価のピークは平成2年（1990）末頃である。

まず、「株価」について見ると、日経平均株価は、『バブル景気』直前の昭和61年（1986）9月には18,200円であったが、翌62年（1987）9月には25,300円、→63年（1988）9月27,600円、→平成元年（1989）9月34,600円へと上昇し、ピークは平成元年12月29日の38,915.87円である。昭和61年9月の水準に比べて、それぞれ1.39倍、1.52倍、1.91倍に上昇し、ピーク時は2.14倍となった。わずか3年間に、2倍以上になるという急騰であった。

次に、「地価」は、日本不動産研究所の「六大都市・市街地平均地価指数」で見て、同じく昭和61年（1986）年9月の水準を100とすると、翌62年（1987）年9月には135.0→63年（1988）9月161.3→平成元年（1989）年9月205.2→2年（1990）9月246.7へと上昇した。4年間で2.5倍という高騰であった。

地方都市の地価上昇は、東京や大都市に比べてマイルドで、上昇率も小さかったが、『バブル景気』が崩壊し、大都市の地価が低下し始めた後もジリジリと上昇が続き、一年遅れの平成3年（1991）9月頃が全国市街地平均価格のピークで、上昇率は昭和61年9月=100とする指数で154.3であった。

## (2) 「バブル経済」の背景

当時の日本経済は、経済成長率が高く、物価は安定しており、言わば“絶好調”であった。昭和60年（1985）9月22日「G5プラザ合意」（先進5カ国蔵相・中央銀行総裁会議）で、外国為替レートが1\$=250円から150円程度へ、大幅に切り上げられたことから、直後は、輸出不振により経済成長率（名目）が4%台に低下したものの、これはほどなく7%程度に回復した。同時に、物価上昇率についても、『いざなぎ景気』の時は、年率4～5%の上昇で、欧米先進国をいずれも上回っていたが、『バブル景気』の時は、年率1%未満で、欧米先進国と比較しても、ドイツと共にもっとも物価が安定している経済であった。したがって、日銀支店長会議において「日本経済は“絶好調”“申し分ない”」という表現が使われるほど“良好”と判断されていたのである。

しかし、大きな問題は対外バランスにあった。大幅な円切り上げにもかかわらず、対外バランスは容易に改善を見せず、為替レートの急激な変更に伴う「Jカーブ効果」もあって、逆に、貿易収支の黒字は、従来水準の2、3倍に増大してしまったのである。

わが国は、歴史的には長らく貿易収支の赤字に苦しんで来ており、貿易収支の黒字が定着したのは、高度経済成長を達成した『いざなぎ景気』以降のことである。黒字といっても数10億ドル、大きくても100億ドル以下、二度のオイルショック時は大幅な赤字に陥ったりしていたのであるが、趨勢的には徐々に拡大する傾向をたどり、昭和58、59年度には200～300億ドルになっていた。そこで、前述の昭和60年『G5プラザ合意』で、①ドル高是正、②貿易不均衡是正を目的として、円切り上げが実施されたのであるが、目論見に反して、円切り上げ後、昭和61年度897億ドル、→62年度760億ドル、→63年度789億ドルと、円切り上げ直前に比べて、逆に黒字が2、3倍に拡大してしまったのである。

円切り上げ後に、日本の貿易黒字が大幅に増大したことから、貿易赤字で悩むアメリカを筆頭として、アジア、ヨーロッパ諸国から、貿易不均衡の是正を求める声が、一段と激しさを増すことになる。海外からは、①内需拡大による貿易均衡を求めると共に、②再度大幅な円切り上げの実施を求める声が高まり、実際に外国為替市場は、昭和61年度160円、→62年度138円、→63年度128円へと、もう一段の円高に進む兆候を見せ始めたのである。

## (3) 「緊急経済対策」と株価バブル

こうした国際環境を背景に、政府は、これ以上の円高は、輸出産業に致命的な打撃を与える恐れがあり、何としても避けなければならないと考えた。したがって、内需拡大による貿易均衡を目指すことが至上命令となり、絶好調な景気の下で、極端な金融緩和政策をそのまま継続し、加えて財政追加出動による一層の景気刺激策を実施することを決意したのである。すなわち、①日銀は、史上最低（当時）の公定歩合2.50%を、昭和62年（1987）2月から平成元年（1989）年5月まで、2年3ヶ月の長期間継続し、②政府は、6兆円規模の「緊急経済対策」の実施に踏み切った。

