

ベアリング恐慌の今日的意味

寺 地 孝 之

I はじめに

イングランド銀行は、1995年2月24日（金曜日）、イギリスの大手マーチャント・バンカーであるベアリング・グループ（＝ベアリングズ）のシンガポールにおける先物子会社、ベアリング・フューチャーズ・シンガポール（Baring Futures Singapore PTE Ltd.）が、日経平均先物取引と日本国債先物取引等の失敗で5億ポンドを上回る評価損を抱えていることが内部調査によって判明した旨、報告を受けた。これを受けてイングランド銀行首脳陣は、民間銀行代表らとともに救済策を求めて懸命な努力を続けたが万策尽き、26日（日曜日）午後10時（日本時間、27日午前7時）に、ベアリング社（Baring Plc）を持株会社とするベアリング・グループに対して財産管理手続（administration）を開始することを発表した。

このため、いったんはシティを中心として国際的に金融不安が波及することも懸念された。とくに、ベアリング・フューチャーズ・シンガポールが損失を出した取引の対象は日本の金融商品であり、さらに日本には、同じくベアリングズのグループに属し、シンガポールの子会社とも密接な関係を持つベアリング証券会社（Baring Securities (Japan) Ltd.）があることから、当局の迅速な対応が求められた。そして、東京証券取引所と大阪証券取引所は、財産管理手続きに入ることが発表された27日、直ちにベアリング証券会社の東京支店と大阪支店の売買取引を停止し、更に翌28日には、同社の会員権を停止した。

しかし、ベアリングズの救済策自体は不調に終わったものの、同社が倒産したことを除けば、他に取付けや連鎖倒産は起こらず、結局、3月5日、オランダの金融・保険グループであるインターナショナル・ネーデルランデン・グループ（ING）が、ベアリングズのすべての資産と負債を買収することを発表し、事態は一気に収束へと向かった。これによって、わが国においても、ベアリング証券会社における取引所、顧客等に対する一切の債務が完済される見込みとなったことから、東京、大阪両証券取引所は、3月14日の理事会の承認を経て、翌15日から同社の会員権を復活した。

このいわゆる「ベアリングズ事件」¹⁾に対しては、その発生直後より、イギリス国内のジャーナリズムを中心にしてひとつの興味深い共通の評価が与えられていたが、それは以下の史実に起因する。すなわち、ベアリングズは、1762年に創業されたベアリング商会（Baring Brothers & Co.）を起源とする。同商会は、19世紀を通じて英米貿易を基軸とするマーチャント・バンカーとして活躍していたが、19世紀後半におけるアルゼンチン証券への過剰介入を直接の原因として、1890年に経営危機に陥ってしまった。この事態をわれわれは一般に「ベアリング恐慌」と呼んでいるのであるが、このとき同商会は、イングランド

-
- 1) 一般に、イギリスでは、今回のベアリングズの倒産劇を「ベアリングズの崩壊（the Collapse of Barings）」と呼びならわしているが、日本では、「ベアリングズ事件」という呼称で定着したようである。

すなわち、イギリスでは、当初、イングランド銀行は「ベアリングズの経営破綻に関する調査（Investigation into the Failure of Barings）」の目的で銀行監督委員会（Board of Banking Supervision）を召集したが、1995年7月に発表された同委員会の最終報告書は、『ベアリングズの崩壊に関する諸状況についての銀行監督委員会調査報告書（Report of the Board of Banking Supervision Inquiry into the Circumstances of the Collapse of Barings）』と題される300ページ以上にも及ぶ大部の報告書となった。

一方、日本のジャーナリズムは、倒産の発覚前後よりベアリングズをベアリングスと表記するといったような混乱が一部に見受けられたものの、総じてこの倒産劇を「ベアリングズ事件」と呼称し、これを受けるかたちで大蔵省も、『ファイナンス』誌上に証券局証券業務企画官と同局証券市場課長補佐の連名で「ベアリングズ事件の概要及び対応等について」と題する報告書を掲載した（木村嘉秀・寺田稔「ベアリングズ事件の概要及び対応等について」『ファイナンス』1995年3月号、72～77頁）。

銀行の救済策を得ることにより、それまでのパートナーシップ形態の経営を解散し、有限会社ベアリング商会 (Baring Brothers & Co. Limited) へと改組することによって、ようやく再生を果たしたのであった。そこで、このような同社の経営史上の事実を踏まえて、多くのジャーナリズムが共通して、今回の「ベアリングズ事件」を「歴史が繰り返した」事件として論評したのである。ふたつの倒産劇が、たまたま19世紀と20世紀のそれぞれの世紀末に、ちょうど約100年を経過して惹起したという絶妙のタイミングは、「歴史が繰り返した」のだという印象より一層際立たせる上で、十分なものであった。

ところが、そうしたかたちでジャーナリズムを通じて、改めて「ベアリング恐慌」に対する注目が集まったにもかかわらず、実は、この1890年の恐慌については、それがイギリスによる資本輸出の絶頂期を象徴する出来事であったことから、一種のメルクマールとして広く一般に認識されてはいるものの、実際には、その内容自体についてこれまでそれほど十分な研究が蓄積されてきたというわけではない。このことは、すでに前稿「ベアリング恐慌直前のベアリング商会」において述べたとおりである²⁾。それゆえわれわれは、「ベアリングズ事件」に遭遇した今、「ベアリング恐慌」を引き合いに出しつつ「歴史は繰り返したのか」と問いかけられてみても、それに対する答えを持たないし、「歴史は繰り返したのだ」と断定されても、それに直ちに同意できるほど十分な根拠を持たないのである。

