

## 米国のマーチャント・バンキング業務規制

磯谷 玲

アメリカにおける金融制度改革は、一九九九年末のグラム・リーチ・プライリー法の成立により、一応の終止符が打たれたように見える。同法の成立に至るまで、「ハント委員会報告（一九七一年）」から数えれば約三〇年の歳月が費やされた。

同法の評価は、日本においては様々である。周知のように、議会による法改正が遅々として進まなかった一九八〇年代には、行政当局による解釈の変更という形で銀行（正確には銀行本体ではなく、銀行持株会社の子会社）の証券業務拡大が認

められた。また保険業務との関連で考えても、すでにバーネット判決により国法銀行の保険業務は認められていた。このことから同法は既成事実を法的に追認したにすぎない、という評価がある。また他方では、従来の一〇条子会社による業務多様化と比べてより自由度の高い業務多様化が可能になったと考え、同法は重要な意義をもつものとの評価もある。

同法の意義は今後の実際の推移をふまえて検討されなければならないことはいうまでもないが、グリーンSPANFRB議長はこの点について次の

ような興味深い発言をしている。

「銀行の活動におけるもうひとつの劇的な変化は、あまり注目されていないが、マーチャント・バンキング業務である。実際、グラム＝リーチ＝ブライリー法が金融上の眺望にもたらしたなかで最も劇的な変化は、銀行業、証券引受業、保険業の組み合わせではなく、むしろ金融持株会社に対してマーチャント・バンキング業務を一般化させたことである。」<sup>①</sup>

ここでいう「マーチャント・バンキング業務」とは、自己勘定によって事業会社の株式等の証券、パートナーシップ持分、信託証書などを引き受け、一定期間保有した後に売却することで利益をあげることが目的とした業務である。

このグリーンズパン議長の発言は、後にもう一度ふれるが、従来このような視点からマーチャント・バンキング業務が取り上げられてはこなかつ

たと思われる。しかし日本において、新興企業へどのような形で資本を供給するかということは依然として大きな問題であり、アメリカ型の「市場経済」を目指すのであれば（現在提起されている政策はこうした方向を志向しているように思われるが）、避けてとおれない問題でもある。日米間では銀行の株式投資をめぐる事情はかなり異なっているが、こうした点から日本に示唆するものも大きいのではないだろうか。

そこで本稿では、このグリーンズパン議長の指摘もふまえて、以下でまず本年二月より執行されている最終ルール（マーチャント・バンキング業務に関する規制は、グラム＝リーチ＝ブライリー法によって規定され、監督機関に委ねられた諸規制の内の一つ）を概観し、次にマーチャント・バンキング業務のもつ意義と問題点について考えることとしたい。<sup>②</sup>

## 一 マーチャント・バンキング 業務に関する規則

まずマーチャント・バンキング業務に関する最終規則を概観しておこう。<sup>③</sup>

許容される投資のタイプおよびその条件

金融持株会社は、マーチャント・バンキング業務として直接またはその子会社を通じて、銀行持株会社法四条で認められていない事業を営む会社等の株式、資産、持分などを直接、間接に関わらず、額の制限なしに保有することが認められる。投資は Bona fide（善意）のものでなければならぬが、株式、資産、債務証券、ワラント、オプション、パートナーシップ持分、信託証券、など、議決権の有無に関わらず購入することができる。

金融持株会社の子会社としてマーチャント・バ

ンキング投資を行うことができるのは(1)証券子会社（一九三四年証券法に基づいて、ブローカーもしくはディーラーとして登録されているか、地方証券ディーラー——ここには独立性が認められる銀行の証券業務部門も含まれる——として登録されている子会社）、(2)投資アドバイザーをもつ保険子会社である。

マーチャント・バンキング投資対象企業の運営に関する制限

原則として、金融持株会社が日常的に投資対象企業の運営に関与することは認められていない。

しかし、日常的に関与することが認められている場合もある。金融持株会社がマーチャント・バンキング業務として投資した株式、資産等々の売却・譲渡によって正当な利益を獲得するために介入が必要な場合がそれである。しかし、介入でき

る期間は状況や問題が存続している間に限られ、また九ヶ月以上に連邦準備制度理事会に通告する必要があり、また日常的な運営の内容を記述した文書を作成し、連邦準備制度理事会の要求に応じて提出しなければならない。

