

歴史の教訓——グラス・ステイガー法——

奥村 宏

1 オバマ大統領の演説

二〇一〇年一月二日、アメリカのオバマ大統領は銀行の証券業務を規制する方針を発表し、ウォール街はもちろん、世界中の金融市場に大きな衝撃を与えた。

演説では「銀行が、顧客に奉仕するという中心業務からあまりにはずれていてはならない」とし、銀行がリスクの高い投資に傾斜するのではなく、個人や企業に資金を貸し出すという本来の業務に戻る必要性を強調した。そして具体的に

- ① 銀行、または銀行を傘下に持つ金融機関によるヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンド（PEF）への投資、保有、出資を禁止する。
- ② 顧客へのサービスとは無関係に自らの利益のためだけに行なう自己勘定取引を禁止する。
- ③ 投資銀行を含む金融機関に対して、これまで預金高のシェア上限を一〇%としていたが、それを負債にも適用して、金融機関の寡占を規制する、という内容である。

オバマ大統領はこのような方針を「ボルカー・ルール」だと言っているが、グリーンズパンの前のアメリカ連邦準備制度理事会（FRB）議長で、オバマ政権のもとでアメリカ経済回復顧問委員長に就任しているポール・ボルカー氏の発案によるものであることを明らかにしている。

このオバマ大統領の演説を受けて、アメリカ上院銀行委員会のクリストファー・ドッド委員長（民主党）は三月一日、金融規制改革に関する法案を発表したが、そこでは資産規模五〇〇億ドル以上の金融機関についてはFRB（アメリカ連邦準備制度理事会）が一元的に監督するとともに、銀行業務と証券業務の垣根についてはオバマ演説にあった「ボルカー・ルール」を適用するという内容になっている。

オバマ大統領は先の演説に先立って二〇一〇年一月四日の演説で、金融機関の役員や従業員の高報酬を激しく批判し、大手金融機関約五〇社から今後一〇年間で少なくとも九〇〇億ドルの「金融危機責任料」を回収するという方針を明らかにしている。

さらに二〇〇九年六月一七日の演説でも、先物取引と証券規制の調和、投資顧問と証券業者の規制について触れており、金融機関に対する規制を強化するという方針は一貫しているように思われる。

これはもちろん二〇〇七年から始まったサブプライム危機、そして二〇〇八年九月のリーマン・ブラザーズの倒産による金融危機に対処して前ブッシュ政権の時代から巨額の公的資金、すなわち国民の税金（タックス・ペイヤーズ・マネー）を投下して金融機関を救済したことがアメリカ国民の反発を招いており、その世論に答えようとしたことが背景にあると考えられる。

アメリカの低所得者層向け住宅金融、サブプライム・ローンの破綻から発した金融危機は世界中に波及して、一九二九年の世界大恐慌以来、あるいは「二〇〇年に一度の危機」といわれるような状況に陥ったが、そうであれば当然のことながら金融機関に対してきびしい規制をすべきだという声が出てくる。

これまでアメリカでは一九八〇年代から規制緩和（デレギュレーション）が政府の方針とされ、金融市場についても次々と規制が緩和されてきたが、いまオバマ政権のもとで大きく方向が変わろうとしている。

アメリカだけでなく、ヨーロッパでもこのような方向に向かっており、二〇一〇年一月スイスのダボスで開かれた世界経済フォーラム（ダボス会議）でも金融機関に対する規制を強化するという方針が話し合われた。

一方、ボルカー経済回復顧問委員長は二〇一〇年二月二日のアメリカ上院銀行委員会での公聴会に出席して、金融機関への規制について「強力な国際合意が適切だ」と発言した。

またワナー上院議員が「ボルカー・ルールが適用されると、モルガン・スタンレーとゴールドマン・サックスにはどんな影響があるのか」という質問をしたのに対し「二行が」自己勘定取引に重点を置くなら、銀行の免許を返上しないといけない。銀行でありつづけるなら、ルールの範囲内で行動しなければならない」とボルカー氏は答え、二者択一を求める考えをはっきり示した。⁽¹⁾

