

1980年代における米金融制度改革と 金融システム分析の視点（中）

神 野 光 指 郎

はじめに

1. 議会における銀行関連立法の流れ
2. 制度的枠組みの変化と金融機関の分化

（以上前号）

3. 業態分離をめぐる議論と金融システムの機能

3-1. 利益相反と銀行の競争優位

- (1) 銀証分離をめぐる議論
- (2) 利益相反と借り手の監視
- (3) 伝統的銀行業の衰退と借り手の評価
- (4) コングロマリットの脅威とアンバンドリング
- (5) 国際競争と金融システムの相互依存

（以下次号）

- 3-2. 銀行の健全性と預金保険の保護
おわりに

3. 業態分離をめぐる議論と金融システムの機能

3-1. 利益相反と銀行の競争優位

(1) 銀証分離をめぐる議論

1980年代から顕著になる金融システムの変容は「銀行」と「証券」の「融合」によって特徴付けられることが多い。しかし業態分離の問題を金融制度改革に関する議論全体の中に位置づけると、業態間の相互進出は、それぞれの業態内部を含めた、競争・分業構造の進化の一部であることが分か

る。その構図についてのより詳細な説明作業が必要であるが、その作業は金融システムの機能分析に結びつくものでなければならない。以下では、銀証分離をめぐる議論の中から、競争・分業構造の把握をシステムの機能分析につなげていく上でのヒントを探りたい。

周知のようにグラス＝スティーガル法成立の背景には、それまでに全国規模の銀行破綻が生じていたこと、およびペコラ委員会の調査によって銀行と証券子会社による様々な問題行為が明らかにされたことがある¹⁾。同法の成立により銀行業務と証券業務が分離され、その後は、銀行破綻とペコラ調査で発覚したような金融機関の問題行為は目立たなくなった。

ただ、銀行は全ての証券業務を禁止された訳ではない。特に1970年代からディスインターミディエーションが顕著になると、投信類似商品の販売、私募仲介、CPや特定財源債の取扱など、銀行はグラス＝スティーガル法のグレーゾーンへの挑戦を本格化させた。それに応じて、銀証分離の是非をめぐる議論も再燃した。

分離廃止論の典型は、1975年の公聴会における財務次官の証言に見られる。彼は銀証分離の必要性を疑問視しており、理由は1933年証券法が情報の悪用から投資家を保護し、1934年証券取引法がインサイダー取引や相場操縦などの不正取引を禁止しているからである。また、銀行の証券業務参入が銀行の市場支配につながる可能性についても、反トラスト法や銀行持株会社法などによって抑制可能と主張した²⁾。基本的にFRBも分離廃止の立場

1) ペコラ委員会による National City Bank of New York に対する調査で、銀行とその証券子会社によるあらゆるタイプの不正行為があぶり出された。返済能力を疑う南米政府の債券販売、代わり金での融資回収、インサイダー取引、子会社による自社株操作、顧客への子会社利用要求、子会社を利用した不良債権隠しなどである。Carosso, Vincent P., *Investment Banking in America*, Harvard University Press, 1970 (小畑二郎他訳「アメリカの投資銀行(下)」『証券研究』第56巻、日本証券経済研究所、1978年、515～525ページ)。

であり、理事の 1 人が同様の見解を表明している。それによると、抱き合わせ販売は銀行持株会社法で禁止されており、銀行が行う小口募集業務とブローカー業務は利益相反と無縁である。そもそもアメリカでは銀行集中度が低く、資本市場の役割が大きいため、銀行支配を懸念しなくてもよいということである³⁾。

これに対して分離廃止反対派は、具体例を挙げて銀行が行う証券業務の問題を指摘する。それは、既存の規制ではグレーゾーンの問題に十分対応できないという主張を含んでいる。例えば SEC は上記の公聴会で、レポ取引を利用した損失隠し、虚偽情報に基づく CP 販売、信託部保有証券の内部情報に基づく処分など、銀行による不適切な行為のリストを提出した⁴⁾。別の公聴会では、SIA が、銀行は私募発行に参加した証券の一部を自己勘定で購入していると指摘している⁵⁾。また FRB 関係者からも、銀行によるグレーゾーンへの挑戦が、SEC の検査・適格要件対象外での活動、不当な影響力行使、投資顧問子会社の破綻時の責任、利益相反といった法的問題を抱えていると懸念する声が上がっている⁶⁾。

規制・監督体制について、ABA は一般的に銀行の方が証券会社よりも厳しい規制を課されており、規制の方法は違ってても実質的には同じで、合同投

2) 通貨問題担当財務次官 Edwin H. Yeo III による証言。Senate, Hearings before the Subcommittee on Securities of the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, *Securities Activities of Commercial Banks*, 94th Cong., 1st sess., 1975, pp.55-56, p.86.

3) 「米国における銀行の証券業務進出をめぐる連邦準備制度ウォーリック理事の見解（海外論調）」『金融』1979 年 8 月, 35～36 ページ。

4) Senate, Hearings, *Securities Activities* . . . , 1975, pp.154-157.

5) Securities Industry Association, "Memorandum for Study and Discussion on Bank Securities Activities", Senate, Hearings before the Subcommittee on Securities of the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, *Brokerage and Related Commercial Bank Services*, 94th Cong., 2nd sess., 1976, pp.471-472.

資勘定でも同等の投資家保護が要求されていると訴える⁷⁾。一方で証券会社は、証券規制と銀行規制が分離されている状況で銀行が証券業務を行うと規制の整合性がとれないと主張する。そもそも健全性を主眼とする銀行規制と情報公開を主眼とする証券規制は性格が異なる。かつ、SECが独立と見なされているのに対して、規制の裁定が一因で銀行監督機関は銀行の利害に共鳴すると見られている⁸⁾。この規制・監督体制の格差は、銀行の特殊性についての認識と結びつき、銀行の不当な影響力の行使を批判する上での論拠になっている。

1980年代には議会で業際規制を緩和する法案が審議されるようになった。1982年の上院ガン法案審議過程は、基本的に上記の議論の繰り返しであったが、その中で証券業界は地方債に対するL/Cの発行を銀行による不当な競争行為として特にとりあげた。L/Cが付くことで、投資家は満期前に債券を売り戻すことができる。この通称プット・ボンドの発行において、プットを提供する銀行が引受幹事に選ばれるようになったということである。これに対して銀行側は、投資銀行でも他の銀行や保険会社からプットを得て同様のサービスを提供することができるし、また実際に行っていると反論している⁹⁾。

6) 「米国における銀行の証券業務進出をめぐるシカゴ連銀の見解－米国の銀行・証券垣根論争その2（海外論調）」『金融』1979年12月、29ページ。ここで利益相反の可能性があるケースとしてあげられているのは、代理として株式を購入する会社への貸付である。

7) 「銀行の証券業務進出に関するアメリカ銀行業界の意見－米国の銀行・証券垣根論争その3（海外論調）」『金融』1980年1月、26ページ。

8) 証券会社の主張はMerrill Lynch顧問Harvey A. Rowenの意見。規制の性格と、銀行の規制裁定についての指摘はCornell大学教授David L. Ratnerの意見。「銀行・証券の接点とグラス・スティーガル法（ニューヨーク大学『銀行・証券業界における規制緩和の動向』に関する会議での諸講演要旨）－米国の銀行・証券垣根論争その4（海外論調）」『金融』1980年9月、27～30ページ。

その後、ガーン法案については修正を重ねながら審議が継続し、1984年には上院を通過した。下院では何ら関連法案が成立しなかったため成立には至らなかったが、逆に上院はより包括的な金融制度改革を目指して1985年にも審議を継続した。そこに提出された銀行業界、証券業界それぞれの報告書は、各業界の意見を集約したものと見られる。

まず銀行業界から、JP Morgan が「グラス＝スティーガル法再考」と題する報告書を発表した¹⁰⁾。その主張は、競争による効率性の向上がアメリカの政策の基本原理であり、公共の利益から必要になるという証拠がない限り、人為的な競争障壁は撤廃されるべきであるとする冒頭の文章に集約されている。

報告書によると、グラス＝スティーガル法成立の背景となった銀行破綻は、銀行監督や資本不足を含む銀行経営の問題であり、それは預金保険制度の整備と連邦準備制度強化によって適切に対処された。また利益相反などの問題は銀行子会社に限らず証券業界全体に当てはまっていたことで、これに対して証券関連法が整備された。銀行とその関連会社の関係については、1933年銀行法に基づいて導入された連邦準備法 23A 条が効果を發揮している¹¹⁾。つまり公共の利益から銀証分離が必要になるという証拠がない。

そして報告書は銀証分離の撤廃による競争促進が、むしろ公共の利益に沿

9) 証券業界のものは、Goldman, Sachs パートナー Robert N. Downey および SIA 会長 Edgar D. Jannotta の証言。銀行側のものはディーラー銀行会長 Albert F. Blaylock の証言。Senate, Hearings before the Subcommittee on Securities of the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, *Securities Activities of Depository Institutions*, 97th Cong., 2nd sess., 1982, p.139, pp.457-459, p.482-485.

10) J.P. Morgan & Co. Inc., "Rethinking Glass-Steagall: The case for allowing bank holding company subsidiaries to underwrite and deal in corporate securities", 1984, Senate, Hearings before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, *Comprehensive Reform in the Financial Services Industry*, Part I, 99th Cong., 1st sess., 1985, pp.533-580.

うと主張する。証券業界の利益変動は、銀行のそれと逆方向に動く傾向があり、銀行の証券業務参入は銀行の健全性を高める。かつ、証券業界では一括登録制度の導入によって大手の寡占状態が強まっており、銀行の参入はサービスの利用者にとっても利益になる。そして、競争が銀行の健全性や評判を落とすような行為の歯止めにもなるというのである。

次に証券業界から、SIA が「銀行業界と証券業界」という報告書を発表した¹²⁾。これは JP Morgan 報告書に反論するため作成されたもので、基本的にそこで展開された主張が事実在即していないとうたえる形式になっている。

銀行の健全性について、報告書は銀行業界が脆弱な状況にあることを指摘する。途上国、エネルギー、不動産分野で銀行は不健全な貸出を行い、報告書発表の直近 2 年間は銀行破綻が大恐慌時以来の数になっている。こうした状況で一部の大手行の要求に従って銀行の業務範囲を拡大するのは無責任である。なぜなら、銀行が証券関連業務を手がけると、REIT や MBS などの例で見られるように、健全な貸出の原則が忘れられる。そして、銀行の健全性が疑われると、現在でも取り付け騒ぎは起こりえる¹³⁾。

競争の問題に関しては次のように主張する。証券業界はもっとも参入が容

11) 連邦準備法 23A 条は銀行の健全性維持の観点から、同じ持株会社傘下のその他関連会社との取引を規制したものである。取引額の資本の対する比率の上限、担保要求などが含まれる。詳しくは <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section23a.htm> を参照されたい。

12) Securities Industry Association, "The Banking and Securities Industries: A case for maintaining the fundamental separation", 1985, Senate, *Comprehensive Reform* . . . , Part II, 1985, pp.1130-1222.

13) 1970 年代初頭に多くの銀行が REIT を設立し、投資助言と同時に貸出を提供した。それらの破綻が銀行の財務にも影響した。MBS ではスポンサー銀行が担保価値を高く評価し、MBS 値下がりでも当該行だけでなく買い手も多大な損失を被るケースがあった。また、1985 年春のオハイオでの S&L 破綻は、連邦政府が介入を表明したことでパニックには至らなかったが、金価格の急騰やドルの急落は起こった。

易な業界で、手数料自由化と一括登録制度の導入によって競争が激しくなっている。収益の変動は銀行業界が安定的であるのに対して、証券業界のそれは激しい。そもそも一部の大手行が参入を希望する企業証券の引受・トレーディングは収益性が低く、収益の大部分は銀行でも参入可能な政府債トレーディング、M&A 助言、その他手数料収入からきている。銀行は既に手がけている証券業務で、不当な抱き合わせ行為をしており、連邦準備法 23A 条はなんら歯止めになっていない。銀行はその特殊性ゆえに税制優遇、FRB 窓口へのアクセス、預金保険などの政府保護を受けており、それを利用して他の業務に参入するのではなく、銀行業務に特化すべきである。

細かい論点はとりあえず脇に置き、以上の議論を簡単に要約すれば次のようになるであろう。銀証分離廃止論は、銀行の健全性、利益相反、不当競争といった問題は銀証分離以外の規制で対処済みであり、分離廃止は公共の利益にかなうと主張する。一方で反対派は、銀行の経営危機や問題となる行動の具体例を挙げ、それらが既存の立法で対処済みとする分離廃止論の主張に反論する。そして、規制の枠組みを含む銀行の特殊性を持ち出すことで、健全性、利益相反、不当競争といった問題を銀証分離の是非と関連づける。

1980年代には議会で業際規制の緩和はまったく実現しなかったが、FRBによって銀行持株会社に20条子会社の設立が認められた。ただ、以上の議論を反映し、新規業務開始の条件としてファイヤー・ウォール規定が導入された。その内容を資料として挙げておく。左側は87年の第1次認可時に導入されたルールで、取扱証券が1に記載されたものだけであればこちらが適用される。右側は89年に認可対象の業務を拡大した際に導入されたルールであり、項目数が多く、健全性の維持、利益相反・不当競争の防止に関する内容がそれぞれ87年ルールより強化されている。そして、分離廃止派が既存の立法によって対応済みであると主張しているにもかかわらず、これらのルールが導入された¹⁴⁾。

利益相反

- 15 引渡期間とその後の60日は、引受子会社以外いかなる関連会社も引受子会社が引渡交付引非違債証券を自己勘定で暗黙的に保有してはならない。引渡期間が満了した後に引渡交付引非違債証券を保有する場合は、引受子会社は、引渡期間中に引渡交付引非違債証券を引受子会社から購入してはならない。
- 16 引渡期間後の60日間経過後の引受子会社が引き受けた引非違債証券、または引受子会社がマーケットメイクを提供する引非違債証券を、売買の数量を持つ受託勘定向けに購入してはならない。
- 17 引受子会社は、関連会社が執行する、あるいは関連会社がオリジナルしたスポンサーとなった資産を別にする引非違債証券を引き受けてはならない(関連会社の定義に、非関連会社がオリジナルした低当の証券化を目的とする連帯体は含まない)。主要格付け機関による格付けを取得している、あるいはFNMMA、FHLMC、GNMAが発行、保証したものは除く。
- 18 銀行は自己勘定でグループ引受子会社を相手とする資産の売却を行ってはならない。銀行と関連引受子会社とのレバ取引の担保になつていない米財務省証券、カナダ連邦政府債は例外外。
- 19 貴出業務を行う会社は引受関連会社に対して民間部門顧客の信用情報などの情報を、証券法の規定で顧客自身による求めがなければ提供してはならない。引受子会社の役員や従業員も、そうして情報を関連会社に提供してはならない。
- 20 レジューレンジョンバにない、引受子会社による子会社の設立と組織準備は、理事会の承認無しに行ってはならない。