当時の企業収支は、空前の貿易黒字と『バブル景気』で、経常利益が倍増するという高利

益を享受しており、民間資金は十分に潤沢なところへ、政府が、対外バランスに気を取られ、超金融緩和政策を取り続けた上に、目いっぱい財政追加支出まで実施したために、ダブついた資金が証券市場や不動産市場に流れ、「バブル経済」を招いたのである。

オイルショック以降、わが国経済は既に安定成長時代に入り、もはや次々と工場を新增設するような時代ではなく、実物投資の機会が小さくなっていったので、企業は、滞留した余剰資金を金融資産の運用による収益の追及に力を入れるようになった。株式投資や投機性の高いデリバティブ（金融派生商品）等への投資による「財テク」（財務テクノロジー）がブームとなり、「『財テク』をしない財務部長は去れ」とまで言われた。

金融機関も実物投資の資金需要が減少して、貸出先に困るようになり、銀行間で貸し込み競争が展開されるようになった。その結果、自ずから金融機関の融資基準や審査基準が甘くなり、大して財務体力や信用力のない企業までが、金融機関から容易に融資を受けられるようになった。こうして、企業は自らの余剰資金だけでなく、金融機関から野放図の融資を受けて株式投資やデリバティブ投資を行う事態となり、これが「株価バブル」を大きく膨らませたのである。

#### （４）『地価神話』と地価バブル

次に、「地価バブル」を解明する上で、まず、金融機関の伝統的な土地担保融資について、特筆する必要がある。「バブル経済」形成途上まで、「土地は値下がりしないもの」という『土地神話』が普遍的に信奉されていた。実際に戦後40年以上、一時的な踊り場はあったにしても、土地価格は趨勢的に右上がりであり、取得価格と時価との間に差が生じていた。企業の帳簿価格即ち取得価格と、時価の差として、含み利益が大きいことが、企業の財務体力の評価を高め、信用力の源となっていたのである。従って、金融機関も、土地を担保にして融資を行えば、万一の場合も貸付金の回収に懸念がない、と考えていた。

『バブル景気』初期における東京都千代田区、港区などの都心商業地およびオフィス街は、活発な消費支出と海外企業の日本進出に伴う旺盛な実需要があった。わが国が米国に次ぐ世界第二位の産業大国となり、グローバル化が進展すると共に、海外からのビジネス客の往来、営業所・支店開設や宿泊、交流などが活発化し、国際都市東京のホテルやオフィス需要が高まり、土地やオフィスの賃貸料が高騰した。そのため、従来から都心部に本社を構えていた大企業が、新宿、池袋など副都心へ脱出したり、外国大使館が敷地いっぱいに高層賃貸ビルを建設にするニュースが相次いだほどである。

金融機関は、こうした都心のオフィスブームをスタートラインとして、『土地神話』を信じ、目一杯の土地担保融資を拡大させることになるのである。『バブル景気』期の全国銀行の建設・不動産業向け貸出残高を見ると、昭和60年末（1985）の29.8兆円から平成元年末（1989）の60.2兆円へ、4年間で2.02倍に増大している。特に、昭和61年の24.2%増、平成元年の30.0%増が大きい。同じ4年間に、建設・不動産業を除く全産業への貸出し残高が、192.9兆円から294.5兆円へ、1.53倍の伸びであるのと対比すると、建設・不動産業向けの2.02倍増は際だって

いる。

以上の通り、『バブル景気』期における金融機関の建設・不動産業向け貸出しが突出していたことは歴然としていと言わざるを得ない。銀行から融資を受けた建設・不動産会社が、土地を買いあさった結果、地価が高騰し、その高騰により担保評価額が増大した土地を担保にして、銀行から融資を受け、さらに土地を買いあさり、地価が高騰するというスパイラルなメカニズムにしたがって、際限ない銀行融資の拡大と地価高騰が進行し、「地価バブル」が形成されたのである。

#### (5) 「バブル経済」の崩壊 —— 株価の下落

記録的な高値を更新していた株価は、日銀の金融引き締めを受けて頭打ちとなり、やがて低落に転じ、さらに、追い討ちをかけるような公定歩合の引上げにより、底無しの暴落へと落ち込むことになる。

『バブル景気』期前半の昭和61年度(1986)～63年度(1988)は、消費者物価の上昇率が0.1%～0.7%というように、物価は極めて安定していた。その後、平成元年度(1989)は2.2%の上昇を示し、続く平成2～3年度は3.1%～3.3%の上昇と、上昇傾向を辿り始める。日銀は、平成元年度の物価上昇の兆しをいち早く捉え、平成元年(1989)5月31日公定歩合の引き上げに踏み切った。2年3カ月続けた史上最低(当時)の2.50%の超低金利政策に終止符を打ち、0.75%引き上げ、3.25%とした。理由は、「景気の加熱を防止するため」とされ、以後、金利引き上げ、金融引締め政策に転ずるのである。

