

米系多国籍企業の為替取引とニューヨーク外国為替市場：基軸通貨国と外国為替市場(1)

高山, 晃郎
九州大学大学院経済学府

<https://doi.org/10.15017/3000388>

出版情報：経済論究. 123, pp.163-181, 2005-11-30. 九州大学大学院経済学会
バージョン：
権利関係：

米系多国籍企業の為替取引とニューヨーク外国為替市場

— 基軸通貨国と外国為替市場 (一) —

高 山 晃 郎*

目次

はじめに

- I ニューヨーク外国為替市場の拡大にかんする諸議論
 - 1. 外国為替市場の機能
 - 2. 基軸通貨国の外国為替市場
- II 米系多国籍企業の為替リスク管理とニューヨーク外国為替市場
 - 1. 直接投資の進展と米系多国籍企業
 - 2. 現地通貨建て資産・負債の増大
 - 3. 変動相場制の移行に伴う為替リスクの発生
 - 4. ニューヨーク本社での為替リスク管理
 - 5. ニューヨークでの取引
 - 6. 本社所在地の地理的検討

結びに代えて

はじめに

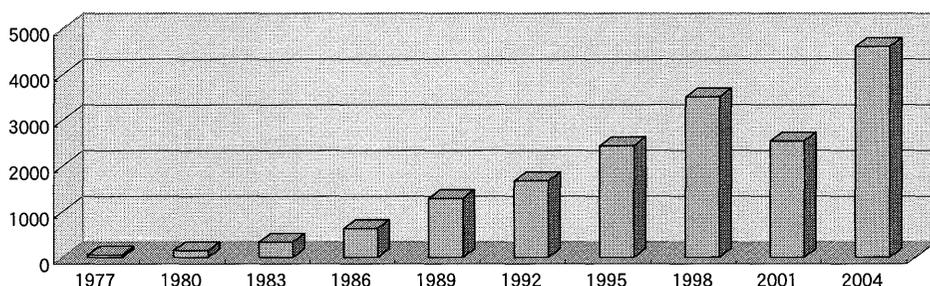
規制緩和、技術革新を背景に、外国為替市場が拡大している。2004年のニューヨーク連邦準備銀行の調査では、ヘッジファンドの金融デリバティブ利用により、ニューヨーク外国為替市場の1日平均取引量は、直物取引、先渡取引、為替スワップ取引合計で2001年2,540億ドルから2004年4,610億ドルと飛躍的に拡大した(図1を参照)。

国際資本移動は、先進国、途上国を問わず拡大している。拡大する大規模な国際資本移動のもとで、海外からの資金流入と海外への資金流出という、米国を中心とする金融仲介の構造が存在している¹⁾。国内金融と国際金融の垣根は、国際資本移動の活発化により、低くなりつつある²⁾。このことは、各国の金融市場が国際金融市場として組み込まれたことを意味する。国内金融と国際金融を結ぶものは、外国為替取引である³⁾。

* たかやま あきお 九州大学大学院経済学府 takayama@en.kyusyu-u.ac.jp

1) IMF [2001], *International Capital Markets*, August, pp.4-7, 片岡尹 [2001] 『ドル本位制の通貨危機—国際資金ポンプとしての米国』勁草書房, 179頁, Elwell, C.K. [2001], “Global Capital Market Integration: Implications for U.S. Economic Performance,” *CRS Report for Congress*, Januaryは、米国を中心とする金融仲介の構造、そして国際金融システムに与える影響を述べている。

図 1 ニューヨーク外国為替市場の取引量 (10億ドル)



出所) Revey, P.A. [1981], "Evolution and Growth of the United States Foreign Exchange Market," *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, Autumn, p.43, Andrews, M.D. [1984], "Recent Trends in the U.S. Foreign Exchange Market," *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, Summer, p.39, FRBNY [2004], *The Foreign Exchange and Interest Rate Derivatives Markets: Turnover in the United States April 2004*, Federal Reserve Bank of New Yorkより筆者作成。

ニューヨーク外国為替市場は米国の国内金融市場と国際金融市場あるいは各国金融市場をつなぐ結節点としての位置にある⁴⁾。このことは近年における国際金融市場の拡大や各国金融市場の連携強化さらにそれらを通じる国際資本移動拡大の意味やメカニズムを探るうえでニューヨーク外国為替市場の分析が鍵となる位置付けにあることを物語っている。国際資本移動の活発化とニューヨーク外国為替市場の構造的問題が重要である⁵⁾。

2) 西村閑也 [2004]「国際化とグローバリゼーション」川波洋一・上川孝夫編『現代金融論』有斐閣ブックス, 328-330頁は、グローバリゼーションを二段階に分けて、説明している。1870~1914年を第一次グローバリゼーション、1980年代後半から第二次グローバリゼーションとしている。国内金融と国際金融の垣根が、1980年代後半からの第二次グローバリゼーションの進展とともに、低くなりつつあることを指摘している。山本栄治 [2002]『国際通貨と国際資金循環』日本経済評論社, 78-79頁は、金融グローバル化を3段階に分けている。第一段階は1970年代であり、ユーロドル市場を中心とする間接的な統合、第二段階は1980年代であり、証券化を中心として進展した先進国間の直接的な統合、第三段階は1990年代であり、途上国と先進国の直接的な統合である。川本明人 [2005]『国際金融業の展開と金融システムの安定性』信用理論研究会春季大会報告論文, 2-3頁では金融グローバル化を国際金融業務の展開にかかわらせて整理している。米商商業銀行は、1970年代から、ユーロドル市場を利用して預金の受け入れと貸付を行なった。米商商業銀行は、1980年代には、貸付業務よりも手数料収入を重視した。金融取引は証券化へと向かった。米商商業銀行は、1980年代後半から、金融イノベーションを背景にデリバティブ市場へ積極的に関わった。さらに米商商業銀行は、インターバンク市場だけでなく進出先でのリテール業務へも乗り出した。国際資本移動の拡大と国際金融業務は密接に関わっていた。藤田誠一 [1988]「国際資金循環と国際通貨」『国民経済雑誌』157巻5号, 113-132頁では基軸通貨国の役割として3つ指摘している。1つは、銀行間決済システムを提供することである。2つめは、国際金融市場を開放し、各国の貯蓄の移転を行なう(国際金融仲介)ことである。3つめは、短期の流動資金を短期貸付によって供給(信用創造)することである。岩田健治 [2003]「国際投資および調達通貨としてのユーロ」田中素香, 藤田誠一編『ユーロと国際通貨システム』蒼天社出版, 119-146頁は、投資通貨の重要性を強調している。

3) Levich, R.M. [2001], *International Financial Markets: prices and policies*, McGRAW-HILL, pp.78-79では、過去30年間に於いて、金融イノベーションと金融機関間の競争圧力が外国為替市場の構造を変化させたとしている。取引形態は多様化し金融機関は長期の先渡契約を提供している。通貨オプションは市場のセグメントを増大させている。また新しい集中化された取引所取引の通貨先物、金利先物等は世界中で進展している。多くのケースにおいて、これらの取引所取引は深く流動的な市場を提供している。伝統的な金融機関の取引形態と競争関係にある。

4) たとえば、米国のミューチュアルファンド、ヘッジファンドが、各国の外貨建て資産(株式など)の投資を行なう。ミューチュアルファンド、ヘッジファンドは、ニューヨーク外国為替市場で、顧客として参加する。また、米国金融システムの中心に位置する商業銀行は、各国の金融市場の金利、直物相場、先渡相場の乖離を利用して、金利裁定取引を行なう。米商商業銀行が、ニューヨーク国内短期金融市場から資金を調達して、ニューヨーク外国為替市場で取引を行なう。ユーロマルク定期預金の形態で運用する。

問題の重要性にもかかわらず、従来の外国為替市場研究は、Fama, E.F. [1963] に依拠した、効率性にかんする研究が中心であった⁶⁾。研究結果のコンセンサスは得られていない。たとえば、米国商業銀行は為替リスクにさらされているか、米国商業銀行は外国為替取引のどの部分において収益を確保しているか、支配的なプレーヤーは外国為替市場において存在するか、等にかんして異なった研究結果が報告されている。これが現在の国際金融論の現状である⁷⁾。

