

W03-004-1

## 非合理的過信と合理的背信の間：

### 南海会社・南海計画・南海泡沫事件と直接的再帰性

杉浦 正和\*

#### **Between Irrational Over-Confidence and Rational Treachery: South Sea Company, South Sea Scheme, South Sea Bubble, and Direct Reflexivity**

Masakazu Sugiura\*

#### **Abstract**

In 1711, 300 years ago South Sea Company was established in England. The company caused the South Sea Bubble which is one of the classic cases of a bubble economy. The purpose of this paper is to review South Sea Company, the South Sea Scheme and the South Sea Bubble through literature studies. Analyses are made from the viewpoints of trust, confidence and credit. A comparison will be made on irrational over-trust and rational treachery, with the condition that trust, confidence and credit can barely exist with a very subtle balance.

#### **要 約**

サウスシーバブル

サウスシーカンパニー

南海泡沫事件を引き起こした南海会社がイギリスで設立されたのは、300年前の1711年であった。同社は、いわゆるバブル・エコノミーのクラシッくな事例のひとつとなった。本稿の目的は、南海会社および提案された南海計画また南海泡沫事件を、文献研究を通じて検討し、特に「信頼・信認・信用」の観点から分析することである。それらが成立し得るのは、非合理的な過信と合理的な背信の間の高度に微妙なバランスであることを考察する。

\*早稲田大学大学院商学研究科教授

2010年5月12日 2010年度第2回WBS研究センター管理委員会承認

## 第1節：はじめに

本稿の目的は、1711年にロンドンで設立された南海会社(The South Sea Company)、その会社が国家と一体となって提案した南海計画(The South Sea Scheme)そして南海泡沫事件(The South Sea Bubble)について、特に「信頼・信認・信用(trust, confidence, credit)」の視角から捉え返して分析することである。

資本結合の形態として高度な様式であり複雑な機構を有する「株式会社」は、イギリスにおいては17世紀後半に成立した。「バブル経済」の語源ともなった南海泡沫事件を契機として1720年に成立した泡沫会社禁止法(Bubble Act)はその後1世紀にわたって資本市場を規制する立法となった(山之内 1966)。

山之内は、泡沫会社禁止法に至るまでのイギリスでは、一般産業部門における株式会社形態の採用は、生産過程における投下資本の定着を実現することなく、むしろ株式投機の進行を通じて資本蓄積を破壊する条件を準備するという認識が高まっていたと指摘する。株式会社や株式市場という仕組みが、社会構造の安定を揺るがした。

マートンは、社会的機能が、既存の社会構造の維持・安定に貢献するのではなくネガティブに作用し、その維持・存続を揺るがす作用を果たしていることを「逆機能(dysfunction)」の概念で説明した。この概念を援用すれば、南海泡沫事件を含むいわゆる「バブル」は、本来社会・経済の血液であるべき金融の仕組みが社会・経済全体に対して逆機能を引き起すことと捉えることもできる(Merton 1949)<sup>1</sup>。

この古典的「バブル」の生成は、南海会社を発起し南海計画を立案した株式供給サイドが株式会社制度を悪用した側面と、マーケットに参入して東の間の利益を得た株式需要サイド側が非合理的ともいえる陶醉感を持っていた側面の双方が複合的に作用した結果と考えられる。

本稿においては、南海会社における公債と株式の転換スキームについて文献研究を通じて整理した上で、スキーム計画者側の合理的背信とマーケット参入者側の非合理的過信の見地から対比することにより、社会制度と「信頼・信認・信用」の関係を分析する。

本稿は6節から構成されている。第2節においては、南海会社の概要およびその背景についてまとめる。第3節においては、南海計画について特に株価上昇が関係各社にもたらす意義を中心に据えて整理を行う。第4節においては、南海泡沫事件について泡沫禁止法との関係を中心に記述する。第5節においては、南海泡沫が「事件」と呼ばれるようになった本質について考察し、南海計画のもつ直接的再帰性のトリックと企画者の意図についての分析を試みる。最後の第6節において、個人およびシステムに対する「信頼・信認・信用」の視角から捉え、それらが背信と過信の間にある極めて微妙な平衡によってのみ成り立つ脆弱性を有することを考察すると共に、本稿の限界および今後の研究の方向性を述べる。

## 第 2 節： 南海会社(The South Sea Company)

### 2-1 南海会社の設立

イギリスの大蔵大臣(Lord Treasurer)の任についたトーリ党(Tory)のオックスフォード卿ハーリー(Robert Harley)が南海会社(The South Sea Company<sup>2</sup>)を設立したのは、300 年前の 1711 年であった。

流動性を持った証券とし通じての企業あるいは国家への投資ないし貸付という資金運用の形態が生まれたのは 17 世紀中葉であった(山之内 1966)。18 世紀初頭、スペイン王位の継承者を巡り欧州主要国間で行われたスペイン継承戦争(the War of the Spanish Succession)が勃発していた(1701 ~ 13 年)。名誉革命後のイギリスには、戦費調達に起因する財政危機に対して、公債による資金調達をさかんに行った。公債の発行は重商主義政権の財政的基礎であり、名誉革命成立直後の 1691 年の発行総額 313 万ポンドから 1714 年には 3,617 万ポンドに膨張し、累積する不良公債を整理することは 18 世紀初頭の重商主義政権にとっては焦眉の課題であった(山之内 1966)。ハーリーは、公債の引き受けを行う仕組み(整理機構)が必要であると考えた。そのために 1711 年 5 月に成立した法律に基づき同年 9 月に設立された貿易会社が南海会社である。しかし、その名目と実態は大きくかけ離れていた(表 1)。

表 1 南海会社の事業内容： 名目と実態

		事業内容
名目		南海における奴隷貿易の独占権を基盤に貿易ビジネスを行うこと。「南海(South Sea)」は、スペイン領南アメリカ植民地 <sup>3</sup> および近海を指す。
実態	事業	貿易による実態はほとんど無く、実際には「公債整理機構」であった(山之内 1966)。 政府は公債を引き受けた南海会社に対する代償として、毎年 6% (約 58 万ポンド)の無期限の固定利息および手数料を行うことを確約し、これが利益として確定していた。
	政治的 背景	政治的組織としての側面が強かった。初代総裁はハーリー自身、30 名の理事のうち 3 分の 1 は政治任用であった。
		トーリ党(Tory)にとってのみずからの信用基金であった(浜林 1983)。ウイッグ党(Whig)の影響下にあるイングランド銀行 <sup>4</sup> に対抗する金融機関であった。 その後、1714 年にトーリ党は勢力を失うことになるが、南海会社は同年皇太子がまた 1718 年に国王ジョージ 1 世(George I <sup>5</sup> )が総裁となり、ウイッグ党のもとでいわば国王のお墨付きを得て継続する。