このように、いまアメリカでは金融機関に対する規制を強化して、銀行と証券業を分離する方向に進んでいる。そこで、これはグラス・ステイガル法（一九三三年銀行法）の再現ではないか、という声が上がっているのである。ボルカー・ルールで示された方針は銀行と証券業を完全に分離するものではないが、しかし銀行の証券業務を規制するという方向では同じである。

では、グラス・ステイガル法とは何であったのか。それはどのような歴史の意味をもっているのか…。

2 ペコラ委員会の調査

一九二九年一月、ニューヨーク株式の暴落から始まった世界大恐慌で銀行の倒産、取り付けが大きな社会問題になった。そこでフーバー大統領は一九三一年七月をはじめ、その後数度にわたって、ニューヨーク証券取引所の理事たちに対して、もしも取引所の理事たちが「投機的な利益を求める証券価格の人為的な引下げから、投

資家を保護する適切な措置」を論じないならば、議会に調査を要請するであろうし、もし必要ならば、証券取引所を連邦政府の規制下におく法案を提出するだろうと警告した。

このフーバー大統領の要請に対してニューヨーク証券取引所のリチャード・ホイットニー理事長をはじめ首脳陣はなんら行動を起こそうとはしなかった。

そこで上院の銀行・通貨委員会がフーバー大統領の要請に答えて調査を開始することになったが、そこで主として問題になったのはニューヨーク証券取引所における空売りについてであった。

一九三二年四月二五日、上院の銀行・通貨委員会は三人の共和党議員と二人の民主党議員から構成された特別小委員会を設置したが、翌一九三三年一月、フェルディナンド・ペコラがこの小委員会の調査官に任命された。

ペコラはイタリアのシシリー島で生まれ、五歳の時にアメリカに渡った。彼は牧師になる積りだったが、経済上の都合でニューヨークで法律事務所の下級事務員として働き、のちに弁護士資格を取った。そして弁護士としてウォール街の事情に通じているところから上院の小委員会の調査官に指名されたのである。

一九三三年、フーバーに代ってアメリカ大統領になったフランクリン・ルーズベルトもこの調査に賛成し、小委員会はペコラ委員会という名称で知られるようになったが、一九三三年二月、インサルに関する調査を行なったのははじめ、ナシヨナル・シテイ、モルガン商会、クーン・レープ、デイロン・リード、チェースなどについて次々と調査し、参考人としてそれらの経営者たちを喚問して、きびしく追求した。⁽²⁾

このペコラ委員会の調査によって金融機関の経営者たちの悪業が次々と明らかになったが、そのペコラ委員会の調査の様相が当時のアメリカの新聞に大きく報道された。

ペコラ委員会の調査は一九三三年から三四年まで続けられたが、例えばJ・P・モルガンに対してペコラは一

九三〇年から三二年までアメリカで所得税を全く納めていなかったことを本人に告白させた。また「モルガン家の順位表」に基づいて、有力政治家たちに株式を時価より安く売り渡していたことなども明らかにされた。⁽³⁾

このようなペコラ委員会の調査に基づいて、グラス・ステイーガル法が議会で成立することになるのだが、これについて現在のアメリカ議会の調査と関連させてポール・クルーグマン（プリンストン大学教授）は次のように書いている。

「米議会の金融危機調査委員会が証人喚問を始めた。この委員会は大恐慌後の一九三〇年代、金融機関の取引実態などを調べ、大恐慌の再発防止策をつくった「ペコラ委員会」の現代版を目指すものだ。

最初の公聴会で、委員会は大手金融機関のボス四人を厳しく尋問した。われわれは何を学ぶことができたのだろうか？

もし、ドラマ『弁護士ペリー・メイソン』のような瞬間、つまり、証人が『そうです！ 認めます！ 私がやったのです！ 私は喜んで認めます！』と口を滑らす場面を期待していたならば、今回の公聴会は期待外れなものだった。代わりに見たのは、証人らがこう口にした場面だった。『そうです！ 認めます！ 何なのかは分かりません！』

金融機関のボス連中の証言で明確になったのは、今でもなお、彼らがこの金融・経済危機の本質や広がり把握できていないという驚くべき事実である。これは重要なことだ。連邦議会やオバマ政権が金融システムを改革しようとするのなら、ウォール街の賢者だと思われる人々からの助言など無視すべきだということだ。連中は提供すべき英知など全く持ち合わせていないのだ。⁽⁴⁾