引受子会社の子会社

情報秘匿の制限

報告

活動の移管と引受子会社
の子会社設立

互恵協定・排他的取引制限

活動開始前の審査要求

銀行・スリフト関連会社の役員勧告書

17 左記14にほぼ同じ。

19 左記16にほぼ同じ

信用供与と資産の売買

19 左記15に同じ。

20 左記17に同じ。

21 (a) 申請者は、銀行・スリフト子会社がいかなる形でも直接間接の信用供与を引受子会社とその子会社に提供しないようにしなければならぬ。

(b) この禁止規定は、米連邦とカナダおよびそれらの政府機関が執行する、または互利利根を資金に保証する証券に関する決済サービスに付随するもので、信用供与がそれら証券で完全な保全され、市場の条件で同日中に払い戻される場合には適用されない。もしそれら証券の同日決済が、真性のケーブルメールまたは銀行・スリフト・引受子会社の対処能力を超えるオーバー・ショントの問題によって完了できない場合、上記と同様にはい証券で担保され、市場条件で、空営業日のできる限り早い時間中に払い戻されることを条件として、銀行・スリフトは日中貸出を遂行することができる。

22 左記18に同じ。

23 銀行・スリフトは引受子会社に、引受子会社は銀行・スリフト関連会社に、非公開の顧客情報(実行者やその他顧客の信用力に關する評価を含む)を顧客の同意無しに提供してはならない。

24 申請者は四半期毎にFOCUS報告と、引受子会社の適格証券と引非違債証券資産の内訳についての詳細情報を所管機関に提供しなければならない。

25 引受や売買活動に対する理事会の承認は、申請提出の対象となる上記子会社に対してのみ与えられる。理事会による審査無しに申請者とその子会社は当該活動を行ってはならない。以下左記20に同じ。

26 申請者とその子会社は直接間接にいかなる互恵投資も結んではない。互恵投資とは、この指合や連行銀行法、規則による関連会社取引機能の回避を目的とする、複数の銀行持分会社とそれら子会社間の合意、理解、その他取捨を含む。

27 引受子会社の銀行・スリフト・関連会社は、(a)客観的な基準に基づき健全なビジネス執行と整合的である場合を除き、系列外の証券会社が不利になるよう使用やサービスとの供与と拒絶、それら条件の差別を行ってはならない。(b)また系列持分会社の引受子会社の競争地位を生み出す意図で信用・サービスの供与と拒否、それら条件の差別を行ってはならない。

28 申請者は、コンピュータ、証券、金システム、内部リスク管理と必要なる業務・経理上のインフラを含む、この指合の遵守を確実にする指針と手続を確立していると理事会が確認するまで、申請者は申請する負債・株式の引受売買活動を開始してはならない。従って株式取捨の申請については、理事会が1年のうちに申請者の指令遵守可能性を審査する。

注:本資料は原文の逐語訳ではなく、単語の省略や意訳を行っている部分もある。

・「1987年4月(0)の11について、当初は消費者取引制限の証券は含まれていたが、1987年4月に取次可能証券に追加された。

・「1987年4月(0)の15と「1989年1月」の19は、1990年1月指令で、内容が上記のように修正された。

・「1987年4月(0)の17は、1989年9月指令で、内容が上記のように修正された。

・「1987年4月(0)の18と「1989年1月」の22は、1989年1月、0222は、1989年1月、0222は、1989年1月の指令で、内容が上記のように修正された。

・「1989年1月(0)の210は、1990年1月指令で、内容が上記のように修正された。

出所)GAO, *Bank Powers: Activities of Securities Subsidiaries of Bank Holding Companies* Appendix VII, 1980, pp. 94-106.

屋上屋を架すようなルール導入には批判が多く、FRBも1990年1月には修正を開始している。もちろん、FRBでは分離廃止論が強く、もともと経験に応じて修正していく予定であった。しかしファイヤー・ウォールの取り扱い、外国金融機関の存在からも少なからず影響を受けたと見られる。それだけではなく、1980年代の後半には、米系金融機関の国際競争力という問題が、銀証分離の是非をめぐる議論の中で重要な位置を占めるようになった。

表4を参照されたい。米銀の地位低下を示すものとして頻繁に取り上げられるデータである。国際的に米銀のプレゼンスが低下する一方、米国内で外銀のプレゼンスが高まっていることが分かる。こうしたデータを根拠として、米銀の代表者は種々の議会公聴会で銀証分離の撤廃を唱えた。

表4 米銀の地位低下

	資産規模世界上位30行				国際銀行資産シェア(%)			米国内銀行資産シェア(%)	
	1973		1988		1984	1989		1983	1989
	行数	資産シェア(%)	行数	資産シェア(%)					
US	8	31	1	3	26.4	14.6	米銀	84	77.4
日本	8	25	17	64	23.0	37.6	外銀	16	22.6
フランス	3	11	6	17	8.9	8.4			
UK	4	13	2	6	7.5	5.3			
ドイツ	3	9	2	5	6.4	7.8			
その他	4	11	2	5	27.8	26.2			

House, Report of the Subcommittee on Financial Institutions Supervision, Regulation and Insurance Task Force on the International Competitiveness of U.S. Financial Institutions of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, 101st Cong., 2nd sess., 1991, p.18, p.20, p.41.

14) 20条子会社に関する公聴会で、銀行資本市場協会の Howard M. Schneider は、ファイヤー・ウォール規定を次のように批判している。ファイヤー・ウォール規定はすでに類似の内容が既存の法律にある。連邦準備法 23A 条は関連会社との取引で厳しい健全性の基準を求めている。1987 年には連邦準備法 23B 条が追加され、関連会社との取引が全て外部と同じ条件であることを求められるようになった。さらに銀行持株会社法 106(b)条によってあらゆるタイピングが禁止されるため、原告は反トラスト法訴訟のように銀行の支配力を証明する必要すらない。House, Hearings before the Subcommittee on General Oversight and Investigations of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, *GAO Report: "Bank Powers: Activities of Securities Subsidiaries of Bank Holding Companies"*, 101st Cong., 2nd sess., 1990, pp.315-317.

まず国内における外銀の業務について、JP Morgan の Weatherstone は一部の外銀のみ国際銀行法の既得権条項によって銀行業務と証券業務の両方を米国内で行うことができ、1978年以降に参入した外銀と米銀にも同じ機会を与えるべきだと訴えた¹⁵⁾。表5に既得権条項を持つ銀行を挙げておく。この中でUBS, Credit Suisse, SBC, Deutsche Bankは当時最上級の格付けを受けていたが、米銀では最上級が1行しかなかった。Citicorp の MacDonald は、これは銀証分離によって銀行の健全性が守られるものではないことを示すと指

表5 国際銀行法の既得権条項が適用される外資系証券会社

親銀行	子会社	持株比率 (%)
Bank Hapoalim	Ampal	100
Julius Baer	Julius Baer Securities	100
Bayerische Hypotheken Bank	ABD Securities	25
Bayerische Vereinsbank	Associated European Capital Corporation	95.1
Berliner Handels and Frankfurter Bank	BHF Securities	100
Cho Heung Bank	Korea Associated Securities	9.1
Commerzbank	Commerzbank Capital Market Corporation	100
Compagnie Financiere de Paribas	Paribas Corporation	100
Credit Lyonnais	CL Global Partners Securities Corporation	100
Credit Suisse	Swiss American Corp.	100
	Swiss American Securities Inc.	80
	First Boston Corporation	60
Deutsche Bank	Deutsche Bank Capital Corporation	100
Dresdner Bank	ABD Securities	75
Societe General	Sogen Securities Corporation	100
Swiss Bank Corporation	Swiss Bank Corporation International Securities Corp.	100
Union Bank of Switzerland	UBS Securities, Inc.	100
Westdeutsche Landesbank	RWS Securities	100

出所)House, Hearing before the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, *Regulation of Foreign Banks*, 102nd Cong., 1st sess., 1991, pp.156-157.

15) Senate, Hearings before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, *The Internationalization of Capital Markets*, 99th Cong., 2nd sess., 1986, p.25.

摘した¹⁶⁾。そして、JP Morgan の Mendoza は、銀証分離によって顧客のニーズに対応する能力が制約され、それが米金融機関と米資本市場の地位を低下させていると主張した¹⁷⁾。

ただし、当時資産規模やユーロ債引受で存在感を高めていたのは日系金融機関であり、それらは本国でアメリカと似たような業態分離規制を課されていた。加えて、米銀はすでに在外子会社で自由に証券業務を手がけており、そこでは20条子会社に求められるようなファイヤー・ウォールは存在しない。したがって、国内における銀証分離が、米銀の国際的な競争力を低下させる原因であると結論するのはいささか無理がある。

それでも米銀は「国内基盤の必要性」という論理で競争力の問題を業際問題に結びつけた。日系金融機関の躍進について、JP Morgan の Mendoza は、その成長の原動力を国内市場での保護を利用した国外での破壊的価格競争と分析した¹⁸⁾。一方 Citicorp の Reed は、外銀の資産規模の大きさは本国における全国的な業務展開の反映であると指摘する。そして地理的にも業務的にも分断されていない外銀は、世界中の顧客に米銀よりも競争的にサービスを提供できるとの見解を示した¹⁹⁾。また JP Morgan の Weatherstone は、国内で強い基盤を持たない企業や金融機関が国際的に強い競争力を持つことはな

16) Senate, Hearings before the Subcommittee on Securities of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, *Globalization of the Securities Markets and S.646, The International Securities Enforcement Cooperation Act of 1989*, 101st Cong., 1st sess., 1989, p.113.

17) Senate, Hearings before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, *Changes in Our Financial System: Globalization of Capital Markets and Securitization of Credit*, 100th Cong., 1st sess., 1987, pp.41-42.

18) *Ibid.*, p.51. 日本における銀証分離について付言すると、邦銀の場合は独禁法の範囲内で株式投資が自由で、当時すでに系列証券が存在しており、ファイヤー・ウォールや子会社の業務範囲について議論されるアメリカの状況とは異なっていた。西條信弘「銀行・証券分離を考える—どこまで進む業務自由化」『金融ジャーナル』1988年3月、38ページ。

いと訴えた。彼によると、同社は株式業務で国内基盤を欠いているために、国外で公益事業民営化などの大型案件を手がけることができないといった問題に直面していた²⁰⁾。

米系金融機関と外銀の競争条件に関しては、金融制度改革論議の過程で外銀への内国民待遇に相互主義を求める法案や外銀の米市場参入に事前の連邦認可を要求する法案が提出された²¹⁾。しかし業際問題に関して重大なインパクトを持ったのは、1991年の財務省による金融制度改革提言に盛り込まれた金融サービス持株会社構想である。それまでの方向性を引き継いで、米銀への新規業務解禁は子会社形式のファイヤー・ウォール付きという条件であるが、これが議会での審議に入ると、同じ条件が既存の外銀にも適用されるという内容が法案に付け加わった。

既述のようにこの内容には国内からも反対の声が上がり、廃案になった。ただ、成立していれば最も影響を受けるのは在米外銀であり、彼らは強くこ

19) House, Hearing before the Subcommittee on Financial Institutions Supervision, Regulation and Insurance, Task Force on International Competitiveness of U.S. Financial Institutions of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, *Problems Confronting U.S. Banks Attempting to Implement Global Strategy*, 101st Cong., 2nd sess., 1990, pp.6-8. 同氏は邦銀について、大蔵相の存在がそれらの信用力を補強していると主張する。p.11.

20) House, Hearing before the Subcommittee on Financial Institutions Supervision, Regulation and Insurance and the International Competitiveness of United States Financial Institutions Task Force of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, *Competitive Problems Confronting U.S. Banks Active in International Markets*, 101st Cong., 2nd sess., 1990, pp.6-7.

21) アン・ブライアン、R・クリス・ブルース「外銀規制強化を狙う米議会の金融諸法案」『金融財政事情』1991年7月22日、57ページ。外銀規制法案提出の背景は、一部外銀によるマネーロンダリングやイラク融資への関与があるが、FIDICIAの一部として成立した外銀監督強化法では、財務省が外銀営業の子会社形式移行の是非について調査する際、米銀との競争条件の平等性を考慮しなければならないと規定された。ピーター・ワリソン、クラーク・ニールセン「米銀との競争条件を調整する在米外銀監督強化法（下）」『金融財政事情』1992年7月6日、53ページ。

の法案に反対した。そして、その反対論には彼らのファイヤー・ウォールに対する考え方が色濃く反映されている。例えば Barclays の Kerslake は、追加資本が必要になり、貸出額もその資本規模に応じて小さくなるといった問題に加え、親銀行へのローン販売や親銀行の信用を背景とする L/C 発行が困難になり、子会社に問題が生じると親銀行ではなく FDIC に頼ることになるという問題を挙げている²²⁾。つまり外銀は、ファイヤー・ウォールが抑制しようとしている行為の少なくとも一部を、まったく問題だとは考えていない。

在米外銀は、FRB が 20 条子会社の認可条件としたファイヤー・ウォールを、国外における規制のあり方と相容れないとして批判していた²³⁾。ここで展開されたファイヤー・ウォール反対論は基本的に国内からの批判と同じである。ただ、欧州では利益相反防止のためのチャイニーズ・ウォールと、銀行の健全性維持やリスク遮断目的のファイヤー・ウォールを分けて議論すべきとの考えが一般的であった²⁴⁾。

利益相反について、イギリスのケースを見ると、銀行業務と投資銀行業務の間で起こることは希であり、その他業務間を含めて問題が生じると実際に顧客離反につながることもある。またそもそもファイヤー・ウォールと関係があるとは考えられていない²⁵⁾。財務の健全性については、自己資本充実で対応するのが本筋という見方が多い。その上で、証券会社が経営危機にな

22) House, Hearings before the Subcommittee on Financial Institutions Supervision, Regulation and Insurance of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, *Restructuring of the Banking Industry*, Pt.2, 1991, p.339.

