

1920年代の商業銀行の 投資銀行業務と証券発行構造

—— ニューヨーク外債市場と
証券子会社の引受とリテール販売 ——

中 塚 晴 雄

目 次

はじめに

1. 問題の整理と問題の析出

- 1.1. 商業銀行の証券子会社の出現 —問題の整理Ⅰ—
- 1.2. グラス・ステイーガル法からグラム・リーチ・ブライリー法
—問題の整理Ⅱ—
- 1.3. 問題の析出 —証券子会社と投資銀行との同一視—

2. 預金から投資へ —全額買取ではなくリテール販売—

- 2.1. 預金から投資への資金シフト
- 2.2. アンダーライティングにおけるリテール販売の重視
- 2.3. 預金原資から投資原資へ

3. 商業銀行の証券子会社の証券発行構造

- 3.1. 商業銀行の証券子会社で形成される証券発行市場
- 3.2. ニューヨーク証券市場全体の複合構造
- 3.3. 商業銀行の証券子会社の引受能力

おわりに

参考文献

はじめに

商業銀行の投資銀行業務は、商業銀行の証券子会社の証券業務という論点で問題とされてきた。なぜなら、この問題が認識された20世紀初頭から現在までに至る100年間、空白期は認められるものの、商業銀行は、主に、証券子会社を通じて証券業務を行ってきたからである。1999年のグラム・リーチ・ブライリー法は、金融持ち株会社方式の下で、商業銀行と投資銀行との業態間の相互参入を認めている。しかし、このことで、商業銀行の投資銀行業務についての問題が、すべて解決したわけではない。両者の相互参入が認められた結果、どこまでが相互参入の認められる範囲なのか、なぜ商業銀行による投資銀行の買収はあっても、投資銀行による商業銀行の買収はほとんどないのか。この問題は現代ではより深まっており、古典的な商業銀行の証券子会社による証券業務の論点を再検討して分析を加えることは、むしろ現代の総合金融化や金融コングロマリット化の時代に新しい意味を与えることになると考えられる。

本稿では、20世紀初頭から1920年代にかけての証券子会社の出現の時期と、商業銀行業務と投資銀行業務との分離を定めた1933年のグラス・スティーガル法から、再び金融持ち株会社の下で業態間の相互参入を認めた1999年のグラム・リーチ・ブライリー法にかけての時期に分けて、それぞれ問題点を整理し、商業銀行による証券子会社の証券業務について、改めて従来とは異なる視点で問題点を析出したいと考えている。その結果、従来の視角では、証券子会社と投資銀行とを、証券発行のアンダーライティングにおいて機能的に同一の主体であることを前提としており、必ずしも両者の違いが明確に捉えられて来なかったということが明らかにされる。証券子会社と投資銀行の違いは、本稿で論究されるように、アンダーライティングにおける証券発行構造に明確に現れるのである。

この商業銀行に特有の証券発行構造を浮かび上がらせるために、1926年にバンカーズ・マガジン誌 (*Bankers Magazine*) が実施した全米各地の銀行に対する聞き取り調査「銀行は、証券に投資すべきかどうか。」(“Should Bank Invest Securities?”)¹⁾に依拠し、また、アメリカ議会上院公聴会資料「合衆国における外債または証券の販売」(*Sale of Foreign Bonds or Securities in the United States*)²⁾に依拠して分析を進めることにしたい。バンカーズ・マガジン誌の調査が明らかにすることは、現代のわが国の「貯蓄から投資へ」の動きと同様に、1920年代でも、商業銀行の預金から証券投資への転換が進行していたことである。すなわち、商業銀行の証券発行構造の特徴は、アンダーライティングの全額買取ではなく、債券売り出しの証券販売力、つまりリテール販売力にあったのである。その結果、商業銀行の証券子会社の形成する証券発行市場は、証券子会社と親銀行との間に形成される。これが、本稿で明らかにされる、投資銀行と決定的に異なる商業銀行の証券子会社の証券発行構造である。このことが、商業銀行の預金の性格、預金者から投資家、証券子会社のアンダーライティング能力、共同引受の役割、商業銀行と投資銀行の関係、に影響を与えていくのである。

以上の点を、本稿は、これから明らかにしていきたい。それは、グラム・リーチ・ブライリー法で業態間の相互参入が可能となった現在の商業銀行と投資銀行の問題にも、また、わが国で進行中の「貯蓄から投資へ」の動きにも、重要な示唆を与えると考えられる。

1. 問題の整理と問題の析出

1.1. 商業銀行の証券子会社の出現 —問題の整理 I—

20世紀初頭から1920年代にかけて、商業銀行の証券業務の特徴は、証券子

1) “Should Bank Invest Securities?” *Bankers Magazine*, June, 1926, p.920

2) United States Senate [1931]

会社の利用であった。この証券子会社を利用する理由は、商業銀行の収益性、1864年銀行法、商業銀行主義にある。すなわち、証券子会社を設置した理由は、第一に、商業銀行の商業貸出（Commercial Loan）が減少したため、商業銀行は、新たな収益機会を証券分野に見出したからである³⁾。商業貸出の減少は、20世紀初頭の産業成長にしたがって、企業が商業貸出を主とする「機械的な銀行サービス」⁴⁾にほとんど依存しなくなっていた。当時の企業が望んでいた金融サービスは、伝統的な銀行業では供給されない長期資本であった。長期資本は、まさしく証券発行によって企業に供給される。そして、証券発行による長期資金の供給は、投資銀行のアンダーライティング業務に依存した。そこで、商業銀行は、投資銀行のアンダーライティング業務、つまり証券業務に参入していったのである⁵⁾。

商業銀行が証券分野に参入するとしても、ただちに証券子会社の設置に直結するのではない。すでに、1900年前後には、商業銀行は、自行に設置した

3) Peach [1939] p.51, 松井・西川 [1989] p.163

4) Carosso [1970] p.273 (邦訳 p.423)

5) この点を踏まえて、安保 [1984] は、商業銀行の証券業務参入の理由を、「商業銀行が内外証券の発行ブームを背景に、一方では証券担保金融に著しく拡大しつつ、しかも同時にそれ自身自らの資金を利用して証券の引受発行の過程に介入してゆくのは自然の成り行き」(Ibid., p.129) であり、「株式を除く各種証券の保有、自由公債の引受、販売過程での重要な役割、証券担保金融がもたらした証券取引の知識や経験の蓄積などの諸条件は、商業銀行とこの分業との関係を不可分なものにし、さらにいうまでもなく商業銀行業務プロパーの分野における顧客取引企業との接触はこうした傾向を有利に助長していた」(Ibid. pp.129-30) からであると指摘する。数阪 [1988] は、商業銀行の証券業務進出を、従来の業務、すなわち正則的な短期貸付業務・預金受入(勘定設定)にもとづいているとする。設定された銀行勘定によって、商業銀行は、証券発行に必要な取引企業の財務・経営状態を把握し、証券発行業務に積極的に関与しうる立場になった。つまり証券業務進出は、決済機能にもとづいているとしている。Ibid. p.167 また、土井 [1999] は、アメリカの対外投資に関連して、商業銀行の証券子会社や投資銀行の外債引受を含む金融機関の活動を、金融機関と大企業との結びつき、つまり「利益集団」の対外進出の結果とみている。土井 [1999] によれば、ナショナル・シティ社のチリ外債のアンダーライティングとナショナル・シティ・バンクのチリ支店活動は、ナショナル・シティ・グループとアナコンダ社の「利益集団」のチリ進出の結果である。Ibid., pp.629-30

債券部（Bond Department）を通じて、証券業務を本体で行っていた⁶⁾。なぜ、時代が過ぎるにしたがって、商業銀行本体ではなく、証券子会社を設置しなければならなかったのであろうか。その答えが第二の理由である。すなわち、1864年制定の銀行法（National Banking Act）によれば、商業銀行の大半を占める国法銀行で、その証券業務に合法性の疑いがあったからである⁷⁾。

国法銀行で認められた銀行業務は、預金受入や有担保貸出などであった⁸⁾。銀行法は、証券業務を銀行業務として列挙してはいない⁹⁾。したがって、1927年にマクファデン法（McFadden Act）によって、国法銀行の証券業務が認められるまでは¹⁰⁾、国法銀行の証券業務に対する明確な法的な根拠は存在しなかったのである¹¹⁾。

そして、銀行法による規制から逃れて、合法かつ無制限に証券業務を行うため、商業銀行は、証券子会社（Security Affiliate）を設置したのであった。証券子会社は、銀行法に基づく銀行ではない¹²⁾。すなわち、証券子会社は、所在する州の商法に基づく、一般事業会社であった¹³⁾。したがって、証券子

6) 20世紀初頭には、債券部の証券業務は、大都市の商業銀行では明白であった。Carosso [1970] は、この点を「1901年という早い時期に、金融の発展を観察している者は「商業銀行業務の性格に」多くの重大な変化が起きたことを論じており、ニューヨークやボストンなどの大都市の大銀行は、もはや10年前のような業務はおこなっていないと指摘している。」（筆者訳）（*Ibid.*, p.96, 邦訳 p.148）

7) 1902年には、早くも通貨監督官による国法銀行による投資活動の制限が始まった。*Ibid.* [1970] p.97（邦訳 p.149）

8) 1864年制定の銀行法の銀行業務に関する規定は次の通り。「法にしたがい、取締役会または当局の役人またはエージェントによって銀行業務の執行に必要とすべき全ての付随的権限を行使される、すなわち、割引、約束手形、支払い指図、両替証、その他債務証明によって、為替、铸貨、金銀地金の売買によって、動産担保による貸出、この権原条項にしたがって、約束証券の取得、発行、流通によって。」Peach [1939] pp.38-9

