

## ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーの 銀行持株会社化と監督規制のあり方

小立 敬

### ■ 要 約 ■

1. FRB は、2008 年 9 月 22 日、大手証券グループのゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーが銀行持株会社に転換するとの申請について承認プロセスが完了したことを公表した。両社の銀行持株会社化はグループ傘下で融資・預金業務を行う ILC を銀行に転換し、その持株会社を銀行持株会社とするものである。
2. 銀行持株会社化は、米国の信用秩序が動揺する中で流動性リスクに対する万全の備え、さらには FDIC のセーフティネットへの加入という緊急避難的な措置とみられる。一方で、銀行持株会社化によって従来よりも業務の制限を受ける可能性がある。銀行監督規制の下で新たに Tier I レバレッジ規制を受けるため、高いレバレッジを前提とした投資銀行業務が成り立たなくなる可能性も否定はできない。将来的に、両社が銀行持株会社の体制を活用していくのか、それとも投資銀行業務に再び特化していくのか経営戦略の岐路が問われることになる。
3. 他方、両社が銀行持株会社となることで、SEC が CSE プログラムによって行っていた大手証券持株会社の監督対象がなくなった。これは、SEC による CSE プログラムが十分に機能しなかったことを意味する。経営破綻したベア・スターンズのケースでは、SEC は同社の高いリスクや問題点を認識していたにもかかわらず、同社に対して適切な対応をとっていなかったことなど、SEC の監督上の問題点が明らかになっている。
4. 今後、かつての大手証券グループはレバレッジ規制を受けることになる。このため、投資銀行ビジネスが従来のような高いレバレッジを前提とすることが難しくなる可能性がある。また、大手証券持株会社がなくなったといっても銀行持株会社傘下の証券子会社は引き続き SEC の監督を受けることになることから、これまで以上に FRB と SEC の間の監督上の緊密な連携が求められる。

## I ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーの銀行持株会社化

### 1. FRB による銀行持株会社の承認

連邦準備制度（FRB）は、2008年9月22日、米国の大手証券グループのゴールドマン・サックスおよびモルガン・スタンレーが、1956年銀行持株会社法（BHC法）に定める銀行持株会社（Bank Holding Company）に転換するとの申請について承認プロセスが完了したことを公表した<sup>1</sup>。

一般に投資銀行（インベストメント・バンク）と呼ばれるゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、メリルリンチ、リーマン・ブラザーズ、ベア・スターンズの手証券5社は、グループ子会社の証券会社（ブローカー・ディーラー）を証券取引委員会（SEC）に登録し、SEC登録を行っている証券子会社がSECの監督規制を受けていた。しかし、証券持株会社については、法令上は明確な監督権限を有する監督当局がなく、このため、SECは2004年にCSE（Consolidated Supervised Entities）プログラムという自発的な監督の枠組みを導入して、大手証券持株会社に対するグループ（連結）・ベースによる監督を開始した。

大手証券5社は、サブプライム危機の煽りから相次いで経営のあり方を大きく変えることとなった。サブプライム危機の中で最初に経営が行き詰ったベア・スターンズは、2008年3月16日に大手商業銀行グループであるJPモルガン・チェースに買収されることが明らかになり、さらに、9月15日にはリーマン・ブラザーズが連邦倒産法11章（チャプターイレブン）の適用を申請し、また、大手商業銀行グループのバンク・オブ・アメリカによるメリルリンチの買収が公表された。そして今般、ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーがFRBの監督下に置かれる銀行持株会社となった。

