

グラス・スティーガル法16条再考

高 月 昭 年

要 旨

グラス・スティーガル法とは、1933年銀行法のうちの、銀行の証券取引に関連する16条、20条、21条、32条の4か条の総称であるが、このうち20条と32条は、1999年11月12日に成立した、通称グラム・リーチ・ブライーリィ法によって廃棄された。これによってグラス・スティーガル法の改正が実現し、銀行と証券の相互参入が実現した。20条は、銀行と証券会社が関連会社となることを規制し、32条は銀行と証券会社の役職員の兼任を制限するものであった。この両条の廃棄によって、銀行持株会社の下で、銀行と証券会社を自由に所有できるようになった。いわゆる20条関連会社のような制約は、もはや受けない。一方、16条は銀行本体の証券業務を規制するもの、20条は証券会社の預金受入れを禁止する規定で、両条は表裏の関係をなすものであるが、これらに修正はなく、また、修正に向けた動きも皆無である。つまり、ヨーロッパ型のユニバーサル・バンキングを選択しないというのが、米国の基本的な考え方である。

それでは、グラス・スティーガル法16条は、何を意味するものであろうか。通説的な理解は、銀行の証券業務を原則的に禁止する規定というものである。しかし、銀行の証券業務は、1864年の国法銀行法と判例理論によって、グラス・スティーガル法制定以前においても原則的に認められていなかった。これに対して1927年のマクファーディン法は、一定の条件の下で、国法銀行に投資証券の売買を認めた。グラス・スティーガル法16条は、マクファーディン法が認めた投資証券の売買を規制する目的であったと説明されているが、その内容を詳細に吟味していくと、通説とは反対に、証券業務を、マクファーディン法以上に拡大させる面がある。今日一般的な、国債の現先取引や、証券ブローカー業務は、国法銀行やマクファーディン法の下では認められない取引であり、グラス・スティーガル法16条によって始めて可能となるものである。このように、グラス・スティーガル法16条を正しく理解するためには、国法銀行やマクファーディン法と関連付けながらみていく必要があり、この作業を重ねていくと、グラス・スティーガル法16条の、通説とは異なる姿が浮かんでくる。

目 次

I. 問題の所在と本稿の目的

1. 問題の所在
2. 本稿の目的

II. マクファーディン法制定までの動き

1. 信託関連会社および証券関連会社
2. クレイトン法
3. 通貨監督官の懸念

III. マクファーディン法による取引範囲の

拡大とその意義

1. マクファーディン法制定の背景
2. マクファーディン法と国法銀行の証券業務

3. マクファーディン法下における銀行の証券業務

IV. グラス・スティーガル法による

マクファーディン法の改正とその意義

1. グラス・スティーガル法の位置付け
2. グラス・スティーガル法16条

V. 1935年銀行法による業務範囲見直しとその意義

1. 1935年銀行法の立法経緯
2. 1935年銀行法の評価
3. グラス・スティーガル法再考

VI. 結語

I. 問題の所在と本稿の目的

1. 問題の所在

グラス・スティーガル法の語は、広く1933年銀行法全体を指すこともあるが、本稿においては、1933年銀行法のうち、銀行の証券取引に関連する16条、20条、21条、32条の4か条の総称として用いる。20条は連邦準備制度加盟銀行と証券会社が関連会社となることの制限規定（12 U.S.C.377）、32条は連邦準備制度加盟銀行と証券会社の間での役職員の兼任に関する制限規定である（12 U.S.C.78）。周知のごとく、1987年以降、銀行は、20条の解釈に基づき、一定の制約はあるものの、証券関連会社（同一銀行持株会社の傘下にある証券会社、通称、20条関連会社または20条子会社）を介して、一般の証券会社と遜色のない証券業務が展開できるようになった。1999年11月12日に成立した、通称グラム・リーチ・ブライーリイ法¹⁾は、20条と32条を廃棄し、銀行と証券会社の関連会社化や役職員の兼任を自由にした。

一方、16条は国法銀行の証券業務や証券取引

に関する規定で（12 U.S.C.24 Seventh）、日本の証券取引法65条の母法である。また、21条は証券会社の預金受け入れ業務を禁止する規定で（12 U.S.C.378）、16条と表裏の関係にある。銀行の証券取引に関連しては、もっぱら16条が議論の中心となるが、16条は何を意味する規定であろうか。米国財務省は、「グラス・スティーガル法16条は、国債等の例外を除き、銀行が証券を直接、売買、引受、購入することを禁止している（prohibits）」と述べている²⁾。これは、16条の解釈についての通説でもある。同条は、国法銀行の証券業務や取引を、証券の種類や行為の態様に応じて、「・・・に限られる（shall be limited to・・・）」、「・・・してはならない（shall not・・・）」、「いかなる場合であつても・・・してはならない（In no event shall・・・）」などと表現するのみで、「禁止（prohibit）」という語は使っていないが、条文を素直に読めば、通説の解釈に帰着するであろう。

しかし、16条を正確に理解するためには、いまだ少し木目細かい分析が必要である。なぜならば、16条の結果、新たに取り扱いが可能となった証券取引もある。また、レトリックに及ぶ話

であるが、禁止というのは、本来であれば実行可能な行為を、「してはいけない」と差し止めることで、本来的にできない行為であれば、禁止する意味はない。確立された判例理論によると、国法銀行は、国法銀行法によって始めてその存在が認知され、権能が付与される性格のものである。それゆえ、株式の売買など、国法銀行法に規定されていない取引や業務はできないとされている³⁾。できないものを、禁止したり制限することは、無意味である。

もっとも、国法銀行法のもとにおいても、解釈上、地方債への投資や、債権保全のための証券取得など、限定的な範囲内で証券取引を行う余地はあったが、解釈に依存するゆえの不安定さがあった。1927年のマクファーディン法は、国法銀行法を改正し、一定の制限のもとで投資証券の売買を認めた。解釈に依存して行われてきた証券取引に、明文の根拠を与えたものである。グラス・スティーガル法16条は、マクファーディン法によって認められた証券取引の禁止を意図したものと説明されている⁴⁾。

しかしながら、グラス・スティーガル法は、単純にマクファーディン法以前の状態への復帰を狙うものではなく、マクファーディン法には言及していない事項についても、グラス・スティーガル法は細かい規定を設けた。このような経緯から、グラス・スティーガル法が言う、「してはならない」や「限られる」には、マクファーディン法が認めた投資証券業務を制限するものと、当然にできない取引や行為を再確認するにすぎないものが混在することとなった。さらに、一面では、国法銀行法やマクファーディン法が認めていなかった証券取引を認めてもいる。かなり複雑であり、グラス・スティーガル法16条の正確な理解のためには、同条に規定さ

れている取引や行為の内容に即し、その意味を分析する必要がある。この作業を省略し、「証券業務を原則として禁止した」と言うのは、正確さを欠くだけでなく、グラス・スティーガル法以前は原則自由であったかのような、誤ったメッセージを発するものでもある。

2. 本稿の目的

本稿の目的は、以上のような問題意識のもと、国法銀行法やマクファーディン法などを踏まえながら、グラス・スティーガル法16条の意味を再考することにある。注意すべきは、4か条に及ぶグラス・スティーガル法のうち、16条を除く3か条は、グラス・スティーガル法によって始めて設けられた規定であるが、16条はすでにあった国法銀行法の規定に修正を加えたものであるという、来歴の違いである。来歴の違いを踏まえ16条を読み取らなければ、16条を正しく解釈することはできない。なお、国法銀行法下での証券取引については、すでに別の機会に分析済みであるため⁵⁾、本稿では特に、マクファーディン法との関係に焦点を置く。

また、「証券業務」と「証券取引」の違いも重要である。「証券取引」とは証券を取得、売却、処分する行為を広く含むが、銀行がこれらの行為を行ったからといって、直ちにそれが「証券業務」ということにはならない。業務性の認定が問題になる。本稿が対象とするグラス・スティーガル法16条は、「証券業務」に関する規定と「証券取引」に関する規定の双方を含んでおり複雑である。たとえば、「(証券や株式の)取引を業務とすること(The business of dealing in securities and stock)」は、顧客の注文・顧客の勘定による売買に限るとの規定は、抵当権の実行など、「業務」に該当しない範囲

で、自己勘定によって証券や株式を売却する余地があることを示唆するものである。これに対して、「特に法律によって認められる場合を除き、いかなる場合においても、自己勘定による株式の購入 (purchase) を認めるものではない」との規定は、株式購入が業務であるか否かを問題にしていない。本稿では、業務性の有無を問わないより広い概念である「証券取引」の語を原則としながら、業務に関する規定、業務を念頭において議論されているケース、その他業務性が認められるようなケースでは、「証券業務」の語を用いるようにした。なお、この「証券取引」は、条文や判例では“dealing in (securities)”と表現されている。

Ⅱ. マクファーディン法制定までの動き

1. 信託関連会社および証券関連会社

(1) 信託関連会社

国法銀行法が、証券取引に関する規定を欠いていたことから、国法銀行の証券取引は、原則として認められないというのが、確立された判例理論であった⁶⁾。国法銀行法は、授權法であり、法律が付与していない権限は認められないという理由である。

一方、20世紀に入ると、企業の成長も進み、必要とする資本の規模も拡大し、長期金融に対する需要が増大していった。この頃になると、家族経営から出発した企業の世代交替が進み、また、創業者死亡による相続税負担などが、資金需要の拡大をもたらした面もある⁷⁾。このような変化の兆しが現れてきたが、当時の米国の証券市場は、まだ小規模なものにとどまっており、長期金融の需要に積極的に対応していった

金融機関は、信託会社であった。信託会社は、預金の受入れもでき、この点で銀行と変わらないが、長期貸出や債券投資など運用面での自由度が大きい。これは、米国の銀行は、商業銀行であると同時に、発券銀行として発展した経緯によるものである。信託会社には、発券業務は認められていない。発券機能の有無と、業務範囲の広狭が対応していた。

長期金融の発展に対して、国法銀行も短期貸出の更新等によって対応していったが、さらに、信託関連会社を設立し、長期金融への本格的な進出を試みるようになった。シカゴ第1国法銀行 (First National Bank of Chicago) は、早くも1903年12月に第1信託貯蓄銀行 (First Trust and Savings Bank) を設立している。

もっとも、国法銀行法は、国法銀行に他社株式の保有を認めていない。それゆえ、子会社の設立はできないため、信託関連会社の設立には、特別なテクニックが必要であった。シカゴ第1国法銀行のケースでは、同銀行が株主に特別配当を行い、この配当金を新会社の株式に出資する方法が用いられた⁸⁾。また、国法銀行と、この信託銀行子会社の取締役や幹部職員は兼任されており、実質的には銀行の子会社である。同様の動きは、その後も拡大していくが、国法銀行の信託業務進出意欲に対して、1913年の連邦準備法は、連邦準備制度加盟銀行に信託業務を認め、関連会社方式を採用しなくとも信託業務が扱えるよう、道を開いた。しかし、信託会社の優位性は依然として残り、連邦準備法の制定後も、信託関連会社の設立は続いている⁹⁾。国法銀行は、支店展開や海外業務などで多くの規制を受けるのに対し、信託会社はそのような規制を受けなかったためである。

(2) 証券関連会社

20世紀初頭の証券市場は、発展途上にあり、まだそれほど大きなものではなかった。たとえば、1905年から1906年当時、全国ネットワークを持つ投資銀行はわずかに5社程度であり、また、1912年から1915年当時、全米の証券ディーラー数は250社程度で、その大半は東部に集中していた¹⁰⁾。しかし、この頃から状況が大きく変ってきた。第1次世界大戦の戦費調達を目的とする自由国債 (Liberty Bond) の発行が原因である。