9) 銀行法が、授權法の性格をもつことによる。高月 [2000] p.108

10) しかし、マクファデン法は、国法銀行の株式の購入と販売については認めてはいなかった。

11) Peach [1939] p.39

12) 連邦法の銀行法だけでなく、証券子会社は、一般事業会社であるから、州法の銀行法の規制も受けないのである。

会社は、銀行法の規制や州法による銀行法の規制までも受けることはない。だから、国法銀行は、証券子会社を設置することで、合法かつ無制限に証券業務を行えるようになったのである¹⁴⁾。

早くも、1902年の通貨監督官の規制から逃れる目的で、1903年に、最初の証券子会社、ファースト・トラスト・セービング・バンク・オブ・シカゴ (First Trust & Saving Bank of Chicago) が、シカゴのファースト・ナショナル・バンク (First National Bank of Chicago) によって設立された。1908年には、ファースト・ナショナル・バンク (First National Bank) が、ファースト・セキュリティ社 (First Security Company) を設立した。1911年には、ナショナル・シティ・バンク (National City Bank) が、ナショナル・シティ社 (National City Company) を設立した¹⁵⁾。この理由も、当時のバンダーリップ頭取によれば、銀行法にしたがわずに、ナショナル・シティ・銀行が、新しい証券分野に参入することにあつたのである¹⁶⁾。1917年には、チェース・ナショナル・バンク (Chase National Bank) が、証券子会社のチェース・セキュリティ社 (Chase Security Company) を設立したのである¹⁷⁾。

また、1900年当時は、商業銀行本体について証券業務を行うべきではないという考え方が大勢を占めていた。その理由は、銀行の健全性を確保するために、商業銀行は短期の商業金融、すなわち商業手形の割引と運転資金の貸付に専念すべきという商業銀行主義にあつた¹⁸⁾。これが、第三の理由である。貸付から発生する信用リスクを銀行本体の預金にできるだけ及ぼさないよう

13) *Ibid.*, p.53

14) その後、活動のより一層の自由さを求めて、デラウェア州の商法に基づいて設置されるようになった。*Ibid.*, p.65

15) Carosso [1970] pp.97-8 (邦訳 p.150)

16) Cleveland [1985] p.62 また、カロツはナショナル・シティ社の設立目的を、親銀行傘下の商業銀行を統括する持ち株会社としての性格が強かつたとする。Carosso [1970] p.274 (邦訳 pp.424-5)

17) *Ibid.*, p.278 (邦訳 pp.431-2)

にする預金者保護の考え方である¹⁹⁾。したがって、証券業務は、証券投資の価格変動リスクを商業銀行の預金に及ぼすため、商業銀行主義に照らして認められなかった²⁰⁾。しかし、証券子会社を設置すれば、商業銀行本体と証券子会社とは、別法人であるので、基本的には証券業務のリスクを遮断できるのである。

1920年代に入ると、新しい収益源を求めた商業銀行は、証券子会社を利用してアンダーライティング業務に本格的に参入していった。債券発行のアンダーライティングにおける証券子会社の割合は、図表1-1で示されるように、1929年と1930年で、4割程度を占めるようになった。債券発行の共同アンダーライティングにおける証券子会社の参加割合は、図表1-2で示されるように、1929年には4割を超え、1930年には6割を超えるまでになったのである。

証券子会社は、証券を顧客に売りまくった。1911年には、司法次官と司法長官が連名でタフト大統領に、証券子会社が非合法で危険である旨を伝えている²¹⁾。1920年には、通貨監督官が、すでに警告を出していた。すなわち、「そのような子会社は、通貨監督官が言うには、すでに「投機の道具になっていますし、あらゆる種類の金融スキームの司令塔になっている。」（執筆者

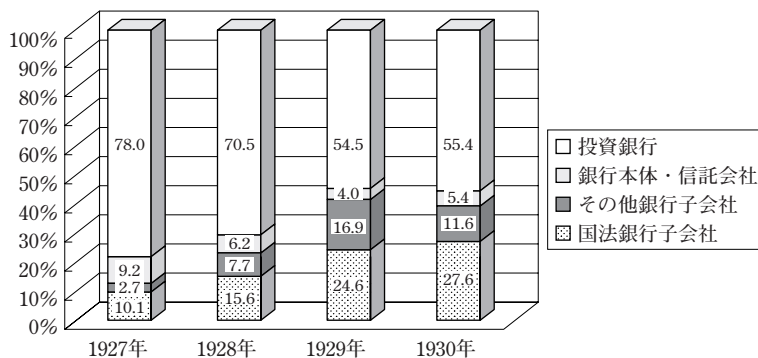
18) この商業銀行主義に対して、1920年代に出された転嫁流動性の理論は、商業銀行の証券業務を基礎とするものであった。すなわち、転嫁流動性は、「信用手段自身の販売や割引による即座の譲渡可能性」のある流動性のことであり、「アメリカの商業銀行では、イギリス流の自己流動性に基づいた運営よりも転嫁流動性に基づいた「ポートフォリオ・ローテーション」が現実的で銀行運営の姿である。」（数阪 [1991] p.26）と数阪 [1991] は、ウィークフィールドの説明を引用して説明している。転嫁流動性理論は、*Ibid.*, pp.25-32 が詳しい。

19) 川口 [1989] p.169 1980年代のセクション20証券子会社を対象としているが、柳井 [2000] は、セクション20証券子会社は銀行持ち株会社の下の銀行子会社より必ずしも収益性が高いとはいえず、証券業務は銀行業務よりリスクの高くなる傾向にあることを指摘している。*Ibid.*, p.115, p.117

20) Peach [1939] p.111 また、投資銀行業務の持つ価格変動リスクも指摘している。*Ibid.*, p.12

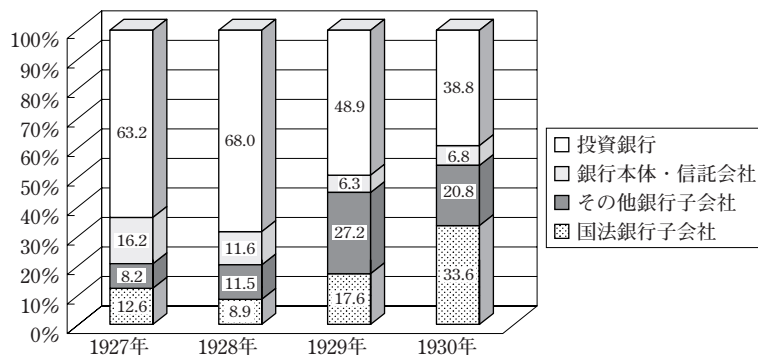
21) Carosso [1970] p.98（邦訳 p.150）

図表 1-1 商業銀行と投資銀行との債券発行のアンダーライティング



出所：Peach [1939] p.109 Table IIIをもとに作成

図表 1-2 商業銀行と投資銀行との債券発行の共同アンダーライティング



出所：Peach [1939] p.110 Table IVをもとに作成

訳)²²⁾

そして、この証券子会社による無制限な証券販売が、1929年の大恐慌後に、商業銀行の子会社に対して評価がマイナスに働く原因となった。その原因は、銀行法の規制を受けない、一般事業会社としての証券子会社の存在であった。そして、1933年制定のグラス・スティーガル法によって、商業銀行と投資銀行（証券会社）とは、強制的に分離されることになる²³⁾。したがって、商業銀行の証券子会社は、グラス・スティーガル法の下で禁止されることになったのである²⁴⁾。

1.2. グラス・スティーガル法からグラム・リーチ・ブライリー法 －問題の整理Ⅱ－

学説では、商業銀行と投資銀行との相互参入は可能であり、アメリカでもユニバーサル・バンク²⁵⁾を採用すべきとの考え方が多数であった。

Saunders and Walter [1994] は、「ユニバーサル・バンクは、潜在的な利益相反の利用を制限するかぎり、市場相互の金融サービスに対する能力を最大に発揮するであろう。」²⁶⁾と商業銀行と投資銀行との兼営を肯定的に評価している。Benston [1990] は、「全体の結果として、ユニバーサル・バンクは、

22) *Ibid.*, pp.272-3 (邦訳 p.423)

23) 商業銀行業務と投資銀行業務とを分離した理由は、第一に、当時の議会が商業銀行制度の安全性と健全性に対する重大な脅威を除去すると信じていたからであり、第二に、利益相反の防止になると信じていたからである。Kelley [1985] p.231 (邦訳 p.289)

24) 強制分離に関するグラス・スティーガル法の条文は、第16条の銀行の証券引受を禁止、第20条の銀行の証券子会社を禁止、第32条の銀行と証券会社間の経営の結合と人的結合を禁止、第32条証券会社の預金受入れを禁止である。中塚 [2006] p.116

25) ユニバーサル・バンクとは、通常ヨーロッパ（ドイツ、フランス、イタリアなど）における銀行が証券業務を兼営する金融システムを言う。また、英国型のように、広義では、同じ資本系列で、銀行や証券会社を営む場合もユニバーサル・バンクということもある。中塚 [2006] p.120, 注2, 西村 [2005] p.38, 注17