こうした状況を踏まえて、本稿は、前稿に引き続くかたちで「ベアリング恐慌」それ自体の内容について再度検討を加えることを目的とするものである。そうすれば、今回の「ベアリングズ事件」が、本当に「歴史が繰り返した」ものであるのかどうかについても、自ずと明らかになるであろう。

II ジャーナリズムの理解

例えば、イギリスの BBC は、ベアリングズの倒産が発覚した翌日にあたる 2

2) 拙稿「ベアリング恐慌直前のベアリング商会」、『商学論究』（関西学院大）44巻1号、1996年6月、61-82頁。

月27日から文字放送ニュースを通じて、この事件の背景にあるふたつのトピックスを報道し続けた。ひとつは、事件の当事者であったシンガポールの現地法人先物子会社のディーラー、ニック・リーソン (Nick Leeson) の出自や家族状況に関する興味本位の話であり、もうひとつが、このベアリングズがおよそ100年前の前世紀末にも一度倒産を経験しているという事実の紹介であった。

一方、新聞報道では、タイムズ紙が、「帝国の金融業者は1世紀前にも一度災難に遭遇」と題する次のような記事を掲載した。すなわち、「100年前にロンドンで最も老舗のマーチャンド・バンクが崩壊の危機に瀕したが、当時シティーでは、それが1720年の『南海泡沫事件 (the South Sea Bubble)』以来最悪の金融恐慌であると考えられた。大英帝国のための金融業者であり、外国政府のためのよき相談相手でもあったベアリング商会は、アルゼンチンを筆頭とする国外の借手のために9,500万ポンドを調達した後、1890年に破滅の危機に瀕した。ヴィクトリア時代の後半に南米が投機家をあわてさせたのと同じことを、1990年代に、太平洋岸の虎にも例えられるほどの力量をもつシンガポール経済が引き起こしたのである³⁾」と。また、ファイナンシャル・タイムズ紙は、「ベアリング恐慌」そのものの相当専門的な解説のために約4分の1ページもの紙面を割いたが、その記事には、まさに「歴史は繰り返した (History repeated)」とのタイトルが付されたのである⁴⁾。

その他にもイギリス国内の各紙が、ベアリングズの230年余に及ぶ経営史を紹介しつつ、同様の論評を与えた。ガーディアン紙は、「ベアリングズが海外取引でしくじったのはこれがはじめてのことではない。1890年にも、同社は、アルゼンチン債の債務不履行によって惹起された恐慌の渦中にあった⁵⁾」と述べた。デイリー・テレグラフ紙は、「アルゼンチンの鉄道建設費用を賄うために調達された9,500万ポンドの殆どが損失として計上された1890年に、南米はベアリング商会を瀕死の重傷に追い込んだ。当時も、今回と同様に、イングランド

3) *The Times*, February 27, 1995.

4) *Financial Times*, February 27, 1995.

5) *The Guardian*, February 27, 1995.

銀行が介入した。この結果、ベアリング商会は、24時間の猶予を与えられてなんとか債務保証資金をとりまとめ、消滅だけはまぬがれたのであった⁶⁾」と述べた。イブニング・スタンダード紙は、「1890年、ベアリング商会の経営が揺らいだ。外国からの巨額な借入の結果、アルゼンチンは債務不履行に陥り、ベアリング商会のもとには、当時のイングランド銀行の準備金の2倍に相当する2,100万ポンドの債務だけが残った。そのためイングランド銀行は、今回企図されたのと同じような救済策を用意せざるを得なくなった。これによって事態は收拾されたが、ベアリング商会は、それまでの同族のパートナーシップによる経営を有限会社形態に代置することとなった⁷⁾」と述べた。

さらに、経済専門誌の『エコノミスト』は、こうした事件直後におけるマスコミ各社の論評を総括するかたちで、次のような内容の記事を掲載した。すなわち、「ベアリングズの崩壊は、その資産規模が590億ポンド（1993年末現在）もあったからというわけではなく—実際、国際的にみればたいした金額ではない—、むしろ、まだ一般に知られていないような各種の新興マーケットにおいて同社が強力な地位を占めていたからこそ、かつまた、233年にもおよぶ華々しい歴史を持っていたからこそ、金融界を震撼させたのである。ベアリングズは、伝統に深く裏打ちされており（1818年にあるフランス人は、彼らのことをヨーロッパの第6番目の列強と呼んだ）、株式自体はその大半が過去25年間に慈善事業財団に付与されたものの、いまだに経営の大部分は同族によって行われている。ベアリングズは、かつて1890年に、アルゼンチン債で数百万ポンドを失った後に、イングランド銀行が中心になって結成されたコンソーシアムによって優れて巧妙な救済を受けたことがあるのだが、それでもなお、その慎重かつ保守的な経営に対する評価はこれまで維持され続けてきた。

それなのに、105年前のアルゼンチンではなんとか回避された、イギリス最古参の銀行の消滅という事態を、この新顔のトレーダーはいかにしてなし得たのであろうか。—中略— ベアリングズにとって最後の望みは、1890年のような

6) *The Daily Telegraph*, February 27, 1995.