23) 在米外国銀行協会「FRB のファイアーウォールに対する批判 (上)」『金融』1989 年 10 月, 32 ページ。

24) 後藤順一「『全銀協欧米金融制度視察団』報告－欧州班－」『金融』1991 年 1 月, 27～28 ページ。

れば、親銀行が救済するのはむしろ当然と見られていた²⁶⁾。

外銀は銀証分離の廃止には従来から賛成であったが、その内容はFIDICIA（Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991）に盛り込まれず、皮肉にも結果として米国内での持株会社設立義務とファイヤー・ウォールの適用を避けることができた。1990年1月以降、外銀はFRBから20条子会社の設立を認可されるようになっており、ファイヤー・ウォール規定は国外拠点との関係には適用されないことになった²⁷⁾。「国内基盤」ということを考えると、競争条件を同一化するのは制度上であっても困難といわざるを得ない。

以上、銀証分離の是非をめぐる議論を概観してきた。その中では健全性、利益相反、銀行の影響力を含む経済力の集中が重要な論点になっていた。これらと業際規制の関連性が問われていたのであるが、仮に関連していたとしても、銀証分離だけで問題が解消しないのは明らかである。その問題の所在を探ると、金融機関の競争・分業構造を解明する作業とシステムの機能分析との接点が見えてくる。そして競争・分業構造の把握に「国内基盤」という要素を加えると、機能分析の対象を国際金融システム全体に拡張するための

25) Morgan Grenfell や County NatWest は証券売買部門が弱く、在庫の一部を引受部門の顧客に分売したため、引受部門の顧客数が顕著に減少したといわれている。土屋太加志「金融自由化とクリアリング・バンクの対応」『金融』1990年10月、34ページ。また人材派遣会社ブルーアロー社の増資に際し、英系マーチャントバンクが、売れ残り株の一部をグループ証券会社と分割して引き取ったことが情報公開義務違反、増資が成功したという公表したことが詐欺防止法違反の可能性があると問題になったが、ファイヤー・ウォールに関係するとは考えられていなかった。伊藤忠明「諸外国における銀行・証券兼営の姿」『金融』1989年5月、10ページ。

26) 後藤、『金融』1991年5月、28ページ。

27) 「米連邦準備制度理事会、外銀の証券子会社による社債引受等を認可」『金融』1990年2月、50ページ。最初に認可されたのは Royal Bank of Canada, Canadian Imperial Bank of Commerce, Barclays の3行であった。

道筋が浮かび上がる。

(2) 利益相反と借り手の監視

論点の中でまず利益相反について取り上げたい。分離廃止論者によると、この問題は証券関連法による情報公開ですすでに対処済みであった。競争の維持が問題の解消に貢献すると考えられるのも、あくまで適切な情報公開があってこそ話である。つまり、利益相反が生じる基本的な背景には、情報問題がある。

Smith=Sylla は情報問題を軸に、米金融システムの歴史を次のように整理している²⁸⁾。19世紀後半に鉄道建設が本格化すると、一部の投資銀行が中心となって鉄道債の販売機構を確立し、インナーサークルを形成するようになった。シンジケートの頂点に立つ少数の投資銀行は多くの企業に役員を派遣し、株式取得とあわせて影響力を発揮した。これは利益相反の元にもなったが、同時に外部への価値保証や企業のモニタリングにもつながった。公開情報が欠如する中で、投資家は投資銀行に依存するほかなかった。投資銀行支配を懸念する声は次第に強くなったが、20世紀初頭のプジョー委員会において主要投資銀行のパートナーは信頼の重要性を訴えた。

しかしプジョー委員会の調査が進む中で、投資銀行は役員派遣や株式取得を削減する方向に動いた。それは単に批判にさらされたからではない。企業の成長に伴い、企業活動や組織が複雑化したり、資金調達への依存が低下すると、投資銀行の役員派遣や株式取得は有効性を失った。企業と投資銀行の関係が、特定人物の人格やコネに依存する部分が大きかったことで、その人

28) Smith, George David and Richard Sylla, "The Transformation of Financial Capitalism: An Essay on the History of American Capital Markets", *Financial Markets, Institutions & Instruments*, New York University Salomon Center, Vol.2, No.2, May 1993, pp.18-56.

物の引退によって関係が途切れることにもなった。そして、新興商会や商業銀行からの競争、投資信託や比較的少額の投資を行う投資家層の誕生、電力など新たな産業の台頭が、投資銀行業界の取引関係に流動的な要素をもたらした。

こうした状況で情報不足の影響が深刻化し、各州におけるブルースカイ法、連邦レベルの 1933 年証券法、1934 年証券取引法の制定へとつながった。SEC の設置や会計基準の導入は、これらの法律に基づいて公開されたデータの信頼性と比較可能性を高めた。さらにアナリストや格付け機関が公開情報を消化し、追加的な分析情報を提供するようになった。豊富な情報があれば、投資家はもはや投資銀行に対する信頼に依存する必要がない。投資理論の発達もあり、戦後は機関投資家が株主としての地位を高めていった。

以上のような Smith=Sylla による米金融史の整理から見ると、証券法の整備は確かに仲介機関（この場合は投資銀行）が情報を悪用する余地を大幅に縮小したと言える。ただ、それと同時に、仲介機関の利益相反だけを取り上げるのではなく、企業行動に対して規律を与えるメカニズムに注目しなければならないことにも気づく。投資銀行による役員派遣や株式取得がどれほど、あるいはどのような意味で企業行動に「規律」を与えていたのかは分からない。しかし経営上の意思決定に対する関与が強かったのは間違いないであろう。それに対し、新たに株主としての地位を高めた機関投資家は意思決定への関与が強いとは言いがたい。

この点は Smith=Sylla も指摘している。投資銀行が企業統治から撤退したことに加え、機関投資家の投資スタイルが経営者の自由度を高め、1960 年代にはコングロマリット合併が横行した。彼らはこうした行動を、役員報酬・福利の引き上げが目的で戦略的には意味が無いと評価する。こうした指摘に異論は無いが、経営者の裁量に関して、もう一つ忘れてはならないことがある。情報問題が存在する中では、企業の資金調達に内部金融、負債発行、

表6 各国企業の資本比率と資金調達構成

国	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
米国														
資本比率	60.0	63.2	62.5	62.9	63.9	65.4	65.2	67.3	64.3	62.3	59.8	58.5	56.7	55.0
資金調達構成														
内部資金	67.6	69.1	68.9	68.2	67.6	71.9	75.0	76.5	77.8	87.4	73.4	88.5	87.7	91.5
借入金	14.3	17.0	20.2	24.8	14.4	20.7	10.9	9.3	21.0	8.6	16.7	10.3	15.5	18.1
有価証券	18.0	13.3	11.2	7.0	18.0	7.4	14.0	14.4	-1.8	3.7	6.8	0.7	-5.9	-12.4
その他外部資金	0.1	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0	0.3	3.1	0.5	2.7	2.8
日本														
資本比率	13.7	14.1	14.3	14.3	15.3	15.6	16.0	16.6	16.9	17.7	18.3	17.7	18.3	19.0
資金調達構成														
内部資金	42.3	52.6	59.6	58.2	50.9	58.2	57.7	60.2	59.3	58.4	59.0	54.7	50.9	44.0
借入金	50.0	42.6	31.4	31.7	41.2	37.3	35.8	34.4	34.1	33.5	32.9	34.1	30.8	34.0
有価証券	6.4	6.7	6.4	8.2	5.9	6.9	6.5	5.3	7.2	7.0	7.8	10.8	10.1	16.2
その他外部資金	1.3	-1.9	2.6	1.9	2.0	-2.4	0.0	0.1	-0.6	1.1	0.2	5.1	8.2	5.6
英国														
資本比率	47.2	46.5	46.1	46.5	46.6	45.6	45.5	45.9	45.7	48.5	47.0	47.1	47.5	44.3
資金調達構成														
内部資金	78.8	79.6	81.1	75.8	66.1	72.4	92.3	85.9	91.5	82.3	69.4	55.3	56.2	
借入金	16.0	16.1	15.3	22.3	30.1	21.6	10.7	9.8	12.4	16.0	18.0	21.5	40.8	
有価証券	5.2	4.3	3.6	1.9	3.8	6.1	-3.1	4.3	-4.0	1.7	12.5	23.2	2.9	
ドイツ														
資本比率														
資金調達構成														
内部資金	64.1	62.4	79.8	74.4	73.2	73.6	76.8	76.0	77.4	76.0	79.7	83.3	80.6	74.1
借入金	26.5	27.2	18.5	24.8	23.6	24.1	18.9	21.4	20.2	18.9	13.0	9.8	16.9	22.3
有価証券	2.0	1.2	1.7	0.8	3.2	2.4	4.3	2.6	2.4	5.1	7.3	6.9	2.5	3.6
その他外部資金	7.4	9.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
フランス														
資本比率	28.4	27.3	30.3	31.5	32.9	28.2	27.2	29.7	28.8	29.8	33.1	35.8	37.4	
資金調達構成														
内部資金	45.4	43.6	50.9	49.5	42.9	39.1	33.8	35.4	40.7	58.0	61.7	52.8	47.5	42.0
借入金	41.7	45.4	36.7	39.5	42.2	46.4	53.1	49.6	45.5	21.8	8.4	27.7	34.0	37.9
有価証券	12.9	11.0	12.4	11.0	14.9	14.5	13.0	15.0	13.7	20.3	30.0	19.5	18.5	20.1

注)資本比率の計算で、英国の対象は、製造業と商業の上場会社、フランスは製造業のみ。資金調達構成の計算に企業間借用は含まれていない。対象は会社機関を除く。ドイツとフランスは、個人企業および公営企業を含む。本企業の借入金は従当証券およびオープンマーケット・ペーパーによる調達分を含む。

出所)「資料：証券市場の国際比較統計」(証券)各号より作成。

増資という優先順位があると一般的に考えられている²⁹⁾。企業が投資資金のほとんどを内部金融でまかなうことができれば、外部から干渉を受ける可能性は小さくなると考えられる。

表 6 を参照されたい。データが事後的に訂正されることも多く、分類も共通では無いため、厳密な比較は各年間、各国間ともにできないが、かなり大雑把な傾向はつかめるであろう。ここに出ている数値だけを基準にすると、アメリカと日本が各国の特徴を比較したときの両端にある。米企業の場合、バランス・シートに占める資本の比率が 60% 前後と極めて高い。かといって増資によって資本を増強してきた訳ではない。有価証券には恐らく社債も含まれることを考慮すると、新規の株式発行はほとんど行われていないと見られる。そして資金調達において内部金融が圧倒的な比重を占め、その傾向が 1980 年代の末にかけて強まっている。

株主からの経営に対する関与も無く、外部資金にも依存しない米企業の経営者は、究極の自由を手に入れているように思えるが、必ずしもそうではない。80 年代後半に米企業は内部金融の比率を高めたが、同時に資本比率を低下させている。周知のように、これは M&A プームの中で、LBO が多用されたことに加え、企業がターゲットになることを避けるため負債を増加させて自社株消却を行ったことによる。負債比率の上昇自体は経営者の選択によるものであるため、経営の自由度が制約されたとはいえない。それは買収の脅威から逃れるためであって、買収の可能性が経営者に圧力を加えていた。

当時は米企業の国際競争力低下もあり、負債比率の上昇と企業の短期志向をもたらす LBO に対する批判が高まる一方で、買収の脅威こそが経営者に

29) 例えば Froot, Kenneth A., "Incentive Problems in Financial Contracting", Crane, Dwight B., et al., *The Global Financial System*, Harvard Business School Press, 1995 (野村総合研究所訳『金融の本質』野村総合研究所, 2000 年, 第 3 章, 394 ~ 401 ページ) を参照されたい。

規律を与え、無謀な拡張計画を抑制して資源の効率配分をもたらすとの反論もあった³⁰⁾。しかし経営者の自由が制約されたことをもって「規律」が与えられたとはいえない。LBO の後に多くの合併企業が経営危機に至ったことが知られている。少なくとも買収をしかける側の企業にはほとんど「規律」が働いていなかった。また高値での自社株買い戻しや負債比率引き上げなど、短期的な財務戦術に資源を費やした防衛側の企業に「規律」が働いていたといえるのかは甚だ疑問である。

M&A 擁護派が正しかったとすれば、それは企業が必要以上に規模を拡大させようとする傾向を持つという指摘であろう。清算価値未満に時価総額が低迷するのは、その企業が必要以上に規模を拡大した結果かもしれない。また返済できないほどの負債を抱えて他社を買収するのは、明らかに必要以上の規模拡大であろう。問題はそれを実現する仕組みが存在したことである。投資銀行にとって M&A 仲介が主要な収入源であった³¹⁾。それだけではなく、M&A 関連ではつなぎ金融や自己勘定投資、その後のジャンク債発行も投資銀行に多額の収入をもたらした。そして、発行されたジャンク債を保険

30) 当時の議論は、Fox, Justin, *The Myth of the Rational Market*, Harper Collins Publishers, 2009 (遠藤真美訳『合理的市場という神話』東洋経済新報社, 2010 年, 212～221 ページ) に詳しい。M&A 擁護派の急先鋒である Jensen は、ドラッグチェーンの Revco が 1988 年に破綻したケースを取り上げ、その原因は価格、在庫、陳列の見直しで顧客が混乱したことにあるが、86 年末に発表した 12.5 億ドルの買収によって負債が拡大していなければ、間違った戦略を長期的に続けることになっていたと主張する。Jensen, Michael C., "Eclipse of the public corporation", *Harvard Business Review*, September-October 1989, p.67. しかしこの説明なら、LBO さえしなければ、間違った戦略でも継続できるということになる。

31) NYSE 会員商会の国内収入で 1980 年代に最も比重を高めた項目は「その他証券関連業務」で、例えば 1989 年はそれが収入の 34% を占めた。内訳は私募 21 億ドル、M&A 仲介 40 億ドル、金利その他が 142 億ドルと推計される。Schaefer, Jeffrey M. and George R. Monahan, "From Riches to Rags: Performance of the Securities Industry in 1989", *SIA, Trends*, Vol.16, No.4, May 31, 1990, p.6.

会社や運用機関、業務規制緩和で債券投資を行うことができるようになった
S&L が積極的に購入した³²⁾。

M&A をめぐっては、企業に対する「規律」の問題だけではなく、仲介機関によるインサイダー取引への関与をはじめとする情報の悪用が目立った³³⁾。顧客企業の将来よりも目先の手数料を優先して、大型案件を推進しようとすることも利益相反と呼べる。そして、全体として激しい競争が繰り返されているからといって、そうした行為が抑制されるわけではない。問題の一部は買取価格の算定で頼れるのが一部の大手投資銀行に限られていることにあり、それは全体的な競争の状況だけでは無く、分野を細分化して競争関係を把握する必要があることを示唆している。

仲介機関の行為が企業の無理な買取活動を助長していたのは間違いないが、より大きな問題としてジャンク債を積極的に購入する主体が多かったという現実がある。企業部門の自己金融比率が高いということは、裏返せば投資家の新規投資機会が限られることを意味する。豊富な運用資金を持つ機関が、高い成長機会を持つ借手を手探しのまま高いリターンを求めれば、怪しげな資産に手を出すことになりかねない。公開情報だけに基づいて有利な投資先を見つけるのは困難である。多くの投資家が安易な投資に走った結

32) 1985 年の上院公聴会において、Proxmire 議員から、S&L のジャンク債投資を禁止する法案に賛成するかと聞かれた Drexel の Linton は「あなたはちょうど逆のことを行おうとしている。オハイオ州やメリーランド州の銀行が十分な流動性をポートフォリオに確保していれば閉鎖されることは無かった。もっとも成績が良い S&L は Columbia Savings & Loan で、税引き後 1.5 億ドルもの利益を得ているが、資産の 38% はハイイールド債で保有している」と答えている。Senate, *Comprehensive Reform* . . . , Part I , 1985, p.998.

