

「銀行と証券の分離」について

——「銀行と証券の分離」の背景となる歴史認識を中心に——

磯 谷 玲

要 旨

「銀行と証券の分離」はアメリカにおける金融制度改革の大きな争点である。1980年代半ば以降、FRBの行政権限による実質的な改革が進行しているが、議会による法制度の改革はここ数年間成功していない。

こうした状況にあって、1920年代の商業銀行による証券業務を再評価する研究が行われるようになってきた。

本稿の目的は銀行と証券との分離にかんするいくつかの研究を紹介し、議論の対象および今日での到達点を確認することである。

ホワイトらの研究は従来の議論に一定の修正を加え、発展させたものとして評価できるが、今後金融システム全体を視野においた議論が展開されることが必要と考えられる。

目 次

- | | |
|--------------|--------------------|
| I. はじめに | V. アングとリチャードソンの見解 |
| II. ピーチの見解 | VI. クロスツナーとラジャンの見解 |
| III. ボーゲンの見解 | VII. 銀行業と商業の分離 |
| IV. ホワイトの見解 | VIII. 結びにかえて |

I. はじめに

本稿の目的は、1933年以前における銀行による証券業務の兼営に関するいくつかの研究を紹介し、検討することを通じて問題の所在を確認することにある。

周知のように1933年銀行法によって銀行の証券業務は「原則的に禁止」¹⁾されてきた。こ

した「銀行と証券の分離」は1920年代の株価暴落やその後の調査を下敷きとして導入され、今日にいたっている。

つまり1933年以前の銀行業・証券業、あるいはその兼営に関する認識を基礎としているのであり、この意味で1933年以前の実態に関する認識が銀行・証券業の兼営のあり方を考える上で大きな位置を占めることになる。本稿では以上のことからまず1920年代を中心とした時期にお

ける銀行と証券の兼営に関する研究を取り上げる。

次いで「銀行業と商業との分離」をめぐる問題を紹介する。ここで「銀行業と商業の分離」を取り上げるのは次の理由による。

1991年の財務省報告⁹⁾において銀行業と商業との分離原則の撤廃が主張されて以来、この問題は金融制度改革における大きな論点となってきた。この提起は一面では、現行制度の下で証券会社・投資銀行は一般事業会社と系列関係を持つことを禁止されていないため、銀行業と証券業との兼営を自由化した場合の混乱を回避するという実務の見地から、他方では、この事を通じて銀行の競争力を強化しようとする政策的見地から行われていると考えられ、銀行業と証券業との兼営問題にも密接に関連するものである。

同時のその歴史は銀行と証券の分離よりも長く、1933年以前から存在する原則であることから別個の考察が必要となる。

こうした理由から「銀行業と商業の分離」を独自に取り上げることにする。

II. ピーチの見解

まず、ピーチ (W. Nelson Peach) の所説⁹⁾を紹介する。

ピーチは同書の冒頭で、国法銀行制度が、州法銀行制度の持つ欠陥を克服することを目的としていたこと、しかし資金調達者のニーズは商業銀行からの短期金融よりも、証券による長期金融にシフトしていたこと、したがって銀行もこうした変化に対応し、証券の引受・分売業務に従事することによって収益を上げることを目指したこと、銀行自体の権限は限られていたため、子会社によって利益獲得が追求されたこと、を指摘している。

こうした本業での不振・苦境を背景として、銀行は新しい収益基盤である証券業務に参入していった (表1)。

さらに引き受けた証券は、チェーン・バンキングあるいはグループ・バンキングを通じて販売された。証券会社は銀行に投資証券を供給し、銀行子会社は地元の顧客に証券を販売し、

表1 銀行の証券業参入の状況 (1922~33年)

年	国法銀行		州法銀行		合計
	本 体	証券子会社	本 体	証券子会社	
1922	62	10	197	8	277
1923	78	17	210	9	314
1924	97	26	236	13	372
1925	112	33	254	14	413
1926	128	45	274	17	464
1927	121	60	290	22	493
1928	150	69	310	32	561
1929	151	84	308	48	591
1930	126	105	260	75	566
1931	123	114	230	58	525
1932	109	104	209	53	475
1933	102	76	169	32	379

[出所] Peach [1941], p. 83.

