

## アメリカ金融業の集中・再編と新しい階層構造

はじめに

アメリカの金融業は、銀行業と証券業の分離、銀行業に対する厳しい地理的規制、多数の地方銀行の存在と地域分散的な市場、銀行業と証券業のそれぞれにおけるピラミッド型の階層構造、などを特徴としてきた。しかし、これらの特徴は、1980年代中期以降大きく変化した。銀行業における合併、買収が活発化し、とりわけ、大規模地方銀行が主導する州際的な銀行統合が進展した。また、90年代にはマネーセンター銀行と呼ばれる大手銀行の合併・買収(M&A)が積極的に進められた。さらに大手銀行の証券業への参入が活発化し、銀行業と証券業の分離制度が崩壊した。

こうした変化の背景には、「規模の経済」をめぐる銀行間競争の激化、伝統的な銀行業における収益性の低下、株式市場ブームを背景とする証券業の活況、さらにはニューエコノミー論が象徴する産業構造の変化と企業のM&Aの活発化、など要因があった。しかし、より直接的な契機としては、80年代以降銀行業における反トラスト法(独占禁止法)の運用基準が緩和されたこと、州際合併や州際支店設置に対して加えられてきた州法および連邦法の規制が相次いで撤廃されたこと、さらに、銀行・証券分離制度が銀行監督機関の規制緩和によって次第に形骸化したことなどが作用している。

### I 地理的規制緩和と銀行業の集中

#### 1 反トラスト法の運用基準緩和

1960年に銀行合併法が成立するまで、アメリカには銀行合併を直接規制する法律は存在しなかった。反トラスト法のシャーマン法およびクレイトン法が銀行合併に適用できるか否かに関しては、専門家のあいだに議論があった。司法省は、反トラスト法が銀行合併にも他の産業と同じ基準で適用できるという見解をとっていたが、銀行監督機関は、銀行が連邦取引委員会(FTC)の管轄下に属さず、反トラスト法は適用できないと主張していた。

1960年の銀行合併法は、銀行監督機関が合併の認可に際して当該銀行の財務状態、資本構成、将来の収益などと並んで競争要因を考慮すべきこと、さらに、審査に際しては司法省の意見を徴することを義務付けた。しかし、同法には、競争要因の具体的な適用基準が示されておらず、また、銀行合併と反トラスト法の関連も結局明確にされなかった。

かねてより銀行合併の活発化に神経を尖らせていた司法省は、1962年2月、通貨監督官が認可したファイラデルフィア・ナショナル銀行の合併事案に対して、この合併が当該地域における競争を実質的に減殺する恐れがあるとして差し止めを求める訴訟を開始した。この訴訟を取扱った地方裁判所は司法省の主張を退けたが、司法省による控訴を受けた最高裁判所は、63年6月、この合併が当該市場における競争を実質的に減殺する恐れ

があり、クレイトン法に違反するとの判決を下した。

この判決は、反トラスト法が銀行合併に適用されることをアメリカの裁判所が初めて確認した画期的判決であった。1965年までに、司法省は監督機関が認可した合併のうち8件を提訴したが、このうち6件で司法省が勝訴し、他の2件は和議によって解決された。

これら一連の事件は、銀行合併法が銀行合併と反トラスト法をめぐる論争問題を解消していないことを明らかにした。議会は、66年に銀行合併法を改正したが、それは司法省の訴追手続きに若干の制約を加えただけで問題の解消にはまったく役立たなかった。その後、66年～70年の期間に司法省は75件の企業合併をクレイトン法違反で訴追したが、そのうち29件が銀行（銀行持株会社をふくむ）の合併事案であった。

司法省による活発な訴訟活動は、銀行合併の違法性認定基準をめぐる専門家の議論を引き起こすと同時に、銀行合併を推進する銀行経営者の不安を高めた。こうした背景のもとで、68年、司法省は初めて「合併ガイドライン」を公表し、企業合併に関する司法省の訴追判断の基準を明らかにした（『公正取引』N0.215,1968）。これは、企業合併を水平的合併、垂直的合併、および混合（コングロマリット）的合併の3類型に分けて、とくに水平的合併を中心に訴追判断の基準になる市場集中度を数量化したものであった。