一般に、金利が上昇すれば、他の金融商品の利子率が上昇するのに対し、株式の利回り率は相対的に低下するため、ポートフォリオ・セレクション(最適投資選択)の結果、株価は下落するとされている。実際に、この公定歩合引き上げにより、日経平均株価は、平成元年(1989)5月末の34,267円から、翌6月末32,949円へ低下した。しかし、7月末には34,954円に戻し、更に9月末には35,637円の高値をつけた。日銀は、10月11日公定歩合を再度引き上げ、3.75%とするが、株価は11月末37,268円と上昇を続け、12月25日第三次引き上げで公定歩合を4.25%とした直後の12月末、株価は38,916円を記録した。これが今日に至るまで株式史上空前絶後の最高値となった。

年が明けて平成2年(1990)になると、さしもの株価も低下に向かい、1月末37,189円、2月末34,592円となった。このように、株価は低下に向かっていたが、日銀は3月20日公定歩合を5.25%へ第四次引き上げを行ったため、株価は3月、4月末3万円台を切り、一時若干持ち直したものの、更に、追い討ちをかけるように8月30日公定歩合を6.00%へ第五次引き上げを行ったため、株価は9月末20,984円まで低落した。この株価は、『バブル景気』初期の昭和62年(1987)2月末の株価20,777円の同水準であり、「バブル経済」で膨らんだ株価を、完全に元的水準に戻したことになる。

## (6) 地価の下落

六大都市の市街地価格は、昭和61年（1986）12月「バブル景気」に入ってから4年間で2.5倍に高騰した。この上がり過ぎた地価の是正を求める国民世論を背景に、政府が次々と打ち出した地価規制政策により、地価は、平成2年（1990）末頃をピークとして、下落に向い出すこととなる。

まず、昭和62年（1987）2月設置された「新臨時行政改革推進審議会」（新行革審）の内部に「土地対策検討委員会」（土地臨調）が設けられ、首都圏を中心とする地価高騰問題への対応を基本課題として、活動を開始した。同年6月「国土利用計画法」の改正により、「土地取引監視区域制度」が強化され、監視区域内での一定規模以上の土地取引については、都道府県知事へ届け出ることが義務づけられた。これによる平成元年（1989）における全国の届出161,580件のうち、30.9%の取引が、取引中止の勧告や価格引き下げなどの指導を受けており、地価の沈静化にかなりの効果を上げたと言われる。

次いで、平成2年（1990）4月、金融機関の「土地融資総量規制」が実施された。前述のように、銀行の土地融資がスパイラル状に地価高騰を招いていることから、それまでの「土地融資銀行聴取」から「土地融資総量規制」に強化したものである。その後、建設・不動産業への銀行融資の伸びは、それまでの年率12%~30%の伸びから、4%~7%の伸びへ極端に鈍化することになる。

更に、平成3年（1991）1月「総合土地政策推進要綱」が定められた。この要綱では、地価について、「土地の利用価値に相応した適正な水準まで引き下げる。特に、住宅地については、中堅勤労者が相応の負担で、一定水準の住宅を確保し得る地価水準にする」ことを掲げた。この要綱を実現するため、土地税制改革や都市計画法の改正等を推進することになり、平成3年度（1991）の税制改革で、土地税制全体について抜本的改革が行われた。それまでの土地税制が、①譲渡益課税の減税特例措置、②固定資産税の実効税率が低いこと、③相続税評価額が実勢価格より低いことなど、土地所有者に有利になっていたことが、国民の土地執着を生み、土地神話や土地投機の温床になり、「バブル経済」を招く一因となったとし、そこで「地価バブル」退治のため、①地価税（一定面積以上の土地所有者等に公示価格の80%基準で課税する国税）、②特別土地保有税（投機的土地取り引きの抑制と土地の有効利用を促進するため、利用計画のない一定面積以上の土地所有者に取得価格基準で課税する市町村税）などを導入し、土地課税を大幅に強化した。

その結果、地価は、昭和61年（1986）9月を100とした六大都市の市街地価格指数で見て、平成2年（1990）9月の246.7をピークに、平成3年（1991）以降一貫して低落を続け、7年後の平成10年（1998）3月には100.0と、完全に『バブル景気』前の水準に戻ったのである。

## 6. おわりに (要約)

(1) 「投機」は、短期的な思惑による市場価格の変動から生じる差益、すなわち資本利得 (capital gain) を目的として行われるのに対し、「投資」は、比較的長期的な観点から、事業経営や生産活動の成果としての収益、利子、配当など、事業利得 (investment income) を目的として行われる点で、概念としては、両者は明確に峻別される。