いわば証券会社の支店として機能したのである。

しかし銀行の証券業務参入は子会社システムの濫用 (abuses) と欠陥を明らかにするものとなった。ピーチによれば、こうした濫用と欠陥は次の四つの種類に分類できるという。

(1) 20年代を通じて投資銀行業務に共通してみられる濫用。この場合の事例としては、不健全で投機的な証券の発行、新規発行時の目論見書における不実記載、プール・オペレーションなどがあげられる。特に不健全で投機的証券の発行は膨大な数の外債に当てはまる事実であるといわれている。

(2) 子会社による親会社株式のプール・オペレーション。

(3) 銀行および子会社の従業員 (officer) の個人的利益追求を目的とした濫用。

この(2)および(3)については個別の事例があげられているがここでは割愛する。

(4) 商業銀行業務と投資銀行業務との混同。この場合の事例としては不良債権を証券に転換し子会社をつうじて公衆に販売したり、あるいは子会社を不良債権の蓄蔵器として用いるというケースがあげられている⁹⁾。

ピーチによれば以上の諸点が子会社システムの下で生じた濫用である。

こうした事態に対してとるべき途は、当然のことではあるが複数存在した。第一にこのままなんの規制も課さずに子会社の運営を認める事であり、第二に規制を課した上で子会社の運営を認めることであり、第三に子会社の運営を認めないこと、換言すれば子会社システムの放棄である。1933年には後者が選択され (しかし子会社システムという方法は再び1956年銀行持株会社法によって復活することになるのだが)、

以後銀行業と証券業とは分離されることになるのである。ピーチ自身は必ずしも銀行業と証券業との分離、もしくは子会社システムの放棄を主張していない。もし、規制によって濫用や欠陥が克服できるのであれば、それを放棄することは残念であると述べている⁹⁾。

ピーチの研究のひとつの特徴は金融システムに安定性をもたらすと期待された国法銀行制度が、期待したようには機能しなかったことから出発していることからわかるように、全体としての金融システムのあり方を強く意識したものであることである。したがって、ピーチにとってはこうした濫用・欠陥が商業銀行全体にみられるのか、それとも一部にみられることであるのかという事は問題ではない。たとえ、一部の商業銀行による濫用であっても、そうしたことを可能にするシステムが (あるいは法・制度がと言い換えてもよい) 問題なのである。

III. ボーゲンの見解

ボーゲンは、子会社システム (affiliate system) について論じた論文⁹⁾において証券子会社が親銀行に影響を与えうる方法を

- (1) 子会社による親銀行からの借入
- (2) 証券子会社による親銀行もしくは系列子会社への買戻契約付きでの証券の販売
- (3) 子会社が経営不振に陥った場合の様々な支援およびその結果

などいくつか分類し、実際に子会社が親銀行の流動性を損ねる方法としては、借入という方法が最も直接的であるとしている⁹⁾。

表2は12のサンプル銀行における子会社への貸出の実態を示したものである。これによれば無担保貸出や、その増加がいくつかの銀行にみ

表2 証券子会社への親銀行の融資状況

銀行	最大		平均		担保融資の比率 (%)	
	1929	1930	1929	1930	1929	1930
No. 1	\$ 16,294,284	\$ 54,839,881	\$ 1,802,335	\$ 28,813,049	100	57
No. 2	36,757,742	34,487,742	4,636,573	14,545,779	32	47
No. 3	25,020,000	24,970,000	10,715,000	14,493,000	100	100
No. 4	16,500,000	23,700,000	691,000	326,000	-	-
No. 5	19,172,276	25,504,967	12,022,500	10,387,663	100	100
No. 6	10,500,000	5,500,000	174,151	735,137	100	100
No. 7	7,100,000	6,550,000	2,662,400	3,916,500	100	100
No. 8	20,570,000	18,970,000	14,574,300	14,946,600	100	100
No. 9	2,134,000	13,878,000	30,000	4,417,000	-	87
No. 10	2,800,000	4,120,000	1,483,333	3,174,583	100	-
No. 11	21,000,000	21,000,000	12,000,000	17,000,000	100	100
No. 12	-	600,000	-	25,000	-	-

〔出所〕 Bogen [1934], p. 438.

表3 証券子会社の資金源 (1930)

銀行	資本および借入金	資本金の比率 (%)	借入金の比率 (%)
No. 1	\$ 137,414,000	79	21
No. 2	93,467,000	76	24
No. 3	61,370,000	36	64
No. 4	34,341,000	83	17
No. 5	17,792,000	39	61
No. 6	23,291,000	76	24
No. 7	35,015,000	66	31
No. 8	23,140,000	38	62
No. 9	60,939,000	43	57
No. 10	41,440,000	53	47
No. 11	6,955,000	96	4
計	\$ 535,164,000	64	36

〔出所〕 Bogen [1934], p. 440.