浜林(1983)、山之内(1966)などから筆者作成

南海会社は最初から全く貿易を行うことを企図さえしていなかったというわけではなく、船舶(The Royal Prince および The Royal George)も所有していたが、実質的な貿易は行えなかった。「オックスフォード卿の傑作(The Earl of Oxford s Masterpiece)」といわれる南海会社の名目と実体が分離していたことに、設立時点における最初の背信を見ることができる。南海会社は、「会社(company)」というよりは、国家の特別の事業許可と庇護を受けた「特許会社」であり、その意味で国家の「機関(institution)」である。

この機関を通じて、947万ポンドの短期公債(基金未設定)と同社の新規発行株式が強制的に交換された。南海会社にとっては、利子収入が事業収入のほとんど全てである。そして、公債の利子として、一定額のキャッシュが継続的かつ確定的に入ること国から補償されている。その意味で、このビジネスはいわば国家財政と特許会社の「フィックスド・ゲーム」であるともいえる。一方、国からの利払いの財源については、南海による輸入品に対する関税で賄うことが前提とされており、「名目」は発起のロジックに活用されている。

南海会社の設立には、よりスケールの大きな背景が関与している。当時の金融業界(the communities)は、私的企業よりも高い利子でしか国に貸付を行わなかった。脆弱な財政基盤という国家の弱みにつけこんだからである。すなわち、「金融業界および貨幣資本(moneyed men)」は、国家財政に寄生する形で高い水準の利潤を得ていた。それに対して、重商主義政権および官僚は、「産業資本」の利害を代表する(山之内1966)。山之内は、1717年に議会に提出された公債整理問題を巡っては、この両者に地主層(landed men)を加えた3者間の熾烈な戦いがあったと見る。

## 2-2 イギリスの公債

1719年のイギリスにおける公債(public debt)発行総額は約5,000万ポンドであった。公債は、減債や条件変更について所有者の同意を必要とする非償還公債(約1,508万ポンド)と同意を必要としない償還公債(約3,500万ポンド)に分類される。国側の都合で減債や条件変更を行える償還公債については、イギリスは、短期公債を長期公債に転換したり、低利のものに借り換えるなどの措置を取っていた。しかし、10%を超える利子のもも含む非償還公債については、いかなる措置も取れないでいることが国家財政を圧迫していた(表2)。

表 2: イギリスにおける公債の種別・対応・残高(1719 年)

公債の種別	説明	国の対応	発行残高総額
非償還公債 (irredeemable annuity)	公債所有者の同意がなければ、償還などによる減債や低利借り換えなどの利払い条件の変更が不可能。	国の意向によっては整理ができないでいた。	約 1,508 万ポンド 主として年金公債
償還公債 (redeemable annuity)	国の都合によって、減債や低利借り換えなどの利払い条件の変更が可能。	国の施策により短期公債の長期債転換、低利借り換えなどの対策を実施できた。	約 3,500 万ポンド 内訳 (ポンド) 南海会社 1,170 万 英国東インド会社 320 万 イングランド銀行 340 万 一般国民など 1,650 万

小林(2009)などから筆者作成

### 第 3 節: 南海計画 (The South Sea Scheme)

イギリスの公債 5,000 万ポンドすべてを引き受けることを思いついたのは、ブランド (John Blunt) であった。ブランドは更に南海会社は引き受けた公債と同額の新株発行が許されるはずであり、時価交換をすれば、株価が高いほど交換する株式数が少なくて済むと考えた。ブランドはローの「システム」からその方法を学んだ。1719 年、ブランドは南海計画と訳されるスキームを提案した。

ブランドから提案を受けた大蔵大臣のエイスラビー (John Aislabie) は、東インド会社とイングランド銀行の反発に配慮し、非償還公債 1,508 万ポンド及び一般国民の持つ償還公債 1,592 万ポンドの合計約 3,100 万ポンドに限定することで計画を練り直した。(表 3)

表 3: 整理対象公債の種別と金額

		資本還元率	資本価値/額面	価額(ポンド)
非償還公債	長期年金公債	5%	資本価値	13,354,108
	1710 年ロッター	7%	資本価値	569,385
	9 ポンド年金公債	7%	資本価値	1,134,000
償還公債	5%利つき公債		額面	11,795,466
	4%利つき公債		額面	4,128,752
			合計	30,982,711

Parliamentary History, VI VII pp628-640 を基にした山之内(1966) pp 264 第 3 表等から筆者作成

様々な政界への工作を経て、エイスラビーから南海計画 (the South Sea Scheme) が法案として下院に提出されたのは、1720 年である。エイスラビーが議会で述べた南海計画の利点は次の通りである (飯沼 1964)。

1. 1727 年以後、政府の支払うべき利息が 5% から 4% へと引き下げられる。  
1% の差額は、年に 30 万ポンドの節約となる。
2. 南海会社は、公債引渡しの特権に対して巨額の利益を政府に支払うとしている。  
年間 15 万ポンドの利子の節約に相当する。
3. 上記節約額を公債の返済に充てれば、25 年で完済可能。
4. なおかつ、この計画は個人の恣意に任されている。

この計画に対して、イングランド銀行側から対案が提案された。南海会社・イングランド銀行のそれぞれの案を比較すると表 4 の通りとなる。特にイングランド銀行案を後押ししたのは、後に初代首相となるウォルポールである。特に議論が集中したのは、年金受給者に対して交付する株数を南海会社が名言していないことであった。(飯沼 1964)。