26) Saunders and Walter [1994] p.235

経済に非常に大きな利益を与え、しかも、ほとんど問題をはらまないということを経論づけられる。』²⁷⁾とアメリカにおけるユニバーサル・バンク、つまり銀行と証券の兼営を全面的に是認している。また、Johnson [1996] は、「商業銀行の投資銀行業への参入は、それ自身、当然の成り行きである。銀行は、信用分析や大きな自己資本、現存する顧客形態での大きな販売力（もし発展できるなら）、の分野で競争的優位を保っている。』²⁸⁾と商業銀行の投資銀行業への参入を当然視している。また、「商業銀行の投資銀行業への移動は、いわゆるぜいたくではない。必然である。』²⁹⁾と商業銀行と投資銀行業の参入を必然視している。

ユニバーサル・バンクを肯定する理由も、否定する理由も、ほぼ出尽くしている。すなわち、Walter [2004] によれば、ユニバーサル・バンクに肯定的な理由を与える要因として、①規模の経済、②運営効率の改善（IT革命）、③コストにおける範囲の経済、④収益における範囲の経済、⑤市場構造と価格決定力、⑥多様な収益構造を通じて安定性の改善、⑦人的資本を引きつけること、⑧ツー・ビッグ・ツー・フェイル、があげられる。他方、否定的な理由を与える要因として、①規模の非経済、②大規模かつ複雑化による高い運営コスト、③費用または収益（あるいは両方）における範囲の非経済、④利益相反³⁰⁾、⑤コングロマリット・ディスカウントの可能性、があげられている³¹⁾。

27) Benston [1990] p.213

28) Johnson [1996] p.174

29) *Ibid.*, p.8

30) 利益相反は、「ある者が2つ以上の利益に奉仕し、他方を犠牲にすることにより、一方をより良い立場に置くことのできる場合にはいつも生じうる。」Kelley [1985] p.232（邦訳 p.291）利益相反は、以下の7つに整理できる。すなわち、①証券会社の借入れによる商業銀行への損失発生への懸念、②救済目的の商業銀行による過度の証券保有、③分売促進のための証券子会社への過度の貸付、④不良債権の債券発行への転換、⑤証券子会社の顧客企業への不健全な貸付、⑥商業銀行の貸付と証券子会社のサービスの抱き合わせ、⑦商業銀行と証券子会社との顧客情報の相互利用、である。*Ibid.*, pp.233-4（邦訳 p.292-5）

1980年代を通じて、FRB は商業銀行に証券業務を許可していった。グラス・スティーガル法20条は、証券子会社による証券発行、売却、引受、公募売り出しを禁止している。しかし、1987年のFRB 規則は、グラス・スティーガル法20条を解釈することで、商業銀行が証券業務に間接的に参入する方法、つまり証券子会社による投資銀行業務への参入を認めた。すなわち、20条の禁止条項を、証券取引が主要な業務でないかぎり、証券子会社の証券取引は許可されていると、FRB は解釈した³²⁾。したがって、証券子会社の総収益のうち、社債や株式等の非適格証券の収益に上限を設け、商業銀行の証券子会社は、再び、投資銀行業務、つまり証券の引受業務に参入したのである³³⁾。その後、上限規定は、改正され、証券子会社の総収益に対する非適格証券の引受収益の比は、引き上げられるようになった³⁴⁾。このFRB 規則による証券子会社による投資銀行業務の参入が、商業銀行の投資銀行化あるいはユニバーサル・バンク化を事実上是認したのである³⁵⁾。

そして、ついに1999年のグラム・リーチ・ブライリー法の制定で、商業銀行の投資銀行参入は、金融持ち株会社の下での業態間の相互参入が認められた³⁶⁾。グラム・リーチ・ブライリー法制定後、商業銀行の投資銀行業務参入、つまりユニバーサル・バンクに肯定的な考えが主流である。Liaw [2006]

31) Walter [1994] pp.96-7

32) 1988年に連邦最高裁はこの1987年FRB規則を支持した。Johnson [1996] p.5

33) *Ibid.*, p.5, p.76

34) 1987年には5%を上限に、1989年には10%に、最終的には、1997年に25%までが上限に認められるようになった。証券子会社の総収入の25%の上限規定は、事実上、証券子会社に全面的な投資銀行業務を認めたと同然であった。*Ibid.*, p.76; Liaw [2006] p.13

35) 白石 [2005]はこの規則が金融機関のM&Aを促したとする。*Ibid.*, pp.242-3

36) グラム・リーチ・ブライリー法101条は、商業銀行の証券子会社を禁止したグラス・スティーガル法20条を廃止した。同法102条は、加盟銀行と証券会社間の経営および人的結合を一般に禁止したグラス・スティーガル法32条も廃止している。他方、国法銀行本体の証券引受を広範に禁じているグラス・スティーガル法16条と投資銀行・証券会社の預金受入れを禁止しているグラス・スティーガル法21条は廃止されていない。中塚 [2002] p.806注3, 中塚 [2006] p.120注6

によれば、「いまや、巨大な金融持ち株会社は、提供される金融サービスに投資銀行業務を加えている。ユニバーサルバンクのスキームの下で、ヨーロッパや日本の大銀行は、商業銀行業務と投資銀行業務とを運営してきている。アメリカでは、グラム・リーチ・ブライリー法施行後は、投資銀行業務は、巨大な金融持ち株会社の提供する総合金融サービスの一部にすぎなくなったのである。」³⁷⁾

アメリカのユニバーサル・バンクについても、Calomiris [2000] は、グラム・リーチ・ブライリー法の下で、より一層の進化を遂げているという。すなわち、「肯定的な立場で論じられよう。すなわち、アメリカの銀行は、新しい、ひょっとしたら、以前よりより良い、ユニバーサル・バンクの形態を構築しているのかもしれない。すなわち、新しいテクノロジーによる規模の経済の享受である。すなわち、伝統的銀行業（顧客情報を収集し顧客の行動をコントロールする）とアメリカの資本市場の資本資源を顧客にアクセスさせる新しい機会を結びつけるものである。」³⁸⁾

このような、グラム・リーチ・ブライリー法の制定で、商業銀行の証券業務は、新しい段階、すなわち、商業銀行の証券業務といった枠を超えて、フル・レンジの金融サービスをワン・ストップ・ショッピングで提供する段階に入ったのである³⁹⁾。

問題の整理 I と II を通じて、商業銀行が証券子会社を利用する理由は、簡潔にまとめれば、商業銀行本体で証券業務を行うよりも、証券子会社を利用した方が自由な裁量で証券業務を行えるからである。言い換えれば、商業銀行本体で証券業務を行うのが不適切な場合に、商業銀行は、証券子会社を利

37) Liaw [2006] p.14

38) Calomiris [2000] p.345。さらに Calomiris [2000] は、一歩進めて、「…したがって、私は、次の 10 年を通じて国際的に金融サービス産業を支配するのはアメリカ式のユニバーサルバンキングの新しい時代と見ている。」(Ibid. p.347) と述べている。

39) 中塚 [2002] p.806 注 1, 西村 [2005] p.38-9

用するといえる。そして、この議論の尽くされてきた商業銀行の証券子会社の証券業務は、どこに問題点があるのだろうか。この点について、次節で、本稿で論究されるべき問題点を析出したい。

1.3. 問題の析出 —証券子会社と投資銀行との同一視—

前節の問題の整理で検討したように、商業銀行の証券子会社の投資銀行業務は、証券発行を引き受けるアンダーライティングを中心に議論されてきた。1920年代の証券子会社の合法性の議論も、グラス・スティーガル法の商業銀行と投資銀行との分離も、グラス・スティーガル法以降の証券子会社の証券分野の再参入も、アンダーライティングが議論の中心であった。なぜなら、アンダーライティングが、投資銀行の基本的機能であるからである⁴⁰。

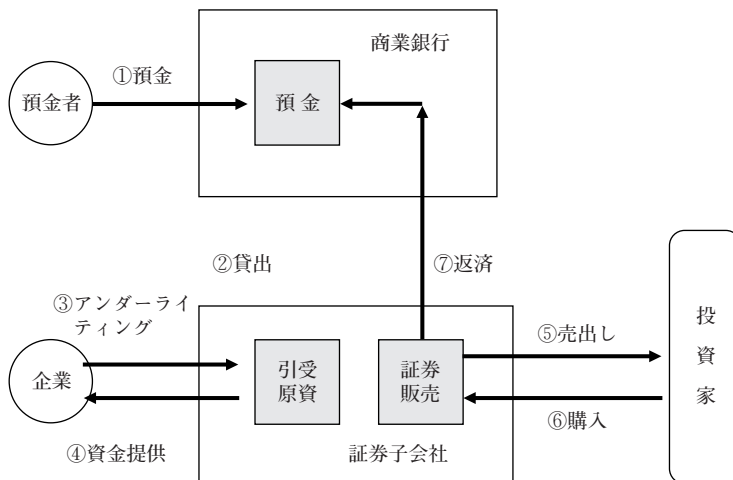
アンダーライティングが投資銀行の基本機能とされる理由のひとつは、アンダーライティングによって、初めて企業や政府に長期資本を供給できるからである。伝統的な商業銀行の短期信用の供給と対比して、投資銀行は、長期資本を、アンダーライティングによってのみ、証券を市場に売り出すことで供給するのである。その際、もうひとつの理由として、投資銀行のアンダーライティングは、引受シンジケートの組成によって発行市場を創出する市場創出力を持つからであるとも考えられる。これも、アンダーライティングが投資銀行の基本機能とされる理由である⁴¹。

商業銀行の証券子会社のアンダーライティングで特徴的な点は、親銀行である商業銀行との結びつきである。すなわち、投資銀行とは異なり、証券子会社は、親銀行の商業銀行から、資金を借り入れることで引受原資を確保し、