7) *Evening Standard*, February 27, 1995.

状況が再現されることであった。つまり、イングランド銀行による救済策の実施である。そして、イングランド銀行は、たしかにそれを試みはした。2月25日から26日の週末にかけて、イギリスのいくつかのクリアリング・バンクとインヴェストメント・バンクの首脳が、東京市場が開くまでに、ベアリングズに出資するに十分な民間資金を調達するための入札を行う目的でスレッドニール街に召喚されていた。各首脳は、この畏怖され続けてきたマーチャント・バンクがもし破滅したときには、あまりに大きな被害を被ることになるであろうと恐れつつ、大枚6億ポンドの救済策に応じようとした（表には出なかったが、その出資者の中には、ブルネイ国王など世界中の富豪が含まれていたことは明かである）。しかし、ベアリングズの日本でのデリヴァティブ取引のポジションが大きく、しかもその大半が未決済で、従ってさらに巨額の損失が発生する可能性が高かったために、結局この救済策は実施されなかった。

— 中略 — デリヴァティブ取引を行うものであれば、そこにリスクがあることは誰でも知っている。そして、リスクを負うことに慣れてしまい気を抜いているうちに災厄が降りかかる。ベアリングズは、今回そのことを誰よりもよく思い知らされた。しかし彼らは、かつて破産したときからこれまで100余年間にわたって、ほとんど何も学んでいなかったようである。これまでにデリヴァティブのリスク管理について企業にアドバイスをするための大量の報告書が作成されているが、1993年に、シンクタンクの『グループ30』はそれらの中から特定の推薦リストを作成した。ある推定によれば、ベアリングズはその半数を無視していたようである。ベアリングズの崩壊は、他の銀行にとって有益な教訓となるに違いない⁸⁾。」

以上のように、『エコノミスト』誌もまた、ベアリングズが1890年にいったん倒産した経験を持つこと、そのときにはイングランド銀行の救済策が成功したが、今回は失敗に終わったこと、そしてベアリングズは、この100余年間の間に何も学ぶことなく、結局、過去の失敗を教訓として活かし得なかったこと、

8) *The Economist*, March 4th–10th, 1995, pp. 19–22.

従って、そのことこそ他の銀行にとって有益な教訓となるであろうことを指摘したのであった。それでは、ジャーナリズムが「歴史が繰り返した」というときのもとにある、かつてのベアリングズの倒産劇とは、どのようなかたちで惹起するに至ったのであろうか。

Ⅲ 1860年代以後におけるラテン・アメリカ諸国への関与

1825年の恐慌における経験を教訓として、創業者から数えて3代目の世代にあたるトーマス・ベアリング (Thomas Baring)、ハンフリー・ミルドメイ (Humphery St. Jhon Mildmay)、ベイツ (Joshua Bates) によって確立されたいわゆる「1828年体制」は、1837年恐慌を首尾よく乗り越え、その後、19世紀の第2四半期におけるベアリング商会の黄金時代を築いた。しかしその後、順調な世代交代と権限委譲が進められないまま、1864年にベイツが他界した後、3人のうち最後までパートナーとして残ったトーマス・ベアリングが、事実上ただ一人で同商会の経営にあたっていた⁹⁾。こうした中で、1827年以来利払いを停止していたアルゼンチン政府債が1859年から利払いを再開したことと、これとほぼ時を同じくして1861年に「南北戦争」が勃発し合衆国金融市場が崩壊してしまったことが、ベアリング商会をして再度ラテン・アメリカに目を向けさせる契機となった。

ベアリング商会では、すでに1849年の段階でエドワード・ベアリング (Edward Charles Baring) を南北アメリカ諸国に派遣し、各国についてのレポートを送らせていたが、このときエドワード・ベアリングは、かねてより政府債の利払い停止という問題を抱えていたアルゼンチンをも訪問し、当時のロサス (Juan Manuel de Rosas) による独裁政治を直接目にするに及んで、「アルゼンチン共和国は、他の南アメリカ諸国とはあきらかに異なっており、共和国と呼ばれながらも、地球上の他のどの国よりも専制的な支配が行きわたっている¹⁰⁾」とのレポートを寄せた。そして、この独裁者に接近することが問題解決

9) 「1828年体制」の内容については、拙稿「ベアリング恐慌直前のベアリング商会」、62-71頁。

10) Ziegler, P., *The Sixth Great Power : A History of One of the Greatest of All Banking Families, The House of Baring, 1762-1929*, Alfred A. Knopf, 1988, p. 231.