表 4: 公債整理計画に対する南海会社・イングランド銀行案

		南海会社案	イングランド銀行案
共通点		3,100 万ポンド弱の増資を行う。 同時に公債を 3,100 万ポンド弱整理する。 1727 年までは現行利子額 5% とするが、 1727 年夏以後は一律に 4% に引き下げる。	
相違点	減債基金提供額	7,567,500 ポンド	5,547,500 ポンド
	国庫証券流通費提供額	1,000,000 ポンド	800,000 ポンド
	公債 = 株式 転換方式	相互時価評価 (割当株数は株価次第)	定額評価 (割当株数を名言)
	公債整理が目標に 達しない場合の措置	違約金支払い	増資辞退

Parliamentary History, VI VII pp628-640 を基にした山之内(1966) pp 264 第 3 表等から筆者作成

最終的に南海会社は 760 万ポンド弱を権利の見返りとしての公債引き受け条件として国に支払うことで最終的な決着を見、1720 年に新株の売り出しが開始されることになった。南海会社は、公債残高のうちイングランド銀行および英国東インド会社持ち分を除く全額 (3,100 万ポンド弱) について引き受け、南海会社の株式に転換する。南海会社は引き受けた公債残高について年利 5% (1727 年以後は 4%) を受け取り、南海会社は 760 万ポンド弱を権利の見返りとして国に支払う。株式発行と公債との交換に関する事実と意味合いを整理したのが表 5 である。

表 5: 南海計画(1720 年)の概要

額面での株式発行	南海会社は、額面 100 ポンドの公債について額面 100 ポンドの株式を 1 株発行できる権利を得る。	
時価での株式転換	<p>実際の公債と南海会社株式の交換は、時価で行われる。時価における等価交換という点が本スキームの最も重要なポイントである。</p> <p>株価が 100 ポンドより高いと、国債との転換として譲渡する株数は少なくて済み、南海会社の手元には余剰株式が残る。それを時価で新たな投資家に対して現金で売ることが可能となる。</p>	
南海会社株価上昇の持つ意味合い	南海会社の株価が高くなることは、全ての関係者に利益をもたらすかに見えた。	
	政府側	南海会社株への転換を促し、公債残高が減るため望ましい。
	公債を株式に転換した側	転換後、株価が高くなることは当然望ましい。
	南海会社側	手許に残った株式を売却して得た現金が、当時の会計ルールからは利益として計上される。株価の上昇自体が利益の源泉であるから、それを織り込み、株価は更に上昇する。

Chancellor(1999)、浜林(1983)、小林(2008)等から筆者作成

株価の上昇分が利益になるこのスキームのもとでは、株価が上昇を続ければ南海会社の利益は増加するかのように見える。この南海計画の発表を材料に、ロンドンのエクステンジ・アレイ(Exchange Alley)のコーヒーハウス(Jonathan s, Garraway s 等)で取引される同社の株価は上昇を続けた(小林 2008, Dale 2004)。

#### 第 4 節: 南海泡沫事件(The South Sea Bubble)

実際の 4 月の予約は額面の 3 倍の 300 ポンドで受け付けられた。翌 5 月には株価は 700 ポンドをつけ、その翌 6 月には 1,000 ポンドを上回った。南海会社の株価が急騰するにつられて、イングランド銀行やイギリス東インド会社の株価も高騰し始めた。

実態から遊離して株価の更なる高騰を見越した資金が流入し更に株価を押し上げた。また、フランスにおけるジョン・ロー(John Law)のミシシッピ計画<sup>6</sup>の頓挫により流入した国際的投機資金もあった(浜林 1983)。それに乗じるかのように実態のない泡沫会社が 4 月から 6 月にかけてだけで 150 社近く乱立して資金の募集を開始し、あらゆる

る階層のひとつとを巻き込んだ投機的狂乱 (speculative frenzy) の状態が発生した。

そのような新興会社の多くは単にビジネスとしての実体がないばかりでなく、法律的要件をも満たしていなかった。当時は株式会社の設立は許可制のもとで運用されていたが、泡沫会社の多くは無許可であったのである。そこで、南海会社の働きかけにより、イギリス政府は泡沫会社に対する投資抑制策として、6月24日に通称「泡沫禁止法 (Bubble Act)」を制定した<sup>7</sup>。

ガルブレイズ (John Kenneth Galbraith) によれば、その狙いは愚かで無知な人を守るというより、むしろ南海会社自体の投機独占を確保することであった (Galbraith 1990)。皮肉にも、南海会社株式自らもその影響を受け、この日の1,050ポンドを最高値として同社株式は下落基調に転じた。バブルが「はじけた」瞬間である。

南海会社の打ち出した様々な株価維持政策にも関わらず、8月には急速な株価下落が始まった。自らも多額の投資を行っていた南海会社の理事たちは、更なる株価下落を見越して所有していた自社株を手放していった。このインサイダー取引に対し、政府は8月に告知令状を出すに及び、投資家は事情を了解した。南海会社株式は浴びせ売りを受け、株価は回復を見ないまま、それまでの史上例を見ない速さで暴落した。9月には株価急騰以前の水準にまで下がり、翌年には額面の100ポンドを割り込んだ。

ロンドンの金融マーケットは大混乱の様相を呈した。公債を新株に転換した者はその資産を失い、そのうち多くは年金資産であった。新株を購入した投資家たちは現金を失い、信用買いをした投資家たちは多額の借金を抱えた。本稿の目的はその惨状を記述することではないため詳細には立ち入らないが、破産者や自殺者が続出するなどの社会的悲劇に繋がっていくなど、その後のどの「バブル」にも共通する結果となった。結果的にイギリスの年金を含む公債は、コンバージョンを行った一般国民の損失に転嫁されることになった。泡沫禁止法によって、無許可で設立された会社は次々とつぶれ、経済全体がクライシスに、社会全体がパニック状態に陥った。

設立者であるハーリーは、暴落後各方面からの強い批判を浴び、国外逃亡に至ったとされる。南海会社に端を発する一連の経済事件は、「南海泡沫事件」と呼ばれその後「バブル経済」と呼ばれる用語の源流となった。

政府は、東インド会社とイングランド銀行以外の全ての企業の新規株式の発行を禁じて事態の收拾をはかった。翌、1721年、事実上の首相 (第一大蔵卿: First Lord of the Treasury) として就任したのが、ウォルポール (Robert Walpole) であった。ウォルポールは、南海会社役員個人の資産を没収して被害者の救済にあてるなど、事件の実務的な処理方針を定め、事態の收拾と経済・政治状況の回復につとめた。