40) Johnson [1996] pp.2-3, 中塚 [2006] 第13章

41) ただし、アンダーライティングは、全額買取であるから、投資家の投資資金を原資とし、商業銀行のように預金を原資としていない。また、買い取った証券を分売するので、投資銀行は、商業銀行のような債権者の立場に立つわけではない。市場創出力については、中塚 [2002] pp.816-23, 中塚 [2005] pp.105-6

図表 1-3 親銀行の商業銀行と証券子会社のアンダーライティング



出所：中塚 [2006] p.113に加筆。

初めて発行証券を全額買い取って、アンダーライティングできるようになった⁴²⁾。親銀行の商業銀行の預金は、証券子会社に貸し出されることで、アンダーライティングに利用されたのである⁴³⁾。つまり、アンダーライティングが、商業銀行と証券子会社との結節点であった⁴⁴⁾。その結果、証券子会社は、大規模な証券発行をアンダーライティングできるようになった。したがって、証券子会社の投資銀行業務の議論は、親銀行の商業銀行と証券子会社との貸借関係ゆえに、アンダーライティングの全額買取に焦点が当たっていたのである。

今までの議論では、アンダーライティングの主体として、商業銀行の証券

42) 商業銀行が証券子会社に融資した預金原資の貸出金は、アンダーライティングで分売された代金、つまり投資家の投資資金で回収される。

43) Peach [1939] p.111

子会社と投資銀行とを同一視している点で問題がある。この場合、前述したように、親銀行の貸付と証券子会社のアンダーライティングの結びつきに焦点を当てている点で、商業銀行の投資銀行業務の特徴を明らかにしている。しかし、アンダーライティングを行って、全額買取する引受シンジケートの主幹事の役割を果たしている点で、商業銀行の証券子会社と投資銀行とは同一の引受主体である。事実、この点に関する Moore [1936] の1920年代の商業銀行の証券子会社と投資銀行とのアンダーライティングを対象にした研究によれば、投資銀行が証券子会社にアンダーライティングの機能について決定的に優越することはないことが明らかにされている⁴⁵⁾。

また、議論の展開を省みても、1920年代の証券子会社では、各州法の商法、特に多くはデラウェア州商法にもとづく一般事業会社であった。したがって、1920年代の証券子会社は、銀行法の規制を受けずに、自由に証券業務を行えるという点で、パートナー制の投資銀行と同一視された引受主体であった。また、グラス・スティーガル法の下で、1980年代に設立されたセクション20証券子会社でも、収益制限はありながらも、その業務は、証券のアンダーライティングとトレーディングを行える点で、投資銀行と同一視されていた。さらに、グラム・リーチ・ブライリー法の下で、金融持ち株会社の傘下の証券会社は、業態間の相互参入が認められたわけであるから、投資銀行そのものであると考えられる。

44) 商業銀行の貸付と証券子会社の引受との結びつきは、商業銀行と投資銀行との貸借取引が、発展した形態とも考えられる。なぜなら、商業銀行は、投資銀行のアンダーライティングのあいだ、買い持ち資金を貸し出したからである。Willis and Bogen [1936] p.47 すなわち、投資銀行の引き受けた証券が売れ残った場合、買取資金を回収できずに損失が発生する。したがって、売れ残った証券を完全に売り切るまで、商業銀行は、投資銀行に資金を貸し出したのである。

45) また、Moore [1934] は、アンダーライティングを行った証券の品質についても、商業銀行の証券子会社と投資銀行とに重大な差は生じていると示している (*Ibid.* p.484)。1920年代に、商業銀行の証券子会社と投資銀行とは、アンダーライティングの主幹事として機能的に同一であったのである。

100年近くも経て、この問題には、グラム・リーチ・ブライリー法による立法措置も講じられてきた。しかし、アンダーライティングの全額買取、言い換えれば、引受シンジケートの主幹事として、証券子会社が投資銀行と同一の引受主体であることを議論の前提としているため、商業銀行の投資銀行業務の論点は、商業銀行の証券子会社と投資銀行との構造的相違の問題として深まらなかったのである。それゆえ、商業銀行の投資銀行参入の論点が、互いの利益相反や規模の経済やコングロマリット・ディスカウントおよび法規制（相互参入の業務隔壁）などの問題に矮小化されてしまうのである。グラム・リーチ・ブライリー法で業態間の相互参入が可能になったにもかかわらず、商業銀行による投資銀行の買取は数多くあるが、逆に投資銀行による商業銀行の買取はほとんどない。この理由も、互いの構造的な相違が原因であると推察されるが、明確にされてはいない。

したがって、本稿の目的は、商業銀行の証券子会社と投資銀行との構造的な相違を明らかにすることにある。両者の構造的な相違は、アンダーライティングのプロセス、つまり引受シンジケートの三層構造に存在する⁴⁶⁾。議論すべき点は、従来のように、三層構造の頂点の主幹事による全額買取ではない。議論すべき問題点は、三層構造の下層に位置する販売グループによる投資家への証券発行売り出しである。すなわち、証券子会社の証券発行の引受構造、つまり証券子会社の投資銀行業務の構造が、もっともよく現れる点が、アンダーライティングの販売プロセスであるリテール販売なのである。

そこで、本稿では、100年間に及ぶ、商業銀行の投資銀行の論点について、議論の出発点になった1920年代に的を絞り、1926年のバンカーズ・マガジン誌 (*Bankers Magazine*) の調査に依拠して、投資銀行とは異なる構造を持つ、商業銀行の投資銀行業務の構造を明らかにしていきたい。そのことで、グラ

46) 引受シンジケートは、主幹事、買取シンジケート、販売グループのピラミッド型三層構造を採る。後述注 65 を参照。

ム・リーチ・プライリー法以降における当該問題についても、重要な示唆を与えるであろうと、私は考えている。

2. 預金から投資へ — 全額買取ではなくリテール販売 —

2.1. 預金から投資への資金シフト

商業銀行の証券業務を分析する視角は、アンダーライティングの全額買取側にあるのではなく、引受シンジケートの販売グループによる発行売り出し、つまりリテール側にあると考えられる⁴⁷⁾。なぜなら、アンダーライティングにおけるリテール側に焦点を当てて、商業銀行の証券業務を分析すると、商業銀行の証券業務特有の構造が明らかになるからである。前節で検討したとおり、商業銀行の証券業務は、証券子会社と銀行本体の債券部を通じて行われた。商業銀行本体や証券子会社は、引受シンジケートに参加（participate）して、証券を購入したうえで、投資家に販売したのである。証券子会社では、アンダーライティングをするものの、全額買取ではなく、対顧客への販売プロセス、つまりリテール側に、投資銀行にはない証券発行構造の特徴があったのである。

本節では、この商業銀行に特有の証券発行構造を明らかにするために、1936年にバンカーズ・マガジン誌（*Bankers Magazine*）が実施した全国各地の銀行に対する聞き取り調査「銀行は、証券に投資すべきかどうか。」（“Should Bank Invest Securities?”⁴⁸⁾に依拠して、商業銀行の証券業務を、アンダーライティングのリテール・ルートから分析していくことにしたい。

この商業銀行の証券業務は、自行の保有する預金から証券への転換を引き

47) この場合のリテールは、引受シンジケートの販売グループと投資家との間に形成されるリテール市場に対応している。現在では、対顧客取引全般をリテールと言うが、本稿では対顧客取引のなかの証券発行市場における発行売り出しを指している。ブローキングを指してはいないことに注意。中塚[1997b] p.85, 中塚[2006] p.100

48) “Should Bank Invest Securities?,” *Bankers Magazine*, June 1926, p.920

起こした。なぜなら、商業銀行は、証券販売の顧客を自行の預金者に見出したからである。このことは、商業銀行の証券業務を貸出減少に伴う証券業務への新規参入とみる従来の視点では、見落とされていた点である。現代的に言えば、証券業務によって、商業銀行のリテール分野に大きな変化が起きたことになる。証券業務の顧客を自行の預金者に見出した理由は、商業銀行は、預金者を顧客とすれば、新規に顧客を開拓する必要がなくなるからである。それに対応して、預金者側にも、何としても証券を購入しようとする投資熱があった。しかも、第一次大戦時の自由公債や外債の取り扱いから、蓄積していた証券業務をよく執り行える経験とノウハウが、商業銀行の証券業務に生きることになったのである。

商業銀行は、預金者を証券の顧客にするため、何を行ったのだろうか。商業銀行は、預金者、特に多額の預金者に重点的に証券を購入するよう勧誘した。バンカーズ・マガジンの調査の回答によれば、そのことは明らかである。すなわち、

「私たちは、広告や個人的な対面によって、自行の顧客預金者が同意した証券の購入を奨励します。特に、預金部の顧客で「はじめて千ドル」の預金に達した顧客を対象にします。」⁴⁹⁾

また、商業銀行は、大口預金者に、証券投資の勧誘を繰り返し行っている。すなわち、

「私たちは、証券業務が預金を促進すると信じている。私たちは、繰り返し、大口預金者に投資勧誘の文書を送付している。」⁵⁰⁾

その際、預金利子よりも証券利回りの方が高いことを伝えてまで、商業銀行は、預金から投資へのシフトを図った。すなわち、

「私たちは、わが国の産業を促進する手段として、顧客に無難な債券に投資

49) *Ibid.*, p.921

50) *Ibid.*, p.925

することを、また、預金で支払われる利子よりも良い利回りが得られることもアドバイスしています。]⁵¹⁾

このように、商業銀行は、自らの証券業務、すなわち引受シンジケートで購入した証券の売り出し先の顧客に預金者を対象にした。その結果、自行の預金残高は証券投資へシフトしていったのである。

