

平成12年5月27日研究会レジュメ（古野報告）



## 『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』

E.チャンラー著 山岡洋一訳 日経 BP



プロローグ 遅れたものは悪魔の餌食 本著の原題、投機について

### 第1章 のバブルの世界・・・金融投機の起源

P29 1602、合同東インド会社が政府特許状付きの株式会社として設立、その19年後西インド会社が設立、16世紀からあった穀物、鯨、香料などの先物取引に加えて、1610設立の阿姆斯特ダム取引所では、あらゆる種類の金融商品と金融サービスが株式の先物も含め売買された。

P37 16世紀半ば、神聖ローマ帝国の大使としてスレイマン1世治下のオスマントルコに駐在していたオリエント・ビュルクが、ヨーロッパにチューリップの球根を持ち込んだ、

P42 「無窮の皇帝」は球根の帝王の地位を維持していた。3年前に2000グルトンで取り引きされ、ブームの頂点には6000グルトン（当時の平均年間賃金は200-400グルトン）でも売れた。本来なら、200アスしかない植物なのだ。

P43 1637/2/3、チューリップ市場は突然暴落した。理由らしい理由と云えば、春が近づき、まもなく受け渡しの期日が来て、ゲームが終わる事ぐらいしかなかった。

P44 だが、チューリップ狂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。チューリップ狂の歴史を書いたN.W.ホスチューマスによれば、「オランダ共和国の西部で混乱が起こった」程度だと言う。

P54 シュパーターは、投機の熱狂が通常、新しい産業や新しい技術が登場し、それらの可能性が過大に評価され、新規事業に引き付けられる資金が過剰になった時に発生すると指摘している。

### 第2章 Exchange 通りの株式取引・・・1690年代の起業熱

P62 1688名誉革命でHolland総督のOrange公Williamが王位に就いた後、1693政府借入を議会が保証(後の国債)、1694BOE設立、紙幣発行、1696政府短期証券登場、1704約束手形法制定、これらはHollandの影響を強く受け、「Holland金融」といわれた。

P67 1687企業設立の爆発的なboomが起こった。W.フィッスがカリブ海のスペインの沈没した装甲船から32トンの銀と宝石を引揚げ、出資者に多大の配当を齎したのがきっかけ。

P98 ひとつ前の時代のHolland共和国にも、後の時代のAmericaにも、投機に熱中する同様の気質がみられる。冒険的な事業と大胆な行動を好む国民は、投機に走る傾向が強い。第二の政治的要因として、政府の干渉を受ける事なく投機が拡大していく状況が条件になる。1690年代の経済思想を見ていくと、自由市場の思想が湧き起こっており、後のAdam Smithの著作の先駆けになり、それに影響を与えている事が分かる。



### 第3章 忘れてはならず、許してはならない南海の愚挙

P109 伴りの計画は、フランスのものに比べれば、かなり控えめであった。南海会社の経営陣が、政府債務の肩代わり、言い換えれば「民営化」を提案し、各種の年金型国債を自社の株式に転換する事に合意した。

P121 投資家の非合理性を示す例としては、南海会社の価格上昇が特にひどかった訳ではない。1720/1 に南海会社が計画を発表するまえにも、いくつかの（泡沫）株式会社が設立された。

P122 泡沫会社は1月の5社に始まり、2月23、4月27、5月19、6月87と増加、事業も英国のすべての厠の汲み取りを集めて硝石を採るとか、英国中の葬儀を一手に引き受けることを約束するとか、果ては「きわめて有益な事業を行うが、それが何かは誰も知らない」事業までであった。・・・1720に設立された190の泡沫会社のうち、生き残ったのは4社に過ぎない。うち2社はRoyal ExchangeとLondon Assuranceだった。

P136 Marlborough 公爵婦人の Sarah は極めて聡明で、5月後半に南海会社株を売り払い10万ポンド近い利益を確保した。・・・直系の子孫に当たる W.Churchill は暴落の前に利益を確保したのは彼女に「恐ろしいほどの常識」があったからだと述べている。