本稿では、変動相場制以降から1980年代前半までの時期を対象に、ニューヨーク外国為替市場の拡大メカニズムを解明する。近年、ニューヨーク外国為替市場は、伝統的取引（直物取引、先渡取引、為替スワップ取引）とデリバティブ取引（金利関連、外国為替関連）において、ロンドン外国為替市場よりも高い伸び率で、拡大している⁸⁾。ニューヨーク外国為替市場の拡大は、当然のようにみえる。しかし、米国では、ドル建てで、貿易取引、金融取引が行なわれる。それにもかかわらず、ニューヨーク外国為替市場が拡大している⁹⁾。本来ならば、外貨の売買は意味をもたないはずである。理論的には、基軸通貨国には外国為替市場は存在しない。理論と現実とのギャップはどのように考えればよいのか。なぜ、基軸通貨国の外国為替市場であるニューヨーク外国為替市場が拡大するのか。本稿ではこの問題を解明する。

5) ニューヨーク外国為替市場の構造を描く試みには、政策的意義がある。企業、金融機関が外国為替取引を行なうインセンティブを解明する。これは政策レベルにおいて重要な意味を持つ。また、最近為替介入の効果にかんする研究の中で各国の外国為替市場構造の違いに注目する研究が登場した。為替介入の効果についてLyons, R.K. [2001], *The Microstructure Approach Exchange Rate*, MIT Pressは従来のシグナルチャネル (Dominguez, K.M.E. [1993], "Does Foreign Exchange Intervention Matter?," *American Economic Review*, 83, pp.1356-69) ポートフォリオチャネル (Obstfeld, M. [1990], "The Effectiveness of Foreign Exchange Intervention: Recent Experience 1985-1988," in William, H., Branson, J., Frenkel, A. and Goldstein, M. ed., *International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations*, Chicago) に加えてマイクロストラクチャーチャネルを提示した。このマイクロストラクチャーチャネルとは注文方法、市場参加者、価格の透明性に注目したものである。カリフォルニア大学バークレー校のライオンズは、外国為替市場において、なぜ貿易取引に比べて金融取引が多いのかという問題意識を持っている。ライオンズの理論は在庫効果モデルと言われている。ディーラーは保有したくない通貨（ポジションが発生している通貨）を、次々と、ディーラー間で取引をする。これが外国為替取引を拡大させる要因であるとした。ライオンズの分析 (Lyons, R.K. [2001]) の結果、ディーラーは10億ドルの取引量につき、10万ドルの収益を得る。ディーラーは、ポジションの約半分は10分しか保有しない。ニューヨーク外国為替市場の構造が、マイクロストラクチャーチャネルの登場により、為替介入の効果において、重要となる。さらに、ニューヨーク外国為替市場の展開の中に、金融工学の進展がある。古海健一 [1990] 『ビジネス・ゼミナール外国為替入門』日本経済新聞社、158頁は、新しい金融取引が、ロンドン為替市場と比較して、ニューヨーク外国為替市場で活発に行なわれていることを、指摘している。同様の指摘は須田美矢子 [2004] 「国際金融論」大村敬一・浅子和美・池尾和人・須田美矢子『経済学とファイナンス』東洋経済新報社、535頁にもある。

6) Fama, E.F. [1970], "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical work," *Journal of Finance*, 25, pp.383-418では、外国為替市場の効率性とは、為替相場が利用できるすべての情報を反映して決められることを指している。理論的には、金利、インフレ率、先渡相場、将来の直物相場に、均衡的な枠組みが成立することをいう。

7) 米国商業銀行の為替リスクにかんする先行研究として、Wetmore, J.L. and Brick, J.R. [1994], Choi, J.J., Elyasiani, E. and Kopecky, K. [1992], Choi, J.J. and Elyasiani, E. [1997], Chamberlain, S., Howe, J.S. and Popper, H. [1997] がある。米国商業銀行の外国為替取引のどの部分から収益確保を行なっているかについては、Yao, J. [1997] がある。外国為替市場における支配的プレーヤーの存在にかんしてはCheung, Y.W. and Chinn, M.D. [2001], Peiers, B. [2000] がある。

8) BIS [2005, a], *Triennial Central Bank Survey Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004*, BISでは、ロンドン外国為替市場の取引量(伝統的取引, すなわち直物取引, 先渡取引, 為替スワップ取引)は、2001年5,040億ドルから2004年7,530億ドルと49.4%上昇した。ニューヨーク外国為替市場の取引量(直物取引, 先渡取引, 為替スワップ取引)は、2001年2,540億ドルから2004年4,610億ドルと81.5%上昇した。ニューヨーク外国為替市場は、取引量の伸び率でみると、ロンドン外国為替市場の2倍のスピードで、拡大している。さらに、デリバティブ取引量(金利関連, 外国為替関連)でみると、ロンドン外国為替市場は、2001年6,280億ドルから2004年1兆1,760億ドルと96.3%上昇した。ニューヨーク外国為替市場は、2001年2,850億ドルから2004年5,990億ドルと110.1%上昇した。

その重要な要因のひとつとして指摘できるのは、ミューチュアルファンド、ヘッジファンドなどの米国機関投資家の主導による国際資本移動である¹⁰⁾。なぜなら、ミューチュアルファンド、ヘッジファンドによる国際資金取引には、必ず、為替取引が介在せざるを得ないからである。このことから、米国機関投資家に主導された国際資本移動が、ニューヨーク外国為替市場を通じた為替取引を拡大させたと予想できる。

しかし、本稿では、国際資本移動や銀行間為替取引に接近するという方法は取らない。外国為替市場は、企業と外国為替銀行の関係、すなわち対顧客取引に銀行間為替取引が展開するという重層的な構造を持っている。このような認識の上に、まず、対顧客取引に注目し、どのような契機でニューヨーク外国為替市場での為替取引の拡大という現象が生じてくるのかという問題にアプローチしたい。

1 ニューヨーク外国為替市場の拡大にかんする諸議論

1. 外国為替市場の機能

まず外国為替市場の機能の定義をしよう¹¹⁾。外国為替市場の本質は、2国間の対外債権・債務関係を国内の債権・債務関係に振替えて、国内の決済によって、国際的な債権・債務を相殺することである。しかし相殺が可能であるのは、2国間の債権・債務関係が金額的にも、決済時期においても等しい限りにおいてである。外国為替市場の仕組みに、銀行が登場したことで、為替市場と金融市場（とりわけ短期金融市場）とのつながりが成立した。対外的債権・債務関係を持つもの以外が外国為替市場に参加したからである。為替市場と金融市場のつながりは、外国為替市場の機能のうち国際的信用供与と捉えることができる。変動相場制以降の為替リスク増大から、ヘッジもしくは投機が外国為替市場の機能として重要になった。これらのうちで外国為替市場の機能の本質は決済である。

2. 基軸通貨国の外国為替市場

基軸通貨国と外国為替市場との関係はどのようなものか。国際通貨論の原理においては、基軸通貨国には外国為替市場は存在しない。国際金融市場が発達する。なぜなら貿易取引であろうと、金融取引であろうと、自国通貨建てで行なっている基軸通貨国では、外国通貨の売買が重要な意味を持たないからである。まず、固定相場制の時代を概観しよう。ポンドとドルが国際通貨として機能していた。ニューヨーク外国為替市場は、ポンド取引の必要性から、拡大した。

9) 輸出の90%、輸入の80%がドル建てである (Belex, P. [1998], "The implications of the introduction of the Euro for non-EU countries," *Euro Papers*, No.26, European Commissions)。金融取引がドル建てで行なわれている。BIS [2005, b], *Quarterly Review: International Banking and Financial Market Development*, Juneのデータを用いれば、米国の対外資産（ドル建て資産）は1兆6,771億ドルであり、対外負債（2兆879億ドル）である。米国の外国通貨建て資産は、ドル換算で、936億ドルであり、外貨建て負債は680億ドルである。外国通貨建ての資産は、対外資産全体の5.6%にすぎない。また、外国通貨建ての負債は、対外負債全体の3.3%である。