調査に回答した商業銀行の約半数が、その営業基盤の預金者を対象に積極的な投資を奨励している⁵²⁾。すなわち、

「私たちは、銀行を通じて、全ての種類の投資を人々に奨励しています。]⁵³⁾

「私たちは、この業務が前進するために大変努力していますし、広く分売できるよう強化してきました。]⁵⁴⁾

商業銀行は、その営業基盤の地域において、預金者に証券投資を強く勧めていた。その結果、ニューヨークのような金融の中心地だけでなく、地方・地域の隅々までに個人投資家が生まれたのである。なぜなら、当該地域の預金者が、証券投資をすることで、個人投資家に転換したからである。

2.2. アンダーライティングにおけるリテール販売の重視

商業銀行の証券子会社が、アンダーライティングのプロセスで、発行売り出しに関する手数料、つまりリテール販売の手数を重視していた。理由は、引受手数料の内部構成を見れば明らかである。すなわち、商業銀行の証券子会社は、主幹事を務めてアンダーライティングを行う場合でも、引受シンジケートの全体の手数料収益、つまり引受手数料のなかで、販売グループからの手数料収益が、投資銀行と比べて高い割合を占めていたからである。

51) *Ibid.*, p.922

52) 残り半数の商業銀行は、顧客から要望のあったときだけに対応している。証券業務に対して受身の方針である。*Ibid.*, p.920

53) *Ibid.* p.922

54) *Ibid.*

図表 2－1 外債発行の引受シンジケートにおける引受手数料の構成（1920年から1930年）
ナショナル・シティ社と J. P. モルガン商会

引受シンジケート の三層構造	企業名	
	National City Co.	J.P.Morgan & Co.
主幹事	24.2%	52.2%
買取シンジケート	3.4%	-
銀行シンジケート	23.7%	-
販売グループ	57.9%	47.8%*

※ J. P. モルガン商会は、引受手数料全体と主幹事手数料のみが公表されている。実際に J. P. モルガン商会が買取シンジケートを組む場合や銀行シンジケートを組む場合がほとんどなかったと考えられるので、引受手数料全体から主幹事手数料を控除した値を販売グループの値と推定して表に記載している。

出所：United States Senate [1931] pp.159-61, Appendix III をもとに筆者作成。

図表 2－1 は、1920年から1930年にかけてのニューヨーク外債市場⁵⁵⁾の場合であるが、証券子会社のナショナル・シティ社の引受シンジケートの収益は、その約6割（57.9%）が、販売グループからもたらされている。これは、投資銀行の J. P. モルガン商会の販売グループの手数料収益割合（47.8%）に比べて、10ポイントも高い。また、投資銀行の J. P. モルガン商会は、引受手数料収益のなかで、半分以上（52.2%）を主幹事手数料から得ている。対して、証券子会社のナショナル・シティ社は、アンダーライティングした

55) 外債発行市場を対象とする理由は、商業銀行の証券子会社は、1920年代に、外債分野に進出し、成功を収めたからである。1920年代に、外債発行は急拡大し、英国やフランスなどの先進国以外の新興国の債券については、JP モルガン商会のような投資銀行の未開拓の領域であった。したがって、証券子会社が、特に、ナショナル・シティ社が、外債発行の引受を強力に推進したのであった。1921年から1929年にかけて、ナショナル・シティ社は500本以上も外債発行を引き受けた。これは、ジェームズ・スティルマン（James Stileman）が世紀転換期に外国政府とリレーション構築に務めていたからであり、また、ナショナル・シティ銀行の海外支店のサポートも受けたからである。Markham [2002] p.116, Cleveland [1985] p.145, 土井 [1998] p.99

図表 2-2 外債引受における主幹事案件と共同引受案件
(1920年から1930年)

ナショナル・シティ社

単位：千ドル

引受シンジケート の三層構造	主幹事案件	共同引受案件
主幹事	National City Co.	他社
買取シンジケート	653,365 51.7%	610,282 48.3%
販売グループ	381,073 55.0%	311,685 45.0%

出所：United States Senate [1931] Appendix I, IIIをもとに筆者作成。

主幹事案件でさえも、主幹事手数料の割合は、引受手数料全体の割合は四分の一（24.2%）以下でしかない。したがって、商業銀行の証券子会社は、引き受けた証券の販売手数料に大きく依存していたと考えられるのである。

商業銀行の証券子会社は、他社の主幹事案件、つまり共同引受案件に積極的に参加した。なぜなら、リテール重視であれば、引受手数料収益の源泉を主幹事手数料に求める必要はないからである⁵⁶⁾。図表2-2で示すように、商業銀行の証券子会社のナショナル・シティ社では、主幹事案件と共同引受案件の比をみると、共同引受の買取シンジケートが48.3%、販売グループで45%と各々約5割近くを占めている。

主幹事は、アンダーライティングをアレンジするので、引受シンジケートを組織し、証券発行を全額買取する。したがって、主幹事は、証券発行全額に主幹事手数料が及ぶので大きな利益が得られる。しかし、証券子会社は、アンダーライティングの主幹事になれるようになって、必ずしも主幹事案件を重視しているわけではない。証券子会社は、主幹事案件と同様に、共同

56) この点も、従来は、共同引受への参加は、主幹事案件獲得への第一歩であり、通過点であると考えられてきた。Cleveland [1985] も、この文脈で捉えられていると考えられる。Ibid., p.145

図表 2-3 証券子会社と投資銀行との外債発行引受手数料の案件比較
(1920年から1930年)

ナショナル・シティ社とクーン・ロープ会 単位：千ドル

企業名	引受手数料合計	主幹事案件	参加案件
National City Co.	32,157	17,444 54.2%	14,713 45.8%
Kuhn, Loeb & Co.	4,272	3,154 73.8%	1,118 26.2%

出所：United States Senate [1931] Appendix I, III, V, VIをもとに筆者作成。

引受に積極的に参加しているからである。だから、証券子会社が重視しているのは、引受シンジケートの販売グループ、つまりリテール販売であると考えられるのである。

また、商業銀行の証券子会社は、投資銀行と比べても、全額買取を行う主幹事よりも、共同引受参加から引受手数料を多く得ていた。図表2-3で示すように、証券子会社のナショナル・シティ社の外債発行の引受手数料収益は、主幹事案件と共同引受案件の合計で、3,215万7千ドルであった。その約5割(45.8%)が、共同引受案件への参加からもたらされている。他方、投資銀行のクーン・ロープ商会は、外債発行の引受手数料の合計427万2千ドルであったが、その実に、7割近く(73.8%)が主幹事案件から得られていた。共同引受参加からもたらされた引受手数料は、引受手数料全体の四分の一(26.2%)にすぎないのである。

クーン・ロープ商会は、外債発行で主幹事業務を得意としていないにもかかわらず、共同参加の方法をとってはいない。投資銀行は、やはり主幹事主体であった。他方、商業銀行の証券子会社は、共同引受参加を主幹事と二分する大きな柱としている。したがって、商業銀行の証券子会社は、アンダーライティングにおいて、全額買取よりも、リテール販売を重視していると考えられるのである。

2.3. 預金原資から投資原資へ

商業銀行の証券業務の結果、銀行預金から取り扱い証券、特に利回りの高い債券に資金が移動した。商業銀行が預金者を対象に、証券の積極的なキャンペーンを伴って販売した結果である⁵⁷⁾。大口預金者に、預金から証券へのシフトは顕著に現れた。必要時に利用する手元流動性を超えた預金残高は、商業銀行の取り扱い証券に向かった⁵⁸⁾。したがって、商業銀行の預金は減少する恐れがあったものの、預金者は個人投資家となり、商業銀行の預かり資産は増加したのである。

預金減少の恐れにもかかわらず、商業銀行は、預金者の証券購入について留意を払った形跡はなかった。すなわち、バンカーズ・マガジン誌の調査によれば、

「私たちは、この社債や株式が銀行預金に何らかの影響を与えることに注意を払っていません。私たちは、預金口座を頼み込む習慣はありませんが、しかし、預金者が預金を引き出すとき、しかも投資目的と信じるときは、躊躇なく債券部の売り出しに顧客の注意を向けさせます。」⁵⁹⁾

証券業務を行う商業銀行にとって、すでに、預金が減少する危険を生じても、証券投資に誘導することが重要であった。そのための証券子会社や債券部が存在したのである。なぜなら、商業銀行は、証券投資を行うことで預金が減少する恐れよりも、むしろ証券業務で得られる手数料を喪失することを懸念していたからである。すなわち、バンカーズ・マガジン誌の調査によれば、

「疑問の余地なく、銀行の証券業務は、預金を減少させるが、しかし仮に銀行自身が顧客に証券を販売しなければ、顧客は銀行以外の手段で証券を購入

57) “Should Bank Invest Securities?,” *Bankers Magazine*, June 1926, pp.921-2

58) *Ibid.*, p.925

59) *Ibid.*

するでしょう。その結果、商業銀行自身の手数料の損失を伴うでしょう。』⁶⁰⁾

また、別の回答は、預金は減少するものの、預金には手数料に加えて配当と利子が入る点を強調する。すなわち、
「どちらの場合でも、預金は銀行から引き出されますが、しかし顧客に証券を販売した後で、私たちは直接利益を得ますし、預金には配当や利子が入ります。』⁶¹⁾

