

〔レフェリー付論文〕 米国当局の金融危機管理戦略の失敗分析－行動新制度派経済学からのアプローチ

メタデータ	言語: jpn 出版者: 明治大学商学研究所 公開日: 2011-04-15 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 折谷, 吉治 メールアドレス: 所属:
URL	http://hdl.handle.net/10291/10992

米国当局の金融危機管理戦略の失敗分析

— 行動新制度派経済学からのアプローチ —

Error Analysis of the Financial Crisis Management
by the U. S. Authorities:

An Approach from Behavioral New Institutional Economics

折谷 吉治

Yoshiharu Oritani

目次

はじめに

1. 金融危機管理戦略に関する基本的な認識
2. 行動新制度派経済学の概要
3. 新古典派経済学的戦略の失敗
4. 行動経済学的戦略の失敗
5. 取引コスト経済学的戦略の失敗

おわりに

はじめに

米国の金融システムは、2007年8月のサブプライム・ローン問題の表面化以降、動揺を始め、それが世界各国に波及して、2008年9月の「リーマンショック」に至ってからは、「米国発世界金融危機」と呼ばれる、戦後最悪の金融危機に陥った。このような金融危機発生の根源的原因を究明するため、バブルの発生と崩壊のプロセスなど実体経済と金融政策や金融機関行動との関係をはじめ、金融機関の監督・規制問題などについて、数多くの研究が行われている。

本稿では、そうした金融危機発生の根源的な原因ではなく、危機が発生してしまっからの米国金融当局の危機管理のあり方、すなわち「危機管理戦略」に焦点を当てて、金融危機が深刻化してしまった原因を検討する。というのは、金融危機も危機管理を適切に行えば、危機の発生を防ぐことはできなくとも、危機の深刻化を最小限に抑えることができるはずだからである。こうした観点からみると、米国当局は2007年8月の金融危機勃発以降、議会で金融救済法が成立するまでの約2年間、金融危機管理戦略で失敗を繰り返し、不必要に危機を深刻化させてしまったものとみることができる。

畑村(2006)の「失敗学」によれば、発生した結果から「失敗のからくり」を探る「逆演算」

という作業が大切とされている。本稿では、金融危機深刻化のプロセスでの失敗のからくりを理論的に逆演算するため、菊澤（2008 など）が提示した「行動新制度派経済学」を適用する。行動新制度派経済学は、経済学と戦略論とが一体となっており、戦略論としては「立体的戦略論」と呼ばれている。この理論の特徴のひとつは、戦略に基づく行動が展開される世界について、Popper（1972）に基づいて、3つの世界（「物理的世界」、「心理的世界」、「知性的世界」）が重なり合っているという意味で、「立体的世界観」に立っていることである。今ひとつの特徴は、3つの世界でのそれぞれの戦略は、3つの異なる学派の経済学（新古典派経済学、行動経済学、取引コスト経済学）を基礎としていることである。

このような行動新制度派経済学を適用した本稿での失敗分析は、他のすべての失敗分析と同様に、あくまでも「後知恵」に基づくものである。しかし、今回の米国発世界金融危機によって世界経済が受けた損失の大きさを考えると、後知恵に基づく失敗分析を十分に行い、失敗の経験を教訓にして、将来、同じような失敗をしないための制度構築につなげるべきである。とくに、今回の金融危機は、1930年代の大恐慌を契機に、通貨制度が金本位制から管理通貨制度へと移行して以来、初めてと言われるほどに深刻なものであっただけに、管理通貨制度のメリットを金融危機で十分に活かせなかったことに関する制度的欠陥を明らかにし、管理通貨制度の下での新たな金融危機管理戦略を模索することが必要と思われる。

1. 金融危機管理戦略に関する基本的な認識

まず、以下では、金融危機管理戦略に関する本稿での基本的な認識を述べる。具体的には、金本位制や管理通貨制度といった通貨制度の相違がもたらす、金融危機管理戦略のあり方における相違について述べたあと、今回の米国発世界金融危機の経過などについて概観する。

1.1. 通貨制度と金融危機管理戦略

金本位制と管理通貨制度では、金融危機管理戦略において基本的な違いがある。以下では、その理由について述べた後、金本位制から管理通貨制度へと通貨制度が移行したことによって、バブル崩壊などによる経済的損失に対する公的当局の対応は、どこまで可能になったかについての基本的な認識を述べる。

(1) 金本位制度と管理通貨制度の比較

そもそも、歴史を振り返ってみると、通貨制度が金本位制から管理通貨制度に変更されたのは、1930年代の金融危機への対応のためであった。金融システムの根幹にある通貨制度が「金本位制（gold standard system）」であるか、「管理通貨制度（fiat money system）」であるかということは、政府・中央銀行による金融危機管理戦略のあり方に大きな違いをもたらすものである。

すなわち、金本位制の下では、通貨供給量は中央銀行の保有量する金の量に制約されていたた

め、政府・中央銀行が問題に直面した金融機関を支援しようとしても限界があった。中央銀行は、仮に、金融機関が優良な担保を保有しており、「ソルベンシー (solvency) 問題」のない、単なる「流動性不足の状態」⁽¹⁾であっても、金保有量の範囲でしか「LOLR 機能 (Lender of Last Resort)」を果たすことができなかった。また、金融市場における金融資産の市場流動性を確保するため、中央銀行が金融資産を購入しようとしても、金保有量の範囲内でしか購入できないという制約もあった。

一方、政府も金融機関の資金流動性不足に対してはもちろん、資本不足に対しても十分な支援はできなかった。というのは、政府が金融機関を支援するための原資は、税金の徴収か国債の発行によるしかないにもかかわらず、金融危機の状況においては、民間部門には増税や国債購入に耐えるだけの資金力がないからである。唯一可能性のある中央銀行も、国債の購入は通貨供給量の増加につながるため、増加した通貨供給量の裏付けとなる金保有量の制約がある限り、国債の購入に限界があるからである。

こうした状況を打破するため、金本位制が放棄され、管理通貨制度へと通貨制度が変更された⁽²⁾。すなわち、管理通貨制度においては、中央銀行は金保有量の制約なしに、金融機関に対する LOLR 機能を果たすことができる。また、金保有量の制約なしに、金融市場で金融資産を購入することもできる。さらに、中央銀行は、金融機関が優良な担保を保有しておらず、ソルベンシーに問題がある場合にも、リスクを取って資本注入をする支援策について (あるいは価格低下の可能性のある金融資産を購入する支援策について)、金の保有量を考慮することなく、中央銀行の判断に基づいて行うことができる。

一方、政府についても、管理通貨制度においては、将来のインフレの危険性を除けば、中央銀行の金保有量の限界による中央銀行の国債購入の限界はなくなる。このため、政府は中央銀行による国債購入を前提にすれば、徴税や民間部門による国債購入の限界が制約となって、民間金融機関の支援が限界に達することはなくなる (金融資産の購入による金融市場の市場流動性対策も同様である)。

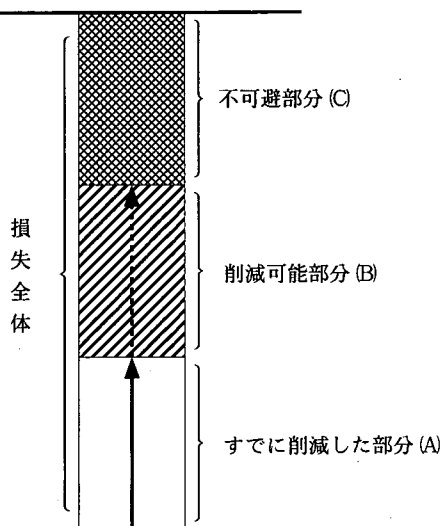
(2) バブル崩壊による金融危機の経済的損失

このように、金本位制から管理通貨制度への移行によって、各国当局は金融危機管理の能力を相当程度、高めることができた。しかし、今回の金融危機に対する米国当局などの対応をみると、管理通貨制度への移行によって可能となった金融危機管理能力の向上が、十分に活用されていない

(1) 「流動性不足」とは一時的な資金不足であり、資産売却などに必要な時間さえあれば、倒産には至らない状態のことである。これに対して、「ソルベンシー問題」とは、債務超過に陥った状態であり、時間を待っても資金不足を解消させることができないという意味で、支払不能の状態のことである。ソルベンシー問題は資本注入によってしか、解決することができない。

(2) このことをケインズは、1931年、イギリスが金本位制を離脱してから一週間後、「金の足枷を外したことを喜ばないイギリス人は、ほとんどいない。先週起きたこの大事件は世界金融史の新たな一章を開くことと信じる。乗り越えられないと思えた障害を崩せたのだ」(岩崎 (2009)) と述べている。

図表1 バブル崩壊による金融危機の経済的損失



いように思われる。

このことを図表1のイメージ図で説明すると、次のとおりである。まず、金融危機はバブルの崩壊などから生じるとすると、バブルの崩壊に伴う金融危機に対して、金本位制の時代には、政府・中央銀行は手の打ちようがないため、棒グラフの全体に相当する損失を甘受するしかない。実際に、金本位制の下では、深刻な金融恐慌が頻発した。

そこで、金本位制から管理通貨制度へ移行することによって、(A)の部分に相当する経済的損失は、削減することができるようになった。つまり、管理通貨制度になってからは、金融危機の深刻さの程度は緩和されており、金本位制下のような深刻な金融恐慌が発生していない。現に、今回の世界金融危機においても、各国当局は金融機関と金融市場に対する大規模な支援によって、金融危機が金本位制下におけるような深刻な金融恐慌に陥ることを防いだ。

深刻な金融恐慌に陥ることを防いだとはいえ、実体経済に相当の経済的損失をもたらしたことも事実である。このような経済的損失は、バブルが発生・崩壊した以上、甘受せざるを得ないものとの見方もある。しかし、(B)の部分に相当する経済的損失は、管理通貨制度のメリットを十分に活用すれば、削減可能なはずである。もちろん、バブル崩壊がもたらす損失のうち(C)に相当する部分は、制度をどのようにしても避けることのできない経済的損失であり、この部分の損失については甘受せざるを得ない。

なお、ここではバブルが崩壊した場合に生じる金融危機だけを念頭において、その損失を最小化できるかどうかについて述べたが、金融危機の発端は必ずしも、バブルの崩壊に限られていない。例えば、アジア通貨危機のような外貨資金の不足を発端とする金融危機の場合や、地震などの自然災害を発端とする金融危機の場合にも、こうした議論が当てはまる。

1.2. 管理通貨制度における金融危機管理戦略

以下では、管理通貨制度の下で発生した今回の世界金融危機に際し、各国通貨当局が管理通貨制度のメリットを活用して採用した様々な手段を概観する。また、今回の世界金融危機が震源地である米国において、どのような経過を辿り、どの時期に米国当局による金融危機管理戦略の失敗があったかについて述べる。その後、本稿での米国当局の金融危機管理戦略の失敗分析の目的について述べることとする。

