

(1) 「政策起業家」の本質

ジョン・ローは、経済に関する著作はあるが、基本的には政策起業家とでも呼ぶべき財政家で、アカデミックな経済思想を展開したり、経済論争の当事者となったりした人物ではない。だがフランスのルイ15世の治世下、莫大な債務残高に悩む国家に対して、それを軽減して、経済発展を促す政策を「経済システム」として売り込み実行に移した人物として異彩を放っている。

1671年スコットランドに生まれたローは、若いころにロンドンで女性をめぐる決闘を行い、相手を殺してしまった上に、脱獄して大陸ヨーロッパで逃亡生活を送り、その後、ブルボン王朝に取り立てられ、金融財政の総責任者として采配をふるった。だが結局、フランスにバブル経済をもたらし、最後はベネチアで58歳の時に客死する。

多くの小説や戯曲の題材になるほど劇的な人生を送った人であった。とりわけ、彼の名前が出てくるのは、彼の「経済システム」の運用を通し、株価バブルを起こし、それを暴落させた張本人としてである。多くの文献では稀代の詐欺師あるいはトリックスターとして扱われてきた。

ローの名誉のために述べておくと、シュンペーターは社会的なイノベーションを行う起業家を評価し、その意味でジョン・ローを高く買っている。実際、1980年代以後、ダブリン大トリニティ・カレッジのアントイン・マーフィーらの地道な文献収集の結果、ローの著作や経済政策の実態が明らかになり、ローが行ったこと、議論したことは、実現不可能な絵空事をまくし立てる詐欺師の仕事ではなく、プロの政策起業家の仕事であったという評価が定着してきた。

本稿では、学説史上の再検討を行うというより、ローが実際に政策起業家として行った「経済システム」の構築に関し、歴史的状況の中で概観する。すなわち、18世紀初頭のフランスの政治経済社会状況を踏まえて上で、なぜローがそこに登場し、また、排斥され、その結果、フランス社会に何が起こったのかということを見ていくことで、現在日本のおかれた状況への教訓を得たい。

(2) フランスの危機的状況

ジョン・ローが到着する前のフランスは太陽王ルイ14世の治世で、絶対王政が最盛期に達し、ベルサイユ宮殿の建築やその他の顕示的消費、文化、芸術活動が活発に行われていた。

また、ルイ14世はヨーロッパ諸国との間で戦争を重ね、スペイン王位継承戦争での敗北まで、累計で30億リーヴル(フランス国民総生産の1.5-2倍)という債務を抱えていた。この債務は、国王が国家収入の基礎となる徴税権を担保に借入を行ったものである。課税対象となる塩、たばこ、アルコール類などにかかる諸税の徴収は徴税請負人が担当した。

この徴税請負人は大貴族や金融家であり、税収から徴税手数料を得ていた。当時のフランスの国家財政は、歳入はそれぞれの徴税請負人が集め、歳出は宮廷が勝手に決める制度になっており、歳入と歳出の差額は徴税請負人や金融家からの借入で賄っていた。

この時期の金融・財政問題は、財政を管理し規律を働かせるような仕組みがなく、また、金融家が保有する資金は国家債務を賄うために使われ、その他の産業や貿易など国家の成長を高めるような分野にはほとんど配分されていなかったという点にある。その結果、農工業生産と人口の減少に見舞われ、デフレが続いていた。

もう一つ忘れてはならないことは、イギリス、オランダなどの海洋国家がアジア諸国との交易を通じて資本蓄積を行い、アジアの製品に刺激を受けて産業革命を起こし始めていたことである。ローはある論文の中で「フランスの状況を知る人々にとって以下の事態は明らかである。人民の重税負担、国家債務の激増、貨幣の流出、商人の破産の続出、諸工業、商業の衰退、人口の減少、歳入の減少、奢侈歳出の増大、人民相互間における貧富格差の増大、すなわち、少数の富者と多数の貧者。かくて、他国がその力と富を増強せしめている時、フランスは諸列強に伍する一等国の地位から転落しつつある」と書いている。

ローは明らかに、フランスの置かれていた危機的状況を客観的に見ていた。ルイ15世の下で摂政となったオルレアン公フィリップの知遇を得て、フランスの金融・財政の大改革に取り組むことになる。