はっきりと、預金の減少は証券販売の利益で相殺されるべきとの回答もある。すなわち、

「証券業務は預金を減少させます。したがって、銀行はこれを相殺するために証券の販売から利益を得るべきです。』⁶²⁾

各銀行の回答によれば、商業銀行は、証券業務を行ううちに、貸出原資としての預金の確保よりも、むしろ証券の手数料収入に関心が移っていったと考えられる。その結果、商業銀行の預金は、いっそう証券に移っていったのである。この結果、預金の性格は、貸出原資から投資原資へと変化していった。このことを、銀行は回答している。すなわち、

「銀行の証券業務が預金に利益をもたらすと信じている。預金部は「債券部の餌箱」(feeder for the bond department)の役割を果たすことができるのである。」(かぎ括弧の強調は筆者)⁶³⁾

したがって、銀行の預金部は、もはや債券部や証券子会社に従属した存在となってしまったのである。なぜなら、商業銀行の預金が証券投資進出の理由である商業貸出の減少にともなって貸出原資として使われなくなっているからである。すなわち、預金は、企業への貸出原資ではなく、債券や株式への投資原資の役割を果たすようになったのである。

60) *Ibid.*

61) *Ibid.*

62) *Ibid.*

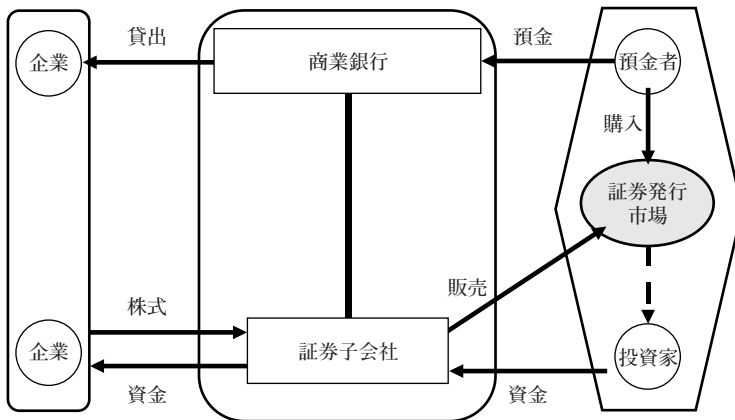
63) *Ibid.*, p.924

3. 商業銀行の証券子会社の証券発行構造

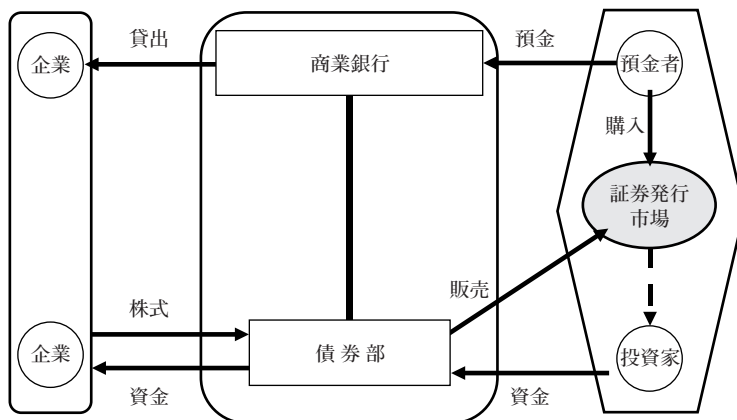
3.1. 商業銀行の証券子会社で形成される証券発行市場

預金から証券投資へ資金がシフトした結果、商業銀行の証券子会社の証券業務では、証券発行市場は、図3-1のように、親銀行の預金者と証券子会社の顧客との間で形成されるのである。なぜなら、証券子会社のアンダーライティングの特徴は販売プロセスにあり、第2節で検討したように、親銀行の預金者に、証券子会社は引き受けた証券を販売するからである。それゆえ、預金者は、証券子会社から証券を購入したことで、投資家になったのである。つまり、証券子会社の場合、預金者と投資家は、ほぼ同一である。証券子会社の証券業務の場合、親銀行の預金は証券投資にシフトしたといえる。証券子会社のアンダーライティングは、親銀行の預金を証券投資に向けるスキームである。したがって、商業銀行の証券子会社の証券発行構造は、銀行の預金者の資産運用における預金から証券商品へのシフトで形成される証券発行市場であると考えられる。

図表3-1 商業銀行の証券子会社の証券発行構造



図表 3-2 商業銀行の債券部の証券発行構造



商業銀行の債券部による証券発行市場は、図表3-2で示される。その証券発行市場は、証券子会社と同じく、本体の商業銀行の預金者と、親銀行の債券部との間で形成される。債券部の証券発行構造は、商業銀行本体内で、預金を証券投資に変換させる仕組みである。

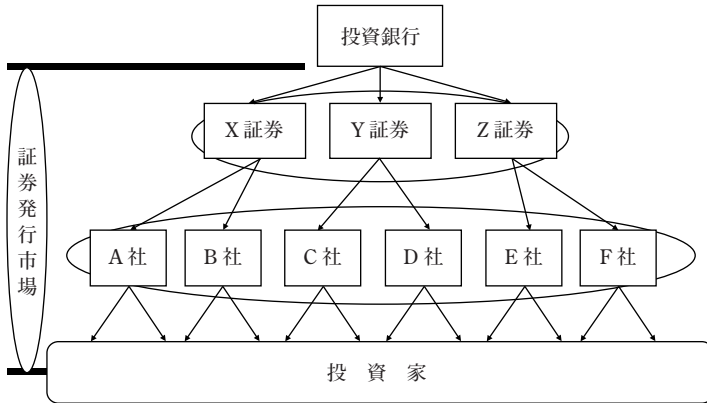
商業銀行の債券部は、ほとんどが引受シンジケートの販売グループの参加者である。債券部で全額買取、つまり主幹事業務を行うことは、ほとんどなかった⁶⁴⁾。債券部は、預金者への発行売り出し業務に専念して、自行の預金を証券投資への転換を強力に推進していたのである。

証券子会社や債券部によって形成される証券発行市場は、投資銀行とは違って市場の裾野が大きく広がらない。対して、図表3-3で示されるように、証券発行市場は、引受シンジケートそのものであるが、投資銀行は、それを三層構造で巨大なシンジケートを組成した⁶⁵⁾。

しかし、証券子会社や債券部は、投資銀行とは違って、巨大な引受シンジ

64) 主幹事業務は、ナショナル・シティ社やチェース証券社やファースト・ナショナル証券社のニューヨークの大証券子会社に限られていた。土井 [1998] p.99

図表 3-3 投資銀行の証券発行構造



出所：中塚 [2006] p.100

ケットを組織する必要がない。なぜなら、証券子会社や債券部の場合、引受シンジケートを巨大化しなくても、自行の預金者を顧客とするので、アンダーライティングをした証券を売り切ることができるからである。したがって、証券子会社や債券部によって形成される証券発行市場は、その規模が相対的に小規模になると考えられるのである。

図表 3-4 で示されるように、1920年から1930年にかけて商業銀行の証券子会社のナショナル・シティ社が組成した外債発行の引受シンジケート、つまり発行市場は、投資銀行の JP モルガン商会の半分以下の規模に過ぎなかった。

特筆すべきは、引受シンジケートの内部構造である。すなわち、証券子会社のナショナル・シティ社では、証券リテールを強化していたにもかかわらず

65) 筆者は、引受シンジケートが、証券発行市場であること。その構造は、主幹事、買取シンジケート、販売グループの三層構造を持つこと。引受能力、つまり全額買取能力は、販売力に依存すること。その巨大な引受シンジケートをその組成する法理論からパーティシペート・シンジケート（参加型シンジケート）と呼ぶことを発表してきた。中塚 [1997a] [1997b] を参照。また、中塚 [2006] 第 13 章「投資銀行」も参照のこと。

図表 3-4 ニューヨーク外債の発行市場の構造
(1920年～1930年)
ナショナル・シティ社と J. P. モルガン商会

単位：数

引受シンジケート の三層構造	企 業 名	
主幹事	National City Co.	J. P. Morgan & Co.
買取シンジケート	3	8
販売グループ	296	733

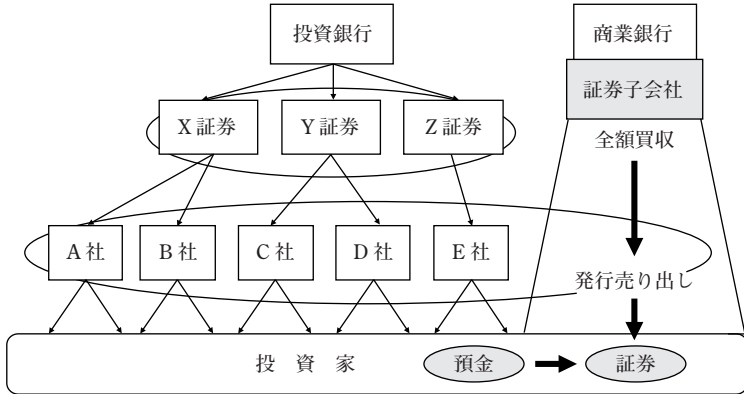
出所：United States Senate [1931] pp.159-61, Appendix IIIをもとに筆者作成。

ず、三層構造のうちの最下層の販売グループが、投資銀行の JP モルガン商会の半分以下の参加 (participant) しかないのである。その理由は、証券子会社は、商業銀行の預金者を証券販売の顧客としているので、販売グループを強化しなくても、引き受けた証券を安定的に消化できるからと考えられる。言い換えれば、商業銀行の証券子会社は、投資銀行のように、全国全土にまたがる多種多様な金融機関や個人の参加を求めた巨大な引受シンジケートを組成する必要がなかったのである。