合併ガイドラインは銀行合併の違法性判断をめぐる不確実性を軽減したが、銀行集中に対する司法省の姿勢が緩和したわけではなかった。しかし、80年に発足したレーガン政権は、アメリカ企業の競争力強化を重視し、合併戦略を制約する反トラスト法の運用を大幅に緩和した。同政権が68年の合併ガイドラインにかえて公表した新しい合併ガイドライン（82年、さらに84年に改正）は、水平的合併の規制に関して市場シェア上位集中度にかえてHHI（ハーフィンダール＝ハーシュマン指数）を採用し、合併後のHHIが1800を超え、かつ、合併によるHHIの上昇が100を上回る場合に訴追の可能性が高いことを明らかにした。それと同時に、訴追判断に際しては、市場集中度だけではなく、合併の効率性効果を考慮に入れることを明らかにした。

レーガン政権による新しいガイドライン作成は、銀行合併に関する規制権限を、実質的に司法省から連邦準備制度理事会を中心とする銀行監督機関に移す効果をもたらした。銀行監督機関は、銀行合併の認可に際して、銀行の財務状態、および地域への貢献に加えて、競争に及ぼす影響を重視するようになった。しかし、実際には、80年代以降州際的な大規模合併やマネーセンター銀行同士の大規模合併が活発化したが、競争上の理由からこれらの銀行合併の認可が拒否されるケースは見られなくなった。

## 2 支店活動および州際業務に対する規制緩和

1790年代になるまで、アメリカには支店を持つ銀行は存在せず、いくつかの州が州法によって銀行の支店活動を禁止していた。1792年にリッチモンド銀行（バージニア州）が州内での支店開設を認可されたことが支店活動の嚆矢とされている。その後、19世紀に入ると支店を持つ銀行の数は次第に増加し、1840年には全米で179箇所の支

店が開設されていた。しかし、支店数の増加は非常に緩慢で、1860年の段階でも、支店活動が見られる州は全米で13州、支店を持つ銀行は39行、支店の総数は222箇所にとどまっていた。

他方、1864年の国法銀行法によって連邦免許銀行の監督権限を与えられた通貨監督官は、国法銀行に営業所の登録を義務付けている同法の条文（第6条および第8条）が国法銀行の支店開設を禁止しているという解釈を採用した。この解釈には疑問の余地があったが、それが改められたのは1920年代になってからであった。

1922年に、支店開設の許可をもとめる国法銀行の強い要求に応じて、通貨監督官は国法銀行が店舗を置く市の市域内で実質的に支店活動を行う「営業所」を開設することを認める措置をとった。さらに、1927年に成立したマクファデン法は、国法銀行に対して、所属する州が州法銀行に認めている場合という条件付きで、店舗のある市域内で支店を開設することを認めた。ただし、同法は、国法銀行の州際支店設置については、厳格な禁止条項を盛り込んでいた。

歴史的な大恐慌を契機として成立した1933年銀行法は、周知のように銀行業と投資銀行業の分離（グラス＝スティーガル法）、および連邦預金保険制度の設立を眼目としていたが、一部、国法銀行の支店活動の余地を拡大する措置も盛り込んでいた。具体的には、同法は国法銀行に対して、それぞれの銀行が所属する州が州法銀行に認めているのと同じ条件で支店を開設することを承認した。こうして、支店活動に関する州法銀行と国法銀行の二重基準が解消された。

以上のような支店活動に対する法的規制を回避するために、銀行は同一の個人もしくは集団が複数の銀行を運営するチェーン・バンキングや、持株会社を通じて複数の銀行子会社を運営するグループ・バンキングを利用してきた。とりわけ、アメリカで最初の銀行持株会社が設立されたのは1927年（シアトル市に設立されたマリン・コーポレーション社）とされているが、1930年までに銀行持株会社の数は25社前後に増加したと見られている。

1956年の銀行持株会社法は、その第3条（d）項（いわゆるダグラス修正条項）において、銀行持株会社が自州外で銀行子会社を設立・取得することを、当該州が州法によってそのような活動を州法銀行に対して明示的に認めている場合を除いて禁止した。この当時、そのような州法を制定している州は皆無であったから、銀行持株会社が州外に子会社や支店を開設・取得することは事実上不可能であった。