しかし、現実の経済では、例えば証券市場で、ある企業が、革新的な新技術・新製品の事業化に成功したり、有望な新事業に進出することにより、ファンダメンタルな評価として株価が上昇する場合と、投機の結果として株価が上昇する場合との区別は難しい。

革新的な新技術、新製品や有望な新事業進出などは、常に多数の投機家が競って着目するところであり、長期的にファンダメンタルな評価が定まる前に、わずかの情報が漏れただけで思惑買いの対象となる。

(2) 「投機」フィーバーは、中世のイタリア都市国家の「国債」投機から、オランダの「チューリップ」投機、イギリスの「潜水会社」投機などから、近年の日本の NTT 株投機、アジア新工業国の通貨投機、米国のインターネット株投機など、時代が変わり、経済が変わり、国が異なっても、相変わらず同じように繰り返されている。

「投機」フィーバーの中で特筆すべきは、フランスの「ミシシッピー会社」、イギリスの「ダリエン会社」「南海会社」、1920年代アメリカおよび1980年代日本の「バブル経済」である。これらは、「投機」が金融機関と結び付き、システムテックに「価格高騰が通貨供給量を増大させ、その結果さらに価格高騰する」という経路で、循環的、自己実現的にバブルが膨張するという「スパイラル・バブル」である。

① 「ダリエン会社」「ミシシッピー会社」では、自社株を担保にして銀行券を発行し、株式購入資金を融資した。株価が上昇すれば、紙幣の発行額を増やし、その増刷された紙幣が株式に投資されるので、際限ない株価高騰がもたらされた。

② 「南海会社」では、国債を自社株に転換する特許が与えられ、国債を株式の時価で換算して株式を交付した。新株発行枠の中で、国債保有者に交付されなかった残りの株式は、市場で売却することができたので、南海会社は、株価が高いほど、国債保有者に交付する株数が少なくなり、市場で売却する株数が増えるので、有利となった。同時に、前掲2社と同様、自社株を担保として、株式購入資金を融資した。

(3) 「投機」は、大なり小なり、すべて「バブル」であり、「スパイラル・バブル」といっても、実物経済とは一線を画するものである。しかし、1920年代アメリカおよび1980年代日本の「スパイラル・バブル」は、一国経済を圧倒するスケールの大きさで、まさしく「バブル経済」と命名すべきものである。前掲「スパイラル・バブル」3社は、基本的にそれぞれ1企業が中心となって引き起こしたものであるが、アメリカ、日本の場合は、銀行・証券・保険業など、ほとんどすべての金融機関が「スパイラル・バブル」形成の循環シス

テムに組み込まれ、想像を絶する巨額の資金が供給された。そのため、あらゆる産業の全ての企業、全ての職業・階層の人びとが巻き込まれ、行き着くところ、高度に発達した世界有数の経済大国アメリカ、日本の一国経済社会を席卷したのである。

- ① 1920年代アメリカは、「新経済」（ニュー・エコノミクス）への期待、「分割購入」という新しい消費者信用や「割引現在価値」による新しい株価評価方法の登場、および金流出に苦しむイギリスの圧力を受けたFRBの低金利政策などを背景としてニューヨーク・ウォール街で大強気相場が展開された。証券担保融資である「コール・ローン」「マージン・ローン」により、銀行から巨額の資金が株式市場に供給され、空前の株価高騰をもたらした。銀行融資と株価高騰の巨大な「スパイラル・バブル」が形成され、アメリカ国が巻き込まれて「バブル経済」となった。
- ② 1980年代日本は、貿易不均衡是正、円高防止、内需拡大を目的とした低金利政策・財政出動が過剰流動性となって余剰資金を生み、それが株式市場・不動産市場に流入して、株価、地価を高騰させ「バブル経済」となった。企業は、高騰した株式市場でのエクイティー・ファイナンスによる資金、および、高騰した土地不動産を担保として金融機関から調達した資金を、再度、株式および土地不動産に投入し、さらなる株価、地価の高騰を招いた。こうして、エクイティー・ファイナンスおよび土地不動産担保金融機関融資と株式および土地の価格高騰という巨大な「スパイラル・バブル」に一国経済が蹂躪された。

(4) わが国経済は、「バブル経済」崩壊後10年を経て、今なお立て直しができない。この長期不況の背景にあるのは、「バブル経済」の崩壊に伴って発生した膨大な不良資産、不良債権である。100兆円を越す大規模な財政資金を投入した経済対策や、異例の「ゼロ金利」など超金融緩和政策の実施にもかかわらず、所期の成果を上げられず、「ケインズ政策は死んだ」などと言われるのは、ひとえにこの膨大な不良資産、不良債権が存在するからである。

