

米国における銀行のタイピング問題を巡る動向

銀行グループによる融資と投資銀行ビジネスのタイピング取引に対する批判に対し、OCC（通貨監督庁）やGAO（会計検査院）の報告書は、批判は必ずしもあたらないことを示す報告書を発表した。またFRB（連邦準備制度理事会）は、合法的なタイピングも多とし、新たなガイドラインを提案している。2004年は、昨年相次いで出されたこうした調査や提案に基づき、タイピングに対する新たなアプローチが確立されていく年になると考えられる。

1. タイピングを巡る議論の経緯

銀行が、顧客に信用供与をする場合、その条件として、顧客が自行の系列証券会社と投資銀行ビジネスやブローカレッジ取引などを行うことを要求するような行為は、米国においては、1970年修正銀行持株会社法106条のタイピング（抱合わせ取引）規制において禁止されている。

この条項は、1970年当時、銀行持株会社の傘下企業の業務範囲拡大を認めるのにあたり、銀行が、信用供与能力をかさにきて、ノンバンク分野において競争上優位な立場に立つことを、議会が懸念したことを背景に導入された。

連邦法のレベルでは、反独占の観点から、経済取引全般に適用されるタイピングアレンジメント禁止の条項があるが、ここでは、顧客が本来求めている商品・サービスの市場で十分な市場支配力がある業者であること、そしてこのアレンジメントが、抱き合わせで提供される商品・サービスの市場で、反競争的な効果を持つ場合に、これを規制している。

しかし、銀行の場合は、市場支配力の有無や反競争的な効果を持つか否かに関わらず、タイピング行為自体を規制しているのである。これは、1970年当時において、銀行融資というものが、顧客に対して特別の力を持ちうるものが、個別に判定するまでもなく、大前提として意識されたためと見られている。

近年、このタイピングを巡る議論が活発に展開されるようになってきているが、これは、1999年に成立したGLB（グラム・リーチ・ブライリー）法により、銀行の系列証券会社の業務規制が大きく緩和されて以降、大手銀行系証券会社が、引受やM&Aアドバイスなどの投資銀行ビジネスにおいて、急速にその地位を向上させるという現象が生じているためである。すなわち、銀行の地位向上は、タイピング取引の結果ではないか、ということである。そしてこれに対抗するために、大手銀行グループに属さない証券会社（以下、専門投資銀

行)も、採算的にはあまり魅力のないローンビジネスを拡大しているという¹。

タイピングとしてしばしば問題視されているものは、投資銀行ビジネスの可能性がないのであれば、融資関係を見直すといった圧力を借り手企業にかけるようなケースや、投資銀行ビジネスの獲得を目指して、有力企業に対し採算に合わない融資やコミットメントラインを提供するというケースがある。前者は典型的な 106 条違反と考えられ、後者については、関係会社やその顧客とのアームズレングス・ルールを定めた連邦準備法 23 条 B 項にも触れかねない行為であり、銀行経営の健全性の観点からも懸念されている。

タイピングに対しては、米下院のジョン・ディンゲル議員がかねてより批判的であり、彼は 1997 年に、GAO (会計検査院) に対して、タイピングの調査を依頼したことがある。当時の結論は、タイピングが行われているという証拠はわずかであるというものであった。

しかし先述のように、昨今タイピングが横行しているという指摘が増加したことに加え、エンロン事件において、銀行が投資銀行業務を獲得するために、エンロンに安易な融資やサービスを提供したのではないか、という議論が生じたこともあり、ディンゲル議員は、2002 年 7 月、FRB、OCC にタイピングに関する質問状を送付するとともに、OCC に 1997 年調査のアップデートを依頼した。

2002 年 8 月及び 10 月に、FRB、OCC は、ディンゲル議員に回答したが、その主な内容は以下の通りである。

- 銀行が投資銀行ビジネス獲得のために貸付のプライシングを操作しているという事例は確認できない。銀行系証券会社の引受ランキングでの地位上昇は、タイピング以外の要因で説明可能と考えられる。
- 違法なタイピングが銀行の損失の原因になったという証拠は得られない。貸付審査については、当局が監視しており、またリスク管理手法が機能している。

FRB、OCC は、同時に、タイピングについての特別調査を実施中であり、また、タイピング防止のためのトレーニングやコンプライアンス・プログラム等を調査中である、と回答した。

こうした調査を踏まえ、FRB は、OCC との十分な協議の下、2003 年 8 月 25 日、タイピング規制に関する解釈及び監督上のガイダンスの提案を行った。これは、調査の過程で、銀行の間でも違法なタイピングの定義について、様々な解釈がなされていることがわかったため、FRB として解釈の明確化が必要であると判断されたためである。また 2003 年 9 月、