1975年にメイン州は、他州に先駆けて、州外の銀行持株会社に対して州内での銀行買収を容認する州法を制定した。さらに81年にデラウェア州が、州外の銀行持株会社が州内に銀行子会社を設立することを認める州法を制定したのを皮切りに、同様の州法を制定する州が急増し、88年までに、ハワイ、ノースダコタなどを除いてほとんどの州が何らかの形で州外からの銀行持株会社の参入を容認する州法を制定した。この結果、複数の州に銀行子会社を持つ銀行持株会社の数は81年の16社から89年には160社に増加

した。

以上のように、80年代後半期以降銀行持株会社による州際活動が活発化したが、その際、他州内で複数の銀行子会社を設立あるいは取得した銀行持株会社は、それらの多くを同一州内で単一の銀行子会社に統合し、複数の子会社を支店化する動きを強めた。86～89年の期間に、全米の銀行持株会社の総数は、新しい銀行持株会社の設立にもかかわらず銀行合併が活発化した結果970社から950社に減少したが、同じ期間に、銀行子会社の総数は4444行から3469行へと1000行近くも減少した。これは、銀行持株会社の合併と並行して、銀行子会社の支店化が積極的に進められたことを示しているのである。

このように、80年代中期以降銀行の州際活動が活発化したが、州境を越えて支店を開設することは、前記のマクファデン法によって禁止されたままであった。このため、90年代に入ると銀行業界から州際支店活動の自由化を求める声が高まった。とくに、財務省（国法銀行の監督機関である通貨監督庁は財務省の傘下にある）は、議会に対して、銀行持株会社の州際活動を制限する銀行持株会社法のダグラス修正条項の廃止と、州境を超えた支店活動を禁止するマクファデン法の撤廃を積極的に働きかけた。

銀行の州際活動の自由化をめぐる議会の審議は、当初、これらの地理的規制の撤廃と銀行・証券分離（グラス＝スティーガル法）撤廃問題とが合わさって提案されたために難航した。その後、これら二つの改革を切り離し、地理的規制の撤廃を優先する「州際銀行業支店活動効率化法（リーグル＝ニール法）」が1994年に成立した。この結果、アメリカの銀行業における地理的規制は、3年の経過期間を経て撤廃されることになった。

しかし実際には、すでに見たように、80年代末までにはほとんどの州が他州の銀行持株会社に自州での銀行子会社の設立・取得を容認する州法を制定していた。この意味では、94年リーグル＝ニール法の歴史的役割は、銀行持株会社法・ダグラス修正条項の廃止よりも、銀行組織（銀行持株会社および銀行）に州境を超えた支店開設を禁じたマクファデン法を廃止した点にあったといえよう。

### 3 大規模銀行合併と銀行業の集中

1980年代以降、銀行業に対する反トラスト法の適用基準が大幅に緩和されたこと、および、銀行業に対する地理的規制が州レベルでも連邦レベルでも急速に緩和されたことは、銀行業における合併・集中を促した。

1980～98年の期間に、総数で約8000件の銀行合併が行われ、被合併銀行の資産総額は2兆4000億ドルに達した(Rhoades, 2000, 1)。この結果、銀行数は14407行から8697行へと5710行（40%）も減少し、銀行持株会社と独立銀行を合わせた「銀行組織」の総数は、12342社から6839社へと5503社（約45%）も減少した。これは、銀行数で見ると年平均400～500行の規模で減少したことになる。

80年代後半期以降の銀行合併に見られるもっとも顕著な特徴は、大規模合併の急増で

ある。資産規模が10億ドル以上の大規模銀行同士の合併件数は、80年～84年の5年間では合計13件であったが、85年～89年には56件に、さらに、90年～94年には76件に増加した。また、大規模な州際合併は、84年まで皆無であったが、85年から89年までの5年間に計31件に上り、その数は90年～94年には49件に増加した。(Rhoades, 2000, 8)。

リーグル=ニール法が州際支店活動を解禁した90年代後半期には、銀行合併の大規模化はさらに一段と顕著になった。州際大規模合併は、95年～98年の4年間だけで、88件に上った。さらに、合併後の資産規模が100億ドル(96年を100としてデフレーター換算した金額)をこえる超大規模合併は、86年～98年の期間には25件であったが、その中の17件は94年以降に成立したものであった。