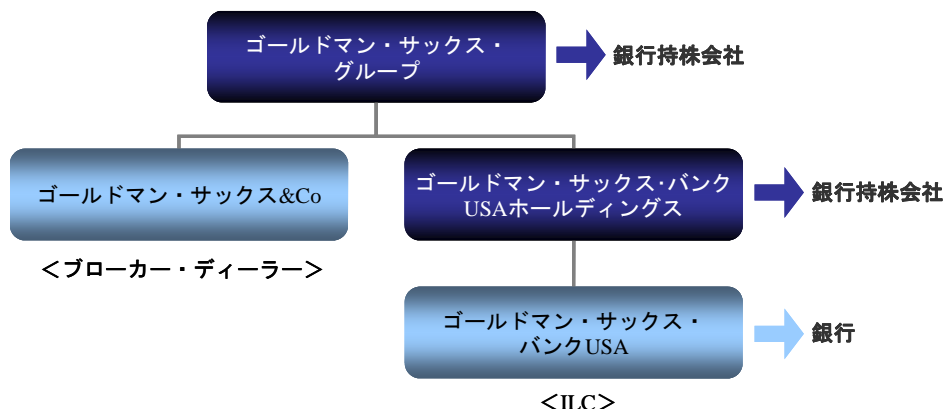
SECはCSEプログラムの監督対象であった大手証券持株会社がなくなったことを受けて、9月26日にCSEプログラムの終了を宣言した。このことは大手証券持株会社に対するグループ・ベースでの第一義的監督当局（principal regulator）がSECからFRBに移ったことを意味する。ただし、米国の金融規制システムは機能別監督（functional supervisor）の仕組みであることから、銀行持株会社に転換したゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーは、グループ・ベースではFRBの監督下に置かれるが、SECに登録しているそれぞれの証券子会社は引き続きSECの監督を受けることになる。

### 2. 銀行持株会社化の概要

ゴールドマン・サックスの銀行持株会社化を承認したFRBの文書（Order Approving

<sup>1</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20080922a.htm> を参照。なお、FRBとしては前日の9月21日に銀行持株会社化を承認しており、通常はその後に司法省の5日間の反トラストの審査があるが、今回は緊急時対応として司法省の審査が免除されたことから、翌22日に承認プロセスが完了した。

図表1 ゴールドマン・サックスの銀行持株会社化



(出所) SEC 資料より野村資本市場研究所作成

Formation of Bank Holding Companies) から承認された内容を確認しよう<sup>2</sup>。

証券持株会社ゴールドマン・サックス・グループは、その証券子会社であるゴールドマン・サックス&CoをSECに登録している。ゴールドマン・サックス・グループは、その傘下にゴールドマン・サックス・バンク USA という預金量 230 億ドル、資産規模 250 億ドルのユタ州法に基づき設立された全米 5 位の産業融資会社 (Industrial Loan Companies; ILC) を保有している。ILC とは州法に基づいて設立される金融会社で、一定の制限の下で融資業務や預金業務を行うことができるが、BHC 法に規定する「銀行」には該当しない<sup>3</sup>。今般、ゴールドマン・サックスはこの ILC 子会社をユタ州のチャーター (免許) に基づく州法銀行に転換する。そして、ILC 子会社の銀行化に伴ってその株式を保有するゴールドマン・サックス・バンク USA ホールディングスおよびゴールドマン・サックス・グループの 2 つの持株会社を BHC 法に規定する銀行持株会社とすることについて、BHC 法 3 条に規定する FRB の承認が得られたものである。

今回の銀行持株会社化によってゴールドマン・サックスは、バンク・オブ・アメリカ、JP モルガン・チェース、シティグループに次いで全米 4 位 (総資産ベース) の銀行持株会社として誕生することとなった。

また、FRB の承認文書においては、ゴールドマン・サックスは 1999 年のグラム・リーチ・ブライリー法 (Gramm-Leach-Bliley Act) によって導入された金融コングロマリット形態としての金融持株会社 (Financial Holding Company) に早期に転換することを目指していることが明らかにされている。

BHC 法 4 条(a)項(2)号は、銀行持株会社となってから 2 年を超えて銀行、または銀行業

<sup>2</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/bcreg20080922a1.pdf> を参照。

<sup>3</sup> ILC はユタ州、カリフォルニア州、コロラド州、ミネソタ州、インディアナ州、ハワイ州、ネバダ州の州法によって設立が認められる。BHC 法は原則として銀行以外の業態が銀行を保有することを認めていないが、例外的に 1987 年 3 月以前に制定された州法が ILC の設立を認可している場合に、連邦預金保険公社 (FDIC) の預金保険に加入していれば銀行以外の会社が ILC を保有することを認めている。このため、ILC は BHC 法の「抜け穴」といわれてきた。

務および銀行業務に密接に関連する業務以外の業務を行う子会社を保有することを禁止している（必要に応じて1年間の延長が最大3回可能）。このため、ゴールドマン・サックスは、銀行持株会社である限りはその期限内に非銀行業務を切り離すことが必要となる。

