

## 米国の金融持株会社 市場と法

明治学院大学 白石 渉

### < 報告要旨 >

( 1 ) 1980 年代以降、米国金融セクターにおいて、以下に述べるような構造変化が観察できる。

第一に、経済環境の変化に対応した市場行動により、既存の金融システムが十分に機能しなくなり、質的に変容を遂げる金融イノベーションが進行している。第二に、銀行の証券業務への侵食が進んだが、1999年に制定されたグラム・リーチ・ブレイリー法は、この潮流を法制度上から追認し、いわゆる銀行と証券の垣根を取り除いた。第三に、上述した市場行動と法制度の両面から、金融機関の業態の境目が曖昧になる金融のボーダレス化が進展し、それは総合金融グループ、とりわけ金融持株会社の形成となって具体的に結実した。

本報告は、第三の視点から、金融持株会社ならびに大手証券会社のうち、シティ・グループとジェー・ピー・モルガン・チェースならびにメリル・リンチに焦点を当て、それらの金融行動 利益相反、タイピング、市場集中 ならびに財務分析を通じて、米国金融セクターの構造変化を考察することを目的としている。結論として、金融持株会社に関する評価を行う。

( 2 ) 金融持株会社は、銀行、証券、保険、その他の金融サービスをセットにして提供できる体制を構築したが、その組織と行動は金融セクターに次のような影響をもたらす。

第一に、金融持株会社と企業の関係において、トータルな金融サービスをひとつの金融機関で提供できるいわゆるワンストップ・ショッピングの利便性は企業のニーズに応えるものであるが、企業にローンを供与する見返りに投資銀行業務の取扱いを強制ないし条件付ける違法なタイピングを発生させる潜在的な危険性を持っている。

第二に、金融持株会社は破綻したエンロンに対しローンなどの信用供与と投資銀行業務をセットにした金融サービスを提供し同社の不正会計に関与していた。その際、金融持株会社の傘下にある投資銀行の違法な金融取引や利益相反が株主や投資家への損失を招いたと批判されている。証券取引委員会をはじめとする規制機関は投資銀行10社に対しアナリストの利益相反の罪で民事訴訟を申立て、総額14億ドルの巨額の和解金支払と投資銀行の組織や取引慣行の改善を条件に法的な決着をはかった。

第三に、金融寡占に対する懸念が生じている。金融持株会社による市場集中に関するデ

一夕の一端を紹介する。連邦準備制度理事会と財務省の共同報告書によれば、2003年3月末の金融持株会社数は銀行持株会社数の12%にあたる630社であるが、銀行持株会社の資産残高に占める金融持株会社の当該比率は78%に達する。この他、金融持株会社と専業投資銀行における投資銀行業務から得られる手数料収入ランキングを比較すると、投資銀行業務における金融持株会社の寡占は見られず専業の大手証券会社が強い地位を占めているとのデータがある。

第四に、2000～2002年度の期間で、シティー・グループとジェー・ピー・モルガン・チェースの財務分析を通じて金融持株会社におけるM&A効果について検証してみると、シティは非継続事業からの利益計上により辛うじて減益を免れたが、チェースの純利益は大幅な減少となった。金融持株会社を構築した両社ともM&Aのシナジー（付加価値）効果よりも事業部門間の収入および収益のインバランスを平準化する補完効果の方が大きい。

（3）上に述べた金融持株会社の組織と行動から、金融持株会社に関する評価は分かれている。「規模の経済」と「範囲の経済」による効率性と収益性の向上、ワンストップ・ショッピングの利便性、取引費用の低減などの観点から肯定的な意見がある。反面、金融持株会社は、その組織の性格上、利益相反、タイピング、金融寡占などの弊害を潜在的に発生させる危険性があるので、金融持株会社に対して批判的な意見もある。勿論、すべての金融持株会社がそのような行動をとるということを意味していない。後者の立場では、そのような弊害から消費者を保護するために規制を強化すべきである、あるいは英国の「金融サービス・市場法」のようにさまざまな金融サービス産業を一元的に横断的に規制する法制度を構築すべきであるとの議論がなされている。しかし市場行動と法制度の関係について留意する必要がある。ひとつは、両者は長い期間にわたって相互に影響を与えながら循環し進化してきていること、二つ目は、公平性を理念とする法（規制）は効率性を命題とする経済（市場）と衝突する関係にある。したがって、市場行動と法制度との連続的な関係を断絶するような規制を行う、あるいは市場において弊害がいまだ懸念すべき状況には至っていない段階で規制を強めることは、市場行動のインセンティブを喪失させ経済の効率性を低下させるので、両者の整合性を保つことが政策の要となる。筆者は、上に述べた法と経済の関係を基に、前者の立場を支持するものであり、現時点でいたずらに規制を強めればよいという論理に合理性は認められないと考えている。