このような銀行合併の大規模化は、銀行業の経営規模と上位集中度に大きな影響を及ぼした。銀行組織の規模別分布は、1980年～2000年の間に大規模化の方向に大きく移動した(表——)。資産規模が1億ドル未満の小規模銀行は大きく減少し、その総数は10096行(銀行総数に対する割合は91%)から4041行(同60%)に減少した。これに次いで減少したのは資産規模27億ドル～81億ドルの中規模銀行であり、その数は106行から59行にほぼ半減した。これと対照的に、資産規模81億ドル超の大規模銀行は41行から70行に増加しているが、とりわけ目に付くのは、資産規模が243億ドル超の最大規模の銀行が13行から34行へと、2.6倍にも増加していることである(Robertson, 2001)。

このような銀行合併の結果、全米の銀行総資産に占める上位50社の割合は、80年～90年に37%から49%へ、さらに98年には63%へと上昇した。とりわけ上昇率が高かったのは上位10社のシェアであり、80年～98年の期間に、19%から37%へとほぼ倍増した。これらの最大規模銀行の資産シェアの上昇が顕著になったのは、91年以降であり、90年代における銀行集中がこれら最大規模の少数銀行によって主導されたことを反映している。

ただし、アメリカの都市部における地域市場の基本的な単位であるMSA(Metropolitan Statistical Area)における3社集中度(預金ベース)の動向を見ると、80年の66.4%から98年の65.8%へとわずかに低下しているものの、ほとんど横ばい状態とってよい結果が示されている。非都市部の地域市場(non-MSA)についても、89.6%88.0%へと、同様に若干の低下傾向を示している。ただし、このことは、アメリカの地域市場の集中度が低位にあることを意味しない。

その理由は、第一に、市場集中度の代表的な指標であるHHI(Herfindahl-Hirschmann Index)を見ると、MSAでは平均で2000、non-MSAでは4000を超えている。これは、いずれも、司法省が銀行合併の規制ガイドラインでしめした「著しく集中が進んでいる市場」の基準値(1800)を上回っている。言い換えると、地方市場における集中度は、すでに健全な競争維持に必要と見られる基準を超えているのである。

## II 銀行・証券分離撤廃と金融再編

### 1 銀行組織の業務規制と銀行隔離

1933年の銀行法には、商業銀行業と投資銀行業の分離を定めた四つの条文が盛り込まれており、これらはグラス＝スティーガル法と総称されている。すなわち、同法第16条は、国法銀行による自己勘定での証券売買や株式取得、財務省証券など適格証券以外の証券の引受けおよびディーリングを禁止している。第20条は、国法銀行が「主として(principally)」投資銀行業に従事する会社を関連会社とすることを禁止している。第21条は、投資銀行業に従事する会社の預金受け入れを禁止している。さらに、第32条は、連邦準備制度加盟銀行と投資会社との間での役員兼任を禁止している。

同法には、これらの条文と並んで、銀行とその関連会社との間の取引を包括的に規制するもうひとつの重要な条文(連邦準備法第23条A)が含まれている。この条文の目的は、銀行の資金その他の経営資源が関連会社との取引を通じて不当に利用あるいは転用され、結果的に銀行経営の健全性と安全性が損なわれる可能性を減じることである。すなわち、銀行と関連会社との取引が、通常の独立企業間の商取引と同じ原則にもとづいて遂行されること(arms-length transactions)を求めるものである。

銀行業と投資銀行業の分離を定めた1933年銀行法の趣旨は、1956年の銀行持株会社法にも継承された。同法第4条では、銀行持株会社(56年銀行持株会社法では、複数の銀行子会社を支配する持株会社を意味する。単一の銀行子会社を支配する持株会社は適用除外された)が非銀行企業の株式を5%以上保有することを禁止した上で、銀行持株会社の関連会社が従事することのできる非銀行業務の範囲が銀行法の基準から大きく逸脱しないように限定している。また、銀行持株会社の銀行子会社と関連会社との間の取引に関しても、前述の連邦準備法第23条(A)に照応する制限を設けている。

銀行組織の他業兼営を厳しく制限するこれらの業務規制は、80年代になると、銀行にとって重大な制約と考えられるようになってきた。その背景には、大手銀行のラテンアメリカ向け融資が巨額の不良債権を発生させ、収益を圧迫したこと、80年代の長期株式ブームのもとで証券業の収益性が高まり、銀行にとって証券業参入の誘引が強まったことなどであった。

