

体験的アメリカ経済事情

藤井正志

はじめに

現在、私は本学ビジネス学部においてグローバルビジネスⅡ（アメリカ）という講義科目を担当している。講義内容は、アメリカの経済・金融事情を解説する内容のものであるが、現実感を持たせるために、実務の現場に近い話も織り交ぜて講義を展開するように心掛けている。しかし、実務に関する話を体系立てて話すことは難しいことである。

1987年4月、丁度日本経済がバブル期盛りの頃、私は勤務先の銀行からから親しい関係にある中堅証券会社へ出向を命じられた。出向という制度に則り、出向期間中の給与は、銀行から支給されるが、その職務は、出向先の証券会社から命じられた職務を遂行するというものであった。出向先で与えられた職務は同社のニューヨーク証券子会社（現地法人）の設立・準備、及びそれに係る現地経済・金融環境の調査であり、設立後は同子会社の実際の業務に従事するというものであった。本業務に係る私の米国・ニューヨーク滞在は、出張を含めて約5年間におよんだ。

そこで今回はこの場を借りて、私がニューヨーク滞在期間中に経験した実務に関して学んだことを2回に分けてまとめ、今後の講義内容の充実に努めたいと考え、本稿を認めるものである。

実は、当該証券現地法人の設立には、米国と日本の間の金融法制的の違いから、当初から法律面での問題が伴うことが予想されていた。そこで、当該証券会社としてはこの問題を克服する方法はないものかと、某米国事務弁護士事務所と顧問契約を結びそれに備えていた。同社は、ニューヨーク証券子会社の設立を経営のトップ・マターとして重視しており、経営幹部がニューヨークに出向き弁護士事務所との面談にも直接参加し、日米の金融制度の違いの下での設立可能性について対応を検討した。

しかし、その解決は難しく現地法人の設立準備は難航した。その詳しい内容は次稿で述べることとするが、ポイントは、日本国内における銀行と当該証券会社の関係が、日本ではいわゆる独占禁止法で規定されるが、米国では銀行株会社法で規定され、その両法規における銀行と証券会社の「実質支配」に関する取り扱いが異なるという点であった。

1999年、米国では「グラム・リーチ・ブライリー法」が成立、ほぼ同時期に日本でもいわゆる「持株会社関連2法」が成立するなど、日米両国において金融制度改革が進展し、日本に於いても銀行と証券会社間の「実質支配」の定義が明示化された。しかし、1987年当時はまだ

そうした状況にはなかった。

経営マターとしての設立に係る上記・法制度の問題とは別に、実務担当者としては、子会社設立のための各種の事務的・必要事項を推進することが同時に求められた。私はこの証券子会社の設立準備のため、1987年から1992年にかけてニューヨークに駐在することになったのだが、米国で働くためには労働許可・ビザ（査証）の取得が先ず必要であり、必要な事務処理のためにビザ（査証）弁護士を見付け、その取得に努力しなければならなかった。

次に当然のことながら、オフィスの場所をニューヨーク市内のどこにするかという問題があった。すなわち証券子会社（当面は駐在員事務所）の候補地の選定である。事務所の場所の設定が決まると、リース契約書の締結のための手続きが必要であった。加えて自分が居住する住居の選定など通常の海外赴任者が経験する雑事を処理する必要があった。

次いで証券会社のニューヨーク勤務者にとって避けられない、資格試験取得の問題があった。これが結構な難事業で、ニューヨーク駐在証券マン並びに商品先物等に従事する一部商社マンの悩みの種でもあった。具体的に私にとって合格が必須の資格試験を列挙すると下記があり、米国で証券業務に従事する者はこれらのすべてか、一部の科目に合格し、NASD（全米証券業者協会）への登録が求められる。試験の内容について簡単に触れておくと、Registered Representative（証券外務員資格）は、各種金融商品に関する計算問題が中心であるが、米国の証券制度等に関する問題も出題される。特に、金融オプション取引に係る計算問題は骨が折れるというのが、受験者の共通認識であると思う。問題は全部で250問、午前に4時間・125問、午後4時間・125問と1日の所要時間が計8時間におよび、別名スタミナ試験とも呼ばれる試験である。もう少し正確に述べると、米国人には6時間が持ち時間の試験であるが、外国人にはハンディキャップが考慮され、8時間が与えられている。

Registered Principal（証券会社の経営者資格）は、米国の証券法規、具体的には、1933年証券法、1934年証券取引所法及びその監督官庁であるSEC（証券取引委員会）やその下部組織であるNASD（全米証券業者協会）の規則などから出題される。米国の証券関係法規について勉強するのは初めての経験であったが、非常に興味深く、参考書を越えて1933年証券法、1934年証券取引所法等の原典にも学んだ。