証券市場の拡大に呼応して、国法銀行の中には、債券部 (bond department) を設け、証券業務を展開するものが増大していった。国法銀行の証券取引は原則として認められていないが、債券については、国法銀行法が認める「その他債務を証明するもの」の割引や譲渡に該当するとの理由から、売り・買戻し特約が付いていないことを条件に、例外的に認められてきた¹¹⁾。これを根拠とするものであるが、実際には、債券売買にとどまることなく、株式投資などの違法行為が絶えなかったようである。この結果、国法銀行の証券取引や証券業務に対する、行政の関心が強くなっていった。通貨監督官の1915年の年次報告は、1905年2月に、ニューヨークのある大手国法銀行が、シカゴの鉄道会社の株式2百万ドルを購入したこと、この購入に先立つ14月前に、この銀行は通貨監督官から、株式購入は禁止されている旨、書面による警告を受けていることなどを明らかにしている¹²⁾。通貨監督官は、その後もこのような違法行為の防止に、相当な力を入れている。前記1915年の年次報告は、国法銀行が権限超越 (ultra vires) あるいは違法な投資活動から損失を被ることがないよう、特別な努力を続けてきており、それが

ある程度は成功したと述べている¹³⁾。ある程度の成功ということは、まだかなり権限超越あるいは違法な投資活動が横行していることを示唆するものである。また、この場合の権限超越な活動の中心は、株式投資であった。

1900年代から1910年代にかけては、国法銀行による権限超越あるいは違法な証券取引が後を絶たない一方で、国法銀行の側にも、その是正を図る動きが出ている。証券関連会社の設立である。証券関連会社の設立は、信託関連会社の設立に少し遅れて1910年前後から観察される動きで、先駆的な例として、1908年にファースト・ナショナル・バンクによるファースト・セキュリティ社 (First Security Company) の設立が有名である。これに続いて、1911年にはナショナル・シティー・バンクがナショナル・シティー社 (National City Company) を¹⁴⁾、1917年にはチェイス銀行 (Chase National Bank) がチェイス・セキュリティーズ社 (Chase Securities Company) を設立している¹⁵⁾。これら証券関連会社の設立では、親銀行が特別配当を実施し、この特別配当を、親銀行幹部を受託者とする信託財産に寄託し、この信託財産が証券関連会社に出資するという方法や、証券関連会社の株式を親銀行の株主に直接割り当てるが、同一の株券に、銀行と証券会社双方の持分を表示し、両者を一体化させる方法などが用いられている。なお、1922年当時、証券の引受や販売を行う国法銀行の証券関連会社が10社、銀行本体の債券部において証券の販売を行う国法銀行64行が確認されている¹⁶⁾。

なお、これら証券関連会社は後年、証券の引受・販売を始めとする積極的な証券業務を展開していき、グラス・ステイーガル法制定のトリガーとなるが、初期段階の目的は、他銀行の株

式の保有にあった¹⁷⁾。この限りでは、証券会社というよりも銀行持株会社的な機能が強かったといえよう¹⁸⁾。

2. クレイトン法

銀行は、信託関連会社から、さらには証券関連会社を設立し、業務の多角化を進めていったが、1910年代に入ると、信託関連会社の拡大に対して、独禁政策の視点からの疑問が提起され、1914年10月15日、一連の独占禁止法を改正強化する、クレイトン法が制定された¹⁹⁾。これは、1912年に下院銀行委員会・小委員会で行われたブジョー調査とそれに基づく勧告を立法化したもので²⁰⁾、銀行や信託会社の役職員の兼職を二つの方向から制限している（クレイトン法8条）。人的な関係から独占的な支配力が強まることを防止するものである。

第1に、資産規模に基づく規制で、何人も、預金、資本金、剰余金、未配当利益の合計が5百万ドルを超えるような銀行もしくは信託会社と、他の銀行もしくは信託会社の、取締役、職員、従業員を兼務してはならない。

第2に、所在地区の人口に基づく規制で、人口20万人以上の市で設立または営業する銀行もしくは信託会社の役職員が同時に、同一地区にある他の銀行もしくは信託会社の役職員となることを禁止するものである。このケースでは、銀行や信託会社の規模は問われないが、株主が完全に同一の銀行もしくは信託会社の役職員兼務は、規制されない。同一銀行持株会社の兄弟会社間の兼務は、禁止の対象外である。

このほかにクレイトン法8条は、銀行や信託会社以外の商業活動を行う会社について、資本金、剰余金、未配当利益の合計が1百万ドルを超える会社の役職員が同時に、他のあらゆる会

社の役職員となることを禁止している。

8条にいう「商業活動を行う会社」には証券会社を、また、「他のあらゆる会社」には、銀行や信託会社も含むであろう。このため、証券関連会社の資本金、剰余金、未配当利益の合計が1百万ドルを超えるような場合は、8条によって銀行との役職員兼務はできなくなると解される。クレイトン法は、銀行とその証券関連会社間の役職員兼務を直接に規制するものではないが、銀行の証券関連会社を規制する一定の効果はあったであろう。グラス・スティーガル法32条は、この延長線上にある規制であった。

3. 通貨監督官の懸念

クレイトン法は、銀行の信託関連会社に着目するもので、証券関連会社を念頭に置くものではない。同法の立法時期が、証券関連会社が普及する直前であったというタイミングの問題であろう。一方、証券関連会社の拡大に対して、通貨監督官は強い懸念を抱いたようである。通貨監督官は毎年、議会の開始に先立ち、国法銀行や通貨の流通状況について議会に年次報告を提出しなければならないが、その中で、銀行制度の改善や通貨保有者の保護に必要な立法上の措置についても言及するよう求められている（国法銀行法61条、R.S.333）。1920年の年次報告に、証券関連会社の規制に関する、次のような一節がある²¹⁾（箇条書きは論者）；

① 証券関連会社は国法銀行と緊密に関係しながら運営されており、国法銀行の経営者が経営管理していることもある。このような証券関連会社は、投機とあらゆる種類の金融スキームの拡大拠点となっている。

② 国法銀行は他の国法銀行や事業会社の株式保有ができないことは、連邦最高裁判所

の確立した判例であるが、国法銀行の株主と株主を同一にする証券関連会社は、活発に事業会社の株式を売買しており、また、ときには、国法銀行か州法銀行かを問わず、他の銀行を支配している例も見られる。

- ③ 国法銀行の付随的なものとして運営される証券関連会社が販売する多くの商品は、投資家にとって危険なものとなっており、また、証券関連会社の信用のみならず、国法銀行の信用や評判を害することもある。
- ④ 銀行業務は、このような証券関連会社から完全に分離されるべきであり、また、同一人物が、安全性が重視される保守的な銀行と、証券関連会社が行っているような投機的な活動を、同時に経営管理することは、不可能ではないにせよ、極めて困難である。
- ⑤ 証券関連会社は、論理的には自らの資金を投資や投機に充てており、預金者の資金を投じているわけではないが、実際には、多くの資金を関連の国法銀行から借り入れている。また、証券関連会社を保有する他の国法銀行から借り入れ、相互主義的な貸出²⁰⁾の際限のない連鎖が生じている。
- ⑥ 証券関連会社を道具とすることで、国法銀行は、自らは安全にも、合法的にも行うことができない業務が可能になっている。

以上のような問題意識から、通貨監督官は議会に対し、経営管理面で証券関連会社を国法銀行から完全に分離していくような立法措置の必要性を訴えている。クレイトン法によっても、限られた範囲で人的な分離が可能であったが、それにとどまることなく、両者の分離を経営管理全体に拡大するべきであるとの主張である。

Ⅲ. マクファーディン法による取引範囲の拡大とその意義

1. マクファーディン法制定の背景

(1) 通貨監督官の姿勢の変化

通貨監督官は、国法銀行の証券関連会社に強い懸念を抱きながらも、その規制に積極的に動いた様子は伺えない。通貨監督官の年次報告で証券関連会社に言及するものは、1920年のみである。ところで、1920年の年次報告は、証券関連会社の規制以外に、次の事項に触れている²³⁾。

- ① 連邦準備銀行の適格担保範囲の拡大。当時、国法銀行の資産が、州債、地方債、鉄道抵当証券、工業抵当証券など多角化していき、この結果、適格担保となる米国政府証券の保有比率が全資産の25%以下に低下してきた。このため、不測の事態が発生したとき、連邦準備銀行からの借入による流動性確保に支障が発生する危険がある。このような問題意識から、適格担保の対象を米国政府証券以外に拡大するよう求めたものである。
- ② 銀行役員や幹部社員の、勤務先である国法銀行からの借入規制。これらの融資は、しばしば情実に流れ、銀行倒産の原因になっていた。
- ③ 銀行役職員が地位を利用して個人的な利益を得ることに対する罰則の強化。たとえば、融資対象となっている新規事業の株式を廉価で取得するような事例が、少なくなかったようである。通貨監督官は、銀行貸出の質の劣化を懸念していた。
- ④ 株主に対する、幹部社員の給与、従業員数および平均給与の報告。小規模な銀行の

中には、業績の順調な大手銀行に比べかなり高額給与を支給しているものがあつた。株主に対する人件費の報告は、このような不均衡是正の一助になるとの考え方である。

証券関連会社規制も含め1920年の年次報告で指摘されている事項は、適格担保対象の拡大を除き、いずれも国法銀行の現状に何らかの規制を加えようとするものであり、その意味で、国法銀行にとって厳しいものである。ところが、証券関連会社規制と同様に、その後、通貨監督官がこれら規制の実現に向けて動いた様子もみられない。

また、1920年の年次報告でこれらの指摘をしておきながら、翌年からは全く別のテーマを強調しており、証券関連会社規制が取り上げられているのは、後にも先にも1920年の年次報告のみである。ちなみに、1921年の年次報告の指摘事項は、①国法銀行の存続期間をさらに20年延長するか、もしくは永続的なものにすること、②国法銀行に所在する市町村内での支店を認めること、③貸金庫会社の株式取得 (R.S.5201に追加)、④銀行検査に対する虚偽報告等に関する罰則強化 (R.S.5209修正)、⑤資産負債、損益、主要幹部の給与、営業経費とその説明を、書面で株主に提出させる、⑥通貨監督官に対する年3回以上の業務状況に関する報告の義務化 (R.S.5211修正)、⑦通貨監督官に銀行検査官の追加採用を認める (R.S.5240修正)、などである²⁴⁾。

これらのうち、①国法銀行の存続期間、②貸金庫会社の株式取得については、補足を要する。当時は、国法銀行に20年の存続期限が付いており、この期限が近づくと、その延長が常に問題となった。銀行の証券関連会社や、支店問題などが浮上してきた1920年当時は、ちょうど期間延長問題が再発したときでもあつた。また、当

時、貸金庫が普及してきており、国法銀行のなかに、これを子会社化したいとの要請が出てきた。しかし、国法銀行の権能の中に、株式取得はない。このため、新たな立法措置が必要になったものである。貸金庫問題は、国法銀行の証券取引問題にはかならない²⁵⁾。

1920年の年次報告で強調された証券関連会社問題は、その翌年には姿を消したが、さらに1924年の年次報告には、銀行の証券業務を支援する提言が行われている。そこでは、①国法銀行に投資証券の売買 (to sell and buy) を認めるべきである、②ただし、株式の売買は含めるべきではない、③すでに大多数の国法銀行が投資証券の売買を行っているため、これを認めても現状にほとんど変化はない、と述べられている²⁶⁾。銀行の証券業務に対する通貨監督官の関心は、表面的なものにせよ、証券関連会社規制から、国法銀行の投資証券売買に関する法整備に移ってきている。債券売買は国法銀行法によって認められている業務であると解釈されているが、その法的な根拠を解釈に依存するのではなく、より明示的なものにする意図である。

(2) 支店問題

このように、1920年から1924年の数年間で、通貨監督官の姿勢が大きく変わってきているが、この変化は何を意味するのであろうか。ヒントは、1921年年次報告の②の支店問題にある。