しかし、連邦準備制度理事会は、一方では銀行の業務規制を緩和する必要性をみとめながらも、グラス＝スティーガル法の撤廃には慎重な姿勢をくずさなかった。同理事会は、1970年代にいくつかの銀行で発生した「利益相反問題」を理由に挙げたが、もうひとつには、同法の撤廃が銀行持株会社に対する同理事会の規制権限を制約することを警戒したのである。したがって、同理事会の基本的姿勢は、もっぱら自らの専決事項である運用規則(レギュレーション)の弾力化を通じて、銀行が従事できる証券業務の範囲を段階的に拡大するというものであった。

## 2 グラス＝スティーガル法の撤廃

84年に、大手銀行シティコープが、グラス＝スティーガル法第20条への抵触を回避するために、非適格証券（地方債、公債、私募コマーシャルペーパー、不動産証券など適格証券を除いた証券）の取扱いを限定した証券子会社（いわゆる、第20条子会社）の設立認可を連邦準備制度理事会に提出した。この申請は却下されたが、その後いつかの大手銀行が同様の申請を行った。

このような業務規制の緩和を求める大手銀行の動きに対応して、同理事会は、銀行の証券業参入に道を開く二つの重要な決定を行った。第一は、86年12月にバンカーストラストに対して、子会社を通じてコマーシャルペーパーの販売を認めたことであり、第二は、87年3月にチェースマンハッタンの子会社がコマーシャルペーパーの引受けおよびディーリングに従事することを認めたことであった。

以上に続いて、同理事会は、いくつかの銀行持株会社に対して、グラス＝スティーガル法との抵触を回避するための量的制限を付したうえで、投資銀行業務への参入を認めた。それらの中で重要な決定は、シティコープ、JP モルガン、バンカーストラストの3社から提出された、地方政府の特定財源債、モーゲッジ証券、消費者信用証券、およびコマーシャルペーパーの4種の非適格証券の引受けおよびディーリングに証券子会社を通じて従事したいとの申請を認可する決定を下したことであった（ただし、消費者信用証券は当初除外された）。

さらに89年1月には、同理事会は、87年の自由化措置をいっそう拡大する決定をくだした。すなわち、JP モルガン、チェースマンハッタン、バンカーストラスト、シティコープ、セキュリティパシフィックの大手銀行5社に対して、それらの証券子会社が企業債券および株式をふくむ原則的にすべての証券の引受けおよびディーリングを、非適格証券の取り扱いからの収益が総収益の5～10%を上回らないという条件付で認める決定をくだしたのである（ただし、株式の取扱いは1年の待機期間がおかれた。また、収益制限は89年9月に10%に設定された）。

以上のような、連邦準備制度理事会による一連の措置は、銀行による証券業、とりわけ証券引受けおよびディーリングを中心とする投資銀行業への参入を活発化させた。89年の自由化後わずか5年間に、全米で活動する銀行組織の22%に相当する2,400行が、証券仲介業務、ディスカウント・ブローカー業務などに従事している。さらに、限定的に投資銀行業に従事する目的で銀行持株会社が設立したいわゆる「第20条子会社」は35社（外国銀行の子会社14社をふくむ）に上っており、これらが保有する資産総額は証券業の総資産の13.6%を占めるまでになっている。

その後、96年に、同理事会は、第20条子会社に課していた厳しいファイアウォールを撤廃し、別の運用基準で置き換える措置をとった。さらに、97年には、第20条子会社の収益に占める投資銀行業務収益の量的制限を10%から25%に引き上げた。この結

果、グラス＝スティーガル法は、実質的な意味では、すでに97年時点でその歴史的な役割を終えていたといつてよい。

99年のグラム＝リーチ＝ブライリー法は、グラス＝スティーガル法として総称される前記の4つの条文のうち、第20条（銀行が投資銀行を関連会社として運営することを禁止）、および第32条（銀行と投資銀行間の役員兼任禁止）を撤廃した。第16条（国法銀行が直接投資銀行業に従事することを禁止）、および第21条（投資銀行の預金業務禁止）は、そのまま残された。すなわち、この法改正の結果、銀行は関連会社を通じて証券業務や投資銀行業務に従事したり、証券会社や投資銀行を子会社として買収することが自由に行えるようになったのである。ただし、第16条が残されたことで、銀行本体が直接投資銀行業に従事する狭義のユニバーサルバンクは認可されないことになった。