< 討論者からのコメント >

茨城大学 内田聡

アメリカでは、金融構造の変化とグラム・リーチ・ブライリー（GLB）法の成立から、

総合金融グループの形成が進展している。報告者は、シティ・グループやJPモルガン・チェイスによるインベストメント・バンキングをとりあげ、その評価（ワン・ストップ・ショッピングの実現とタイインの問題など）を行っている。このなかでエンロンの具体例が丹念に考察されるなど、この点でも意義のある報告であろう。

質問 1 2ないし3のグループから考察される現象を、「市場と法」というテーマにおいて、どのように位置づけるのか。様々な現象は600以上ある金融持株会社にも当てはまることなのか。

質問 2 タイインなどの問題とGLB法との関係をどのように考えたらよいのか。こうした問題の根が同法以前にあるとすれば、その手当てをしないままに規制が緩和されたのか。（マーチャント・バンキングでは、同法成立後2年半に及ぶルール整備が行われたが。）あるいは、これまでとは異なる性格の問題が生じたのか。

質問 3 わが国への含意はなにか。

< 討論者からのコメントに対するリプライ >

質問 1 に対する回答：

本報告は米国金融セクターの構造変化を考察することをテーマとしており、その目的のために「市場と法」の両面からアプローチするというフレーム・ワークになっている。したがって、3つのパートから構成されている。すなわち市場行動および法制度における金融のボーダレス化の進展が総合金融グループ、とりわけ金融持株会社の形成となって具体的に結実したとする論理構成である。報告では、時間的制約から、パート3である金融持株会社のみを対象としたので、その前提となっている「市場と法」の部分構成しているパート1とパート2が省略されている。（討論者および座長にはそれぞれの要旨を差し上げた）大会報告ファイルではこの点を補完するために、上記（3）の金融持株会社に関する評価の節において、必要最小限の説明を加えてある。

報告で指摘した金融持株会社に生じた現象はすべての金融持株会社に当てはまるのかというご質問であるが、当然ながら当てはまらない。そもそもどのような組織グループにおいても、所与の条件のもとで、すべてが全く同一の行動をとるなどということはある得るであろうか。GLB法のもとでも、資本、技術、人材等に優れた金融機関とそうでない金融機関とは自ずと異なった行動がとられる。しかしそのことを理由に、GLB法のもとでの金融機関の行動を分析して金融セクターの構造変化を考察することが無意味であるということにはならない。GLB法へのリアクションはトップ集団に属する金融機関の行動に最も鮮明に現れるからである。例えて言えば、1988年頃を境に、マクロ的に見ると、企業の資金調達ソースは資本市場における資金調達が銀行ローンを上回ったが、中小・中堅

企業は現在でも銀行ローンに6割を依存しており、すべての企業が資本市場からの資金調達にシフトできるわけではない。この金融のディスインターミディエーションという現象も企業社会全体に同質で進行しているものではない事実と同様の論理で、金融持株会社に生じた現象がすべての金融持株会社に当てはまるわけではない。