Registered Financial Principal（財務責任者資格）は、日々のバランスシートの作成がメイン・テーマである。証券会社が保有する投資証券の種類により証券の価値が査定され、不十分な流動性を持つ証券の価値は減額（hair cut）されて、理論上の自己資本の額が日々変化する。この計算が理解できないと正しいバランスシートの作成が出来ない。これは、1934年証券取引所法上のnet capital requirement（一種の自己資本比率規制）に基づくものである。

最後に、アメリカは州法の国であるため、ニューヨーク州法上の証券法制に関する問題が課され、証券会社の経営者としての最終的な資格要件を満たすことが出来るという仕組みとなっている。大きな組織であれば、何人かでそれらの資格要件を満たせばよいのであるが、取りあえず該当者がいないため以上の4資格を一人で取得せねばならない状況にあった。

また、証券会社としての経理システムの導入を考えるために、会計士事務所の指導も仰ぐこ

とになった。

本稿を、日米の金融法制の違いにより、ニューヨーク証券子会社の設立の可否が左右されるという興味深い事情を体験した当事者としてこれを記録（次稿）にとどめ、これと併せて、本稿では、アメリカで生活するための様々な雑事や当時のアメリカの経済・金融環境・金融制度の変遷も幅広い意味でアメリカの経済事情として取りまとめ、担当する講義内容をより現実感のあるものとして展開する一助にしたいと考えるものである。

1. 子会社設立の問題点

(1) 法律面の問題—日米金融法制の違い

証券子会社（現地法人）の設立には、米国と日本の間の金融法制の違いから、予期した以上の法律面での困難が伴った。同社としてはこの困難を克服するすべはないものかと、米国事務弁護士事務所と顧問契約を結び備えた。

ニューヨーク現地法人設立の問題を経営課題として、経営幹部がニューヨークに出向き、当該弁護士事務所との面談にも直接対応し、日米の金融制度の違いの下で、その設立可能性について対応を検討したが、その解決は難しく現地法人の設立準備は難航した。この点については、稿を改めて詳しく述べたい。

(2) 現地法人の営業基盤（ニューヨークでの証券業務の収益源）

証券会社のビジネスは近年多様化している。しかし、証券会社のビジネスの基本は以下の4業務に集約される。ここでは、日本の中堅証券会社がニューヨーク子会社のビジネスを展望するという観点から、下記の4業務の内容について説明する。

ア. ブローカー業務

ブローカー業務は特に中小・中堅証券会社にとって必須の収益源であるが、当然のことながら、米国株を日本の証券会社から購入する投資家はないと思われる。もし、ニューヨークでブローカー業務の機会があるとすれば、当然ながら日本株の取り扱いを通じてであろう。しかし、ニューヨーク進出の証券会社にとってブローカー業務から収益を得るチャンスはほとんどない。何故ならば、日本株の売買については、主だった米国投資家はニューヨークではそれを行わず、ロンドンの拠点にその業務を集中しているためである。逆に、日本の証券会社各社はロンドンの拠点と香港の拠点では日本株のブローカー業務がビジネスとして成立しているようである。

イ. ディーラー業務

ディーラー業務は、証券会社の自己資金・判断で投資を行うビジネスで、要は、市場から金融商品を安く買って、高く売る。そして利益を得る。それが基本のビジネスである。仕組みは簡単であるが、成果を上げるのは難しい。ましてニューヨークは世界の金融激戦区である。簡単に実績を上げうるはずもなく、もし本気でディーラー業務にチャレンジするのであれば、大変な高給取りのディーラーを雇うしかないが、そのような優秀な人材の獲得には雇用に係る大きなリスクが存在する。すなわち、採用したものの思ったほどの成果を上げ得ないか、或いは、証券子会社の収益とディーラーの報酬のバランスから雇用したディーラーを解雇するという事態になれば、子会社の問題にとどまらず、証券会社本社が裁判・係争のリスクを抱えてしまうことにもなる。

ウ. 引受業務

日本企業が米国・ニューヨーク市場で証券を上場（NY 株式市場）ないし登録（ナスダック）するためには米国の SEC（証券取引委員会）基準の情報開示が原則である。最近でこそ、大手金融グループ等がニューヨーク市場での株式上場（実際には ADR なる代替証券を上場）果たしているが、1980 年代当時のニューヨーク市場では、ホンダ・ソニー等の少数の日本企業が上場しているのみで、多くの日本企業がこれに続くという状況にはなかった。

では、日本企業は海外での資金調達に行っていなかったのかといえば、そのようなことはない。米国の SEC（証券取引委員会）の情報開示基準は世界一厳しく、年 4 回の決算が求められるため、当時の日本企業はこれを回避する傾向があった。代わりに日本企業は、海外での証券発行に際してはニューヨーク市場ではなく、情報開示基準が相対的に緩やかなロンドンやチューリッヒの市場を選択したのである。