### 3 銀行組織による投資銀行買収

すでに述べたように、グラス＝スティーガル法が撤廃されるまでは、銀行組織が投資銀行業へ参入する唯一の方法は、第20条子会社の設立ないし取得であった。しかしながら、一般の証券売買の仲介業務とは異なり、証券の引受けとディーリングを中心とする投資銀行業は、きわめて高度の専門性を特徴としており、この分野で競争力を維持するためには、希少な専門的知識を備えたスペシャリスト、高度の金融的情報処理能力、証券発行体（企業および公共機関）との人的・組織的ネットワーク、さらに、大量の証券を売りさばくための販売ネットワークが必要である。伝統的に預金業務と貸出し業務に特化してきた銀行にとって、既存の投資銀行と競争可能なレベルでこれらの経営条件を確保することは容易ではなかった。

このために、銀行の投資銀行業参入は、新たな第20条子会社の設立ではなく、主として既存の証券会社や投資銀行を買収し、それを第20条子会社に転換するという方法で進められた。自社の内部で競争力のある投資銀行部門を独自に作り上げるのに成功したのはJPモルガン一社であり、とくに、96年以降における投資銀行業参入はすべて既存の投資銀行の買収を通じて行われた。

2000年始め時点で、第20条子会社の中でも株式引き受けが可能な子会社を運営している銀行組織は30社（外国銀行をふくむ）に上っているが、これらは基本的にニューヨークやサンフランシスコなどを拠点とする大手マネーセンター銀行、およびスーパーリージョナル銀行と呼ばれる地方都市を拠点とする大手地方銀行に限定されている。同様に、外国銀行についても、スイス、ドイツ、フランスなどをそれぞれ代表し、グローバルな金融活動を展開している大手銀行に限られている。

さらに、投資銀行業に参入したこれらの銀行のなかでも、上位銀行とそれ以下の銀行との間にはかなり大きな較差が存在している。1996年のデータにもとづいた調査(Kwan, 1997)によれば、96年時点で第20条子会社を通じて投資銀行業に参入したアメリカ国内銀行組織は23社に上り、それらの銀行組織の平均資産総額は、594億ドルとなつてい

る。しかし、これらのなかで政府証券の引受けを行うプライマリー・ディーラーの地位を得ている上位9社の資産額の平均は947億ドルであるのに対して、それ以下の14社の平均資産額は344億ドルにとどまっており、二つのグループ間に3倍近い規模の格差が存在している。

さらに、銀行子会社を含めた銀行組織が保有するトレーディング資産の規模を比較すると、上位9社では1社平均で197億ドルであるのに対して、下位14社では1社平均4億3000万ドルとなっており、規模の格差が際立っている。ちなみに、上位行の中でもシティグループ、JPモルガン、バンカーストラスト（98年にドイツ銀行によって買収された）のトップ3位だけで、株式と債券を合わせた引受け業務の10%を占めている。こうした状況は、銀行業における規模の格差と階層構造が、銀行系投資銀行の格差として反映されていることを示している。

### Ⅲ 金融業の再編と新しい階層構造の形成

#### 1 銀行組織の投資銀行業務の状況

1980年代中期以降、アメリカの大手銀行組織がグラス＝スティーガル法のループホールを利用して、同時に、連邦準備制度理事会による段階的な規制緩和に助けられて、証券業および投資銀行業に参入した経過はすでに見たとおりである。

このように大手銀行が本格的に投資銀行業に参入した場合、銀行は専門的な投資銀行に比べていくつかの競争上の優位を發揮すると予想されていた。第一に、大手銀行は資産、職員数、支店ネットワーク、資金などいずれの点でも投資銀行に比べて規模が大きく、豊富な経営資源を投入できること、第二に、銀行は証券の主要な発行体である大手企業との間で決済業務や融資などの継続的な取引関係を維持しており、企業の財務状態に関しても豊富な情報を蓄積していること、第三に、預金は銀行だけが利用できる巨大な資金源であり、とくに、金融逼迫期には銀行は流動性供給の点で圧倒的な強みを發揮すること(Saidenberg & Strahan, 1999)、などである。