33) Hoffman, Paul, *The Deal Makers: Inside the World of Investment Banking*, Knopf Doubleday Publishing Group, 1984 (大澤和人監訳、志村真紀訳『アメリカ投資銀行の素顔』東洋経済新報社、1990 年) の第 7 章にインサイダー取引の実態と、その摘発がいかに困難かが詳しく記されている。

果が、1980年代においてはLBOブームとその破綻という形で表れた。

株主の場合、もう少し事情が複雑である。増資が無いばかりか企業の自社株買いで株価が上昇すれば既存の株主は短期的な利益を得ることができる。買収ターゲットになって株価がつり上がれば、売却によって濡れ手に粟の利益が転がり込む。自己金融比率の高さが、成長力の弱さを意味するなら、それが最高の株主還元方法であろう。しかし、逆に買収側になってしまうとほとんどの場合株価が下がり、LBOを利用して負債比率が上昇しすぎれば破綻につながりかねない。いずれにせよ、高い成長機会を持たない企業が、怪しげなプロジェクトのために、簡単に負債を拡大させることができるのは、いくら持ち分を希薄化させないとは言え、株主にとってありがたい話とは言えない。

それでは、LBOブーム破綻を契機に株主は経営者に「規律」を与えるようになったのであろうか。1990年代から「物言う株主」の活動が目立つようになったのを見て、それまで経営者の利己的な行動を許していた状況が変化し、株主による企業統治が復活する兆しであると評価する論調が生まれた。Smith=Syllaもそうした期待を述べて論文を締めくくっている。しかし、LBOブーム自体が、株価を低迷させる経営者に対する株主の反発をバネにしていた側面がある。その中で経営者は株式市場での評価を高めることに血道を上げるようになった。それを「規律」と呼ぶなら、すでに80年代から「規律」は強まっていた。

1990年代以降は、さらに「規律」が強まった。Foxがその実態を次のようにまとめている。「物言う株主」の登場で、経営者の地位は確かに不安定になったが、彼らは反乱が起きて解雇される前に、できる限りの財宝を奪っていった。株価連動報酬がその手段を提供した。80年代にアナリストの予想を収集したコンセンサス予想が作成されるようになり、投資家はその事前予想と実際の決算数値の乖離に基づくサプライズ戦略をとるようになった。経営者はコンセンサス予想で明確な目標が提示され、株価連動報酬でそれを

達成する強力なインセンティブが与えられたのである。そして経営者は予想に打ち勝つため、あらゆる手段を取った。その中にはコンセンサス予想の操作だけでなく、ひどい場合は不正会計によって業績そのものを操作することもある³⁴⁾。

本稿が直接対象とする時期ではないが、Fox が指摘する問題の顕著な例はエンロン事件であろう。結局、株価を高めなければならないという強すぎる「規律」は、歴史的な企業破綻を生み出すことになった。それだけではない。エンロン事件をめぐるのは、投資銀行内部でアナリストに引受部門の顧客企業に対する評価を引き下げないよう圧力がかかっていたり、大手金融機関がこぞってプライベート取引を使ったエンロンの会計操作に手を貸していたりといったスキャンダルが話題になった。

事件の概要については淵田＝大崎編著に詳しい³⁵⁾。同書ではエンロン事件を含め、資本市場の機能をめぐる当時の論点が一通り取り上げられている。社内で CEO に権限が集中し、外部取締役の監視機能が十分に効果を発揮しないこと。投資銀行が引受部門と調査部門を兼ねることで利益相反の可能性が生じること。グラム＝リーチ＝ブライリー法で登場した大手複合金融機関がプライベート取引に関与し、また不当な抱き合わせ販売を行っている疑惑が生じたこと。ストックオプションの費用計上の是非。格付け会社の責任。そして情報生産コストを誰に支払わせるかといった問題である。ただ、どうも編著者は問題を企業の行動自体に帰着させようとしているように見える³⁶⁾。

しかし、LBO でも見たように、一方向の影響ではないにしても、企業の行動の背景にはそれを促す、あるいは実現する金融上の仕組みがある。運用

34) Fox（邦訳、前掲、353～362 ページ）。

35) 淵田康之、大崎貞和編『検証、アメリカの資本市場改革』日本経済新聞社、2002 年。

機関の投資手法と市場での価格決定のあり方が企業の報酬制度と結びつき、経営者に目標とそれを達成するインセンティブを与えていた。仲介機関のデリバティブを利用した対顧客サービスは、会計操作を望む企業に格好の手段を提供した。そして、こうした金融機関の業務展開は、各金融機関が競争の中で独自の収益獲得方法を模索していることの帰結である。

以上、利益相反について見てきたが、それは銀行と証券の分離によって解決できるものでもなければ、情報公開と競争によって解消されるわけでもない。常に企業の内部情報は存在しうるし、金融機関も業務内容によっては独自の情報を獲得しうる。仮に公開情報が全てであっても、全市場参加者が同時に全情報を消化するのではなければ、分析や加工の過程で操作余地が生じる。そして各金融機関がどのような情報を獲得するのか、誰が分析・加工を提供するのかは、まさに競争・分業構造の問題である。

また、より重要なこととして、各金融機関がどのように情報問題に対処し、そこから収益を上げようとするのかは、企業の行動に多大な影響を与える。金融システムの機能分析という場合、システムが借り手の行動にいかなる規律を与えるのかという視点は不可欠である。これもやはり競争・分業構造のあり方と対応している。

(3) 伝統的銀行業の衰退と借り手の評価

次に銀行の影響力について取り上げたい。分離廃止論者が指摘するように、競争については反トラスト法が不当な影響力の行使を一般的に禁止して

36) 淵田氏は序章で、「そもそも企業自身が不正を行っていたり、会計基準に不備があり決算数字が信頼できないのであれば、いくら証券市場や証券会社を規制しても意味がない」(16 ページ)と述べており、また大崎氏は終章で「エンロン事件とそれに続く様々な不祥事は、決して米国資本市場の構造的欠陥を示すものではなく、基本的に正しい構造が、悪用された結果であると考えざるを得ない」(246 ページ)と述べている。

いることに加え、銀行の場合は連邦準備法 23B 条と銀行持株会社法 106(b) 条がさらに厳しい条件を銀行に課している。20 条子会社についてはそこにファイヤー・ウォール規定が付け加わった。これらによって貸出の条件差別や、他のサービスと貸出の抱き合わせ販売などが禁止されている。

一方で、銀行は「伝統的銀行業務の衰退」といわれる状況に直面していた。それは銀行業界が業務の自由化を求める動機にもなっていた。通常、伝統的銀行業務は預金と貸出を指す。そして、預金面では MMF を初めとする運用商品、貸出面では他の仲介機関や CP、ジャンク債といった調達手段によって、伝統的銀行業務は浸食されていた。それでも銀行に厳しい規制が課されるのは、銀行が何らかの特殊性を持つと考えられているからである。ここでは、「伝統的銀行業務の衰退」に関する議論から、銀行の特殊性と、預貸業務の比重低下が金融システムの機能分析において持つ意味を探りたい。

「伝統的銀行業務の衰退」の原因について、Edwards が議論を手際よく整理している³⁷⁾。彼によると、議論は過剰能力説、規制重荷説、独自性衰退説に分類することができる。まず過剰能力説は、かつて規制で守られて過剰能力を持つようになった銀行が、規制緩和によって淘汰のプロセスに入ったと分析する。これに対して規制重荷説は必要準備、預金保険料、地理的規制、CRA などの規制によって銀行が他業態からの競争圧力に対抗できないだけであると解釈する。両者はともに規制との関係で銀行の性格を特徴付けており、問題となるのは規制による受益と負担のバランスである。

受益にせよ負担にせよ、規制の一部は銀行の健全性を維持する必要性から導入されており、銀行の特殊性に関連している。その点は後述するとして、もう一つの独自性衰退論は銀行が持つ競争上の特殊性に直接言及している。

37) Edwards, Franklin R., *The New Finance*, The AET Press, 1996（家森信善、小林毅訳『金融業の将来』東洋経済新報社、1998 年、62～72 ページ）。

この説によると、銀行は審査とモニタリングにおいて優位性を持っており、それは部分的に決済預金の提供から生じているが、技術進歩と市場の革新によって、その優位性が消滅した。銀行が審査やモニタリングの必要性が小さい貸付にシフトしていること、決済性預金への依存を削減していること、決済サービスを提供しないノンバンクや外銀が企業向け貸出を拡大していることがその証拠だということである。

銀行貸出の特徴は情報問題から説明されることが多い。Carey= Prowse= Rea=Udell は公募負債、私募負債、銀行貸出の違いを次のように説明している³⁸⁾。まず公募債の借り手は情報問題が小さく、長期で制限条項がほとんどない債券を発行する。貸し手によるモニタリングが不要という訳ではないが、公開情報が豊富である。さらに貸し手が多いことで、債券に流動性がある。私募の借り手はそれより情報問題が大きく、貸し手によるモニタリングの必要性が高い。そのため貸し手はコールプロテクションと制限条項を利用する。借り手にとっては早期返済ができないため、条件の再交渉が比較的容易な私募、つまり貸し手が頻繁に変化しない調達手段が望ましい。そして銀行からの借り手は最も情報問題が大きく、貸し手は短期契約の更新と強い制限条項を利用してモニタリングを行う。借り手は条件の再交渉や早期返済が容易なため、強い制限条項でも受け入れる。

銀行貸出の特徴を短期の繰り返し取引とする見方は広く受け入れられている。例えばFamaは短期貸出が更新される度に借り手に対する評価が行われるため、更新自体がその他の貸し手に対してポジティブなシグナルを発す

38) Carey, Mark, Stephen Prowse, John Rea and Gregory Udell, "The Economics of Private Placements: A New Look", *Financial Markets, Institutions & Instruments*, New York University Salomon Center, Vol.2, No.3, August 1993, pp.45-46. 以下の説明に加え、公募と私募については登録コストと引受コスト、銀行貸出と私募については銀行と保険の法的分離、負債の性質、制限条項の内容が運転資本関連か長期資産の動向かの相違といった説明が紹介されている。

る。それは情報生産コストの重複が回避されることを意味し、そのため借り手は割高であっても銀行借入を利用すると主張している³⁹⁾。

こうした議論で問題になるのは最初の取引であろう。Fama も他の論者同様、預金取引によるモニタリングコストの低さを強調するが、それだけでは既存の預金者だけに貸出顧客が限定されてしまう。制限条項や担保といった手段を用いれば、事前の審査によって取引を開始することが容易になる。その後に短期取引を繰り返せば口座情報を加えた審査情報の更新で情報が蓄積され、前向きな投資に対して契約条件の再交渉に応じたり、担保要求を緩和することも考えられる。

それでは、独自性が衰退したとはどういうことであろうか。大企業が国際資金調達を活発化させるに伴い、標準化された大量の情報が供給され、格付け機関や信用アナリストがそれらに分析を提供するようになった。さらに株式アナリストや機関投資家も独自の評価を行うことで、メインバンクでも情報優位が実質的に消滅したという説明が可能かもしれない⁴⁰⁾。しかし伝統的な銀行業の衰退と言われる現象が長期的な傾向を持つと同程度に、企業情報の供給量増加が長期的な傾向を持つとは考えにくい。そもそも供給される情報が質的に異なるように思われる。

39) Fama, Eugene F., "What's Different about Banks?", *Journal of Monetary Economics*, Volume 15, Issue 1, January 1985, pp.36-37. Fama は短期貸出の更新がシグナリング効果を持つ理由として、銀行貸出が同様の負債の中で返済優先順位が低いことを挙げているが、何と比較しているのか不明である。またシグナリングの価値を表すものとして、企業が信用枠の設定に手数料を支払っている事実を挙げるが、信用枠の保険としての価値は無視されている。ちなみに銀行借入が割高というのは、CD が準備要求の対象になっているにもかかわらず、他の短期商品と同等のレートであるのは、そのコストを借り手が負担しているはずだという論理である。

40) Crane, Dwight B., "The Transfer of Economic Resources", Crane, et al., *op.cit.* (邦訳、前掲、第4章、244 ページ)。ただしタイトルに見られるように、同稿のテーマは経済資源の地理的な移転であり、遠隔化に伴う情報コストの増大がどのように緩和されるのかに主眼があると見られる。

「伝統的銀行業の衰退」が、単に従来の業務だけでは銀行の存続が難しい環境になったことを一般的に表現しただけであれば、その要因は簡単に説明できる。表6で見たように、米企業は自己金融の比率が高く、1980年代にその傾向がさらに強まっている。この中で調達手段の多様化が進み、外部資金の供給をめぐる競争が激しくなった。Rajan は、銀行が情報コストを引き下げる役割を果たすからこそ、代替的な手段の利用が容易になるほど企業はそれらを利用するようになると主張している⁴¹⁾。一般的に自己金融比率が高く資本市場へのアクセスを持つ大企業が、銀行借入に依存しないことに何の不思議もない。ただ、銀行による情報の独占に対する懸念から、それ以外の企業でも単一の銀行とだけ取引することを避けようとする⁴²⁾。

このように考えると、決済サービスを提供しないノンバンクや外銀が企業向け貸出でシェアを高めたことも納得がいく。一部には、ノンバンクが売掛金や在庫に加え、設備も担保として利用することで、情報の非対称性問題を緩和し、貸出市場での存在感を高めたとの説明がある⁴³⁾。しかし銀行も担保を利用しており、継続取引の中でその条件が緩和され得るだけである。こ

41) 銀行が内部情報を持つということは、企業に対して過剰な影響を及ぼそうとする可能性がある。貸し手が銀行だけなら、ある銀行は影響力を行使しないことを示すことで、次の取引の獲得を期待できるが、他の貸し手が登場すると、影響力を行使しないことが次の取引獲得を保証しないため、そうした関係が成立しなくなるということである。Rajan, Raghuram G., "Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt", *The Journal of Finance*, Vol.47, No.4, September 1992, pp1390-1391.

42) Houston=James はNYSE, AMEX, NASD 公開 250 社の調査から、取引先が単一銀行の場合、銀行依存度と成長機会の重要性に有意な負の関係を発見した。これは情報問題が大きい企業が銀行借入に依存するという仮説と整合的で無いが、ホールドアップ問題が銀行借入への依存を制限するという仮説と整合的である。取引先が複数銀行の場合は銀行依存度と成長機会の重要性は正の関係であった。Houston, Joel and Christopher James, "Bank Information Monopolies and the Mix of Private and Public Debt Claims", *The Journal of Finance*, Vol.51, No.5, December 1996, pp.1864-1865.