ウォルポールは1742年にその座を退くまでの約20年の長期に亘る安定政権を維持し、責任内閣制の基礎を築くこととなる。南海泡沫事件当時5,000万ポンドを超えていた公債残高は、「パックス・ウォルポリアーナ」とも呼ばれた安定の時代を通じて減少する。

飯沼は、ホイッグ党領袖中の一団の姿が政界の前面にくっきり現れたことは、イギリスにおける近代的産業資本的利害の最終的な勝利であったとしている(飯沼 1964)。1763年のパリ条約によってアメリカ・インドにおける対仏優位を決定づけたイギリスは、相次ぐ紡績機械の発明による技術革新に後押しされて産業革命期を迎え、1822年に始まる好況期における更なる質的・量的発展を経て資本主義を確立することになる(藤瀬 1980)。

南海泡沫事件は、フランスにおける「ミシシッピ会社(Mississippi Company)とはほぼ同時期に起こっており「バブルの二都物語」といわれることもある。1630年代にオランダで起こった「チューリップ狂」(Tulip mania<sup>8</sup>)とあわせて、バブル経済のクラシック・ケースとも呼ばれる。そのなかでも、日本語で「事件」と呼ばれるのは南海泡沫に限られる。続く節においては、その「事件性」の本質について考察する。

## 第5節：事件性の本質 トリックとしての南海計画と南海会社

### 5.1 直接的再帰性と循環性

南海計画のもとの英語は“The South Sea Scheme”である。もともと *schema* (ラテン語で形・姿・図)を語源にもつ *scheme* は、17世紀中頃から行動プログラム(program of action)としての計画・企画といった意味で使われていた。この言葉が専ら自らの利益のために行う陰謀やたくらみといったネガティブなニュアンスを帯びようになるのは、18世紀初頭とされ、南海スキームによって経済的混乱が起こった時期と重なる。また、実行不能な計画という意味も持つようになった。

バブルにおける「過熱と破裂」についてソロス(George Soros)は再帰性(reflectivity)に着目すべきだとして、次のように述べている。「市場は『再帰的』に、つまりは双方向的に、そのファンダメンタルズにまで影響を及ぼしうる存在なのだ」「バイアスのかかった期待がループのようにどんどん強化された結果、バイアスのかかった方向にどんどん逸脱していくことになり、それが行き過ぎるといずれは自己崩壊を起こしてしまう。これがバブルの興亡である」(Soros 2008)。マンデルブロとハドソン(Benoit Mandelbrot and Richard Hudson)は、市場はフラクタル的なスケーリング性を持つ乱流であると指摘する(Mandelbrot and Hudson 2004)。

チャンセラー(Edward Chancellor)は、転換条件を巡る議会の議論によって「奇妙な問題」があることが明らかになったと記している。株価は本来実体としてのファンダメンタルズと需給などの市場要因の双方をもとに形成される。しかし、南海会社においては、株価上昇がそのまま利益(ファンダメンタルズ)の上昇にフィードバック(再帰)する。

南海計画においては、再帰性は直截的かつ直接的である。市場での株価が上がるほど公債と交換する株式数が少なくて済み、残余の株式をより多くかつより高く売却でき、それがそのまま利益として上乘せされる。そして、その利益を根拠に株価がまた上昇する。まさしく「再帰的」に利益が増えるスキームである。南海会社の理事たちは、株

価が上がるのが全てであることはよく認識されていた (Chancellor 1999)。

仮に、株価が額面 100 ポンドの N 倍になったとすると、額面 100 ポンドの公債の N 単位と交換可能である。そして、全体の  $(N-1)/N$  の割合については、N 倍となった株価で売却することが可能となる。もとの価格を P とすれば、時価は NP であるから、1単位の転換について  $(N-1)/N * NP = (N-1)P$  についての収入がもたらされる。仮に 100 単位を所有して転換した場合の売却代金と株価の関係を示すと表 6 の通りとなる。

表 6: 100 ポンドの公債を 100 単位(1 万ポンド相当)転換した場合の試算

株価	N	交換株式数	発行株式数	売却可能 余剰株式数	余剰株式 売却収入
単位:ポンド	単位:倍	単位:株	単位:株	単位:株	単位:ポンド
100	1	100	100	0	0
200	2	50	100	50	10,000
300	3	33	100	67	20,000
400	4	25	100	75	30,000
500	5	20	100	80	40,000

筆者作成

この売却収入から政府に対する固定的支払いである減債基金提供額 760 万ポンド弱その他の経費を差し差し引いたものが同社の純利益として参入されることになる。

チャンセラーおよびデール (Richard Dale) が引用する『フライング・ポスト (Flying Post)』紙の記事 (同年 4 月 9 日号) によれば、南海会社株の株価が 300 ポンドであれば、本来的価値 (fair value) は 448 ポンドになると試算している (Chancellor 1999, Dale 2004)。計算のロジックは下記の通りである。

1. すべての公債が額面 300 ポンドで転換されれば、南海会社の資本は 1,130 万ポンドから 4,200 万ポンドに増加する。増加分は 3,100 万ポンド弱である。
2. 3,100 万ポンド弱相当は、3 分の 1 の 1,030 万ポンド分の株式数でまかなえる。
3. 残りの 3 分の 2 にあたる 2,060 万ポンド相当の株式は、額面の 3 倍の 1 株あたり 300 ポンドで販売可能であり、結果的に 6,200 ポンドの追加的利益をもたらす。
4. これを資産としての公債 4,200 万ポンドに足しあげ、760 万ポンド弱の減債基金提供額を差し引けば、会社が保有する公債と現金の合計は 9,600 万ポンド強となる。
5. この 9,600 万ポンド強を、もともとの資本金 1,130 万ポンドと追加した資本金 1,030 万ポンドの合計 2,160 万ポンドで割ると、4.48 倍となる。

株価算出の根拠は、将来の利益であるが、南海計画によれば、株価が上昇すればするほどそれが直接的利益として織り込まれるから、株価を計算しようとする循環参照 (circular reference) が生じる。