しかし、金融持株会社となれば、①本質的に金融である（financial in nature）または金融業務に付随する業務（incidental to such a financial activity）、②金融業務を補完する業務（complementary to a financial activity）<sup>4</sup>を行うことが認められており（BHC法4条(k)項）、その業務範囲は銀行業務とその関連業務に制限される銀行持株会社に比べて広い。ゴールドマン・サックスは、金融持株会社に転換することで銀行持株会社では認められないマーチャント・バンキング業務などの非銀行業務を行うことができる<sup>5</sup>（図表2）。

その後、ゴールドマン・サックスは新たな動きをみせている。2008年10月13日、ニューヨーク州のデビッド・パターソン知事は、ゴールドマン・サックスがニューヨーク州のチャーターに基づく銀行の設立を申請していることを明らかにした<sup>6</sup>。これは、1990年にニューヨークで設立された信託会社ゴールドマン・サックス・トラスト・カンパニーをニューヨーク州の州法銀行ゴールドマン・サックス・バンク USA に転換するものであり、先に銀行転換したユタ州の州法銀行はこのニューヨーク州の州法銀行にいずれ統合されることとなる。ゴールドマン・サックス・バンク USA は、証券子会社から資産を移管することによって約1500億ドルの資産規模を有する銀行になるとみられる。

次に、モルガン・スタンレーの銀行持株会社化を承認したFRBの文書（Order

図表2 金融持株会社の「本質的に金融である業務」

銀行業	融資、為替、振替、自己投資以外の投資、資金・証券の保護
保険業	保険、保証、年金の引受け、エージェント、ブローカレッジ
投資顧問業	投資助言の提供
証券業	証券の引受け、ディーリング、マーケット・メイク
マーチャント・バンキング業務	非金融会社のプリンシパルまたはエージェント投資 ——ただし、①証券・保険・投資顧問子会社による引受け業務・マーチャント・バンキング業務での保有であること、②FHCが経営関与しないこと、③預金取扱機関による取得・保有ではないこと

マーチャント・バンキングに関する規則（レギュレーションY）

- 保有期間：FHCが保有する場合は10年、プライベート・エクイティ・ファンドを通じて保有する場合は15年
- 経営関与：取締役会への人員派遣は可能だが、経営への人員派遣は経営への関与に該当
- 関連会社与信：15%以上保有する場合、FHC傘下の銀行間取引について連邦準備法23A条、23B上の適用
- 自己資本控除：非金融エクイティ投資について一定額を自己資本から減額  
——Tier1の15%未満、15%～25%未満、25%以上の場合に投資額の8%、12%、25%を自己資本控除

（出所）野村資本市場研究所

<sup>4</sup> ただし、預金取扱機関および金融システムの安全性と健全性に重大なリスクを及ぼさないものに限られる。

<sup>5</sup> 金融持株会社になるための要件は、銀行持株会社のうち傘下のすべての預金取扱機関について自己資本が充実し（well capitalized）かつ経営管理が優良（well managed）であること、地域再投資法（Community Reinvestment Act of 1977）に基づく直近の検査において「良好（satisfactory）」以上の格付を得ていることである（BHC法4条(l)項）。

<sup>6</sup> [http://www.ny.gov/governor/press/press\\_1013081\\_print.html](http://www.ny.gov/governor/press/press_1013081_print.html)

Approving Formation of Bank Holding Companies and Notice to Engage in Certain Nonbanking Activities) から承認内容を確認する<sup>7</sup>。

証券持株会社モルガン・スタンレーは、その証券子会社であるモルガン・スタンレー& Co を SEC に登録しており、また、持株会社の傘下に全米 2 位の規模を誇るモルガン・スタンレー・バンクというユタ州法に基づく ILC (預金量 300 億ドル、資産規模 385 億ドル) を保有している。

モルガン・スタンレーは、この ILC 子会社を国法銀行に転換することなどによって<sup>8</sup>、モルガン・スタンレー、モルガン・スタンレー・キャピタル・マネジメント、モルガン・スタンレー・ドメスティック・ホールディングスの持株会社 3 社を銀行持株会社とすることについて、FRB から承認が得られたものである。

さらに、FRB の施行規則レギュレーション Y の 225.82 条は、銀行持株会社の申請の際に金融持株会社の選択を申請することを認めていることから、モルガン・スタンレーは銀行持株会社化と併せて金融持株会社を選択することを申請している。レギュレーション Y の規定に従えば、銀行持株会社化の承認が得られていることから、モルガン・スタンレーは短期間のうちに金融持株会社になることができる<sup>9</sup>。