1913年の連邦準備制度の創設によって、通貨発行という州法銀行にはない国法銀行の魅力が失せた。国法銀行も州法銀行も、ともに商業銀行として競い合う関係に入ってしまったが、ここに至って、州法銀行に対する国法銀行の制度的なハンディキャップが浮上してきた。その最大の問題は支店問題であつた。連邦準備制度創設

の頃から、州法銀行の間に支店開設の動きが広がり、1920年代に入るとその動きに拍車がかかってきた²⁷⁾。1922年当時、支店開設を認める州は22州に達している²⁸⁾。一方、国法銀行の支店開設は容易ではない。国法銀行法は、国法銀行の設立に当り、重要事項を記載した組織証書 (organization certificate) を作成し、裁判所の確認を受けたうえで通貨監督官に提出するよう求めている (同6条, R.S.5134)。業務執行の場所も、記載事項のひとつであるが、国法銀行法は、“The place where its operation . . . carried on” と言っている。“The place” であり、“The place or places” でないことから、支店は認められないと解釈される²⁹⁾。

1918年11月7日、議会は、「同一郡、市町村内にある二つもしくはそれ以上の国法銀行相互の合併を認める法律」³⁰⁾を制定し、同法2条において、合併後の国法銀行に、合併前の店舗や業務を従来通り維持することを認めた。ここに至って、国法銀行も支店保有が可能となったが、

合併が前提条件であり、なお窮屈である。

このような競争上の制約から、州法銀行に転換していく国法銀行が少なくなかった。1923年10月21日から1925年10月17日の間に166の国法銀行が、州法銀行に転換している³¹⁾。また、1925年10月17日から1926年10月1日の間には、国法銀行から州法銀行に転換するもの87に対し、その逆は29に止まっている^{32) 33)}。なお、当時は、連邦準備制度に加盟する州法銀行はきわめてわずかであり³⁴⁾、このため、国法銀行の減少は、連邦準備制度の崩壊に繋がりがねないとの危機感があった³⁵⁾。また、同じ連邦準備制度に加盟する銀行の中に、支店開設が認められている銀行と、そうではない銀行があることの是非も、大きな議論を呼んだ^{36) 37)}。

表1は、連邦準備制度加盟銀行数の推移を示すものであるが、国法銀行数の減少もさることながら、それ以上に州法加盟銀行の減少が急である。しかも、州法銀行の総数は、国法銀行に倍する。したがって、既存の国法銀行を維持し

表1 連邦準備制度加盟銀行数の推移

	加盟銀行数			州法銀行	
	国法銀行	州法銀行	合計	総数	加盟率
1915	7,598	17	7,615	18,260	0.1
1916	7,572	34	7,606	18,611	0.2
1917	7,600	53	7,653	19,178	0.3
1918	7,700	513	8,213	19,244	2.7
1919	7,780	1,042	8,822	19,037	5.5
1920	8,025	1,374	9,399	19,688	7.0
1921	8,150	1,595	9,745	20,043	8.0
1922	8,244	1,648	9,892	19,566	8.4
1923	8,179	1,624	9,803	19,103	8.5
1924	8,043	1,569	9,612	18,598	8.4
1925	8,048	1,441	9,489	18,149	7.9
1926	7,906	1,354	9,260	17,491	7.7
1927	7,759	1,275	9,034	16,788	7.6
1928	7,629	1,208	8,837	16,131	7.5
1929	7,403	1,119	8,522	15,504	7.2

注：1922年までは6月末、以降は12月末

出所：FRB, *Banking and Monetary Statistics*, 1943.

ていくと同時に、州法銀行の加盟を促進することも重要課題であった。のみならず、州法銀行に国法銀行への転換のインセンティブを与えることも必要である。州法銀行に認められると同等の権能を国法銀行に与えることは、州法銀行の国法銀行への転換を促進する観点からも必要な措置であったろう。

この問題への対処は、誕生間もない連邦準備制度の成否にかかわる緊急の課題であった。連邦準備制度理事会はすでに、1916年から繰り返し、国法銀行の支店開設を承認する法案を作成しているが³⁸⁾、前記のように通貨監督官も、1921年の年次報告で再び³⁹⁾、この問題を取り上げた。さらに、翌1922年以降の年次報告では、支店問題が大きな比重を占めるに至るが⁴⁰⁾、合せて、1924年の年次報告では、現状追認的に投資証券の売買にも言及していった。いずれも国法銀行の魅力向上に繋がる改革である。

2. マクファーディン法と国法銀行の証券業務

(1) 投資証券業務に関する立法の必要性

このような環境のもと、1924年2月11日⁴¹⁾、下院銀行委員会のマクファーディン委員長は一連の問題解決に向けた法案⁴²⁾ (H.R.8887、以下「1924年法案」)を提出した⁴³⁾。この法案は支店問題のほか、国法銀行の投資証券売買にも言及している⁴⁴⁾。その内容からも容易に想像のつくことであるが、1924年法案は、通貨監督官の1924年の年次報告に呼応するものであり、また、この法案には通貨監督官が深く関与していた⁴⁵⁾。一方、通貨監督官は、この法案は1923年および1924年の提言をほぼすべて含んでいると評価し、その早期成立を強調している⁴⁶⁾。マクファーディンと通貨監督官の密接な連携プレーの様子が

伺える。

投資証券売買に関する規定を設けたことについてマクファーディンは、1924年法案の審議に臨み、①程度の差はあれ、国法銀行は投資証券の売買 (buying and selling) を行っていること、②国法銀行法には、投資証券の売買を認める明示的な文言はないが、合法性を認められるべき業務にまで普及している、③通貨監督官はこれを、「その他債務を証明するもの (other evidence of debt)」の割引、譲渡に該当し、それゆえ国法銀行法によって認められていると考えている、④しかし、この業務 (business) は、このような解釈に委ねるにはあまりに大きな問題となっている、と指摘⁴⁷⁾、投資証券の売買に関する立法的な解決の必要性を強調している。なお、ここに引用されている通貨監督官の解釈は、多数の判例理論を踏まえたものである。

もっとも、1924年法案は通貨監督官の期待に反し成立をみななかったが、マクファーディンは第69議会⁴⁸⁾に同様の法案 (H.R.2)を再度提出した。この法案も、1924年法案と同様に投資証券の売買に関する規定を置いており、その趣旨についてマクファーディンは、①国法銀行が投資証券売買 (buying and selling) を継続できる権利を承認すると同時に、②投資証券の詳細な定義を通貨監督官に委ね、好ましくない投資証券を対象から除外し、また、③一発行体当りの投資証券の売買量を払込資本金および余剰ファンド (surplus fund) の25%に制限することにある、と説明している⁴⁹⁾。現状を追認しながら、一定のセーフガードを設けるもので、この基本姿勢は1924年法案から一貫している。

しかしながら、議会の関心はもっぱら支店問題に集中していた。支店問題については激しい反発もあったが、連邦準備制度の維持問題を深

刻に受け止めるなら、投資証券の売買に関する規定は「変更なしに承認されうる条項」⁵⁰⁾と考えられていた。マクリーン上院議員は、国法銀行に州法銀行と対等な条件での支店設立を認めなければ、上院はジレンマを見るであろうと、やや脅迫めいた発言をしているが⁵¹⁾、当時の雰囲気伝えるものであろう。こうして、1927年2月25日に、マクファーディン法が誕生、懸案の支店問題や存続期間問題に決着をつけた⁵²⁾。のみならず、支店問題の陰に隠れてはほとんど議論らしい議論がなされないまま⁵³⁾、一定の制限のもとで国法銀行の投資証券売買に法的根拠を明示的に与えるという、1863年の国法銀行法制定から64年にして始めての、国法銀行の業務範囲に関する記念すべき改正が実現した。一方、マクファーディン法は、いま一つの課題であった、証券関連会社問題を積み残しており、この問題がいずれ再発したとしても、不思議はない。グラス・ステイーガル法の伏線である。

(2) 投資証券の売買に関するマクファーディン法の枠組み

投資証券の売買を認めるという点では、1924年法案も1927年マクファーディン法も共通であるが、興味深いことに、その法的な構成は両者で異なる。1924年法案は、国法銀行の権能に関する規定(R.S.5136)の改正ではなく、連邦準備法24条を改正し、国法銀行は「債券(bonds)、証書(notes)、債務証券(debentures)などの形態によって、あらゆる者、パートナーシップ、団体、会社などの負債(indebtedness)を証する債務(obligations)、および、一般に投資証券として知られる債務(obligations)の売買(purchasing and selling)⁵⁴⁾」ができるとした(1924年法案16条)⁵⁵⁾。また、その量的な上限につい

ては、一債務者当りの信用供与を払込資本金の10%および余剰ファンド(surplus fund)⁵⁶⁾の10%を超えることはできないとする大口貸出規制に関する規定(R.S.5200)を改正し、投資証券の売買については、さらに資本金や余剰ファンドの15%までの投資が可能とした(同法案16条、8条)。また、連邦政府、州、地方公共団体の債務は、量的制限の適用対象外とした(同法案8条)。

これに対して、1927年マクファーディン法は、国法銀行法に規定されていた国法銀行の権能のうち、業務範囲に関する規定を整理・再編したRevised Statutes 5136条7項目め(Seventh)の第1文に、二つのただし書きを追加するものであった(同法2条(b)項)⁵⁷⁾。

第1のただし書きは、国法銀行に投資証券(investment securities)の売買を認めるもので、詳しくはつぎのような内容である(箇条書きは論者)；

- ① 投資証券(investment securities)の売買(buying and selling)は、唯一、売り・買戻し特約の付いていない(without recourse)⁵⁸⁾⁵⁹⁾市場性のある債務(marketable obligation)に限る。
- ② 投資証券とは、債券(bonds)、証書(notes)、債務証券(debentures)など一般に投資証券として知られる形態によって、あらゆる者、パートナーシップ、団体、会社などの負債(indebtedness)を証する市場性のある債務で、そのさらなる定義は、通貨監督官がレギュレーションで定める。
- ③ 国法銀行が保有する一債務者に対する投資証券の額は、国法銀行の払込資本金の25%および余剰ファンド(surplus fund)の25%を超えることはできない。

- ④ 米国債、州または地方公共団体の一般債⁶⁰⁾、もしくは、連邦農業貸出法 (Federal Farm Loan Act) に基づき発行される債務は、保有額規制の対象から除かれる。

投資証券に関する1927年のマクファーディン法の規定を、1924年法案と比較すると、条文の配置 (1924年法案は連邦準備法の改正、1927年法は国法銀行法の改正)、1927年法は売り・買戻し特約の付いていないことを条件としたこと、大口融資規制と切り離されたこと、通貨監督官に投資証券のさらなる定義を委ねたことなどの相違が指摘できる。

また、通貨監督官は1927年6月30日に、投資証券の定義に関するレギュレーションを制定したが、これによると、国法銀行が売買の対象としうる投資証券は、マクファーディン法によって明示的に示されている市場性のある証券でなければならない⁶¹⁾。「市場性のある証券」とは、当該証券を実勢価格で販売のために提示できる市場が用意されている証券である⁶²⁾。また、特定の証券が市場性のある証券であるか否かの判断に当たって、通貨監督官は、市場性を持ちうるだけの十分な規模のある発行であること、発行の市場性を保護または保証するような態様によって販売されていること、信託契約に基づく発行にあっては、受託者が信託会社か銀行であること、等を考慮しなければならない⁶³⁾。なお、「負債を証する (evidencing indebtedness)」市場性のある債務と規定する条文の文言から、株式売買が認められていないことは明白である。

ところで、マクファーディン法は、米国債を始めとする公共債については、量的制限を受けないが、公共債であっても、売り・買戻し特約が付されていないことという制約は受ける。この点は、後で検討するグラス・スティーガル法