P140 南海会社の経営陣は、政府要人に働きかけ、特許状に書かれた以外の事業への多角化を禁ずる「泡沫会社法」の制定、事業を多角化していた泡沫会社3社に対する訴迫令状の発行を行った上に、南海会社の配当を3割に引き上げ、その後12年間5割にすると発表した。これで一時株価は持ち直したが、逆に特許会社の信用不安を増幅させ、下落した。

P149 南海会社の取締役が1720年にあげた利益を没収する法律が、議会で可決された。・・・これにより2百万ポンド以上が没収され、E. Gibbon も96千ポンド没収されたが、その孫で歴史家の Gibbon は、過去に溯って効力を持つこの法を、「悪質な自由の侵害」だと非難した。

P150 I.Newton は、相場が上がりきらないうちに株を売却し、相場の頂点で買い戻した為2万ポンドの損失を被った。死ぬまでこの話になると顔が青ざめたといわれる。

P151 投機に負けた者の嘆きの声は大きかったが、南海の泡沫が破裂した後の不況は、それほど深刻にはならず、長引く事もなかった。商人の損失は限られていた。おそらく、全体としてみても、商人は第4回の現金募集に応じていないし、暴落の前に株を売っていたからだ。

P156 Schumpeter は1720の出来事を、それまでの30年間の金融革新との関連で捉え、「後世のこの種の熱狂と同様、それ以前の時期の革新によって経済構造が変わり、既存の秩序が混乱した事に起因している」という。・・・Neill は更に洗練させて、「非合理的な熱狂や、大掛かりな詐欺と決め付ける訳にはいかない。・・・バブルの原動力となったのは、政府の戦時の債務を、簡単に引き引きできる低利回りの長期証券に交換する過程の技術的な問題」と。

P158 南海会社は名前こそ仰々しいが、実際には南アメリカとの貿易で利益を上げる見通しが立っていなかった。同社株の価値はすべて、同社が政府から受け取る金利によるものだった。

P159 しかし、Neill のいう合理的投資家とはリスクをリターンで相殺し、入手可能なすべての公開情報を検討して、自らの資産を最適にしようとする人たちであるが、この戦略で成功を収めるには市場の流動性が不可欠であり、パニックになると、合理的投資家が売ろうとする時に、買い手が消えてしまうのだ。



#### 第4章 愚か者の黄金・・・1820年代の新興市場

1820 前半 南アメリカへの投資熱、国債、鉱山、鉄道、牧畜等

1825 boom は終わり、破綻続発

P195 新興市場の投機は、景気循環の中で、国内で債券の利回りが低下すると共に資本が過剰になる時期に、外国への投資が特に魅力的になって起こる傾向がある。これが初めて現れたのが 1822 から 25 に掛けての投機の熱狂の時で、これを境に、投機と景気循環が密接に関係するようになった。

#### 第5章 迅速な通信の手段・・・1845の鉄道狂

1790 運河を対象とする投機熱

1845 鉄道建設 boom、新規公開鉄道株に対する投機

P230 1846/10 歴史家の T.カーイルが、それまで 1 年間に鉄道株の時価総額が推定 6 千万ポンド以上下落し、エセター市だけでも 8 百万ポンド以上の損失が出たと書いている。



#### 第6章 「誤魔化され、魔法をかけられ、悪魔に取り付かれ」・・・金メッキ時代の投機

P248 リスクを好む傾向は極めて強く、時代を経ても消える事はなく、アメリカの活力の源泉になっている。19 世紀後半の株式相場暴落の後、ロンドンの「スペクテーター」誌によると、アメリカの百万長者は、失うものが何もないかのように株の買い占めに乗り出し、失敗すればそれも運命と割り切って一介の事務員として働く、仔りし人なら、確かに投機に手を出すのが、貧困に陥るのを恐れる、フランス人なら、無一文になる前に銃で自殺すると、



P250 アメリカに広がる広大な原野は、格好の投機の対象になった。建国の父の多くは、土地投機家であった。ワシントン西部の土地を買ってミシシッピ-会社と言う会社を設立している。

ワシントンは 25 万平方呎の伊利ノイの土地をめぐる投機に関与した。P.ヘンリーはジョージアで 4 万平方呎の買収を図った会社へ出資している。ジェファーソン、ハミルトンも然り、