ゴールドマン・サックスにしてもモルガン・スタンレーにしても金融持株会社に転換したからといってこれまで行っていたすべての投資銀行業務が行えるかという問題がある。金融持株会社にも業務の制限があり、前述のとおり、BHC 法上は本質的に金融である業務、金融業務に付随する業務、金融業務を補完する業務以外は原則 2 年間 (最大 5 年間) の BHC 法への適用期間の間に業務の切り離しなどを行うこととなる。非金融業務として不動産開発投資業務などを切り離すことが求められる可能性もないわけではないが、いずれにしても、金融持株会社として認められる業務の範囲は今後の FRB の判断によることとなる。

## II 銀行持株会社化の狙いとその影響

### 1. 銀行持株会社化の狙い

ゴールドマン・サックスおよびモルガン・スタンレーの銀行持株会社化は、FRB を始めとする銀行監督当局の監視下に入ることを意味する。二つの大手証券グループが同じタイミングで銀行持株会社化する狙いはどこにあるのだろうか。

<sup>7</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/bcreg20080922a2.pdf> を参照。

<sup>8</sup> モルガン・スタンレーの銀行持株会社化の申請においては、ILC 子会社の銀行転換に加えて、銀行持株会社が信託会社モルガン・スタンレー・ナショナル・アソシエーション (業務目的を制限した銀行) および貯蓄金融機関モルガン・スタンレー・トラストの子会社 2 社を銀行業務に関連する業務を行う会社として保有することが認められている。

<sup>9</sup> 銀行持株会社化と金融持株会社の選択が同時に申請された場合、銀行持株会社化の申請が認可されたと同時に金融持株会社の選択の申請が有効になり、その 31 日後に金融持株会社となる。

## 1) 流動性・ファンディングの強化

銀行持株会社化に関する声明の中で、ゴールドマン・サックスのロイド・ブランクファイン CEO は、FRB の監督の下に入ることは、①プルーデンスに関する監督と流動性・ファンディング（資金繰り）に対するアクセスが恒常的に与えられること、②健全なバランスシートと多様なファンディングの手段を有するより信頼の高い金融機関であると認識されるようになることであると述べている<sup>10</sup>。また、モルガン・スタンレーのジョン・マック CEO は銀行持株会社化の声明の中で、銀行持株会社化が意味することは、①急激に変化する金融市場において安定と柔軟の機会を得ること、②自らのポジションとファンディングに対するアクセスを強化することによって市場の確実性が得られるようになることを挙げている<sup>11</sup>。

両 CEO の発言から明らかのように、まずその狙いは、クレジット・リスクやカウンターパーティ・リスクに対する懸念が極度に高まり、機能不全に陥った金融市場において流動性リスクに対する備えに万全を期すということである。

大手証券 5 社は、短期金融市場においてレポ取引など証券担保を利用したファンディングを行っていた。しかし、2008 年 3 月のベア・スターンズの破綻を機に短期金融市場において証券担保ファンディングに依存する大手証券グループの流動性リスクが意識されるようになり、さらに 9 月入り後のリーマン・ショックの影響からそれまで相対的には安定していたゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーも証券担保によるファンディングに困難を生じる状況となった。つまり、市場参加者が短期金融市場で証券担保ファンディングに過度に依存する大手証券グループのファンディング構造に大きな懸念をもち、大手証券グループのカウンターパーティ・リスクを回避するために資金取引を縮小させたことが、市場の流動性を枯渇させる原因となった。すなわち、市場参加者が比較的長期の安定的なファンディング手段として預金を有しているかどうか注目していることが、ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーの銀行持株会社化および ILC 子会社の銀行転換の背景の一つとして考えられる<sup>12</sup>。

また、FRB（各地区連銀）が金融機関に対して直接資金を貸し出すディスカウント・ウィンドウへのアクセスの問題もある。日本とは異なり、ディスカウント・ウィンドウは FRB の創設以来、非預金取扱機関には開放されていなかった。しかし、ベア・スターンズが破綻した際に短期金融市場において証券担保によるファンディングが難しくなったことを受けて、FRB は 2008 年 3 月 16 日、ニューヨーク連銀が証券を担保としてオーバーナイトで貸付を行うプライマリー・ディーラー向け連銀貸出制度

<sup>10</sup> <http://www2.goldmansachs.com/our-firm/press/press-releases/current/bank-holding-co.html> を参照。