デールは、転換価格が額面の5倍の500ポンドであった場合の試算を、転換した公債合計が3,180万ポンド(本稿の他の部分では3,100万ポンド強としている額)、政府への支払いを1,100万ポンドとして行っている。株式売却からの受取りキャッシュは額面の4倍の12,700万ポンドとなり、政府への支払いを差し引くと利益は11,600万ポンドとなる。この株価が高いことからもたらされる余剰利益はひと株あたり267ポンド(額面の2.7倍、時価の約半分強)相当となる(Dale 2004)。株価が高騰し、その余剰利益を投資家が織り込むと、株価はさらに高くなる。この循環性によって、株式の適正価格(fair price)は本来合理的に算出できない(not specified)ことになる。

ハッチソン(Archibald Hutcheson)下院議員(Member of Parliament for Hastings)は、「この計算方法によるなら、価格が高すぎることはありえなくなる。買値が高いほど、利益が高くなるだから」と説明し「常識と理解力をすべて失っている」と批判した(Chancellor 1999)。このような極めて直接的な形での再帰性のビルトインは、意図的に仕組まれたものであるならば、「たくらみ」としての「スキーム」と呼ぶに相応しい。ファーガソン(Niall Ferguson)は、これを「トリック」であるとしている(Ferguson 2008)。

## 5.2 各参加者の理解と意図

南海会社側はこのスキームの本質をよく理解しており、様々な手法を駆使して第一回売り出しを1株あたり300ポンドで行い、首尾よく即座に完売することに成功した。買いが買いを呼び、ハッチソンらの警告にも関わらず、南海会社の株価は急上昇した。更に、株価のピーク時において、南海会社は株主に株式購入の資金を貸し出すファンディングを行った。レバレッジを利かせることができるこの政策は高い人気を博し、多くの貴族が資金を借り、後の破綻の原因を作ることになる。

スキームが思惑通りに進むためには、「新株発行は額面、公債との交換は時価」という不利な比率を新規の交換者が受け入れることが必要である。法律家、エコノミスト、投資家であったハッチソンは、「南海会社とイングランド銀行による提案に関する計算(Some calculations relating to the proposals made by the South Sea Company and the Bank of England)」を1720年3月に発刊し、いくつかの前提条件<sup>9</sup>を置いた上で、「超過(excess)」価格の政府への支払い、もともとの株主への転嫁、新規株主の損失のアロケーションなどを試算している(Dale 2004)。

このスキームがどの程度「騙し」であったか、すなわち民事的「事件性」を有していたかは、現代の法解釈によれば首謀者がどの程度「それと認識して(knowingly)」行っていたか、また「無分別に(recklessly)」行っていたかなどの基準による。計画に反対し警告を発する者が問題の本質を理解していたのは当然として、思惑を持つ者もよく理解していたことがわかっている。一方、当時株式市場が未成熟な状態で、全ての転換者・投資家が理解していたとは考えにくい。大口転換者・投資家の中には、スキームの本質を理解した上で甘い期待を抱いて投資判断を行った者もいた(表7)。

表 7: 関係者によるスキームの理解と意図

立場	内容
南海計画の推進者	計画者は、明快に構造を理解していた。チャンセラーは、「南海会社計画の秘史」を引用し、南海会社側には「2つの原則」があったと記している。第一は、会社の利益は、専ら法律を施行するときの株価によって決まること、第二は、人びとが理解できないようにしなければならないことである。ハッチソン下院議員は、計画の成功は公債保有者と投資家を「だませるか」どうかにかかっていることを明快に理解していたと指摘する(Chancellor 1999)。
南海計画の反対者	南海会社側の提案が計画段階で本質的な「欺瞞」であることを見抜いたのは、ノース卿(North)とウォートン公(Wharton)であった。彼らは、株式売買の破壊的な行為を奨励するものであり、利得の見せかけの反映において彼らを破滅へ導く軽率さを誘うことにより、また、空想上の富と彼らの労働の徐々たる所得を交換させるための危険なえさを提供するものだと論じたとされる(飯沼 1964)
公債からの転換者・投資家	この立場にある全てが騙されたわけではない。むしろ、「スキーム」の本質をよく理解している者も多かった。キング・ダブリン大主教(William King, Archbishop of Dublin, 在職 1703-1729 年)は、南海会社株に手をだしているひとの大半は、同社が成功しないことに十分気がついてはいるが、価格が下がる前に売れるだろうと期待していると見ていた(Chancellor 1999)。

Chancellor(1999)などから筆者作成

反対者の意見については、議会の採決で封じ込められ、覚醒した転換者・投資家の声は市場のノイズにかき消された。南海会社株がピークをつけている 7 月には、隣国フランスでは既にローの「システム」が破綻を来たしていたにも関わらず、ここからイギリスは教訓を引き出せなかったことは特筆に価する。

### 5.3 株価の暴落と計画の崩壊

南海会社は株価が頂点にさしかかると、女性など「これまで株式会社とは無縁だったが、賭けを好む人たち」に次のターゲットを絞った(Chancellor 1999)ことは、いかに南海会社側が情報・知識・意識・意図などを持っていた(knowingly)かの示唆となる。

実体のないままりフレクシオンを続けて急膨張した「泡」は、ある一瞬を境に市場価値を失い、まさに破裂(burst)する。高株価が利益に直結する直接的再帰性を有していた南海計画においては、逆方向にも同じだけ直接的に再帰性が働く。そのため、短期間でスキームは瓦解あるいは自壊した。

新株発売後数ヶ月の株価の上昇をもたらしたのは、乗り遅れたくないという焦燥感と自分だけは失敗しないと思いにむく楽観主義、そして束の間の大きなキャピタル・ゲインの幻影から来る陶酔感だったと言えるであろう。それらが合わさって熱狂となるが、それは理性を失うことと同義であり、思考停止をもたらす。トリックがわかっているにもかかわらず、当事者には今上昇している株価しか見えないのは、その後 300 年経つ現在でも変わっていない。

もともと南海会社という会社自体がトリックだったと考えることもできる。ガルブレイズは架空の会社でありハーリーの想像のなかに存在するだけだったと本質を看破している。また、南海会社が独占貿易権を有するとされていた南アメリカの地域は、スペインが独占権を主張していたが、そのことについては「思慮深くも無視されていた」と指摘している (Galbraith 1990)。すなわち、南海計画以前に、南洋会社そのものがトリックだったのである。