ることができる。

表3は証券子会社が借入金に依存している割合を示したものであるが、トータルで36%を借入金によっていることがわかる。ボーゲンには保有証券の額面を市場価格に修正すれば借入の占める比率はもっと上昇するとしている⁹⁾。

ボーゲンはその結論として、商業銀行と証券会社・投資銀行とは、商業銀行が自己の資本のみならず預金者の資金までも貸し付け、し

たがって長期の、流動性の乏しい貸付を行うことは予期されていないのに対し、証券会社は、少なくとも理論上は、自己の資金を持って投資あるいは投機を行うものと考えられているように、両者の業務の性格はいちじるしく異なること、従ってこれを管理・運営する経営者にも独自の経験と能力とが要求されるのであり、この二つの業務を単一の経営者の下で結合することは無益なことであるとしている⁹⁾。

ボーゲンのここでの見解は、とりあげられている統計等もサンプルもしくは匿名のものが多く、その点では問題が残ると考えられる。また、その特徴としては子会社が経営不振に陥った場合の対応を問題にし、その具体的な現れとして無担保融資の水準を問題にしていることにあると思われる。ボーゲンがここで問題とした無担保融資に水準については次にみるようにホワイトによる反論があるが、無担保融資の水準をどう解釈するかは別としても、子会社が経営不振に陥った場合の支援策とその影響、特に支援策が失敗した場合の影響は今日的にも重要な論点であると考えられる。

IV. ホワイトの見解

ホワイト (Eugene White) は銀行の証券業務兼営と銀行経営の健全性との関係について従来の理解に反対する見解を主張している。

ホワイトが最も重視するのは、1930年から33年という最も銀行破綻が頻発した期間において証券業務に従事していた銀行が顕著に生存率が高かったという事実である。全国法銀行の26.3%が破綻する中で、1929年には証券子会社を保有していた銀行の6.5%が、そして債券部門を通じて大規模に証券業務を営んでいた145の銀行の7.6%が閉鎖されただけだった¹⁰⁾。

ホワイトはこの事実を「証券業と銀行業との結合が、親銀行に対してなんらの脅威も与えなかったという証拠の中で最も確信できるもの」¹¹⁾としている。

さらに銀行の証券業務が銀行経営の健全性に悪影響を与えなかった根拠として次の点が示されている。

(1) 銀行が証券業務を行うこと、もしくは

行ったことに対して批判的な論者は、証券業務における収益の変動を問題視する。しかし、それは銀行全体の収益に深刻な影響を与えるものではなく、むしろ収益源の多様化という面での寄与が大きい¹²⁾。

(2) また、従来、親銀行から子会社に対してなされた無担保融資の水準が問題とされてきた。これに対してホワイトは、1929年の株式市場崩壊の前後で崩壊後 (1930年) の方が無担保融資の占める比率が高くなっていることを指摘し、こうした変化は経済状況の変化の反映であるという説明では解釈できないとする¹³⁾。

(3) さらに証券子会社が銀行の流動性に悪影響を与えたという主張がある。この点ではホワイトは従来の主張を一定認めながらも、銀行の規模によって被る影響が異なる事を重視する¹⁴⁾。

つまり、銀行の規模が大きければ量質共に多様な預金者が存在するようになり、予測できない預金の変動によって影響をうける可能性が減少する。また、アメリカにおいてはコルレス関係から多くの地方銀行が都市の銀行に預金をおくようになった。このことが都市の銀行の流動性を高めることに結びついた。

以上のことからホワイトは証券子会社が全体として国法銀行の資本やあるいは流動性を侵害したことはなかった、と結論する。

こうしたホワイトの見解は、国法銀行を対象とする範囲ではあるが、銀行業務と証券業務の兼営が直接的に銀行経営の健全性悪化につながるという「直列的な理解」には修正を迫るという点で評価することができると思われる。

しかし同時にいくつかの疑問も残らないわけではない。

一つには、これはホワイト自身が指摘してい

ることであるが、経営規模の影響である。

最初にあげた指標（破綻銀行と証券業務を営んだ銀行との比較）も、証券業務を営んでいた銀行は平均よりも規模が大きく、破綻した銀行は小規模のものが多かったという事情を勘案する必要がある。