のことは、情報問題への対処だけが目的であれば、銀行との取引を継続する方が効率的であることを示唆している。

それでは、独自性衰退説は無意味なのであろうか。衰退という言葉は不適切かもしれないが、独自性が他の手段に置き換えられているという意味であれば、それは金融システムの機能を考える上で重要な指摘である。個別の銀行がそれぞれどの程度の独自性を現実に発揮していたのかは分からない。しかし口座情報には流動性の状況だけでなく、小切手の支払先や送り元が含まれる。これらはその企業の取引関係把握に役立つ。また担保の稼働状況は企業の収益力を反映していると見られる。そして契約再交渉からは、返済意欲など数値化困難な情報が得られるであろう。伝統的銀行業務の衰退は、銀行がこうした情報生産活動を行う可能性が縮小したことを意味する。

自己金融比率の高さは、一般的に情報問題の大きさによる外部調達コストの高さを反映していると考えられる。それは企業価値の向上にとって制約要因となる⁴⁴⁾。仮に銀行が想定される独自性に基づいてシグナル機能を発揮すれば、外部調達コストが低下するはずである。もちろん同じ機能を果たせるのであれば銀行以外でも何ら問題ない。しかし独自性衰退説で銀行の役割に取って代わるものとして登場するのは企業自身が公開する情報、アナリスト、格付け機関などである。株価にせよ新規外部調達のコストにせよ、これらから発せられるシグナルを市場参加者がどのように解釈するかに規定される。

43) Crane（邦訳、前掲、252ページ）。但し、ここでもノンバンクが銀行と異なり全国展開をしていることが強調されており、主眼はやはり地理的な資源の移転にある。

44) 外部調達コストが高いと、投資が内部キャッシュフローの水準に規定される。予期せぬキャッシュフローの増加が生じた際に、現在価値がマイナスの投資を行えば過大投資であるし、すべて株主還元を利用すれば過小投資になる可能性がある。またキャッシュフローが減少すれば投資が削減される。Froot（邦訳、前掲、410～420ページ）。

前項(2)でかつては情報不足の中で投資銀行が代理モニターの機能を発揮していたが、機関投資家の分散投資と企業の自己金融化で経営者の裁量が強まり、戦略的な価値を持たないコングロマリット合併が横行したことを見た。そして、伝統的銀行業の衰退が叫ばれる中、M&A ブームや物言う株主の登場はむしろ経営者の暴走を助長することすらあった。ただし、外部調達コストの高さが問題だったわけではない。M&A ブームで買収側企業は豊富な調達手段を利用できたし、エンロンなどの企業でも問題が発覚するまでは外部調達に苦労しなかったであろう⁴⁵⁾。

問題の根底にあるのは、債権者や株主が分散することでモニタリングのインセンティブが低下し、彼らが他人の情報生産にタダ乗りしようとするところである。これは代理モニターが求められる背景でもある。独自性衰退説をつきつめれば、仲介機関が代理モニターとして介入しない場合でも、アナリストや格付け機関がそれに変わる役割を提供するということになるであろう。しかしアナリストの評価には、引受部門との利益相反の可能性以外に、周囲の見解に同調するという問題もある⁴⁶⁾。そして格付け機関にも、発行者支払モデルに対して政府がお墨付きを与えるという問題がある⁴⁷⁾。つまりアナリストや格付け機関は有効なシグナルを発揮していない。

45) Higson は、簡単な資本収益率の計算だけでもエンロンの利益率が低いことがわかり、かつアナリストによって何度も会計情報の不透明性が指摘されていたにもかかわらず、エンロンの株価が上昇し続けたことを指摘している。Higson, Chris, "Did Enron's Investors Fool Themselves?", *Business Strategy Review*, London Business School, Volume 12, Issue 4, December 2001, pp.1-3. またセルサイドアナリストの場合は、楽観評価のバイアスが強く、かつ投資銀行業務を兼ねている場合は特に問題が大きいことも指摘している。

46) 「多くの予測者はコンセンサスから外れない安全策を採る。彼らのプロの仲間や同僚の間で広まっている意見に従うことで、自分で引き金を引く危険性を最小限にしようとする」。Kaufman, Henry, *On Money and Markets-A Wall Street Memoir*, Mc Graw-Hill, 2000 (伊豆村房一訳『カウフマンの証言、ウォール街』東洋経済新報社、2001年、223ページ)。

それにもかかわらず市場参加者はコンセンサス予想と業績発表の差や格付け変更に敏感に反応する。これがミسプライスの修正過程であるのか、拡大過程であるのかすら分らない。効率的市場であれば、裁定が働いてミスプライスが修正されるはずであるが、裁定にも素人投資家の意向が反映される。Shleifer=Vishny は、大口ポジションを取るのに必要な知識と情報を持つ専門業者は、資金を他人に依存しており、ミスプライスの拡大によって裁定機会が大きくなるほど資金難に直面すると論じている⁴⁸⁾。

裁定の限界は、長期のバリュー投資が結果を出す要因になっているのかもしれない。ただ、長期的な投資を継続するには、出資者から資金を募るなら短期的に資金を引き出せない契約を結ぶか、もしくは自由に使える豊富な資金が必要であろう⁴⁹⁾。さらに、企業の公開情報を全く、あるいは表面的にしか見ない市場参加者が非常に多いということも前提条件として欠かせない。最終的には修正されることになるのかもしれないが、これら投資家の行動が多大な影響を及ぼすため、企業による過剰なリスクテイクや会計操作といった問題が生じるのであろう。

47) Richardson=White は、格付け制度の問題として、発行者支払モデルであることに加え、「全国的に認知されている統計的格付け機関」としての指定という参入障壁が設けられていることを挙げている。Richardson, Matthew and Lawrence White, "The Rating Agencies", Acharya, Viral V. and Matthew Richardson eds., *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*, John Wiley & Sons, Inc., 2009（大村敬一監訳『金融規制のグランドデザイン：次の「危機」の前に学ぶべきこと』中央経済社, 2011年, 第3章, 138ページ）。

48) Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny, "The Limits of Arbitrage", *The Journal of Finance*, Vol.52, No.1, March 1997, pp.36-37.

49) Fox は効率的市場仮説に整合的でない例としてバフェットの成功を挙げている。バフェットの初期の投資手法は時価総額と清算価値を比較した割安株の発掘であった。その裁定機会が消滅すると、フリーキャッシュフローに注目した投資を行うようになった。資金源に関して、当初は投資パートナーシップであったが、それは1969年に解散し、経営支配権を持つ会社のキャッシュフローを利用するようになった。Fox（邦訳、前掲、275～284ページ）。

ただ、これは主に資本市場へのアクセスを持つ大企業の話で、中小企業なら銀行に依存せざるを得ないところも多いはずである。Carey =Prowse =Rea =Udell の調査でも、小規模で、R&D 比率と売上伸び率が高く、固定資産比率が低い企業は銀行借入に頼る傾向が明らかにされている⁵⁰⁾。これらは情報問題の大きさを示す指標でもあり、銀行の独自性発揮が期待される。しかし、伝統的銀行業務の衰退は、その範囲が狭くなることも含む表現であった。

CP 市場の拡大や外銀の侵攻によって最も影響を受けたのは大手銀行であり、彼らはその流れに市場金利基準の貸出強化や手数料業務への傾斜によって対応した⁵¹⁾。市場金利連動貸出では大口貸出に FF, LIBOR, CD, CP といった基準が利用され、ほとんどがプライムレートを下回っていた⁵²⁾。これら基準金利の利用は、調達コストとのスプレッド確保を狙ったものであろうが、極めて薄い利鞘であることは想像に難くない。そこで銀行は貸出関連業務からも手数料確保を目指すようになった。L/C コミット、証券化、シンジケートローンはその典型である⁵³⁾。大手マネーセンターバンクを中心とするこうした業務展開の影響は、大企業向けの市場以外にも及んでいったと考えられる。

情報問題が大きい中小企業向けの貸出ではスーパーリージョナルを初めと

50) Carey et al., *op.cit.*, pp14-19.

51) 83年に大手60行の商工業貸出に占める市場金利基準の貸出は50%を超えた。一部マネーセンターバンクでは70%以上であった。また84～88年に、マネーセンターバンクのネット金利収入に対する非金利収入の比率は45%から80%以上に上昇した。これは銀行がHLTにのめり込む背景にもなっていた。Borio, C.E.V., "Banks' Involvement in Highly Leveraged Transactions", *BIS Economic Papers*, No.28, October 1990, p.31.

52) 大手48行の市場連動型貸出でアンダープライムの比率は77年の10%以下から84年90%強に上昇した。水谷研治「金利自由化と銀行貸出金利－欧米諸国の事例とわが国の課題」『金融』1986年2月、4ページ。

53) 金融ジャーナル編集部「アメリカの銀行における手数料の実態－収益力格差の第一要因へ」『金融ジャーナル』1986年9月、88ページ。

する地域金融機関が優位を持っていたが、その市場では全国展開するノンバンクが統計的手法を利用して活動を拡大していた。そしてマネーセンターバンクがそれらノンバンクの発行する CP に保証を提供した⁵⁴⁾。またローンセールは大手行が CP に対抗する手段であっただけでなく、小規模銀行に簡単な運用手段を提供した。ローンを購入する小規模銀行にとって、情報収集の負担無しに資産の分散をはかることができ、かつローンや担保の管理・回収の負担から免れる利点もある⁵⁵⁾。つまり大手銀行の業務展開は、地域金融機関に競合するだけでなく、それらが優位性を発揮するインセンティブを低下させる側面も持つ。

一方、銀行貸出の独自性を支えるものとして、ほとんどの論者は預金取引を挙げている。しかし、伝統的銀行業務の衰退は、貸出・預金関係に対する認識の根本的な再考の必要性を提起している。企業は資金効率の向上を求め、銀行は現金管理システムの提供によってそのニーズに応え、派生する取引からの手数料獲得を目指した⁵⁶⁾。手数料の中では送金関係も重要な位置を占めており、機械設備さえ完備していれば優良企業向け貸出よりも収益に貢献すると考える銀行も多いようである⁵⁷⁾。これは貸出から手数料業務へという流れと一致する。

54) Edwards (邦訳、前掲、35 ページ)。

55) Borio, *op.cit.*, p.36. 小野傑「国際的ローン・パーティシペーションの実態と法的諸問題－日本市場での展開を展望して」『金融ジャーナル』1986年2月、73 ページ。

56) SecPac 会長フラムソンは、CMS について次のように語っている。企業銀行業は資金効率を高めようとするもので、銀行には好ましくないが、銀行は対応せざるを得ない。最良のシステムでサービスを提供し、手数料を確保することで収益低下を防止しなければならない。負債でも CP 調達が進んだが、SecPac は SPACIFICS というシステムで顧客の資金管理などに便益を提供し、手数料を受け取る。「パイオニア精神と行動力で金融革新に挑戦－総合金融サービスでフィー・ビジネス強化（この人と語る－SecPac 銀行会長リチャード J. フラムソン III）」『金融ジャーナル』1984年1月、69 ページ。

興味深いのは大手行がシステムのネットワーク化を目指していることである。例えば Chemical は自行で ChemLink を利用し、他行へは商品化した BankLink というシステムを販売していた。これにより資金の流れを自行網、あるいは自行系統の CMS 網に取り込み、その過程で手数料の確保を目指した⁵⁸⁾。これは単なるシステム販売ではなく、そこから派生する取引関係の重要性を示唆している。そして、その関係から生じる収入として送金関連の手数料が重要性を高めていた。さらにこのネットワークはローン・セールの販売チャネルとしても機能したと考えられる。

決済がネットワーク経由で実現することによって規定される銀行の特殊性についてはより具体的な説明が必要であるが、ここでは決済システムの運営が必ずしも貸出における優位に結びついてるとはいえないことに注意しなければならない。貸出では市場金利連動型が増加し、利用範囲も広がった。その利鞘の薄さが手数料業務傾斜への一因であった。そうした貸出に独自の情報生産コストが含まれているとは考えにくい。そして、大手行の手数料業務への傾斜は、地域金融機関に貸出の代替的な運用手段を提供する側面を持つ。つまり資本市場へのアクセスを持たない企業向けの市場も、資本市場との共振性を高めていると考えられる。

以上、伝統的銀行業務の衰退という現象を、銀行の貸出面における独自性

57) 優良企業向け貸出 1 億ドルで利鞘は 0.125% 程度。送金なら 1 日 50 件、250 営業日、1 件 10 ドルで同じ収入になる。融資諸経費を考えると送金の方がよいということである。金融ジャーナル編集部、『金融ジャーナル』1986 年 9 月、90 ページ。

58) 全国銀行協会連合会「欧米エレクトロニック・バンキング調査団報告書」『金融』1984 年 6 月、41～42 ページ。決済する側としては、提携行が増えればその下に利用者がつながる。提携行が広がって、その顧客間で取引があると、取引銀行間で決済が行われる。BankLink 提供者としては、そういう情報が流れる度に手数料が入るので、ネットワークが広がるほど手数料業務が拡大する。「欧米のエレクトロニック・バンキング(全銀協欧米 EB 調査団座談会)」『金融』1983 年 12 月、19 ページ。

との関連で性格付けると、やはり現在の金融システムが抱える基本的な問題にたどり着く。一方で経営介入を避けようとする企業が自己金融化を進め、他方で金融資産の蓄積に伴いリターンをめぐる運用競争が激化する。結果として繰り返しの取引が困難になり、市場の価格情報に依存せざるをえない程度が大きくなる。それが外部からの評価が困難な投資が抑制されたり、逆に過度の期待に基づいて特定分野に投資が殺到したりといった事態を起りやすくするのであろう⁵⁹⁾。

ただし、伝統的銀行業の衰退はあくまで金融システムの構造変化の結果であって、銀行が代理モニターの機能を果たさなくなったことで以上の問題が生じたとはいえない。それでも、公開情報に依存する資源配分の仕組みが持つ問題は、情報生産と伝達を誰が行い、そのコストを誰が負担するのかという点で、理念的な伝統的銀行業との比較によってより一層明確になる。また預貸業務の比重低下は、現在の価格決定の仕組みが、どのような経路で影響力を広げていくのかについての事例になっている。

そして伝統的な銀行業務の機能はあくまで理念である。そもそも 1960 年代におけるコングロマリット合併ブームの時点で、銀行は少なくとも大企業についてすでにその役割を果たしていなかった。銀行取引があれば自動的に適切な情報生産機能が発揮されるわけではないし、決済サービスの提供が必ずしも事業評価に基づく貸出に結びつくわけでもない。一口に銀行と行っても、果たす機能が同じであるとは限らない。

それではどのような条件があれば、求められる情報生産機能が発揮されるのか。決済システムがネットワークで運営されていることを考えると、その

59) 投資が内部キャッシュフローに規定されると、R&D、人材開発、市場シェア拡大といった外部からの評価が困難な投資が特に削減されやすいと考えられる。Froot（邦訳、前掲、411 ページ）。

中の役割によって条件は異なるのかもしれない。あるいは、取引関係や担保稼働状態の把握、直接のコンタクトは銀行以外でも可能かもしれない。いずれにしても、伝統的銀行業務の衰退の中で、銀行が手数料業務に傾斜していったというだけでは機能分析につながらない。企業評価やその情報の伝達について、銀行ネットワークがどのように役割分担を変えてきたのか、異業態との競合関係も含めて明らかにしていかなければならない。

(4) コングロマリットの脅威とアンバンドリング

伝統的銀行業務の衰退は、理念的な銀行業の機能が他の手段によって代替されたことを意味するものではないかもしれないが、内部情報へのアクセスを前提とする理念的な機能を銀行が発揮する可能性が低下したことは間違いない。すると、もはや銀行の影響力を懸念する必要はないとも考えられる。例えば Borio=Filosa は次のように主張する。新規参入の可能性があるだけで、支配力の行使は抑制される。また自由化と技術革新によって豊富な類似商品が誕生し、単一商品のシェアだけで市場の支配力を測ることができなくなった。そのため経済的支配力の乱用は以前ほど懸念すべき問題ではなくなった⁶⁰⁾。

豊富な類似商品にはアンバンドリングされたものを含む。既存の商品に含まれる要素が分解され、機能を特化した商品は小規模なプレーヤーにも提供可能な場合がある。いずれにせよ、アンバンドリングを前提とすると、競争相手の範囲は広がらざるを得ない。そうすると経済力の集中はもはや懸念すべき問題ではないのであろうか。ここではアンバンドリングとコングロマリットに関する議論を手がかりに、経済力集中の問題をどのように捉えれば

60) Borio, Claudio E.V. and Renato Filosa, "The Changing Borders of Banking: Trends and Implications", *BIS Economic Papers*, No.43, December 1994, p.26.