もとを正せば、南海会社は、公債の償還を目的に、国策によって設立された会社である。その点でフランスにおけるミシシッピ会社と同様、貿易会社はあくまでも表向きの形式に過ぎず、実態としては公債整理機構であった。そして、南海泡沫事件を経て、結果的に国家の債務の一部は償還された。しかしそれは、もともと公債を所有していた一般国民および新規株式を購入した一般投資家の犠牲の上に成立していることは言うまでもない。

ガルブレイズは、バブルには常に新発見が根拠になっていると指摘し、南洋会社を巡る事件については、株式会社というものの「再発見」があったとする (Galbraith 1990)。ハーリーが発見したのは、株式会社という仕組みを換骨奪胎し、ファイナンス上の目的を達する(この場合公債を減債する)ための便利な法的スキームと考える新しい使い方であったと見ることも可能である。現在の金融機関において、ファイナンス目的の道具あるいは器として利用される特別目的会社 (SPV: Special Purpose Vehicle) やリーガル・ビークル (Legal Vehicle) といった考え方にも通じるのではないか。株価の暴落を通じて、南海計画と南海会社がそれぞれトリックであり、また株式会社の「再発見」と思われていたものが欺瞞であったことが白日のもとに晒されることになった。

## 第 6 節：「信」を巡る考察、本研究の限界および今後の方向性

### 6.1 信頼・信認・信用

南海泡沫事件では、南海計画があるいは南海会社そのものがトリックとして使われた。この言葉はフランス語の *trikier*、更にさかのぼるとラテン語の *tricari* から来ておりいずれも *treachery* (不信・背信・裏切り) と同じ語源を有する。すなわち *trust*, *credit*, *confidence* を否定する言葉ということになる。これらの英語は日本語に直すとそれぞれ信頼・信用・信認により近いが、もちろん 1 対 1 の対応をしているわけではない。本稿ではまとめて「信」と呼称してみることとし、それを意味する言葉について相互の相対的位置付けを整理してみたい。

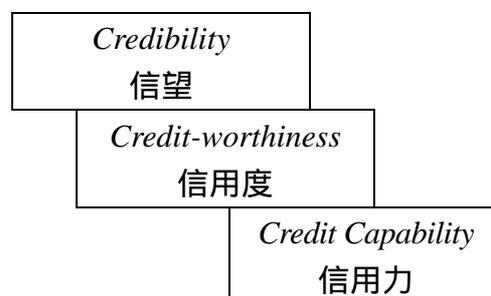
第一に、「信」を巡る用語群は、過去の実績との関係において二つのグループに分けられる。一般に、trust や faith は必ずしも過去の実績を参照しなくても与えたり受けたりしていく「信」であるのに対して、credit や confidence は過去の実績に基づいて与える「信」であるとの違いがある。

第二に、「信」を意味する言葉は、の使われ方について差異がある。trust と confidence は広く人間的な側面に関して使用する言葉である。それに対して、credit は「信用」「与信」を意味し、主としてファイナンスやアカウンティングで用いられる一方、大学の授業における「(認定された)単位」をも意味することから、制度的文脈で使用される傾向が強いといつてよい。faith は主として「信仰」に近く、より宗教的な色彩が濃く、根拠や合理性によらず「帰依」する意味合いを内包する。

齊藤は、金融に関する信頼・信認・信用について、スチュワート(Sir James Stewart)を踏まえて、信頼がベースであり、それに基づく社会的信認を受けたものとしての貨幣を前提に貨幣支払い約束としての信用が存在し、三階層をなしていると説明している。また貨幣支払い能力には信用力(credit capability)と信用度(credit-worthiness)があるとしている(齊藤 2007)。信用力のほうがよりフィナンシャルな文脈に限定的に使われるのに対し、財務的・人間的双方の意味を持つ。それらに対して credibility は「信望」に近い言葉で、優れたリーダーが人を惹きつける力をも表し、credit の持つ「賞賛」の意味に近く、すぐれて人間的な意味を有する。以上を整理すると図1の通りとなる。

図1: 「信」に関わる用語

	Religious 宗教的	Humane 人間的	Institutional 制度的
過去の実績の蓄積を参照しなくても成立する	Faith 信仰	Trust 信頼	- -
相対的に過去の実績の蓄積を重視する	- -	Confidence 信認	Credit 信用



齊藤(2007)などに基づき、筆者作成

言葉としての守備範囲の違いはあるものの、「信」は、個々の顔の見える関係における丁寧な人間的関係構築の蓄積を通じて醸成される。同時に「信」は、社会システム・経済システムなど、顔の見えない全体に対するものに拡大され、システムの成立基盤となる。

南海会社が多額の株式を発行でき、それに対して高い値段が一時的はついたということは、高い「信」が与えられたことに他ならない。チャンセラーはケインズを引用しつつ、株式市場の価値は結局のところ信認の状態に左右されるとしている(Chancellor 1999)。しかしながら、その「信」は、トリックによって作られたものであった。そこに南海泡沫が「事件」と呼ばれる理由がある。南海泡沫事件は、トリックによって作られた「信」と、その崩壊の過程である。

国家や政府もまたそのようなシステムのひとつである。南洋会社とミシシッピ会社の双方に共通するのは、それぞれイングランド、フランスという国家の信用に裏書きされていたことである。実際には南海会社の株式が枢要な閣僚に賄賂として贈られたりすることでその関係は保たれていたとはいえ、一般の人々が南海会社やミシシッピ会社を信用したことの背景には、国家や政府に対する「信」があったことは確かである。

## 6.2 背信の合理性と過信の非合理性

しかしながら、「信」は大きければ良いというものではない。「楽観主義から生まれた狂気」(Galbraith 1990)を引き起こすのは、システムに対する「過信(over-trust, over-confidence)」である。株式市場の過熱については、1996年にFRB(米連邦準備制度理事会)議長を18年半務めたグリーンズパン(Alan Greenspan)が在職中に表現した「根拠なき熱狂(irrational exuberance)」という言葉が有名である(Shiller 2000)。マーケットの過熱(exuberance<sup>10</sup>)を引き起こすのは、陶酔感(euphoria)であり、過信は、論理性や合理性に基づいて思考することの放棄につながる。

ここで、グリーンズパンが非合理的(irrational)という形容詞を使ったのは極めて示唆に富んでいる。なぜならば、過熱状態にあり陶酔感に浸る過信者は非合理的であり、攻める立場にある背信者は通常(部分的にせよ)合理的であるからである。そして、前者は簡単に後者の餌食となる。