この点を考慮すればホワイトがここで指摘したことは、大銀行は破綻しにくかったという事をいっているにすぎないとも考えることができる。これが第一の点である。

第二は、金融恐慌あるいは金融システムの動揺との関係である。

ここでホワイトが検討している問題は、銀行全体からみた証券業務と銀行の健全性との関係であり、そしてその結論は全体としては銀行が証券業務を営むことが銀行経営の健全性を侵害しなかったということである。

しかし、通常金融システムの動揺あるいは金融秩序の動揺が生じるプロセスは問題銀行の破綻から始まって、これが比較的経営の健全な銀行にも拡大していくと考えられている。したがって、1行あるいは少数行の破綻であっても放置すれば金融秩序全体の動揺を招くと考えられているのである。銀行の経営破綻に対してこれまで公的資金が投入されてきた論拠もこの点にあった。

したがって、ここでのホワイトの結論は、こうした動揺が伝播し拡大していくメカニズムが作用するという見地から補足される、あるいは再検討される必要があると考えられる。

第三に、証券業務が銀行経営に深刻な影響を与えなかったのだとしたら、1930年代の銀行不況の影響はどこに求められるべきかという事である。このことはホワイトのこの論文に対する疑問というのは不正確かもしれないが第二の点

とあわせて今後検討されるべきだと考える。

V. アングとリチャードソンの見解

ホワイトの見解は証券業務と銀行経営の健全性に関するものだった。

もう一つのグラス・ステューガル法成立の大きな要因であり、現在でも大きな関心事となっているのは銀行の証券子会社による「利益相反」の問題である。

従来この点については銀行の証券業務参入を積極的に認める論者の間でも「利益相反」は存在したとされてきた。しかし、過去には該当する事例が存在したが、現在ではグラス・ステューガル法や1933年証券法制定以来行われてきた一連の法・制度整備によって発生を回避することが可能である、従って「利益相反」の問題が再発する可能性は低いとするのが銀行の証券業務参入を認める論者の通例の主張であったように思われる。

このような考え方は、いわば経営者・従業員による「意図的」、あるいは個別ケースごとのミクロ的な「利益相反」を対象においたものと考えられる。

これに対して以下に紹介する二つの所説は、従来の主張をふまえて、引受証券のパフォーマンスを比較することによって1920年代におけるマクロ的にみた「利益相反」の有無を明らかにしようとするものである。この意味はこうである。個別の経営者の濫用が未然に回避できたとしても、銀行が証券子会社を保有し、引受活動を行うということの中に構造的な問題、利益相反をひきおこす構造的な要因が存在すれば、引受証券のパフォーマンスが劣っているはずで

あり、また逆に引受証券のパフォーマンスに差がなければそうした構造的な要因は存在しないということになる。

以下まずアングとリチャードソン (Ang and Richardson) の見解をとりあげる。

アングとリチャードソンによればグラス・ステューガル法制定の根拠となった見解は次のようなものであった。

- ・新規証券の品質 (低品質)
- ・不良債権をリパッケージして、疑問を持たない公衆へと押しつけた。あるいはコルレス銀行や「地方銀行」へ低品質の証券を引き受けるよう圧力をかけた。
- ・この結果、小規模の貸し手の信用供給能力を低下させた。
- ・以上のことを組織的に行った。

アングとリチャードソンは組織的な濫用 (abuses) は現行の法・制度の下ではもはや不可能であるとし、問題なのは商業銀行の子会社が引き受けた証券のパフォーマンスであるとする。引受証券のパフォーマンスが劣っていなければ構造的に利益相反を引き起こす要因は存在しないものと考えられるからである¹⁹⁾。

アングとリチャードソンは引受証券のパフォーマンスを調べるために1926年から30年の間に引き受けられた証券を引受業者毎に比較している。その結論を要約すればこうである。

(1) 商業銀行による債券引受が全体として投資銀行によるそれより劣っているという根拠は見いだせない。

(2) 銀行子会社の引き受けた債券は、デフォルト率は低く、事前の利回りも低く、事後的な価格は高かった (ここでいう事前利回りとは発行時の平均を指す)。

(3) 銀行子会社によって引き受けられた債券を発行した企業の株式パフォーマンスは、他の引受業者のそれよりも良好だったか、同程度であった。

アングとリチャードソンの研究で興味を引かれるのは J.P. モルガン (J.P. Morgan & Co.) とクーン・ローブ (Kuhn Loeb & Co.) とを別個に考察している点であり、さらに両者の引受証券のパフォーマンスが良好であるという点である²⁰⁾。このどちらの業者も、一方では伝統的な投資銀行業務に従事し、他方では預金の受入・貸付という商業銀行業務を営んでいた。従って、この二つの業者は投資銀行にも商業銀行にも分類できるのであるが、これをどちらに分類するかによって、結果が異なってくる (上述の結論はこの両者を除外した商業銀行のものである)。