(1) 金融危機への対応手段と公的当局

今回の世界金融危機に際して、各国の公的当局は管理通貨制度のメリットを活かした様々な手段で対応している。それらの対応手段は、図表2のように分類できる（個別手段の詳細については、日本銀行（2009a, 2009b）を参照）。

これらの対応手段を提供する公的当局は、何らかのリスクを負うことになり、そのリスクが顕現化した場合には、最終的には国民の負担となる。こうしたリスクの大きさについては、それぞれの対応手段によって異なっている。これを本稿での議論に必要な範囲でみると、通常、最もリスクが高いのは「公的資本の注入（capital injection）」⁽³⁾である。同じ「公的資本」とはいても、出資形態や商品性など個々のケースによってリスクは異なるが、基本的に公的資本の注入は「出資」である以上、「債権」のように返済が想定されていない。逆に、最もリスクが低いのは、「資金流動性」⁽⁴⁾の供給である。というのは、この場合、原則として担保を裏付けとした資金供給であるため、返済不能になっても担保割れの範囲でしかリスクを負わない対応手段である。両

図表2 公的当局の金融危機への対応手段

1. 資金の供給
① インターバンク市場における流動性供給
② 特定金融機関に対する流動性の供給
③ 公的資本の注入
2. 特定市場での資産買取り
① 直接的資産の買取り
② 民間銀行による特定資産買取り資金の供給
3. 銀行債務に対する保証
① 預金保険の対象範囲拡大
② インターバンク債務など大口債務の保証

(3) 「公的資本」と似た用語で、「公的資金」という用語も使われることがある。しかし、「公的資金」という用語は、ここでの対応手段の全てを含む漠然とした用語であり、本稿では使用しない。

(4) 「資金（キャッシュ）流動性」とは、支払に充てることのできる現預金のことであり、「市場流動性」とは、資産の市場での売却可能性のことである。両者の区別について詳しくは、白川（2008）第15章を参照。

者の中間にあるのは、CPなどの購入による特定の資産についての「市場流動性」の供給である。この場合、購入した資産の発行者が支払不能になるリスクを負うことになる。

次に、こうした対応手段を提供する「公的当局」についてみると、政府（財務省など）・中央銀行はもとより、国によっては預金保険機関や政府系金融機関も対応手段を提供している。また、対応手段とそれを提供する組織との関係を見ると、両者には一定の関係がある。すなわち、政府や政府系金融機関は、公的資本のようにリスクの高い対応手段を提供する一方、中央銀行は担保を裏付けにした流動性の供給など、相対的にリスクの低い対応手段を提供している。また、提供する手段のリスクを反映して、意思決定の権限についてみると、中央銀行の場合には、原則として中央銀行が独立して意思決定を行うことができる⁽⁵⁾。これに対して、政府や政府系金融機関の場合には、原則として議会の承認が必要とされている。これは、政府などが提供する公的資本はリスクが高く、国民負担につながる可能性が高いからであるとされている。

このように、金融危機への対応手段と提供する組織との間には、一定の関係ができており、そうした対応関係の枠組みとして、いわゆる「バジョットの金言 (Bagehot dictum)」と呼ばれる原則がある。この原則は、「金融危機を避けるため、中央銀行は早期かつ自由に（制限なく）、支払能力のある金融機関に対して、優良担保の裏付けをとって、高い金利で貸出をするべきである」と要約される。その趣旨は、「中央銀行は流動性の供給に限るべきであり、ソルベンシーのない金融機関に対して資本の補填をすべきでない」と解釈されることが多い。しかし、白川(2009)によれば、「危機のもとでは、そもそも流動性不足と資本不足を識別すること自体困難になります」といわれている。このため、Madigan(2009)は「金融危機時においては、金融機関のソルベンシーは不明確であり、中央銀行の行動に依存してさえる。……バジョットの格言は実際的な観点から解釈し適用すべきであり、必ずしもそのまま適用できるものではない」とされている。

(2) 米国発世界金融危機の影響と経過

以下では、米国における金融危機の影響の大きさを簡単にみたあと、金融危機の経過を3つの時期に区分することによって、危機管理戦略が失敗した時期を特定する。

金融危機の影響

米国発の世界金融危機は、米国経済はもとより、世界経済全体に対して、大きな影響を与えた。このことをBernanke(2009)は、次のように述べている。

各国の協調した政策対応によって、はるかにもっと悪い結果となることは避けられたとはい

(5) ただし、中央銀行の提供する手段でも、例えば日本銀行法第38条に基づく、無担・無保証の信用供与（いわゆる「日銀特融」）については、財務大臣からの要請によることとされている。また、わが国の「金融危機対応会議」には、内閣総理大臣や財務長官などとともに、日本銀行総裁が参加することとされている。

え、2008年9月/10月の金融ショックは、金融危機が実体経済に与える影響力を如実に物語る、深刻なダメージを世界経済に与えた。2008年の第4四半期と本年の第1四半期には、世界経済は過去10年間で最も弱いパフォーマンスを記録した。この期間における米国の実質GDPの前期に対する年率減少率は、6%近くにまでなった。多くの海外の国では、もっと激しく経済が落ち込み、中には実質GDPが年率で二桁も落ち込む国が見られた。金融危機は信用収縮と資産価格の下落を通じてだけでなく、世界中の家計とビジネスの信頼を崩壊させることを通じて、実体経済に影響した。

このような金融危機を契機とする大幅な世界経済の落ち込みは、確かにバブルの崩壊があったからとはいえ、前述(1.1.(2))のように、管理通貨制度の下では、ある程度、避けることができたのではないと思われる。米国当局が管理通貨制度のメリットを十分に活かすことができず、金融危機管理戦略に失敗したからこそ、世界経済は大きな損失を被ってしまったものとみられる。つまり、世界経済の落ち込みは、バブルの崩壊だけではなく、金融危機管理戦略の「失敗の結果」であるともいえる。

金融危機の時期区分

今回の世界金融危機の時間的経過を図表3で示した「インターバンク市場でのリスクの変化」(LIBOR-短期国債スプレッド)と、米国当局の危機管理戦略を重ね合わせてみると、図表4のように、3つの期間に区分することができる。各期間の金融システムの状況は、次のとおりである。

① 「危機管理戦略不要の時期」(サブプライムローン問題の表面化以前〈2007年8月まで〉)

—この期間は、サブプライムローン問題の存在が一部でささやかれていたとはいえ、未だ問題は表面化せず、金融危機からは程遠い状態であった。

—従って、金融危機管理戦略の発動が未だ不要な時期である。

—ただし、平常時のプルーデンス政策体制については、例えば証券会社(投資銀行)や保険会社がFRBの規制監督の対象外であったことなど、様々な問題があった。

② 「危機管理戦略失敗の時期」(危機の勃発から「金融安定化法」の成立まで〈2007年8月～2008年10月〉)

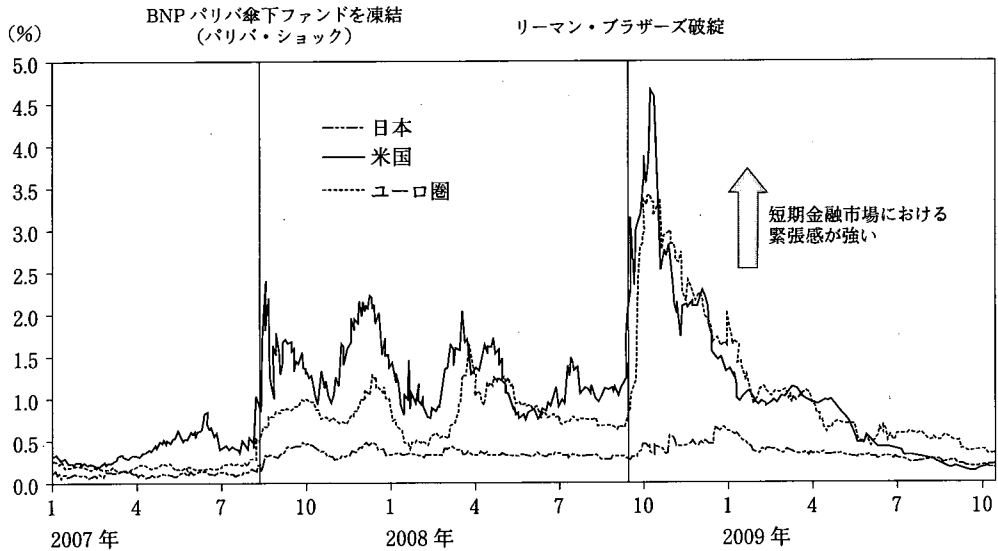
—2007年8月9日、BNPパリバ傘下のファンド凍結を契機として、FRBをはじめ主要国の中央銀行が緊急の流動性供給を行った。その後、2008年9月15日のリーマン・ブラザーズの破綻(いわゆる「リーマンショック」)を経て、10月3日、米国議会で「金融安定化法(Emergency Economic Stabilization Act of 2008)」が成立するまでの時期である。

—この時期は、2007年8月からの金融不安の高まりに対して、後述(3.4.5)のように、米国当局は数々の危機管理戦略における失敗を続け、最後にリーマン・ブラザーズの破綻という大きな失敗を犯した時期である。

③ 「適切な危機管理戦略採用の時期」(金融安定化法の成立以降〈2008年10月以降〉)

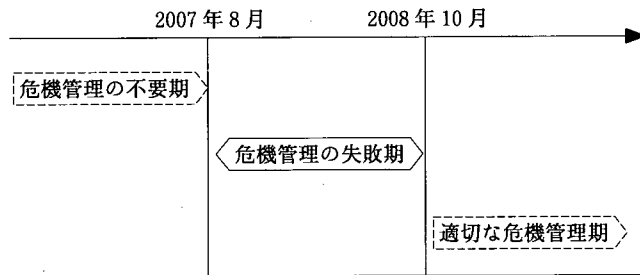
—上記「金融安定化法」の成立など、金融危機に対して米国当局が本格的な対策を打ち出して

図表3 インターバンク市場でのリスクの変化



(出典) 白川 (2009)。

図表4 金融危機の時期区分



から、現在に至る時期。

—この時期は、金融危機が实体经济に大きな影響を与えるとともに、厳しい金融危機は続いたものの、米国当局の金融危機管理戦略としては、大きな失敗がなくなった時期である。