P267 南北戦争の時代に投機家が全体で何人いたのかははっきりしないが、1850 年代に株式と債券を保有していた 20 万人よりはるかに増えたというのが、当時の見方である。

J.ゴールド、フィスクの時代・・・鉄道株、金投機



## 第7章新時代の終わり・・・1929年の大暴落とその影響

P306 「株価は一段と高い高原状態にしっかりと定着したようだ」と Yale 大学の著名な経済学者、I.Fisher が 1929 年秋に論じた数週間後に D.J 工業株平均は 30%以上暴落した。1932/7 には 90%近くの下落となった。

P307 「新時代」論は、1901/5Northan Pacific 株買い占めに起因する暴落でいったん終わりを告げたが、1920 後半には更なる説得力を持って再燃した。即ち、1913 連邦準備制度の設立により景気循環が過去のものとなった、自由貿易が広がりインフレ率が低下、生産性向上により在庫水準が低下、1920 初めの赤狩りと労働争議の後労働者が従順になった、1920 の禁酒法の効果、云々

P313 新時代の主張以外にも、1920 年代には株式に強気になる強い理由があった。クルリッ大統領は、人生に関しても経済に関しても、自由放任、気楽に行こうの姿勢をとっていたし、NY財務長官も同意見だった。

P314 労働者は付加価値の分配比率を維持できず、20 年代を通じて労働分配率は低下したが、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消費財の需要が維持された。・・・さらに当時一般的だった消費者信用にマージンローンがある。

P319 株式の投機家の二大グループは、自動車会社の経営者からなる「デトロイト衆」とアイルランド系アメリカ人で、後者の一人ケネディ大統領の父親も大暴落前に売りぬけた。

P322 J.Galbraith 曰く、「1929 年の株式投機で目立つのは、参加者が多かった事ではない、文化の中心になった事である」。

P331 持ち株会社構造がとりわけ無茶な形で使われたのは、投資信託である。・・・1928 年だけで 200 を越える投資信託が設立された。

P335 マッケイの「常軌を逸した・・・」の 1932 年版の序文で、B.ハルークは 29 年にアメリカの投機家が、まさに群集心理に陥っていたと述べ、シーの格言を引用した。「個人としてはそこそこ分別があり、理性的であっても、群集の一員になると、全くの愚か者になる」・・・これは加什等の分析とも符合している。

P338 フェスティンガーによれば、集団は見返りより苦痛が大きくなるまで、認知的不協和の状態を維持する。株式市場では、この時期は、利益を求める貪欲よりも、損失への恐れの方が大きくなる時と考えられる。・・・この時期が 1929/9/3 で、ダウ工業平均株価はこの年の最高値を付けた。翌日、全米経営者会議の年次総会で、R.ハブツが株式相場の暴落が迫っていると予想（2 年前にも同じ予想をしたといわれる）したのをきっかけに値を崩した。

P339 この時訪米中の Churchill は執筆と講演で稼いだ 2 万ポンドを元手にマージン取り引きで株を買い、10/24 暗黒の木曜日に遭遇して 1 万ポンドを越える損失を被った。

P348 1932 年春、上院銀行通貨委員会が、20 年代ウォール街の行動の調査を開始した。・・・投資プール、相場操縦、インサイダーの優遇、部外者の冷遇、脱税、法外な報酬などが暴露された。

P350 M.ワルドマンは、「1929 年の株式市場の大暴落は極めて大きな出来事であったが、そ



れが大恐慌を齎した訳ではないし、大恐慌が深刻になった要因のなかで重要なものでもなかった」と述べ、共著者の A. シュワーツは金融引締めで 1929/8 - 33/2 の間にマネーサプライが 1/3 減少したのが原因とした。・・ただしこの分析では当初の主要銀行の破綻が担保不動産価格の下落と株式市場での損失によるものである事を軽視している

P351 P. キートン・カークは、大恐慌を国際的な視野から分析し、市況商品価格の下落、米国が欧州への最後の貸し手の役割を果たさなかった事が原因とした。・・M. ロバートはフーバーの政策が主因で、自由放任政策に問題があったのではなく、MON 長官の意見を無視し自由放任が中途半端であったことに問題があったとしている。