(3) 金融システムの機能

ジョン・ローが構想・構築を試みた「経済システム」の中核となるのが、経済活動を円滑するために決済、為替、預金、発券などの役割を担う銀行だった。ローはアムステルダム銀行、イングランド銀行を手本に、新しい時代の銀行を構想していた。これは現在で言えば、中央銀行と投資銀行と商業銀行の役割を兼ね備えた性格のものである。

ローがこのような銀行に求めたものは、大きく2つあった。第一に、ルイ14世時代のデフレ経済から脱却し、経済を活性化させるためには、貨幣の供給を拡大する必要があるということだ。そのためにローが主張していたのは、金貨や銀貨といった正貨ではなく、なんらかの実体経済によって担保された紙幣を発行するということであった。

ローが1705年に書いた『貨幣および商業に関する考察』では土地を担保にした貨幣、すなわち土地貨幣の発券を主張したが、1716年にフランスで営業を認められた銀行では、銀貨との兌換性を持つ銀行券を発行した。ローの銀行では、銀貨との兌換のための準備は発行銀行券の50%程度であったと言われているが、ローの銀行券が信認を得て受け入れられる限り、問題ないと判断していた。その結果、貨幣の流通量が急増することになった。ローは銀行券を法定貨幣として位置づけ、金貨、銀貨の利用を制限し、納税は銀行券で行うことを強制するなど、銀行券流通を促す政策を打ち出した。

第二に、ローはルイ14世時代のように、金融家の持つ資金が国家債務の引き受けにだけ使われ、実体経済への投資や雇用に流れていなかった状況を打破しようとした。具体的には、徴税請負人や貴族などに与えられていた特権を取り上げることによって所得分配を変更し、資金を商人や一般市民へと向かわせようとした。ローが想定していたのは、オランダやイギリスのように新たな産業が興り、そこに資金需要が出て、銀行の信用を通じて、実体経済がさらに拡大し、その結果、紙幣流通量も拡大するというマクロ経済モデルであったと考えることができよう。

ローの経済システムでは金融と実体経済が密接な関係を持っている。その実体経済を裏付けるのが次に論じるインド会社である。

(4) インド会社の問題点

ジョン・ローの「経済システム」の中で銀行の次に重要な役割を果たすのは企業である。ローは、経済の成長の源泉を民間経済活動に求め、それをけん引するイギリスやオランダの東インド会社のような企業を育てることを想定していた。

ジョン・ローが1717年に株式会社として設立した西方会社(通称ミシシッピー会社)は1719年にはインド会社に改組され、フランスの対外国貿易を独占した。さらには、すべての徴税業務、すべての海外植民地経営を行う権益を獲得した。1720年1月5日にはローは財務総監に就任し、同年2月には先に述べたローの銀行(当時は王立銀行)とも合併した。

ローの経済システムの中で最も問題だったのが、このインド会社への権限の集中とその経営実態だった。

基本的にフランスはオランダやイギリスに比べてアジアとの交易で後れをとっていた。その背景には、フランスが十分に豊穡な土地をもつ農業国であったことや、絶対王政が強く、しかも対外戦争と浪費でアジア貿易に進出する余裕がなかった点がある。

インドや中国への進出が遅れた結果、有望な交易拠点を押さえることも出来ず、1684年にフランス国王が領有を宣言した北米のミシシッピー河およびルイジアナ州における運営と貿易を独占する特許会社「ミシシッピー会社」をローは出発点にしなればならなかった。

当然、高度な文明が発達し、政治経済も機能していたインドや中国と、定住地を持たない先住民族とわずかな植民者しかいないミシシッピー川周辺とでは実体経済の意味するものが全く違っていた。ローはミシシッピーに行ったこともなければ、実体経済の内容について検討を加えた形跡もない。この実体経済に対するローの無知、過度の楽観が経済システムを機能させなかった原因の一つである。

もう一つの問題点は、オランダやイギリスの東インド会社と対抗しようとするあまり、ありとあらゆる権限をこの会社に集中させてしまい、徴税請負人や貴族の特権が奪われてしまったことに対して、猛烈な反発を生んでしまったことである。これは次回に説明するが、株価バブルを発生させる直接の原因となった。