事実、業務規制が段階的に緩和されるなかで、大手銀行は本来の投資銀行業をふくむ証券業分野において、そのシェアを急速に高めていった。証券業の総収益に占める銀行系投資銀行（第20条子会社）のシェアは、93年の9%から98年には25%に高まった。そのうち、引受け手数料のシェアは、同じ期間に2%台から14%近くにまで上昇している。さらに、それらが全体として引受けた株式募集の件数は、91年～95年の期間合計ではわずか71件に過ぎなかったが、96年以降急増するようになり、96～2000年の5年間では1055件に上っている。

このような銀行系証券子会社のシェアの拡大は、一見したとこと、銀行が前記のようなさまざまな強みを發揮して、既存の証券会社や投資銀行のシェアを奪っているように見える。しかし、その内容を立ち入って検討すると、こうした見方が不正確であることが明らか

かになる。

第一に、銀行系投資銀行のシェアの拡大は、競争力の強さを裏付けるものではなく、ほとんどが、銀行による証券会社や投資銀行の買収によるものである。さらに、銀行が買収した証券会社や投資銀行の多くは市場シェアを買収以前よりも低下させている。個別の業務に立ち入ったデータは示すことができないが、投資銀行業の基本分野である株式募集の引受業務に関してみると、これら第20条子会社の株式募集引受けに占めるシェア合計は、91年には案件ベースと金額ベースのいずれでも32%程度であった。これに対して、銀行がこれらを買収した後のシェアの変化を見ると、2000年には、案件ベースでは38%へと上昇しているものの、金額ベースでは25%に低下している。

第二に、投資銀行業は一般に銀行業に比較してリスクが大きく収益性は高いと考えられている。しかし、銀行系投資銀行の場合、総じて言えばリスクが増大したことに見合う収益の上昇は達成されていない。とくに、マネーセンター銀行に追随して投資銀行業に参入した大手地方銀行や外国銀行の業績はきわめて振るわない結果になっている。

第三に、銀行系投資銀行と独立の投資銀行の間で株式の新規公開およびその後の募集業務について顧客との関係を調べた調査によれば、前者はリスクが大きく、高い手数料が見込まれるハイテク関係の企業との取引の比率が高く、既存の優良企業との取引においては、後者にくらべて劣位に立たされている。

このような結果を招く原因として、一部の専門家はグラム＝リーチ＝ブライリー法の不徹底を指摘している。これらの専門家によれば、同法は銀行による投資銀行業および保険業の兼営を金融持株会社の形態で認めているが、銀行本体が直接投資銀行業などに従事するユニバーサルバンクを禁止している。また、厳しいファイアウォールの義務付けによって情報や人的資源の効率的活用を妨げている。このために、銀行は銀行業と投資銀行業を別個の子会社の形態で運営しなければならず、組織の重複や複雑化から来るコスト上昇、情報の分断による非効率などをこうむっている。

しかし、このような主張は説得力を欠いているといわなければならない。

従来の銀行は、巨大な資産、多数の支店、多数の従業員をピラミッド型の縦型組織で運営してきた。これと対照的に、投資銀行は高度の専門知識をそなえたグループ単位で編成され、グループ間のフラットで柔軟なネットワークを生かした案件ベースの活動を特徴としてきた。この違いは、銀行業と投資銀行業の金融機能の基本的な違いに根ざすもので、個別機関の経営理念の違いによるものではない。したがって、銀行による投資銀行の兼営は事柄の性質上大きな困難を伴うのであり、単にファイアウォールを緩和し、ユニバーサルバンクを許容すれば解決されるというものではない。

## 2 金融業の新しい階層構造

銀行業の集中についてはすでに見た。

ここでは、銀行の投資銀行業参入が投資銀行業の構造に及ぼした変化を検討してみたい。

銀行業と同様に、投資銀行業にも強固な階層構造が形成されていることはこれまで繰り返し指摘されてきた。すなわち、投資銀行業の中の業務分野によって順位に異動があるが、全体としては、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、メリル・リンチ、ソロモン・スミス・バーニー、およびCSFBを頂点とし、その下に、ベアスターンズ、リーマンブラザーズその他の二番手のグループが位置し、さらにそれ以下の専門化した小規模投資銀行が底辺を形成しているという構造である（合併その他により社名の変更がある）。

投資銀行業に関するいくつかの調査によれば、これらの階層構造はきわめて安定的であるが、その安定性をささえているのは個別機関の競争力だけではなく、投資銀行業における独特のネットワーク構造にも起因している。