の糸口になると判断したエドワードは、ロサス宅への訪問を繰り返した。というのも、この頃もはやイギリスの投資家達はアルゼンチンの政府債とそれに対するベアリング商会の対応に対して失望感を露にしていたため、同商会の経営上、少しでも早い解決が望まれていたからである。

しかし、この努力も1852年にロサスが失脚したため無駄に終わった。そのため、同商会ではさらにその後、現地の商人を代理人に指名したり、あるいはイギリスから直接代理人を派遣するなどして、引き続き執ようにアルゼンチン政府との交渉にあたった。その結果、1857年頃から政治的な安定が回復されたこともあって、1859年から利払いを1%で再開させることに成功したのである。そして、1871年からはこれを3%に引き上げるとの約束も取り付けた。

これほどまでの困難を経験しながら、しかしこの交渉の成立は、同時にアルゼンチン取引の再開へと結びつくこととなった。たしかに当時のアルゼンチンの政情は一応安定したとはいえ確実なものではなく、したがって再度投資家をリスクにさらすことも予測されたが、それでもベアリング商会は、長期的にはアルゼンチン経済の潜在的能力が対アルゼンチン取引における利益を確保してくれるものと判断したのである。一方、当時のヨーロッパ在住の投資家達にとっては、ラテン・アメリカ市場について正確な投資判断を下せる材料などどこにもなかった。彼らにとっては、アルゼンチンとチリとメキシコの違いを認識することもできなかったし、ましてやアルゼンチンの国内事情など知る由もなかった。すべては、ベアリング商会に対する信用に委ねられたのである。

利払い再開後の1866年に、アルゼンチン政府は250万ポンドの政府債を発行した。その主たる発行目的はパラグアイとの戦争のための戦費調達であった。ベアリング商会は、このうちの50%、125万ポンドの発行を引き受けた。同商会は投資家に対してアルゼンチンにおける天然資源の開発は急速かつ充分に進んでおり、今回の政府債が時機を得た優良な証券であると宣伝してまわったが、実際には、この年、運悪くオヴァーランド・ガーニー商会（Overend Gurney & Co.）が倒産してロンドン金融市場が逼迫したこともあって、発行総額250万ポンドのうち大衆の手に渡ったのはわずか55万ポンド分に過ぎず、195万ポ

ド分が売れ残ってしまった。このためアルゼンチン政府は財政危機に陥った。しかし、ベアリング商会のパートナーはアルゼンチンの長期的な繁栄を確信し、このとき同政府に対して32万3,000ポンドの緊急融資を実行した。その後、1868年にアルゼンチンが戦争に勝利すると投資家の信用も高まり、ようやく売れ残っていた195万ポンド全額を売りさばくことができた¹¹⁾。

『ベアリング商会社史 (*Baring Brothers & Co., Limited. A History to 1939*)』は、この当時のベアリング商会のパートナー達がアルゼンチンの長期的繁栄を確信していたことをしきりに力説している。しかし実際には、それまで彼らの最重要マーケットであった合衆国金融市場が南北戦争によって崩壊した今、アルゼンチンを含むラテン・アメリカ経済の繁栄は、確信するというよりもむしろ最後の望みの綱であったというのが正確であろう。事実、1860年代に入ると、ベアリング商会は、十分な経営判断も伴わないままラテン・アメリカ諸国へ強引に進出し始める。なお、1864年にはベイツが他界し、それ以後の同商会における経営上の意思決定はトーマス・ベアリングを中心に行われていたが、晩年のトーマス・ベアリングは、ホジソン商会 (*Finlay Hodgson & Co.*) との合併によって増えたパートナー全員を十分にコントロールできなくなっていたばかりか、多くの意思決定が彼の知らないうちに行われるようになってしまっていたのだから、このラテン・アメリカへの進出が商会内部で十分な合意の得られたものであったのかどうかということは疑わしい¹²⁾。

なお、ベアリング商会における1860年代以降のアルゼンチン以外のラテン・アメリカ諸国への進出状況は以下のとおりである。同商会は、アルゼンチンに続いて、チリとベネズエラでの市場開拓を望んだ。ベアリング商会は、1890年代に至るまで、長期にわたってチリ政府のロンドンにおける代理商を務めていた。1858年には、サンティアゴ〜バルパライソ間の鉄道建設を目的とした155万4,800ポンドの政府債の発行を引き受けた。しかし、同政府債は、1859年に入っ

11) Orbell, J., *Baring Brothers & Co., Limited. A History to 1939*, Baring Brothers & Co., Limited, 1985, p. 40.

12) 拙稿「ベアリング恐慌直前のベアリング商会」、79頁。

ても半分程度が売れ残っていた。この政府債の販売が思わしくなかった背景には、当時、チリに革命勃発の兆候があったにもかかわらず、ベアリング商会のパートナーがこの情報を十分に認識しないまま、発行に踏み切ってしまったということが原因としてあった。その後、結局革命への動きは鎮圧され、市場はいったん回復した。しかし、1867年以降、モーガン商会 (J. S. Morgan Co.) が同国の政府債を発行するようになると、ベアリング商会発行の1858年債の市場価値は下落してしまった¹³⁾。

一方、ベネズエラについては、1862年に100万ポンドの政府債を発行した。発行目的は、表面上は通貨価値の回復ということになっていたが、実際には各種短期債務の繰延べにあった。担保として同国の関税収入が充てられることになっていたが、市場価格は額面の63%という極めて低いものとなった。しかし、ベネズエラ政府は関税収入を利払いに充てることなく取り込んでしまい、わずか2年間で同政府債は利払いを停止し、結局、市場の評価が正しいものであったことが判明したのである。