現在のアメリカ議会の調査がどのようなものになっていくのか。今後の動向を見守る以外にはないが、これま

でのところではクルーグマンが指摘するように目新しいものは出てきていない。八〇年前のペコラ委員会の調査に比べて貧弱であるばかりか、当事者たちがなぜ金融危機が発生したのか、ということについて認識していないように思われる。

クルーグマンは先の文章で次のようにいう。

「ペコラ委員会が開かれ、連邦議会が重要な金融制度改革を成立させた後、米国は半世紀にわたり大規模な金融危機を回避できていたのだ。米国の金融システムが危険なほどに不安定な状態に戻ってしまったのは、われわれが当時の教訓を忘れて実効的な規制を撤廃した後のことだ」。

その意味でもわれわれはペコラ委員会の歴史の教訓に学ぶことが必要である。

3 グラス・ステイガル法

ペコラ委員会の調査に基づいて一九三三年、グラス・ステイガル法が成立したのであるが、これについてV・P・カロツソは次のように書いている。

「アメリカの金融はペコラ調査の結果に触発されてニューディール最初の一〇〇日間に新しい時代に入った。これほど重要な立法が、これほど短期間に制定された例はアメリカ史上かつてなかった。第七三議会で可決された銀行および証券法令はニューディールにおけるもつとも建設的、かつ恒久的な業績の中に入るものである。とはいえ、それは『資本家側の敗北』ないし自由企業体制に対する打撃となったわけではない。反対に、若干の改革を伴いはしたが、既存の金融制度そのものを救済し、修復するものであった」⁽⁵⁾。

グラス・ステイガル法は上院議員カーター・グラスと下院議員ヘンリー・ステイガルが起草してきたも

ので、正式には「一九三三年銀行法」といわれるものであるが、この法律によって商業銀行は政府債などを例外として、自己勘定での証券の売買および引受け、自己勘定での株式所有が禁止された。また、証券業務を営む関係会社と子会社の設立も禁止され、証券業務を営む会社の役員を兼任することも禁止された。

他方、証券業務を営む会社は預金を受け入れることを禁止され、これで銀行と証券業は完全に分離されたが、この法律の狙いは銀行経営の健全性の確保、利益相反の回避、経済力の集中を排除することにあつたとされた。

このグラス・ステイガル法の成立により一九三四年六月一六日までに投資銀行業務と商業銀行業務を兼営していたものは、そのいずれかを捨てなければならなくなった。

そこで個人銀行の三分の二は投資銀行業務にとどまることになったが、J・P・モルガン商会やブラウン・ブラザーズ・ハリマン商会などは証券業務を分離して商業銀行に専念することになった。

この銀行と証券の分離はペコラ委員会の勧告に基づくものであつたが、当然のことながら金融界はこれに反対した。アメリカ銀行協会の会長フランシス・H・ミッソンは「アメリカの銀行が必要としていることは、銀行の抑制や規制のために、より多くの法令を作ることよりも、銀行を国家的統制や監督のもとに置こうとする特別法を廃棄することである」と主張した。⁽⁶⁾

ところが驚いたことにチェース銀行頭取のウインスロップ・アルドリッチは商業銀行から投資銀行業務を分離すべきだと主張した。もちろん、これはウォール街では少数意見であつたが、それはモルガン財閥に対するロッキンジャー財閥の攻撃だと解釈された。というのもチェース銀行はスタンダード・オイルなどロッキンジャー系企業とのつながりが深かつたからである。

それにしても現在のアメリカでは大銀行の経営者からこのような意見が出てくることは考えられない。オールド

リッチの真意がどこにあったにせよ、このような少数意見を吐く余地が当時はまだあったということも歴史の教訓として忘れてはならないことである。

では、このグラス・ステイガル法をどう評価すべきであろうか？

カロツンはこれについて次のようにいう。

「アメリカの金融制度と証券市場から不正と悪弊をなくして一般の信頼を回復し、かつその信頼を広めようという当局の意図は、ほとんどの有権者と国内の有力な預金銀行・投資銀行の多くの賛同を獲得した。大きく意見が衝突し、論争が起こされたのはこの目標についてではなく、そのための手段に関してであった。しかしこの争いは、ワシントン行政当局とウォール街との間の対話が漸次効果をあらわして、妥協が成立した。