10) 近年、大きく成長している米国のミューチュアルファンドの資産規模は7兆3,159億ドルである (FRB, *Flow of Funds Account*, 2004年末残高)。ヘッジファンドの資産規模は9,000億ドルである (日本銀行信用機構局[2005]「ヘッジファンドを巡る最近の動向」『日本銀行調査季報』, 夏号, 8頁)。また、これらの総資産の5~10%が外貨建ての資産運用である (サム・Y・クロス (国際通貨研究所訳) [2000]『外国為替市場の最新知識』東洋経済新報社, 50頁)。

11) 木下悦二 [1991]『外国為替論』有斐閣を参照。

(1) 固定相場制時代のニューヨーク外国為替市場の構造

Einzig, P. [1962] も述べているように、ポンドが国際通貨としての地位を確立した19世紀後半には、英国の輸出入業者は為替リスクをカバーする必要はなく、ロンドン為替市場は発達しなかった¹²⁾。Klemper, A.H.V. [1952] によると、1950年代、ニューヨーク外国為替市場で、最も取引されていた通貨はポンドであった¹³⁾。ポンドは、スターリング地域、オーストラリア、ニュージーランドとの貿易取引のため必要であった。先渡市場でもポンドが最も取引されていた。次に多く取引されていた通貨はカナダドルであった。カナダは1951年12月14日に為替管理を撤廃した。そのため米国の資金がカナダへ流入した。スターリング地域でのポンド建て取引およびカナダとの取引は、ニューヨーク外国為替市場にポンド相場、カナダドル相場を建たせた。スイスフランもある程度取引されていた。他の通貨はほとんど取引されていなかった。第2次世界大戦後、米国は、短期金融市場であるBA (Banker's Acceptance: 銀行引受手形) 市場を中心に、ドル建て貿易金融を展開していた。1960年代中頃までポンドとドルが基軸通貨として機能していたので、ポンドが、米国の外貨建て輸出入取引において使われていた。Aliber, R.Z. [1969] は1966年のニューヨーク外国為替市場について、FRBの非公式資料をもとに検証している¹⁴⁾。総取引において、ポンドは54.3%、カナダドルは25.2%を占めている。ニューヨーク外国為替市場はポンドとカナダドルの市場であった。ドイツマルク、スイスフラン、オランダギルダーをはじめ、ヨーロッパ通貨も徐々に取引されている。ポンド取引は、スターリング地域での基軸通貨としての機能を反映している。そのため、ポンド相場がニューヨーク外国為替市場で建つ。Holmes, A.R. [1959] では、ロンドンとニューヨーク間の双方向的な外国為替取引がニューヨーク外国為替市場を発達させたとしている¹⁵⁾。ニューヨーク外国為替市場では、固定相場制時代から、取引が行なわれていた¹⁶⁾。

ニューヨーク外国為替市場の構造は1960年代後半になって変化した。ポンドの基軸通貨としての機能が低下したからである。ポンドにたいする投機や1967年の平価切下げによってスターリング地域通貨が不安定になった。ドルが国際通貨になった。ドルの重要性の増大は、ニューヨーク外国為替市場の取引を縮小させるはずである。

(2) 基軸通貨国における外国為替取引の急増

ニューヨーク連邦準備銀行は1977年からニューヨーク外国為替市場の取引量を調査している。その調査によれば一日の取引量は、1977年には1063億ドル、1980年には4913億ドルと急拡大している。米国は、ドル建てで、貿易取引、金融取引を行なっているにもかかわらず、ニューヨーク外国為替市場は、なぜ、拡大しているのか。外貨の売買が、重要な意味をもたないはずである。

このような理論的解釈と現実とのギャップについて、これまで以下のような議論がなされてきた。

12) Einzig, P. [1962], *The History of Foreign Exchange*, Macmillan p.182を参照。

13) Klemper, A.H.V. [1952], "Foreign exchange in the Postwar World," *IMF Staff Papers*, No.2, April, pp.199-212.

14) Aliber, R.Z. [1969], *The International Market for Foreign Exchange*, Frederick A Praeger, p.101.

15) Holmes, A.R. [1959], *The New York Foreign Exchange Market*, Federal Reserve Bank of New York, p.13.

16) 固定相場制時代のニューヨーク外国為替市場は、変動相場制以降の状況と比較して、二つの点において異なっている。第一に、ポンドとドルが国際通貨として使われていた。第二に、外国為替取引は貿易取引から発生していた。

木下悦二 [1991] は、ニューヨーク外国為替市場の拡大要因として、米系多国籍企業の活躍、ドル安による米国居住者の他通貨建て資産選好を挙げている¹⁷⁾。安東盛人・土屋六郎 [1976] は、ニューヨーク外国為替市場の発達の原因として、中央銀行間のスワップ操作、ドル不安、米系多国籍企業（特に石油、自動車）の活躍、ロンドン=ニューヨーク間のFFレートを利用した外国為替取引やユーロドルにおける金利裁定取引を挙げている¹⁸⁾。山本栄治 [1994] は、24時間ディーリング体制を構築できたことが原因であると論じている¹⁹⁾。西倉高明 [1998] も同様の指摘をしている²⁰⁾。Kubarych, R.M. [1983] では、国際業務に従事する米系多国籍企業が対外的な支払いを外国通貨で行なわなければならないとなり、外国為替取引コストが上昇したためであるとしている²¹⁾²²⁾。Greene, M.L. [1984] は、貿易契約レベルでの通貨の多様化現象が生じたことにより、米系多国籍企業が外国通貨を必要としたことを挙げている²³⁾。また変動相場制以降、ドルは減価したため、ドル建て資産をもつ米国の投資家は他通貨建ての金融資産を求めようになったことや、米系多国籍企業がリスク管理を親会社に集中したため、米国内で、外国為替取引を行なう必要があったとしている。Revey, P.A. [1981] はニューヨーク外国為替市場拡大の要因を3つ述べた。まず輸出入/GNP比率の上昇である。次に外国為替取引におけるイノベーションを挙げ、そして最後に為替リスクから生じる企業と金融機関の行動変化を指摘した²⁴⁾。古海健一 [1990] は、米系多国籍企業のニューヨーク本店でのリスク管理、ブローカーが国際業務に積極的になったことを挙げている。さらに、米国商業銀行が外国為替を収益部門とし位置付けたことを指摘している²⁵⁾。またニューヨーク外国為替市場の特徴として、米国国内の市場参加者の取引が多いこと、スワップ、先物、オプションなど新しい取引がよくなされていることを指摘している²⁶⁾。川本明人 [1995] では、戦後のIMF体制下において、米国に進出した多国籍銀行によるドル調達、そして本支店間のパイプを通じたドルの移動により、ニューヨーク外国為替市場は拡大したとしている²⁷⁾。U.S.

17) 木下悦二 [1991] 『外国為替論』有斐閣、86頁。木下悦二 [1991] では、外国為替取引は、当時の経済状況を反映して、貿易取引から発生している。この理論は、米国を中心としてドルで決済される、中心国モデルである。たとえば、ドイツの輸出業者は、ドル建てで日本の輸入業者に輸出する。ドイツの輸出業者、日本の輸入業者は、得意先の為替銀行に外国為替取引を委託する。債権債務関係は為替銀行レベルで生じる。各国の為替銀行は米国所在の為替銀行とコルレス契約を結んでいる。為替銀行は各国の為替市場で売買を行なう。そして最終的に、ドルの決済は米国にあるコルレス勘定で行なわれる。よって木下悦二 [1991] では、基軸通貨国に外国為替市場が存在しない。

18) 安東盛人・土屋六郎 [1976] 『国際金融教室：現代の国際金融・通貨問題を考える』有斐閣、130頁。

19) 山本栄治 [1994] 『「ドル本位制」下のマルクと円』日本経済評論社、104頁。

20) 西倉高明 [1998] 『基軸通貨ドルの形成』勁草書房、53頁。

21) Kubarych, R.M. [1983], *Foreign Exchange Markets in the United States*, Federal Reserve Bank of New York [東京銀行ニューヨーク支店訳 [1984] 『アメリカの外国為替市場』東銀インターナショナル] 77頁。

22) カナダドルの取引が、ニューヨーク外国為替市場の特徴として、多い。米国とカナダとの貿易取引における特殊なものである。同様の指摘はBlankie, H. [1978], "A portfolio management model," *The management of foreign exchange risk*, Londonにもある。

23) Greene, M.L. [1984], "U.S. Experience with Exchange Market Intervention: January-March 1975," *Staff Studies*, 127, August, p.10.