その他にベアリング商会は、1826年以来メキシコ政府の資金調達にも関与していたが、この国の政府債も長い間利払いが停止したままであった。これを解決すべく同商会は、上級社員 (senior clerk) のホワイト (G. White) をメキシコへ派遣したが、何の収穫も得られなかった。その後、イギリス、フランス、スペイン政府は、在メキシコ商人の利益確保を目的としてメキシコ政府に干渉し始め、1863年には、フランス軍がメキシコ・シティにおいて武力衝突を起こすに至った。また、ブラジルは基本的にはロスチャイルド商会のマーケットであったが、ベアリング商会は、1879年にブラジル銀行 (Bank of Brazil) のための小口勘定を開設している。さらにペルーでは、1874年に100万ポンドの短期政府債を発行したが、その後継続して同国との取引が行われるようにはならなかった¹⁴⁾。

13) Burk, Kathleen, *Morgan Grenfell, 1838–1988 : The Biography of Merchant Bank*, Oxford U. P., 1989, p. 33. Carosso, V. P., *The Morgans : Private International Bankers, 1854–1913*, Harvard U. P., 1987, p. 210.

14) Ziegler, *The Sixth Great Power*, pp. 229–31.

『ベアリング商会社史』は、この当時の同商会におけるラテン・アメリカへの進出に関して、とくにアルゼンチンに次ぐ市場としてチリとベネズエラを求めたことについては、率直に当時のパートナーの認識不足を認めている¹⁵⁾。チリにおいて革命の兆候を事前に把握できなかったこと、ベネズエラにおいて関税収入を利払いの原資として確保できなかったことは、かつてのベアリング商会においては起こり得ない失態であった。後継者が不足する中、高齢化したパートナーの意思決定の甘さが目立つようになる。もはや「1828年体制」の破綻は明らかであった。

IV 経営史の問題としての「ベアリング恐慌」

南北戦争によって合衆国市場が崩壊し、さらに1871年にはロンドンにおける合衆国政府代理店としての地位を失うという外部要因をともしつつ、1873年に74歳でトーマス・ベアリングが亡くなると、「1828年体制」は完全に終焉を迎えた。その後、ベアリング商会の経営は、アメリカ人のスターギス (Russel Sturgis) とエドワード・ベアリング (Edward Charles Baring) に委ねられることとなったが、1882年にスターギスが亡くなると、その後の同商会の経営の実権は、事実上、エドワードが一人で握ることとなった¹⁶⁾。

「1828年体制」が次第に力を失いつつあった1850年代頃から、ベアリング商会はその経営内容を次第に変化させている。すなわち、19世紀におけるマーチャント・バンカーの主要業務は、マーチャントとしての自己勘定と顧客勘定による商品取引、およびバンカーとしての手形引受、ならびに発行市場と流通市場における証券取引であるが、「1828年体制」のもとでのベアリング商会は、従来よりこれらのどの業務にもとくに偏向することなく、すぐれて総合的であることを特徴としていた¹⁷⁾。ところが、1850年代から60年代にかけてすでに「商人としての活動がかなり低下する一方で商業信用業務が著しい成長を示すようにな

15) Orbell, *Baring Brothers & Co.*, pp. 40-1.

16) 拙稿「ベアリング恐慌直前のベアリング商会」、80-1頁参照。

17) 拙稿「1837年恐慌におけるマーチャント・バンカー——ベアリング商会を中心として——」、『商学論究』35巻1号、1987年、129頁。

第1表 手形引受残高・手数料収入・純収入の推移

(£)

年	手形引受残高	手数料収入	純 利 益
1848-52年	2,000,000	107,852	164,298
1863-67年	4,000,000	189,188	248,779
1868-70年	7,000,000	281,453	406,862

<注>各数値は年平均。手形引受残高は概数。

<出所>Orbell, J., *Baring Brothers & Co., Limited. A History to 1939*, Baring Brothers & Co., Limited, 1985, p. 43 および、Zeigler, P., *The Sixth Great Power: A History of One of the Greatest of All Banking Families, The House of Baring, 1762-1929*, Alfred A. Knopf, 1988, Appendix III, pp. 375-6 から作成。

る¹⁸⁾。」第1表は、1850年代から60年代にかけての同商会における手形引受残高の急増とそれに伴う手数料収入の増大を示したものである。このように、「1828年体制」の末期におけるベアリング商会は、総合的な業務内容を誇るマーチャント・バンカーから、金融取引に重点をおいたマーチャント・バンカーへと次第にその性格を変化させていったのである。

しかし、金融取引に業務の比重が移ったとはいえ、トーマス・ベアリングによってかろうじて維持されていた「1828年体制」のもとでは、商品取引であれ、金融取引であれ、基本的には、自己勘定による売買差益などよりむしろ手数料収入を利益の基本にするという、創業以来の「コミッション・マーチャント (commision merchant)」としての性格は依然として維持されていた。ところが、トーマス・ベアリングの死によって「1828年体制」が終わる1870年代以後、ベアリング商会は、その経営を引き継いだエドワード・ベアリングの指示に従って、このマーチャント・バンカーとしての基本である「コミッション・マーチャント」としてのスタンスをとくに証券取引業務の分野を通じて微妙に変化させ始める。

1870年代から80年代にかけての証券発行業務は、通常、証券発行の代行に対する手数料を収入とする手数料方式 (commision basis) で行われていたが、総

18) *Ibid.*, p. 43.