パトナム(Robert D. Putnam)は、古典的な囚人のジレンマにおいては裏切りこそが安定的な均衡戦略であり、結果がいかに遺憾なものであっても「合理的」であるとしている(Putnam 1993)。合理的で覚醒したインサイダーたちは熱狂・陶酔する市場参加者の非合理性の裏をかいて株式を高値で売り抜ける。そのことが熱狂と陶酔に終わりを告げる暴落のトリガーとなるとしても、破産するのは過信した側であって背信した側ではない。

「信」には、相手の期待に応える側面と、相手に頼り相手から頼りにされる側面がある。Dependence(信頼性)には後者の側面が協調されている。しかし、それは他者やシ

システムに全面的に委ねてしまうことにあるのではない。その意味で、山岸(1998)は、信頼と安心を区別する。相手に頼りすぎてしまうのが過信であり、頼らず裏切るのが背信である。アカロフとシラー(George Akerlof & Robert Shiller)は、背信を腐敗と並置して論じ、一部の経済的な変動の原因は明らかな腐敗の普及度とその容認度の変化に求められ、背信の蔓延度も時間とともに変化するとしている。そして、背信とは「形式的には合法でも悪い動機を持つ経済活動のことだ」と定義している。(Akerlof & Shiller 2009)

「信」から一番遠い場所にあるのは「不信」である。むしろ「信」は、一方において相手に頼る意味において「過信」と共通点を有し、他方において合理性があり意識があるという観点からは「背信」と隣り合わせている。以上を整理すると表8の通りとなる。

表8: 「信」に関わる用語

	合理・覚醒・選択・沈着・平衡・運用 (rationality/ awareness/ selection/ composure/ poise/ management)	
	確保	放棄
期待に応える 相手に頼る	「信」 (trust/ confidence/ credit)	過信 (over-trust/ over-confidence)
期待を裏切る 相手に頼らない	背信 (treachery/ betrayal)	不信 (distrust/ non-confidence)

筆者作成

この対比から、「信」が成立するためには少なくとも次の2つの条件が必要であると結論づけられる。ひとつは、互酬性を前提にして期待に応えようと努力することであるが、いまひとつは、適度な警戒感と緊張感そして絶妙なバランス感覚を失わないことである。沈着・冷静で落ち着いた物腰を表す英語である“poise”が、「平衡感覚」であることは示唆深い。その意味で、「信」はいかにも脆く、壊れやすい。

大黒(2000)は、貨幣の信用について、制度の「安全性」は実は人為的な「脆弱性」のうえに辛うじて保持されているとし、バジヨット(Walter Bagehot)の「ロンバード街(Lombard Street)」においては信用の「威力」と「脆さ」が「運用(management)」という蝶番を介して裏表の関係にあったとされていたと解説している<sup>1)</sup>。覚醒した背信は、過信に対しては容易につけこむことができる。敢えてメタファーを用いれば、信じていなければ運転は出来ないが、ハンドルから手を離してはならないのである。

### 6.3 本稿の限界と今後の課題

本研究は多くの限界を有する。歴史的事実としての検証については、イギリス産業史家からの二次資料に依拠し、一次資料を検証しているわけではない。しかしながら、歴史的事実についての検証は歴史研究家の専門的知見に任せるべきであろうと考える。むしろ、今後の経営学としての研究の方向性としては、この問題をどのような文脈で捉えるかについて、新たな視角を提供することであると考えた。

また、本稿で述べた「信」に対する見方は決して新しいものとはいえず、更に詳細な検討を要する。本稿では、南海泡沫事件を、人間にあるいはシステムにビルトインされた「信」の本質について、二つの異なる反対語 (antonyms) すなわち背信と不信を通じて考察するためのひとつの端緒と考えた。

オランダのチューリップ狂、フランスのミシシッピ計画、イギリスの南海泡沫事件から、1980年代の日本のいわゆるバブル期あるいは2000年前後のITバブル期など、人間は幾度も「バブル」を経験した。それにも関わらず、何度も「泡」は大きくなってそしてはじけることを繰り返してきた。「マーケットにはバブルがつきものだ」とか「人間は世代を超えて学習することができない」といった議論の先を考察する必要があると考える。

金融・経済あるいは広く社会というシステムを成立させ、またマネジメントやリーダーシップにおいても中心的概念となる「信」は、南海泡沫事件から2008年の世界金融危機に至るまでのどの事例においても、「背信」と「過信」の間のごく限定的な条件下でしか存続できないようにも見える。「信」を単に絶対的な善としてではなく、絶妙なバランス感覚を必要とする極めて壊れやすいものと捉えてその成立条件を考察することを、今後の研究のひとつの方向性としていきたい。

(すぎうら まさかず)