投資銀行業の中心をなす証券の引受けやM&Aアドバイスにおいては、顧客が選定した主幹事銀行が複数の副幹事銀行とそれら以外に多くの協力銀行を選び、これらが証券の販売、資金調達その他の面で協力して案件を処理してゆく。その場合、それぞれの産業分野でステータスの高い企業、大手優良企業は一般にステータスの高い投資銀行を主幹事に選ぶ傾向がある。また、ステータスの高い投資銀行は、主幹事に選ばれた場合、副幹事その他にやはりステータスの高い投資銀行を選ぶ傾向がある。

銀行が買収した投資銀行は、シティコープが買収したソロモン・スミス・バーニーを別とすれば、いずれもトップグループではなく、それ以下のグループに属する投資銀行である。これらの投資銀行は、その顧客関係、引受けや販売の能力、M&Aチームのアドバイス能力その他の点でトップの投資銀行に比べると劣位にある。こうした格差を逆転することは、不可能ではないにしても、きわめて困難であることはこれまでの歴史が証明している。

以上のことは、投資銀行業に参加した多くの銀行が、上位の投資銀行業と対等な競争関係を築くことができず、結果的に投資銀行業における強固な階層構造の内部に従属的に組み込まれていったことを示している。（注 エンロンの金融取引）

注

#### 主な参考文献

論文全般

Lown,C.S. et al. (2000), The Changing Landscape of the Financial Services Industry: What Lies Ahead?, FRBNY, Economic Policy Review, (Oct.) pp.39-54.

Wilmarth,Jr.,A.(2002), The Transformation of the U.S. Financial Services Industry, 1975-2000: Competition, Consolidation, and Increased Risks, The Univ. of Illinois Law

Review, (No.2) pp.215-476.

Berger,A.,et al.(1995), The Transformation of the U.S. Banking Industry: What a Long, Strange Trip It's Been, Brookings Papers on Economic Activity, (No.2) pp.55-218.

#### 第一節

Rhoades,S.A.(2000), Bank Mergers and Banking Structure in the United States, 1980-98,BGFRS, Staff Study (August).

Robertson,D.D.(2001), A Markov View of Bank Consolidation: 1960-2000.OCC Working Paper, (Sept.)

高田太久吉(1997)「銀行合併への反トラスト法適用と産業組織論—フィラデルフィア・ナショナル銀行事件判決を中心に—」中央大学『商学論纂』第38巻第6号。

----- (1996) 「銀行業の地理的規制と銀行持株会社」中央大学『商学論纂』第37巻第2号。

----- (1996) 「アメリカ銀行業の階層構造と銀行間取引—コルレス関係を基礎とする資金集中メカニズム—」『現代企業の支配とネットワーク』(高田太久吉他編、第12章)中央大学企業研究所。

#### 第2節

Chaplinsky,S.(2001), Commercial Banks as Equity Underwriters, The Univ. of Virginia, The Darden School, Working Paper, (Dec.)

Kwan,S.H.(1997), Securities Activities by Commercial Banking Firms' Section 20 Subsidiaries: Risk, Return, and Diversification Benefits, FRB of San Francisco, Working Paper, (Oct.)

Macey,J.R.(2000), The Business of Banking: Before and After Gramm-Leach-Bliley, The Journal of Corporation Law, (Summer) pp.691-722.

高田太久吉(1997)「銀行持株会社における銀行子会社の隔離」中央大学『企業研究所年俵』第17号。

#### 第3節

Kasnik,R.D., & D.L.Shapiro(1997), Agency Conflicts between Investment Banks and Corporate Clients in Merger and Acquisition Transactions: Causes and Remedies, The Academy of Management Executive, (Feb.), pp.7-20.

Li,S.X, & W.B.Berta(2002), The Ties that Bind: Strategic Actions and Status Structure in the US Investment Banking Industry, Organization Studies, (March) pp.339-368.

Rau,P.R.(1999), Investment Bank Market Share, Contingent Fee Payments, and the Performance of Acquiring Firms, Journal of Financial Economics, (No.56),pp.293-324.

Servaes,H.& M.Zenner(1996), The Role of Investment Banks in Acquisitions, The Review of Financial Studies, (Fall) pp.787-815.