モルガンとクーン・ローブの引受証券のパフォーマンスの評価については、両者の顧客や顧客がいていた産業基盤などの諸側面から検討されなければならないが、このことは、大投資銀行や大商業銀行が投資家を犠牲にしたという、あるいは「愚弄」したという理解は局面や対象を限定して考える必要があるという事を示している。

また、投資銀行か商業銀行かという区分からだけではなく、優良なパフォーマンスを示した証券を引き受けることが可能だったグループとそうではなかったグループという分類で比較・検討すること、また後者が出現した原因を1920年代当時の経済状況や株式ブームとの関連で考えることが必要であるという事を示唆している。アングとリチャードソンの研究はこうした方向へと進んでいるわけではないが、以上の点は重要な論点であると考えられる。

VI. クロスツナーとラジャン の見解

「利益相反」に関して、クロスツナーとラジャン (R. S. Kroszner and G. R. Rajan) も同様の考え方から証券パフォーマンスの比較を行っている。クロスツナーとラジャンの場合も、明言されているわけではないが、商業銀行の証券子会社あるいはそのスタッフによる意図的な脱法・逸脱行為については際限の可能性が少なくとみて、証券のパフォーマンスに「利益相反」の問題を集約しているように思われる。

クロスツナーとラジャンの見解は、アングとリチャードソンと比較した場合、投資銀行と商業銀行とそれぞれによって引き受けられた証券のパフォーマンスを比較するため、非常に細かく証券の条件をそろえていることに特徴がある。

引き受けた証券の額面や満期等の要素が、商業銀行によって引き受けられた証券と投資銀行によって引き受けられた証券で著しく異なる場合、この両者を比較しても厳密な意味では比較にならない。たとえば通常発行規模の大小は企業規模の大小を反映すると考えられ、また企業規模の大きい方が一般的に倒産する可能性が低いと考えられることから、額面構成の異なる証券群で比較した場合、デフォルト率が異なることも当然ある。このような証券の構成要素の違いによる影響をできるだけ排除するために、各種の条件をそろえて比較するという方法が用いられた。具体的には

- (1) ムーディーズ社ないしはプアーズ社による同一の格付を取得している
- (2) 同程度の cohort (プラスマイナス6カ

月以内)

(3) 同程度の満期

(4) 同程度の発行規模グループ (これは100万ドル未満, 100万ドルから500万ドル, 500万ドル以上, の3グループに区分されている) に所属

(5) 工業証券 (鉄道, 公益企業, 外国政府債は除外)

(6) その他転換条項等付帯条件が類似していることである¹⁷⁾。

各種条件が合致するものとして121の証券が比較されたが、こうした方式によっても投資銀行と商業銀行およびその子会社の間で引受証券のデフォルト率の相違は認められなかった。

「我々の結論は通常信じられていること、すなわち『銀行子会社は不健全で投機的な証券を引受、販売し、また不適切な目論見書を発行した』という見解とは一致しない。銀行子会社は高品質の証券を引き受けたばかりではなく、投資銀行によって引き受けられた証券よりも高いパフォーマンスを示してさえいるのである。¹⁸⁾」

この結論については基本的に上述したアングとリチャードソンと同じであるといつて良いだろう。

しかしながらクロスツナーとラジャンの研究で興味深い点は、投資銀行が引き受けた証券の場合デフォルト率が格付が低下するのにつれて上昇したのに対し、商業銀行の場合そうした関連が明確でなく、また最も格付が低いグループでは投資銀行の引受証券とデフォルト率に顕著な相違が出たという指摘がされていることである。

この事実を説明するものとして、クロスツ

ナーとラジャンは銀行と強力な関係がある企業は、そうした環境にない企業と比べて恐慌時でも信用にアクセスすることが可能であり、そのために破綻を免れたという説を紹介している。彼ら自身は肯定も否定もしていないが、これは十分考えられることである。またこうしたデフォルト率の差が銀行と企業との関係によって説明されないとしても、格付によって表現される以外の要素が商業銀行の引受証券において作用していることは疑いのないところであるのだから、その要素が何かということは明らかにされなければならないだろう。