¹ Jathon Sapsford, "Banks Give Wall Street A Run for Its Money", *The Wall Street Journal*, January 5, 2004 参照。これによれば、シティグループ、J.P.モルガンチェース、バンクオブアメリカの株式関連商品の引受シェアは、2000 年の 12%から 2003 年 (年初から 12 月 19 日までの時点)は 22%に上昇した (転換社債を除くと 12%から 18%)。この間、ゴールドマンサックス、モルガンスタンレー、メルリリンチのシェアは、37%から 30%に低下した (転換社債を除くと 36%から 29%)。また、M&A のアドバイザーランキングは、2000 年当時、シティグループは 5 位、J.P.モルガンは 6 位であったが、2003 年は、シティグループは、ゴールドマン、モルガンスタンレーに次ぐ 3 位に浮上、メルリリンチはシティの後塵を拝し 4 位となり、J.P.モルガンに肉薄されている。一方、大口の優良企業向けシンジケートローンで、証券会社が参加するケースは、1999 年当時は全体の 58%であったが、2003 年には、全体の 82%となっているという。

OCC も独自にタイイング規制に関するレポートを発表した。また、ディンゲル議員の求めに応じてタイイングの調査を続けてきた GAO は、2003 年 10 月に報告書を取りまとめた。以下では、まずこれらの調査や提案の内容を確認することとする。

2. FRB の解釈及びガイダンスの提案

FRB のタイイング規制に関する解釈と監督ガイダンスの提案²では、全てのタイイング行為が規制されるわけではない点が強調されている。

すなわち、106 条の文言からも、また法制化の経緯やその後の判例を踏まえても、106 条は、タイイングを銀行が要求している場合のみ、これを規制しているのであり、顧客側が複数の商品・サービスをまとめて提供することを求めている時や、銀行が「希望を表明している」程度の場合は、規制対象にならない、とする。

例えば、銀行が顧客に対して、証券発行の際に系列証券会社を使わなければ、融資を提供しないと要求するのは 106 条違反であるが、顧客の方から、「証券発行の際に系列証券を使うから、融資をして欲しい」とした場合や、銀行が融資の際に、「将来、証券発行する際に、系列証券を使ってもらえたらありがたい」、と表明する場合は、106 条違反にならない、というわけである。

また 106 条は、銀行が融資機能等を活用して、ノンバンク業務を拡大することを抑止することが導入の背景であったため、「融資をして欲しければ、当行のキャッシュマネジメントサービスを導入して欲しい」と、要求する場合のように、抱き合わせで提供される商品が、ノンバンク商品ではなく伝統的な銀行商品である場合は、もともと規制の対象とされていない。

これに関連し、「融資をして欲しければ、当行のキャッシュマネジメントサービスを導入するか、あるいは証券発行の時に系列証券会社を使ってほしい」という場合のように、ノンバンク商品と伝統的銀行業の商品の両方を選択肢に入れて要求すること³は、規制の対象外とされる。顧客は、伝統的銀行業の商品の方を選択しうるのであり、銀行系証券の利用が意に沿わなければ、利用を強要されるわけではないからである。

また、銀行が顧客ごとに総合的な採算ラインを設定しており、銀行が提供する様々な伝統的銀行商品に加えて、系列証券会社との取引もその採算の計算に含まれている場合も、これだけでただちに、タイイング規制違反にならない、とされる。ただし、系列証券会社を証券引受に使わない限り、その採算を達成できず、融資の引き上げにつながりかねないようなケースは、106 条違反である。

² Board of Governors of the Federal Reserve System, "Proposed interpretation and supervisory guidance with request for comment: Anti-Tying Restrictions of Section 106 of the Bank Holding Company Act Amendments of 1970", August 25, 2003

³ mixed-products arrangements と呼ばれる。

さらに、銀行が、融資を行うにあたり、顧客に何らかの物品・サービスの提供を要求したり、銀行の競合企業からサービスを受けないことを顧客に要求したりすることは、それが信用リスク管理上、一般的に行われていることであれば、106条違反とされない⁴。例えば、融資に対してなんらかの担保や保証につながることを要求する場合や、融資期間中、他から信用供与を受けないことを要請する場合などである。

このように、FRBの提案では、規制違反となるかならないかは、「銀行が強要したのか、希望しただけなのか、あるいは顧客が要求したのか」、という点、さらには、「顧客は伝統的銀行商品を選択することで、銀行の要求を満たすことができたのか」という点、あるいはより広く「タイイングや排他的取引とも見られる行為が行なわれた時の、背景や状況はどのようなものであったのか」、といった点の見極めが重要となる。