こうした努力の結果、投資銀行の機能の實質を根本的に変えることなく、証券業に対する社会的規制を具体化する一連の法律が起草された。一部の金融業者には異議があるとしても、当時の状況と一般大衆の間の批判的雰囲気を考えてみれば、ニューデイルの一連の証券関係法に広汎な改革要求に対する保守的な回答であったといえよう⁽⁷⁾」。

それは金融業界に打撃を与えたようにみえたが、それまで五年間にわたってアメリカの投資銀行は株価暴落によって大打撃を受け、業務は空白状態に陥っていたが、グラス・ステイガル法や証券取引法、修正証券法が成立して一九三四年夏から発効したことによって「初めて真の回復の兆しを見いだした⁽⁸⁾」とカロツンは指摘している。

それはアメリカの商業銀行、そして投資銀行に大打撃を与えたようにみられているが、逆にそれが回復のチャンスになったのだというのである。

今回のオバマ演説にあるような金融業に対する規制が実現したとして、果してグラス・ステイーガル法と同じような役割を果すことになるのだろうか。それは歴史の判断を待つ以外にはない。

4 投資銀行の没落と再生

グラス・ステイーガル法がアメリカの議会で可決、成立したあと投資銀行はどのようになったのだろうか。個人銀行であったJ・P・モルガン商会は商業銀行に転換し、そして証券業務は新しく設立したモルガン・スタンレーがこれを担うことになった。そしてブラウン・ブラザーズ・ハリマン商会なども証券業務を分離して商業銀行に専念することになり、またゴールドマン・サックスやリーマン・ブラザーズなどは商業銀行業務を放棄して投資銀行業務を続けることになった。

その後の動きについてカロツソは次のようにいう。

「アメリカの投資銀行業史上のターニング・ポイントは一九三四年夏にはっきり生じた。新しい時代は始まった。投資商会は一般的な意味においては銀行であることをやめた。これ以来、投資商会の主要な機能は証券の発行者に助言を与え、サービスすることとなった。彼らがこの業務を行ってきたやりかたおよび彼らの提供する幾多の関連サービスは、初めて連邦政府によって注意深く監督されることになった。ほとんど全面的な自由から広汎な規制への移行は突然のことであり、しばしば困難を伴ったが、アメリカの歴史上最悪の不況を通して進められた。続く六年の間にはさらに多くの規制が加えられたが、後続の法律はどれも一九三三年および一九三四年の銀行法と証券諸法のように投資銀行業務の構造と活動に重大な影響を及ぼすものではなかった⁽⁹⁾。

ところが、その後アメリカにおける投資銀行の地位は低下し、その力は弱まったといわれるようになった。

ポール・スウィージーは「アンテイオク・レビュー」の一九四一年春季号に「投資銀行家の没落」という論文を書いて、次のように指摘した。

「投資銀行業の重要性の低下に関する限り、主要な事実は明白であって、金融界によく知られている。かつては投資銀行家にとって利潤と勢力との源泉であった新しい大規模な創業や合併は一九三〇年代以降ほとんど見られなくなった。このことやその他の理由によって、新規発行証券をめぐっての商売とそれに伴う投資銀行の潜在的活動分野とはいちじりしく縮小された。のみならず、新規証券の圧倒的な部分が借替えのために発行されており、この割合が七五パーセントに達した年もある⁽¹⁰⁾」。

そして「投資銀行業の衰退は同業界における構成にも反映している」として次のように書いています。

「(一九)二〇年代に大商業銀行によって子会社として設立された最も大きく、かつ活動的な投資銀行の多くは一九三三年銀行法の制定によって投資銀行業務と預金銀行業務とが分離されるや閉業してしまった。投資銀行業の分野で古くから活躍していた銀行の中には事業の不必要な重複を止めるために合併を得策としたものであった。なかんずく意義深いことには、一九三三年銀行法によって預金業務と投資銀行業務のどちらを断念するかという選択を迫られた際に、J・P・モルガン商会すら後者を放棄したのである。新会社モルガン・スタンレー会社が投資銀行業務を継続するために設立されたが、J・P・モルガン商会みずからその指導的な会員のうち一人を除く全部とともに前述の禍いを見てとり、国際的な名声と勢力とを獲得した分野を捨てて、長い間副業としてしか考えられなかったものを選んだのである。今日、投資銀行家を一覧するならば、無名の人や過去に名を売った人が大部分であって、実業界で現に指導的な役割を果している人はほとんど見当らない⁽¹¹⁾」。