P356 1990 年代半ばには、20 年代の「普通株の文化」の表現をわずかに変えた「株式の文化」が姿をあらわした。約 5000 万人が株式を保有し、・・1920 年代の投資信託が 90 年代には Mutual Fund と名前を変えて成長した。・・新時代論に代わって「新パダ仏」、「ゴールディクス経済」が登場、景気循環消滅が主張された。

## 第 8 章 カーク・イ資本主義・・ブレット・ウッズ からマイケル・ミケツまで

P370 1950 年代の拝金主義を嫌う風潮は、大恐慌の記憶の為であり、大恐慌は経済の失敗にとどまらず、「時代の考え方の基礎が破綻した」のだとハイルブローは論じた。

P379 M. フリードマンは、政府が市場に介入すれば、意図が如何に正しくても、必ず有害な副作用を齎すと主張した。・・ほかに自由主義経済論の復活に寄与したアメリカの経済学者に効率的市場仮説理論を築いた人たちがいる。A. スミスの理論、ライプニッツの見方を源流とする。

P383 W. バリエットは「効率的市場論者は、市場が効率的になる時期が頻繁にあるという正しい認識から、市場が常に効率的だという間違った認識へと飛躍する。この二つは、天と地の開きがある」と。また効率的市場仮説の普及は、市場の効率性を低下させる。この世界では、金融資産の投資にあたって、高すぎる価格を支払う事は理論的にありえないとしているため、安心して価格を持続不能な水準まで吊り上げる事になる。

P387 1972/5 CME 内に国際金融市場が設立され、1 年もしないうちに CBT 内に株式オプション市場、75 に金先物と J. M. モーゲンザウ証券先物、76 にアメリカ長期国債先物、82 に通貨オプションの取引引きが始まった。・・1981 年には Y. エンが初めての債務スワップを組み立てた。・・いくつかの事例を見ると、派生商品の新市場を使えば極端に槓率効果の高い投機を行える点を市場参加者は素早く利用している。

P394 レガン政権の時代には、政府の規制は、教条的で根深い不信感の対象になり、「大きな政府」の一側面にすぎず、害悪を流しているとされた。

P405 分析の結果をみるなら、格付けが低下した企業の債券は、過去の債務不履行率から予想される損失を利回りの高さによって十二分に補える。・・D. B. ヲパールは株式公開企業の LBO にジャンク債を使うよう提案した (LBO 全盛の始まり)。

P424 1929/10 の暴落はマージン取引の株式を売却せざるを得なくなった事が一因だったが、87/10 には、プロダクト販売による売りの殺到が一因になった。

P427 1987/2 には、アメリカ株式市場の時価総額が 1 兆ドル減少したが、29 年の暴落とは違って、その後に経済危機が起こっていない。その理由として、87 年の強気相場が庶民を引き付ける「リトル相場」でないことがあげられるが、A.S.ミラーは株価が割高になっていなかったからだ指摘。

P430 レガン政権は苦境に陥った貯蓄金融機関に、規制緩和の妙薬を大量に処方、即ち、ブローカーを通じての大口預金の受け入れ、運用規制の撤廃（ジャンク債投資へ傾斜）。

P437 ジャンク債の質は低下し、債務不履行を隠す為に「利息累積型」の債券を多用された。

P444 87 年には相場が回復した為、長期投資こそ最高の投資戦略であり、株価が暴落しても恐慌が起こる訳でない事が示されたように思えた。

## 第 9 章 神風資本主義・・・1980 年代日本のバブル経済

P448 欧米人の「ドライ」で個人主義的に対し、日本人は「ウエット」、罪を感じる事なく露見した事を恥じるだけで、その根元には個人主義に対する不信感、社会への帰属意識と権威への服従がある。

P451 1920 から 30 年代初めに掛けての多数の銀行破綻の後、日本の当局は同じ失敗を繰り返さない姿勢を明確にしてきた。この結果、欧米に比しリスクを社会全体で負担する仕組みが遥かに発達している。