よいのか考えたい。

アンバンドリングと呼ばれる現象の進行は、従来の業態規制で相互に隔離された業務プロセスの組合せが、数ある組合せの単なる1パターンに過ぎないことを背景している。したがって銀証間の相互参入はアンバンドリングと同じ圧力によって動かされたものと考えられる。例えば成宮氏は多角化とアンバンドリングについて次のように主張される。アンバンドリングの進行は従来の業態規制が非効率であったことを示すのみで、それ自体はどのような分業が効率的であるかを示さない。アンバンドリングは業務リストラの第1歩であり、その後の業務分野選択では範囲の経済が重要である⁶¹⁾。

しかし通常、アンバンドリングで特定分野に特化する企業は、システム投資と維持費用が大きいグローバル・カストディヤ、特定地域でのプライベート・バンキングなど、参入障壁が設定しやすい分野に進出している。多角化戦略がそうした参入障壁を突破するためには、範囲の経済性を発揮することが不可欠であり、実現へのハードルは低くない⁶²⁾。それにもかかわらず、多くの金融機関は、同じ顧客を相手にしていること、あるいは既存の専門性を応用できるといった論拠で、多角化戦略を目指した。特に大手銀行は、貸出が伸び悩む中で、MBS、特定財源債、ミューチュアル・ファンド市場が拡大し、かつ金融サービス業界で銀行を含まない複合企業が誕生していることから、なんとか業態規制の壁を乗り越えようとしていた⁶³⁾。

範囲の経済をサービスの生産面から見ると、商品ミックスの生産が個別商品の生産コスト合計を下回ることが実現の条件になる。複数の商品で固定費

61) 成宮克佳「金融業における『範囲の経済』」『金融』1989年7月、31ページ。

62) 御代田雅敬『米銀の復活』日本経済新聞社、1994年、100～101ページ。

63) 柏木浩「銀行の証券業務をめぐって－最近の米国金融変革の一側面」『金融』1987年6月、6ページ。

が共通している場合は実現の可能性が高い。金融機関の場合、顧客サービス向けの人的資源や情報システム、顧客からの信頼、販売チャネルは多様な商品で共用できるであろう。また貸出先企業の株式を持つことで、モニターを通じる信用リスク管理が容易になるかもしれない。しかし範囲の経済が存在する証拠は限定的である⁶⁴⁾。

金融機関と取引する企業顧客の多くは業態分離の撤廃を望んでいるようであるが、その理由は競争の活発化、手数料の低下、サービスの多様化であった⁶⁵⁾。つまりこれらの企業は必ずしも同じ金融機関から全てのサービスを受けようとしているわけではない。長年の取引関係は重要であろうが、類似サービスの提供をめぐる競争範囲の広がりとともに顧客関係はトランザクシヨンのな色彩が強まった⁶⁶⁾。また顧客側で利益相反への懸念があり、例えば株式部門と企業金融部門を兼営する機関から企業金融専門機関に取引先を切り替えるケースもあるといわれる⁶⁷⁾。

そもそも機能的には似ているようでも、多様なサービス提供にはやはり専

64) Herring, Richard J. and Anthony M. Santomero, "The Corporate Structure of Financial Conglomerates", Kusters, Marvin H. and Allan H. Meltzer eds., *International Competitiveness in Financial Services*, A Special Issue of the Journal of Financial Services Research, Kuwer Academic Publishers, 1991, p.216.

65) American Banker 誌 1983 年 10 月 8 日付けによると、Fortune 500 と年商 500 万ドル以上の企業を対象とする調査では、金融の業態規制について、撤廃が好ましいとの回答が 77% を占めた(好ましくないとの回答は 11%)。後藤新一「西暦 2000 年の銀行の姿—スーパーマーケット型か専門型か(特集—第 2 ラウンドに入った金融革新)」『金融ジャーナル』1984 年 1 月, 28 ページ。

66) 御代田, 前掲, 103 ページ。そのため同氏は、JP Morgan が時間をかけて証券業務の専門性を蓄積するといった一部の例外を除き、総合営業の名の下に見込みのない業務を存続させるケースが多いと指摘している。

67) 成宮, 『金融』1989 年 7 月, 35 ページ。Herring=Santomero は、一般的に広範な情報の獲得が範囲の経済の源泉だが、それに応じて利益相反の可能性も高まると指摘している。Herring and Santomero, *op.cit.*, p.220.

門性の壁が大きい。Arthur Andersen の調査によると、金融スーパーマーケットと呼ばれる機関は出現しているものの、多くの機関は経営上の専門性を欠いているなどの理由から多角化戦略の徹底は困難であると考えていた⁶⁸⁾。銀行の証券業務も同じである。一部の大手投資銀行が上位を独占している領域において、銀行の参入が集中度を緩和することに懐疑的な見方が多かった⁶⁹⁾。

投資銀行は機関投資家や個人への分売力、トレーディング力、調査と取引処理能力、CFO や上級役員との伝統的關係、技術革新の実績など、独自の強みを持っている。銀行が投資銀行業務で成功するにはそれらの強みを構築しなければならず、銀行はそのため必要となる意思決定が迅速な組織、成果主義的な報酬体系、情報通信システムといった基盤を欠いていた⁷⁰⁾。

ただし、1980年代は銀行だけでなく、投資銀行も大きな環境変化に直面していた。一括登録制導入、国際化の進展、MBS など新商品の誕生、M&A ブームなど新たな状況に対応し、主要な投資銀行は競うように規模を拡大し

68) 他の理由として、多角化の推進にはほとんどの機関が報酬体系を改革しなければならない状態にあること、十分な資本を見つけることが困難なこと、多様な顧客の要求を包括的に満たすのは困難であることが挙げられていた。Senate, *Hearings, Comprehensive reform* . . . , Part 1, 1985, p.771.

69) 1989年第1～3四半期の引受で、上位5社がABSの93%、MBSの60%、特定財源債の53%を占めた。アナリストの意見で、引受には規模の経済が働くので、20条子会社の参入が集中度を緩和するとはいえないとの意見もあった。House, *Hearings, GAO Report* . . . , 1990, p.196. またニューヨーク所在の邦銀証券企画担当者から、Morgan Stanley では収益の6～7割がM&A関連になっている状況で、銀行子会社が15%を目指して参入して本当に意味があるのかという疑問の声が上がっていた。また別の担当者は、証券会社と銀行で給与水準と従業員数の違いが大きいことから、銀証分離撤廃の効果を疑問視していた。「在NY邦銀証券企画担当者匿名座談会、証券会社の経営悪化で制度論議は新局面に入る」『金融財政事情』1990年3月12日、41ページ。

70) McDonough, William J., "Financial Innovations and the Merging of Commercial and Investment Banking Activities", Federal Reserve Bank of Chicago, *Merging Commercial and Investment Banking*, Proceedings, A Conference on Bank Structure and Competition, 6-8 May, 1987, pp.22-23.

た⁷¹⁾。一つは業容の拡大に合わせた人員の拡充である。数自体は1987年のクラッシュ後に大幅削減されたが、各社は売上に貢献する人材が他社に奪われることを恐れて高額報酬を維持したため、人件費総額は増加基調を維持した⁷²⁾。もう一つはトレーディング強化や商品開発の前提となる設備投資であり、証券会社は装置産業と表現されるようになった⁷³⁾。

投資銀行はこのような規模の拡大を伴いながら専門性を構築していったのであるが、その収益は自己勘定トレーディングやM&Aでの出資など変動が激しいごく限られた業務に依存していた。それら業務で大手投資銀行に対抗するフルライン業者は重要な業務で大手投資銀行に劣後し、収益的にも極めて厳しい状況にあった⁷⁴⁾。人件費高騰と設備投資拡大が重要な要因となっており、それは大手投資銀行にも当てはまる。一方、フルラインを筆頭に、当時の米証券業界には異業種や外国資本からの投資が多く、淘汰が起りにくかった。それが過当競争を通じて一層の収益圧迫につながっていた⁷⁵⁾。

71) 従業員数を1983年と86年で比較すると、もともと多かったMerrillを除き、主要7社はほぼ倍増になっている。自己資本・負債の合計を84年と86年で比較すると、2～3倍になっている。Bloch, Ernest, *Inside Investment Banking*, Dow-Jones-Irwin, 1989 (佐藤隆三監訳『投資銀行の内幕』勁草書房, 1992年, 38～39ページ)。

72) Schaefer, Jeffrey M., and George R. Monahan, "From Riches to Rags: Performance of the Securities Industry in 1989", *SIA, Trends*, Vol.16, No.4, May 31, 1990, p.5.

73) 遠藤幸彦『ウォール街のダイナミズム』野村総合研究所, 1999年, 215ページ。NYSE業者の費用項目を1980-87年の伸び率で見ると、総費用の261%に対して、土地設備費が431%、EDPが386%であった。Schaefer, Jeffrey M. and George R. Monahan, "You Can Run but You Can't Hide - 1987's Knockout Punch", *SIA, Trends*, Vol.14, No.2, March 28, 1988, p.19.

74) "Investment Banking: The Only Game in Town", *SIA, Trends*, Vol.15, No.4, May 30, 1989, p.6. 例えば1989年M&A手数料は大手投資銀行20億ドルに対してフルラインは10億ドル、私募手数料でも大手投資銀行12億ドルに対しフルラインは9億ドルであった。Schaefer and Monahan, "From Riches . . .", *op.cit.*, p.12-14.

75) 遠藤, 前掲, 216～217ページ。

異業種や外国資本は、ほとんどの場合、「範囲の経済」を追求していたと考えられる。しかし、結果は完全に期待を裏切るものであった⁷⁶⁾。米銀による証券業務への参入もこれらと同列であろう。むしろ独自子会社は既存大手の買収よりもインパクトが小さいとも考えられる。いずれにしてもよほどの専門性が無い限り陳腐化したホールセールとハイリスク業務を追求せざるを得ない。結局、多角化を目指す機関が同じような業務をそれぞれ追求し、供給過剰を深刻化させた。それは大規模多角化機関が、人材や設備の効率的な利用にも、多様な業務の組合せによる革新性の発揮にも成功しなかったことを意味する。

範囲の経済は、生産面からだけでなく、サービスの消費面におけるワンストップ・ショッピング需要からも期待されていた。一カ所で取引することにより、顧客が検索コスト、モニタリングコスト、取引コストを削減することができれば、割高な料金でも支払う可能性がある。仮に生産面で範囲の経済が存在しなくても、販売場所だけ統合することもできる⁷⁷⁾。1980年代における国際競争激化の中で、ホールセールの市場は世界的にも飽和状態になった。そこで90年代には多くの機関はリテールを重視した国内業務の強化に向かうようになった⁷⁸⁾。

リテールであれば、国際的な競争は限られる。すでに店舗網、コルレス関

76) 異業種による参入はPrudentialのBache, American ExpressのShearson Lehman, SearsのDean Witter買収などをさすが、これらのクロスセル体制は全く機能していなかったと評価されている。牧野明「米国ノンバンク・バンクの最新動向－再考チェックをはかる金融の多角化」『金融ジャーナル』1987年3月, 89～90ページ。また外国資本では邦銀や日本の生保による米証券業務への出資が多かったが、「結果から見れば、本業とのシナジーを求めなかったか、求めても上手くいかなかったところが儲かっている」と評価されている。「財 NY 邦銀証券企画担当者・・・」『金融財政事情』1990年3月12日, 42ページ。

77) Herring and Santomero, *op.cit.*, p.217.

78) OECD, *Financial Conglomerates*, 1993, pp.22-23.

係や業務提携関係を通じて広範な顧客との接点を持っていれば、それを預金の受け入れ、投信や保険の販売、株式の売買仲介、カード契約やローン相談などに利用することができる。また、リテールにおいても、ATMの設置やホームバンキングの展開、顧客情報管理や事務処理合理化のため設備投資が大規模化していった。それらも多様な商品に利用できれば範囲の経済性が高まる。ホールセールの場合は、大規模な投資が退路のない競争につながった側面もあるが、通常は大規模な設備が参入障壁になることも期待できる。

実のところ、各業態による相互参入で業態分離の存在意義が薄れていった一方で、ホールセールとリテールの両方で内容の異なる設備投資の拡大とネットワークの構築が必要になった。従ってホールセールとリテールの間では範囲の経済が働きにくく、業務の差が大きくなったと指摘されている⁷⁹⁾。すると、各業態の相互参入はホールセール内部およびリテール内部でそれぞれ生じると考えるのが自然である。

しかしリテールレベルでのクロスセルも容易ではない。消費者は知識が高まるほど自ら比較考察してサービスを選択するようになる。一カ所で全てのサービスを受けたいというニーズは必ずしも大きくない⁸⁰⁾。サービス提供側にとっても、多様な商品を取りそろえるには、それぞれの商品知識を持った販売員を確保し、顧客に一貫した対応をできる体制を整えなければならない。場所だけ集約しても、サービスの提供コストが高かったり、助言の質が低くなってしまえば、顧客の獲得を期待できない。

以上のように範囲の経済性を発揮することは、容易なことではない。それ

79) 成宮、『金融』1989年7月、32ページ。安岡雅之「金融・資本市場の国際化とスワップ取引の役割（下）」『金融財政事情』1987年9月7日、47ページ。

80) McGraw-Hillの調査では、Business Week購読者2000人のうち、32%しか全ての金融サービスを単一の機関から受けたいと考えていなかった。Senate, Hearings, *Comprehensive Reform* . . . , Part 1, 1985, p.772.