引受業務は、証券会社の花形部門であり、収益への貢献度は大きい。したがって、当時、大手証券各社のロンドン現地法人やチューリッヒ現地法人は日本企業の発行する証券の引受業務で潤っていたようである。しかし、当時、ニューヨークを拠点とする証券会社からはそうした話が聞こえてこない。これは、海外での資金調達に際して、日本企業が発行手続きの簡便なロンドンやチューリッヒの市場を選択し、ニューヨーク市場を選択しないという点によるところが大きいと考えられる。

エ. セリング業務

セリング業務も証券の発行に伴うものであるが、引受業務が万が一証券の売りさばきに失敗したときに、証券会社がこれを購入し、発行者のリスクをすべて引き受けるのに対し、セリング業務では依頼された証券が売れ残った場合、売れ残った証券は、返品が可能である。したがって、セリング業務には引受業務のようなリスクはない。しかし、もともと引受の市場が存在しないニューヨークでは日系証券会社のセリング業務の機会も存在しない。

こう考えてくると、ニューヨークになぜ多くの日本の証券会社が進出しているのか、その理由が分からなくなる。証券ビジネスの基本的な4業務を取り上げてみても、そのいずれもが在ニューヨークの証券各社の収益源になる見込みが乏しいからである。誤解を避けるために申しあげておくが、世界最大の金融市場・ニューヨークにおいて、ウォールストリートと呼称される投資銀行（大手証券会社）は大きな収益を上げている。そのニューヨークで、日本の証券会社は苦戦している。それでも、日本の証券会社が世界の金融・証券市場の中心地であるニューヨークに進出しているのは、そこに進出すること自体に情報の発信・集積地としての大きな魅力があるのと同時に、将来的に業務が大きく展開する可能性を信じているからであろう。

2. 現地法人の設立に関する事務手続き

(1) 出向制度

出向とは、被用者が雇用された企業の職員としての地位を保持したまま、子会社や関連会社等において、相当の長期に亘り職務を提供する人事異動のことを指す。

出向制度の下では、出向期間中の給与は、出向元（私の場合は銀行）から支給されるが、職務内容は、派遣された証券会社から命じられた職務を遂行する。すなわち、籍は依然出向元である銀行にあるが、命令は派遣先である証券会社からなされるというものである。

出向先で与えられた職務は同社のニューヨークに証券子会社（現地法人）の設立準備及びその背後にあるアメリカの経済・金融環境について調査することであり、設立後は同子会社において実際の証券会社の業務に従事するというものである。

(2) 事務的に必要な事項の遂行

設立に係る法制度の問題とは別に、各種の事務的に必要な事項を推進することが求められる。私はこの証券子会社の設立準備のため、1987年から1992年にかけてニューヨークに駐在することになったが、米国で働くためには労働許可・就労ビザの取得が先ず必要となる。次に当然のことながら、オフィスの場所をどこにするとかいう問題があった。すなわち事務所の候補地の選定である。

順次説明していこう。

(3) 就労ビザの取得

ア. 就労ビザの審査基準

就労ビザの審査基準として重要視されるのは、その仕事にはなぜ日本人の役職者が必要なのかということである。言い換えれば、その仕事は、なぜ米国人で代替できないかという点であ

る。

就労ビザには、① B1ビザ、② H1ビザ、③ L1ビザ、④ E1ビザの4種類がある。

イ. B1ビザ

会議、見本市、研修への参加、市場調査などの短期滞在の場合で、給与が日本の雇い主から支払われる場合、B1ビザが有効である。出張期間中の私のビザもB1ビザであった。B1ビザは発行の日から5年間有効である。

アメリカ滞在中の給与が米国子会社、支店等によって支払われる場合には、滞在期間の長短に拘らず「E」、「L」または「H」のいずれかのビザを取得しなければならない。

ウ. H1ビザ

ぬきんでた能力を有する学者、技術者（寿司職人等も含む）、芸術家、芸能人等に与えられるビザである。新しく会社・駐在員事務所を設立する会社の社員は、E1ビザもL1ビザも対象外となるため、私の場合はH1ビザを請求するしか方法がなかった。

ビザ弁護士を使って、これまでの学歴・職歴で特殊技能を持っている旨の嘆願書を移民局に提出する。承認されれば、家族にはH2ビザが支給される。H1ビザの有効期限は3年。更新2年、計5年の滞在が可能である。

エ. L1ビザ

日本企業のアメリカの合弁会社（日米の会社が共同出資して設立・運営する会社。ジョイントベンチャーともいう）へ派遣される社員が対象である。

E1ビザの受給資格なしとされる者が取得を検討すべきビザである。管理職または特殊技能者が原則だが、E1ビザ受給資格のある会社でも、年齢の関係でE1ビザの受給が無理な若手社員を派遣するのに利用される。更新2年、計5年の滞在が可能である。