との関係で、重要である。

第2のただし書きは、国法銀行の、州法に基づき設立された貸金庫業務 (safe deposit business) の実施会社に対する出資は、払込資本金の15%および余剰ファンドの15%を超えることはできない、とするものである (現行では第6文の末尾に配置)。この範囲を超えない限り、貸金庫会社の100%子会社化が可能となった。

(3) 投資証券の売買と引受

ところで、投資証券の売買を認めるマクファーディン法は、引受までも認めるものであろうか。私見は否定的である。証券引受には、①引受人 (underwriter) が発行者から証券を買い取り、投資家に分売する、②投資家への仲介・斡旋にとどまり自らは買い取りをしない、③仲介・斡旋を基本としながら、売れ残りがでると引受人が残額を購入する、などの方式がある。このうち、②や③の方式による引受は、手数料を目的とする証券ブローカー・エージェント活動は権限超越とする1875年のウェクラー事件 (42 Maryland Reports 581) から、国法銀行には認められていないと解釈できる。特に③は、引受人に不測の損失が発生するリスクを伴うもので、売り・買戻し特約付の証券売買の禁止が偶発債務による銀行の損失防止にあることを明らかにした、1935年のアウォティン事件 (295 U.S. 209) や16条の精神からも、認められるものではあるまい。

一方、①の方式は、個々には“buy”と“sell”に分解できることから、この限度で“buying and selling”に“underwriting”を含めて解釈する余地がなくはない^{64) 65)}。しかしながら、“underwriting”は少しでも有利な条件で発行者の資金調達をサポートするもので、売買差益

を目的とする“buying and selling”⁶⁶⁾とは異質な側面を持つ。

国法銀行法の解釈に依存して行われてきた証券取引に、明示的な法的根拠を与えるというマクファーディン法の立法趣旨からは、従来の判例理論の拡大までも意図するものではあるまい。また、投資証券の売買規定に、売買差益を目的とする取引を超える新たな権限が追加されたことと解釈することは飛躍であろう。

もっとも、学問的な分析と、実務的な対応は別である。米国銀行界のカルチャーとして、明確に禁止されていない以上、許されると判断する傾向が強い。“buying and selling”は、今日的な意味での「ディーリング」や「トレーディング」を指していると思われるが、とはいえ、これに“underwriting”を含まないと解する明確な根拠もない以上、銀行界が肯定的に受けとめたとしても、不思議はない⁶⁷⁾。しかし、国法銀行法が授權法であるという性格に着目するれば、肯定的な解釈が最終的に裁判所の支持を得られるものか、大いに疑問であるが、その判断の機会がないまま、グラス・スティーガル法によって、引受は明確に否定された。マクファーディン法が引受まで認める趣旨か、興味深いテーマであるが、個人的には否定的に解する。

3. マクファーディン法下における 銀行の証券業務

マクファーディン法前後の銀行の証券業務をめぐる動きは、次の三点に要約できる。

第1は、信託関連会社の存在意義の低下である。1913年の連邦準備法によって国法銀行に信託業務が認められるに至っても、海外業務や支店展開の優位性から、信託関連会社の存在意義はなお大きかった。しかし、海外業務は1916年

および1919年の連邦準備法改正によって、すでに解決済みである⁶⁸⁾。さらにマクファーディン法によって支店問題が一応の決着をみたことから、信託関連会社の存在意義が低下、国法銀行との合併によって、信託関連会社は急速に消滅していった⁶⁹⁾。

第2は、国法銀行本体の証券業務についてであるが、マクファーディン法は現状追認的な立法であって、これによって国法銀行本体の証券業務が大きく変わったわけではない、ということである。たとえば、1927年6月から1930年6月の3年間で、国法銀行の貸出は13,849百万ドルから14,874百万ドルへと7.4%の増加、投資（政府証券およびその他証券）は、6,388百万ドルから6,875百万ドルへと7.6%の増加となっており、両者の間に有意な違いはない。一方、1924年6月と1927年6月の比較では、貸出の増加15.8%に対し、投資は25.2%に上る⁷⁰⁾。マクファーディン法が制定された頃になると、証券関連会社の普及もあって、国法銀行本体での証券業務は一段落していたようである。マクファーディン法が引受を認めたことの解釈から、これ以降、国法銀行の引受活動が活発化していったと言われているが、国法銀行本体をみる限り、むしろ、逆である（表2）。

第3に、対照的に活発化するのが証券関連会社の活動である。証券関連会社は、当初は銀行持株会社的な性格を持つものであったが⁷¹⁾、1916年頃から、引受や販売など本格的な証券業務に力を入れていったようである⁷²⁾。しかも、マクファーディン法制定以降、大恐慌までの間の拡大は急であった⁷³⁾。債券発行に占める国法銀行の証券関連会社のシェアは、1927年の12.6%から1930年には33.6%へと、3倍近い拡大である⁷⁴⁾。マクファーディン法下における銀行の証券業務

表2 債券発行に関する銀行・銀行関連会社の関与度

	1927	1928	1929	1930
国法銀行関連会社	12.6	8.9	17.6	33.6
その他銀行関連会社	8.0	11.5	27.2	20.8
銀行・信託会社	16.2	11.6	6.3	6.8
小 計	36.8	29.5	51.1	61.2
プライベート・バンカー	63.2	70.5	48.9	38.8
合 計	100.0	100.0	100.0	100.0

注：①債券発行のうち各主体が引受や販売に関与した比率

②プライベート・バンカーとは、個人あるいはパートナーシップ等によって銀行業を営むもの、J.P.モルガンの前進のモルガン商会はその代表例

出所：Peach (1941) p.110.

を特徴づけるものは、従来からその規制の必要性が問われながら、結局、マクファーディン法においても積み残された証券関連会社の本格的な事業展開であった。証券関連会社は国法銀行法の規制を受けないため、マクファーディン法が証券引受を認めると否とにかかわらず、証券引受は可能であった。したがって、証券引受との関係では、マクファーディン法の効果は、法的な面よりもむしろ、心理的な面で大きかったと思われる。

IV. グラス・スティーガル法によるマクファーディン法の改正とその意義

1. グラス・スティーガル法の位置付け

1863年国法銀行法からグラス・スティーガル法に至るまで、ちょうど70年である。銀行の証券取引に関して、この間に明らかになったルールを整理すると以下のようなものであろう。

- ① 株式の取引は、債権保全に必要な場合を除き、原則として認められない（判例）
- ② 投資証券の売買は認められる（判例、マクファーディン法）
- ③ ただし、売り・買戻し特約付きの投資証

券売買は認められない（判例、マクファーディン法）

- ④ 投資証券の売買に一定の量的な制限を設けるが、国債など公共債はその対象外とする（マクファーディン法）
- ⑤ 証券のブローカー・エージェント業務は認められない（判例）

一方で、積み残された課題もあった。最大の積み残し課題は、関連会社問題である。1920年の通貨監督官の年次報告にみられるように、銀行と証券関連会社の関係に、何らかの規制を設けるべきであるとの意見もあったが、これは実現しなかった。ただし、独占禁止法の観点からではあるが、人的結合に対する規制は、クレイトン法により一定限度で実現した。

また、投資証券の売買に、引受を含むのか否かも不明確であった。

ところで、マクファーディン法以降の動きは、暗黒の木曜日（1929年10月19日）、大恐慌、グラス・スティーガル法の制定（1933年6月13日）と急である。グラス・スティーガル法の立法経緯は、ペコラ聴聞会との関係で語られることが一般であるが、それまでの70年間に蓄積された理論や課題と無関係に制定されたものではない。過去70年間の流れの中で誕生したもので、

ペコラ聴聞会はトリガーにすぎないと考えべきであろう。

グラス・ステイーガル法20条は、最大の課題であった銀行の証券関連会社問題に應えるもので、同法の歴史的な意義は、20条に尽きるといっても過言ではない。銀行と証券関連の役職員の兼務を規制するグラス・ステイーガル法32条は、これがなくてもクレイトン法によってある程度はカバーできる。もっとも、クレイトン法は主に銀行と信託会社の役職員兼務を対象とするものであり、また、金融法であるグラス・ステイーガル法と、独占禁止法であるクレイトン法では、法律が達成しようとする目的が異なる。それゆえ、銀行と証券関連会社間の人的結合に対する規制を、クレイトン法に委ねるのではなく、銀行法に規定することで、その実効性を確実なものとしたのであろう。

残るは国法銀行本体の証券取引である。つまり、グラス・ステイーガル法16条の問題である（なお、21条は16条と表裏をなすものである）。

2. グラス・ステイーガル法16条

(1) グラス・ステイーガル法16条の構造

グラス・ステイーガル法16条は、国法銀行の業務範囲に関する規定（R.S.5136 Seventh）を、5文に書き分けた。

第1文は、国法銀行法以来の伝統的な業務である。マクファーディン法によって追加された二つのただし書き（投資証券の売買および貸金庫業務会社の株式取得）は除去され、Revised Statutes編纂当初の姿に戻った。

第2文から第5文は、マクファーディン法によって第1文に加えられた二つのただし書きを、修正を加えて整理したものである。まず第2文は、投資証券の取引（dealing in）は、売り・

買戻し特約付ではなく、唯一、顧客の注文に基づき、しかも、顧客の勘定による売買（purchasing and selling）に限られ（solely upon the order, and for the account of customers）、かつ、いかなる場合においても自己勘定によってはならず（and in no case for its own account）、また、国法銀行はいかなる証券発行の引受（underwriting）も行ってはならない、という規定である（下線は論者により、この部分は1935年銀行法によって改正されている）。ただし、国法銀行に、通貨監督官がレギュレーションで定める限度と規制のもとで、以下の2点を条件に、自己勘定による投資証券の購入（purchasing）を認めている（なお、この部分は1935年銀行法によって第2文から分離され現在は第3文を構成）。

① 一債務者に対する投資証券の合計は、当該発行の10%を超えてはならないが、しかし、発行総額が100,000ドルを超えず、しかも、国法銀行の資本の50%を超えない場合は、この制限は適用されない。

② 国法銀行が保有する一債務者に対する投資証券の額は、国法銀行の払込資本金の15%および余剰ファンドの25%を超えることはできない。

第3文（現第4文）は、投資証券の定義に関する規定で、この点はマクファーディン法にあった規定と同一である。

第4文（現第5文）は、国法銀行の株式取得を禁止する規定で、法律によって特に認められる場合を除き、国法銀行は企業の株式の購入（purchase）を認められない。

第5文（現第6文）は、国債など公共債に関する規定である。自己勘定による投資証券の売買、引受、購入に関するグラス・ステイーガル

法16の制限は、米国債、州または地方公共団体の一般債、もしくは、連邦農業貸出法に基づき発行される債務には適用されない、との除外規定を設けた。

最後の第5文（現第6文）の意味は大きい。マクファーディン法は、国債等の公共債は、量的な規制の対象としないとするにとどまっていたが、グラス・スティーガル法は証券業務に関する規制一般から除外した。国債等を対象とする証券業務の完全自由化である。

なお、1933年の改正によって、R.S. 5136条の第2文にあった銀行業務開始認可取得前の団体の権能に関する規定は消滅した。

（2）取引と売買

ところで、マクファーディン法は、国法銀行の投資証券業務の態様について、“buying and selling”ができると記すのみであった。これに対してグラス・スティーガル法16条の前記第2文は、投資証券の“dealing in”は、顧客の注文と勘定の“purchasing and selling”に限るが、一定限度で自己勘定による“purchasing”を認める。“underwriting”⁷⁵⁾はいかなる場合も認めないなど、様々な態様を示している。これらは、どのような違いがあるのであろうか。これら用語の違いを分析する判例は見当たらないが、判例は、売り、買い、交換など特定の行為に着目して論じる場合を除き、一般に“dealing in”を用いている^{76) 77)}。本稿では、“dealing in”を「取引」、 “buying and selling”もしくは“purchasing and selling”を「売買」、 “underwriting”を「引受」と訳している。