また、「日常的に運営に関与する」ことに該当しない事例として、(1)金融持株会社による投資対象企業の役員の選出、職員の雇用、(2)日常的でない事態に関する契約にもとづく、①他企業からの資産取得、②投資企業の会計士やインベストメント・バンクの解任や選任、③事業計画や会計処理方法の変更、④役員の内免、⑤株式や債務証券の発行・消却、⑥定款等の変更、⑦売却、合併、スピン・オフ等の行為、(3)投資会社への投資アドバインザリー・サービスおよび引受サービスの提供、  
があげられている。

預金金融機関および預金金融機関の子会社は本

ルールで対象としている投資事業会社の運営に日常的に関与してはならない。

#### 保有期間

原則としては金融持株会社が直接にか、間接にかを問わず、株式、資産、持分などを一〇年間をこえて保有することは認められない。もし、一〇年以上保有したい場合には期限の九〇日<sup>4</sup>前までに延長期間や延長の理由、売却計画とともに申請し、承認される必要がある。連邦準備制度理事会はコスト、リスク、市場状況、投資対象となつてゐる企業の性格などの要因を考慮して申請の諾否を決定する。

プライベート・エクイティ・ファンドへの投資の取扱

金融持株会社本体の投資を制限しても、ファンドを介した投資も制限しなければルールプホールを

つくることになる。このような点から、ファンドへの投資に關しても規則が定められている。

プライベート・エクイティ・ファンドの要件は、(1)金融ならびに非金融事業会社の株式、資産、所有持分などへの再売却目的の投資を目的とし、それ以外の事業には従事しない、(2)直接・間接を問わず金融持株会社あるいは当該金融持株会社の役員・従業員によつて全株式の二五%超が保有・支配されていないこと、(3)一五年をこえる期間でないものである。組織形態は、会社組織であつても、パートナーシップであつても、有限責任会社であつてもかまわない。

プライベート・エクイティ・ファンドを通じた投資の場合には、最長一五年とされた。

この期間をこえて保有したい場合には225.172 (g) と同等の扱いがなされる。

プライベート・エクイティ・ファンド自体は、

金融持株会社による所有もしくは支配がなければ、事業会社の運営に日常的に關与することも認められている。なお、ここで所有もしくは支配にあたるのは以下の場合である。すなわち、金融持株会社もしくはその役員・従業員がプライベート・エクイティ・ファンドのジェネラル・パートナーや運営メンバー、理事である場合、議決権付き株式や類似の持分の二五%以上を保有もしくは支配している場合、いかなる方法であれ、プライベート・エクイティ・ファンドの運営に關与する取締役や理事の多数を選出し、支配している場合、議決権付き株式の五%超を保有しファンドの投資アドバイザーである場合などは金融持株会社がプライベート・エクイティ・ファンドを所有もしくは支配しているとみなされる。

### マーチャント・バンキング投資の総額

金融持株会社は以下に該当する場合には追加的な投資を行うことはできない。すなわち、(1)帳簿価額が金融持株会社の自己資本のTier 1分の三〇%をこえる場合、(2)プライベート・エクイティ・ファンドの持分を除いた額が、自己資本のTier 1分の二〇%をこえる場合、である。

### リスク管理・記録保持・報告義務

金融持株会社は投資活動やそれに伴うリスク管理のため、投資方針や手続きを策定し、記録を保持し、投資活動を処理・モニター・管理するためのシステムを維持しなければならない。これらはFRBの定めるフォーマットと期間でFRBに利用可能でなければならない。

マーチャント・バンキング投資において、全般的には事前通知は必要とされないが、ここに該当

する投資行為によって投資対象企業の議決権付き株式の五%超を取得した場合、あるいは金融持株会社のTier 1資本の五%か二〇万ドルの少ない方をこえる投資の場合には、FRBに対し三〇日以内に書面で通知することとされた。

### クロス・マーケティングの扱い

金融持株会社に支配されている預金金融機関は、直接であれ何らかの契約を通じた形であれ、金融持株会社が議決権付き株式等の五%超を保有している会社のいかなる製品もサービスも提供したり販売したりしてはならない。この条項は、連邦預金保険法 (Federal Deposit Insurance Act) や連邦準備法、中小企業投資法 (Small Business Investment Act of 1958) の規定に従って設立されているものを除き、預金金融機関の子会社に対しても適用される。ただし、金融持