(3) 米国当局の失敗分析の目的

上記1.1.(2)で述べたように、これまでの金融危機に際して、各国当局が管理通貨制度への移行のメリットを十分に活用できていない理由についてみると、当局者の個人的判断能力の問題から制度的欠陥まで、様々な要因が考えられる。それらの中で、共通かつ大きな要因は、公的資本の注入に対する世論の反発である。ここでの世論の反発は、実効性のない当局者の想像上の影響にとどまるものではなく、実効性を伴うものである。というのは、中央銀行の流動性供給については議会での承認が不要であるが、政府による公的資本の注入については議会での承認が必要だからである。つまり、現在の各国の制度によれば、政府による公的資本注入に対する世論の反発

は、民主主義の政治プロセスにおいて、議会での公的資金注入法案の否決を通じて、実効性をもつ制度となっている。

本稿では、管理通貨制度のメリットを金融危機で十分に活かせなかったという、失敗の背景にある制度的欠陥を探るため、今回の世界金融危機において、米国当局⁶⁾が「どのような失敗をしたのか?」、「なぜ失敗してしまったのか?」を検討する。すなわち、畑村(2006)によれば、失敗における原因と結果の関係をみると、失敗の原因には「要因」と「からくり(以下、「制度的欠陥」と呼ぶ)」とがあり、「要因」が「制度的欠陥」を通じて「結果」となるとされている。失敗の「結果」から「要因」と「制度的欠陥」を探り出すことは、「逆演算」と呼ばれる。このように、結果から要因と制度的欠陥を探るという逆演算は、いわば「後知恵」に基づいて失敗を分析することになるが、失敗の経験を教訓にして組織や制度の改善を図っていくためには、必要不可欠な手続きとされている。今回の世界金融危機の勃発という「結果」から「逆演算」をしてみると、「要因」は米国におけるバブルの発生・崩壊であるとしても、「制度的欠陥」の中には、サブプライムローンの証券化などに関する金融規制監督の問題のほか、金融危機の危機管理戦略を採用際に直面せざるを得ない、民主主義の政治プロセスがもつ「制度的欠陥」も考えられる。

また、本稿で検討する米国当局の失敗は、「金融危機(financial crisis)」という「危機(crisis)」における「危機管理(crisis management)」の失敗である。大泉(2006)によれば、「危機管理は、基本的にはリスクの管理」であるが、「リスク・マネジメントがすべてのリスク(損害を伴う危険)を対象とするのに対し、より被害の大きい危機(crisis)に焦点をおいた管理を指す」とされている。「緊急事態に被害を最小限に抑える」という危機管理の目的に照らしてみると、米国当局は、バブル崩壊に伴う金融危機という緊急事態に対して、管理通貨制度のメリットを十分に活かせば削減できたはずの経済的損失を削減できず、経済的損失を最小限に抑えるという目的を達成することができなかったという意味で、危機管理に失敗をしたといえる。

さらに、本稿では米国当局の危機管理での失敗を「戦略的失敗」として、「戦略論」に基づいて検討する。「戦略論」というのは、「生物学あるいは進化論に通じる生存のための方法であり、『生き残るための知恵』(菊澤2008a)である。戦略論は経営学などの分野で発展してきたが、本稿では菊澤によって提示された経済学に基づく戦略論を適用する。

なお、バブルの発生とその崩壊自体を回避できるかどうかについては、マクロ経済学の大きなテーマであるが、本稿の関心領域の外にある。本稿ではあくまでも、「バブルが発生・崩壊することによって金融危機に陥った際に、大きな経済的損失をもたらすことを防ぐには、どのような金融危機管理戦略がありうるか?」、あるいは「的確な危機管理戦略を採用することができるようにするには、どのような制度が必要であるか?」という観点から検討する。

(6) 「米国当局」には、大統領府(ホワイトハウス)や財務省などの政府機関に加え、FRBなども含める。従って、「米国当局」には大統領、財務長官、FRB議長など、これらの組織の主要な人物も含むものとする。

2. 行動新制度派経済学の概要

以下では、米国当局の金融危機管理戦略における失敗分析に適用する「行動新制度派経済学」の概要を説明する。この経済学は、菊澤（2006b, 2008a, 2008b, 2009）、Kikuzawa（2009）などで提示されたもので、戦略論と一体となっている。米国当局の危機管理での失敗を「戦略の失敗」として、「戦略論」に基づいて検討するためには、この経済学は極めて有効である。

2.1. 行動新制度派経済学の特徴

「行動新制度派経済学」の特徴としては、第一に、経済学と戦略論とが一体となっていることである。行動新制度派経済学では、「戦略論」を「生き残るための知恵」（菊澤 2008a）であると捉える。その上で、生き残るためには取り巻く世界（＝環境）に応じて行動することが必要であり、その行動原理として経済学における「コスト最小化原則」などの「知恵」が採用される。従って、行動新制度派経済学とは、単なる経済学のことでなく、理論を基礎とする戦略論のことである。

第二に、戦略に基づく行動が展開される世界について、Popper（1972）に基づいて、3つの世界（「物理的世界」、「心理的世界」、「知性的世界」）が重なり合っているという意味で、「立体的（キュービック）世界観」に立っていることである。3つの世界の具体例としては、次のような例が挙げられ、戦略論としては、これら3つの世界全体での働きかけが重要とされている。

- ① 物理的世界の例：物質、物体、人間の肉体
- ② 心理的世界の例：感情、欲望、心理プロセス
- ③ 知性的世界の例：知識、理論、技術、観念、権利

第三に、3つの世界でのそれぞれの戦略は、3つの異なる学派の経済学（新古典派経済学、行動経済学、取引コスト経済学）を基礎としていることである。従って、各世界での戦略は、次のように呼ぶことができる

- ① 物理的世界での戦略→「新古典派経済学的戦略」
- ② 心理的世界での戦略→「行動経済学的戦略」
- ③ 知性的世界での戦略→「取引コスト経済学的戦略」

上記のように、行動新制度派経済学とは、3つの世界に対応する3つの経済学を基礎とした戦略論であるが、行動経済学と新制度派経済学が同一の世界で直接的に結びつけられている訳ではない。行動経済学は心理的世界での戦略の基礎とされ、新制度派経済学は知性的世界での戦略の

基礎とされている。また、新制度派経済学の中では、「取引コスト経済学」だけが使われており、「エージェンシーの理論」や「所有権理論」など新制度派経済学に含まれる他の理論は、使われていない⁽⁷⁾。

2.2. 新古典派経済学的戦略：物理的世界への直接アプローチ戦略

Popper の 3 つの世界に対応する 3 つの経済学のうち、新古典派経済学を基礎とした戦略については、物理的世界に対して直接的に働きかける戦略だけが重要となる。この戦略では、ヒト・モノ・カネなどの数量の優位が勝利にとって決定的に重要であり、「物量戦略」が全てである。

すなわち、新古典派経済学の想定する世界は、「生産コスト（物的・肉体的資源を費消するコスト）」だけが存在する世界である。この世界において新古典派経済学は、「いかにして能力のある人に、ヒト・モノ・カネなどの物的・肉体的資源が配分され、無駄なく利用されるか？」という問題に対する答えを提供している。その答えは「自由な市場取引」である。自由に交換取引できる場＝市場があれば、能力のない人は売り、能力のある人は買う結果、資源は自由な市場取引を通じて、能力のない人から能力ある人へと流入し、効率的に配分・利用されるという。このことを戦略論に置きかえると、物的・肉体的資源のみでできている物理的世界において、ヒト・モノ・カネなどの投入という「直接アプローチ戦略」だけが重要となるというのである。

このような新古典派経済学的戦略論については、二つの問題が指摘される。ひとつは、Popper (1972) によれば、人間は「物理的世界」だけでなく、「心理的世界」、「知性的世界」が重なり合った世界で行動している。このような「立体的世界観」に立って人間行動を理解し、それを前提に戦略を考えるべきであるにもかかわらず、このことが無視されている。

今ひとつ、新古典派経済学では、人間は完全合理的な存在と前提されているが、実際には、人間は限定合理的な存在であるということである。このため、新古典派経済学が主張するように、必ずしも自由な市場取引が効率的資源配分をもたらさないことである。従って、戦略論としても、生産コストで表される物的・肉体的な面からの物量だけではなく、行動経済学で前提するような人間の非合理的な行動と、取引コスト経済学で扱うような取引コストを考慮に入れた「立体的戦略」が必要となる。

2.3. 行動経済学的戦略：心理的世界での間接アプローチ戦略

Popper の 3 つの世界での戦略のうち、心理的世界での行動経済学的戦略は、物理的世界での新古典派経済学的戦略のように、ヒト・モノ・カネなどを直接的に投入するだけでなく、人々の心理的プロセスや感情などに働きかけることによって、間接的に目的を達成しようとする「間接アプローチ戦略」である。この戦略の基礎となる経済学は、人々の感情や心理が経済行動に与え

(7) ただし、菊澤 (2007) においては、行動経済学とエージェンシー理論を統合した理論（「行動エージェンシー理論」）が提示されている。

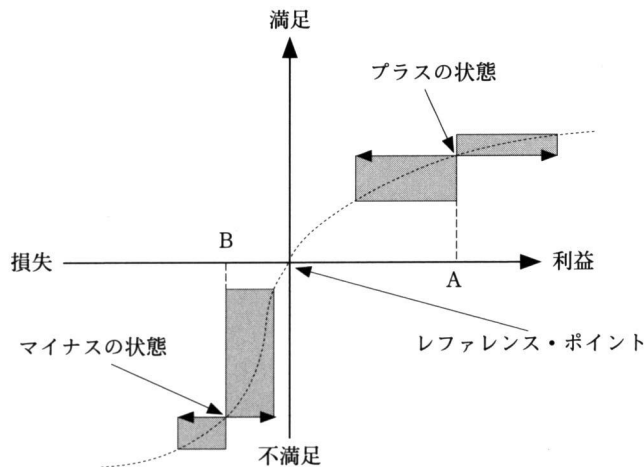
る影響について研究する「行動経済学」である⁽⁸⁾。行動経済学には様々な理論があるが、本稿では「代表性バイアス理論」と「プロスペクト理論」を適用する⁽⁹⁾。

まず、「代表性バイアス理論」とは、Kahneman and Tversky (1974) によって提示された理論である。この理論の核心は、楠見 (2001)によると、「人は、あるリスク事象の確率を直感的に判断するとき、限られた事例（標本）を用いて、事象全体の確率を判断する。その時に、ある事例が、そのリスク事象（母集団やカテゴリー）を代表していると認知できるほど、生起確率を高く判断する」と要約される。つまり、人々は目立った事例があると、それを代表的な事例として、必ずしも関係のないことについても、目立つ事例と同じようになるだろうと判断してしまう「心理的バイアス」をもつという理論である。