VII. 銀行業と商業の分離

最近の金融制度改革において大きな関心を集めているものとして、銀行業と商業との分離というこれまで長い間アメリカの金融制度の根幹をなしてきた原則の見直しがある。たとえば、連銀理事の1人であるローレンス・H・メイヤーは次のように述べている。

「銀行業と商業の分離は英語圏の国々では長い歴史がある。実際それは1694年のイングランド銀行創設にまで遡ることができる。もし銀行業と商業とが分離されていなければ銀行の通貨供給能力は競争優位を獲得する手段として商人たちの関心を集めていたであろう。アメリカ政府も、少なくとも原則としては、銀行業と商業の分離は採用していた。

しかしアメリカの銀行制度においては、銀行業と商業の分離という原則は当初から完全なものではなかった。州政府はしばしば銀行免許 (bank charter) を、資本集約的な開発プロジェクトを促進する手段として考えており、結果として南北戦争以前においては銀行は時には

運河建設、鉄道建設、公共水道 (public water system) の開発などに従事していたのである。

したがって、アメリカにおいては当初から銀行業と商業の混合 (mixing) はグレイ・エリアだったのである。この伝統は今日まで続いている。たとえば、同じ個人が銀行と事業会社の株式を保有することは可能であるし、また、銀行持株会社は、その投資が支配目的でない限り、いかなる事業会社の議決権付き株式であろうとその5%までは取得することができる。さらに連銀は事業会社の非議決権株式についてはその25%まで、また中小企業投資会社 (small business investment company) を介してであればその49%までの投資を認めている。もっとも、こうした多数のグレイ・エリアにも関わらず、アメリカにおいては銀行業と商業とは実質的には分離されてきたというのが正確であろう。だが、われわれは銀行業と非金融企業との結合をこれまで以上に進めるか否かを検討しなくてはならない¹⁹⁾。

またゾンマー (Joseph H. Sommer) は銀行業と商業との分離がイギリス制度の単純な模倣であることを否定して、アメリカにおける銀行業と商業の分離の起源を、

- (1) 1780年代におけるアメリカ商業銀行 (American Commercial Banking) の誕生,
 - (2) 法人恐怖症 (Corporophobia),
 - (3) 1791年の第1合衆国銀行 (First Bank of United States) の創設
- に求めている²¹⁾。

周知のようにアメリカ合衆国あるいはその経済は植民地として出発し、通貨不足という問題に直面していた。信用はイギリスあるいはその他の諸国のマーチャント・バンクによって供給

されていたが、正貨は不足していた。そしてこの状態は独立後何年も続いたのである。

円滑な流通には近代的な銀行制度が不可欠であると考えられるが、他方でまた、経済力の集中も回避されるべき事態と考えられていた。こうしたアメリカ独自の金融制度の発達過程のなかで銀行業と商業との分離が把握されなければならないというのがゾンマーの見解である。

ところで、銀行業と商業との積極的な混合(mixing)を主張する論者は、リスクの分散化を図ることが可能なこと、混合によりシナジー効果が期待できること、銀行業により多くの資本が注入されることなどをあげている。

これらの論拠の各々を検討することはここで課題ではないが、実務的な問題としては、銀行業と証券業の兼営を認めた場合、現行の規制では証券業と一般事業会社(製造業等)の兼営は格別禁止をされていないため、銀行が証券業者を買収・合併した場合、銀行業と商業の分離という規定が問題になるという事があげられる。また、他方、政策的な問題としては、銀行業を主軸におくかあるいは産業企業を主軸におくかは別として、国際競争力の強化という課題がその背景にある。ゾンマーが指摘する「法人恐怖症(Corporophobia)」あるいは経済力の集中を回避すべしという考えは今日でも根強いものがあると思われるが、「アメリカの国際競争力の低下」という事態もしくは認識、こうした考えを否定ないしは薄める方向に作用する事態もしくは認識が存在しているのが今日の状況であると思われる。

そしてまた今日の議論においては証券業務の兼営が経営体としての銀行に与える影響という側面が強いが、歴史的にみればアメリカの金融制度をめぐる議論は、一方で円滑な決済(こ

で円滑などは必要な場合の短期資本の供給を含む)を確保するという課題と、他方で経済力の集中を回避するという課題との間で展開されてきたといえる。最近の動きの中ではいわゆる「コアバンク」「ナローバンク」論²³⁾がこうした流れの一つと考えられるが、銀行業と証券業との兼営の問題もこうした議論の流れの中で考えられなければならない問題である。