まず、“purchase”と“buy”は、前者が古フランス語を語源とするのに対し、後者がイギリス古来の語であるという語源上の違いがあるが、

意味は同義である⁷⁸⁾。したがって、“buying”が“purchasing”に変更されても、法律関係には影響しないであろう⁷⁹⁾。次に、“deal”は、“buy”と同様、古英語を語源とするもので、“to do business”、“trade”などの意味である⁸⁰⁾。ちなみに、“trade”は、中世北ドイツ語を語源にもち、“to carry on a business”、“to have business dealing”の意味である⁸¹⁾。つまりは、“deal”と同義である。これらのことから、“deal”は取引をするという、“purchase”、“buy”、“sell”などを含むより包括的な意味であることが分かる。もっとも、銀行が証券を“deal”する具体的な手法は、一般には売買であろうが⁸²⁾、割引、交換、あるいは次に述べる引受なども考えられる。

一方、“underwrite”は、“to agree to market (an issue of securities, and to buy any part of remaining unsubscribed)”という意味であり、また、“market”は“to offer for sale”のことである⁸³⁾。すでに述べたように、マクファーディン法が引受まで認める趣旨か、解釈上の疑義があったが、引受を禁止するグラス・スティーガル法16条の規定は、この問題に決着をつけるものであった。

このようにグラス・スティーガル法16条は、“dealing in”を、その態様に応じて“purchasing and selling”その他の用語を使い書き分けることで、銀行の証券業務をより厳密に規定していった。整理すると次のようになる。

① 投資証券の取引は、顧客の注文・顧客の勘定による売買に限る。このことから、顧客の注文・顧客の勘定によるものであっても、売買以外の態様による取引は認めない趣旨であろう。

② ただし、一定限度内で、自己勘定による投資証券の「購入 (purchase)」を認める。

③ 引受は一切認めない。

以上のうち、①は大変興味深い規定である。従来の判例では、自己勘定による売買は、抵当権の実行など銀行業務遂行に必要な活動と判断される余地があった。しかし、顧客勘定による証券売買は、銀行業務とは無縁な証券ブローカー・エージェントの活動であり、1875年のウェクラー事件では、このような取引は否認されている(42 Maryland Reports 581)。顧客の注文、顧客の勘定による場合に限るとの規定は、従来の判例では、おそらく認められる余地がなかったブローカー・エージェント業務を解禁するに等しいものである。

次に、②はどういう意味であろうか。購入を認めるというのみで、売却に触れていない。このことから16条は、マクファーディン法が認めていた売買によるサヤ取りを禁止し、売却を前提としない保有目的での取得、つまりは中長期的なポートフォリオ投資に限り認める意図であったと思われる。グラス・スティーガル法の立法意図は、マクファーディン法が認めていた投資証券の売買を禁止することであり、事実、その制定によって、国法銀行は公衆に対する投資証券販売の広告を停止し、債券部の販売部門も解体していった⁸⁴⁾。

しかしながら、銀行実務において売却を前提としない投資証券の購入など、想定しにくい。投資証券の購入が銀行業務のひとつとして認められるのであれば、その売却は、明文の規定がなくとも、銀行業務の遂行に必要な付随的権限の行使として認められるであろう。また、満期までの保有を義務付け、その間の売却を禁止するような措置を、かりに講ずるなら、銀行に不測の損害を与えたり、収益機会を逸するなど、目に見えない負担を課すことになろう。これは、

売り・買戻し特約付売買を認めていない16条自身に矛盾するであろう。1935年のアウォティン事件によると、この制限は銀行の安全性を害するような偶発的な債務を防止するためであった(295 U.S. 209)。ピーチは、余剰資金を債券に投資することは従来から判例で認められていたところであり、マクファーディン法で認められることとなった“buying and selling”は、それとは異なるもので、証券のある価格で購入し、異なる価格で顧客に売却することである、と述べている⁸⁵⁾。つまり、売買によって差益を稼ぐ今日の意味のディーリングを想定するものであろう。ピーチのこの解釈を前提とすると、自己勘定による取引を購入(purchase)に限定していることは、売却(sell)を認めない意味ではなく、中長期的なポートフォリオ投資はよいが、今日の意味のディーリングは認めないという意味である。

なお、今日のOCCのレギュレーションでは、投資証券をタイプⅠ～Ⅲに分類し規制している。タイプⅠとⅡは、第5文(現第6文)によって、16条の規制対象外とされている国債などの公共債を指し、このうちタイプⅠは量的な制限なく、タイプⅡは一定の量的な制限のもと、自己勘定による“deal in, underwrite, purchase and sell”を認めている。一方、タイプⅢは一定の量的な制限のもと、自己勘定による“purchase and sell”はできるが“deal in”や“underwrite”は認められない(12CFR1.3(c)～(e))。この場合の“deal in”は、いわゆるディーリングを、“purchase and sell”はポートフォリオ投資目的の売買を意味するものである。このように、グラス・スティーガル法16条が、“purchasing and selling”と“purchase”を書き分けた意味は、いわゆるディーリングを規制することにあつた。

もつとも、国債や公共債はこの規制の対象外であるため、規制の現実的な意味は、社債やCPなどの民間部門の負債性証券や債券のディーリング禁止にあったと考えられる。

(3) グラス・スティーガル法16条の評価

結局、グラス・スティーガル法16条が果たした客観的な機能は、判例理論やマクファーディン法を踏襲しながら、国法銀行の証券取引を、整理するものではなかったか。これによって事態が一転したわけではない。一部に規制の強化はあるが、これまでにない新たな禁止が加わったと考えるべきではあるまい。むしろ、業務範囲の拡大を図った面すらある。というより、拡大するものと言っても良い。グラス・スティーガル法16条の持つ客観的な意義を整理すると、以下のとおりである。

- ① 投資証券の売買は顧客の注文、顧客の勘定による場合に限るとの原則を示し、証券ブローカー・エージェント業務進出に道を開いた。ただし、対象は投資証券に限られ、株式のブローカー業務は認められない(1935年銀行によって対象範囲が拡大された)。
- ② 上記原則にかかわらず、グラス・スティーガル法16条は、一定限度で自己勘定による投資証券の購入を認めており、売却も可能と解釈されるため、この点で、マクファーディン法と共通である。ただし、いわゆるディーリングは国債や公共債などに制限される。
- ③ 投資証券売買についての量的規制を強化した。国法銀行が保有する一債務者に対する投資証券の額は、マクファーディン法では、国法銀行の払込資本金の25%および余

剰ファンドの25%が限度とされていたが、グラス・スティーガル法16条ではこれが、払込資本金の15%および余剰ファンドの25%となった。さらに、当該発行の10%を超えてはならないという規制も追加された。

- ④ しかし、その一方で、米国債など公共債に関する業務範囲の拡大を図った。米国債など公共債の売買は、マクファーディン法では量的規制の対象外とされるにとどまり、売り・買戻し特約付きでないことという制限は受けた。これに対し、グラス・スティーガル法16条は公共債を、投資証券売買に関する規制対象外としたため、量的規制を受けないだけでなく、売り・買戻し特約付きであってはならないという規制も受けない。これは従来の判例理論を改めるものである。この結果、マクファーディン法のもとでは認められなかった公共債の売り・買戻し特約付き売買が、可能となった。
- ⑤ グラス・スティーガル法16条は、引受ができないと記し、売買には引受を含まないことを明確にした。ただし、米国債など公共債については、この制限は適用されない。
- ⑥ 確立された判例法でありながら、マクファーディン法が言及していなかった株式取得の禁止を明文化し、その旨を再確認した(第4文)。

グラス・スティーガル法16条は「証券業務を原則的に禁止した」という通説的な解釈は、条文を素直に読む限りその通りであろう。しかし、それにもかかわらず論者は、通説に違和感を感じている。その大きな理由が、これまで述べてきた判例理論の発展と、上に整理したところにある。また、以上の帰結に、もし立法意図に反するものがあるとすれば、これは立法ミスと言

うべきであろうが、グラスは1913年の連邦準備法制定時には下院銀行委員長を務め、その後は財務長官も歴任した人物で、銀行・金融問題の専門家である。したがって、上記の帰結は、立法ミスではなく、意図したものと考えるべきではあるまいか。そうだとすると、グラス・スティーガル法の立法意図や目的についても、問い直す必要があるように思う。

(4) グラス・スティーガル法16条をめぐる その後の動き

ところで、グラス・スティーガル法16条に列記された全5文(1935年銀行法により第2文が分割され、現在は全6文)のうち、1935年銀行法によって第2文、第4文(現第5文)、第5文(現第6文)が改正された⁸⁰⁾。グラス・スティーガル法に関する最初の改正である。このうち第5文(現第6文)に関しては、16条の制限を受けない政府機関債の範囲を追加する修正であり、議論を呼ぶような問題はない。1935年銀行法以降も、第5文(現第6文)は数次にわたる改正を受け、規制対象外とされる政府機関債の範囲が追加された。また、1949年以降順次、第7文から第12文が追加され、国際機関債など16条の制限を受けない証券の範囲が広がっていった。いずれも、ほとんど技術的な修正である。また、第4文(現第5文)の修正は、株式の購入を認めるものではないとの文言の前に、「自己勘定による」との文言を置いた。他人勘定による売買に可能性を開く改正で、次の第2文の修正と対応するものであるが、これもまた、議論を呼ぶことはなかった。

一方、第2文の修正に関しては、グラスの真意を知るうえで大変興味深い論争が展開されている。これはまた、グラス・スティーガル法16

条に関して、議論を呼ぶようなかたちでの最後の改正でもある。以下、この点について、少し詳しくみていこう。

V. 1935年銀行法による業務範囲 見直しとその意義

1. 1935年銀行法の立法経緯

(1) 1935年銀行法の概要

1935年銀行法は、「第1章 連邦預金保険(Federal Deposit Insurance)」、「第2章 連邦準備法の改正(Amendments To The Federal Reserve Act)」、「第3章 銀行法の技術的改正(Technical Amendments To The Banking Laws)」の全3章から構成されている。グラス・スティーガル法16条の改正は、第3章の一項目に含まれている。

この構成が示唆するように、1935年銀行法の主目的は預金保険制度と連邦準備制度の改革にあった。たとえば、預金保険制度については連邦準備制度に加盟していない州法銀行(非加盟州法銀行)の取り扱いがあった。1933年銀行法は、非加盟州法銀行に対する預金保険の適用を、1936年6月1日までとしていた(1933年銀行法8条、連邦準備法12 B条(l)項)。これは事実上、州法銀行に連邦準備制度への加盟を強制するものであるが、このような取り扱いは強い反発を招いたようである⁸¹⁾。1935年銀行法はこの点を改め、非加盟州法銀行に対しても永続的な預金保険を提供している(1935年銀行法101条、連邦準備法12 B条(f)(l)項)。また、連邦準備制度については、その独立性の強化が図られている。たとえば、連邦準備制度理事会の7名の理事のうち、従来は、2名は財務省長官と通貨監督官とし、5名を大統領が任命する

ことになっていたが(1935年銀行法による改正前の連邦準備法10条), 1935年銀行法は7名の理事全員を大統領が任命することとし, その任期も10年から14年に延長した(1935年銀行法202条(b)項, 連邦準備法10条)。

これらはいずれも, 制度の重要な変更に係わる改正であるが, これに対して第3章の「技術的改正」は, 法律の趣旨を明確にするために文言を修正したり, 他の条項との関係で発生する解釈上の疑義を明確にする目的の改正である。