<sup>11</sup> <http://www.morganstanley.com/about/press/articles/6933.html> を参照。

<sup>12</sup> 2008 年 9 月 14 日、FRB は 2009 年 1 月 30 日までの時限的な措置として連邦準備法（Federal Reserve Act）23A 条に規定する預金保険公社（FDIC）が保証する預金取扱機関のファンディングに関する制限を緩和した。この手当てによって、従来はグループ内の非預金取扱機関の資産のファンディングに付保預金を用いることができなかったが、この措置によってグループ内の非預金取扱機関のトライ・パーティ・レポ市場におけるファンディングなどに利用できるようになった。このことは、ファンディング手段としての預金の利用価値を高めることを意味し、時限的な措置とはいえ、銀行持株会社化のインセンティブを与えるものとなっている。

(Primary Dealer Credit Facility; PDCF) を導入した。当初、PDCF は少なくとも 6 ヶ月間の時限的な措置として導入され、その後 7 月にプライマリー・ディーラーに一定の期間で証券を貸し出すターム証券貸出制度 (Term Securities Lending Facility; TSLF) と併せて、2009 年 1 月 30 日まで期限が延長されている。

ただし、PDCF は時限措置であって恒常的なファシリティではない<sup>13</sup>。ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーは、ILC 子会社の銀行転換によって銀行子会社による FRB のディスカウント・ウィンドウへのアクセスを恒常的に可能とすることで、流動性リスクに関する市場の信認を回復し、ファンディングの安定性を向上させることを図ったものと考えられる。銀行のファンディング機能を積極的に活用する動きとして、ゴールドマン・サックスがグループ内の 1500 億ドルの資産を銀行子会社ゴールドマン・サックス・バンク USA のバランスシートに移管することが予定されている<sup>14</sup>。

## 2) セーフティネットの庇護への期待

さらに、ゴールドマン・サックスおよびモルガン・スタンレーの銀行持株会社化は、その傘下の銀行が預金者保護を図る連邦預金保険公社 (FDIC) が提供する連邦預金保険制度に参加することを意味する。

経営が破綻したベア・スターンズとリーマン・ブラザーズとでは破綻処理の対応が大きく分かれた。ベア・スターンズについては FRB の 290 億ドルの緊急融資による公的支援の下で JP モルガンが買収するといういわばベイルアウト (救済) が行われる一方<sup>15</sup>、公的支援が得られなかったリーマン・ブラザーズはチャプター・イレブンを申請して法的整理に至った<sup>16</sup>。ベア・スターンズが救済されたにもかかわらず、それよりも規模の大きなリーマン・ブラザーズが法的整理に至ったことで、証券投資者保護公社 (SIPC)<sup>17</sup>の他には明確なセーフティネットに組み込まれていない大手証券グループの経営危機に対する当局の対応の不透明さに極度の不信が高まることとなった。

金融市場が大きく動揺する中で、銀行への転換を行って FRB の監督下に置かれ、そして FDIC のセーフティネットの庇護を受けることで、ゴールドマン・サックスや

<sup>13</sup> また、プライマリー・ディーラーである大手証券会社は、ニューヨーク連銀が行うオペ (公開市場操作) に参加し、レポ取引やリバースレポ取引、財務省短期証券 (T-Bill) や財務省中期証券 (T-Notes) の売買を行うことができるが、入札によるオペは必要資金の確保に不確実性が残る。

<sup>14</sup> “Goldman seeks to buy up to \$50bn in assets,” *Financial Times*, September 28, 2008.

<sup>15</sup> 連邦準備法 13 条(3)項に基づくニューヨーク連銀貸出である。同項は、非常時に緊急を要する状況に限って、各地区連銀が個人、パートナーシップ (組合)、会社に対して各種証券の割引を行うことを承認する権限を FRB に与えている。

<sup>16</sup> FRB のベン・バーナンキ議長は、2008 年 10 月 7 日に開催された講演でリーマン・ブラザーズが公的支援を得られなかった理由として、連銀貸出には十分な担保が求められるが、同社には担保が不足していたことを挙げている (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20081007a.htm>)。

<sup>17</sup> 証券会社が破綻した際に、その顧客口座にある証券を 50 万ドル (現金は 10 万ドル) まで保証し顧客資産の保護を図る制度である。

モルガン・スタンレーは不測の事態が起きた場合にも FRB からの緊急融資などの公的支援を受けることがより一層期待される。FDIC のセーフティネットへの参加によって市場からの信認が高まることで、短期金融市場におけるファンディングが可能になり、外部からの資本の調達が募りやすくなるという効果が期待される。

ゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーが預金取扱機関のセーフティネットの発動を期待することはモラルハザードの側面もあるが、1930 年代の大恐慌以来の危機ともいわれる現在の金融市場が置かれた状況に鑑みると、大手証券グループが銀行持株会社に転換し FDIC のセーフティネットに加わるということは、監督当局にとってもさらなるシステム・リスクの懸念を惹起させないという点で重要な意味をもっている。

## 2. 銀行持株会社化に伴う影響

一方、ゴールドマン・サックスおよびモルガン・スタンレーの銀行持株会社化によって生じる監督規制の違いがもたらす影響を整理しよう。

まず、前述のとおり、ゴールドマン・サックスおよびモルガン・スタンレーが現在行っている投資銀行業務が銀行持株会社または金融持株会社となることによって制限を受ける可能性があるということが指摘できるが、今回の銀行持株会社化は緊急避難的な対応であることから、FRB が何らかの救済措置を設けるという見方もある<sup>18</sup>。もっとも、銀行持株会社や金融持株会社の業務範囲については、最終的には FRB の判断によるものであるため、現時点で確かなことは分からない。

より注目すべきは、銀行持株会社化に伴ってこれまで高い収益性を保ってきた投資銀行業務を支えるレバレッジが銀行監督規制によって制限されるということである。米国では銀行の経営悪化を早期に発見し破綻を予防する目的で導入されている早期是正措置 (Prompt Corrective Action; PCA) との関係で、FDIC が銀行および銀行持株会社に対してレバレッジ規制をかけている。具体的には、銀行については CAMEL (銀行検査の格付制度) の格付、銀行持株会社は BOPEC (銀行持株会社検査の格付制度) の格付が 5 段階のうち最上位の 1 (良好) の格付を得た銀行および銀行持株会社については、Tier I レバレッジといわれる総資産に対する Tier I の比率 (レバレッジの逆数) が 3% 以上、それ以外の銀行や銀行持株会社は 4% 以上の水準を維持することが求められている。

2007 年には大手証券会社のレバレッジ (総資産/株主資本) は 30 倍前後と極めて高いレベルにあったが、一方、大手商業銀行は大手証券会社と比べるとレバレッジは低い。2007 年末の大手商業銀行グループのレバレッジをみると、バンク・オブ・アメリカが 11.7 倍、JP モルガン・チェースが 12.7 倍、シティグループが 19.3 倍の水準にとどまっている。FDIC によってレバレッジ規制が課せられていたことが、こうした大手商業銀行グループのレバレッジの水準に影響していると考えられる。

<sup>18</sup> “What Future May Hold for Two Converts,” American Banker, 23 September 2008.



ゴールドマン・サックスおよびモルガン・スタンレーは、銀行持株会社化によって新たに Tier I レバレッジ規制の対象になることから、レバレッジのレベルを現状よりも引き下げていく必要に迫られる可能性もあり、金融持株会社に転換することで業務範囲そのものにはそれほど制限がかけられなくても、Tier I レバレッジ規制の影響から高いレバレッジを前提としたビジネスモデルが成り立たなくなる可能性も否定はできない（図表3）。

以上のことから、ゴールドマン・サックスおよびモルガン・スタンレーの銀行持株会社化は、大手金融機関が相次いで経営危機に直面し、米国の金融セクターの信用秩序が大きく揺れ動く中で、流動性リスクに対する万全の備えと FDIC のセーフティネットに加わることをその主な狙いとしているが、その代償として業務範囲やレバレッジ規制のようにこれまでの投資銀行業務を阻害し得る要素が存在することが指摘できる。

一方、金融持株会社や銀行持株会社のメリットとしては、銀行業務を行いやすくなり、例えば、銀行形態でないと参入が困難なウェルス・マネジメント業務やカスタディ業務など新たなビジネスへの参入のハードルが低くなるという点が指摘できる。ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーの銀行持株会社化は、金融市場が機能不全に陥る中での緊急避難的な対応という面が強いが、将来的に、ゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーは、銀行持株会社の形態を積極的にそのビジネスにおいて活用していくのか、あるいは投資銀行業務に引き続き特化するのか経営戦略の岐路が問われることになる。