じてその収益性は高かった。とくに1880年代においては、ベアリング商会の1銘柄あたりの総収入は1万5,000～3万ポンドで、場合によっては1回の発行で5万ポンドを稼ぐこともあった。また、手数料方式の場合、発行した証券が売れ残った際のリスクは発行主体に帰属するので、ベアリング商会自体のリスクは低かった。例えば、1877年に発行されたポルトガル政府債の場合、発行総額650万ポンドのうち250万ポンドに買手がつかず、売れ残った証券はキャンセルされた。また、1890年のモントリオール市債の場合、発行総額60万ポンドのうち売れ残った49万1,500ポンド分は同市の勘定に計上された¹⁹⁾。そして、同商会はこの当時、商会全体で年平均約20万ポンドの手数料収入を得ているが、その収入の内訳は、手形引受によるものから次第に証券取引によるものへと比重を移していったものと考えられる。

このように、当時の手数料方式による証券発行業務は通常、収益性が高くしかも低リスクであったにもかかわらず、ベアリング商会では、1880年代頃から、この手数料方式によるものに加えて買取り方式によっても証券発行業務を行うようになる。これは、証券発行の際に、ベアリング商会がその証券の全部または一部を購入する方式で、同商会は、証券を市場で再販売することによって、手数料に加えて売買差益も得ることができる。しかし、市場取引で生じるリスクもまた、すべて同商会に帰属することとなる。例えば、1886年のCanadian Pacific Railway Co.の株式の場合、総額4,191,500ポンドの株式を13社からなるシンジケートによって一括引受けし、そのうちの2,306,500ポンド分がベアリング商会に割り当てられた。しかし、その後販売が不振であったため、同商会は市場での買支えのためにさらに325,000ポンドの追加購入を余儀なくされた。こうした新しい取引方式の導入は、新たに経営の実権を握ったエドワード・ベアリングの方針に従って行われるようになったものであり、ベアリング商会の自己勘定による証券取引は、しだいにその残高を高めていった²⁰⁾。

もはやそこには、「安全」と「慎重に」心がけながら、「柔軟に」に「中道を

19) 20) *Ibid.*, p. 56.

歩む」といったような「1828年体制」における経営理念は存在しなかった。そして、前節で見たところのアルゼンチンを中心とするラテン・アメリカ市場への進出とこのハイ・リスク＝ハイ・リターン型への経営方針の変化が結びついた結果こそが、1890年におけるベアリング恐慌であったということができよう。

1880年代のアルゼンチン経済は、ロカ（J. Roca）大統領のもとで政治的にも安定し、積極的な内陸開発政策のもとで、鉄道建設ブームに沸いていた。そして鉄道会社の株式や社債を中心にアルゼンチン関連の証券は、ロンドン市場で好調な売れ行きを示していた²¹⁾。The Buenos Ayres Great Southern Railway Co. Ltd. の会長であったパリッシュ（F. Parish）は、1888年の株主総会で、「アルゼンチンの信用は、ロンドン市場でのテストに合格した」と表明した。また、同じ頃、the Central Argentine Railway Co. Ltd. も、「もし大規模な商業危機が起こらない限りは、当社の拡張は容易である」との見解を表明した²²⁾。そして、その大規模な商業危機が、翌1890年に発生する。

ベアリング商会では、かつて同商会で働いた経験もあるブーワー（Nicholas Bouwer）を1876年以来、同商会の代理人としてアルゼンチンへ派遣していた。「彼の判断については絶大な信用が寄せられていたので、1889年にリヴェルストーク卿（＝エドワード・ベアリング—引用者—）の長男であるジョン・ベアリング（John Baring）が訪れるまで、パートナーや上級社員は、誰一人として商業や政治の状況について一次情報を取り寄せようとはしなかった²³⁾。」

ブーワーは、その後、アルゼンチンに所在するヘイル商会（S. B. Hale & Co.）の上級パートナーの娘と結婚し、1884年には同商会に入社し、さらに、1887年頃に同商会のパートナーに昇格した。しかし、一方で、ベアリング商会の代理人としての業務も個人的に引き続き行っていた。そして、このブーワーとの関

21) 拙稿「アルゼンチンにおける輸送システムの形成」森泰博編著『物流史の研究—近世・近代の物流の諸断面—』、お茶の水書房、1995年、第6章、154-5頁。

22) Lewis, C. M., *British Railways in Argentina 1857-1914: A Case Study of Foreign Investment*, Athlone, 1983, p. 74.

23) Orbell, *Baring Brothers & Co.*, p. 57.