そこでFRBは、銀行自身がタイイング規制へのコンプライアンス体制を整備するにあたり、こうした点を確実にすることが重要であり、関連する記録を保持することを要請している。FRBも監督・検査において、銀行の体制整備についてチェックし、違法なタイイングを監視していくとしている。

以上が、FRBの提案の概要であるが、これについては、銀行側からは、合法的なクロスマーケティング、クロスセリングを行いやすくなるとして、評価する意見が寄せられている一方、記録保持の負担は重いという批判や、「伝統的な銀行商品」の範囲を広げ、外国為替業務やデリバティブなども含めるべきである、という指摘も出されている。また、銀行系列ではない投資銀行や一部の企業からは、タイイングの有効な規制につながらない、として批判の声があがっている⁵。

3. OCCのレポート

OCCは、従来よりタイイング問題に関して、FRBと同様のスタンスを取っているが、2003年9月に発表したレポート⁶では、顧客との総合的な取引採算を重視する銀行経営を、「リレーションシップバンキング」と呼び、これは従来から存在する当然の業務であると強調している。そして、この「リレーションシップバンキング」が昨今、違法なタイイングと混同されているという立場から、タイイングに対する批判に反論している。

OCCのレポートでは、まず違法なタイイングについての法的フレームワークの分析となっており、合法的なタイイングが各種あることが強調されているが、この内容は上述のFRBのまとめと基本的に同様である。OCCのレポートでむしろ注目されるのは、「タイイングが横行して弊害が生じている」、という昨今の一部の議論の盛り上がりに対して、事実は

⁴ 前者は reciprocity exceptions、後者は exclusive dealing exceptions と呼ばれる。

⁵ "Fed Tying Proposal Draws Criticism From Both Sides", *American Banker*, October 15, 2003

⁶ Office of the Comptroller of the Currency, "Today's Credit Markets, Relationship Banking, and Tying", September 2003

違うのではないか、という疑問を投げかけている点である。そのポイントは以下のとおりである。

A. 銀行は大口融資においてマーケットパワーを持っていない

銀行のタイイングが問題とされるのは、銀行が融資においてマーケットパワーを持っており、このパワーを武器に、顧客が求めてもいない商品やサービスの購入を強要すること、またそうした商品やサービスを供給してきたノンバンクに対して競争上優位に立つことになるからである。

しかし、今日、貸出市場は特に大口顧客向けについては非常に競争的である。専門投資銀行によるローンも増大しているし、専門投資銀行は買収等で銀行を系列に入れることもできる。社債市場との競合もある。

B. 反競争的なタイイングによって銀行のパフォーマンスが向上したとは言えない

投資銀行を買収した銀行グループの中には、うまくいかず、最近になってその投資銀行を売却した所もある⁷。反競争的なタイイングが行われ、これが銀行にプラスになるのなら、銀行のパフォーマンスが向上しているはずだが、実際には、銀行が引受ビジネスを拡大して大きなメリットを享受しているとはいえない。

また、各種のイベントスタディの結果を見ても、GLB法の成立で、銀行グループの株価に大きなポジティブリターンが生じていない。引受業務の競争が活発化し、引受スプレッドが低下している。企業にとっては、メリットが生じていると言えるが、銀行がタイイングを武器に、引受ビジネスを有利に展開しているとはいえない。

エクイティの引受における銀行グループのマーケットシェア拡大については、専門投資銀行との合併で説明できる。

さらに、銀行が、貸出金利を市場価格より低くし、引受ビジネスを獲得するという議論もあるが、貸出金利は、担保や返済順位、満期、コベナンツ、条件見直しの可能性などの要因も考慮すると、債券の市場金利と比較しにくい点があり、タイイングの証拠にはならない。

C. 銀行グループが専門投資銀行に対して競争上優位に立っているわけではない

リーマンやベアスターンズのように、融資を行なわずとも成功している投資銀行は存在する。むしろ引受市場は、依然として、銀行グループではなく、専門投資銀行が支配的な地位を維持している。欧州においても、金融コングロマリットと特化型金融サービス業者が共存を続けている。

⁷ ロバートソン・スチーブンスを買収したものの清算したフリーファイナンシャルの例や、パイパー・ジャフレイを買収したものの手放したUSバンコープの例がある。

D. リレーションシップバンキングは銀行にも借り手にも情報コスト削減につながる。投資家にとっての利益相反のリスクは、証券価格に反映されている

銀行にとっても引受業者にとっても、資金調達を行う顧客企業の情報取得やモニタリングにはコストがかかるが、両方の業務を行うことで、コストを節約できる。企業にとっても、一ヶ所に情報を提供すれば良いので、コストの節減になる。

