

## 現代金融理論はなぜ 金融危機を見通せなかったのか

この夏もシカゴの街中の夜学のビジネススクールで教えている。大恐慌期に銀行強盗と失業者であふれた暗黒都市は、今やサービスマンやITに多角化した近代都市となり、失業率も全国平均より低く、表面的には経済危機の中にあるように見えない。ビジネススクールは不況期には学生が増える。私の授業も例年より多い二〇名の受講生があり、アメリカの資本主義の回復に希望を持ち、次のチャンスでのキャリアアップの可能性を語る学生の学ぶ態度は前向きだ。

金融学科の同僚に聞いても、金融市場の再生を信じる意気込みが伝わってくる。社会主義的な政府の介入はアメリカの資本主義の本質から外れ、納税者に負担をしわ寄せすることで不人気の政策となる。市場参加者の行き過ぎた行動を抑える規制の強化や、過剰なリスクテイクをもたらす報酬の仕組みの見直しは進むが、現在の金融機関国有化のような事態から早く出口を求めることで意見は一致しているようだ。

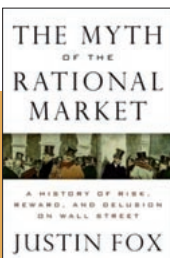
学校に行き帰りに本屋をのぞくと、金融危機関係の本がベストセラーにな

っている。一つはリーマンブラザーズやベアスターンズの経営破たんの実話ものだ。エンロンの時のような大企業の不正に対する強い批判の姿勢は少なく、この二社を時代の犠牲と捉え従業員がいかに最後まで頑張ったかという話が多い。多額の報酬を受け取っていた強欲のトレーダーたちの反省のない話を読まされるのはあまり面白いことではない。もう一つは、このような金融危機に至る市場の実態を見抜かず、危機への対応策も十分に見出せない現代経済学や金融理論への批判の書である。今回はこちらの代表的なものを紹介したい。

①はタイム誌の経済コラム執筆者が、現代金融理論の歴史について、大恐慌時のフィッシャーの金融理論から、マルコヴィッツなどの効率市場仮説に始まり、シラーなどの行動経済学的観点からこれを批判する陣営に至るまで、時系列で理論家達を取り上げ、さまざまな逸話に触れながら金融理論の発展をわかりやすく見通した良書だ。アロー、サミュエルソンやフリードマンなどの理論経済学者と、ミラーやマートンなどのポートフォリオ理論を発展させてきたファイナンス学者のさまざまな関係なども面白い。市場原理に論拠を置く規制緩和が始まって

から、一九八七年のブラックマンデー以来何度も起きる金融市場の危機と混乱が、効率市場仮説の前提を疑わせるに至っている。行動経済学などが市場参加者の非合理的な行動を解明しつつあるが、効率市場仮説に代わる金融資本市場全体を説明できる統一理論は未だない。その間にも今回のような大きな市場の失敗が生じ、そこに金融経済学の限界があることを著者は指摘する。

②は、投資市場の実態をよく理解する著者による、市場を透徹する実績を持つ賢人達の話である。ノーベル賞級の経済学者たちは今回の金融危機を見抜くこともできず、危機の対策も提言することのできなかった用なしとする。それに対して、数々の危機を生き抜いて多様な経験と信念に基づき五〇年にわたり市場で活躍してきたソロス、バフェット、ボルカーの三人を「賢人たち」と呼び、その偉大な足跡や思想をコンパクトに紹介している。著者は、金融市場は不完全なので野放図な市場参加者の自由に任せるのではなく、最低限の規制やルールに基づき、三賢人のように独自の哲学を持ち資本主義の本質を歴史的に洞察する人々により市場が運営され発展することを望んでいるようだ。



① **The Myth of the Rational Market: A History of Risk, Reward, and Delusion on Wall Street**  
Justin Fox  
Harper Business / 2009



② **The Sages: Warren Buffett, George Soros, Paul Volcker, and the Maelstrom of Markets**  
Charles R. Morris  
Public Affairs / 2009