係を通じて、多数のラテン・アメリカ市場関連の取引がヘイル商会からベアリング商会へ持ち込まれるようになっていった。例えば、ベアリング商会がウルグアイ政府の代理店業務を行うようになったのも、このヘイル商会の仲介によるものである。

そのような取引関係の中のひとつに、ブエノスアイレス上下水道会社（the Buenos Aires Water Supply and Drainage Co. Ltd.）の証券発行業務があった。この水道会社は、1888年にヘイル商会が、アルゼンチンにおける上下水道の経営権を3回分割払い、2,100万ポンドで、政府から買い取った結果、設立されたものであった。同社は、300万ポンドの優先株、200万ポンドの普通株、および500万ポンドの社債からなる合計1,000万ポンドの証券を発行し、ベアリング商会がその業務を代行した。優先株は、ベアリング商会が額面価格の85%で一括して引受け、その後、9社で構成されるシンジケートに87.5%で売却された。社債についても、優先株とほぼ同様の方式で売却された。さらに、普通株のうち75万ポンドについてはシンジケートに無償で引き渡されたので、もし市場で額面で販売すれば、莫大な収入が約束されていた。

しかしながら、1888年11月にはじめて優先株300万ポンド、普通株50万ポンドが市場に持ち込まれたが、それらの証券の売れ行きは最悪の状況を呈した。例えば優先株の場合、発行総額300万ポンドのうち6割に近い171万9,690株が売れ残ってしまったのである。また、証券の販売不振に加えて、この会社自体が数多くの問題を抱えていた。例えば、水道ポンプと濾過機は、計画されていた上下水道サービスの規模に対して不十分なものであった。また、同社の水道料金は、政府との取り決めによって金貨で支払うことになっていたが、当時、金価格が急上昇したため、料金徴収は極めて困難な状況となり、1890年10月の段階で滞納額は165万ペソにもなっていた²⁴⁾。

たしかにこの上下水道会社の証券の販売は不振であったが、だからといってそのことが、ベアリング商会をしてラテン・アメリカ市場での取引を縮小させ

24) Ziegler, *The Sixth Great Power*, p. 241.

ることには至らなかった。この上下水道会社の証券発行以降1890年末までの間に、同商会は、さらに4種類のラテン・アメリカ関連証券の発行を手がけた。その大半は既発証券の繰延べを目的とするものであったが、そのうち、Western Railway of Santa Féの株式60万ポンドが売れ残ったことを除けば、総じて販売は順調であった。それでも、同商会がまったく危機感を持っていなかったというわけではなく、この当時、アルゼンチンとウルグアイの公債発行については、発行額を契約の半分にまで抑え込んだ²⁵⁾。

しかし、「ベアリング商会が窮状にあるということは、1890年11月のかなり前から、すでにシティでは常識であった²⁶⁾。」1890年の半ばからアルゼンチンでは政治的緊張が高まり、利払いの継続は再度困難な状況になっていた。各州政府や鉄道会社の中には、デフォルトに陥るものも現れていた。このため、ベアリング商会が保有するラテンアメリカ関連の証券を市場で処分することが、ますます困難になっていた。また、1889年から90年にかけてロシア政府が同商会の預金残高のうち約500万ポンドを引き上げたことも、同商会の資金ポジションを悪化させる原因となった²⁷⁾。こうしたいくつかの要因がベアリング商会の経営を悪化させ、シティでの噂を呼んでいたのである。

ベアリング商会内部でも、数年前から、パートナーのT. C. ベアリング(Thomas 'Charles' Baring)や、ニューヨーク駐在パートナーのトム・ベアリング(Thomas 'Tom' Baring)などが、アルゼンチンへの過剰関与の問題を指摘し、エドワード・ベアリングに進言もしていたし、だからこそ、1889年に彼は、息子のジョン・ベアリングを直接アルゼンチンに派遣したのである。しかし、そのときジョン・ベアリングは、この国の情勢については憂慮を示しながらも、当面は経済が破綻する可能性はないであろうと判断した。そのため、1889年なかばに『スタティスト』誌によって、ベアリング商会がアルゼンチン

25) *Ibid.*, p. 58.

26) Clapham, J., *The Bank of England: A History 1797-1914*, 2 Vols, Cambridge U. P., 1944, vol. 2, p. 327. J. クラパム (英国金融史研究会訳)『イングランド銀行』、ダイヤモンド社、1970年、II巻、360頁。

27) Ziegler, *The Sixth Great Power*, p. 245.

とウルグアイの証券を大量発行していることの危険性を指摘された後も、エドワード・ベアリング自身は、商会の経営についてさほどの危機感を持っていなかったようである。

しかし、さすがに1890年10月上旬には、エドワード・ベアリングも商会経営が危機に瀕していることを認識するに至り、複数の商会から125万ポンドの融資を受けた。しかし、10月末の段階で、ベアリング商会の債務残高は2,096万ポンドに及んだが、これに対して債権残高は、ヘイル商会との共同勘定によるアルゼンチン関連証券についての416万ポンドなど、内容の悪いものが僅かにあるばかりで、その他には、パートナーの土地家屋等、個人資産が100万ポンドほどあるに過ぎなかったのだから、この程度の融資では殆ど何の役にも立たなかった。そして、11月に入ってブエノスアイレス上下水道会社関係の勘定で支払が必要になったとき、「単に支払うべき金がそこにはなかった²⁸⁾。」

その後のイングランド銀行によるベアリング商会の救済策については、すでにクラナム (J. Clapham) による詳細な研究があるので、ここではあまり多くを繰り返すことはしない。イングランド銀行総裁リダデール (W. Lidderdale) は、11月8日 (土曜日) にエドワード・ベアリングから、商会の窮状について説明を受けた。そこで、10日 (月曜日) にリダデールは蔵相のゴッシェン (G. Goschen) と会談し、もしベアリング商会を救済しなければ連鎖倒産の危険があることを述べ、政府資金100万ポンド、イングランド銀行資金100万ポンドによる共同救済を提案した。しかし、ゴッシェンは政府による救済を拒否し、シティ内部での解決を主張した。

その後、リダデールは再度政府による支援を要請したが、政府はようやく、11月14日 (金曜日) の午後2時から15日 (土曜日) の午後2時にかけての24時間の間に受け取るベアリング商会の手形から生じるすべての損失について、これをイングランド銀行と分け合うことに合意した。これを受けて、ロスチャイルド商会をはじめとする多数の銀行、マーチャント・バンカーから、1,710万ポ

28) Orbell, *Baring Brothers & Co.*, p. 59.