## 参考文献

- Akerlof, George A., Shiller, Robert J., “Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism”, Princeton University Press, 2009、山形浩生訳、『アニマルスピリット—人間の心理がマクロ経済を動かす』、東洋経済新報社、2009年
- Bagehot, Walter, “Lombard Street: A Description of the Money Market, Wiley, 1873、宇野弘蔵訳、『ロンドンバード街—ロンドンの金融市場』、岩波文庫、1948年
- Carswell, John, “The South Sea Bubble”, Butler and Turner, 1960
- Chancellor, Edward, “Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation”, Plume; Reissue, 1999、山岡 洋一訳、『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』、日経 BP 社、2000年
- Dale, Richard, “First Crash: Lessons from the South Sea Bubble”, Princeton University Press, 2004.
- Ferguson, Niall, “The Ascent of Money – A Financial History of the World”, 2008, Penguin、仙名紀訳、『マネーの進化史』、早川書房、2009年
- Galbraith, John Kenneth, “A Short History of Financial Euphoria”, 1990、鈴木哲太郎訳、『バブルの物語—暴落の前に天才がいる』、ダイヤモンド社、1991年
- Harper, Douglas, “Online Etymology Dictionary”, <http://www.etymonline.com/index.php>, 2011年3月
- Mandelbrot, Benoit B.; Hudson, Richard L., “The (Mis)behavior of Markets: A Fractal View of Risk, Ruin, and Reward”, Basic Books, 2004、高安秀樹監訳、雨宮絵理、高安美佐子、富永義治、山崎和子訳、『禁断の市場—フラクタルでみるリスクとリターン』、東洋経済新報社、2008年
- MacKay, Charles, ‘The South-Sea Bubble’, “Memories of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds Part 1”, 1841
- Merton, Robert King, “Social Theory and Social Structure: Toward the Codification of Theory and Research”, Free Press, 1949、森東吾・森好夫・金沢実・中島竜太郎訳 『社会理論と社会構造』、みすず書房、1961年
- Putnam, Robert D., “Making Democracy Work: Civic Traditions in Modern Italy”, 1993, Princeton University Press、河田潤一訳、『哲学する民主主義—伝統と改革の市民的構造』、NTT出版、2001年
- Shiller, Robert J., “Irrational Exuberance”, Princeton Univ, 2000、植草一秀、沢崎冬日訳、『投機バブル 根拠なき熱狂—アメリカ株式市場、暴落の必然』ダイヤモンド社、2001年
- Soros, George, “The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means”, Public Affairs, 2008、徳川家広訳、『ソロスは警告する—超(スーパー)バブル崩壊 = 悪夢のシナリオ』、講談社、2008年
- 飯沼二郎、『地主王政の構造』、未来社、1962年
- 大黒弘慈、『貨幣と信用 - 純粋資本主義批判』、東京大学出版会、2000年
- 小林章夫、『おどる民だます国 英国南海泡沫事件顛末記』、千倉書房、2008年
- 浜林正雄、『イギリス名誉革命史』(下巻)、未来社、1983年
- 藤瀬浩司、『資本主義社会の成立』、ミネルヴァ書房、1980年
- 齊藤壽彦、『信頼・信認・信用の構造第3版 金融核心論』、泉文堂、2007年
- 山岸俊男、『信頼の構造—こころと社会の進化ゲーム』、東京大学出版会、1998年
- 山之内靖、『イギリス産業革命の史的分析』、青木書店、1966年

---

<sup>1</sup> 逆機能 (dysfunction) は、マートン (Robert King Merton) が官僚制を例に取って明らかにした概念で、順機能 (eufunction) に対する用語である。

<sup>2</sup> 正式名称は、"The Governor and Company of Merchants of Great Britain Trading to the South Seas, and other parts of America, and for Encouraging the Fishery"である。発案者は、George Caswall と John Blunt である。

<sup>3</sup> 南海会社の交易地域は、アメリカ大陸であると規定されているが、スペイン領に限るため、実際には中南米を意味している。スペイン継承戦争も終結していないため、スペインとの貿易が順調に行われることは難しかった。

<sup>4</sup> 当時のイングランド銀行は、国営ではなくウイッグ党のもとにある完全な私営企業であった。

<sup>5</sup> ジョージ 1 世 (ドイツ語名 Georg Ludwig; 1660 年 ~ 1727 年) は、ハノーヴァー朝グレートブリテン王国及びアイルランド王国国王で、在位は 1714 年から 1727 年である。ステュアート朝ジェームズ 1 世の曾孫にあたる。

<sup>6</sup> フランスもイングランドと同様戦費負担により国家財政が破綻に近く、多額の負債を抱えていた。財政再建を目的に、オルレアン公フィリップ 2 世はジョン・ロー (John Law: スコットランド生まれ) のフィナンシャル・スキームを採用した。1716 年、ローの依頼により、オルレアン公は王立銀行 (後のロワイヤル銀行) の設立を許可した。その設立資本金として 1 株 5,000 リーブルを 1,200 株発行し、600 万リーブルを一般から集めた。同銀行は、また銀行券の発行を許可されたが、それを支えるビジネス計画を遂行するのがミシシッピ会社 (当初は Compagnie d'Occident) であった。同社はフランス王室からフランス領ルイジアナ植民地 (現在のルイジアナ州を含む広い地域) に存在するはずの金銀採掘を含むビジネスの独占権を与えられ、事業開始のニュースと共に投資家が殺到し株価は暴騰した。しかし実際には、同社株式の払込金はビジネスには投資されず、フランス国債の償還にあてられ、その銀行券は更なる株式の購入に振り向けられた。ミシシッピ会社の株価は短時日に暴落した。人々は銀行券を金に替えるよう求め、ミシシッピ会社株式払込手形と金の互換性失効宣言を行い、ミシシッピ会社株主は資産を失った。株価は、翌 1721 年の秋には最初の発行価格 (500 リーブル) に下落した。尚、リーブル (livre) は 1795 年までフランスにおいて流通していた通貨の単位である。

<sup>7</sup> Bubble Act の正式名称は、"An Act to Restrain the Extravagant and Unwarrantable Practice of Raising Money by Voluntary Subscription for Carrying on Projects Dangerous to the Trade and Subjects of the Kingdom"である。

<sup>8</sup> 最も古典的なバブル経済の事例である。珍しいチューリップの球根に人気が集まり取引された結果、1934 年頃から投機の対象となり、先物取引も行われた。チューリップは短期間で数量を増加させることが容易ではないため品薄となり、高値が高値を呼ぶ展開となった。1637 年に崩壊し値がつかない状態にまで市場は崩落した。

<sup>9</sup> ハッチソン (Archibald Hutcheson) 下院議員は、転換価格が 1 倍 (額面) から 5 倍までの間の試算を行っている。前提条件は、算出の discount rate とする 南海会社は政府の持つ負債の 5% の金利を得る 公債から株式への転換は 1720 年の夏に実施されるものとする 南海会社の価値のベンチマークは政府に対するローンの価値と株式発行に伴う余剰キャッシュとする これを超えるレベルの評価 (valuation) は、将来の貿易からもたらされる利益で正当化される必要がある 等である (Dale 2004)。

<sup>10</sup> exuberance を熱狂と訳すのは必ずしも正確ではないと考える。uberare は実りが多いことを意味し、それが有り余っている状態から、過度の繁茂、有り余る活力を意味する。「合理性を欠くまでの過活況・過熱」というあたりが本当のニュアンスに近いのではないかと考える。

<sup>11</sup> 一方で大黒 (2000) は、信頼は、たえざる選択に基づく私的な信頼から、選択を省略する一般的な信頼へと「進化」するものであり、特に貨幣流通に関する信頼は、人々がそれと知らずに行う「忠誠心」 (Bagehot 1873) のようなものでもあることも指摘する。