(5) これまでの60兆円に上る公的資金の投入や、大蔵省解体など金融財政行政機構の改革により、不良債権問題をめぐる金融機関の救済や信用システムの再建は、一般にひとつの山を越えたと見られている。確かに、株式やその他有価証券などの流動資産に関する不良資産・不良債権問題はようやく整理が進んできたと思われるが、土地などの固定資産に関しては、今なお「土地バブル」時代の高い帳簿価格が継続し、時価との差が「含み損」として凍結されている。

今後、早ければ平成15年（2003）にも導入が予定されている「時価会計」や「減損会計」が実施されれば、その「含み損」が洗い出されて、新たな損失や不良資産問題が表面化し、再度、金融機関に対して債権放棄要請や元利金返済延滞など、新たな不良債権問題が発生する可能性が大きい。これまでの主として株式など流動資産のキャピタル・ロスを起因とする不良資産・不良債権処理を「バブル清算＝第一ラウンド」とすれば、これから土地な

ど固定資産のキャピタル・ロスを起因とする不良資産・不良債権処理という「バブル清算＝第二ラウンド」を迎えることになる。

- (6) 「バブル経済」崩壊後、平成の「10年大不況」——失われた10年——といわれるが、今後「バブル清算＝第一ラウンド」を迎えることになれば、さらに同様の長い年月を要することが懸念され、「バブル経済」の形成期から通算すると、四半世紀を費やすことになる。時あたかも、有力百貨店や建設会社などの金融機関に対する新たな債権放棄要請が報道されており、わが国経済を蝕んだ「バブル経済」の影響の大きさに驚嘆せざるを得ない。

グローバル時代、情報化時代を迎え、一般的に詐欺的な投機、情報偏在による投機などは生じにくくなる考えられが、一方で、ヘッジ・ファンドのような巨額の国際投機資金が、デリバティブ市場、通貨・為替市場、株式市場、債権市場などを狙っており、市場の不安定性は高まったとも言える。市場の自由性確保と、市場の安定性確保のための規制は、相矛盾した困難な課題であるが、わが国が四半世紀にわたって苦しんだ1980年代「バブル経済」の研究を深め、今後、世界のいずれの国においても「スパイラル・バブル」の再現を許すことのないよう、注意深く監視する必要がある。

<引用文献・参考文献>

- 拙著 「『バブル景気』から平成の『10年大不況』まで」  
愛知淑徳大学現代社会学部論集第5号，2000年3月
- 経済企画庁 「経済白書」平成3年度版～10年度版  
「日本経済の回顧と課題」，1998年版  
「国民経済計算年報」平成11年版  
「月例経済報告」
- 高橋乗宣 「『経済白書』で読む奇跡の50年」日本実業出版社，1995年7月  
「'99日本経済本当はどうなのか」ダイヤモンド社，1998年11月
- 吉富勝 「日本経済の真実」東洋経済新報社，1998年12月
- 東谷暁 「日本経済常識のウソ」文芸春秋，1998年10月
- 日経新聞 「日本経済 TODAY」日本経済新聞，1995年10月
- 日本銀行 「国際比較統計」1998年
- 東洋経済 「経済統計年鑑'99」東洋経済新報社
- 奥村洋彦 「現代日本経済論」東洋経済新報社，1999年5月
- 野口悠紀雄 「バブルの経済学」日本経済新聞社，1992年11月
- エドワード・チャンセラー 「バブルの歴史」日経BP社，2000年4月
- 加藤寛 「座して死を待つのか日本経済」ビジネス社，2000年6月
- 岩田規久男 「ゼロ金利の経済学」ダイヤモンド社，2000年6月
- 日経新聞 「金融迷走の10年」日本経済新聞社，2000年8月
- 北村龍行 「『借金棒引き』の経済学」集英社，2000年8月
- J. K. ガルブレイス 「経済学の歴史」ダイヤモンド社，1988年3月  
「20世紀を創った人たち」TBSブリタニカ，1999年11月
- 伊東邦春 「シュンペーターの経済学」創文社，1991年10月
- 宮崎義一・伊東光晴 「ケインズ／一般理論」日本評論社，1961年10月
- アダム・スミス 「国富論」岩波文庫，2000年5月
- 小澤善哉 「時価・減損会計」東洋経済新報社，2000年8月
- 澤昭人・濱本明 「会計ビッグバン」東洋経済新報社，2000年7月