一方、銀行は、融資関係を通じて顧客企業の問題についての情報を知りつつ、自らを利するために、系列証券会社を通じて証券発行の引受を行い、投資家に販売する、という利益相反の問題がある。投資家がこの点を懸念しているのであれば、銀行が引受け手となった場合、投資家は証券をディスカウントするはずである。実証研究によれば、こうしたディスカウントが確認される。銀行が、専門投資銀行と共同主幹事となる場合、このディスカウントを回避できている。

4. GAO の調査報告

2002年7月のディンゲル議員の要請に基づき、タイイングを調査してきた GAO の報告は、2003年10月にとりまとめられた⁸。

同報告書でも、タイイングが広く行われているという証拠は確認できないと結論づけられている。同報告書で注目されるのは、企業や投資銀行がタイイングとして批判している事例を具体的に抽出して検証している点である。

A. 系列投資銀行に引受ビジネスを与えなければ、ローンの借入れが出来なくなったり、ローンの条件が悪化するという圧力を受けた、という企業の主張について

GAO は、こうした主張をする企業で、実際に金融当局に問題を訴えたところはない、と指摘している。また、口頭でのやりとりであるため、文書で証拠を示すことも出来ていない。この点、当局としても工夫が必要であるとされている。ただし、企業が、違法なタイイングとして批判しているものの中には、伝統的銀行業の商品と合わせて系列投資銀行の利用が銀行から提示されたケースのように、合法的なものもあり、タイイングに関する誤解に基づくものもあると指摘している。

B. 銀行は、引受ビジネスの顧客になることを条件に、割安なレートで融資を提供しているという投資銀行の批判について

これは、連邦準備法 23 条 B 項のアームズレングス・ルール違反にもなりうる問題であるが、GAO が、投資銀行が批判した具体的な取引を調査したところ、融資が割安なレートで

⁸ GAO "Bank Tying, Additional Steps Needed to Ensure Effective Enforcement of Tying Prohibitions", Report to the Ranking Minority Member, Committee on Energy and Commerce, House of Representatives, October 2003

あるかどうかについては不明確であり、異なる解釈が可能であることがわかった。ローン組成時のレートとその二次市場で設定されるレートの違い、クレジットデフォルトスワップマーケットでの価格との違いなどは、ローンが市場実勢より割安であることの証拠として指摘されることがあるが、流動性の違いや商品性の違い、参加者の違いなどで説明できる場合もある。

銀行側は、シンジケートローンにおいては、市場以下のレートでは、他の貸し手が参加しなくなるため、割安なレートで実施されることはありえないと主張している。同時に銀行は、融資だけで採算を考えるのではなく、総合的な関係で採算で考えている、とも主張している。この点は、当局もこうした戦略は合法的であるとしている。

C. 銀行は、ローンコミットメントに関する会計や自己資本規制上、異なる扱いを受けており、また、国のセイフティネットにアクセスできることから、競争上優位にたっており、ローンコミットメントを安く提供できる、という投資銀行の批判について

GAO は、下記のように、こうした相違が銀行にとって競争上の優位性につながっているかどうか明確ではない、と指摘している。

まず会計上の違いについては、銀行も証券会社も脚注でローンコミットメントの公正価値を報告しなければならない。期中のローンコミットメント価値の変化については、銀行は収益に反映させず、証券会社の場合は、収益に反映させるが、これによって生じる差異は一時的なものであり、コミットメント期間（通常 1 年以内）の終了時には解消される性格のものである。

自己資本規制の違いについては、銀行も証券会社も事実上、ローンコミットメントに対する資本賦課を回避できているため、問題とならない。

銀行がセイフティネット（連銀の貸出や預金保険）にアクセスでき、これによって低コストで預金を集められる立場にある点については、これによるコスト面の優位性は、規制コストによって相殺されてしまっているという OCC 等の見解を紹介している。

以上のように、GAO の報告書は、タイイング批判を冷静に評価し、指摘されるような問題が実際にあるのかどうか疑問を投げかけている。同時に、GAO は、違法なタイイングは、実際に違反行為があっても、根拠となる文書が通常なく、また問題が表に出にくい性格のものであることにも言及し、当局が顧客から情報を常時汲み取ることができるような仕組みの構築が必要であると指摘している。また、ローンの条件の妥当性について、FRB がローンプライシング行動について評価していくこと、またローンが適切に市場の条件で行われたかどうかを検査官がよりよく判断できるよう、FRB が追加的な調査を行うことを提案している。