L1ビザは3年間有効で、家族にはL2ビザが支給される。

オ. E1ビザ

アメリカと日本の間の商取引に従事するものに与えられる。その条件としては、以下がある。

- ① 派遣先の企業が日本国籍であること。
- ② アメリカとの取引が相当量あること。
- ③ 取引の半分以上が日米間で行われること。
- ④ ビザ申請者が管理職として雇用されること（管理職に固有のビザ）。

E1ビザは発給の日から5年間有効で、何回でも更新できる。家族にはE2ビザが支給される。

カ. H1 ビザ秘話

確かに経済学は社会科学であるが、「経済学はサイエンス」という表現を、初めて米国のビザ弁護士から聞いたときは新鮮な感覚を覚えた。彼の論理は、私は大学の経済学部を卒業しており、経済学はサイエンスであるので、H-1 ビザの基準の1つを満たしているというものであった。

たまたま知り合いの日本人で外国語大学の英米語学科の卒業者がいた。彼は H1 ビザを申請中であったが、H1 の基準を満たしていないのではないかと議論があった。

その理由は、英語はアメリカ人なら誰でも話すので、その仕事はアメリカ人でよいのではないかということであった。それを聞いた彼は、これまでの職歴をより詳細に申告し審査に合格し、無事 H1 ビザを取得することができた。

(4) 住まいをどこにするか？

ニューヨークのマンハッタンのアパートは単身赴任向きに設計されており、住居面積が狭い。家族で赴任する場合は、以下の3地区が代表的であるとの情報を得た。

- ① ニューヨーク州の北ウエストチェスター地区
- ② ニューヨーク州のロングアイランド地区
- ③ ニュージャージー州のフォートリー地区

私は、この中からロングアイランド地区のポートワシントン (Port Washington) という街を選んだ。通勤時間は、鉄道と地下鉄で1時間15分くらいで、家族も安心して暮らせる安全な街であった。

3. 資格試験の合格が必須

全米証券業者協会 (National Association of Securities Dealers) の資格試験4種類の取得が現地法人設立後の会社経営のための必須条件である。

- ① Registered representative (証券外務員資格)
- ② Registered Principal (証券会社経営者資格)
- ③ Registered Financial Principal (証券会社財務責任者資格)
- ④ Blue Sky Laws (ニューヨーク州の証券法資格試験)

「はじめに」での記述と一部重なるが、ここでは、それぞれの資格について特徴的な事項を述べておく。

(1) Registered Representative (証券外務員資格)

- ① 証券外務員として必要な諸知識の習得を試すもの。
- ② 株式、社債、投資信託の計算問題。
- ③ 信用取引 (margin)、オプション等の計算問題。
- ④ 証券法制、規制等の理解。
- ⑤ 証券分析 (バランスシート・損益計算書の見方)。
- ⑥ 証券取引所、証券業協会の役割・機能。
- ⑦ 経済・金融分析。

(2) Registered Principal (証券会社経営者資格)

- ① 証券2法及びその下での各種規則の理解を試すもの。
- ② 1933年証券法 (Securities Act of 1933)
証券発行者の情報開示義務を主として規定する。
- ③ 1934年証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934)
証券業者の義務を規定し、証券発行者の継続開示義務を規定している。
- ④ 1933年証券法、1934年証券取引所法の下で、監督官庁が定めた規則・レギュレーションの内容の理解。

(3) Registered Financial Principal (証券会社財務責任者資格)

- ① 証券会社の Net Capital Requirement (1934年証券取引所法に規定される、証券会社版・自己資本比率規制) の理解を試すもの。
- ② 証券会社のデイリー・バランスシートの作成。
- ③ 証券の流動性とヘアカット (現在価値の計算ルール) 等。

(4) Blue Sky Laws (ニューヨーク州の証券法資格試験)

- ① 米国では連邦法と州法が併存しており、本試験は、ニューヨーク州証券法に関する問題が出題される。
- ② 連邦法は Registered Principal の試験にて、1933年証券法・1934年証券取引所法及びその下の規則・レギュレーションの理解を確認するものであるが、本試験は、ニューヨーク州証券法の内容の理解を確認するものである。

4. 現地法人の設立—候補地の選定

(1) 検討のポイント

事務的事項であるが、経営にも関わる大きな問題なので1項目を設ける。検討するポイントは、現地法人の営業基盤と事務所に支払う家賃の関係である。

検討のポイントは比較的家賃の高いミッドタウンか、比較的家賃の低いダウントウンのどちらを選択するかという問題である。

(2) ダウントウンを選択

先に述べたように、ニューヨークは金融激戦区であり、大手証券会社各社ともニューヨーク現地法人単独での黒字の確保は難しい様子であった。また、大手証券各社の事務所は例外なく、ダウントウンにあった。