たとえば, グラス・スティーガル法21条(a)項(1)は, 株式, 債券, 証書等の証券の発行, 引受, 販売, 分売などを業とする者が, 同時に預金受け入れ業務(business of receiving deposits)を行うことを禁止したが, 一方, 16条は, 一定要件のもとで, 国法銀行に証券業務を認めている。このため, 両条の関係に疑問が生じなくもない。このため1935年銀行法は, 21条の規定は16条に基づく証券取引を禁止するものではない旨の, ただし書きを置いた(1935年銀行法303条(a)項, 12U.S.C.378(a)(1))。このような修正は, 典型的な「技術的改正」である。

ところが, 「技術的改正」といいながら, とくに内容面での大きな変更を伴う修正が試みられることもある。16条のうち, 投資証券の売買に関する第2文(12U.S.C.24 Seventh 第2文)の改正は, その好事例である。

下院を通過した改正案の趣旨は3点である。第1は, グラス・スティーガル法が「投資証券」の取引は, 売り・買戻し特約付ではなく, 唯一, 顧客の注文に基づき, しかも, 顧客の勘定によるものにかぎり, ……」と述べている部分を, 「証券および株式の取引は, (以下変更なし)」としたことである(1935年銀行法308条

(a)項)(下線は論者による, 以下同)。これによって, 投資証券に該当しない証券や株式であっても, 顧客のブローカーまたはエージェントとして売買する余地が生じた。この修正は, 財務省の要請によるものであった。また, この修正は, 株式購入を禁止する第4文(現第5文)を, 「自己勘定による株式の購入」の禁止に限定する修正と呼応するものである。

第2の変更点は, 「いかなる証券」発行の引受も行なってはならないとある部分を, 「いかなる証券もしくは株式」としたことである。ただし, 証券には株式も含まれると解されるため, この改正は当然のことを確認するもので, 特段の意味はいまい。

第3の変更点は, 投資証券の量的な規制の強化であり, 一債務者に対する保有投資証券の上限を, それまでの「払込資本金の15%および余剰ファンドの25%」から, 「払込資本金の10%および余剰ファンドの10%」に引き下げるものである。ブローカー・エージェント業務は自由に, しかし, 自己勘定による取引は厳しく, というのが1935年銀行法の姿勢である。

このように1935年銀行法は, グラス・スティーガル法16条について「技術的改正」と言うには重い意味を持つ改正を試みているが, さしたる議論もないまま, 1935年5月9日に, 賛成221, 反対159, 棄権51の多数をもって, 下院本会議を通過した⁸⁸⁾。下院の関心事は, 預金保険問題にあったようである。

(2) グラスの修正案

注目すべきは上院の対応やグラス上院議員(1935年当時の上院銀行委員長はグラスからフレッチャーに交替している)の言動である。上院銀行委員会は下院案を大幅に修正し, 上院本

会議に上程している。上院銀行委員会案は、顧客勘定による売買の対象を「投資証券」から「証券および株式」に拡大するところまでは下院と同じであるが、その後にくたし書きを次のように修正した。

通貨監督官がレギュレーションで定める限度と規制のもと、債券 (bonds)、証書 (debentures)、証書 (notes) の引受 (underwrite) および販売 (sell) ができるが、その販売は、1934年証券取引法によって登録された取引所において、SECに登録してあるブローカーやディーラー(銀行を除く)に対し、直接かつ無条件に行うもので、しかも、公の入札もしくは通貨監督官がレギュレーションで認めたものにかぎる。また、国法銀行による一発行体当りの引受額は、発行額の20%もしくは100,000ドル、いずれか大きい額を超えることができず、また、引受総額は、払込資本金の200%および余剰ファンドの200%を超えることができない⁸⁹⁾。なお、一債務者に対する保有投資証券の上限の引き下げについては、下院案と同じである。

この修正案は、一定の範囲内で国法銀行に債券や証券の引受を認めるもので、1933年のグラス・スティーガル法から大きく踏み出すものである。引受の可否は、1927年のマクファーディン法からは明確ではなく、これを扱う判例もないため、断定的な評価は困難であるが⁹⁰⁾、国法銀行法の枠組みを大きく変える画期的な改正案といって支障あるまい。

このような上院銀行委員会案に対しては、上院内部でも一部に強い反発があった。ウィスコンシン州選出のラフォレティ (La Follette) 議員はその急先鋒で、上院本会議においてグラスと激しい論戦を展開している。ラフォレティの主張の骨子は、①銀行による証券の引受と販売

は大恐慌の一因である、②上院銀行委員会の改正案は、議会が銀行と証券の分離を行った以前の段階に逆戻りをする第一歩である、③一度このような改正を行うと、銀行と証券の分離をさらに緩和する法案が続いてくるであろう、というものである⁹¹⁾。

これに対してグラスはまず、①グラス・スティーガル法制定に至った状況を、この上院の中で自分ほど厳しく認識している者はいない、②これは、銀行が無条件に引受を行う権利を持っていたためである⁹²⁾、③また、大銀行が無価値な外国証券を全米に洪水のごとく売りさばいたためでもある、④自分は、無価値な外国証券(大半は中南米のもの)の販売を促すような国務省の姿勢を強く非難してきた、と述べて、自らの基本的な姿勢を示した⁹³⁾。そのうえで、当時の米国産業界の置かれた状況について、次のように語っている。⑤大恐慌の間に、消費財産の落ち込みはわずか5%であったが、重工業の落ち込みは55%に達している、⑥1933年銀行法制定時には、英国やヨーロッパ型の引受商社 (underwriting houses) が創設され、これが重工業への資本供給を行うことで、重工業が再び活性化されるものと期待していた、⑦しかし、この期待は裏切られた、と、その心境を語っている⁹⁴⁾。この発言は、グラス・スティーガル法が意図した銀行と証券の関係を考えるうえで、重要な意味をもつものであろう。

続けて、グラスは、改正案の経緯を次のように語っている。⑧法案の大半は通貨監督官が起案したものであり、議論的となっている証券引受に関する部分も、通貨監督官が起案したものである、⑨この条文を上院銀行委員会に提出するに先立ち、通貨監督官のほか、財務省長官、連邦準備制度理事会の理事、SEC長官にも

提示されたが、厳しいセーフガード規定があるため、いずれも反対はなかったとの情報を得ている、と述べ、一発行体当りの引受額を発行額の20%または100,000ドルのいずれか大きい額に制限するなどのセーフガード規定の説明や、通貨監督官のレギュレーションによる規制を受けることなどを強調している⁹⁵⁾。

グラスの答弁に対してラフォレティは、①通貨監督官は法案の起案者であり、また、通貨監督官は銀行の負担軽減を欲している、②このような者が設定するセーフガード規定など意味を持たない、③銀行委員会の記録に、資本財産業が金融手段を必要としていることを証明するものはない、と反論しているが、グラスも負けずに、「それでは資本財産業が金融手段を必要としないという証拠があるのか」と応戦している⁹⁶⁾。

両者の論戦はなかなか興味深い、結局、ラフォレティの修正動議は賛成22、反対39で否決され、銀行委員会案が採択された⁹⁷⁾。一方、前記のように下院は、銀行の証券取引に関する規定に関心を示している様子がないが、上院での修正案には強く反発し、調整は両院協議会にもつれこんだ。結局、両院協議会は下院案を採用⁹⁸⁾、グラスも折れ、1935年8月19日、上院は両院協議会案を承認した⁹⁹⁾。

2. 1935年銀行法の評価

グラスの修正案は採用されなかったものの、銀行の証券業務に関して、1935年銀行法は、投資証券に該当しない証券や株式のブローカー・エージェント業務に道を開くこととなった。米国では、1975年5月15日に株式売買委託手数料の自由化が行われ、ディスカウントブローカーの発展をみたが、この過程で銀行もディスカウ

ントブローカー業務に積極的に進出していった。1935年銀行法によるこの改正がなかったとすれば、法律上、今日のような展開は不可能であつたろう。また、ディスカウントブローカー業務への進出は、1980年代以降の銀行の証券業務の橋頭堡となるものであった。その意味で、1935年銀行法は、銀行の証券業務に重要な意味を持つ改正である。

3. グラス・スティーガル法再考

1935年銀行法に関する上院での審議を通じて、グラス・スティーガル法の推進者であったグラスの意図が明確になった。欧州型の引受商社をイメージしたとき、証券の販売チャネルとして銀行を頭に描いたとしても、不思議はあるまい。グラス・スティーガル法や1935年銀行法が、銀行のブローカー業務に好意的なのは、このためであろうか。1935年銀行法の議論も踏まえ、グラス・スティーガル法の目的や意義を整理すると、以下のようなものである。

- ① 第1に、グラス・スティーガル法の究極の目的は、産業資金供給のために、英国・欧州型の引受商社を創設することにあった。
- ② グラス・スティーガル法以前において、国法銀行法やマクファーデン法の規制を受けない証券関連会社や州法銀行まで視野に置いて考えると、銀行の証券引受が無制限に行われており、これが大恐慌の一因にもなったという問題意識である¹⁰⁰⁾。グラスは、連邦準備制度加盟銀行に対する証券関連会社規制（グラス・スティーガル法20条、32条）の立法化と、証券業務に関するグラス・スティーガル法16条の適用を州法加盟銀行にまで拡大することによって、この問題に対処していった。グラス・スティーガ

ル法には、国法銀行であれ、州法銀行であれ、連邦準備制度加盟銀行を対等に扱おうとする、1920年代の支店問題以降の思想が流れているようである。

③ グラスは、引受、自己勘定による売買、ブローカー・エージェント業務それぞれに軽重をつけており、特に引受を問題視していることである。これは、無価値な証券を引き受け、投資家に売りさばく一連の行為を問題にしていたためである。

④ この問題に対処するためにグラス・ステイーガル法は引受を規制したわけであるが、引受を認めておいて、販売段階で公正を確保するというアプローチも可能であろう。1935年銀行法の上院案は、このアプローチによるものである。いわば、入口を規制するか、出口を規制するかを選択である。

⑤ 無価値な証券の引受・販売を問題にすることの反面として、その価値が客観的に担保される証券の引受や販売は、規制する理由がない。このためグラス・ステイーガル法は、国債などの公共債については、一切の規制対象外とした。マクファーディン法に比べ、かなりの拡大である。国債現先は、今日では極めて普及した金融手法であるが、グラス・ステイーガル法によってマクファーディン法が改正されることがなければ、国債現先の発展は期待できなかったであろう。

⑥ 自己勘定による投資証券の売買については、基本的にはマクファーディン法を継承しながら、社債等のディーリングを規制すると同時に量的な制約を強化するものであった。

⑦ 銀行の自己勘定による株式取得に対する

強い警戒感が伺えることである。この問題は、証券業の問題というよりも、企業支配の問題と理解するべきであろう。これはクレイトン法の影響が大きいと考えられる。

⑧ このことは、裏返すと、ブローカー・エージェント業務であれば問題はないということになる。これが1935年銀行法によるブローカー・エージェント業務拡大に繋がっていったのであろう。ブローカー・エージェント業務については、マクファーディン法よりも寛大である。グラス・ステイーガル法以前における判例は、国法銀行による株式売買を、自己勘定か顧客勘定かを問題とすることなく禁止していたため、1935年銀行法までも視野において考えるなら、銀行の株式業務拡大を図る一面もある。

以上を総合すると、グラス・ステイーガル法の究極の目的は、公正な証券市場の確保にあったと言うべきであろう。この点で、グラス・ステイーガル法は1933年証券法や1934年証券取引法と一体で考えるべきであろう。グラス・ステイーガル法の視点は、銀行の証券業務を禁止するか否かではなく、公正な証券市場を確保するために、銀行の証券業務はどうあるべきか、であった。その具体的な方策として引受という「入口」を規制したわけであるが、証券市場の公正が確保されるのであれば、入口規制に拘泥する理由はない。1935年銀行法でグラスが出口規制、つまり、証券が投資家の手に渡るまでのプロセスを規制することで、投資家の利益保護を実現する方向に転じたのは、このためであろう。また、このような方向転換が可能になった背景として、1934年証券法、および1934年証券取引法によるSECの創設は無視できない要因であろう。