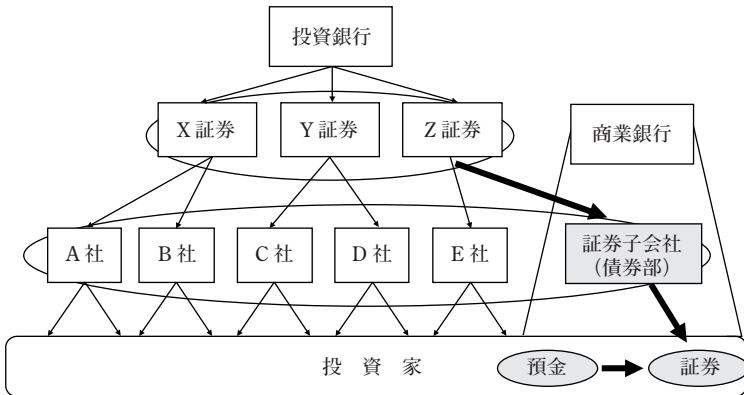
3.2. ニューヨーク証券市場全体の複合構造

ニューヨーク証券発行市場全体の構造は、投資銀行の形成する証券発行市場と商業銀行の証券子会社と債券部の形成する証券発行市場との複合体である。図表3-5は、証券子会社がアンダーライティングで全額買取を行う場合である。図表3-6は、証券子会社や債券部が、投資銀行の引受シンジケートの販売グループに参加する場合である。両者とも、その市場の末端において、証券子会社と債券部を通して、預金から証券への投資が、投資家を生み出していくことが示されるのである。

図表 3-5 ニューヨーク証券市場全体の複合構造



図表 3-6 ニューヨーク証券市場の共同引受の複合構造



図表 3-7 外債発行の共同引受案件の主幹事
(1920年から1930年)
ナショナル・シティ社

種 類	主 幹 事	数	割合
投資銀行	J. P. Morgan & Co.	41	43.6%
	Kuhn, Loeb & Co.	13	13.8%
	Lee Higginson	14	14.9%
	Dillon Reed	6	6.4%
	Speyer	5	5.3%
	J&W Seligman	4	4.3%
	Kidder Peabody	2	2.1%
	Potter Brothers	2	2.1%
	Chatam Phoenix Corp.	1	1.1%
	White Weld	1	1.1%
	Field Glore	1	1.1%
小 計		90	95.7%
証券子会社	Guaranty Co.	4	4.3%
合 計		94	

出所：United States Senate [1931] Appendix Iをもとに筆者作成。

商業銀行の証券子会社が共同引受に参加する場合、主幹事は投資銀行がほとんどであった。なぜなら、証券リテール重視であれば、主幹事が投資銀行であろうと、商業銀行の証券子会社であろうと、固執する必要がないからである。図表3-7で示されるように、証券子会社のナショナル・シティ社が共同引受に参加する場合、実に96%が、投資銀行が主幹事の案件であった⁶⁶⁾。投資銀行が、商業銀行の証券子会社の証券業務を強く批判していたことと対照的である⁶⁷⁾。

66) 投資銀行側も、販売力を補うために、引受シンジケートへの商業銀行の証券子会社の参加を望んでいた。JP モルガン商会は、アンダーライティングした証券を分売するために、ナショナル・シティ社を非常に頼りにしていたのである。Cleveland [1985] p.145

3.3. 商業銀行の証券子会社の引受能力

商業銀行の証券子会社は、引受シンジケートの規模が投資銀行に比べて劣るため、アンダーライティング能力、つまり全額買い取り能力を引き上げられない。図表3-8によれば、1920年から1930年にかけて引き受けた外債を見れば、商業銀行の証券子会社のナショナル・シティ社は、投資銀行のJPモルガン商会よりも、一件当たりの平均額が三分の一弱に過ぎなかったことがわかる。しかし、引受総額を見れば、ナショナル・シティ社とJ.P.モルガン商会とに大きな差はない。これは、ナショナル・シティ社が、投資銀行より劣る引受能力を引受回数で補っていると考えられる。言い換えれば、得意とされた外債分野でも、証券子会社のナショナル・シティ社は、回数で補わなければならないほど、投資銀行のJ.P.モルガン商会よりも引受能力が低いのである。引受能力の低さは、引受シンジケートの規模、つまり発行市場の規模が、証券子会社のナショナル・シティ社の方が、投資銀行のJ.P.モルガン商会よりも小規模であるためと考えられるのである。

図表 3-8 外債の引受能力の比較（1920年～1930年）
ナショナル・シティ社とJ.P.モルガン商会
単位：千ドル，数，千ドル

細目	企業名	
	National City Co.	J. P. Morgan & Co.
総額	1,570,210	1,786,578
件数	113	38
平均額	13,896	47,015

出所：United States Senate [1931] pp.159-61, Appendix III, IVをもとに筆者作成。

67) 例えば、投資銀行協会は、チェーン・バンクの証券業務の参入を強く反対していた。なぜなら、チェーン・バンクの参入は、特に小規模投資銀行にとって存続への脅威だったからである。Peach [1939] p.103

商業銀行は、アンダーライティング能力を証券リテール力から強化するため、中小投資銀行を吸収合併した。中小投資銀行の全額買取能力ではなく、発行売り出し、つまりリテール販売力を、商業銀行は求めた。ナショナル・シティ銀行は、1916年8月にN.W.ホルジー商会（N. W. Halsey & Co.）を買収した。ホルジー商会の特徴は、債券売り出しについて充実したリテール販売網を保有することにあつた⁶⁸⁾。ナショナル・シティ社は、N. W.ホルジー商会の全国支店網と約200人の人材を一度に手に入れた⁶⁹⁾。したがって、ナショナル・シティ銀行とその系列銀行の預金は、一挙に証券投資に転換されることになったのである。

これは、また、現代のグラム・リーチ・ブライリー法下で、金融持ち株会社方式の下で、業態間の相互参入が認められたにもかかわらず、商業銀行による投資銀行の買収はあっても、投資銀行による商業銀行の買収はほとんどない現象への解答を示唆すると考えられる⁷⁰⁾。なぜなら、商業銀行の証券子会社による証券業務は、親銀行の預金を証券投資に向けさせるスキームであり、逆ではないからである。

1920年代のナショナル・シティ社やチェース・セキュリティ社やファースト・セキュリティ社のような大規模商業銀行の証券子会社は、グループ・バンクやチェーン・バンクを引受シンジケートの販売グループに組織化した。

68) 合併前のホルジー商会は、公益事業債、鉄道債、自治体債の販売を一億ドル以上販売していた。Peach [1939] p.19

69) フィラデルフィア、ボルチモア、ワシントンDC、ボストン、クリーブランド、デトロイト、パツファロー、アルバニー、サンフランシスコ、ピッツバーグ、ペンシルバニア州ウィルクス・バリート、全米の大都市で証券業務を行った。Ibid. 証券子会社は、一般事業会社であるから、商業銀行の州際業務規制の適用も受けなかった。

70) 2002年2月の段階で、グラム・リーチ・ブライリー法下で、金融持ち株会社を設立し、商業銀行を買収した投資銀行は、チャールズ・シュワブ社他2社しかない。以前に、筆者は、この理由として、マーチャントバンキング（プライベート・エクイティ）に対するグラム・リーチ・ブライリー法の規制をあげている。中塚 [2002] pp.828-9 本文および注 56

なぜなら、大商業銀行の証券子会社は、積極的に証券発行をアンダーライティングしたため、証券リテール力、つまり証券販売力を強化しなければならなかったからである。引受シンジケートの傘下に入ったグループ・バンクやチェーン・バンクは、その証券を証券子会社から自己ポートフォリオで購入し、地域の顧客に販売したのである⁷¹⁾。

グループ・バンクやチェーン・バンクの証券販売の顧客は、自行の預金者であり、そのため、グループ・バンクやチェーン・バンクの預金は証券に「モッピング・アップ」(mopping up)⁷²⁾、つまり掃き出されるように転換されていった⁷³⁾。このように、大商業銀行の証券子会社は、グループ・バンクやチェーン・バンクを証券の販売力強化の手段として利用した。その結果、地方社会や地域社会まで、証券投資が広がりを見せたのである。

証券発行市場における、新規証券発行の売り出しを、商業銀行は引き受ければ、当然、次の段階として、既発行証券の売買の仲介、つまり証券流通市場におけるブローカー業務も行うようになる。例えば、ナショナル・シティ社は、流通市場においても大きな存在感を示していた⁷⁴⁾。この場合、発行売り出しと同様に、商業銀行は、主たる顧客として預金者を対象にしていた。したがって、流通市場における商業銀行の証券子会社と債券部のブローカー業務が、商業銀行の預金量に大きな変動要因を与えていたと考えられる⁷⁵⁾。

71) Peach [1939] pp.101-103, p.112

72) *Ibid.*, p.103

73) グループ・バンクやチェーン・バンクのような地方経済や地域社会の商業銀行が、引受シンジケートの販売グループで購入した証券を販売しないで、自行のポートフォリオに保有し続ける場合もあった。このことをウィズドロー・パーティシペーション (withdraw participation) と呼ぶ。Franklin [1913] pp.664-9

74) Markham [2002] p.114-5

75) 本稿は、アンダーライティングにおける商業銀行の証券業務、つまり発行市場を対象にしている。ブローカー業務やディーリング業務、つまり流通市場における商業銀行の証券業務についての詳細は、今後の課題としたい。