後発の証券会社は、なおさら収益の確保は困難であることから、結論として、事務所はダウントウンで探すことになった。

(3) ウォール街の物件を選択

不動産業者の案内で、ダウントウンの主要なビルを見学して回った。世界貿易センタービル（2011.9.11のアメリカ同時多発テロで崩壊）等、1970年代に建てられたビルは、アスベストに汚染されており、事務所の新設工事の際に、健康被害の補償を要求されるこのことで、候補物件からは除外した。また、当時、最新の大型ビルである World Financial Center はアスベストの問題はなかったが、1つのフロア面積が大きすぎて当社のニーズに合わなかった。その他、ウォール街の様々なビルを見学して回った。

結局、金融街（Wall Street Area）の「ニューヨーク証券取引所」の隣のビル（30 Broad Street）の42階に決定した。1930年代の古いビルであるがなかなかの好物件であった。

5. 滞在期間中の経済・金融情勢

私は、1987年から1992年までニューヨークに滞在したが、滞在した約5年間を中心に、その前後の期間も含めて米国の経済金融情勢の概略を見ておきたい。

(1) 1950年代・60年代—黄金期

1950年代・60年代の20年間は、米国経済は黄金期であったといわれる。経済成長率は4%

台、失業率も平均4%台後半で、不況期のそれを除くと当時完全雇用と見なされた4%を下回っていた。消費者物価上昇率も、1960年代の平均が2%台前半でインフレ率も安定した推移を示した。経常収支も黒字を続け、財政赤字もGDPの1%未満で、経済のファンダメンタルズは極めて良好であった。

(2) 1970年代・80年代—停滞期

経済成長率が1960年代の4.6%から70年代には3.2%、80年代には2.7%へと低下した。消費者物価上昇率は、1960年代の2.4%から70年代には7.4%、80年代には5.5%で推移した。1973年の第1次石油危機後は、多くの先進国で消費者物価が急上昇したが、省エネ設備の導入等により1970年代末には、日本・ドイツの消費者物価上昇率は3%台に低下したが、米国では6~7%のインフレ体質が定着した。

インフレ体質の定着が原因となって、米国の貿易収支、経常収支が赤字化し、ドルの信認が揺らぎ、ドルが円・マルクに対して大きく切り下げられた。その結果、第2次大戦後世界最大の純債権国であったアメリカは、1980年代半ばから純債務国に転落した。

(3) ボルカー議長の金融政策

ポール・ボルカー連邦準備制度理事会議長(1979年8月~1987年8月)は、1970年代の米国におけるスタグフレーションを終わらせた業績で広く知られる。連邦準備制度理事会の議長に就任した1979年8月より「新金融調節方式」と呼ばれる金融引き締め政策を断行した。

マネーサプライを圧縮するために高金利を放置する政策によって、1979年10月にはニューヨーク株式市場は短期間のうちに10%を超える急落を見せ、1979年に平均11.2%だったフェデラル・ファンド金利(政策金利)はボルカーによって引き上げられて1981年には20%に達した、市中銀行のプライムレートも同年21.5%へと上昇した。その結果GDPはマイナス成長へと急激に悪化し、産業稼働率も急低下、一方で失業率は急上昇し、人々の非難はFRBに集中した。

しかし、3年間の金融引き締め政策で1981年に13.5%に達していたインフレ率は、1983年には3.2%まで急低下した。これによってアメリカ経済は活気を取り戻し、GDP・産業稼働率は回復し、失業率は低下した。

(4) グリーンスパン議長の金融政策・調節

アラノ・グリーンスパン連邦準備制度理事会(FRB)議長(1987年8月~2006年2月)は、就任して2ヶ月後の1987年10月に、ブラックマンデーに直面した。1987年5月から、証券会社の現地法人設立準備のためニューヨーク滞在中の私が出会った、最初の大きな出来事がこの

ブラックマンデー（NY 株式市場の大暴落）であった。

グリーンズパン議長の対応は、適切かつ迅速であった。1日でダウ工業株平均が約20%下落した翌朝、FRBは「流動性を提供する準備が出来ている」という短い声明を発表した。株式相場は約4%反発し、彼の金融調節は市場の崩壊を防ぐために効果を発揮した。この結果、金融市場のグリーンズパン議長に対する信認は高まった。

FRBはグリーンズパン議長の下で、金利、マネーサプライの他、インフレ、成長率等、その他の経済指標も見る折衷方式を採用した。その結果、インフレ率は低下し、経済の長期拡大が維持され、FRBへの信認は高まった。

しかし、後任のバーナンキ議長の就任（2006年）後にリーマンショック（2008年）が発生し、FRBの低金利政策（2004年までFF金利1%）が住宅価格を上昇させ、バブルの様相を発生させたのはグリーンズパン議長の責任であるとの追及がなされた。