一方、これは少し大胆な推論であるが、証券市場の公正を重視する反面で、グラス・スティーガル法の立法者は、銀行の証券業務が銀行の安全性・健全性に及ぼす影響を、それほど強く意識していなかったのではあるまいか。銀行による証券引受も、証券市場の公正確保の観点から妥当かという立論もあれば、銀行の安全性確保の観点から妥当かという立論もある。1970年代以降、銀行の証券業務が拡大するなかで、後者の議論が大きな比重を占めるに至るが、これは、証券市場の公正を確保しうるインフラが整備されているとの自信の反映であろう。一方、グラス・スティーガル法や1935年銀行法の時代は、このようなインフラの整備に着手し始めた時期である。銀行の証券業務を語るときの重点の置き方が、今日と異なっている不思議はない。グラス・スティーガル法を論じるとき、この違いがややもすると軽視されてはいないだろうか。

VI. 結語

国法銀行の証券業務に関して国法銀行法は、明示的には何も語っていないが、判例の蓄積によって、次第に明確になっていった。その処遇は、株式と債券によって異なる。株式については、原則的に禁止しているが、債券の取り扱いには認めている。ただし、債券であっても、売り・買戻し特約付きの売買は認められていない。国法銀行の証券業務の拡大に伴い、マクファーデン法は投資証券の売買に関する明示的な根拠を示すと同時に一定の制約を設けた。しかし、これらの判例や立法の努力にもかかわらず、国法銀行の証券業務に関しては、なお解明されていない問題や未解決な問題が残った。

グラス・スティーガル法は、これらの問題に包括的に対処するものであった。20条および32条が、クレイトン法や、1920年の年次報告にあった通貨監督官の提言の延長にあることは明白であろう。このように、グラス・スティーガル法を、それ以前の流れの中においてみると、その目指したところや意義がより良く理解できるであろう。

また、グラス・スティーガル法は、国法銀行法の規制も、マクファーデン法による制約も受けない銀行関連会社や、連邦準備制度加盟の州法銀行の証券業務も規制の対象に加えていったが、国法銀行本体の証券業務に限ってみれば、マクファーデン法に比べ、国法銀行に許される証券業務の範囲を拡大する一面もあった。たとえば、グラス・スティーガル法によって始めて、国債や公共債の売り・買戻し特約付き売買が認められた。また、米国会計検査院 (GAO) の調査では、1994年現在、およそ2,400に銀行が証券ブローカー業務を取扱っている¹⁰¹⁾。ただし、これは子会社・関連会社まで含めた数字であり、銀行本体に限定すると287銀行となるが¹⁰²⁾、少なくない数字である。銀行本体の証券ブローカー業務は、グラス・スティーガル法16条および同条に関する1935年の改正によって、その根拠が明確にされ、あるいは取り扱いが認められたものである。

また、グラス・スティーガル法の根底には、証券市場の公正を確保するためには、銀行の証券業務はどうあるべきか、という問題意識が横たわっているようである。これに対して最近の議論は、銀行の証券業務を、銀行の安全性・健全性との関係で論ずることが多いように思われる。いずれも重要な視点であり、両者の整合的な判断が望まれる。

注

- 1) An Act To enhance competition in the financial services industry providing a prudential framework for the affiliation of banks, securities firms, insurance companies, and other financial service providers, and for other purposes (P.L. 106-102)
- 2) 財務省 (1991) p.X V Ⅲ-6.
- 3) 高月 (2000) pp.92-94.
- 4) Peach (1941) p.42.
- 5) 前掲, 高月 (2000)
- 6) 前掲, 高月 (2000) pp.92-108.
- 7) United States v. Morgan et al., USDC-S.D. New York, Oct.14, 1953, 118 F.Supp.621@637.
- 8) Peach (1941) p.54.
- 9) Ibid., p.54.
- 10) United States v. Morgan et al., USDC-S.D. New York, Oct.14, 1953, 118 F.Supp.621@638.
- 11) 前掲, 高月 (2000)
- 12) Annual report of the Comptroller of the Currency, 1915, pp.35-36.
- 13) Ibid., p.35.
- 14) ファースト・ナショナル・バンクとナショナル・シティー・バンクは、1955年に合併、今日のシティー・バンクに発展していく。
- 15) Cleveland (1985) p.63, Wilson (1986) p.10, Peach (1941) p.63.
- 16) Peach (1941) pp.19-20.
- 17) Ibid., p.63.
- 18) 国法銀行が証券関連会社を設立していった背景には、国法銀行に許される証券取引に限界があったためであるが、国法銀行は当初、証券業務の別働隊として信託関連会社を利用していた。ところが1910年代に、証券関連会社が新たな別働隊として信託関連会社にとって替わった。これは、この時期に銀行の証券業務が、投資から引受等に展開していったためと思われる。信託会社は、当初は各州の会社法に基づく会社として設立されて、長期金融から預金業務までを広く扱っていたが、19世紀後半には、預金業務を扱うことから、徐々に銀行法の規制を受けるようになった。ニューヨーク州の例では、1882年に銀行監督官の検査や若干の規制を受けるようになり、1887年には、認可制を導入（業務開始に先立ち、銀行監督官の検査を受け、権限証書の発行を受けるもので、州法銀行と同等の扱いである）、設立も銀行法に従い、業務範囲の規制も受けるようになった。それにもかかわらず、銀行よりも自由な業務が認められ、株式、社債等への投資もその一例であった。しかし、法文には「引受」の語はなく、また、前記のように銀行監督官の検査を受けることなどを考えると、引受業務を含むより広い範囲の証券業務を本格的に展開するためには、信託関連会社では不十分で、証券関連会社が必要になったものと思われる。
- 19) An Act To supplement existing laws against unlawful restrictions and monopolies, and for other purposes, c.323, 38 Stat. 730.
- 20) 川口 (1989) pp.20-22.
- 21) Annual report of the Comptroller of the Currency, 1920, p.55-57.
- 22) A銀行がB銀行の証券関連会社、B銀行がA銀行の証券関連会社に融資しあう関係をいう。
- 23) Annual report of the Comptroller of the Currency, 1920, p.52-60.
- 24) Annual report of the Comptroller of the Currency, 1921, p.8-11.
- 25) 1916年9月7日の連邦準備法25条の改正により、国法銀行に、海外支店の開設（1913年連邦準備法により承認済み）のほかに、主として海外業務を行う米国銀行または米国企業への出資が認められた（Sept. 7, 1916, c.461, 39 Stat. 752; 12 U.S.C. 601）。もっともこれは、海外業務を主とする既存の銀行や企業への出資に限られる。このため、1919年12月24日の連邦準備法の改正で、同法25 (a) 条が追加され、海外銀行・金融業務を主とする法人（いわゆるEdge Act Corporation）の設立と出資が認められた（Dec. 24, 1919, c.18, 41 Stat. 296; 12 U.S.C. 601）。設立主体は自然人に限られるが、国法銀行はこの法人に出資ができる。このように、国法銀行の株式保有は法律で特に認められるケースに限定されていた。後年、通貨監督官に、職務遂行に必要なレギュレーションの制定権限が与えられ（12 U.S.C 93a）。今日では、そのレギュレーションによって、銀行業務の遂行に必要な付随的な権限（12 U.S.C 24 Seventh）のひとつとして、通貨監督官の承認のもとで子会社の設立が認められている（12 CFR 5.34）。
- 26) Annual report of the Comptroller of the Currency, 1924, p.12.
- 27) Tippetts (1929) pp.333-336.
- 28) Annual report of the Comptroller of the Currency, 1922, p.4.
- 29) 州法銀行への対抗上、1922年以降、通貨監督官は州法銀行を買収したときなど、限られた条件のもとで国法銀行の支店開設を許可するようになったが、その支店の業務は預金の受け入れと小切手の現金化に限定されていた。Tippetts (1929) p.348.
- 30) An Act To provide for the consolidation of national banking associations, c. 209, 40 Stat. 1043.
- 31) Ibid., p.2.
- 32) Annual report of the Comptroller of the Currency, 1926, p.2.
- 33) 支店を保有する州法銀行が国法銀行に転換したときには、支店の継続保有が認められていた（R.S.5155）。
- 34) 1922年当時、連邦準備制度に加盟する州法銀行はわずか1,600にすぎず、およそ20,000は非加盟のままであった。Annual report of the Comptroller of the Currency, 1922, p.3.
- 35) Ibid., pp.1-5.
- 36) Tippetts (1929) p.337.
- 37) グラス・ステイーガル法は、証券業務に関して、連邦準備制度加盟の州法銀行に、国法銀行に対すると同じ制限（12 U.S.C.24 Seventh）を及ぼすものである（1933年銀

行法8条(c)項, 12U.S.C.355)。銀行と証券関連会社に関する規制や、銀行と証券会社の役職員の兼務制限は、国法銀行に対する規制ではなく、連邦準備制度加盟銀行に対する規制としている。グラス・スティーガル法の根底には、連邦準備制度に加盟する銀行の競争条件はできるだけ同等であるべきだという、支店問題と共通する思想が流れているようである。

38) Tippetts (1929) p.337.

39) 支店問題について通貨監督官は、1918年の年次報告では、「限定された地域内での支店を認めるべきであるが、支店総数は12を超えてはならない」と述べ、制限的ながらも支店問題に取り組んでいる。ところが、1919年の年次報告では、「アラスカと周囲から隔絶された地域で支店を認めるべきである」と後退し、1920年の年次報告では、支店問題に触れていない。支店問題について通貨監督官に迷いがあったようであるが、1921年の年次報告で再度この問題が取り上げられ、さらに、1922年以降の年次報告では、この問題が最重要課題として強調されるようになった。

Annual report of the Comptroller of the Currency, 1918, p.77, Annual report of the Comptroller of the Currency, 1919, p.150.

40) 1922年の年次報告は、支店問題のほかに、前述した存続期間の恒久化、国法銀行と州法銀行の合併、国法銀行の最低資本金の引き上げ、銀行検査権限の強化などを取り上げている。Annual report of the Comptroller of the Currency, 1922, p.5-7.

41) このときは第68議会第1期(First session)で、会期は1923年12月3日～1924年6月7日、なお、第68議会第2期(Second session)は、1924年12月1日～1925年3月4日。

42) この法案は、“A Bill to amend”と、改正対象条文が列記されているのみで、名称もしくはShort titleとして示される略式名がなく、一般に1924年マクファーディン法案と呼ばれている。なお、1927年マクファーディン法の正式名称は、「国法銀行法ならびに連邦準備法をさらに修正するため、また、その他目的のための法律」である。

43) Congressional Record, January 27, 1926, p.2842.

44) Perkins (1971) は、1924年法案には銀行の証券関連会社を認知する条項を含んでいると記しているが(pp.491-492)、このような条文はない。これに限らず、Perkins (1971) には疑問点が多い。たとえば、1863年国法銀行法によって10%課税が行われたかのような記述もある(p.488)。

45) ウィスコンシン州出身のネルソン議員は、支店銀行を“evil”(邪悪なもの)と呼んで非難しながら、コリンズ通貨監督次官が1925年10月10日に、ニュー・ハンブシャー銀行協会で、1924年法案の起案経緯や、これが推薦すべきものである語った、と述べている。Congressional Record, January 27, 1926, p.2841.

46) Annual report of the Comptroller of the Currency, 1925, p.2.

47) Congressional Record, January 14, 1925, p.1825.

48) 第69議会第1期(First session)は、1925年12月7日～1926年11月10日、第69議会第2期(Second session)は、1926年12月6日～1927年3月4日。

49) Congressional Record, January 27, 1926, p.2828.