株会社によって支配されていないプライベート・エクイティ・ファンドが保有している事業会社および金融持株会社が支配しているか否かに関わらずプライベート・エクイティ・ファンドの持分の提供・販売については適用されない。

なお、ここでは暫定ルールとの異同を個別の箇所にとわって指摘することは避けることにするが、パブリック・コメントを受けて、換言すれば市場側の要望を入れてかなりの部分が改訂されたことを付記しておきたい。

## 二 マーチャント・バンキング

### 業務の意義と問題点

#### (1) 意義

アメリカでは、伝統的に「銀行業と商業の分離」という考え方がとられ、両者は厳しく区別されてきた。この考え方がいつころから支配的なも

のとなつたのかは定かではないが、一九三三年銀行法以前から定着していたことは明かである。この意味ではユニット・バンキングを導入した考え方と同根のものである、といえるだろう。

一九三三年銀行法が成立して以降は、銀行業と商業が「結合」することによって、巨大銀行・企業グループへの経済力の集中あるいは融資における自己規律の欠如などが発生し、結果として預金者のリスクあるいは連邦預金保険公社のリスクが増大し、納税者の負担が増加する、といった文脈でとりあげられてきた。つまりここでは元来あつた金融機関に対する懸念に、独占的大企業や経済力の集中に対する懸念が重なって展開されている。

しかし、すでにみたように、マーチャント・バンキング業務をめぐる規制は、銀行業と商業の分離という考え方に基礎づけられており、銀行が企業を、あるいは企業が銀行を永続的な株式所有に

よって支配するという事態を想定していない。その意味では、グラム・リーチ・ブライリー法もそれにもとづく規則も「銀行業と商業の分離」という原則を大きく修正するものとはいえない。

では、前述したグリーンズパン議長のような意義はどこにあるのだろうか。

それは第一に、企業への資金供給、特にベンチャー・ビジネスを含む中小企業への資金供給という点にある。マーチャント・バンキング業務を一般的に認めること、その結果として金融持株会社がより積極的あるいはより広範にプライベート・エクイティに関与することが、ベンチャー・ビジネスを含む中小企業に対する資金供給にとって大きな意義をもつと考えられている。

第二に、再売却を前提しているとはいえ、広範な株式所有を認めた点にある。

アメリカではグラム・リーチ・ブライリー法以

前において銀行あるいは銀行持株会社が株式投資を行う方法として、以下の三つの方法があったが、これらはいずれも制限されたものだった。すなわち、

(1) 一九五〇年代以降、銀行および銀行持株会社は、中小企業投資会社 (Small Business Investment Companies; SBICs) を「運営することを認められてきた。この投資の総額は銀行ないし銀行持株会社の自己資本の五%をこえてはならないと定められていた。」

(2) 第二の経路はエッジ法会社である。これは主に銀行の子会社という形を取ったが、銀行持株会社の子会社としても認められる。エッジ法会社は米国以外の金融業務に従事しない会社の議決権付き株式の二〇%、全株式の四〇%までを取得することができる。

(3) 一般的に銀行持株会社は、いかなる会社で



あつても議決権付き株式の五%、全株式の二五%までを取得することが可能である（もちろんこれは銀行組織の自己勘定での投資であつて、銀行持株会社の二〇条子会社による引受・トーディング業務の一環としての取引勘定における株式保有は別枠である）。

これらの認可によつて行われる諸活動の大部分は、プライベート・エクイティ投資（そのほとんどは未公開および公開企業の未登録株式（Unregistered Share）取引）であつた。

プライベート・エクイティ市場は近年急速に成長し、九九年末には約四〇〇〇億ドルの残高に達していると推定されている。この内、シード・キャピタルや株式による資金調達を必要としている小規模会社に焦点を当てたベンチャー・キャピタルの部分は約一二五〇億ドル、中規模以上の会社やLBOを対象とした部分は二七五〇億ドルで

