

# 銀行の証券業務をめぐって

——一九三三年以前のアメリカにおける銀行と証券——

磯谷 玲

## 一、はじめに

過渡期にあると考えられるアメリカの金融システムや、その一部である金融制度改革を理解する上で、一九三三年以前の、つまりグラス・ステイガル法が成立する以前の銀行と証券業務との関係に関する評価は重要な要素となっている。

その理由は、まず、グラス・ステイガル法が一九三三年以前の銀行と証券との関係に関する評価を基礎として成立したということである。した

がってグラス・ステイガル法の立法趣旨や目的を理解する上で一九三三年以前の銀行と証券が扱われていた関係を理解することが重要となってくる。これが第一点である。

第二点はこうである。

最近のアメリカ経済の特徴として「機関化」の進展が見られる。その裏面として伝統的な銀行業、つまり預金を受け入れ貸し付けるといふ業務の占める比重は減少してきており、銀行は再び証券業務を始めとした「付随的な」業務に傾注しつつある。<sup>(1)</sup>

したがって、比喩的にいえば一九三三年代の状況を再現しているともいうことができよう。この

ような状況であるから、実際の過程として生じた一九三三年以前の銀行と証券の関係を検討することが大きな意味を持つてくると考えられる。

本稿ではこうした点から、一九三三年以前の銀行と証券に関するいくつかの論文を紹介・検討することとしたい。

なお、一九三三年以前の銀行業あるいは銀行と証券に関する研究はCarossoやPeachを始めとした多くの先行研究があり、最近の研究もこうした先行研究の成果を継承し、あるいは批判しているのだから、本来であれば先行研究にも触れておくべきではあるが、紙幅の点からここでは一九八六年以降の三つの論文に限定して検討することにする。またどの論文についても議論の大筋を紹介・検討するにとどめざるをえず、詳細や詳

しいデータについては、原論文を参照願いたい。

## 二、銀行の証券業務参入

論文それ自体の内容を紹介する前に、ごく簡単に一九三三年以前における商業銀行の証券業務参入の経過を見ておくことにしよう。

第一次大戦中の自由国債(Liberty Bond)発行と消化を契機として公衆の関心が証券市場へと向き始めた。また一九二〇年代には多数の企業が始めて証券市場へアプローチし、発行者側からも投資家側からも資本市場は急速に発展した。

こうした中で銀行貸付の比重は急速に低下していった。このため、商業銀行は本で行なうか、あるいは子会社という形をとるか別として周辺業務に進出していった。証券業務はこうした周辺業務のうちの一つであった。

法制的に言えば、一九三三年以前には商業銀行（あるいはその子会社）が新規債を引き受けることについて特別の制限は存在していなかった。一九一三年のブジョー委員会以降、銀行の証券引受を制限するよう求めたいくつかの勧告・提言が出されたが議会による立法化は行なわれなかった。こうした状況のなかで、一九二七年には国法銀行の証券業務と支店設置に関する規制緩和を行なったマクファーデン法が成立し、以後銀行子会社の証券市場における影響力は拡大していくことになる。

したがって、銀行の証券業務は一九二〇年代に急速に成長し、今日から見れば未整備な法制度のもとで行なわれたのである。このことは「利益相反」と呼ばれる事態の評価を行なう場合に考えておいてよい条件である。

### 三、銀行経営と証券業務

グラス・スティーガル法改正をめぐる大きな論点・関心事は、一九二九年やそれ以降に生じた事態―従来の理解では銀行経営の健全性の侵害と利益相反―が繰り返されないことにあるといえるだろう。今回取り上げる三つの論文の特徴はこれらの論点に関する従来の認識の再検討を主張することにある。

まず始めに、銀行の証券業務と銀行経営の健全性との関係を論じた Eugene White の論文をみることにしよう。<sup>(2)</sup>

White がもっとも重視するのは、一九三〇―三三年というもともと銀行破綻の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。全国法銀行の二

六・三%が破綻する中、一九二九年には証券子会社を保有していた銀行の六・五%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一四五の銀行の七・六%が閉鎖されただけだった。

White はこの事実を「証券業と銀行業との結合が、親銀行に対して何らの脅威も与えなかったという証拠の中でもっとも確信できるもの」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る。

(1) 銀行が証券業務を行なうこと（行なったこと）に対して批判的な論者たちは、証券業における収益の変動は銀行全体の収益に深刻な影響を与えておらず、収益源の多様化という面での寄与が大きいとしている。

(2) 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。<sup>(3)</sup>

これに対して White は、一九二九年の株式市場崩壊の前後で崩壊後（一九三〇年）の方が無担保融資の占める比率が高くなっており、<sup>(4)</sup> White は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している。

(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。この点では従来の主張を一定認めながらも、White は銀行の規模が流動性に与える影響を重視する。