(5) 新しい金融取引

ジョン・ローの宮廷における最大のミッション(任務)は国王の債務を解消することにあった。ロー自身、「経済システム」の整備は、まさにこの問題を解決するために行ってきたものであることを自覚していた。

1719 年半ばまではローは国家債務の償還は税制改革を通じ、25 年ぐらいかけて返済するとの計画を立てていた。その中で、徴税機構の各段階で税収が収奪されて徴税効率が悪く、徴税請負人が享受していた免税特権のために過度の負担が農工業部門に課され、産業発展を阻害していることを指摘。代わりに土地所有にのみ税源を絞った地租単税を導入すべきだと主張した。

だが、徴税請負人から徴税特権を剥奪するという、アンシャン・レジーム(旧制度)にとっては決定的なダメージを受ける政策が受け入れられるはずもなく、土地所有構造が複雑化している絶対王政下のフランスでは地租単税も実務的に無理であると却下された。

そこでローは次のような公開市場操作としてのオペレーションを行った。まず、インド会社は 15 億リーヴルの銀行券を 3%の利子で国家に貸し、国家はそれを債務償還に充てる。一方インド会社は 15 億リーヴルの新株を発行し、償還金として国家から出た銀行券を吸収するというスキームである。これは簡単に言えば、国家債務をインド会社の株式と交換するというものである。もちろん、国家債務を保有していた金融家とインド会社株の保有者は同一である必要はないので、現代ファイナンスの世界で知られている債務の株式化(デット・エクイティ・スワップ)とは違っている。

このオペレーションがうまくいくための前提は、新株発行への応募がどれぐらいあるかという点にある。折から反システム(アンチ・システム)として徴税請負人達は『徴税請負会社』を 1718 年に設立、ローのインド会社の新株発行が失敗するように画策した。

ここからギャンブラーとしてローの才覚と闘争心に火がつき反撃がはじまる。それと同時に、本来維持すべき銀行の金融機能から逸脱し、実体経済のアンカーを果たすべきインド会社の株価が実体をはるかに超える水準に達してしまった。

今回はローが駆使した株価操作とその帰結について、みてみたい。

(6) バブルとその崩壊

ジョン・ローにとって、インド会社の株式が買われて銀行券の回収が順調に進めば、銀行の信認は維持されるはずであった。ローは 1719 年 9 月にインド会社の新株 30 万株の募集を、額面 500 リーヴル、公募価格(払込時価)5000 リーヴル、10 万株ずつ 3 回募集という計画ですすめ、そのオペレーションのために 1 億 2000 万リーヴルの銀行券を発行した。

額面の 10 倍の公募価格で新株公開が成功するために、ローは配当を 12%、新株購入の資本金払込を 10ヶ月月賦とした。これによって短期的には 1 株分の金額で 10 株の入手が可能になり、株価上昇を見込めば、転売してキャピタルゲイン(値上がり益)が見込まれることになり、インド会社株は投機の対象となった。株価は最高で 18000 リーヴルに達し、額面の 36 倍となった。これは史上初の人為的な金融バブルだった。

一方、1719 年末までの銀行券発行高は 11 億リーヴルで、2 億リーヴルが金属貨幣や為替手形との交換に使われ、9 億リーヴルが償還金として流出し、4 億 5000 万リーヴルが株式払込として回収された。残りの 6 億 5000 万リーヴルが市中に流通しており、これが株式以外の財や資産への投資に向かった。奢侈品の価格は上昇し、高価なレース、絹、ラシャ、ベルベットなどの生産が増加する。職人の賃金は 4 倍になり、失業も減った。また住宅建設も進んだ。

しかし、やがてインド会社の実績に対して株価が高すぎるものが広く知れ渡り、株価は暴落を始めた。この時点でローの銀行券は法定貨幣となっており、しかも銀貨との兌換性も失っていたために、余った銀行券は一般物価を押し上げ年率約 80%のインフレをもたらしたといわれている。1720 年に入ってからローは株価を 9000 リーヴルに固定し、株券と銀行券の交換を自由にした。その結果、3 月から 5 月にかけてさらに 15 億リーヴルの銀行券が流出した。

ここにローが企てていたインド会社の株式を活用して国家債務の償還を進め、それによって放出された銀行券を回収するというオペレーションは、債務額以上の銀行券を流出させ、それを阻止する手段を完全に失い、完全に失敗した。