50) 坂本(1997) p.32.

51) Congressional Record, April 28, 1926, p.8353.

52) 支店については7条によって国法銀行に、拠点とする市町村の範囲において、同一市町村に所在する州法銀行と同一範囲内での開設が認められ(12U.S.C.36)、存続期間については1922年の改正で、それまでの20年から99年に延長されたが、さらにマクファーディン法2条(a)項によって永続的なものとなった(12U.S.C.24 Second)。国法銀行と州法銀行の合併についてはマクファーディン法1条によって、同一郡市町村内の銀行相互間の合併が可能となった(12U.S.C.215)。このほかの内容についてもマクファーディン法、ほぼ、通貨監督官の提言に添ったものとなっている。なお、支店について1933年銀行法は、同一市町村内に加え、当該州の州法が州法銀行に対して、州内の任意の地区への支店開設を認めているときは、拠点とする市町村外であっても、州法銀行に認められると同等の支店開設を認めることとした(1933年銀行法23条)。これがいわゆる州際支店禁止の根拠で、この制限は1994年の法改正まで続く。

53) パーキンスによると、上院銀行委員会のグラス委員は、証券業務を承認するマクファーディン法案は性急にすぎ、実情を完全に調査するまで現行法を変更するべきではないと批判しているが、投資銀行業務における商業銀行のプレゼンスがまだ小さなものであったことから、最終的にはマクファーディン法案を承認している。Perkins (1971), pp.495-496.

54) マクファーディン法は、議会での審議や1927年のマクファーディン法では、売買を“buying and selling”と表現しているが、1924年法案では“purchasing and selling”の語を用いている。

55) 1924年法案の条文は、The Chronicle, Mar.8, 1924, pp.1989-1091による。この資料は、熊本学園大学・坂本正教授に提供して頂いた。

56) 余剰ファンド(surplus fund)とは、国法銀行法に基づき積み立てた利益金のことである。同法33条は国法銀行に、半年ごとに配当前純利益の10%を、資本金の20%に達するまで積み立てよう求めている。

57) 1924年法案とこの違いは大口貸出規制問題に関連する。連邦準備法24条は、国法銀行法の大口貸出規制(R.S.5200)の例外として、連邦準備銀行またはその支店が所在する市(Reserve city)外に所在する国法銀行に、農業用不動産で担保された貸出については、資本金と剰余金の25%まで認めていた。1924年法案は、大口貸出規制の適用範囲を、貸出以外の信用にまで拡大すると同時に、信用の態様によって上限に区分を設け、投資証券もその一態様とした。一方で、大口貸出規制の例外規定である連邦準備法24条に、投資証券に関する規定を追加するという複雑な構成であった。これに対し1927年マクファーディン法は、大口貸出規制の適用範囲の拡大や信用の態様に応じた上限設定を行ったものの、投資証券

- に関する規定は大口貸出規制からも、連邦準備法からも外し、国法銀行の業務範囲に関する規定に集約した。
- 58) 買戻特約付きの売却、売戻特約付きの購入。
- 59) 売り・買戻し特約付きでないとの制限は1924年法案の原案にはなかったが、坂本（1997）によると、上院での審議過程で、1925年2月に追加修正されている（p.31）。
- 60) 返済原資が、特定の資産やプロジェクトからの収入ではなく、一般財源による債務を指す。
- 61) Annual report of the Comptroller of the Currency, 1927, p.11.
- 62) Annual report of the Comptroller of the Currency, 1927, p.11.
- 63) Annual report of the Comptroller of the Currency, 1927, p.11.
- 64) 日本興業銀行（1958）P.41は、マクファーデン法によって国法銀行は、「証券発行引受が行えることになった」と述べている。
- 65) 川口（1989）pp.9-10は、マクファーデン法によって「初めて明文で公社債についての引受・自己売買業務が肯定されることとなったが、これらの業務については、改正前の国法銀行法のもとでも判例の解釈により認められていたことに留意する必要がある」と述べ、1877年のヤークス事件（69 N.Y.382）を引用している。しかし、マクファーデン法が明文で引受を認めたと解釈するのはやや強引ではあるまいか。また、そこに引用されているヤークス事件を始め、判例はいずれも引受を扱うものではない。1915年のジャンクション・シティー事件（153 P.28）は、発行市場での債券購入に関するもので、この点で引受に近いものがあるが、しかし、この場合も入札に応じたに止まり、引受の事案ではない。従来の判例からは、引受の是非は判断できないと言うべきであろう。
- 66) Peach（1941）は、“buying and selling”を、投資証券をある価格で購入し、それと異なる価格で別の投資家に売却する投資銀行的な機能、と説明している。p.41.
- 67) グラス・ステイーガル法16条のもとで、1986年のワシントン連邦高等裁判所判例（後掲注77）のように、“dealing”には発行市場の活動を含むとするなら、発行市場での顧客の注文と顧客勘定による売買（buying and selling）も可能となる。これは、買取引受や未消化分を買い取るような特約がつかない方法での引き受けに近いものとなってこよう。そこから類推していくと、マクファーデン法下では、買取引受が可能という解釈が成り立つ余地がある。ただし、私見だが、引受と売買を同一視するのは無理があるように思う。個別のケースでは、入札への参加のように「引受に該当しない発行市場での売買」というものがあるかもしれない。結局、売買と引受の定義の問題に帰着するもので、法的にまだ解明されていない問題であろう。
- 68) 前掲注25。
- 69) Peach（1941）pp.56-59.
- 70) データは、FRB, *Banking and Monetary Statistics 1914-1941*（1943）、p.21による。
- 71) 前掲注17。
- 72) Peach（1941）p.71.
- 73) Ibid., p.71.
- 74) Ibid., p.110.
- 75) 厳密には、“…… shall not underwrite”であるが、便宜的に“underwriting”と表記する。
- 76) 前掲、高月（2000）。判例の紹介にあたっては、証券の取得、処分、取引などについて、判例がどのような表現をしているか、原文を添えてあるので、参考にされたい。
- 77) 1986年12月23日に至り、“dealing”は発行市場、流通市場双方における活動を含むとの、ワシントン連邦高等裁判所の判例が出されたが、“buying and selling”の定義を論ずるものは、知る限りではなさそうである。SIA v. FRB, US Court of Appeal, DC Circuit, Dec.23, 1996, No.86-5089, 86-5090, 86-5091, 高月（1989）p.112
- 78) Webster's New World Dictionary, Warner Books, Inc.; New York, 1983.
- 79) 既述のように、1924年のマクファーデン法案は“purchasing and selling”であった。
- 80) Webster's New World Dictionary, Warner Books, Inc.; New York, 1983.
- 81) Ibid.
- 82) 1875年のペイン社事件（92 U.S. 122）では、“…… a prohibition against trading and dealing was nothing more than a prohibition against engaging in the ordinary business of buying and selling for profit”と述べており、ここでは、“dealing”と“buying and selling”は同義に用いられている。92 U.S. 122@128
- 83) Webster's New World Dictionary, Warner Books, Inc.; New York, 1983.
- 84) Peach（1941）p.42.
- 85) Ibid., p.41.
- 86) 1935年銀行法は、内容上の変更に加え、グラス・ステイーガル法第2文を、国法銀行の証券売買は、投資証券の例外を除き顧客の注文と勘定による規定と、自己勘定による投資証券の保有に関する量的な制限に関する規定を、2文に分割する、形式的な変更も行った。
- 87) 1935年5月9日の下院本会議におけるダークセン議員の発言によると、当時、8,800の州法銀行が存在し、そのうち7,700が預金保険の適用を受けているが、連邦準備制度に加盟しているものはわずかに980にすぎない。なお、ダークセン議員の主張は、州法銀行の加盟件数が少ないのは、連邦準備銀行が勧誘に力を入れていないためであるとし、連邦準備制度への加盟を預金保険適用の条件とする1933年銀行法の改正に反対するものであるが、このような見解は少数であった。Congressional Record, May 9, 1935, p.7264.
- 88) Congressional Record, May 9, 1935, p.7268.
- 89) Ibid., July 26, 1935, pp.11926-11927.
- 90) 前掲注67参照。
- 91) Congressional Record, July 26, 1935, pp.11932-11933.
- 92) ただし、国法銀行については、マクファーデン法は銀行本体での証券引受まで認めるものではないと解されるため、この発言は銀行関連会社を含む広義の銀行を指すと考えられる。一方、州法銀行については、州法の問題で一律には論じられないが、1933年銀行法は、投資証券

や株式の取得、販売、引受、保有については、連邦準備制度加盟の州法銀行は、国法銀行に対すると同じ制限(12U.S.C.24 Seventh)を受けるとした(1933年銀行法8条(c)項, 12U.S.C.355)。したがって、1933年銀行法は、この問題について、国法銀行と州法加盟銀行の格差は消滅した。

93) Congressional Record, July 26, 1935, p.11933.

94) Ibid., July 26, 1935, p.11933.

95) Ibid., pp.11933-11934.

96) Ibid., p.11934.

97) Ibid., p.11935.

98) Ibid., August 19, 1935, p.13611.

99) Ibid., August 25, 1935, p.13655.

100) 前掲注92参照。

101) GAO (1995) p.4.

102) Ibid., p.4.

参考文献

- [1] Ang, James S. and Richardson, Terry. "The underwriting experience of commercial bank affiliates prior to the Glass-Steagall Act: A reexamination of evidence for passage of the act," *Journal of Banking & Finance*, 18 (1994) pp.351-395.
- [2] Board of the Governor of the Federal Reserve System, *Annual Report*, 1924 to 1927.
- [3] Cleveland, Harold van B. and Huertas, Thomas F.. *Citibank 1812-1970*. Cambridge, Massachusetts and London England, Harvard University Press, 1985.
- [4] Comptroller of the Currency, *Annual Report of the Comptroller of the Currency*, 1918 to 1927.
- [5] Department of treasury, *Modernizing the Financial System*, 1991.
- [6] GAO, Banks' Securities Activities, Sept, 1995. (GAO/GGD-95-214), 1995.
- [7] Government Printing Office, *The National-Bank Act*, 1894.

- [8] Goldschmidt, R.W., *The Changing Structure of American Banking*, London, George Routledge Sons, Ltd., 1933.
- [9] Kroszner, Randall S. and Rajan, Raghuram G.. "Is the Glass-Steagall Act Justifies? : A Study of the U. S. Experience with Universal Banking before 1933", *The American Economic Review*, Vol. 84, No. 4, pp.810-832, September 1994.
- [10] Peach, W. Nelson. The Security Affiliates of National Banks, *The Johns Hopkins University Studies In Historical And Political Science*, Series LVIII, Baltimore, The Johns Hopkins Press, 1941.
- [11] Perkins, Edwin J.. "The Divorce of Commercial And Investment Banking: A History," *The Banking Law Journal*, Vol. 88, No. 6, pp.483-528, June 1971.
- [12] Tippetts, Charles S.. *State Banks and the Federal Reserve System*, New York, D.Van Nostrand Company, Inc. 1929.
- [13] Wilson, John Donald. *The Chase 1945-1985*. Boston, Massachusetts, Harvard Business School Press, 1986.
- [14] 川口恭弘, 『米国金融規制法の研究』, 東洋経済新報社, 1989.
- [15] 坂本正, 『金融革新の源流』, 文眞堂, 1997.
- [16] 高月昭年, 『米銀』, 日本経済新聞社, 1989.
- [17] 高月昭年, 「グラス・ステイーガル法以前の銀行の証券取引に関する法制度」, 『証券経済研究』第24号, 証券経済研究所, 2000年3月, pp.85-112.
- [18] 日本興業銀行特別調査室, 『米国銀行史論』(社内資料), 1958.

(明海大学 教授)