お わ り に

商業銀行の証券子会社による証券業務の特徴は、引受シンジケートの販売グループによる発行売り出し、つまりリテール販売側にあった。これは、投資銀行の全額買取に特徴づけられるアンダーライティングとは決定的に異なっている。また、商業銀行の債券部による証券業務の場合は、引受シンジケートの販売グループの参加者となるので、証券リテールの特徴が明瞭になる。証券リテール重視のため、商業銀行の証券子会社や債券部の証券業務は、自行保有の預金から証券へ資金移動を促した。商業銀行も証券子会社も、証券販売の顧客を自行の預金者に見出したからである。その理由は、商業銀行も証券子会社も、証券投資の顧客を新規に開拓する必要がないからである。商業銀行は、販売グループの引受手数料を重視すると同時に、主幹事業には固執せず、共同引受参加を重視した。その結果、預金は「債券部の餌箱」と形容されるまでになり、預金の性質は貸出原資から投資原資へ変化したのである。

預金から証券投資へシフトすることで、商業銀行の証券子会社の証券業務では、証券発行市場が、親銀行の預金者と証券子会社との間で形成される。なぜなら、証券子会社は、親銀行の預金者に引き受けた証券を販売するからである。証券子会社の証券発行構造は、親銀行の預金を証券投資に転換するスキームであった。また、同様に、商業銀行の債券部による証券発行市場は、本体の商業銀行の預金者と債券部の顧客との間で形成される。債券部の証券発行構造も、商業銀行本体で預金を証券投資に転換するスキームであった。その結果、証券子会社や債券部によって形成される証券発行市場は、投資銀行とは違って巨大な引受シンジケートにはならない。その理由は、自行の預金者が顧客となるので、アンダーライティングした証券を巨大な引受シンジケートを組成して売りさばく必要がないからである。事実、1920年から1930

年にかけて、証券子会社のナショナル・シティ社が組成した外債発行の引受シンジケートは、つまり発行市場は、投資銀行のJ.P.モルガン商会の半分以下の規模にすぎなかったのである。

ニューヨーク証券発行市場全体の構造は、投資銀行の形成する証券発行市場と商業銀行の形成する証券発行市場との複合である。商業銀行の証券子会社は、引受シンジケートの規模が劣るため、アンダーライティング能力を引き上げられない欠点があった。事実、1920年から1930年にかけて、ナショナル・シティ社が主幹事となった外債発行の引受では、投資銀行のJ.P.モルガンよりも、引受額平均で三分の一の規模にすぎなかった。このため、証券子会社は、常にリテール販売からアンダーライティング能力の強化を図った。中小投資銀行の吸収合併とグループ・バンキングやチェーン・バンキングの販売グループへの組み込みである。その結果、全米に証券投資は広がりを見せ、地方の商業銀行の預金は「モッピング・アップ」、つまり掃き出されるように、証券投資に転換し、預金者は個人投資家に転換したのであった。

アンダーライティングでリテール販売力を強化するために、証券子会社が投資銀行を吸収合併することは、現代のグラム・リーチ・ブライリー法下で、商業銀行による投資銀行による買収はあっても、逆の投資銀行による商業銀行の買収がほとんどない理由を示唆している。その理由は、証券子会社の証券業務は、親銀行の預金を証券投資に向けさせるスキームだからと考えられるからである。また、1920年代の商業銀行の預金から証券投資への転換は、現代のわが国の「貯蓄から投資へ」の流れ、つまりメガバンクによる窓口での投信販売増加にも参考になる。これも、同様に、証券子会社の証券業務は、親銀行の預金を証券投資に向けさせるスキームであるからと考えられる。最後に、1920年代の商業銀行の証券子会社の証券発行構造を、本稿で明らかにしたことで、商業銀行の投資銀行業務が、商業銀行と証券子会社の各々の業務やニューヨーク証券市場にどのような影響を与えたのか、を明らかにしていくことを今後の課題としたい。

参考文献

【和書】

- 1) 安保哲夫 [1984] 『戦間期アメリカの対外投資』 東京大学出版会
- 2) 数阪孝志 [1988] 「商業銀行の証券業務進出とターム・ローン」 証券経済学会『証券経済学会年報』第23号, 4月
- 3) 数阪孝志 [1991] 『アメリカ商業銀行の多角的展開』 東洋経済新報社
- 4) 川口恭弘 [1989] 『米国金融規制法の研究—銀行・証券分離規制の展開—』 東洋経済新報社
- 5) 白石渉 [2005] 『金融のワンストップ・ショッピング—銀行, 証券, 保険の垣根がなくなる—』 清文社
- 6) 高月昭年 [2000] 「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」 日本証券経済研究所『証券経済研究』第24号, 3月
- 7) 土井修 [1998] 「1920年代米国における証券引受活動の展開—証券子会社の活動を中心とした数量的一考察—」 日本証券経済研究所『証券経済研究』第12号, 3月
- 8) 土井修 [1999] 『米国資本のラテンアメリカ進出 (1897年~1932年)』 御茶の水書房
- 9) 中塚晴雄 [1997a] 「パートナーシップ・シンジケートとパーティシペーション・シンジケート—引受シンジケートの発展過程について(1)—」 九州大学大学院経済学会『経済論究』第99号
- 10) 中塚晴雄 [1997b] 「パーティシペーション・シンジケートの形成—引受シンジケートの発展過程(2)—」 九州大学大学院経済学会『経済論究』第99号
- 11) 中塚晴雄 [2002] 「グラム・リーチ・ブライリー法下の投資銀行と商業銀行のマーチャントバンキング—投資銀行のパーティシペーション機能と商業銀行の投資銀行化—」 福岡大学『福岡大学商学論叢』第46巻第3・4号
- 12) 中塚晴雄 [2006] 『金融論—初心者にもわかるやさしい金融論—改訂版—』 税務経理協会
- 13) 西川純子・松井和夫 [1989] 『アメリカ金融史—建国から1980年代まで—』 有斐閣
- 14) 西村信勝 [2005] 『外資系投資銀行の現場 改訂版』 日経BP社
- 15) 柳井香織 [2000] 「商業銀行による証券業務進出の収益性とリスク—20条子会社に関する分析のレビュー—」 同志社大学大学院商学研究科院生会『同志社大学大学院商学論集』第35巻第1号, 8月

【洋書】

- 1) Benston, George J. [1990] *The Separation of Commercial and Investment Banking: the Glass-Steagall Act Revisited and Reconsidered*, Oxford University Press.
- 2) Calomiris, Charles W. [2000] *U. S. Bank Deregulation in Historical Perspective*, Cambridge University Press
- 3) Carosso, Vincent P. [1970] *Investment Banking in America: a History*, Harvard University Press (カロソン, V.P. 「アメリカの投資銀行」(小林襄二他訳) 上巻, 『証券研究』第55巻, 1978年)

- 4) Cleveland, Harold van B. [1985] *Citibank 1812-1970*, Harvard University Press
- 5) Franklin, Lewis F. [1913] “Syndicates” *The Bankers Magazine*, Vol.LXXXVII (87), July to December
- 6) Johnson, Hazel J. [1996] *The Banker's Guide to Investment Banking : Securities & Underwriting Activities in Commercial Banking*, Irwin Professional Publishing
- 7) Kelley, Edward J. III “Conflict of Interest : A Legal View,” in Walter, Ingo ed., *De-regulation Wall Street*, John Wiley & Sons, Inc., Chapter 8 (ケリー, エドワード J. III 「利益相反—法的観点からの検討—」, ウォルター, イング編『銀行の証券業務—グラス＝ステイーガル法の改正—』(川口慎二訳, 皆藤実, 川口恭弘訳) 東洋経済新報社, 1990年, 第8章所収)
- 8) Liaw, K. Thomas [2006] *The Business of Investment Banking : a Comprehensive Overview*, Second Edition, J. Wiley & Sons
- 9) Markham, Jerry W. [2002] *A Financial History of the United States : from J. P. Morgan to the Institutional Investor (1900-1970)*, Vol.II, M. E. Sharp
- 10) Moore, Terris [1934] “Security Affiliate versus Private Investment Banker : a study in security originations,” *Harvard Business Review* XII (12) July
- 11) Osterweis, Steven L. [1932] “Security Affiliates and Security Operations of Commercial Banks,” *Harvard Business Review* XI (11) October
- 12) Peach, William Nelson [1939] *The Security Affiliates of National Banks*, Reprint Edition by Arno Press Inc. originally published by Johns Hopkins Press 1975
- 13) Saunders, Anthony and Walter, Ingo [1994] *Universal Banking in the United States : what could we gain? What could we lose?* Oxford University Press
- 14) “The Sale of Investment Securities by Banks” *Bankers Magazine* June 1921
- 15) “Should Bank Invest Securities?” *Bankers Magazine* June 1921
- 16) United States Senate [1931] *Sale of Foreign Bonds or Securities in the United States*, Hearings before the Committee on Finance, United States Congress, 72nd Congress, First Session, Part 1, Dec 18, 19 and 21, 1931, G.P.O., Washington, reprinted by Gozando Books, Tokyo, 1984
- 17) Willis and Bogen [1936] *Investment Banking, revised edition*, Reprint Edition by Arno Press Inc., originally published by Harper & Brothers Publishers, 1975
- 18) Walter, Ingo [2004] *Mergers and Acquisitions in Banking and Finance : What Works, What Fails, And Why*, Oxford University Press