24) Revey, P.A. [1981], "Evolution and Growth of the United States Foreign Exchange Market," *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, Autumn, pp.32-44.

25) 古海健一 [1990] 『外国為替入門』日本経済新聞社、158頁。

26) ロンドン為替市場の特徴として歴史的にシティの伝統があり、ディーリングのためのインフラが整備されている。ディーラー、ブローカーともに質量両面で優位である。さらに地理的な優位性がある。前場はアジア、中近東、欧州大陸と重なっている。後場はニューヨークと重なっている。ユーロカレンシービジネスがロンドンに集中しているので、為替取引が同じ銀行、同じブローカーの間で行なわれている。そのため裁定取引、通貨の交換が容易である。インターバンク取引が主体である。欧州通貨の取引が、EUの中心市場として、活発である。

Senate [1976] では、ニューヨーク外国為替市場は世界の為替市場の流通市場であると表現している。ニューヨーク外国為替市場の取引量は、各国の取引量よりも、多いと指摘している²⁸⁾²⁹⁾。

また、ニューヨーク外国為替市場の構造を定量的に分析したものとして、Lyons, R.K. [2001] がある。Lyons, R.K. [2001] はディーラーの在庫ポジション調整に注目した³⁰⁾。ディーラーは在庫から生じるリスクを避けるために外国為替取引をする。ライオンズの理論によると、ディーラーが必要のない（保有したくない）通貨を、次々と、取引することによって、最終的に、必要のない（保有したくない）通貨が顧客である輸出入業者に渡る。これが取引量を増大させる。同様な研究としてChakravarty, S. and Holden, C. [1995] や Flood, M.D. [1994] がある。Chakravarty, S. and Holden, C. [1995] は、外国為替におけるbid-ask価格理論を検証している³¹⁾。Chakravarty, S. and Holden, C. [1995] は、リスク回避型のモデルを構築して、インターバンク市場でのドル・マルクレートのスプレッド、スプレッドのボラティリティー、リターンボラティリティーを検証している。このモデルは、ディーラーの在庫ポジションに注目している。ディーラーは1日の収益を増すことを目的としながら在庫を減らすように行動する。Flood, M.D. [1994] は、ニューヨーク外国為替市場の1日の効率性を検証している³²⁾。ニューヨーク外国為替市場は非効率である。一時的な在庫の不均衡が生じている。この非効率性は価格情報を集中化することで解消される。先行研究の中で、ライオンズの研究は注目に値する。ライオンズの問題意識は外国為替取引量が輸出入のレベルからあまりにもかけ離れていることに注目している。しかし、基軸通貨国の特権という概念は、ライオンズの問題意識には、ない。

これらの研究においては、理論的には中心国市場であるニューヨーク外国為替市場は拡大するものではないにもかかわらず、現実には「なぜニューヨーク外国為替市場は拡大するのか」という論点について、必ずしも十分な説明がなされているとはいえない。数値例を用いた検証はあっても、定性的分析にもとづく説明はなされていない。さらに、外国為替取引の本質である国際決済の延長線上に位置する、為替市場と金融市場の関係が明らかにされていない。とくに外国為替取引における、ニューヨーク国内短期金融市場の果たしている役割が解明されていない。以下では、企業側の要因を検証していく。外国為替取引の本質は決済である。これが国際取引に従事する企業から議論を出發する理由である。米系多国籍企業の活動がニューヨーク外国為替市場の拡大にとって重要な役割をもっていたことを指摘する³³⁾。

27) 川本明人 [1995] 『多国籍銀行論』 ミネルヴァ書房, 134頁。

28) U.S.Senate [1976], *Trading in foreign exchange*, Hearing before the committee on Banking, Housing and Urban Affairs, 95th Congress 2nd session, December, p.21.

29) イングランド銀行は、この時期、ロンドン為替市場の調査を、実施していなかった。

30) Lyons, R.K. [2001], *The Microstructure Approach Exchange Rate*, MIT Press.

31) Chakravarty, S. and Holden, C. [1995], "An Integrated model of market and limit orders," *Journal of Financial Intermediation*, 4, pp.213-241.

32) Flood, M.D. [1994], "Market structure and inefficiency in the foreign exchange market," *Journal of Money and Finance*, 13, pp.137-158.

33) 米商通貨当局の役割は、ニューヨーク外国為替市場の構造を検討するで、重要である。だが、国際金融市場の舞台上で活躍しているのは民間経済主体であるとの観点から、本稿では民間経済主体について検討を加えていく。

II 米系多国籍企業の為替リスク管理とニューヨーク外国為替市場

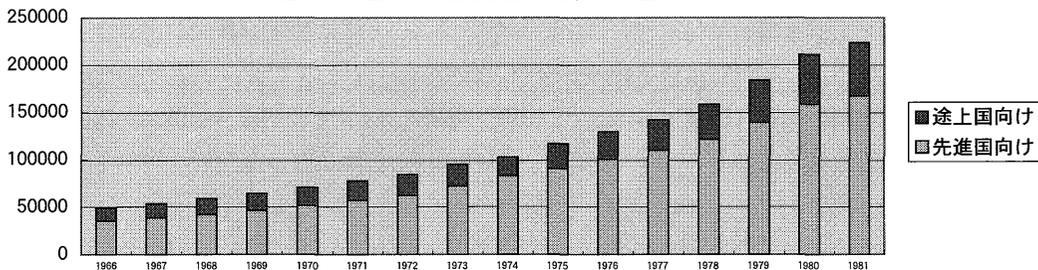
1. 直接投資の進展と米系多国籍企業

第2次世界大戦以後、米系企業は海外直接投資を活発に行ない多国籍化した³⁴⁾。まず米国の海外直接投資の進展から概観してみよう。結論を先取りすれば、米系多国籍企業は第2次世界大戦後、海外への直接投資を活発に行ない、現地通貨建ての資産・負債を増大させた。変動相場制という国際通貨制度の大転換により、米系多国籍企業は為替リスクにさらされた。米系多国籍企業は、この為替リスクを本社ニューヨークで集中的に管理し、ニューヨークで外国為替取引を実施した³⁵⁾。この論理をデータによって順に説明していくことにしよう。

図2はBEA (Bureau of Economic Analysis) より作成した1966年から1981年までの米国の海外直接投資の推移である。米国の海外直接投資は1966年において先進国352億9,000万ドル、途上国138億6,600万ドルであった。1981年には先進国1,674億6,600万ドル、途上国561億6,300万ドルとなった。米国の海外直接投資は、15年間のあいだに、先進国向け4.7倍、途上国向け4.1倍と拡大した。Hilley, J. L., Beidleman, C.R. and Greenleaf, J.A. [1981] では、Whicard, O.G. [1979] を用いながら1971年の変動相場制へ以降して以来、米国の海外直接投資が拡大し続けていると述べている³⁶⁾。

さらにHilley, J.L., Beidleman, C.R. and Greenleaf, J.A. [1981] では、FASB8による、換算損が負担であることを指摘している。米系多国籍企業の国際財務戦略の例として、オーストラリアでの事業展開を紹介している。米系多国籍企業が、オーストラリアで、事業を行なう。そのため、米系多国

図2 米国の海外直接投資の推移 (単位100万ドル)



出所) BEA (Bureau of Economic Analysis) ホームページより作成

34) ここでいう米系多国籍企業というのは、米国に本拠地をもつ米国の企業および海外支店、海外子会社(本社が株式を25%以上保有)を指している。具体的には、Forbes誌にランキングされているExxon, Ford Motor, General Electric, Dow Chemical等を対象としている。

35) 本稿では、基軸通貨国である米国の外国為替市場が、なぜ、どのように拡大したのかを研究対象としている。そのため、ここでは「ニューヨーク」という地理的名称を用いたが、この「ニューヨーク」は米国を代表する言葉として用いている。GM (General Motor) のように本社をデトロイトに構えている企業にも同様の議論が展開できることを2-6で述べる。

36) Hilley, J.L., Beidleman, C.R. and Greenleaf, J.A. [1981], "Why there is no long forward market in foreign exchange," *Euromoney*, January, p.97.