ンドにのぼる資金が集められ、ベアリング商会の流動性は回復した。エドワード・ベアリングは11月22日にパートナーを辞職し、11月25日に、ベアリング商会はそのパートナーシップを解かれ、資本金100万ポンドの有限会社として再スタートすることとなった²⁹⁾。

V おわりに

1995年7月に発表された銀行監督委員会 (Board of Banking Supervision) による『ベアリングズの崩壊に関する諸状況についての銀行監督委員会調査報告書 (*Report of the Board of Banking Supervision Inquiry into the Circumstances of the Collapse of Barings*)』は、「ベアリングズ事件」から得るべき教訓として、次の5点を指摘した³⁰⁾。すなわち、(1) 経営陣は、自分の経営する事業について完全に理解する義務がある。(2) 各事業活動の責任の所在が明らかにされ、周知徹底されねばならない。(3) 職務の明確な区分こそ、有効な経営管理システムの基盤である。(4) すべての事業活動について、独立したリスク・マネジメントを含む適切な内部管理が確立されなければならない。(5) トップ・マネジメントと監査人は、内部監査によって明かとなった経営上の弱点について、ただちにこれを解決すべく務めなければならない。しかし、これらの教訓は、1890年の「ベアリング恐慌」からでも同じように導き出すことができる程度のものであり、その意味では、たしかに「歴史は繰り返す」ものなのかもしれない。

また、「ベアリングズ事件」では、内部管理の甘さからシンガポールの子会社の1ディーラーであるに過ぎないリーソンに多額の資金運用を一任し、そのことがベアリングズ倒産の直接の原因となった。しかし、一部の報道は、ある段階からは、ベアリングズの経営陣もシンガポールにおける過剰なデリバティブ取引を認識、ないしは容認していたはずであると伝えている。一方、『ベアリン

29) ベアリング恐慌の経緯については、前出のクラバムの文献の他に、Ziegler, *The Sixth Great Power*, pp. 244-56を参照。

30) Board of Banking Supervision, *Report of the Board of Banking Supervision Inquiry into the Circumstances of the Collapse of Barings*, p. 250.

『グ商会社史』は、エドワード・ベアリングをはじめとするパートナー達が、アルゼンチン市場に関して、商会代理人ブーワーを過信し、彼に市場の一切を一任していたことを指摘している。しかしブーワーは、1885年に国際収支の赤字と通貨価値の下落によってアルゼンチン経済が悪化したとき、いち早くベアリング商会に警告の文書を送っているし、また、1887年に政府主導で過剰な鉄道建設が行われた際にも、再度、同商会に対して注意を喚起しており、決して自分がパートナーを務めるヘイル商会の利益のためだけに、ベアリング商会をアルゼンチン市場へ引き寄せようとしていたわけではないと考えられる。したがって、シンガポールをアルゼンチンに、リーソンをブーワーに、そしてデリバティブ取引をアルゼンチン関連証券の取引に置き換えれば、たしかに「ベアリングズ事件」は、スケープ・ゴートが用意されているところまでをも含めて、「ベアリング恐慌」に極めて類似した事件であったと言えよう。

しかし、「ベアリングズ事件」以後においても、同じような事件は頻繁に繰り返されている。周知のとおりわが国では、大和銀行のニューヨーク支店が11億円の損失を出して閉鎖に追い込まれたり、あるいは日本長期信用銀行の子会社、長銀ニューヨークが当局の立ち入り検査を受けるなど、海外現地法人における内部管理の甘さを原因とした不祥事が相次いだ。また、イギリスでも、有力企業のファンド・マネージャーによる不祥事が相次いだ。ドイツ銀行の傘下にあるモルガン・グレンフェルの場合、ファンド・マネージャーが北欧のハイテク関連の未公開株を大量に保有していたが、その後、世界的なハイテク株ブームが薄れてこうした株式の価値が下落し、ドイツ銀行は、同社に対し1億8,000万ポンドの資金援助を行った。また、イギリスと香港に拠点を持つフレミング・グループでは、香港在住の日本株のファンドマネージャーが利益を着服するなどの不正行為を働いていたことが明かとなった³¹⁾。その意味では、もはや「ベアリングズ事件」は、歴史に名を残すほどの特徴的な事件ではなくなってしまっており、「歴史が繰り返した」のかどうかを問うことには、それほど重

31) 『日本経済新聞』、1996年9月7日、朝刊。

要性がなくなってしまったようにも思われる。しかしながら、少なくともわれわれは、「ベアリング恐慌」以来この100年間をもってしても、この種の問題に対する適切な解決策を見いだせないままにいることだけは明らかとなったのである。

(筆者は関西学院大学商学部助教授)