なお FRB は、GAO へのレターで、シンジケートローンのプライシングについては、調査をしているところである、と回答している。

5. 今後の展望

以上のように、銀行のタイイングが横行しているという問題意識の高まりを受けて各種の調査が行われたわけであるが、結果として、2003年後半にかけて、タイイングへの批判が必ずしも適切ではないという報告書が出揃い、またむしろ合法的なタイイングを広くとらえ、これを積極的に評価していこうという主張が打ち出されるに至っている。

また、そもそもタイイング規制自体を見直し、もっと自由度を高めるべきであるという主張も、聞かれるようになってきている。例えば、FRBの提案に対する司法省反トラスト部門によるコメントレターは、以下のような主張を展開している。

- ・ 106条は、FRBの提案する解釈をもってしても、銀行をノンバンクに対して競争上不利に立たせ、消費者を害するおそれがある。FRBは106条の適用除外の範囲をもっと拡大すべきである。
- ・ 106条は、連邦の反トラスト法よりも非常に厳しい規制となっているが、より連邦法と整合的な扱いとなるべきである。
- ・ 銀行を取り巻く環境は1970年当時より大きく変化しており、106条は時代遅れのものになっている。
- ・ 106条は、中小企業や個人顧客が銀行によって不利な扱いを受けないことを目的に導入された。しかし昨今のタイイング批判は大企業を顧客とした取引の分野でなされている。106条が連邦の反トラスト法より広い規制となるとしても、それは大企業ではなく、中小企業や個人顧客に対する取引の場合に限定されるべきである。

ブルッキングズ研究所シニアフェローのライタン氏も、タイイング規制は時代遅れと指摘し、大企業に対しては、商品やサービスをパッケージで自由に提供できるようにすべきとしている。この場合、不当に低い金利で融資をすることで、他の商品やサービスを販売しようとするような事態は、連邦準備法23条B項のアームズレングス・ルールと、市場そのものの規律、すなわちそうしたレートではシンジケートローンが組成できないという現実、この二つの組み合わせで対応できる、という⁹。

さらに、タイイングの結果、企業の資金調達コストが低下しているという実証研究も最近発表された¹⁰。この研究では、顧客企業の増資引受の前後半年に、同じ引受会社や系列銀行を通じて融資が行われた場合を、タイイングがあったと定義している。そして増資において、融資がタイイングされている割合が近年上昇していること、銀行だけではなく、専業投資銀行も増資の前後に融資を提供するようになってきていること、タイイングがあるケー

⁹ Robert E. Litan, "Relationships in Financial Services: Are Anti-Tying Restrictions Out of Date", AEI-Brookings Joint Center for Regulatory Studies, May 2003

¹⁰ Steven Drucker & Manju Puri, "Tying Knots: Lending to Win Equity Underwriting Business", September 2003, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=444160

スでは、そうでないケースに比べ、企業にとって貸出金利の低下や引受手数料の低下が生じていることが確認される、としている。

こうした環境下、当面注目されるのは、2003年8月時点でタイイング規制の新たな解釈とガイダンスを提案したFRBが、最終的にどのような方針を打ち出すかである。この内容は2004年第1四半期中に明らかになる模様であるが、タイイングを肯定的に捉える論調が目立つようになってきている中で、当初提案よりもさらに踏み込んで銀行に自由度を与えるものになることも十分考えられよう。同時に、GAOの指摘した通り、FRBとして、タイイングに関する問い合わせに対応したり、問題があった場合、当局に連絡しやすいような仕組みを構築していくことや、ローンの金利の適正性についての調査を深めていくこととなろう。

FRBは、合法的なタイイングを広く解釈しようとしつつも、明らかな規制違反を摘発する努力を決して怠っていないわけではない。例えば、2003年8月27日には、WestLBのニューヨーク支店が、2001年に債券発行の引受ビジネスを獲得するため、タイイング行為を行ったとして摘発している。WestLBは嫌疑を肯定も否定もせず、300万ドルの民事制裁金の支払いとタイイング規制遵守のための体制整備の命令に応じている。

FRBとしては、106条のような事前的、外形的な規制は実質的に緩和しつつも、上記のようなタイイング問題の通報を受ける体制を整えることなどにより、真に問題が生じているかどうかをよりの確に把握し、問題がある場合については、事後的なエンフォースメントを徹底していくという方針になるのであろう。

その意味で、2004年は、米国においてタイイングに関する新たなアプローチが確立していく年となろう。専門投資銀行も、タイイングを批判する段階から、この新たな現実を直視し、顧客に対して投資銀行サービスを始めとする金融商品・サービスをいかに提供していくか、戦略的な対応を迫られていくことになると思われる。

(淵田 康之)