VIII. 結びにかえて

以上最近のアメリカにおける金融制度改革に関わるいくつかの歴史研究をとりあげ、紹介・検討してきたが、いくつかの点を指摘して結びに代えたい。

ここでとりあげたいいくつかの研究からだけでもわかるように、銀行業と商業の分離にしる、あるいは1933年銀行法による銀行と証券の分離にしる、それを貫いていた問題意識は、最近の言い方をいけば「決済システムの安定」である。ここには、当然短期信用の供与も含まれているが、この流れは最近のコアバンク論にまでアメリカ金融システムを考える場合の重要な潮流であると考えられる。換言すれば、銀行は円滑な資本の回転を保証するために必要なツールであり、同時にそれを超えてはならない存在、という考え方であるといえる。

他方ではかなり初期の段階から、こうした「純粋な銀行業務」だけで銀行にとって十分な収益をあげるの(ここで十分というのは経営体としての銀行の維持にとってという意味である)困難であった、という事情がある。このことから商業銀行は絶えず「付随業務」に参入していくことになった。したがって経営体としての銀行の営む業務は上記の考え方とは異な

り、実際には絶えず拡張されてきた。

こうした経過は存在するものの、決済システムやあるいは円滑な資本の回転を保証するものであるという考え方はアメリカにおける重要な潮流として考慮しておかなければならないものと思われる。

以上が第一点である。

第二点は、こうしたことを考えると先に紹介したホワイトらによる1920年代の商業銀行による証券業務、あるいは証券業務参入に関する研究は従来の「直線的理解」に一定の修正を迫るものとして評価することができるが、ピーチの提起した問題に充分応えるものとはなっていないのではないか、ということである。

すでに述べたようにピーチにとって問題だったのは濫用を、そしてその結果としての銀行システムの攪乱・動揺をひきおこさないシステムのあり方だったのであり、あるいはシステムがそうした欠陥を内包しているか否か、ということであった。それゆえ、銀行全体の引受証券のパフォーマンスがどうであれ、極論すればたった1行であろうと濫用が行われるシステムが容認されることはなかったのである。その意味ではピーチの研究やあるいはボーゲンの研究も個別性に着目したものであるともいえる。

最近の1920年代の再評価を目的とした論文において引受証券のパフォーマンスが論じられるとき、対象が工業証券に限定され、外債や公益企業などの証券が除外されているが、こうした研究が批判の対象としている「不健全で、投機的な証券発行」がもっとも典型的に見られたのが外債であるといわれている以上、外債の評価を抜きにして従来の見解を批判することには無理があるように思われる²³⁾。

また、商業銀行と証券会社・投資銀行とを比

較してそのパフォーマンスを論じるという方法にも疑問を感じざるをえない。この方法では商業銀行は証券会社・投資銀行と比較して格段悪事を働いたわけではない、ということは主張できるが、むしろ問題なのは証券業務に従事すること、あるいは証券業を営む会社を子会社に持ったことが本来の商業銀行業務にいかなる影響を与えたかである。ピーチにおいて国法銀行が強調されたのはそれが金融システム安定の手段として期待されたことと裏腹の関係にある。つまり安定した金融システムの構築という問題意識、課題意識から国法銀行が証券業務を兼営することが問題視されたのである。

ホワイトの研究は一定の範囲ではあれ、銀行経営の健全性と証券業務兼営が相反するものではなかったということを示した。ホワイトの研究についての評価はすでに述べたので省略するが、やはり全体的な平均や総和を問題としている点で論点のずれ違いがあるように思われる。ピーチの考えは安定した金融システムをつくることであり、いってみればその原因として証券業務が特定されたにすぎない。1930年代の銀行破綻あるいは大恐慌が現実のものである以上、その原因が解明されなければならないと考えるが、ホワイトらの研究はこのことにこたえるものとはなっていないのではないだろうか²⁴⁾。

第三にしかしこれら最近の諸研究は、現行の証券業務参入の方式の合理的側面を浮かび上がらせる結果となったということである。現在は20条子会社という手段によって銀行持株会社が個別に、FRBの認可を受けて引受・分売業務に従事するという方式を取っている。こうした方法については、その結果あるいは効果については別として、「制度の変更は議会によって行われるべきであり、行政当局の権限を超えてい