籍企業は長期のオーストラリアドルでの資金調達を必要としている。オーストラリアドルを資金調達する方法として2通りある。まず、一つ目は、オーストラリアでオーストラリアドルを借り入れるケースである。二つ目は、ドルを借り入れて、直物市場で借り入れたドルを売って、オーストラリアドルを入手し、先渡市場でオーストラリアドルを売るケースである。米系多国籍企業は資金調達コストの低い方を選択する。これは為替市場と金融市場を利用した取引である。

さて、表1はForbesによる海外収入でみる米系多国籍企業上位30社の活動状況を示したものである。1位のエクソン（石油業）の海外収入は757億9,500万ドルであり、全体の収入の70.1%を占めて

表1 海外収入順でみる米系多国籍企業上位30社（単位100万ドル）

	海外収入A	総収入B	A/B (%)	海外資産C	総資産D	C/D (%)
Exxon	75,795	108,108	70.1	32,925	62,931	52.3
Mobil	41,184	65,458	62.9	18,187	34,776	52.3
Texaco	38,599	57,628	67.0	15,216	27,489	55.4
Standard Oil	23,843	44,244	53.9	10,776	23,655	45.6
Ford Motor	18,508	38,247	48.4	14,398	23,021	62.5
General Motors	15,676	62,699	25.0	11,617	38,920	29.8
IBM	13,982	29,070	48.1	14,149	29,586	47.8
Phibro-Salomon	13,388	25,109	53.3	3,530	5,788	61.0
Citicorp	11,339	18,275	62.0	70,177	115,895	60.6
Intel Tel&Tel	10,973	23,197	47.3	10,914	28,957	37.7
Gulf Oil	10,363	28,252	36.7	7,337	20,429	35.9
Bank Ameica	7,954	15,085	52.7	48,373	112,902	42.8
Chase Manhattan	6,927	10,651	65.0	44,758	77,839	57.5
E I Du Pont de Nemours	6,716	22,790	29.5	5,722	23,829	24.0
General Electric	5,824	27,854	20.9	5,089	20,942	24.3
Dow Chemical	5,691	11,873	47.9	5,599	12,496	44.8
Standard Oil Indiana	4,995	30,372	16.4	6,438	22,916	28.1
Occidental Petroleum	4,856	15,355	31.7	2,551	8,075	31.6
J.P.Morgan	4,291	6,778	63.3	30,278	53,522	56.6
Safeway Stores	4,088	16,580	24.7	1,050	3,690	28.4
Sun CO	4,083	15,967	25.6	2,223	11,822	18.8
Manufactures Hanover	3,982	7,476	53.3	30,037	59,109	50.8
Eastman Kodak	3,929	10,337	38.0	2,984	9,439	31.6
Xerox	3,870	8,691	44.5	3,365	7,674	43.8
Procter&Gamble	3,750	11,416	32.8	1,769	6,961	25.4
Goodyear	3,748	9,153	41.0	2,450	5,354	45.8
Phillips Petroleum	3,402	15,966	21.3	2,459	11,264	21.8
F W Woolworth	3,395	8,310	40.9	1,827	3,499	52.2
Union Carbide	3,189	10,168	31.4	2,990	10,423	28.7
Colgate-Palmolive	3,091	5,261	58.7	1,235	2,631	46.9

出所) *Forbes*, July5, 1982, pp.126-127.

いる。エクソンの海外資産は329億2,500万ドルであり、総資産の52.3%を占めている。5位のフォード（自動車産業）の海外収入は185億800万ドルであり、全体の収入の48.4%を占めている。フォードの海外資産は143億9,800万ドルであり、総資産の62.5%を占めている。米系多国籍企業の財務内容は海外に依存した構造になっている³⁷⁾。

表2は、米系多国籍企業の流動資産、流動負債の中身をみたものである。売掛金、買掛金が多いことがわかる。これらの売掛金、買掛金（外貨建て部分）が、変動相場制の移行により、為替リスクにさらされることになるのである。

表2 米系多国籍企業の財務内容（流動資産、流動負債、単位100万ドル）

	現金	証券	売掛金	棚卸資産	買掛金
Exxon	2,761	2,164	9,848	5,613	12,481
Mobil	698	1,220	5,718	6,463	7,864
Texaco	69	174	1,598	1,887	432
Standard Oil	253	2,789	5,162	2,052	4,994
Ford Motor	2,164	423	2,998	5,129	n.a.
General Motors	157	3,558	3,768	7,231	5,644
IBM	281	1,831	4,877	2,293	3,566
Phibro-Salomon	467	310	1,827	2,058	n.a.
Intel Tel&Tel	174	n.a.	2,759	3,598	1,223
Gulf Oil	1,779 (証券を含む)	1,779 (現金を含む)	3,258	1,713	2,331
E I Du Pont de Nemours	148	71	1,670	2,010	748
General Electric	160	6	4,339	3,343	1,671
Dow Chemical	128	40	2,159	1,934	1,183
Standard Oil Indiana	154	168	140	833	2,425
Occidental Petroleum	274	n.a.	1,498	626	1,399
Safeway Stores	115	n.a.	56	1,012	957
Sun Co	154	168	140	833	2,425
Eastman Kodak	147	1,437	1,677	1,702	1,563
Xerox	86	207	1,359	1,086	315
Procter&Gamble	31	445	879	1,488	1,182
Goodyear	6,800 (証券を含む)	6,800 (現金を含む)	1,144	1,580	913
Phillips Petroleum	1,414	56	1,421	696	1,312
F W Woolworth	25	n.a.	10	1,391	4,280
Union Carbide	69	174	1,598	1,887	432
Colgate-Palmolive	67	272	5,667	7,697	277

出所) *Moody's Industrial Manual*, 1981より筆者作成。

37) さらに営業純利益でも、海外に依存していることがわかる。たとえばExxonでは、海外の営業純利益30億7600万ドル、全体の営業純利益の56.7%を占めている（ただし1982年のデータ）。

2. 現地通貨建て資産・負債の増大

表3は、米系多国籍企業（米国親会社、海外子会社）の資産の増大を示している。

米系多国籍企業の資産は、1966年から1977年までに、6,242億ドルから1,986億6,000万ドルと、年率11.1%程で拡大し、約3倍になった。

まず産業別で米国親会社の資産についてみると、最も拡大しているのは小売業である。小売業の資産は、1966年187億1,900万ドル、1977年842億6,000万ドルと年率14.9%で拡大している。次は石油業である。石油業の資産は、1966年511億400万ドル、1977年2,187億5,600万ドルと年率14.1%で拡大している。逆に最も伸び率の低いのは鉄鋼業である。鉄鋼業の資産は、1966年49億7,000万ドル、1977年74億8,900万ドルと年率1.6%で拡大した。

産業別で海外子会社の資産推移をみると、金融業（銀行業を除く）、保険業、不動産業の資産は1966年74億3,800万ドル、1977年392億4,700万ドルと年率で-2.3%と減少した。製造業の資産は1966年603億2,300万ドル、1977年2,339億6,500万ドルと年率13.1%で拡大した。石油業の資産は、1966年291億3,300万ドル、1977年1,236億9,000万ドルと年率14.1%で拡大した。米国親会社と海外子会社の資産の拡大を比較してみると、親会社よりも海外子会社のほうが大きいことがわかる。親会社の資産は1966年5,148億3,000万ドル、1977年1兆5,432億4,000万ドルと年率10.5%で拡大した。海外子会社の資産は

表3 米系多国籍企業（米国親会社、海外子会社）の資産の増大（単位ドル）

産業別	全体		親会社		海外子会社	
	1966	1977	1966	1977	1966	1977
すべて	624,202	1,986,623	514,830	1,545,240	109,372	443,383
鉄鋼	8,792	10,464	4,970	7,489	3,822	2,975
石油	80,238	342,446	51,104	218,756	29,133	123,690
製造業	271,212	867,381	210,889	633,416	60,323	233,965
食料品	19,742	64,781	15,591	48,359	4,151	16,422
化学産業	38,854	142,934	28,118	97,410	10,736	45,524
金属産業	40,595	112,438	32,864	87,073	7,731	25,365
機械産業（電気を除く）	30,793	124,911	22,015	82,777	8,778	42,134
電子産業	28,890	61,265	22,368	46,749	6,522	14,516
輸送設備	54,341	178,860	43,360	132,478	10,982	46,383
他の製造業	57,997	182,191	46,573	138,571	11,423	43,620
小売業	22,225	102,125	18,719	84,260	3,506	17,865
金融（銀行業を除く）	165,209	419,194	157,771	379,947	7,438	39,247
その他	76,527	245,014	71,377	219,372	5,149	25,642

注：米国親会社とは米国にある本社、海外支店を指している。海外子会社というのは、米国親会社が25%以上の株式を保有しているものをいう。

出所) Howenstine, N.G. [1982], "Growth of U.S. Multinationals Companies, 1966-1977," *Survey of Current Business*, April, p.35.