次に、「プロスペクト理論」について、菊澤 (2008) では、次のように説明されている。すなわち、人間が物事を認識・評価するときには、図表5のように、参考とする心理的な基準点がある（この基準点は「レファレンス・ポイント」と呼ばれる）。このレファレンス・ポイントを境に、自分の予想よりも高い水準の結果（例えばA点）は、「利益」と認識され、それが増加すると心理的価値（「満足」）は増加する。逆に、自分の予想よりも低い水準の結果（例えばB点）は、「損失」と認識され、損失が増加すると心理的価値（「不満足」）は増大する。しかも、人間の心理にはバイアスがあるため、利益や損失の増加と満足・不満足は正比例せず、標準的な経済学における効用理論のように、満足・不満足は逓減するとともに、逓減の度合は利益の増加のほうが、損失の増加よりも大きい（図表5の「価値関数」の形状で示される）。

こうした人間心理に関するプロスペクト理論によると、人々はレファレンス・ポイントよりもプラスの状態（「利益」の状態、A点）のときは、「リスク回避的」となり、マイナスの状態

図表5 レファレンス・ポイントと価値関数



(出典) 菊澤 (2008) に追加。

(8) 行動経済学については、多田 (2003)、友野 (2006) を参照。

(9) なお、菊澤 (2006b など) において、「行動新制度派経済学」の心理的世界での戦略の基礎として応用されている行動経済学は、プロスペクト理論だけである。

(「損失」の状態, B点) のときは, 「リスク愛好的」となる。すなわち, プラスの状態にあるときは, 現状からあえて変化して, さらなる利益を出しても, それほど満足の度合は高まらない。逆に, 現状から変化して少しでも利益が減少すると, 満足の度合は相対的に大きく減少する。従って, 現状にとどまっていた方が合理的といえる (つまり, リスク回避的)。これに対して, マイナスの状態にあるときには, 現状から変化してさらに損失が増えても, 不満足の度合はそれほど高まらない。逆に, 損失が少しでも減少すると, 不満足の度合は大きく減少する。従って, リスクが高くとも, 現状を変化する方が合理的といえる (つまり, リスク愛好的)。

こうした人間心理を踏まえた戦略は, 「行動経済学的戦略」であり, 行動新制度派経済学に基づく立体的戦略の3本柱のひとつとなっている。

2.4. 取引コスト経済学的戦略: 知性的世界での間接アプローチ戦略

「取引コスト経済学的戦略」とは, Popperの3つの世界のうち知性的世界において, 交渉・調整などで必要とされる取引コストを考慮に入れて行動する戦略である。この戦略も, 心理的世界での行動経済学的戦略と同じように, 物理的世界においてヒト・モノ・カネなどを直接的に投入するのではなく, 人々の知性に働きかけて, 目的を達成しようとする「間接アプローチ戦略」である。この戦略の基礎になるのは, 取引コスト経済学である⁽¹⁰⁾。

「取引コスト」とは, 会計上には現れないコストであるが, 知性で理解できるコストであり, 人間行動に影響するという意味で, 実在するものである。取引コストの内容については, 取引コスト経済学において様々なコストが指摘され, 詳細に分析されている。そうした分析に基づいてみると, 本稿での戦略論において最も重要な取引コストは, 交渉・調整・手続きなどに必要とされるコストである。

こうした取引コストの存在を前提にすると, ある対象に働きかけて変化させようとしても, 次の不等式が成立する場合には, 変化が起こらないはずであるとされる⁽¹¹⁾。

取引コストの増加 > 生産コストの低下 + 心理コストの低下

この不等式は, 物理的世界において生産コストの低下が見込まれる場合でも, また, 心理的世界での心理コストの低下が見込まれる場合でも, 両方のコスト低下を上回るような取引コストの増加が見込まれる場合には, 現状からの変化が生じないことを示している。すなわち, 「現状が

(10) 取引コスト経済学については, 菊澤 (2006a), Williamson (1985)などを参照。

(11) この考え方は, Williamson (2008)の「修正可能性基準 (remediableness criteria)」に近い概念である。修正可能性基準は「パレート基準 (Pareto criteria)」と対比されるもので, ある制度 (組織も) から別の制度に移行するには, 交渉や実行などに必要な取引コストがあり, この取引コストが余りに高い場合には, 新しい制度が効率的であっても, 効率的な制度に改善されないとされることがあるとされる。ただ, この基準では生産コストの低下と取引コストの増加だけを比較しており, 行動新制度派経済学のように, 心理コストの低下は考慮されていない。

非効率的であるとわかっていても、人間の知性は取引コストの存在を把握してしまうために、容易に効率的な状態に移行することができない。言い換えれば、移行しない限り取引コストは発生しないので、現状にわずかでもメリットを感じさえすれば、現状にとどまろうとする慣性が働く(菊澤 2008a)のである。この結果、制度変更など多数の利害関係者の多大な調整コストを伴う戦略は、実施されにくく、生産コストの観点だけからみると(あるいは心理コストを加えてみても)、非効率的な戦略が採られることがある(これは「戦略の不条理」と呼ばれる)。

従って、現状を変化させるためには、取引コストを減少する戦略が必要となる。取引コストはWilliamson (1985)によれば、①取引状況の不確実性や錯綜性、②取引頻度、③資産特殊性の3つの要因によって決定される。これらの要因の中で、いずれの要因が重要であるかは、実際の取引の性格や状況にかかっている。

3. 新古典派経済学的戦略の失敗

今回の米国発世界金融危機が発生した制度的原因を明らかにするため、1.2.(2)で特定した「危機管理戦略失敗の時期」に対して、2.で紹介した行動新制度派経済学に基づく立体的戦略論を適用して、米国当局の金融危機管理戦略の失敗分析を行うこととする。立体的戦略論の3つの戦略(「新古典派経済学的戦略」、「行動経済学的戦略」、「取引コスト経済学的戦略」)は、相互に絡み合っているが、一応、分離できるものとして、各戦略ごとに米国当局は「どのような失敗をしたのか?」と「なぜ失敗したのか?」の2点について順次、分析する。

まず、以下では、物理的世界において、ヒト・モノ・カネなどを使って、直接的に働きかける「物量戦略」である「新古典派経済学的戦略」の観点から、米国当局の金融危機管理戦略の失敗分析を行うこととする。

3.1. 失敗の事実

米国当局が物理的世界における新古典派経済学的戦略で犯した主な失敗は、「できるだけ早い時期に、流動性だけでなく、公的資本も注入をすべきだった」と要約できる。具体的な失敗の事実は、次のとおり。

(1) 遅すぎた公的資本の注入時期

公的資本の注入時期についてみると、2007年8月より以前は、前述(1.2.(2))のように「危機管理戦略不要の時期」であり、資本注入は不要であったものの、2007年8月の金融危機の勃発直後からは、様々な方法で公的資本の注入を始めるべきであった。しかし、米国当局が明確な資本注入を行ったのは、2008年10月の金融安定化法の成立以降であり、明らかに「Too Late」である。また、これとの関連でみて、米国当局の明確で最大の失敗は、担保不足により流動性の供給が不可能であるとして、リーマン・ブラザーズを破綻させたことである。仮に、担保が不足

していても、AIG (American International Group) の救済の場合のように、公的資本を注入することによって破綻を防ぐべきであった。また、リーマン・ブラザーズ以外の金融機関に対しても、2007年8月の金融危機勃発直後に公的資本を注入することは無理だったとしても、遅くとも2008年に入ってから、2008年10月以降に採用されたような戦略(2008年10月3日成立の金融安定化法に盛り込まれた「TARP: Troubled Asset Relief Program」など)を採用しておれば、その後の大規模な金融危機は、抑えられたはずである。

(2) 注入すべきだった資金の種類

上記のことを注入すべきだった資金の種類観点からみると、2008年10月の議会での金融安定化法の成立までは、FRBによる流動性支援は行われたものの、当局による資本注入は行われていない⁽¹²⁾。すなわち、FRBは2007年8月の金融危機の勃発直後からリーマン・ブラザーズの破綻に至るまでの間に、幾つかの流動性支援策を講じている⁽¹³⁾。このような流動性支援は、何もなかった場合に比べて、危機の深刻化を防ぐのに効果があったものとみられる。金本位制の下では、FRBの金保有量の限界により、これ程までの規模の流動性支援はできなかったであろうから、米国当局は管理通貨制度のメリットを中央銀行による流動性支援というかたちで活用したものと見える。

しかし、前述(1.2.(1))のように、「流動性支援」は「資本注入」とは、根本的に異なる性格の資金援助である。「資本注入」の場合には、注入主体は元利金の返済についての保証がないことを前提とした資金(以下では「リスクマネー」と呼ぶ)を提供する。これに対して、「流動性支援」の場合には、リスクマネーの供給ではなく、担保の徴求などによって、支援主体は元利金の返済が保証されているとの前提での資金を供給する。もちろん、流動性支援についても、厳密には担保価値の下落などによって、元金返済が完全に行われない場合もあり、全くリスクがない訳ではないとはいえ、建前としてはリスクマネーの提供ではないことになっている⁽¹⁴⁾。

米国当局が、リーマン・ブラザーズは「担保不足のために支援することができなかった」との弁明⁽¹⁵⁾を行っているのは、「流動性支援はするが、資本注入はしない」という方針であったこと

(12) 厳密に言えば、2008年9月7日、米国政府が「Fannie Mae」と「Freddie Mac」を管理下においたことや、同年9月19日、米国財務省がMoney Market Fundsの全額保証処置を採った時点で、「保証」のかたちでの公的資本の注入を決定したとも言える。

(13) この期間における具体的な流動性供給策として、FRB(2009)に記載されているのは、①「貸出窓口(discount window)」での貸出金利の引き下げと審査基準の緩和(07年8月17日)、②新しい流動性供給ファシリティ(TAF: Term Auction Facility)の開設(07年12月)③ECB、スイス中央銀行とのスワップ・ライン締結(07年12月)、④タームもの証券貸出ファシリティ(TSLF: Term Securities Lending Facility)の開設(08年3月11日)、⑤Primary Dealer Credit Facility(08年3月16日)である。このほか、個別金融機関支援策として、Bear Stearnsに対する支援(08年3月)についても、記載されている。

(14) 従って、2009年10月の金融安定化法の成立までは、明確な公的資本の注入はなされなかった訳で、公的資本の注入が「Too Little」というより、全くなされなかったということである。

(15) 例えば、Bernanke(2009)では「同社の使える担保は、同社の必要資金に見合うFRBの貸出を保証するのに必要とされる金額をはるかに下回っていた」と弁明している。

を如実に物語っている。注入すべきだった資金の種類からみても、米国当局は新古典派経済学的戦略に基づいて、金融危機において管理通貨制のメリットを最大限に活用しようとするならば、流動性支援にとどめるべきはなく、資本注入も活用すべきであったといえる。