でも、やはり多角化は金融再編の一つの方向性であり続けられる。顧客のニーズが多様化すれば、全てではないにせよ、できるかぎり広範なニーズに対応しようとするのは自然である。それにもまして、特化戦略は専門性を発揮できるかもしれないが、特定の分野と命運をともにすることになる。特に既存業務の収益性が低下傾向をたどれば、否応なくその専門性を異なる分野で活用する道を探らなければならない。また既存業務が収益的でも、変動が激しければ、収益が安定的な分野に進出しようとする企業も多いであろう。

一方で、金融の装置産業化といわれる事態の進行は、多角化の範囲を制限する。一般的には、販売（顧客サービスバンク）、製造（金融技術バンク）、取引処理（プロセッシング・エンタープライズ）への分化が生じると考えられている⁸¹⁾。これは設備投資の内容に規定され、集約が進むという方向性である。ホールセールでは顧客に特別仕様のサービスを提供するため顧客取引のネットワークと大規模な自己勘定取引を支えるシステムが必要になる。リテールでは店舗網と顧客口座管理のシステムが必要である。そしてカスタディやカード取引なども独自のシステムを持たなければならない。これら設備投資の大きさは参入障壁になり得る。

二つの方向性はともに規模の拡大に向かうと考えられるが、逆にスモール・プレイヤーの新規参入や大手からのスピノフが拡大するという方向性も存在する。大規模化は常に官僚化、意思決定の遅れと隣り合わせである。業務分野が多岐にわたればさらに組織が複雑化しやすい。それを避けるために各部門の独立性を高めれば、極端な場合、同じグループにとどまる意味がなくなる。各種の流通市場が拡大し、利用者が自由に複数のサービスを組み合

81) 沼田優子『図解：米国金融ビジネス』東洋経済新報社、2002年、22～23ページ。アンダーセン・コンサルティング、金融ビッグバン戦略本部『金融業のIT産業化』東洋経済新報社、1999年、25～28ページ。

わせることができれば、スモール・プレーヤーが特化したサービスで成功する余地も広がる。巨額の設備投資が必要であっても、共同のシステムを構築するといった選択肢もある。

金融業界の再編ではこれら全ての方向に向けた圧力が同時に働く。機能的アプローチを提唱する Merton=Bodie も、金融業界で寡占化が進むのか分散化するのは明らかでない⁸²⁾と述べている。金融が機能毎にアンバンドリングされるといっても、それらが必ずスモールプレーヤーによって担われる訳ではない。むしろ全国的、世界的規模の業務は巨大企業に集約される傾向がある⁸³⁾。それとは逆に大規模な組織から独立して活動するプレーヤーも多い。Bloch は異なるニーズに対応して多様な組織が生まれる様を金融の生態系と表現している⁸⁴⁾。

この生態系という表現は、金融機関の競争・分業構造と同義である。生態系として考えるからこそ、多角化か専門化か、あるいは寡占化か分散化かといった二元論を超えて競争・分業構造の解明に向かっていくのである。そして二元論を超えると、この項で問題として取り上げている「経済力の集中」は、全体的な競争圧力の激化と併存するということが理解できる。つまり、問われなければならないのは、特定の環境に対応して競争・分業構造が変化する時に、どの部分で集中の弊害が生じるかということである。

すぐに思いつく部分として、格付けや M&A での価格評価が一部の大手に独占されている例を挙げることができる。これらは不当な影響力の行使には

82) Merton, Robert C. and Zvi bodie, "A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment", Crane, et al. (邦訳, 前掲, 62 ページ)。

83) 「分離プロセスは企業規模を拡大させるもので、その逆ではない」。Bryan, Lowell L., *Bankrupt*, Mckinsey & Company, Inc., 1991 (大澤和人, 志村真紀訳『銀行の破産』ダイヤモンド社, 1992 年, 161 ページ)。

84) Bloch (邦訳, 前掲, 343 ページ)。Bloch はフルサービス投資銀行とプティックの関係だけについて述べているが、生態系は全ての業態を包摂したものと考えなければならない。

つながりにくいかもしれないが、資源配分に与える影響は大きい。銀行の影響力に関していうと、貸出をめぐる競争は激しくても、大型のシンジケートローンなど提供可能な主体が限定される特殊なサービスではタイイングが行われる危険もある。CPバックアップのようなコモディティー商品ですら、供給者が減少すればタイイングに利用されかねない⁸⁵⁾。

またスモールプレーヤーの簇生は、大規模機関の存在を前提にしている側面がある。デリバティブ市場の発達アンバンドリングが進行する上で不可欠な要素であると考えられるが、デリバティブ市場の中で一握りのディーラーが取引の中心を占めていることはよく知られている。さらに流通市場では各種の専門運用業者が活動しているが、その活動を支えているのは一部の大手投資銀行が提供するプライマリーブローカー業務である。こうした構図は価格決定のあり方を通じて資源配分に影響するだけでなく、システムの健全性も規定すると考えられる。

(5) 国際競争と金融システムの相互依存

業態分離の是非に関する論点を機能的アプローチから捉え直すと、金融機関全体の競争分業構造が変化する中で、情報生産・伝達を誰がどのように行うのか、どの部分で集中の弊害が生じるのかがより根源的な問題であることが分かった。ただ、これら機能的な問題とは別に、業態分離が米系金融機関の競争力を低下させるのかという論点も業態分離の是非に関連して存在し

85) 1990年代以降に銀行合併が大型化し、99年にグラム＝リーチ＝ブライリー法が成立したことでタイイングをめぐる議論が活発化した。例えばCPバックアップは大企業でも不可欠であるが、サービスの採算性が低く、かつ銀行合併で大口資金の供給主体は減少していた。そうした背景でタイイングの指摘が増加した。野村亜紀子「米国の総合金融機関をめぐる最近の議論」『知的財産創造』2002年10月、17～19ページ。タイイング批判への反論については、淵田康之「米国における銀行のタイイング問題を巡る動向」『資本市場クォーターリー』2004年冬を参照されたい。

た。この論点は、「本拠」の重要性を示唆していた。この項では、「本拠」と国際競争力に関する議論をヒントに、これまでのアメリカ国内の状況をもとに導いてきたシステムの機能を分析するための視角をどのように拡張すべきか考察する。

大手米銀は業際規制が彼らの国際競争力を弱めていると主張していたが、その背景には伝統的銀行業務の衰退と表現される事態の進行があった。ただし、それは業際規制のない欧州にも見られる現象である。欧米の差について、Mesera は次のように説明している。アメリカでディスインターミディエーションが生じているというのは誤解で、仲介が銀行から他の機関にシフトしただけである。銀行の長期関係に基づく仲介からのシフトは、投資銀行が代替手段を提供することによって促進された。アメリカではグラス＝ステイーガル法の存在で銀行による対抗行動が制限されているが、欧州では規制が中立的なため仲介機関シフトの圧力に銀行が対抗できる⁸⁶⁾。

ここでは銀行業務と証券業務の兼業が認められている国の銀行にとっても、証券業務の強化は強みの発揮というより対抗行動であると表現されている。そして対抗行動の成否を分ける要素として範囲の経済性が考えられるが、その発揮はやはり容易ではない。法的には本体による兼業が可能でも、実際には証券業務を別会社形式で手がける銀行が多い。その理由として、有限責任の選好、子会社利用の税制優遇、企業文化の違い、利益相反に対する顧客の懸念などが挙げられている⁸⁷⁾。

この中で特に報酬を含む企業文化の違いは、単に会社を分割するだけでな

86) Masera, Rainer, "European Financial Intermediaries and Markets: Lines of Development in an International Context", Fair, Donald E. and Robert Raymond eds., *The Competitiveness of Financial Institutions and Centres in Europe*, Financial and Monetary Policy Studies, Vol.28, Published on behalf of the Société Universitaire Européenne de Recherches Financières, Kluwer Academic Publishers, 1994, pp.21-23.

く、組織管理や業務間の協力を困難にする要因にもなる。例えばイギリスの 4 大銀行を初め、各国の大手銀行がビッグバンを契機にこぞって英マーチャントバンクを傘下に収めるようになったが、結果は芳しくなく、その後買収企業を手放したところも多い。一般的に投資銀行やマーチャントバンクは大銀行の傘下に入ると業務が緩慢になり、良好な業績を上げたのは親会社からの独立性が高かった会社であった。そして子会社が独自に業務を展開すると、M&A 助言などで親会社の取引関係と摩擦を起こすこともあった⁸⁸⁾。

1980 年代に国際市場で圧倒的な存在感を持っていた日系金融機関について、証券分野では独立の 4 大証券が、銀行の系列証券を含む他の証券会社を寄せ付けない存在であったことは指摘するまでもない。それでも米銀が業際規制を自らの国際的な地位低下と結びつけようとして、議会でその矛盾をつかれた。そこで今度は国内基盤という考え方が持ち出されたことは既述のとおりである。しかしこの論理展開が受け入れられた訳ではない。むしろ、日系金融機関の競争力は見た目ほど高くはなく、収益性を犠牲にして規模を追求しているだけというとなえ方が 1980 年代末には支配的になっていた⁸⁹⁾。

そもそも米銀の国際競争力が弱い、あるいは弱体化したという表現が、実態を反映していると考えるのは困難である。シンジケートローンやユーロノートのアレンジ実績で、米銀は 1980 年代を通じて上位を独占し続けた。ま

87) OECD, *op.cit.*, p.25. 1980 年代にグローバル・トレーディングが活発化することで、ロンドンに投資銀行子会社を設立し、トレーディング業務を本格化する大陸欧州の大手銀行が多かった。拙稿「グローバル・トレーディングと金融機関の国際競争 (2) - 国際資本市場における流動性格差とデリバティブ市場の発達 -」『福岡大学商学論叢』2011 年 6 月, 17 ~ 18 ページ。ここで対抗行動として始められた証券業務は、既存の業務と性質が大きく異なっていた。

88) Smith, Anthony D., *International Financial Markets: The performance of Britain and its rivals*, Cambridge University Press, 1992, pp.103-113. Charterhouse (RBS 傘下) と Samuel Montagu (Midland 傘下) は、親銀行の顧客に対して買収を仕掛けた相手に助言を提供し、親会社は顧客からの取引関係を打ち切られたといった例が挙げられている。

た借り手から専門性で高い評価を得ていたのも、もっぱら米銀であった⁹⁰⁾。グリーンSPANも議会公聴会で、金融商品がアンバンドリングされ、信用評価を基板とする銀行の価値は低下したが、米銀は資産を膨らまさない形でのサービス提供に注力し、リスク管理業務のような高度な分野で主導的な地位を維持していると証言した⁹¹⁾。つまり米銀こそ伝統的銀行業務の衰退と呼ばれる状況に効果的な対抗行動を取っている。

それにも関わらず米銀の競争力が弱いと見られることがあるのは、その「先端性」が一因になっている可能性もある。米銀は分断された国内市場において全国的な支店網を持たず、その状況に対応した専門性を構築してきた。国際市場では、その専門性が国境を越える現金管理サービスやシンジケートローンといった形で発揮された。しかし各国内のリテール市場や中間

89) 1987 年の下院公聴会で、ボルカーはセント・ジャーメイン委員長から日本の銀行が資産ランキングで上位を占めていることについて質問され、世界 2 位の経済大国が巨額の対外投資需要を持っているため自然なことであると答えている。また米銀は効果的に競争していると付け加えた。続けてワイリー議員が競争の土俵は同じかという質問をした。これに対して、一つの問題は資本で、国際的に統一された基準の合意に向けて取り組んでいると答えた。House, Hearings, Subcommittee on Financial Institutions Supervision, Regulation and Insurance of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, *Globalization of Financial Markets and Related International Banking and Supervision Issue*, 100th Cong., 1st sess., 1987, pp.18-20. また 1990 年の下院公聴会では、バーナード議長が開会演説で、日本の銀行は収益性が低く、同年初の株価下落による含み損で国際業務の拡大が抑制されること、証券会社は収益を本国に依存し米国内では付加価値の高い分野に食い込めていないことについて語っていた。House, Hearing, Subcommittee on Financial Institutions Supervision, Regulation and Insurance, Task Force on International Competitiveness of U.S. Financial Institutions of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, *Examine Japanese Financial System and Its Affect on Ability of U.S. Firms to Compete*, 101st Cong., 2nd sess., 1990, p.2.

90) 拙稿「1980 年代の国際資本市場における米系金融機関の競争力」『経営研究（大阪市立大学）』2010 年 2 月、17～26 ページ。

91) House, Field Hearing, Subcommittee on Financial Institutions Supervision, Regulation and Insurance of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, *Oversight Hearing on Foreign Competition in the Banking Industry*, 101st Cong., 2nd sess., 1990, p.8.

市場をそれらのサービスで開拓するのは困難であった。第二次大戦後に米銀が他国の銀行に先駆けて構築した支店網は、あくまで国際的なものであり、各国で現地大手に対抗できるようなものではなかった。

参入障壁は店舗網だけではない。例えばドイツでは3大銀行、特に *Deutsche Bank* が主要大手企業の株式を保有し、監査役を派遣している。また日本ではいわゆるメインバンク関係が存在し、通常、企業は特定の銀行と融資を含む多面的な取引関係を結んでいる。実態はともかく、こうした関係が企業統治の役割を果たし、同時に部外者がその中に割って入ることを困難にしていると考えられている⁹²⁾。さらに取引関係が1対1とは限らない。日本のように企業グループ内部での取引関係が強ければ、銀行はグループ単位での取引ネットワークを構築することで資金効率を高め、利鞘の大きい中小企業向け貸出も獲得しやすい⁹³⁾。

各国市場の参入障壁が高いため、ほとんどの米銀は先進国における現地通貨貸出の市場では、周辺的な地位に甘んじていた⁹⁴⁾。一方、顧客との関係

92) ただし、事情は時期、あるいは個別のケースによって大きく異なると考えられる。ドイツ企業の財務担当者が国際経験を積むほど、銀行との関係に影響されることなく良い条件を提示した相手と取引するようになる一方、株主総会で15～20%の議決権代理行使をしている銀行に、債券発行で企業の金融担当者が適切な引受シェアを拒絶することはまず考えられないとの記述もある。Eglau, Hans Otto, *WIE GOTT IN FRANKFURT*, ECON Executive, 1989 (長尾秀樹訳『ドイツ銀行の素顔』東洋経済新報社, 1990年, 120～128ページ)。日本のメインバンク関係でも、企業と銀行が互いに相手に従属することを避けるため、取引先を分散させる圧力が働いている。鈴木健「戦後日本の企業と銀行—メインバンクを中心として—」, 高田太久 吉他編著『現代企業の支配とネットワーク—日本とアメリカ—』中央大学企業研究所研究叢書 11, 中央大学出版部, 1996年, 30～31ページ。

93) 松井和夫「大企業と大手金融機関の多面的関係—日・米比較—」, 高田他, 同上, 148～149ページ。また日本で1980年代後半から一括決済方式が導入されるようになった。サービスを提供する銀行は取引先企業の買掛金にファイナンスを提供することによって、優良企業向けの信用リスクを取りながら比較的厚めの利鞘を獲得することができる。大谷尚司『電子債権』日本経済新聞社, 2005年, 57～64ページ。

が重要であると考えられている日独のような国に比較して、アメリカではサービスの代替手段が豊富で、価格設定の重要性が高いため、外銀が米企業との取引を獲得する余地は大きい。またリテール市場や中間市場にしても、アメリカでは州際業務規制の存在、人口の地理的分散の大きさ、移民コミュニティの大きさのため、国内銀行の市場占有率は低く、その分、外銀の参入余地が大きい⁹⁵⁾。これらは米銀が外銀に対して不利であることを意味するようにも見える。しかしリレーションの弱さ、価格設定の重要性、分断された銀行制度は米銀が専門性を構築してきた環境である。

米銀を含む米系金融機関は、国内の事情にあわせて開発された技術を各国市場に持ち込み、新たな市場を開拓してきた。CMS、ホームバンキング、POSなど電子銀行業に対して、全国店舗網を持つ欧州の大手は必ずしも積極的ではなかったが、米銀との競争を意識して導入した⁹⁶⁾。シンジケートローン、CP、MTNなどについても同じことがいえる⁹⁷⁾。これら個別の新種商品を提供する上での専門性は、リスク管理のようなソリューション型サービスでも活用されている。現地の貸出では周延的な立場が大きく変わることはないかもしれないが、特に対外展開する大手企業の取引をめぐる、国際的なネットワークを持つ米系金融機関は現地大手機関の脅威になる⁹⁸⁾。

94) 例えば *Bankers Trust* は東京支店でほとんど通常の貸出を行っていなかった。それは限界的な資金供給源である外銀が貸し出しを積極的に行うと、高リスク資産を積み上げることになるとの判断に基づいていた。同行は邦銀との競合を避け、ほとんどの取引がクロスボーダーであった。安岡雅之「米銀のこれからの対日戦略（特集、90年代における米銀の経営戦略）」『金融ジャーナル』1989年7月、32ページ。

95) Hirtle, Beverly, "Factors Affecting the Competitiveness of Internationally Active Financial Institutions", FRB NY, *Quarterly Review*, Spring 1991, p.42.