1966年1,093億7,200万ドル, 1977年4,433億8,300万ドルと年率13.6%で拡大した。

表4は、海外子会社における資産と雇用者数の拡大を示している。海外子会社の資産は、地域別にみると、先進国、途上国ともに拡大している。先進国では、1966年787億5,300万ドル, 1977年3,201億7,600万ドルと年率で13.6%であった。途上国では、1966年263億1,300万ドル, 1977年1,087億500万ドルと年率13.8%であった。先進国において、ヨーロッパの海外子会社の資産が、とくに拡大している。米国と関係が深いカナダよりも拡大している。ヨーロッパをみると、1966年401億7,500万ドル, 1977年1,884億1,500万ドルと年率15.1%であった。カナダをみると、1966年291億9,200万ドル, 1977年831億3,200万ドルと年率で10.0%であった。

海外子会社の雇用者数についてみると、製造業が全体の3/4を占めている。製造業の雇用者数は1966年24,256,161人, 1977年3,909,773人となった。

図3, 4は、米系多国籍企業のマルク建て資産、負債構造である。図3, 4から、現地通貨建ての資産、負債は、米国(本社)よりも圧倒的に海外(子会社, 支店)で保有されていることがわかる。変動相場制への移行によって、為替リスクは米国(本社)よりも海外(子会社, 支店)で生じている³⁸⁾。

表4 海外子会社における資産と雇用者数の拡大

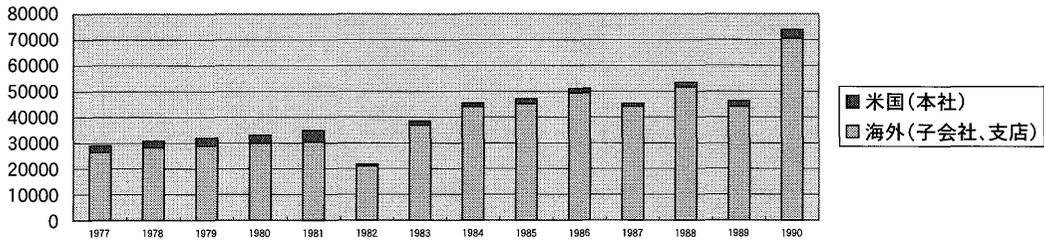
	資産 (ドル)		雇用者数 (人)	
	1966	1977	1966	1977
先進国	78,753	320,176	2,534,955	3,939,320
カナダ	29,192	83,132	733,072	940,080
ヨーロッパ	40,175	188,415	1,549,740	2,611,306
その他	9,386	48,630	252,143	387,934
途上国	26,313	108,705	1,031,646	1,952,629
ラテンアメリカ	18,126	71,312	712,442	1,059,449
その他	8,187	37,393	319,204	593,180

注：米国親会社とは米国にある本社、海外支店を指している。海外子会社というのは、米国親会社が25%以上の株式を保有しているものをいう。

出所) Howenstine, N.G. [1982], "Growth of U.S. Multinationals Companies, 1966-1977," *Survey of Current Business*, April, p.37.

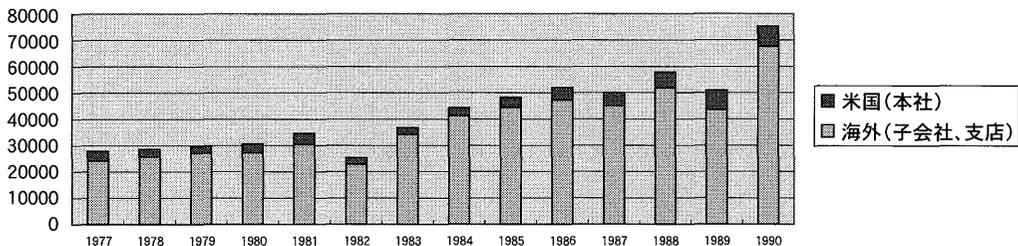
38) 本社(米国)よりも海外(子会社, 支店)で現地通貨建てで資産、負債を多く持っている構造はカナダドル, 日本円, スイスフラン, フランスフラン, イギリスポンド, イタリアリラにもみられる。たとえば1980年の資産構造において、カナダドル(本社12億43,00万カナダドル, 海外133億4,200万カナダドル), 日本円(本社354億9,700万円, 海外8,185億4,800万円) スイスフラン(本社6億900万スイスフラン, 海外20億3,000万スイスフラン), フランスフラン(本社4億4,000万フランスフラン, 海外186億2,700万フランスフラン), イギリスポンド(本社2億6,200万ポンド, 海外72億1,400万ポンド), イタリアリラ(本社553億1,100万リラ, 海外3兆6,368億1,500万リラ)である。負債構造においてカナダドル(本社60億900万カナダドル, 海外608億5,600万カナダドル), 日本円(本社1,336億6,200万円, 海外1兆2,098億1,500万円) スイスフラン(本社16億8,100万スイスフラン, 海外59億5,100万スイスフラン), フランスフラン(本社29億8,500万フランスフラン, 海外537億2,800万フランスフラン), イギリスポンド(本社14億2,800万ポンド, 海外190億6,400万ポンド), イタリアリラ(本社234億500万リラ, 海外3兆1,019億400万リラ)である。

図3 米系多国籍企業のマルク建て資産 (単位100万マルク)



注：資産の中身は現金・預金，短期の売掛金，その他（長期の売掛金を含む，設備等は含まない）1981年についてみると，米国（本社）のマルク建て資産構造は現金・預金21.6%，短期の売掛金27.6%，その他50.9%であった。海外（子会社，支店）のマルク建て資産構造は現金・預金11.1%，短期の売掛金38.5%，その他50.4%であった。
出所）U.S. Department of the Treasury, *Treasury Bulletin*各号より筆者作成。

図4 米系多国籍企業のマルク建て負債 (単位100万マルク)



注：負債の中身は短期借入金，短期の買掛金，その他（長期の買掛金を含む）1981年についてみると，本社（米国）のマルク建て負債構造は短期借入金19.2%，短期の買掛金13.3%，その他67.6%であった。海外（子会社，支店）のマルク建て負債構造は短期借入金25.0%，短期の買掛金29.5%，その他45.5%であった。
出所）U.S. Department of the Treasury, *Treasury Bulletin*各号より筆者作成。

3. 変動相場制の移行に伴う為替リスクの発生

Rodriguez, R.M. [1981] では，ニクソンショックからの10年間において，ドルの為替ポジションにおける米系多国籍企業の役割が論争的になったとしている。米系多国籍企業が為替レートに影響を与えるのか。それとも米系多国籍企業は為替レートから影響を受けるのか。Rodriguez, R.M. [1981] では，米系多国籍企業は短期金融市場を通じて為替市場に影響を与えることはなかったとしている³⁹⁾。

変動相場制への移行にともない，米系多国籍企業は為替リスクにさらされた。まず表5により代表的な米系多国籍企業の為替差損益をみてみよう。たとえば石油業界において，エクソンは1977年から1979年にかけて7億1,000万ドルの為替差損を出している。Mobilは1976年から1981年にかけて2億4,000万ドルの為替差損を出している。化学業界では，ダウケミカルは1977年から1979年にかけて650万ドルの為替差損を出し，Monsantoは1976年から1979年にかけて1億1,790万ドルの為替差損を出している。このように為替差損が相当程度計上されている。

為替差損益は米系多国籍企業にとって重要な問題となった。Rodriguez, R.M. [1980] は，1970年代

39) Rodriguez, R.M. [1981], "Corporate Exchange Risk Management," *Journal of Finance*, 36, pp.427-430.