このような評価と軌を一にして、例えば、Yamaguchi (2008) はリーマンショックの1ヵ月前にすでに、「日本のケースでは、金融システムの安定性が回復されたのは、公的資金を使った大規模な資本が銀行システムに注入されてからである。日本のエピソードから引き出される教訓は、金融システムにおける初期の大規模な資本回復がとくに重要であるということである」と米国に忠告している。言い換えると、公的資本の注入が「余りに少なく、余りに遅かったために(Too Little, Too Late)」管理通貨制度のメリットを十分に活かすことができず、米国経済をはじめ世界経済に本来なら削減可能であった経済損失を与えてしまうという失敗を犯したものと見える。

(3) 早期に必要なだった市場流動性対策

上記の点とも関連するが、リーマン・ブラザーズの破綻による金融危機の深刻化までのFRBによる流動性支援策は、あくまでも、国債などの優良担保を裏付けとした「資金流動性」の供給であり、CPや証券化商品などの金融資産の「市場流動性」を高めることを直接の目的としたものではなかった。これは、市場流動性を高めるための資金流動性支援策（あるいは市場流動性の乏しい金融資産の購入）は、担保として徴求する金融資産（あるいは購入した金融資産）の価格下落のリスクが高く、いわばFRBによるリスクマネーの供給となり、FRBの資産健全性を低下させる可能性があるからである⁽¹⁶⁾。

3.2. 失敗の原因

2007年8月以降の金融危機管理戦略において、FRBや財務省などの米国当局が新古典派経済学的戦略の観点からみて、早期に大規模な公的資本の注入を行うことに失敗した原因としては、次のようなことが指摘できる。

(1) 金融危機の深刻さと性格についての見通しと判断の誤り

米国当局が早期に大規模な公的資本の注入を行わなかったのは、金融危機の規模に関する見通しと、金融危機の性格についての判断ミスをしたためと思われる。まず、規模を過小評価したことについては、例えば経済評論家のヘンリー・カウフマンは、「Bernanke議長はずっとサブプライムローン問題を過小評価してきた」、「私が批判したいのは、FRBが問題の大きさを予見せず、十分早い段階で動かなかった点だ」と述べている（日本経済新聞、2009年2月23日）。事

(16) FRBはリーマン・ブラザーズの破綻以降、市場流動性対策を採用した。具体的には、CP市場やFannie Mae・Freddie Mac債市場などの混乱に対処するため、「Commercial Paper Funding Facility」の創設やFannie Mae・Freddie Mac債の直接購入などである。

実、サブプライム関連の損失について、Bernanke 議長は 2007 年 7 月の議会証言では、500～1,000 億ドルと見積もっていたが、2007 年 11 月の議会証言では、これを 1,500 億ドルと上方修正した。これに対して、IMF は 2007 年 9 月の時点で、損失見通しが 1,700～2,000 億ドルとなるとの試算を発表している。

また、金融危機の性格についての判断ミスについては、Taylor は詳細な分析に基づいて、次のように述べている⁽¹⁷⁾。

流動性の役割は、何もなかった。インターバンク市場の混乱は、単に中央銀行が流動性の道具をもって緩和できるような流動性問題ではなかった。むしろ、金融危機の奥底にある原因と結びついた「カウンターパーティ・リスク」であった。単に、お金を印刷し、流動性を供給すれば解決したであろう「大恐慌」のような状況ではなかった。リスクに関する金融セクターの基本的な問題によるものであった。(Taylor 2008)

市場の混乱は、中央銀行が資金を供給して解決できるような流動性不足が原因ではなかったと言える。スプレッド拡大*の本質的な原因はカウンターパーティ・リスクであり、これが金融危機そのものの根本原因となったのである。……政府は、リスク拡大の根本原因に対処する政策を講じなかった。危機が長引いたのはこのためだと、私は考えている。(Taylor 2009)

* (筆者注) LIBOR と OIS とのスプレッドのことであり、Taylor は「金融市場の混乱を表す指標」としている。

また、1930 年代の大恐慌の研究者である Anna Schwartz は、FRB の Bernanke 議長の政策を批判して、次のように述べている⁽¹⁸⁾ (『Man Without a Plan』, *The New York Times*, 2009 年 7 月 26 日)。

昨年、金融市場が機能しなくなり、通常の借入チャンネルが崩壊した時、Fed は状況を見誤った (misread)。Fed は流動性の供給 (more liquidity) が、市場混乱の解決策でないにもかかわらず、市場はより多くの流動性を求めていると信じ続けた。本当の問題は、投資家が

(17) *Wall Street Journal* (2009 年 8 月 26 日) は、「Schwartz や Taylor などの経済学者が述べているように、Bernanke は主たる問題が銀行のソルベンシー問題であるにもかかわらず、これを流動性危機と間違った診断をしてしまった。これが、2007 年から 2008 年にかけてのパニックを彼の金融緩和が防ぐことができなかつたひとつの理由である。よりしっかりした金融対応があれば、2008 年秋のパニックを十分に避けることができたはずである」と述べている。

(18) Schwartz も Taylor も、流動性の供給だけでは、金融危機を収めることができなかつたとの判断ではあるが、さりとて資本注入やリスク資産の購入などを積極的に行うことを主張している訳ではない。むしろ、当局の過剰介入が危機を深刻化させたとの主張である。それでは具体的に、どのような危機管理戦略を採るべきであったと主張しているのかは、両者とも不明確である。

ミステリアスな新金融商品を取得したため、どの金融機関が支払い能力があり (solvent)、どの資産が価値があるかについて、誰もわからなくなっていたことである。同時に、新しい金融商品は市場で再価格付けされていた。新しい金融商品を保有している金融機関がその時に必要だったのは、枯渇した資本 (depleted capital) を復活することであった。大手の金融機関が膨大な損失を被っている時に、Fed は市場を沈静化させる方法で対応しなかった。何よりも、Mr. Bernanke は市場に対して、結局のところ、Fed がアドホックにやっているのではなく、計画をもっているということを信じさせることに失敗したのである。

(2) 金融機関監督体制の問題

このような、サブプライム関連損失の過小評価という見通しの誤りの背景には、後述 (4.) の行動経済学的戦略として、米国当局は市場に安心感を与えたいとの配慮があったのではないかとみられる。しかし、後述の通り、Bernanke 議長は逆の発言も多いことから、過小評価の背景には、Bernanke の個人的資質の問題だけではなく、米国の金融機関監督体制の制度的欠陥も指摘できる。

すなわち、米国では金融機関の監督は金融機関の種類などによって分けられており、統一的に監督する機関は存在しない。例えば、FRB の監督対象は主として預金取扱金融機関であり、サブプライム問題の発端となった投資銀行や AIG など保険金融機関は対象外とされている。このため、FRB の金融危機に関する情報収集は、効率的ではなかった可能性がある。現に、こうした認識に基づき、Department of Treasury (2009) では、金融危機を踏まえた抜本的な金融規制改革案のひとつとして、FRB に統一的な金融機関の監督権限を与えることを提案している (その後、2009年12月、議会下院は統一的な金融機関監督のための新たな政府機関を設立する法案を成立させている)。

(3) リスクマネー供給体制の問題

米国当局が早期に大規模な公的資本を注入することに失敗した基本的かつ直接的な原因は、リスクマネーの供給という意味での公的資本の注入が、議会の承認なしでは不可能であり、FRB や財務省の自由裁量では公的資本の注入ができない制度となっていることを指摘できる。仮に、米国当局が正確に損失の規模を予測し、必要な資金の性格を判断していたとしても、その規模に応じた公的資本を注入するには、議会の承認が必要である。議会は、2008年9月29日における下院での金融安定化法案の否決で示されたように、当時の状況では、大規模な資本注入を承認するような雰囲気ではなかった。

従って、公的資本の注入に関する現状の制度 (議会承認による公的資本注入制度) を前提とする限り、新古典派経済学的戦略に基づく大規模なリスクマネーの供給戦略は、採用することができなかったといえる。このことは、例えばリーマン・ブラザーズを破綻させるとの決定についてもいえることであり、Bernanke 議長がリーマン・ブラザーズは「救済するには大きすぎた

(too big to save)」と弁明することの背景にある制度的理由といえる。

ただ、中央銀行のリスクマネーの供給については、中央銀行独自の判断で可能とはいえ、「シーニョレッジ（通貨発行益）」に関する現在の制度（シーニョレッジは原則として国庫納付）を前提にすると、大規模なリスクマネーの供給は、FRBの資産の健全性を低下させるため、事実上、困難である。

4. 行動経済学的戦略の失敗

行動新制度派経済学によれば、3つの世界のひとつとして心理的世界があり、そこでの戦略は行動経済学を基礎とするものである。こうした行動経済学的戦略論を金融危機管理に適用してみると、前述(3.)のような物理的な意味での公的資本の注入の時期や規模に加えて、金融機関や投資家、一般企業などの心理面に働きかける戦略が重要である。

米国当局は心理的世界における行動経済学的戦略においても、幾つかの致命的な失敗を犯したため、本来なら削減可能であった経済損失を米国経済や世界経済に与えてしまった。以下では、米国当局の行動経済学的戦略における失敗の事実をみたと、その原因について検討する。

4.1. 失敗の事実

行動経済学的戦略において、米国当局が犯した主な失敗の事実については、以下のようなことが指摘できる。

(1) リーマン・ブラザーズ破綻の心理的影響

行動新制度派経済学に基づく、金融危機管理戦略としては、まずもって、大きな金融機関を破綻させないことである。大きな金融機関の破綻は、前述の新古典派経済学的戦略からみても、多くの債権者に多額の損失を与えることによって、物理的世界において金融危機を深刻化させる。それだけではなく、行動経済学的戦略の観点からみても、他の金融機関から一般国民にまで心理的悪影響を与え、心理的世界においても金融危機を深刻化させる。このため、一般に「TBTF (Too Big To Fail)」と呼ばれるような戦略が採られるものと思われる。しかし、米国当局によるリーマン・ブラザーズの破綻は、TBTFに反する戦略であり、新古典派経済学的戦略の観点からの失敗に加えて、行動経済学的戦略の観点からも、失敗だったといえる。

(2) 見せ金効果の迫力不足

かねてから、銀行に対する預金取付が発生した際には、銀行の店頭がよく見える場所に大量の現金を積み上げて、預金者の動揺を鎮めるという危機管理戦略が採られてきた。これは、心理的世界での行動経済学的戦略の典型的な例である。こうした例に照らしてみると、前述の新古典派経済学的戦略の観点からの公的資本の注入に関する「Too Late, Too Little」という失敗は、同

