2018年11月24日、早稲田大学ソーシャル＆ヒューマン・キャピタル研究所は、日本金融学会歴史部会、早稲田大学現代政治経済研究所との共催により、ラトガース大学経済学教授・全米経済研究所（NBER）研究員のユージーン・ホワイト博士の講演「Censored Success: How to Prevent a Banking Panic, the Barings Crisis of 1890 Revisited（事前に管理された成功：いかにして銀行恐慌を防止するか、1890 年ベアリングス危機再考）」を開催した。同教授は、アーカイブ資料に基づき、金融危機をめぐる経済学上の主な論点を取り上げて、1890 年に欧州全体を巻き込むような金融危機がいかにして回避されたかについて論じた。

講演の冒頭、ホワイト教授は参加者に対し、恐慌初期における最善の対処法について、(1)流動性の供給に関するバジョット・ルールに従い、恐慌発生後に対応すべきか、それとも(2)事前に介入して恐慌を防ぎ、裁量権を行使して経営難に陥った特定の銀行を救うべきか、最善の対応策はどちらだと思うか、と質問した。その答えは簡単ではない。なぜなら、前者を選べばモラル・ハザードを避けられるが、不況が深刻化するおそれがあり、後者を選べば不況は防げるが、モラル・ハザードが生じるかもしれない、というトレードオフが存在するためである。

『エコノミスト』紙の編集者も務めたウォルター・バジョットは、後に「バジョット・ルール」として知られる原則を提唱した。この原則のおかげで、19 世紀末のヨーロッパでは金融危機を防ぐことができたといわれてきた。現在の政策論議もこの原則から大きな影響を受けており、2008 年の世界金融危機を経て米国で制定された 2010 年ドッド・フランク法は、将来の危機において連邦準備銀行に付与される最後の貸し手機能を制限することとした。

次にホワイト教授は、1890 年にベアリング商会の破綻が恐慌を引き起こすのを未然に防ぐことに成功した政策を検討するため、以下の 10 の質問を提起した。(1)ベアリング商会の破綻は金融システムにとって脅威だったのか、(2)なぜイングランド銀行は、早期警戒措置を発動しなかったのか、(3)政策はどのように形成されたか、(4)ベアリング商会の危機は流動性の問題だったのか、それとも支払能力の

問題だったのか、(5)恐慌初期だった（放置すれば大規模な恐慌が発生していた）証拠はあるか、(6)イングランド銀行は、裁量による救済という発想をどこから得たか、(7)イングランド銀行はなぜ単独でベアリング商会を救済しなかったのか、(8)イングランド銀行は、どのようにして粛々とベアリング商会を清算することができたのか、(9)イングランド銀行は、どうやってモラル・ハザードを抑えたのか、(10)経済にどんな影響が生じたか。

ホワイト教授によれば、ベアリング商会の破綻は、実際に金融システムにとって脅威だった。ベアリング商会は商業引受手形市場において 51%のシェアを持つ巨大銀行であり、政府債市場においても主要な地位を占めることを目指していた。同社は、引受けた政府債を売捌くまでの間、他の銀行からのつなぎ資金の借り入れを必要としており、他の銀行と密接に結びついていた。このため、もしベアリング商会が破綻すれば、他の金融機関も巻き添えになって破綻していただろう。イングランド銀行は、1866 年の大手銀行破綻に引き続いて発生した不況の再来を望まなかった。そこで、銀行取り付けが発生した場合に備え、フランス銀行やロシア政府との間でスワップ契約を結んで、手持ちの債券を金と交換することにより、流動性を確保した。加えて、ベアリング商会の「不良資産」――同行が売却を試みていたアルゼンチン債――の取得に伴う損失を分担するため、他の銀行がシンジケート・ローンの組成に参画させられた。イングランド銀行と財務省はベアリング商会を二つに分割し、うち一方はイングランド銀行の貸借対照表に移された。そこに含まれる不良資産は、損失を最小限に抑えるため時間をかけて売却された。それ以外の部分については、まだ黒字を維持していた商業引受手形事業の継続に向けて、資本増強が図られた。

当時のイングランド銀行が、ベアリング商会は流動性不足に陥っただけであり支払不能に陥ったわけではなかったと主張し、以後この主張への反論は行われなかったため、これまでの研究では、イングランド銀行が恐慌初期（放置すれば大規模な恐慌が発生していた状況）を巧みに管理した事実は見過ごされてきた。だが実際には、イングランド銀行の監査役が額面価格で資産を評価したため、ベアリング商会は支払能力があるように見えたに過ぎない。ホワイト教授はイングランド銀行のアーカイブ資料を丹念に調査し、同銀行の計算では、ベアリング商会はアルゼンチン政府債が原因で支払不能に陥っていたことが認識されていたことを確認した。ただし、ベアリング家の個人資産を損失補填に充当できると評価されたため、損失は表沙汰にされなかった。ホワイト教授は、（不良債権処理に経営者の個人資産を充当するという）この措置が、ベアリング商会救済により生じ得るモラル・ハザードを抑えるための試みであった、との見方を示した。

イングランド銀行は、巨大銀行救済のアイデアをどこで得たのだろうか。ベアリングス危機の 8 カ月前、フランスで 2 番目に大きな銀行が破綻した。1881～82

年に深刻な金融危機とその後の長引く不況を経験していたため、フランス銀行と仏財務省は、バジョット・ルールに厳密には従わなかった。破綻銀行を不良部門と健全部門との二つに分割し、不良部門についてはフランス銀行が長い期間をかけて流動化するという、画期的な救済策を編み出し、その後の不況を防いだ。イングランド銀行にこの例に倣うよう強く説得したのは、ロスチャイルド家だった。パリとロンドンで暮らすロンドン家のいとこ同士で交わされた書簡から、フランスが実施した方式を採用するよう、同家がイングランド銀行に働きかけていたことが分かる。

ホワイト教授は、ベアリングス銀行の破綻防止の教訓は 21 世紀にも適用することができるが、一定の限界もあると指摘した。おそらく最も重要な相違点は、19 世紀に銀行破綻が起きた背景となった過大なリスクを取ろうとする誘因は、それぞれの金融機関に固有のものだったという点である。当時は、脆弱なガバナンスや不正が原因で、単独のあるいは少数の大手金融機関が破綻する事例はあったが、今回紹介したような大規模な取組みによって、損害を限定的なものに止めることができたのではないかと考えられる。しかし 20 世紀半ば以降、預金保険や「Too-Big-To-Fail（大き過ぎてつぶせない）」原則などにより、過大なリスクを取ろうとする誘因がシステミックに金融部門全体を覆うようになった。2008 年と同様に現在においても、中央銀行は国内の大手金融機関の多くが破綻する事態に直面する可能性がある。現在の中央銀行には、それらの金融機関を救済する資金がなく、財務省の協力と支援が必要になる。さらに、過大なリスクを取ろうとするシステミックな誘因が、モラル・ハザードを助長している。他方で、不正や過大なリスクテイクに対するペナルティは時代を経るごとに減退しており、当局が銀行を罰する能力は限定的なものとなっている。