あると考えられている。

こうした株式投資活動は、少数の大銀行に集中しており、またプライベート・エクイティ市場に焦点が置かれている。プライベート・エクイティ全体でのシェアは九〇%程度であるが、株式投資を行つている銀行は過去五年間で保有高を倍増させ、総投資額では三〇〇億ドル（帳簿価額。以下も同じ）をこえた。個別行でみても、上位一〇行（社）のうち、八〇億ドルをこえているものが二行、一〇億ドルをこえているものが七行ある。保有先は九〇%が非金融事業会社である。<sup>(6)</sup>

こうした点からいえば、少数の大銀行に限られるとはいへ、そしてまた限られた形であるとはいへ、銀行はグラム・リーチ・ブライリー法以前から相当規模の株式投資を行つていたのである。

グラム・リーチ・ブライリー法とそれにもとづく諸規制の意義はこうした銀行の株式投資を、株

式所有を通じた支配関係を形成・拡大させることなしに投資額という点でも参加機関数という点でも拡大させること、あるいは銀行が新たな収益基盤のひとつであるこうした業務を拡大し、あるいは参入することを可能にするという点にある。

## (2) 問題点

マーチャント・バンキング業務は、ある意味では前述のような基盤があるとはいえ展開しだしたところであり、総合的な評価を行うことはここでは避け、現在考えられる問題点のみを列挙するにとどめたい。

第一は市況の変化である。アメリカの株式市場は様々な要因から調整局面に入っており、繁栄期に累積された問題が顕在化してくる可能性もある。また従前と比べてよりリスクのある投資を拡大することになるわけだから、こうしたリスクが

顕在化する可能性もある。さらに、規則上も例外的なケースとしてはあるが、一〇年以上の保有や日常的な運営への関与を認めているのだから、株価調整の局面が長期化すればこうした「例外的」なケースが拡大する可能性もある。

第二は、いわゆるセイフティネットとの関連である。ベンチャー・ビジネス投資はもともとハイリスク・ハイリターンである。ベンチャー・エコノミクス (Venture Economics) 社によれば、一九六九年以降の期間で、投資家は平均して二〇%のリターンを得ているが、これは九〇年代後半の爆発的なIPOブームによって底上げされた数字であるといわれている。また個々の投資レベルでみると成功裏に終了する投資は二割程度であり、ここからあがる収益によって他の損失を実質的に相殺している。またベンチャー・キャピタル・ファンド (パートナーシップ) の一五分の一は

損失を生んで終了するといわれている。したがって、銀行に打撃を与える可能性は十分にあるといわねばならない。ただしこの問題は、本稿では取り扱わなかったが、マーチャント・バンキングに関連した自己資本規制の問題として議論されており、ここではその重要性を指摘するにとどめたい。

第三は、実態的な企業支配との関係である。すでにみたように、マーチャント・バンキング規制にあつては、この問題に株式所有や役員兼任という側面において非常に注意が払われていた。したがつて、現状では「銀行業と商業の分離」という原則は堅持されているといえるだろう。しかし少数の銀行がマーチャント・バンキング業務やそれを通じてプライベート・エクイティ市場において大きな経済力を保有するようになれば、永続的な株式所有によらなくても、企業支配を行える可能性は、ループホールの発生も含めてあるのではな

いか。この意味で、グラム・リーチ・ブライリー法が「銀行業と商業の分離」になげかけたものは大きく、今後の展開が注目される。

(注)

- (1) Alan Greenspan, Remarks: Banking Evolution, At the 36th Annual Conference on Bank Structure and Competition of the Federal Reserve Bank of Chicago, May 4, 2000.
- (2) 自己資本規制に関連した問題は、マーチャント・バンキング業務を考える上で重要な論点ではあるが、本稿では取り扱わない。
- (3) 以上の点については、12 CFR Part 225.
- (4) 保有期間の延長に関する申請は、暫定規則では一年以上前であった。
- (5) エッツ法会社はもともと国際銀行業務を他州において行う手段として一九一九年に認められた。くわしくはウィリアム・Aロベット(松尾直彦・山西雅一郎訳)『アメリカ金融機関法』一九九四年 p.193を参照されたい。
- (6) 以上の点については、Testimony of Governor Laurence H. Meyer Before the Subcommittee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U. S. Senate, June 13, 2000.

(いそや あきひ・宇都宮大学助教授  
当研究所客員研究員)