時に行動経済学的戦略に基づき、金融危機管理戦略の失敗ともいえる。もし仮に、大規模な公的資本を早期かつ大量に注入しておれば、これが、いわば「見せ金」として金融機関や一般国民に安心感を与え、金融危機の深刻化を避けることができたはずである。

(3) Bernanke 議長の不用意な発言

かつて、わが国の昭和恐慌の発端となったのは、片岡蔵相の国会での「渡辺銀行が倒産した」との発言と言われている。これを行動経済学的戦略の観点からみると、金融当局者は金融機関の経営状態について不用意な発言をすることを厳に、慎まなければならないということである。というのは、一般の人々が持ち得ない情報をもっているとみられている当局者の判断や予想は、いわゆる「自己実現的予想」となるからである。ところが、FRBのBernanke議長は、金融危機の最中に市場の不安心理を増大するような発言を何度も行った。主な発言を挙げると次のとおりである⁽¹⁹⁾。

まず、2008年2月28日の議会証言において、次のような銀行倒産の可能性を認める発言をした。

米連邦準備理事会（FRB）のバーナンキ議長は28日の議会証言で中小銀行の破綻の恐れに言及、危機感を示した。……「我が国で銀行が破綻する恐れはあるか。不動産融資にのみり込んだところに大きなリスクがあるとみているが、銀行の監督者として気にならないか」。共和党の重鎮、シェルビー上院議員の質問に対し、バーナンキ議長は「中小銀行で多少の破綻を予想している」とあっさり認めた⁽²⁰⁾。取付騒ぎに結びつきかねない微妙な発言は株安などの波紋を広げた。それでも民主党のドッド上院銀行住宅都市委員長は「議長の仕事は知っていることを正確に示すことだ。率直さに感謝する」と評価した。（日本経済新聞、2008年3月1日）

この発言を受けて、「株式市場では金融株に売りが集中し、証券大手リーマン・ブラザーズは4.8%安、同メリルリンチは4.7%安と大幅に下落」（日本経済新聞、2008年2月29日夕刊）した。また、メディアでは『『バーナンキ・リスク』。FRB議長の名を冠したリスクを、内外の金融関係者がささやきだした。2月28日、米議会証言でBernanke議長が『米中小銀行の破綻の可能性』に言及し、意図せずして株安、ドル安の引き金を引いたからだ』（日本経済新聞、2008年3月5日）といった記事や、次のような後日談も報道されている。

(19) このほか、2008年2月14日の議会証言においても「バーナンキ議長は慎重な景気認識を示し、当日の株価は大幅安となっている」（日本経済新聞、2008年2月29日夕刊）。

(20) *Wall Street Journal* 紙（同年2月29日）によれば、“Fed Chairman Bernanke in his testimony noted that it wouldn't be surprising if there were some bank failure due to the current market crisis.”とされている。

米国の金融システムが銀行破綻におびえている。米連邦準備理事会（FRB）の Bernanke 議長は 2 月末、中小銀行で「多少の破綻を予想する」と述べた。「どの銀行が危ないのか」。米金融界では破綻予備軍探しが始まり、一部の銀行はほかの銀行向けの信用供与枠（クレジットライン）を見直している。議長発言以降、市場で銀行の信用力を映す銀行間貸出金利と国債の利回りの差は 0.2% 拡大した。信用力の低い個人向け住宅融資（サブプライムローン）問題に端を発した銀行の相互不信が増幅している。市場が火消し役を期待したのは FRB の コーン副議長だった。3 月 4 日の議会証言で「銀行システムはチャレンジはあるが健全な状況にとどまっている」と強調した。

また、Bernanke 議長は 2009 年 1 月 13 日、London School of Economics (LSE) での講演において、「金融市場の安定と平常化のためには、さらなる資本注入と保証が必要かもしれない」と述べ、株価の大幅下落（ダウ平均前日比 3% の下落）を招いた。この Bernanke 議長の講演について、*Wall Street Journal* 紙（2009 年 1 月 16 日）は「Leadership and Panics」と題する社説において、次のように批判した。

オバマ政権が発足し、今、新しく、より整合性のある経済リーダーシップが必要とされている。にもかかわらず、我々はこれまでと同じアドホックな政策と、2008 年に見た恐怖戦術の新しいバージョンを獲得しつつある。金融システムの再建戦略をもつ、明確なスポークスマンもリーダーも現れていない。……バーナンキ議長についてみると、LSE でのスピーチを使って、Fed がどの程度このパニックに立ち向かうことができるかをちょっと試してみた（pat on the Fed on the back）。こうしたやり方は、2~3 年前のプリンストン大学（筆者注：Bernanke 議長はプリンストン大学の教授であった）でのセミナーなら適当だったかも知れない。しかし、現在の不確実性の真っ只中においては、彼は金融システムが我々が考えるよりもっと悪い状態であること、大統領が提案した刺激策は十分でないこと、従って今日を乗り越えるためには、Bernanke の手品がもっと必要となること、などを示唆するのに成功しただけである。

4.2. 失敗の原因

上記のような米国当局者、とくに Bernanke 議長が犯した金融危機管理戦略における失敗の原因をみると、いずれの失敗も基本的には、行動経済学的戦略への認識不足が原因といえる。以下では、米国当局者によって十分に認識されていなかった行動経済学的戦略が、なぜ重要であるかについて、前述（2.3.）の行動経済学に基づいて説明する。その上で、バーナンキ議長の個人的資質が公的資本導入の議会承認制度と結びついたため、行動経済学的戦略の観点からみて間違った行動をとったとの見方を述べる。

(1) 行動経済学的戦略と伝染効果

行動経済学的戦略は新古典派経済学的戦略のように、物理的世界での資本注入などの直接的な方法で金融危機を管理するのではなく、心理的世界における関係者の心理、感情に働きかけることによって、危機管理をしようとの戦略である。このような戦略が金融危機管理においても重要であるのは、金融システムは金融機関や投資家などの金融システムの構成要素が有機的につながっているため、ある構成要素のトラブルが他の構成要素に次々と波及するからである⁽²¹⁾。

こうした波及は「伝染効果 (contagion effect)」などと呼ばれており⁽²²⁾、狭い意味での信用関係だけでなく、金融機関や投資家などの心理的世界での信頼関係を通じて生じるものである。このことを今回の金融危機に則してみると、サブプライムローンを組み込んだ証券化商品を中心とした証券化商品、およびそれを保有する金融機関の支払能力に対する「信頼の崩壊」が伝染効果によって波及し、金融危機をもたらしたものと見える⁽²³⁾。

(2) 伝染効果の行動経済学による説明

こうした信頼の崩壊の伝染効果には、大規模な個別金融機関の行き詰まりが他の金融機関に波及するルートと、Bernanke 議長の不用意な発言などが市場流動性の低下を招くルートとのふたつのルートが指摘できる。それぞれのルートは、行動経済学に含まれる「代表性バイアス理論」と「プロスペクト理論」の二つの理論で説明できる⁽²⁴⁾。

まず、「代表性バイアス理論」によれば、例えば、2008年3月の「ベア・スターンズ (Bear Stearns)」の行詰まりは、米国の金融機関、とくに投資銀行全体の経営状態を示すものと関係者に受け止められ、多くの金融機関に対する信頼崩壊が経営実態とは、直接的な関係なしに伝染した。さらに、2009年9月のリーマン・ブラザーズの倒産は、こうした伝染効果を決定的なものとした。というのは、この倒産が経営状態に問題のあったAIGはもとより、必ずしも経営状態に問題になかった多くの投資銀行に対する信頼を崩壊させ、金融危機を深刻化させてしまったからである。

次に、プロスペクト理論によれば、Bernanke 議長の不用意な発言が、株式や証券化商品の価格暴落と市場流動性の枯渇を招いた際の伝染効果は、次のように説明することができる。すなわち、株式や証券化商品などの金融資産を保有している投資家（含む金融機関）に焦点を当てて、

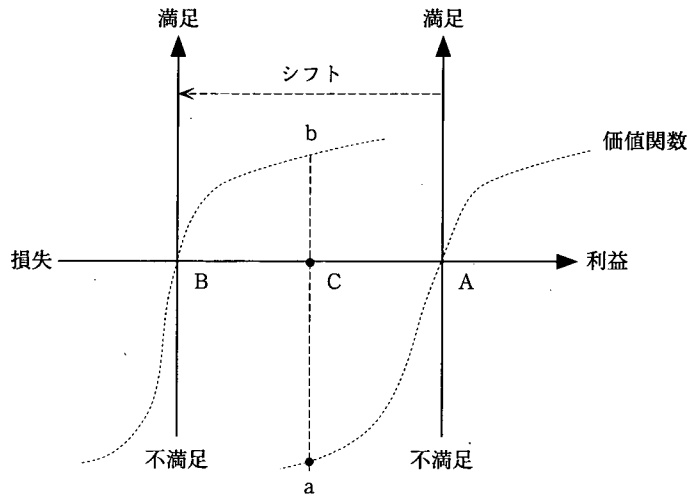
(21) 金融システムにおける構成要素相互間でのトラブル波及については、折谷 (1992) 参照。

(22) このほか、「バンドワゴン効果 (band wagon effect)」とか、「群衆現象 (herding phenomena)」,あるいは「群衆心理 (mob psychology)」などとも呼ばれている。さらには、いわゆる「システムミック・リスク (systemic risk)」と呼ばれるリスクも、決済システムなどにおける信用関係に基づくリスクの波及だけでなく、預金者や投資家、金融機関などの心理や感情を通じたリスクの波及も含めており、伝染効果と同様の意味で使われることもある。

(23) 新古典派経済学的戦略の失敗の原因となっている米国当局の見通しの誤りも、伝染効果について認識不足であったため、急激で大規模な市場流動性の低下や金融機関の経営悪化を予想できなかったのではないかとみられる。

(24) 伝染効果やシステムミック・リスクを説明する理論には、従来から様々なものがある。例えば、Schoenmaker (1999)などを参照。

図表6 レファレンス・ポイントのシフト



プロスペクト理論を適用すると、2007年8月の金融危機勃発までは、レファレンス・ポイントがユーフォリア（楽観主義）の影響で、右方へ大きくシフトしてきていたはずである（図表6でのA点）⁽²⁵⁾。ところが、ユーフォリアが崩壊して、金融情勢の悪化するとともに、Bernanke 議長の発言などによって、金融資産の価格低下が予想されるようになると、レファレンス・ポイントは左方へシフトすることになる（図表6でのB点）。というのは、これまでのような大きな利益を獲得することは、困難と判断されるようになったからである。こうした状況において、実際の金融資産の売却価格がC点の水準にあるとすると、それまでのレファレンス・ポイントを通る価値関数でみると、不満足領域にあった水準の利益（a点）でも、新しいレファレンス・ポイントを通る価値関数でみると、満足領域となる（b点）。前述（2.3.）のように、投資家はレファレンス・ポイントに比べてマイナス・不満足領域にあるときはリスク愛好的であり、逆にレファレンス・ポイントに比べてプラス・満足領域にあるときはリスク回避的である。ユーフォリアの中で、レファレンス・ポイントがA点にあるときには、リスクを取って金融資産を保有していた投資家が、厳しい金融情勢を踏まえて、左方にシフトした新しいレファレンス・ポイント（B点）からみると、C点はプラスで満足できる領域にあることになり、リスクを避けて金融資産の売却をしたものとみられる。

