

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、銀行の信託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5000リーブル、公募価格（払い込み時価）5千リーブル、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1億2千万リーブルの銀行券を発行した。

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年にベネチアで客死した。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。

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、今後も新しい視点から彼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、銀行制度にせよ紙幣に

危機・先人に学ぶ ジョン・ロー

6 バブルとその崩壊

額面の10倍の公募価格で新株公開が成功するため、ローは配当を12%、新株購入の資本金払い込みを10カ月月賦とした。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1万8千リーブルに達し、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11億リーブルで、2億リーブルが金貨や為替手形との交換に使われ、9億リーブルが償還金として流出し、4億5千万リーブルが株式払い込みとして回収された。残りの6億5千万リーブ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（しやし）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

やさしい経済学

危機・先人に学ぶ ジョン・ロー

7 システム崩壊の後

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25億リーブルと確定された。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約10億リーブルを削減。こうした努力で最終的な債務は15億リーブル強となり、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5100万リーブルに収まった。

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年）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

やさしい経済学

危機・先人に学ぶ ジョン・ロー

8 教訓を今に生かす

せよ産業振興にせよ、すべて今日では受け入れられていくものばかりだ。

本格的な構造改革を推し進めるには、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、ローは金融は实体经济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、金融と实体经济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、实体经济活動を促進するための資金の確保と、实体经济活動の中で資金の適切な配分を行う金融仲介

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（たかん）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9千リーブルに固定し、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15億リーブ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。

一橋大学教授 北村 行伸

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上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、物価水準が下がることも銀行融資も減少し、生産活動は衰退した。

繰り返しになるが、ローは絶対王制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世下で財務総監テュルゴが財政・政治・経済改革を唱え、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。

一橋大学教授 北村 行伸

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はバブルが起ころうし1980年代後半に住宅や株式でバブルが起きたという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实体经济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性化させるには、金融政策だけで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。

一橋大学教授 北村 行伸