（5）1980年代の国際金融危機

米国の金融機関は、1980年代に数々の危機的状況に見舞われた。ボルカー議長の金融政策は、インフレ退治には成果を上げたが、政策金利の急上昇によって金融機関経営に及ぼした弊害も大きかった。国外においては、中南米向け融資の焦げ付きが挙げられる。1970年代以降、米国のマネーセンターバンクは、中南米の発展途上国に対する融資（シンジケートローン）を積極的に進めた。シンジケートローンは、ロンドンを拠点に融資されるものが中心であったが、使用される通貨は米ドル建てが中心で、基準金利であるドル・LIBORは当然ながらアメリカの金融政策の影響を受ける。借入国が支払う金利は、ドル・LIBORに銀行の利ザヤを加えたものなので、結果として借入金利が20%前後になる状況が発生した。これが中南米の発展途上国の融資返済をより困難なものにした。

国家相手の与信は、安全であり、その融資額の大きさから妙味のあるビジネスと考えられていた。地勢的にアメリカに近い中南米諸国への貢献という側面からも、これらの業務は積極的に進められるべき環境が整っていた。

しかし1982年8月に、メキシコの対外債務返済がデフォルトに陥ったことにより状況は一変した。これ以降、中南米債務国は次々に債務の繰り延べや返済方法の変更を要求するようになり、妙味のある融資案件が、一転して不良債権化した。米国のマネーセンターバンクは、多額の貸し倒れ引当金を計上することにより事態の一応の収束を図らざるを得なくなり、その財務状況を急速に悪化させた。

1984年5月には、全米大手第8位のコンチネンタル・イリノイ銀行が破綻するという事態が起こった。同行の破綻原因としては、この中南米向け融資の焦げ付きと石油開発関連融資の不良債権化が挙げられる。

(6) 貯蓄貸付組合 (S&L) の経営危機

ボルカー議長の金融政策は、米国内においては S&L の経営危機発生の発端ともなった。

ア. 第1次 S&L 経営危機

1980年代に入って、第1次貯蓄貸付組合 (S&L) 危機が発生した。長期の住宅ローンを主な業務とする貯蓄貸付組合 (S&L) は、その資金調達を短期の個人預金に依存していた。

1971年に投資信託会社が創設した MMMF (市場金利の証券を組み込んだ小口投資信託) が、銀行預金より高利率の資産運用方法として市場に浸透したため、銀行預金 (S&L も預金受け入れを認められた銀行) からの大規模な預金流出 (ディスインターメディアーション) が発生した。

また1980年、預金金利の上限規制撤廃により FRB の政策金利の上昇を受けて短期金利が上昇したため、貯蓄貸付組合 (S&L) が貸し出す住宅ローンの金利より、調達する個人預金の金利が大きくなるという逆ザヤ現象が発生した。大規模な預金流出 (ディスインターメディアーション) と調達金利の急上昇から、貯蓄貸付組合 (S&L) の財務状況は急速に悪化し、債務超過となっていった。

イ. 第2次 S&L 経営危機

状況の打開のため、金融自由化の中で S&L の業務分野規制が緩和され、S&L は、より有利な資金運用方法を求めることになった。結果として、S&L は高利率ではあるが極めてリスクの高い投資を活発化させた。しかし、彼等のリスク管理能力は極めて乏しかった上、金融機関自体の体力も脆弱であった。

1980年に預金保険の限度額が10万ドルに引き上げられていたことから、個人預金のほとんどが政府によって元本保証されていると考えた。これが、モラル・ハザードである。ジャンク・ボンドの購入など常軌を逸した投資が行われた。こうして貯蓄貸付組合 (S&L) は、さらに不良資産を増加させ、1986年からは破綻が急増した。

これが、第2次 S&L 危機である。結局、この規制緩和を中心とした打開策は失敗に終わり、その収束のため、1,500億ドルもの公的資金の導入が行われた。

ジャンク・ボンドとは、債券等の格付機関によって格付けされる債券の信用度において、BB格 (Ba格) 相当以下に格付けされ、紙くず債といわれる。信用力は低く、投資適格債券に比べ、元本や利息の支払いが滞ったり、支払われなくなる可能性が高い。1933年銀行法 (Bank Act of 1933) は、銀行にジャンク・ボンド等の投資適格未満の債券の購入を禁じている。アメリカでは銀行の形態別に法・監督官庁が異なっており、ジャンク・ボンドの帝王と呼ばれたマイク・ミルケンが、法規制のない S&L へのジャンク・ボンドの大量販売を企画・実行した。彼のその行為の犯罪性により彼は逮捕され、彼の勤務していた投資銀行ドレクセル・バーナム・ランベールは解散を命じられた。

（7）規制緩和から規制強化へ

ア．米議会の決断

S&L 等、銀行の破綻には巨額の税がこれに充てられた。この経験により、1991 年米国議会は、金融機関の規制強化と低コストでの破綻処理を模索することとなった。国家的規模の財政的損失を繰り返さないためにはどうしたらよいかを考えた結果、以下の結論に至った。