質問2に対する回答：

銀行は収益性を高めるために顧客との全体的・総合的な取引関係から得られる収益が銀行内部の収益基準を満たしているかどうか評価している。このような取引慣行はリレーションシップ・バンキングと呼ばれており、その具体的な方策のひとつがタイイングと言われている取引である。私企業である銀行が収益増加をはかるのはいつの世でも同じであり、その目的のためにタイイングという取引を行うことはGLB法の制定と関係ない。勿論、すべてのタイイングが違法なのではなく、銀行がタイイングを顧客に強制する、条件付ける、あるいはタイイングによって競争が制限される場合のみ違法とされる。また総合金融グループに属する投資銀行とエンロンをはじめとする企業との間の不適切な金融取引や投資銀行のアナリストによる利益相反が行われたことは、GLB法がその要因となったのか、あるいはたまたまそうした事件が発生した時期にぶつかったのかについて議論がある。(2003年2月6日、FRBのGovernor、Mark W. Olsonの講演でのコメント)しかし1933年グラス・スティーガル法および1956年銀行持ち株会社法から1999年GLB法に至る期間における市場行動と法制度の関係を詳細に観察すると両者の間にかなり普遍的な関係が成立していることがわかる。一言すれば、市場行動は絶えず法制度に先行し、法制度は市場行動を追認するかもしくは抑制するという関係にある。「GLB法は、すでに死んでいたグラス・スティーガル法を単に形式的に認めたに過ぎない」(Patricia A. McCoy)、「(GLB法を例えて言えば、)議会は、音楽が終わってしまったにもかかわらず何度もダンスをして見せた」(Douglas P. Faucette)という状況に似ている。これらの箴言(しんげん)は市場行動と法制度の関係についての省察である。したがってご質問の「タイインなどの問題とGLB法との関係」はないと考える。

GLB法の制定以前に「こうした問題の根があるとすれば」、「手当てをしないまま」、つまりタイイングなどに対する規制あるいは予防措置を講じないで、「規制を緩和したのか」というご質問のロジックがよくわからない。周知の通り、GLB法は金融自由化へのエポック・メイキングとなる法律である。規制緩和を目的とするGLB法が、同法の制定以前に存在していた違法でない取引慣行をも規制するということは論理的に矛盾している。

私のマーチャント・バンキングに関する理解は以下の通りです。

GLB法 Section103(a)は銀行持株会社法(BHCA)に新たな条文 Section4(k)(4)(H)を追加して、金融持ち株会社が証券引き受け業務などの他にマーチャント・バンキングを行うこと

を認めた。同時に、Section122 は、GLB 法の発効後 5 年後に、金融持株会社にならなかつた銀行の子会社 (financial subsidiaries) にも、金融持株会社に許可したものと同一の業務を認めている。事実、2004 年 11 月より銀行子会社にもマーチャント・バンキングが認められた。マーチャント・バンキングは銀行が商業会社の株式保有を制限付きながら(支配を目的とせず、保有期間の制限あり) 認めたことであり、これは伝統的に商業と銀行業務を峻別する法制度や価値観が存在していた米国にとって画期的な意義がある。金融持株会社と銀行子会社との間にマーチャント・バンキングの開始にタイム・ラグが生じた背景は、銀行には税金を原資とする預金保険が付与されているので、子会社方式のもとで、ノンバンク業務のリスクが銀行に及ぶことが懸念されたからである。他方、競争による効率化をはかることを大義名分とする GLB 法にとって、金融持株会社と銀行子会社は equal-footing であることが望ましいし、なによりも金融持株会社の経済・金融に与える影響を見定める猶予、経過期間が必要であったものと考えられる。したがって、「マーチャント・バンキングでは」タイピングなど金融持株会社の組織(構造)上から生じる潜在的な危険性を予防するために「同法成立後 2 年半に及ぶルール整備」期間がおかれたという解釈の根拠を見出すことが困難である。

質問 3 「わが国への含意はなにか」への回答：

本報告は、米国金融セクターの構造変化を考察することを目的としており、わが国へのインプリケーションに言及することは差し控えさせていただきたい。敢えてひとつを挙げれば、わが国の法制度は、本稿の随所で述べた「市場と法制度の関係」に基づいていない。そもそも金融商品を供給する者と需要する者がいて、商品を売買する市場ができて、売買を仲介する者がいなければ、取引のルールは生まれてこない。つまり市場が先にあって、法制度は後から作られるものである。わが国の商法(特に、会社法) 証券取引法、金融システムに関連する法などは、米国のそれらに追随し Japan mode に微調整したものである。米国の法制度を移入することに官も学も熱心であり、それによってプライマリー・マーケットを整備することはできても、市場との interaction から生まれた法制度ではないので、セカンダリー・マーケットにおいて機能しないという特徴が見られる。「まず法ありき」、しかる後に、「市場はそれに従え」という逆転した発想である。金融持株会社について論議する際にも「市場と法制度の関係」への配慮が必要と思われる。

以上