すなわち、大きな損失が出るはず（レファレンス・ポイントがB点）と思っていたところに、少しは有利な価格が付いて（C点）、思ったほどの損失が出ないという意味で満足を得ることになる。このため、Bernanke 議長の発言によって投資家はリスク回避的となり、保有して

(25) 林原（2009）も、サブプライム関連投資について、投資家の楽観主義が拡がるにつれて、レファレンス・ポイントが上昇したことを指摘し、投資家がより高いリスクを取ったことを指摘している。本稿では、そうした動きが逆転し、投資家がリスクを取らなくなっていくプロセスに注目して分析している。

いる金融資産を一斉に売却することになる。この結果、金融資産の市場では売り手が増え、買い手が減少する。こうしたメカニズムがどんどん進行すると、レファレンス・ポイントの左方シフトと金融資産の投げ売りの悪循環を起こし、価格の下落と市場流動性の低下を招くことになる。つまり、Bernanke 議長の発言を契機に、市場と金融機関に対する信頼崩壊の連鎖という伝染効果が現れたのである⁽²⁶⁾。

(3) 公的資本注入の議会承認制度

Bernanke 議長や Paulson 財務長官などの米国当局者が、金融システムにおける伝染効果を十分に認識せず、行動経済学的戦略において失敗したのは、彼らの個人的資質の問題だけとはいえない。新古典派経済学的戦略からみでの失敗の原因と同様に、公的資本導入の議会承認制度という問題があったものといえる。

すなわち、リーマン・ブラザーズを破綻させたのは、破綻の心理的影響を過小評価した面もあるだろうが、救済のための公的資本は、議会の承認なしでは注入できない制度となっていたため、後述(5.)のとおり、議会との困難な交渉という取引コストを考慮すると、潜在意識として過小評価したいという気持ちが働いた可能性もある。また、当局者が見せ金効果を使った戦略を採りたいと思ったとしても、公的資本の導入のために必要な議会との交渉コストを考えると、そうした戦略を採るだけの決断ができなかった可能性もある。さらに、Bernanke 議長の不用意な発言も(2008年2月28日の議会証言)、金融システムの伝染効果に対する無理解だけでなく、公的資本注入の議会承認制度を踏まえ、議会に対して警告を発することによって、公的資本の注入に備えようとした可能性もある。少なくとも、2009年1月13日のLSEでの講演は「さらなる資本注入と保証が必要かも知れない」としており、その意図は明確である(もちろん、副作用への配慮は不足しているが)。

5. 取引コスト経済学的戦略の失敗

これまで述べてきたように、金融危機に際して米国当局は、物理的世界における新古典派経済学的戦略でも、心理的世界における行動経済学的戦略でも、危機管理戦略において失敗していることは事実である。これら二つの世界での危機管理戦略の失敗の原因として、いずれの場合も、公的資本の注入には議会の承認を得る必要がある、という制度的背景が指摘される。そうだとすれば、米国当局は公的資本の注入について、「早めに議会の承認を得る戦略を採ればよかった」ということになる。

これは、行動新制度派経済学における知性的世界での取引コスト経済学的戦略を早期に採るべ

(26) ここで述べたことは、簡単に「予想の悪化から投げ売りが出る」ということでも説明できるが、「なぜ予想の悪化が投げ売りを呼ぶか？」について、この理論はより詳細に説明している。

きであった、ということである。言い換えると、金融危機の発生に備えて、公的資本の注入に関する制度を構築してきておらず、金融危機が発生してからも、公的資本の注入について、議会の説得することに失敗した。このため、取引コスト経済学的戦略の側面でも、やはり管理通貨制度のメリットを十分に活かすことができず、米国経済をはじめ、世界経済に本来なら削減可能であった経済損失を与えてしまったものといえる。以下では、こうした観点からまず、主な失敗の事実を確認した後、その原因について検討する。

5.1. 失敗の事実

米国当局が知性的世界における取引コスト経済学的戦略において、高い取引コストを引き下げる努力を怠り、この戦略で失敗したことを示す主な事実は、次のとおり。

(1) 公的資本注入制度の構築に失敗

米国当局の基本的な失敗は、公的資本の注入が必要となった場合に、議会の説得に時間がかからないような制度を構築するという戦略を、2007年8月の金融危機勃発以降すぐに、採っていなかったということである。このことをアダム・ポーゼン（ピーターソン国際経済研究所の副代表）は、次のように指摘している（日本経済新聞、2009年5月17日）。

2008年3月のベア・スターンズ危機後、第一に金融機関救済の明快な枠組みをつくっておくべきだった。第二に、危機対応のための非伝統的な政策展開の準備を体系的に進めておくべきだった。第三に、公的資金の必要性について議会の説得を（3月から）始めるべきだった。

また、岩田（2009）も次のように指摘している。

遅すぎた金融危機緊急対策——アメリカ政府とFRBはサブプライム・ローン・パニックが起きてからしばらくの間、この危機は流動性危機だと考えていましたから、金融危機対策の策定が遅れました。とくに問題だったのは、公的資金を注入する対策が、リーマン・ブラザーズのような大きな投資銀行の破綻が起きるまで存在しなかった点です。日本の1990年代の金融危機の例からもわかるように、一般に、多くの人は、公的資金を注入して金融機関を救済することに強く反対します。

(2) 議会の説得に失敗

誰の目にも明らかな米国当局による議会説得の失敗例は、リーマン・ブラザーズが破綻した直後の2008年9月29日、下院で「経済安定化法案」が否決されたことである（10月3日には、修正法案が承認された）。この時は、米国当局が公的資本の注入を十分に認識していたにもかかわらず、議会在公的資本の注入に反対し、金融危機を極めて深刻な状況に陥らせてしまっ

た⁽²⁷⁾ (当日の株価は、前日比 777 ドル安 (-7%) となった)。

このことから分かることは、米国当局が仮に、早期における大規模な公的資本の注入を十分に認識し、議会にその承認を求めたとしても、必ずしも議会の説得に成功していたとはいえないということである。すでに、金融危機がリーマン・ブラザーズ破綻によって相当、深刻な状況になっていた時点でさえ、公的資本の注入に反対した議会は、例えば 2008 年 3 月のベア・スターンズの FRB による救済の時点において、公的資本の注入を承認したはずがないと思われるからである。

5.2. 失敗の原因

財務省や FRB など米国当局が公的資本注入に関して、知性的世界における取引コスト経済学的戦略を採らなかった (あるいは、採ることができなかった) 原因としては、次のことが指摘できる。

(1) 議会との高い取引コスト

公的資本の注入に関して、米国当局が制度の構築を怠るとともに、金融安定化法案の否決という結果を招いたのは、議会を説得するには、高い取引コストが実際にかかるか、あるいは高い取引コストがかかると、米国当局が判断したことを示している。

米国当局と議会との取引コストとは、選挙民からみて評判の悪い公的資本による金融機関の救済が、金融システムの安定化にとって、いかに重要であるかについて、大統領をはじめ米国当局の幹部による議員への働きかけやロビー活動などを通じて、議員達に理解してもらうための交渉コストである。こうした幹部による働きかけやロビー活動は、それ自体が交渉コストに含まれるが、それによって議員の反対票を防ぐという意味では、全体としての取引コストを引き下げることができる。

実際に、米国当局がどの程度、幹部による働きかけやロビー活動など、取引コストを引き下げたための努力をしたかは不明であるが、仮に公的資本の注入に関して議会の説得が低い取引コストで承認されると判断されていたならば、米国当局は「Too Little, Too Late」にならず、早めに大規模な公的資本の注入を行っていたかも知れない。また、2008 年 9 月、BOA によるメリルリンチ買収の際、Paulson 財務長官と Bernanke 議長が BOA の Louis CEO に対して、メリルリンチの巨額の評価損を公表しないように強制したとして、2009 年 6 月になって、議会で批判されるようなこともなくて済んだはずである。

このことから分かることは、取引コスト経済学的戦略に失敗した理由は、公的資本の注入が新古典派経済学的戦略の観点からみて、有効と判断されていたとしても (生産コストの低下)、あ

(27) リーマンショックの前後に起こったイベントと市場の混乱を詳細に分析している Taylor (2009) は、議会による本法案の否決について、全く言及していない。これは、彼がリーマンショックよりも、Paulson 財務長官と Bernanke 議長による本法案の提案説明が市場を混乱させたことを強調したかったためではないかと思われる。

るいは行動経済学的戦略からみて、伝染効果を防ぐのに役立つと判断されていたとしても（心理コストの低下）、取引コスト経済学的戦略の観点からみて、余りに高い議会との取引コストのために、総合的判断として、公的資本の注入という戦略が採られなかった可能性があるということである。

(2) 短期的な政局で動く議会

折谷（2007）で紹介したように、公共経済学によると、一般に議員は次回選挙で当選することを目標に短期的な利害に基づいて、政策を判断することが多いとされる。とくに、金融危機が深刻化した2007年8月からの米国では、2008年11月の大統領選挙（同時に、下院議員の全員と上院議員の3分の1が改選）を控えて、議員は政局や世論の動向に対して、通常以上に過敏になっていた可能性がある。

政局についていえば、民主党議員は共和党のブッシュ政権を困らせ、間近に迫った大統領選挙などを有利にしたいとの党利党略があったものと思われる。また、共和党議員も政府の介入を嫌う市場主義的傾向をもつ選挙民を支持基盤としていることから、政権与党とはいえ、公的資本の注入に賛成しにくい状況にあった。また、どちらの党の議員にとっても、大統領が変わり、新しい政権が誕生する可能性があったことから、現政権との取引は高い不確実性の中での取引であった（不確実性が高いと、取引コストが高くなる）。

こうした状況下では、大統領を含む米国当局が公的資本の注入を議会に説得するための交渉コストを中心とする取引コストは、通常の時期以上に高くなっていったものと推察され、現に下院での否決がそれを明確に示している。従って、米国当局が議会との取引コストを下げるための戦略を採っていたとしても、早期の大規模な公的資本の注入はできなかった可能性が高い。