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く。

以上のことから White は証券子会社が全体と

して、国法銀行の資本や流動性を侵害したことはなかった、と結論する。

こうしたWhiteの所説は、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」に修正を迫るという点で評価することができるだろう。

しかし、いくつかの疑問点も残らないわけではない。

一つは、これはWhite自身も指摘していることであるが、経営規模の影響との関係である。

最初にあげた指標（破綻銀行と証券業務を営んでいた銀行との比較）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考える必要がある。

この点を考慮すれば、Whiteのここでの主張

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Whiteが検討しているのは、銀行全体から見た証券業務と銀行の健全性との関係である。全体的にみて、銀行が証券業務を営むことは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、これが拡大していくものであると考えられている。一行の破綻であっても、放置すれば金融秩序の動揺を招くと考えられているのである。

したがって、ここでのWhite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、一九三〇年代の銀行不況の原因はどこに求められるべきかということである。この点は第二に指摘したことと併せて今後検討されるべきだと考える。

#### 四、銀行の証券業務と利益相反

Whiteの研究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・ステイ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、過去にはそういう事例が存在したが、現在ではグラス・ステイガル法制定以来行なわれてきた一連の法・制度整備によって発生を阻止することが可能である、したがって今日ではそうした問題は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。

こうした考え方は、いわば経営者・従業員による「意図的」な「利益相反」、あるいは個別ケースにおけるミクロ的な「利益相反」を対象としたものと考えられる。

以下の二つの研究は、こうした点を踏まえつつ、引受証券のパフォーマンスを比較することによって一九二〇年代における「利益相反」の有無、マクロ的に見た「利益相反」の有無を明らかにし

ようとするものである。

## 1 Ang and Richardson の見解

我々はじめに Ang and Richardson の見解をとりあげよう。<sup>(6)</sup>

Ang and Richardson によればグラス・ステイ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(低い品質)。
- ・不良貸付をリパッケージして、疑問を持たない公衆へ押しつけた。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なった。

Ang and Richardson は組織的な逸脱(abuses)は現在の法・諸制度上ではもはや不可

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。

そこで Ang and Richardson は、引受証券のパフォーマンスを調べるために一九二六年から三〇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。

- ・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出せない。
- ・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(ここでいう事前の利回りとは発行時の平均を指す)。
- ・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。

Ang and Richardson の研究で興味を引かれるのは、J. P. Morgan and Co. と Kuhn Loeb and 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。

J. P. Morgan and Co. と Kuhn Loeb and Co. も、一方では伝統的な投資銀行に従事し、他方では預金の受入・貸付という商業銀行業務に従事していた。したがって、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、両者の引受証券のパフォーマンスが良好であるため、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(上記の結論はこの両者を除外した商業銀行の数字である)。

J. P. Morgan and Co. と Kuhn Loeb and Co. の引受パフォーマンスの評価については、両者の顧客や顧客がお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、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」したという理解が限定された範囲でしか妥当しないということを示している。

又このことは、一九二〇年代から三〇年代にかけてのアメリカの金融・証券市場を理解する上で、こうした優良なパフォーマンスを示した証券を引き受けることのできたグループとそうでなかったグループという分類で比較・検討すること、また後者が生まれ出てこざるをえなかった原因を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ことを示唆しているようにも思われる。

## 2 Kroszner and Rajan の見解

「利益相反」が生じたか否かを対象としたもうひとつのものは、Kroszner and Rajan の研究である。<sup>(6)</sup>

基本的な考え方としては Ang and Richardson と変わらない。特に言及されていないが、商業銀行の証券子会社のスタッフによる意図的な脱法・逸脱行為については再現の可能性が少なく見えて、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。

ただ、Kroszner and Rajan の場合は、投資銀行と商業銀行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に非常に厳密に証券の条件を揃えているところに Ang and Richardson とは異なる特徴がある。

引き受けた証券の額面や満期等の要素が、商業銀行による引受と投資銀行による引受で非常に異なるような場合、この両者を比較しても厳密な比較にはならない。

たとえば通常発行額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

倒産しにくいと考えられるところから、額面構成の異なる証券群（額面の大きい証券群と額面の小さい証券群）でデフォルト率を比較した場合異なることも当然ある。このような証券の違いによる影響をできるだけ排除するために、条件を揃えて比較するという方法が用いられた。

具体的な条件としては額面（五〇〇万ドル以上、五〇〇万から一〇〇万、一〇〇万以下の三グループ）や格付、発行期間、満期などが用いられており、またその対象は工業証券に限定されている。この結果、一一一の証券が比較された。

結論部分については、基本的には先の Ang and Richardson とほとんど同じであるといわれて良いだろう。この方式で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。