る」という批判があることは周知のことであるが、こうした選択的・選別的な方法は、個別行の破綻をシステム全体に拡大しないことをベースに行われており、この意味で一定の合理的側面を有するものと言えるのではないだろうか²⁵⁾。

注

- 1) 今日銀行持株会社の監督官庁であるFRBが、一定の制限の下であれば商業銀行が証券の引受・ディーリングを営む会社と系列関係を持つことを認めていることもまた周知の事実である。現在のスタンス、とくに収入制限が25%に引き上げられた97年以降のスタンスを「原則的に禁止」と評価することは難しいが、こうしたスタンスへの転換が1980年代半ば以降に生じたこと、それ以前の比較的長い期間は「原則的に禁止」と考えられてきたことから、ここでは「原則的に禁止」という表現を用いた。
- 2) *Department of Treasury* [1991]
- 3) W. Nelson Peach [1941].
- 4) Peach [1941], p.113.
- 5) Peach [1941], p.178.
- 6) Bogen, J. I. [1934].
- 7) Bogen [1934], pp. 436-437.
- 8) Bogen [1934], p. 440.
- 9) Bogen [1934], pp. 442-443.
- 10) White, E.N. [1986], p.40.
- 11) White, E.N. [1986], p.40.
- 12) White, E.N. [1986], p.42.
- 13) White, E.N. [1986], p.45.
- 14) White, E.N. [1986], p.48.
- 15) Ang, J. S. & Richardson, T. [1994].
- 16) Ang, J. S. & Richardson, T. [1994]. pp.360-362, p.365.
- 17) Kroszner, R. S. & Rajan, G. R. [1994], p.816.
- 18) Kroszner, R. S. & Rajan, G. R. [1994], p.829.
- 19) Kroszner, R. S. & Rajan, G. R. [1994], p.827.
- 20) Meyer, L. H. [1997].
- 21) Sommer, J. H. [1993], pp.3-31.
- 22) コアバンク論については、千田 [1998] を参照されたい。
- 23) アングとリチャードソンの論文では、外債も検討されているが企業ベースでは相違が見られないものの、政府発行 (Government) では相違があるとされている。ただこのことは同論文ではあまり重視されていないようである。
- 24) この評価はもちろんホワイトらによる最近の研究成果を否定するものではないし、また今回取り上げた論文において達成されなければならないという性格のものでもないが、今後の課題として確認しておきたい。

25) このことは最終的あるいは一義的な法制度決定者としての議会の役割を軽視するものではない。ここでの評価はどのようにして制度が決定されるか、あるいは形成されるかに関する評価ではなく、制度のもつ合理的側面に関する評価である。

参考文献

- Ang, J.S. & Richardson, T. [1994], "The underwriting experience of commercial bank affiliates prior to the Glass-Steagall Act", *Journal of Banking and Finance*, 18, pp. 351-395.
- Bogen, J.I. [1934], "The affiliate system" in H.P. Willis and J.M. Chapman (Eds.), *The Banking Situation*, New York, Columbia Univ. Press, pp.425-443.
- Carroso, V.P. [1970], *Investment Banking in America*, Harvard Univ. Press.
- Department of Treasury [1991], *Modernizing the Financial System; Recommendations for Safer, More Competitive Banks*.
- Greenspan, A. [1997], Remarks at the Annual Convention of the American Bankers Association (Boston, Massachusetts).
- Greenspan, A. [1997], Testimony before the Subcommittee on Financial and Hazardous Materials of the Committee on Commerce, House.
- Kroszner R.S. & Rajan, R.G. [1994], "Is the Glass-Steagall Act justified?; A study of the U.S. experience with universal banking before 1993", *The American Economic Review*, Vol.84, No.4, pp.810-832.
- Meyer, L.H. [1997], Remarks at the Seventh Annual Conference on Financial Structure (Annandale-on-Hudson, New York).
- Myer, M.G. [1970], *A Financial History of the United States*, Columbia Univ. Press.

- [1934], *The Banking Situation*, Columbia Univ. Press.
- グラス＝スティーガル法研究会 [1998], 『業際問題を越えて』, 財団法人日本証券経済研究所
- 千田純一 [1998], 「ナロウバンキングと金融システム」, グラス＝スティーガル法研究会『業際問題を越えて』, 財団法人日本証券経済研究所
- 西川純子・松井和夫 [1989], 『アメリカ金融史』, 有斐閣
- マーガレット・G・マイヤーズ著・吹春寛一訳 [1979], 『アメリカ金融史』, 日本図書センター (当所東京研究所主任研究員)