(3) 公的資本の注入に批判的な世論

一般に、上記のような政局とは無関係な時期においても、議員は公的資本の注入に対して後ろ向きであり、政府当局にとって議会との交渉コスト・取引コストは高い⁽²⁸⁾。これは、公的資本は究極的には税金で賄われる以上、税金の使用に対して慎重になるという理由だけでなく、議員のバックにいる選挙民が、公的資本の注入に対して批判的であることを反映したものである。

すなわち、一般国民にとって金融システムというのは、理解するのに複雑であり、とくに金融危機管理戦略のあり方についての判断は、高度な専門的知識が必要とされるものである。このため、一般国民からみると、実際に金融危機が实体经济に悪影響を及ぼし、自らの生活で実感できるようになるまでは、公的資本の注入は、単に、金融機関を救済するだけにみえるのもや

(28) わが国のバブル崩壊後の金融危機においても、国会議員は公的資本の注入に強く反対した。すなわち、1996年、「住宅専門会社（住専）」の不良資産処理のために、政府・与党が提案した6,850億円の公的資本を注入する法案に反対して、当時の野党である「新進党」の議員は、国会内にビケまで張って法案成立に抵抗した。

むを得ないことである。従って、岩田（2009）が指摘しているように、「日本の1990年代の金融危機の例からもわかるように、一般に、多くの人々は、公的資金を注入して金融機関を救済することに強く反対します」ということになる。

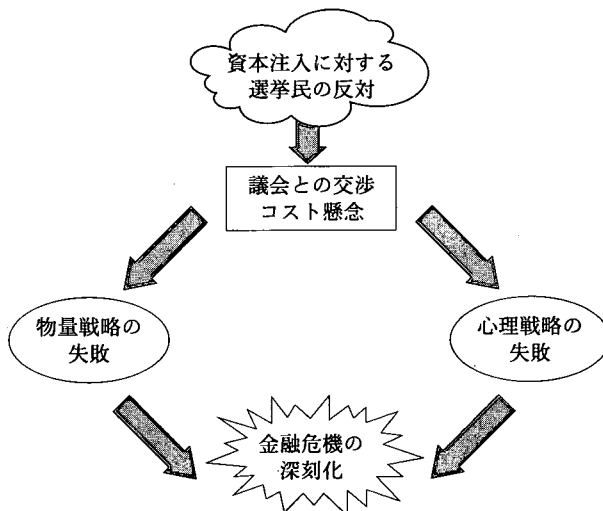
(4) 公的資本注入に関する議会の承認制度の問題

行動新制度派経済学に基づく立体的戦略を適用して、米国当局の金融危機管理戦略の失敗を分析してみると、背景にある制度的欠陥として、公的資本注入に関する議会の承認制度の問題が浮かび上がってくる。すなわち、金融危機に直面した際に、物理的世界における新古典派経済学的戦略として、公的資本を注入することが必要と思われる状況であっても、あるいは心理的世界における行動経済学的戦略として、公的資本の注入によって、関係者の不安心理を沈静化することが可能と思われる状況であっても、そうした戦略が採れなかったのではないかとみられる。というのは、公的資本の注入については、議会における承認が必要であり、しかも承認を得るためには、高い交渉コストや複雑な承認手続きなど、余りにも大きな取引コストがかかってしまうからである。つまり、公的資本注入に関する議会の承認制度は、金融危機管理における「戦略の不条理」（菊澤（2009））の根本的な原因となっているものと思われる。

おわりに

以上、述べてきた行動新制度派経済学に基づく、3つの世界のそれぞれにおける米国当局の金融危機管理戦略の失敗は、図表7のように要約することができる。まず、第一に、新古典派経済学的戦略の観点からみると、「物量戦略」が重要とされる物理的世界において、米国当局は「できるだけ早い時期に、流動性だけでなく、公的資本も注入をすべきだった」といえる。第二に、

図表7 金融危機深刻化のからくり



行動経済学的戦略の観点からみると、金融機関や投資家などの不安心理を鎮めることが重要とされる「心理戦略」において、リーマン・ブラザーズ破綻の心理的影響やBernanke議長の不用意な発言など、幾つかの致命的な失敗を犯している。第三に、取引コスト経済学的戦略の観点からみると、公的資本の注入を行うには、議会との交渉コストを中心とした取引コストがかかるという知性的世界において、米国当局は「最初に議会の承認を得る戦略を採るべきだった」と言える。というのは、上記の新古典派経済学的戦略と行動経済学的戦略での失敗の背景には、「公的資本の注入には議会の承認が必要」という制度的制約があるからである。しかも、議会は資本注入に反対する選挙民を背後に抱えているからである。

このように、金融危機管理戦略における米国当局の「失敗のからくり（制度的欠陥）」を分析してみると、失敗の根本的原因是は、公的資本注入の議会承認という制度にあることが明らかとなる。この制度は、民主主義においては必要不可欠のように思われているが、金融危機をもたらす損失の大きさに鑑みると、再考する必要がある。というのは、短期的な政局を中心に判断する政治家に、金融危機管理戦略の中核である公的資本注入の決定を委ねていたのでは、適時、適切な金融危機管理戦略は採れないからである。

従って、今回の世界金融危機における米国当局の失敗を教訓として、管理通貨制度のメリットを十分に活かすことのできる新たな制度を構築する必要がある。そうした新たな制度のひとつとして、金融政策で確立された制度である「中央銀行の独立性」を金融システムの安定化機能にも活用する制度が検討に値するものと思われる。すなわち、中央銀行が議会の承認を得ないで、適時に適切な量のリスクマネーの供給ができるようにするのである。また、リスクマネーの供給に伴う中央銀行財務の悪化を防ぐため、中央銀行の銀行券発行による「シーニョレッジ（通貨発行益）」を現在のように、単に国庫納付するのではなく、中央銀行内部に蓄積しておく制度とする必要がある。

中央銀行のシーニョレッジは、もともと、管理通貨制度の下で中央銀行による銀行券発行独占の副産物として得られる利益である。すなわち、民間銀行による競争的通貨発行制度では、通貨増発によるインフレの発生というかたちで、金融システムが崩壊する。これを防ぐために、中央銀行に通貨発行を独占させた結果として、シーニョレッジが生じているのであり、通貨発行から利益を得て、財政支出を賄うことが本来の目的ではない。むしろ、このシーニョレッジを民間金融機関の破綻などによる金融システムの崩壊を防ぐために活用することは、インフレによる金融システムの崩壊防止と共通の目的に沿っており、いわば「目的税の活用」といえるのである。

参考文献

- 岩崎日出俊 (2009)『金融資産崩壊』祥伝社
- 岩田規久男 (2009)『金融危機の経済学』東洋経済新報社
- 大泉光一 (2006)『危機管理学総論』ミネルヴァ書房
- 折谷吉治 (1992)「金融システムの安定性と金融政策」『現代日本の金融政策』川口慎二・古川頼編、東洋経済新報社

- _____ (2007) 「中央銀行のパブリック・ガバナンス — 新制度派経済学からのアプローチ —」 『明治大学商学論叢』第89巻第4号, 3月
- 菊澤研宗 (2006a) 『組織の経済学入門 — 新制度派経済学アプローチ』有斐閣
- _____ (2006b) 「経営者行動の心理会計分析 — 行動取引コスト・アプローチ」 『三田商学研究』第49巻第4号, 慶應義塾大学商学会, 10月
- _____ (2007) 「コーポレート・ガバナンスの行動エージェンシー理論分析 — 完全利己主義 vs 限定利己主義」 『三田商学研究』第50巻第3号, 慶應義塾大学商学会, 8月
- _____ (2008a) 『戦略学—立体的戦略の原理』ダイヤモンド社
- _____ (2008b) 「行動新制度派経済学の可能性」 『三田商学研究』第51巻第4号, 慶應義塾大学商学会, 10月
- _____ (2009) 『戦略の不条理 — なぜ合理的な行動は失敗するか』光文社
- 楠見 孝 (2001) 「ヒューリスティックス」 『社会的認知ハンドブック』北大路書房
- 熊倉修一 (2008) 『日本銀行のブルーデンス政策と金融機関経営』白桃書房
- 白川方明 (2008) 『現代の金融政策』日本経済新聞出版社
- _____ (2009) 「金融危機に対する国際的な政策対応」カンザスシティ連邦準備銀行主催シンポジウムにおける講演, 日本銀行, 8月22日
- _____ (2009) 「法と経済」からみた中央銀行」東京大学法学部での講義, 日本銀行, 10月21日
- 武石 彰 (2003) 『分業と競争』有斐閣
- 多田洋介 (2003) 『行動経済学入門』日本経済新聞出版社
- 友野典男 (2006) 『行動経済学』光文社
- 畑村洋太郎 (2006) 『図解雑学 失敗学』ナツメ社
- 日本銀行 (2009a) 『金融市場レポート』1月
- _____ (2009b) 『金融システムレポート』3月
- 林原行雄 (2009) 「なぜ金融機関は間違えたか — 金融危機とリスク管理を考える —」 『国際金融』8月1日
- Bernanke, B. (2009) "Reflections on a Year of Crisis," *Speech at the FRB Kansas City's Symposium*, August 21
- Department of Treasury (2009) *Financial Regulatory Reform, A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*, U. S. Department of Treasury
- FRB (2009) "Federal Reserve Initiatives to Address Financial Strains," *Federal Reserve Annual Report*, Federal Reserve Board, February
- Kahneman, D. and A. Tversky (1974) "Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases," *Science* 185
- Kikuzawa, K. (2009) "Toward Behavioral New Institutional Economics," *Discussion Paper Series*, FY09, No. 1, Society of Business and Commerce, Keio University
- Madigan, B. F. (2009) "Bagehot's Dictum in Practice," *Speech at the FRB Kansas City's Symposium*, August 21
- Popper, Karl (1972) *Objective Knowledge: An Evolutionary Approach*, Clarendon Press (『客観的知識 — 進化論的アプローチ』森博訳, 木鐸社, 1980年)
- Schoenmaker, D. (1999) "Contagion Risk in Banking," *Risk Measurement and Systemic Risk*, Bank of Japan
- Taylor, J. (2008) "The Financial Crisis and the Policy Response: An Empirical Analysis of What Went Wrong," *Written Version of Keynote at Bank of Canada*, November
- _____ (2009) *Getting Off Track*, Leland Stanford Junior University (『脱線FRB』村井章子訳, 日経BP)

Williamson, O. (1985) *The Economic Institution of Capitalism*, Free Press

_____ (2008) "Transaction Cost Economics," *Handbook of New Institutional Economics*, Edited by Menard, C. and Shirley, M., Springer

Yamaguchi, Y. (2008) "Commentary: Central Banks and Financial Crises," *Maintaining Stability in a Changing Financial System*, Federal Reserve Bank of Kansas City, August