興味深かったのは、投資銀行の場合デフォルト

率が格付が低下するにつれ上昇していったのに対し、商業銀行の場合そうした関連が見い出せず、またもっとも格付が低いグループでは投資銀行とデフォルト率に顕著な相違がでたという指摘である。

この事実を説明するものとして、Kroszner and Rajan は銀行と強力な関係がある企業は、そうした環境にはない企業に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（彼ら自身はこの説に対して否定も肯定もしていない）。

しかし格付にそったデフォルト率の推移になっていないということは、格付で表現される以外の要素が作用しているということに他ならない。その要素が企業と銀行との関係であるか否かは別として、その要素が何かということは検討されなければならぬ課題であろう。

## 五、アメリカにおける金融制度改革との関連性

最後に一九二〇年代の商業銀行の証券業務に関する上記の研究がアメリカにおける現在の金融制度改革と関わってどのような含意を持つものか調べてみることにしたい。なお、ここで現在の金融制度改革といっているのは、今次議会に提出されたグラス・スティーガル法改革法案ではなく、一九八〇年代後半から行なわれている商業銀行に対する一連の証券業務開放を指している。

今回取り上げた三つの論文の主張を簡単に要約すれば、

- ・ 商業銀行業務と証券業務との兼営は、必ずしも銀行経営の健全性を侵害しない。
- ・ 引受証券のパフォーマンスで見る限り、「利益

相反」は生じていなかった(銀行の利益のために、あるいは預金者の利益のために意図的に悪質な債券を引受・分売したことはなかった)。の二点ということになる。

もちろん、どちらの結論もそれが依拠しているデータは限定されたものであり、銀行の証券業務全般に妥当するものではない。

また行論中に示したように、著者たちによって積極的に主張されているわけではないが(また場合によっては肯定されているわけでもないが)興味深い事実として以下のようなものがあつた。

・規模の大きな銀行は、証券業務を兼営していた場合でも破綻しにくかつた。

・ J. P. Morgan and Co. と Kuhn Loeb and Co. の引き受けた証券は良好なパフォーマンスを示していた。

以上のことからいえることは、経営基盤の確立

している大銀行が証券業務を行なう場合、経営の健全性を侵害することや「利益相反」が生じる可能性が低い、ということである。

この結論は、現行の、選択的な証券業務参入の方式と符合している。

さらにいえば、一昨年州際業務規制を緩和する法 (Riegel-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act of 1994) が成立したが、これも、銀行の集中を促すと考えられており、その意味では証券業務に参入できる基盤のある銀行をつくることに寄与するものと考えられる。

こうした政策が、一連の研究成果を踏まえたものなのか、単なる偶然の一致かは不明である。

法理論の見地からは、立法措置が講じられないまま、行政措置として証券業務の開放が進むということにはいろいろ問題があると考えられるが、しかし現在の方式は以上述べてきたことからすれ

ば、経済的側面から見て、一定の合理性があるものとも考えられるのではないだろうか。

だがこのことは他面では経済力の集中という問題に関わってくる。今回取り上げた三つの論文はどれもこの問題については触れていない。しかし商業銀行の証券業務が一九二九年恐慌後もかなりの水準で維持されていたという事実を考えると、グラス・ステイーガル法成立の背景として経済力の集中の回避というモーメントが働いていたと推測することは可能ではないだろうか。現在では経済力の集中による弊害よりも米企業の国際競争力の回復・強化という論理が優先されていると、この感もあるが、この問題も今後検討されるべき課題の一つであると思われる。

(注)

(1) これは数からいえば資産規模上位の、一部の銀行にしかすぎないともいえるが、近年のアメリカ金融界における

大きな変化であると考えられる。

(2) Eugene Nelson White, "Before the Glass-Steagall Act: An Analysis of the Investment Banking Activities of National Banks", *Exploration in Economic History* 23, pp. 33-55 (1986).

(3) 下記の見解を表明した Jules I. Bogen ("The Affiliate System" in H. P. Willis and J. M. Chapman (Eds.) *The Banking Situation*) は、White は、Jules Bogen だいたいその批判としてこれらの点を展開している。

(4) 一九一九年には子会社への無担保融資の総額は五億八、五〇〇万ドルで、全体の二・七%、しかしほぼ同じ構成の銀行で一九三〇年には一〇億九、五〇〇万ドル、一八・九%が無担保であった。

(5) James S. Ang and Terry Richardson, "The underlying experience of commercial bank affiliates prior to the Glass-Steagall Act: A reexamination of evidence for passage of the act", *Journal of Banking and Finance* 18 (1994) pp. 361-395.

(6) Randall S. Kroszner and Ragheram G. Rajan, "Is the Glass-Steagall Act justified? A Study of the U. S. experience with universal banking before 1933", *The American Economic Review*, vol. 84 No. 4, pp. 810-832.

(こぞや 野村心・証券研究所研究員)