- ① 金融機関自身の体力強化を図る。
- ② 破綻が見込まれる金融機関については、その影響とコストが小さいと考えられるうちに破産・合併等の整理を行う。

イ．早期是正措置の導入と規制・監督の効果

この 2 点を目的とした各種の規制を実現するために銀行監督官庁に与えられた権限が、早期是正措置（prompt corrective action）と呼ばれるものである。これを法的に根拠付けているのは、1991 年連邦預金保険公社改善法に基づいて設定された連邦預金保険法第 38 及び第 39 条である。

ウ．連邦預金保険公社改善法

連邦預金保険公社改善法（Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991, FDICIA, 12U. S. C. 1831）は、連邦預金保険公社（FDIC）の権限を増大させた。FDICIA は、経営不振に陥った金融機関を最少のコストで清算することを義務づけ、早期是正措置（prompt corrective action）の導入を決め、銀行格付に応じた可変的預金保険料率の導入を決定した。

エ．第 38 条

第 38 条は、金融機関に対して、その自己資本比率によって 5 つのランク付けを行う。上位のものには業務拡大等を比較的緩やかに認める。

下位のものには財務状況改善計画の提出を義務付け、場合によっては合併・買収を斡旋し、業務停止命令を執行する。

オ．第 39 条

第 39 条は、金融機関の安全性と健全性を表す指標等に着目するものである。1980 年代初頭から、米国議会や銀行監督官庁は、数々の銀行破綻等の事例を目の当たりにしたことから、国際金融市場における自国の金融機関の体力強化について検討を行ってきた。

銀行の体力を測る上で最も指標となりやすいのが自己資本比率であり、議会は金融機関に対して自己資本比率に関する規制の導入を検討し、結果として、BIS の自己資本比率規制として実現した。

(8) アメリカの金融制度の変遷

私が着任した頃のアメリカでは、銀行・S&Lの破綻が続き、その理由が議会で議論されていた。同時に多くの金融制度改革法案が検討されていたが、その頃に聞こえてきた話が、日本の銀行の経営はなぜよいのか、アメリカの銀行はなぜ駄目になったのかという議論であった。米議会が至った結論は、米銀の自己資本比率の長期に亘る低下が、銀行が外生的な危機に対抗する力を失わせたとの認識であった。すなわち、自己資本は嵐に対する防波堤の役割があると認識された。

しかし、1990年代になると様相は一変する。日本ではバブルが崩壊し、不良債権問題が長きに亘り日本経済と銀行経営を苦しめることになる。一方、アメリカは1990年代に入り経済は10年余に亘る長期回復過程に入り、それに伴い米銀は復活を遂げる。

当時はその前夜であった。上程された金融制度改革法案によれば、事業会社が銀行に出資することも可能にする法案が真面目に議論されていた。これは、未だ現存していたグラスステイーガル法や、銀行持株会社法の改定を必要とするものであった。この話は、次稿で詳しく取り上げるのでここでは1987年当時の金融制度についてまとめておきたい。

ア. 銀行持株会社法

銀行持株会社法 (Bank Holding Companies Act) は、銀行を支配 (control) する会社、すなわち銀行持株会社 (Bank Holding Company) を規制・監督するために制定された。銀行を支配する銀行持株会社やその子会社が、証券会社など非銀行業務に従事する会社を支配することを原則、禁止、又は制限することを目的とするものであった。

イ. 銀行持株会社法と支配の概念

銀行持株会社 (BHC) とは、子会社として1行以上の銀行を傘下に支配する親会社のことである。銀行持株会社法によると、ある会社 (A) が他の会社 (B) を支配 (control) しているのは、

- ① A が直接的にまたは、間接的に B の議決権付き株式を 25% 以上取得した場合
 - ② A が B の役員 of 過半数を選出できる場合
 - ③ 連邦準備制度理事会 (FRB) が調査した結果、A が B を支配している認定した場合
- である。

ウ. 子会社の業務のレギュレーション Y による承認

銀行持株会社法は、銀行持株会社 (BHC) が事業会社を傘下に保有することを原則禁止している。例外的に「銀行業務に密接に関連し、付随して発生しうる業務」を行う会社の保有だけを容認する。

銀行持株会社法の下で定められたレギュレーション Y には、この基準すなわち「銀行業務に

密接に関連し、付随して発生しうる業務」に合致し、銀行持株会社及び子会社が従事してよい業務が列記されている。このリストを連邦準備制度理事会（FRB）によって「白」であると判断された、すなわち洗濯された業務のリストという意味で laundry list と呼んでいる（12 C. F. R. 225. 25 List of permissible nonbanking activities に規定されている）。レギュレーション Y が認めている主な非銀行の業務は、下記の通りである。