96) 全国銀行協会連合会、『金融』1984年6月、40ページ。

97) 拙稿「外国為替市場の世界的統合と金融機関の国際競争（上）」『福岡大学商学論叢』2008年6月、42ページ、「1980年代の国際資本市場における米系金融機関の競争力」、前掲、29ページ。

全てが同じではないにしても、外銀の米国市場における取引獲得は、米銀の国外市場におけるそれと性格が異なる。貸出の伸びで1980年代は日本の銀行が際立っていたが、それは保証業務にも当てはまった。1982年のペンスクエア銀行破綻を契機に他の銀行が簿外債務の管理強化に乗り出す中、日本の銀行は地方債向けL/C発行市場を席卷するようになった⁹⁹⁾。

それ自体は収益性が低いL/Cなどの与信業務に加え、貸出の中では利鞘が大きいLBO関連の取引でも外銀の存在感は増していった。大手米銀のM&A向け与信が1986年頃にピークを迎えたのに対し、LBOに対する懸念が強まった1988～89年でも外銀は取引を拡大していた。ここでもやはり邦銀の活動が目立った。ただし、それら貸出の中には、他行から購入したローンも多かった¹⁰⁰⁾。

このように米市場で外銀の業容は拡大していたが、その活動領域は米銀が自ら後退している部分が多かった。したがって米銀は外銀を脅威と感じてい

98) 前述の Bankers Trust の例でいうと、同行は目標 ROE が 20% で、通常の貸出では達成できなかった。そのため証券関連業務、デリバティブなどのトレーディング、ハイテク商品開発を重視していた。貸出ではローンセルのグローバルな販売網を確立していた。そして日本企業との取引開拓では、本社だけでなく、国外主要拠点で同時に接触を試みていた。安岡、『金融ジャーナル』1989年7月、31～32ページ。

99) ペンスクエアはスタンドバイL/C残高が自己資本の390倍であった。吉田春生「危険を内包した邦銀の海外業務展開」『金融ジャーナル』1986年10月、66ページ。これは、証券業界から銀行が抱き合わせ販売の元になると批判された取引が、外銀に奪われていったことを意味する。

100) 1987年末～1989年半ばに、当初ローンでも高レバレッジ貸出で外銀が40%を占めたと見られている。1989年末時点で、外銀の中ではコミットメントを含めて日本の銀行が52%を占めた。M&A関連のローンセルでは、1989年6月時点で残高の45%を外銀が購入していた。Borio, *op.cit.*, pp.15-16, p.27. 1988年の大手60行に対する調査では、ローンセルの80%を他行が購入しており、特に外銀が重要な買い手であった。M&A関連はローンセルの約43%を占めていた。Wolfson, Martin H. and Mary M. McLaughlin, "Recent Developments in the Profitability and Lending Practices of Commercial Banks, *Federal Reserve Bulletin*, July 1989, p.464.

る訳ではなかった。例えば First National Bank of Chicago の Delp は議会で次のように証言している。「外銀が米でローンを拡大していても、私は規制問題として議論されているようには心配しない。外銀が米でローンを拡大しているのは、米銀が外銀にローンを売却しているから。Continental Bank にとっても FNBC にとっても、ローンを発掘、構築して、外銀に売却するのは重要な業務である」¹⁰¹⁾。

米銀と外銀の役割分担は同じ公聴会の他のやりとりからも伺える。委員会の Annunzio 議長は Beatrice Company の Loveman に「現金管理や信託サービスでは米銀を利用し、ファイナンスでは外銀を利用するというが、それは米銀がサービス業的になり、日本や欧州の銀行が所有を拡大している傾向の一部に見える。この傾向は貯蓄率の低さ、規制、文化の何が要因になっているのか」と質問した。これに同氏は「非貸出業務で米銀を利用するのは、外銀がその業務を米で行っていないから。資金源については、多様な資金源を確保するために我々は米銀と外銀の間でバランスを取ろうとしている。しかし我々の呼びかけに応じるのは、ますます外銀になっており、そのためバランスが崩れている」と答えている¹⁰²⁾。

こうして見ると、大手米銀は内外市場の両方で非貸出の専門性を利用したサービスを提供し、資金源は他に求めるという、ソリューション型と OTD (Originate to Distribute) 型を組み合わせた業務展開を行っている。それによって国外では現地金融機関と企業の長期的な関係に風穴を開け、国内では貸出などコモディティ業務を外銀に明け渡してきた。ただ、国外で風穴を開けた部分については、各国の銀行が米銀の手法に追随し、競争が激しくなると同時に、本国の銀行が取引を奪い返した部分もある。見方を変えれば、こ

101) House, Field Hearing, *Oversight Hearing on Foreign Competition* . . . , 1990, p.42.

102) *Ibid.*, p.85.

れは米銀の地位の低下である。

Benston はこうした展開を次のように表現している。1970 年代まで日仏など多くの国ではカルテルが存在したため金融機関はサービス提供の視点を欠いていた。そのため顧客向けサービス提供力を持つ米銀が優位性を発揮した。他国の追従で米銀の優位性は低下したが、米銀は早い時期に急激な金利変動を経験しており、リスク管理サービスでは1日の長がある。ただし、専門性の大部分は投資銀行の分野であり、業態規制が米銀の足かせとなる¹⁰³⁾。

米銀に1日の長があると指摘されるリスク管理の分野などは「投資銀行」的である。しかし、トレーディングの対象をとっても、通貨、満期、複雑さの程度、店頭・取引所と性格は多様である。資金調達の手段も豊富であり、またそれらの販売先も多岐にわたる。投資銀行は独自の強みを持つてはいるが、あらゆる商品・手段について専門性を持つているわけではなく、商業銀行が得意とする商品・手段もある。そして、リレーションが弱く価格設定が重要、銀行制度が分断され資本市場の役割が大きい、規制によって業態が分離されてるといった共通の環境に対応し、それぞれが専門性を構築してきたのである。

Hale はこうした米市場の特殊性を業態分離の是非と結びつけている。彼によると、米銀はすでにほとんどの負債引受ができるため、グラス＝ステイーガル法を廃止しても効果は大きくない。米銀は貸出証券化市場で支配的な地位にあり、貸出の流通市場も拡大している。国際競争には国内基盤が必要といっても、国内における証券業務の収益性は低下している。ドイツの経験が示すところでは、米銀が顧客と良好な関係を保っている時に、株式市

103) Benston, George J., "U.S. Banking in an Increasingly Integrated and Competitive World Economy", Kosters and Meltzer eds., *op.cit.*, pp.69-70.

場の利用を促進するとは考えにくい。日本でも銀行の役割はいまだ大きい
が、独立した証券会社が存在し、独自の技術を発達させていなければ、株式
市場の役割は現在よりも小さくなっていたと考えられる¹⁰⁴⁾。

以上のように、米投資銀行を含めて米系金融機関の「先端性」は、業態
分離の枠をはめられながら、各機関が手持ちの道具で類似機能のサービス
提供を競ったことが重要な要因になっていると考えられる。つまり「先端
性」は、個別機関のサービス内容に表れるものの、システムとしての機能で
ある。そして、システムの視点から見た場合、米系金融機関の業務を単純に
「先端」的と見なすわけにはいかない。

個別機関の競争力とは別に、国単位で金融システムを特徴付け、その機能
を比較する研究がある。一般的な分類としては米英を代表とする資本市場型
と、日独を代表とする銀行中心型であろう。しかし、前掲表6を見ると、英
米でも有価証券による調達量は極めて少ない。主要国において企業の最大の資
金調達限は内部資金であり、その多寡で判断すると米独と日仏に分かれ、英
は時期によって異なる。英米と日独仏を分けることができるとすれば、資本
比率であろう。資本比率の高さが、企業と金融機関のリレーシンの弱さか
ら、いざという時に自ら備えていることの表れであると考えれば、この区分
は一般的な認識と一致する。

必ずしも銀行借入が主要な調達限になっていないかもしれないが、リレー
ションが強い（資本比率が低い）グループのシステムは、銀行中心型システ
ムと同様に特徴付けられることが多い。それは理念的な銀行業務を前提とし
ており、銀行が柔軟に契約の再交渉に応じ、いざという時に企業を救済する
ため、企業の破綻リスクが低下し、長期的な投資が促進されるというもので

104) Hale, David D., "How Should The U.S. Respond to The Japanese Challenge in Financial Services?", House, Hearing, *Examine Japanese Financial System* . . . , 1990, pp.32-33.

ある。例えば Schaberg は、米英を証券保有者が退出によって企業行動に影響を及ぼす Exit 型、日独仏を発言によって影響を及ぼす Voice 型と分類し、資金の使途で Voice 型の方が Exit 型よりも投資の比率が高いことを明らかにしている¹⁰⁵⁾。

しかし、想定されている銀行の役割はあくまで理念的なものであり、実際にどこまでモニターの役割を十分果たしたのかは分からない。また、理念的な役割を果たしているとしても、それは繰り返しの取引の中で情報生産の費用を解消できるからであった。現実にはどの国でも企業の成長とともに外部資金調達必要性は低下し、自己金融化が進む。そこに米系金融機関の対外進出に加え、各国内でも各種金融機関の競合度が高まり、企業にとっては代替手段が豊富化する。結果として各国金融システムがアメリカ型に収斂していくように見える¹⁰⁶⁾。

それでは、米国内の競争・分業構造から米金融システムの機能を分析し、それがそのまま国際金融システム全体についても当てはまると考えてよいのだろうか。確かに大手企業の自己金融化、流通市場の拡大、伝統的銀行業務の衰退といった傾向は世界的に見られ、少なくとも先進国の大手機関は米系金融機関のスタイルに追随している側面がある。またそこで生じる国際競争と技術革新が相まって、コングロマリット化、装置産業化、スモールプレーヤーの簇生という動きが同時に生じることも各国で共通しているであろう。

それでも、米金融システムは国際金融システム全体の一部でしかない。こ

105) Schaberg, Marc, *Globalization and the Erosion of National Financial System*, Edward Elgar Publishing Limited, 1999 (藤田隆一訳『現代金融システムの構造と動態』日本経済評論社, 2000 年, 23 ~ 27 ページ)。

106) Shaberg の研究も、システムの収斂動向を考察するものであった。結論は、1994 年までの期間について、フランスは調達源・使途の両面で、日本は調達源のみで Exit 型にシフトする傾向が見られた。ドイツは Exit 型にシフトする傾向が見られなかった。同上、130 ~ 131 ページ。

れまで見たように、米金融制度改革は国際競争に触発された部分があり、業
際規制の撤廃に関する議論でも欧州ユニバーサルバンクの存在が強く意識さ
れていた。これは制度改革の圧力がアメリカから他国に向けた一方的なもの
ではないことを示すものの、やはり収斂していくことを意味するかもしれない。
しかし最終的にアメリカで業際規制が撤廃されたとはいえ、欧州諸国の
ように本体での銀証相互参入が認められたわけではない。

各国金融システムは、制度面では同調しながら無数の細かい差異を残して
いるのに対し、個別機関の業務レベルでは相互依存の関係が強い。米系金融
機関が国外で競争力を持つのは、基本的にそれまで提供されていなかった
サービスを各国に持ち込んだからであった。本国機関に奪還された領域も多
いが、国際的なネットワークの活用など、競争力を持ち続けている部分もあ
る。一方、外国金融機関による米市場参入は、大手米銀が OTD 型ビジネス
を展開する支えになっていた。

個別機関の業務レベルにおける相互依存は、各国システムの境界が極めて
曖昧であることを示している。本拠との関係が比較的薄い国際競争でも各国
機関は独自の強みを持つ。程度の差はあるが、国際的な資金調達について、
各国大手は本国顧客と自国通貨の関連する取引で高いシェアを占めた。また
ユーロ債流通市場、店頭デリバティブ取引、銀行間外為取引は当該通貨発行
国の大手が中心的なマーケットメーカーになっていた¹⁰⁷⁾。これは同一の表
示通貨を日々の取引に利用することによって、金融機関が企業、投資家、流

107) 国際資金調達については拙稿、前掲、2010 年 2 月、12～15 ページ、ユーロ債流通市
場と店頭デリバティブについては拙稿「グローバル・トレーディングと金融機関の国際競争
(3)―トレーディング業務の変化と米系金融機関の地位―」『福岡大学商学論叢』2011 年 9 月、
128～147 ページ、外為市場については拙稿「外国為替市場の世界的統合と金融機関の国際競
争(下)」『福岡大学商学論叢』2008 年 12 月、330～339 ページを参照されたい。外為取引の
場合、当該通貨というのは非ドルであり、取引は対ドルを指す。

通市場の参加者とネットワークを形成することを示唆している。そのネットワークは必ずしも国境に制限されていない。

米系金融機関でも自国通貨と本国の顧客に関する取引で強みを持たない訳ではない。それでもリレーシヨンの弱さは、「先端性」の一因になっていた。ここに国際金融システムにおける非対称性がある。ただ、単純にドルと非ドルに分類することはできない。各国金融機関の独自の強みには程度の差があり、それは同一通貨で結びつけられるネットワークの強さが同じではないことを意味する。つまり、国際金融システムは、境界が明瞭では無く強さも一様ではないサブシステムの集合体である。

国際金融システムにおいても審査やモニタリングを通じて、借り手の行動に影響する仕組みは存在する。また競争・分業構造の進化によって特定部分における集中が生じる傾向はある。しかし表示通貨や法制度の多様化は、普通に考えれば同一の仕組みが広がり、特定部分が全世界的に集約されることの障害になる。これが全体システムの効率性を低下させることになるのか、あるいは柔軟性を高めることになるのかは、サブシステム間における相互依存関係の実態を解明しなければ分からないであろう。