このように投資銀行家が没落した理由としてスウィージーは次のような点をあげている。

(一) 経済の拡張の速度が急激に落ちて、重要な新産業が登場しなくなった。

(二) 大企業は内部資金によって資金を調達し、いわゆる自己金融のウェイトが高くなった。

(三) 新規証券が発行される場合も投資銀行を介さず私募で、それを生命保険会社が引受ける場合が多くなった。

(四) 復興金融会社など政府系の金融機関の力が強くなった。

その後、カロツソも同じようなことを次のように指摘している。

「一九六〇年代には投資銀行が国民経済に占める地位は二〇世紀初頭に比べるとかなり低下していた。かつて大モルガンや当時の大金融業者が保持していたような地位を握る投資銀行はその後現われることはなかったし、またそうすることもできなかった。利用できる資本の規模や性格が根本的に変わってしまい、また顧客である発行者と比べて投資銀行商会の相対的規模はすっかり小さくなってしまったので、投資銀行の交渉力は非常に低下してしまつたからである。そのうえ、投資銀行商会から銀行としての機能を奪つた一九三三年のグラス・ステイガー法の分離条項によって、また証券のオリジネイティングと分売に関して行動の自由を制限したニューディールの証券諸法によつても投資銀行の影響力は弱められた。そして、この時以来SECの規制力が一貫して強まつていったことも、投資銀行の活動をさらにいつそう制約することになつた」⁽¹²⁾。

ところが一九七〇年代ごろからアメリカ経済の金融化（フィナンシャリゼーション）が進行するとともに、投資銀行業は再び活況を呈し、企業の買収、合併が盛んになったこともあつて、それを仲介する投資銀行がアメリカ経済の支配的勢力となつていった。

そして一九九九年にはグラス・ステイガー法が廃止されて、商業銀行と投資銀行の垣根が撤廃されたため投

資銀行は全盛時代を迎えた。

そこへ二〇〇七年からサブプライム危機が発生し、二〇〇八年には投資銀行のリーマン・ブラザーズが倒産し、メリル・リンチはバンク・オブ・アメリカに合併され、ベア・スターンズはJPMorgan・チェースに合併され、さらにモルガン・スタンレーとゴールドマン・サックスは銀行持株会社に転換することで五大投資銀行は消滅してしまった。

そして冒頭にあげたオバマ大統領の演説によって商業銀行の投資銀行業務を規制するという動きになったのである。

果してこれによって投資銀行は没落するののか、それとも再生するののか。これまでの歴史の教訓から学んでいく必要があると同時に、一九三〇年代と現在のアメリカ経済の状況の違い、そしていわゆる規制緩和政策の意味することについてグラス・ステイガール法に立ち返って考えていく必要があるのではないか…。

注

- (1) 「朝日新聞」二〇一〇年二月四日。
- (2) V・P・カロツン『アメリカの投資銀行』——『証券研究』五六号、一九七八年五月、五二三～五四〇頁による。
- (3) アーサー・M・シュレジンガー『ローズベルトの時代』Ⅱ『ニューデイル登場』佐々木専三郎訳、論争社、三五三～三五四頁による。
- (4) 「ニューヨーク・タイムズ」二〇一〇年一月一日——「朝日新聞」二〇一〇年一月二二日。
- (5) V・P・カロツン、前掲書、五五六頁。

- (6) アーサー・M・シュレジンガー、前掲書、三五九～三六〇頁。
- (7) V・P・カロツソ、前掲書、五五六頁。
- (8) 同、五九三頁。
- (9) 同、五九三頁。
- (10) P・M・スウィージー『歴史としての現代』都留重人監訳、岩波書店、二二三～二三三頁。
- (11) 同、二二三～二二四頁。
- (12) V・P・カロツソ、前掲書、七九一頁。

(おくむら ひろし・会社学研究者)