表 5 米系多国籍企業の為替差損益 (単位100万ドル)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
Exxon	n.a.	215	60	-258	-316	-136	194	710
Mobil	n.a.	9	-16	-27	-74	-50	-29	-44
Texaco	n.a.	-28.2	-10.1	-94.5	-105.3	52.1	-69	57
Gulf	n.a.	n.a.	n.a.	0	14	1	-15	44
Standard oil	n.a.	22.8	-6.6	-23.1	-11	3.3	-27	-34
Atlantic	n.a.	n.a.	n.a.	-11.3	-15.9	-48.2	-31.9	-50.4
Union Carbide	-5.9	10.4	9.6	-26.5	-59.1	-29	7	87
Dow Chemical	n.a.	n.a.	n.a.	-10.2	10	-6.3	n.a.	n.a.
Monsanto	n.a.	n.a.	-25.8	-36.9	-28.3	-26.9	11.5	-27.6
GE	n.a.	n.a.	24.7	7.2	12.1	11.8	n.a.	n.a.
IBM	n.a.	n.a.	n.a.	28	113	-52	24	94
Sperry	n.a.	-7.6	-15.8	-24.9	15.6	-22.8	-21.4	7.3
Honeywell	n.a.	6.8	-3.2	-8.5	-9	-6.9	10.3	16.8
Xerox	n.a.	n.a.	n.a.	-40.7	-69.9	0.9	16.7	64.5
Eastman	-2	-61	-52.8	-19.4	-17	-9	49	n.a.
Rokwell	n.a.	2.6	-1.2	2	-1.9	-5.9	-4.1	-33.5
GM	n.a.	-32.1	244.7	-47.6	62.7	86.2	164.6	226.2
Ford	n.a.	-0.31	-0.21	-0.16	0.19	-0.28	-0.18	-4.79
Chrysler	-12.8	-34.8	-31	-64	-27	-68	-50	n.a.
Intel	8	9	12	-4.3	-63.5	7.6	-18.5	-82.8
Caterpillar	-2	19.6	-11.6	-15.1	-19.9	5.2	26.5	22.8
Goodyear	-30.7	12.1	-13.3	-47	-53.3	-40.1	-7.4	-20.1
Uniroyal	-7.5	-5	0.5	-3.5	-10.8	-1.2	3.3	-1.4

出所) Stopford, J. M., Dunning, J.H. and Haberich, K.O. [1980], *The World Directory of Multinational Enterprise*, Sijithoff & Noordhoff.

Stopford, J.M., Dunning, J.H. and Haberich, K.O. [1982], *The World Directory of Multinational Enterprise*, Sijithoff & Noordhoffより筆者作成。

後半における米系多国籍企業の財務担当者の為替リスクにたいする態度を三つに分けた⁴⁰⁾。第一に、米系多国籍企業はあらゆる為替リスクをヘッジする。為替リスク対策は必要である。そのためのコストは必要経費である。第二に、米系多国籍企業は、為替エクスポージャーを維持しながら、できるだけ収益を確保する。第三に、米系多国籍企業は為替差益よりも為替差損を重視する。Rodriguez, R.M. [1980] によれば米系多国籍企業は3つめのタイプである。

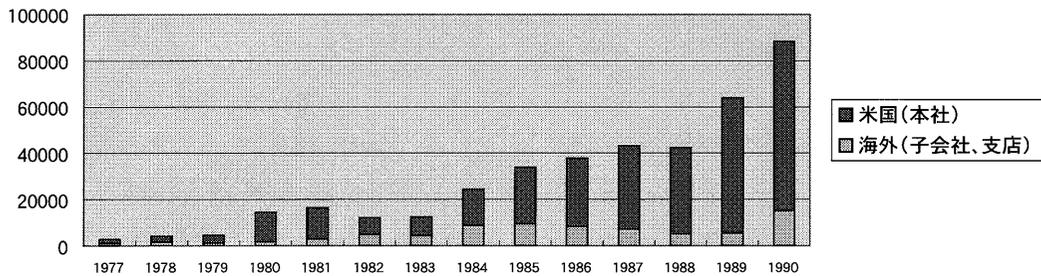
40) Rodriguez, R.M. [1980], *Foreign Exchange Management in U.S. Multinationals*, LexingtonBooks

4. ニューヨーク本社での為替リスク管理

米系多国籍企業の外国為替取引をみてみよう。図5, 6は, 米系多国籍企業の外国為替取引の推移を示している。ここでは, 米系多国籍企業の外国為替取引は本社で集中的に行なっていることを述べる。

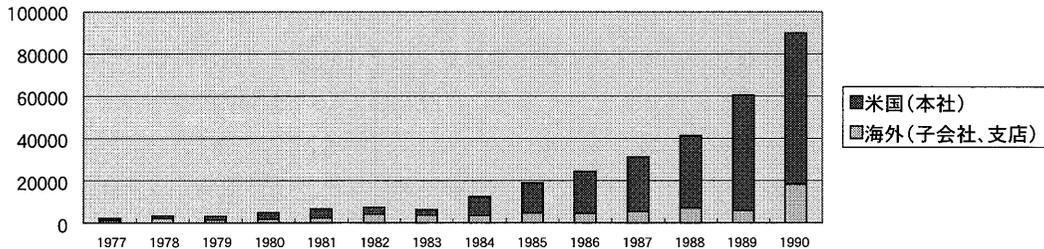
海外(子会社, 支店)が, 現地通貨建ての資産, 負債を多く保有していることはすでにみてきた。このことは, 米系多国籍企業の外国為替取引の実態に照らせば, 米国(本社)が海外(子会社, 支店)の為替リスクを集中して管理していることを意味している⁴¹⁾。

図5 米系多国籍企業の外国為替取引(マルク買い, 100万マルク)



出所) U.S.Department of the Treasury, *Treasury Bulletin*各号より筆者作成。

図6 米系多国籍企業の外国為替取引(マルク売り, 100万マルク)



出所) U.S.Department of the Treasury, *Treasury Bulletin*各号より筆者作成。

41) George, A.M. [1978], *Foreign Exchange Management and the Multinational Corporation*, Praeger Publishers は, 海外(子会社, 支店)は米国(本社)にたいして, 予想貸借対照表を作成して報告していると, 指摘している。El-Refadi [1986], *Foreign Exchange Risk Management in U.S. Multinationals under SFAS No52: Change in Management Decision Making in Response to Accounting Policy Change*, UMI, pp.102-103ではFASB8, FASB52の会計規則変更にかかわらず為替リスク管理の責任は米国(本社)にあることが指摘されている。米国(本社)が外国為替取引を集中的に行なっている構造は, カナダドル, 日本円, スイスフラン, フランスフラン, イギリスポンドについても同様にみられる。1980年のデータでみれば, カナダドル買い(米国15億7,300万カナダドル, 海外12億7,100万カナダドル), カナダドル売り(米国31億1,300万カナダドル, 海外9億2,300万カナダドル), 日本円買い(米国2,080億3,700万円, 海外240億5,500万円), 日本円売り(米国2,085億3,700万円, 海外391億3,500万円) スイスフラン買い(米国12億5,400万スイスフラン, 海外10億4,400万スイスフラン), スイスフラン売り(米国10億1,700万スイスフラン, 海外5億6,000万スイスフラン), イギリスポンド買い(米国20億9,100万ポンド, 海外6億1,800万ポンド), イギリスポンド売り(米国26億900万ポンド, 海外8億4,700万ポンド)であった。