P452 投機の熱狂は、傲慢の現われである事が多い。このため、大投機熱は、一つの国から別の国に、経済の覇権が移行する時に起こる事が多い。・・・海外不動産投資、財テク。



P459 円高で景気が悪化した時期に低コストの資金を供給する為に、大蔵省が意図的にバブルを発生させたとする見方もある。

P461 1956 年から 86 年までに、地価は 5000%上昇したが、消費者物価は 400%弱しか上昇していない（土地神話）。・・・1920 年代のアメリカでも同様の事が起こった。

P464 プラザ合意、円高不況の懸念、マネーサプライの急伸

P467 NTT 民営化は南海泡沫事件を思い起こさせるものだった。

P473 不動産価格の急騰、含み資産重視、トビンの q の復活？

P476 10 月の株価暴落の後、野村の社長は、日本が相場の波乱を乗り切れたのは、日本がコンセンサス社会で一つの方向に動くのを好む事、日本人の心理は特に変動しやすく、陶酔から絶望に、その逆に、突然振れる事が多いからと（日本人特殊論）。

P479 人脈型資本主義、政界、官界、財界の「鉄の三角同盟」

P492 バブルが社会に与える影響は、当局にとって計算外であった。遅まきながらバブルを破裂させようと決意した時、当局者はバブルが経済に与える悪影響よりも、社会に与える悪影響を恐れていた。

P493 日本株は突如として崩落した訳ではない。1929 年、87 年の大暴落と違い、放置された風船のように徐々に空気が抜けていった。

P500 バブルの時代、資本コストが低かった為に膨大な設備投資が実施され、日本経済は設備

過剰に苦しむようになった。個人消費も資産効果が逆に回転した為減少した。

P503 バブル期に日本企業が海外で進めた派手な買収は、アメリカが伴リスを追い抜いて世界一の工業国になった頃、1901年のブーム期にアメリカが進めた海外資産の買収に良く似ている。

P504 おそらくバブル経済が示した教訓の中で、何にも増して重要な点は、市場リスクを政府が負ってくれるので安心だと投資家が信じるようになった時に、如何に危険かということ。エピローグ 経済学者の暴走

P518 店頭オプションは、投資家だけでなく、それを売買している投資銀行にとってもリスク要因になっている。1996/末時点、アメリカの大手10行だけで、金融派生商品の取引残高は名目元本で16兆ドル近くにのぼる。・・しかもロスが警告するように、ハッジが有効なのは市場の流動性が十分にある時だけである。

P531 FRBがLTCM救済に関与したのは、アメリカがアジア諸国の非難に用いる「仲間内資本主義」に似ている。

P533 ハッジファンドの多くは、金利の低い円で調達していた為、急に返済を迫られ10月の1週間で円の対ドル相場は20%も急騰した。

P534 LTCMが破産寸前となったのは、その基礎になった考え方が破産寸前だったからである。さまざまな資産の価格に関する過去の関係が、今後の投機の基礎とはなり得ない時に悲惨な結果となる。

P542 投機は混乱を齎す力なので、常に政府による制限を必要とするが、どのような鎖で縛り付けていてもそれを切って暴れ出す。経済の自由と制約の間で、振り子が振れる事になろう。(了)

## 古野のコメント

古今のバブルについて北ノードを交えて興味深く叙述されている。但し、ここでのバブルとは市場の熱狂とも言うべき観点で捉えられているようで、必ずしも景気循環との関連性は明確でない部分もある。近代資本主義が未成熟なチューリップ、南海泡沫の時代のみならず、1987のブラックマンデー及びその後の金融商品ブームも然り。したがって、バブル破裂が实体经济に与える影響も温度差がある。バブルと国民性との関連に付いても何れもバブルに陥り易いような記述があるが、更に検討を要する。

本著から読み取れるバブル発生の共通要因を挙げれば下記の通り。

- (1) 経済の発展(国民所得)がある程度の水準に達している、
- (2) 取り引き市場がある程度成熟し、投機も含め庶民のかなりの部分が参加している、
- (3) 財政上の理由等での政策的誘導、ないし政府の黙認がある、
- (4) 経済覇権の移行で国民に傲慢の気が芽生える、
- (5) 景気循環
- (6) 政策失敗

以上