- ① ファクタリング会社
- ② リース会社
- ③ クレジットカード会社
- ④ データ処理サービス会社
- ⑤ 限定条件付証券会社
- ⑥ 投資顧問会社

エ. FRB の権限による証券業務の承認

レギュレーション Y に規定された以外の業務については、各銀行持株会社が連邦準備制度理事会（FRB）に申請を提出し、連邦準備制度理事会（FRB）がこれに対して個別に審査し承認を与える。連邦準備制度理事会（FRB）は、グラス・スティーガル法の精神を尊重するとともに、申請された業務が顧客の利便性を増加させ競争を促進し、効率性を高め公共の利益に資するかどうかの観点から審査を行う。

これにより、米銀行持株会社の証券子会社に対しては米投資銀行が出来る証券業務が実質的に認められ、銀行による証券業務は実質的には解禁されていたともいえる。

オ. グラススティーガル法は形骸化

米国では、1980年代・1990年代を通して、金融分野の規制緩和が行政サイドから進められ、米国の銀行と証券の垣根を規定したグラス・スティーガル法は、事実上その存在意義を失いつつあった。それは、連邦準備制度理事会（FRB）が銀行持株会社の証券子会社（20条子会社）が行いうる証券業務についての Order を発行し個別に承認してきたためである。20条子会社の行いうる証券業務の範囲が投資銀行の行いうる証券業務の範囲と遜色のないものとなった。

したがって、グラス・スティーガル法の撤廃をテーマとして金融制度改革は事実上行政（FRB）によって成し遂げられたと言っても過言ではない。

この行政サイドからの規制緩和は、その審議過程や反対意見の開示等により、いかに透明度の高いものであっても、FRBによる裁量行政であり、度重なる廃案にも拘わらず、金融制度改革を、裁量の無い法体系として完成させたいという米国議会の強い意志があった。

その結果、1999年にはグラム・リーチ・ブライリー法が成立し、グラス・スティーガル法の4つの条文のうち2つ条文の撤廃を含む金融制度改革法が施行された。

むすび

結局、当該証券会社はニューヨーク現地法人の設立を断念せざるを得なくなった。日米の金融法制の違いによるというのがその理由であるが、1990年以降の日本におけるバブルの崩壊も同社が経営判断を早めた一因と考えられる。

いずれにせよ、私は1987年に同社のニューヨーク駐在員事務所を開設し、そして、1992年にそれを閉鎖するという皮肉な任務を得たということになる。何かむなしい状況に置かれたと思われるかも知れないが、銀行業務を離れて証券業務という新しい分野で幅広い体験的学習の機会を得ることが出来た訳で、調査業務に携わる者としては、こんなに恵まれた環境は他にはなかったかも知れないと感謝している。現地での業務の関わりで、米国の1933年銀行法、1956年銀行持株会社法、1933年証券法、1934年証券取引所法等を学ぶことが出来たのもこの勤務のおかげである。加えて、学究肌の上司の励ましがあつたことも大きな支えとなった。

以上、アメリカで働くために必要な労働許可・就労ビザの取得に始まる事務的事項・業務の遂行上必要な事柄、ニューヨークで証券業に従事するための資格試験、オフィスの場所の選定等、現地での駐在員としての様々な体験・心得等について記述した。併せて、その背後にある、当時のアメリカの経済・金融環境・金融制度の変遷等についても、その概略をまとめた。

実際の講義では、これらに加えて現地での人の雇用・リストラ等に関する問題も必ず取り上げることにしている。何故ならば、これらのことが実は海外勤務者にとって極めて重要な事柄であるからである。たとえリストラが会社の方針に沿ったものであつても、裁判は発生しうる。その場合、当該リストラは会社全体の問題であり、後任者が係争中の案件を引き継ぐことになる。すなわち、前任者はその責任を何とか回避することが可能である。

しかし、海外勤務者の個人的な判断によるリストラは、非常に危険である。日本人の不得手な裁判で苦しまないためにも、無事に日本に帰国し新任務に着任するためにも、海外勤務者は、現地での無理なリストラをしないことを心掛けるべきであろう。また、そのためには常日頃十分に時間をかけて職場の仲間・部下とのコミュニケーションに努めることが大切である。

今後も、実務体験を反映させた現実感のある授業展開に努めていきたいと考えている。

参考文献

- The Department of the Treasury, Modernizing the Financial System-Recommendations for safer, more competitive banks, February 1991
- House of Representatives, Compilation of Securities Laws, 1997
- Securities Training corporation, General Securities Registered Representative, series7 Lessons, 1988
- Securities Training corporation, Registered Principal, series 24, Lessons, 1989
- Securities Training corporation, Registered Financial Principal, series 27, Lessons, 1989

Securities Training corporation, Blue sky Laws, series 63, Lessons 1989

United States Code, 1988 Edition, Title 12 Banks and Banking

伊藤廸子 『アメリカ駐在員のための法律知識』 有斐閣 1984

藤井正志 『金融業の情報開示と検査・監督』 東洋経済新報社 1998

丸茂明則 『アメリカ経済の光と影』 朝日新聞社 2006