5. ニューヨークでの取引

Shireeff [1982] では、ニューヨーク外国為替市場の対顧客取引の大部分は米系多国籍企業による取引であると指摘されている。Shireeff, D. [1982] によれば、米系多国籍企業はニューヨークで39.5%の取引を行ない、シカゴ22%、サンフランシスコ10.8%、ロンドンで12%の取引を行なう。英国の企業はロンドン為替市場で91.7%の取引を行ない、東アジアの企業は東京市場で60.7%の取引をしている。ヨーロッパ諸国の企業はロンドン為替市場で14.5%、フランクフルト市場14.1%、チューリッヒ12.4%、ブリュッセル11.1%であり、ニューヨーク外国為替市場の利用は3.6%にすぎない。現地企業は、現地の為替市場でおもに外国為替取引を行なっていることがわかる。英国企業でさえ、ニューヨーク外国為替市場の利用は2.7%であり、ニューヨーク外国為替市場の顧客取引は、おもに、米系多国籍企業の取引である。

6. 本社所在地の地理的検討

ここまでは、米系多国籍企業の本社がニューヨークにあるものとして議論を展開してきた。その理由は、基軸通貨国に、なぜ外国為替市場が存在するのかという問題を追及してきたからである。そのため「ニューヨーク」を米国を代表する用語として使用してきた。たとえばGM (General Motor) の本社はデトロイトにある。しかし、本社がニューヨークに存在しなくても、これまでと同様の議論が展開できることを述べる。

表6は、Forbesによる海外収入順の米系多国籍企業ランキングに、Fortuneのデータを利用して、米系多国籍企業の本社がどの都市にあるのかを示している⁴²⁾。ニューヨークに本社を構えている米系多国籍企業は30社中14社である。ニューヨーク以外に本社を構えている16社のうち、銀行以外の15社について検討を加えていく。

表7は、Forbesによる海外収入順の米系多国籍企業ランキング上位30社（ただし銀行を除く）の主要取引先銀行を示したものである。ニューヨーク以外に本社を構える米系多国籍企業の主要取引先銀行をみると、たとえばStandard Oil Calif(本社San Francisco), Ford Motor(本社Dearborn, Mich.), Dow Chemical(本社Midland, Mich.), Xerox(本社Stamford, Conn.)はCitibankである。GM(本社Detroit)はJ.P.Morganである。Gulf Oil(本社Pittsburgh)はJ.P.Morgan, Bank of America, Mellon Bankである。E.I.Du Pont de Nemours(本社Wilmington, Del.)はChase Manhattan, Chemical Bankである。GE(本社Fairfield, Conn.)はJ.P.Morgan, Citibankである。Standard Oil Indiana(本社Chicago)はFirst Chicagoである。Goodyear(本社Akron, Ohio)はChase Manhattanである。すなわち、ニューヨーク以外に本社を構える米系多国籍企業の多くが、ニューヨークに本社を構えている米国商業銀行と取引関係をもっている⁴³⁾。

42) Fortune, May4, 1981, p.324.

43) Reier, S. [1980], "IBM's Science of simplification," *Institutional Investor*, Nov., p.220では、IBMはニューヨークにある米国商業銀行と取引を行ない、ニューヨーク外国為替市場で取引を行なっていることが指摘されている。具体的にはJ.P.Morgan, Citibank, Bankers Trust, Irving Trustと取引をしているという。なお米国では州際業務規制が存在していたが、支店を設置することができないだけで預貸業務等は認められていた(高木仁 [1986]『アメリカの金融制度』東洋経済新報社を参照)。

表6 海外収入順でみる米系多国籍企業上位30社の本社所在地

	企業名	本社の所在地
1	Exxon	New York
2	Mobil	New York
3	Texaco	Harrison, N.Y.
4	Standard Oil	San Francisco
5	Ford Motor	Dearborn, Mich.
6	General Motors	Detroit
7	IBM	Armonk, N.Y.
8	Phibro-Salomon	New York
9	Citicorp	New York
10	Intel Tel&Tel	New York
11	Gulf Oil	Pittsburgh
12	BankAmerica	San Francisco
13	Chase Manhattan	New York
14	E I Du Pont de Nemours	Wilmington, Del.
15	General Electric	Fairfield, Conn.
16	Dow Chemical	Midland, Mich.
17	Standard Oil Indiana	Chicago
18	Occidental Petroleum	Los Angeles
19	J.P.Morgan	New York
20	Safeway Stores	Oakland, Calif.
21	Sun Co	Radnor, Pa.
22	Manufactures Hanover	New York
23	Eastman Kodak	Rochester, N.Y.
24	Xerox	Stamford, Conn.
25	Procter&Gamble	Cincinnati
26	Goodyear	Akron, Ohio
27	Phillips Petroleum	Bartlesville, Okla.
28	F W Woolworth	New York
29	Union Carbide	New York
30	Colgate-Palmolive	New York

出所) *Forbes*, July5, 1982, pp.126-127, *Fortune*, May4, 1981, p.324.

表 7 海外収入順でみる米系多国籍企業上位30社の主要取引先銀行

企業名	主要取引先銀行	年金管理
Exxon	Chase Manhattan	Citigroup, J.P.Morgan
Mobil	Citigroup, Bankers Trust, Chase Manhattan	Bankers Trust, Citigroup
Texaco	Manufactures Hanover	Manufactures Hanover
Standard Oil Calif	Citigroup	Bankers Trust
Ford Motor	Citigroup	Chase Manhattan, Citigroup
General Motors	J.P.Morgan	Chase Manhattan, J.P.Morgan
IBM	Bankers Trust, J.P.Morgan	Bankers Trust, J.P.Morgan
Phibro-Salomon	n.a.	n.a.
Intel Tel&Tel	Bankers Trust, Chase Manhattan	Manufactures Hanover
Gulf Oil	J.P.Morgan, Bank of America, Mellon Bank	Mellon Bank, WellsFargo
E I Du Pont de Nemours	Chase Manhattan	n.a.
General Electric	J.P.Morgan, Citigroup	n.a.
Dow Chemical	Citigroup	J.P.Morgan
Standard Oil Indiana	First Chicago	Chase Manhattan
Occidental Petroleum	Bank of America, J.P.Morgan	Chemical Bank
Safeway Stores	n.a.	Citigroup
Sun Co	Chase Manhattan, Bankers Trust	J.P.Morgan, WellsFargo
Eastman Kodak	J.P.Morgan	J.P.Morgan
Xerox	Citigroup	Citigroup
Procter&Gamble	J.P.Morgan, Citigroup	n.a.
Goodyear	Chase Manhattan	Chase Manhattan, Citigroup
Phillips Petroleum	Citigroup, J.P.Morgan	Citigroup, J.P.Morgan
F W Woolworth	n.a.	Irving
Union Carbide	Manufactures Hanover	n.a.
Colgate-Palmolive	Citigroup	Citigroup

出所) 主要取引先銀行については、Abrecht, S. and Locker, M. [1981], *CDE Stock Ownership Directory*, Corporate Data Exchange, 年金管理については、*Institutional Investor*, 1982, JanにおけるThe largest corporate pension Fundsを利用した。

結びに代えて

以上、米系多国籍企業がニューヨーク外国為替市場を拡大させるメカニズムについて順にみてきた。そこで明らかになったことは、まず、米国の企業は、第2次世界大戦後、海外(とくにヨーロッパ地域)への直接投資を活発に行ない、多国籍化した。そのさい、米系多国籍企業は、為替差損益に結実する現地通貨建ての資産・負債を増大させた。

そして、米系多国籍企業の現地通貨建ての資産・負債は、変動相場制という国際通貨制度の大転換により、為替リスクにさらされた。米系多国籍企業の財務担当者は、為替リスク対策の必要性に迫られた。為替リスクは集中的に管理するのが効率的である。そこで、米系多国籍企業は、この為替リスクを本社ニューヨーク(必ずしも本社はニューヨークではない)で集中的に管理し、ニューヨークで外国為替取引を実施した。

結論すれば、米系多国籍企業がニューヨーク外国為替市場で、顧客として、米国商業銀行と、外国為替取引を行なう。これがニューヨーク外国為替市場の拡大の起点である。