(7) システムの崩壊の後

バブル崩壊後、ジョン・ローは、1720年12月にパリから亡命し、1729年にベンチアで客死した。だが政策的にバブル崩壊の後始末をどのように行ったのか、その結果、政治経済にどのような変動があったのかもきちんと見ておくべきだろう。

1721年に反ロー派の徴税請負人らがローの経済システムの破綻処理をするための特別委員会を設置。システム期間中に流通した全証券の検証(visa)を行った。その総額は約25億リーヴルと確定された。そこから債務減免やシステム利得者への懲罰的課税収入等で10億リーヴルを削減。こうした努力で最終的な債務は15億リーヴル強となり、結局ローがもともと償還しようとしていた国家債務額と等しくなった。

これと同額の、償還日が決まっていない国債が新たに発行されロー時代の債務と交換された。これにより破綻処理関連の年間歳出額は、1715年以前に発行された国債とあわせて5100万リーヴルに収まった。

この間の事情を研究した赤羽裕『アンシャン・レジーム論序説』(1978)によれば、ローのオペレーションによって、国債がインド会社株や銀行券に変わったことは、債務の形態だけではなく、債権者層そのものが変わったことを意味していた。すなわち、オペレーションによって債権者は大衆化したのである。そのことは、債務不履行リスクも独占的金融家から一般大衆へと転嫁されたことを意味している。

1720年6月には紙幣と貨幣の交換が再開され、反ロー派は、貨幣の名目価値の引き下げと紙幣の回収によって、デフレを進行させた。貨幣流通量が減ったため、物価水準が下がるとともに銀行融資も減少し、生産活動は衰退した。

繰り返しになるが、ローは絶対王政を内部から改革し新しい産業化社会に向けた民主的な経済制度を構想していた。ロー以後もルイ16世下では財務総監テュルゴーが財政・政治・経済改革を唱えて、より公平で平等な課税、経済的自由主義、行政への国民の参加を認める民主主義導入を試みたが、結局罷免され、立憲君主制への移行の道は閉ざされた。

フランスが真に覚醒するのはフランス革命を待たねばならなかった。

(8) 教訓を今に生かす

ジョン・ローの経済システムや政策起業家としての行動から学べる教訓は多く、今後とも新しい視点からローの経済政策が見直されることもあろう。ここでは2つを挙げておきたい。

第一に、ローがフランスに登場してきた背景には、フランス経済社会の閉塞感があった。ローが進めようとした改革は先進国オランダやイギリスに倣ったものであり、銀行制度にせよ紙幣にせよ産業振興にせよ、すべて今日では受け入れられているものばかりだ。

本格的な構造改革を推し進めるためには、既得権益者と政治闘争をし、それを打ち破りながら支持を増やす必要があった。だがこの改革を支持する政治勢力も、ローの改革実務を支える官僚組織も脆弱であった。このことが、ローの経済システムがあっけなく崩壊した最大の理由だと考えられる。

第二に、ローは、金融は実体経済から中立的なものではなく、うまく操作すれば国民所得を増やすことができると考えていた。ローの経済システムは機能する前に政治闘争と急激なバブル経済とともに消滅してしまったが、あえて、ローの経済システムの問題点を指摘すれば、金融と実体経済のリンクの弱さにあったといえる。

マクロ経済政策として必要なのは、金融政策の独立した拡張的リフレ策ではなく、実体経済活動を促進するための資金の確保と、実体経済活動の中での資金の適切な配分を行う金融仲介にある。それがうまく機能しないと、特定の資産へ資金が集中しバブルが生まれる。金融政策の要諦は広く資金を配分することで、経済全体の成長を促すことにある。高度成長期の日本でバブルが起これば 1980年代後半に住宅や株式でバブルが起こったことの違いはそこにあるのではないか。

さらにいえば、日本の最近のマクロ運営が実体経済の安定的な回復につながらないのは、金融のネットワークを通じた資金が末端の経済活動にまで配分されないからだ。末端の経済活動を活発化させるためには、金融政策だけではなく構造改革や一段の規制見直し、新しい起業家支援などが必要だ。

このようにジョン・ローのエピソードは現代の経済改革を考える上でも、必須の教材となるのである。