図表3 Tier I レバレッジ比率に応じた資産圧縮額（試算）

（単位：百万ドル）	ゴールドマン・サックス	モルガン・スタンレー
総資産	1,088,145	1,031,228
株主資本	44,818	34,493
レバレッジ（総資産／株主資本）	24.3	29.9
資産圧縮額の試算		
Tier I レバレッジ比率= 3%	405,788	118,539
4%	32,305	<b>-168,903</b>
5%	<b>-191,785</b>	<b>-341,368</b>
6%	<b>-341,178</b>	<b>-456,345</b>

（参考）大手商業銀行グループのTier I レバレッジ比率(a)、レバレッジ（総資産／株主資本）(b)

- (1) シティグループ：(a)5.0%、(b)15.4
- (2) バンク・オブ・アメリカ：(a)6.1%、(b)10.6
- (3) JPモルガン・チェース：(a)6.4%、(b)13.3

（注） Tier I レバレッジ比率は、株主資本＝Tier I と仮定して計算。  
 （出所）各社 10-Q（2008年第2四半期）より野村資本市場研究所作成

### III CSE プログラムによる SEC の監督の適切性

#### 1. 規制ギャップを補完する CSE プログラム

ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーの銀行持株会社化によって大手証券持株会社が消滅した。このことについて、SEC による監督のあり方の適切性という観点から捉えてみよう。

米国では金融持株会社または銀行持株会社に対しては、FRB が包括的監督当局 (umbrella supervisor) または第一義的監督当局としてグループ・ベースによる監督を行う。これに対して、大手証券持株会社に対する監督体制については、SEC の監督権限が及ぶ範囲は SEC に登録している証券子会社に限られており、証券子会社を保有する証券持株会社には法律上の明確な監督権限が存在しない。つまり、金融持株会社、銀行持株会社と証券持株会社に対する監督体制の間には、グループ・ベースでの監督権限という点で規制ギャップ (regulatory gap) があった。

1999 年のグラム・リーチ・ブライリー法において銀行を傘下にもたない証券持株会社は SEC を包括的監督当局として選ぶことが可能になり、さらに SEC は、2004 年に国際的に業務を展開する米国の大手証券グループを対象として CSE プログラムと呼ばれる新たな監督手法を導入した<sup>19</sup>。CSE プログラムとは、大手証券持株会社に対するグループ・ベースの自発的な監督の枠組み (voluntary consolidated supervision) であり、その対象者の同意を得て行われる監督プログラムである。大手証券 5 社は CSE プログラムの下で CSE として監督を受けることに同意したことから、グループ・ベースで SEC の監督を受けることとなった<sup>20</sup>。

CSE プログラムは、FRB が金融持株会社、銀行持株会社に対して行っている監督規制、つまりバーゼル銀行監督委員会が定める国際的な銀行監督規制と同じ枠組みとすることが意図されており、特に、グループ・ベースでの流動性リスクと自己資本に関する監督規制に CSE プログラムの特徴が見出される。

まず、グループ・ベースの流動性リスクの管理については、CSE プログラムではバーゼル委員会および証券監督者国際機構 (IOSCO) の考え方に基づくアプローチが採用されていた<sup>21</sup>。CSE プログラムは、最低 1 年間、流動性にストレスがかかる環境、すなわち、①有担保による資金調達環境の悪化、②信用格付の格下げ、③ローン・コミットメントの縮小、④従業員報酬による資金流出というコア・ストレスシナリオにおいて予想されるキャッシュ・アウトに対応できるよう、証券持株会社が独立して十分な流動性と財源を確

<sup>19</sup> CSE プログラムは、2002 年に EU で採択された金融コングロマリット指令に基づき 2004 年に EU 域内で金融コングロマリット規制が導入されたことに対応するものである。EU で業務を展開する金融機関が本国で EU と同等の規制を受けていなければ EU の規制を受けることになるため、CSE プログラムはそれを避けるために導入されたという側面がある。

<sup>20</sup> CSE プログラムは、大手証券 5 社に加えてシティグループ、JP モルガン・チェースにも適用されていた。しかし、両社に対する監督権限は FRB にあるため、SEC は直接の監督を行っていなかった。

<sup>21</sup> <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/hcliquidity.htm> を参照。

保するためのファンディングの手続きの策定を求めている。

また、CSE プログラムでは、バーゼル委員会が策定するバーゼル基準に則って算定される銀行監督規制と同様の自己資本比率規制が導入されていた。大手証券持株会社はバーゼル基準に基づく自己資本比率を月次で算定し、その比率を 10%以上の水準に維持することが求められていた。

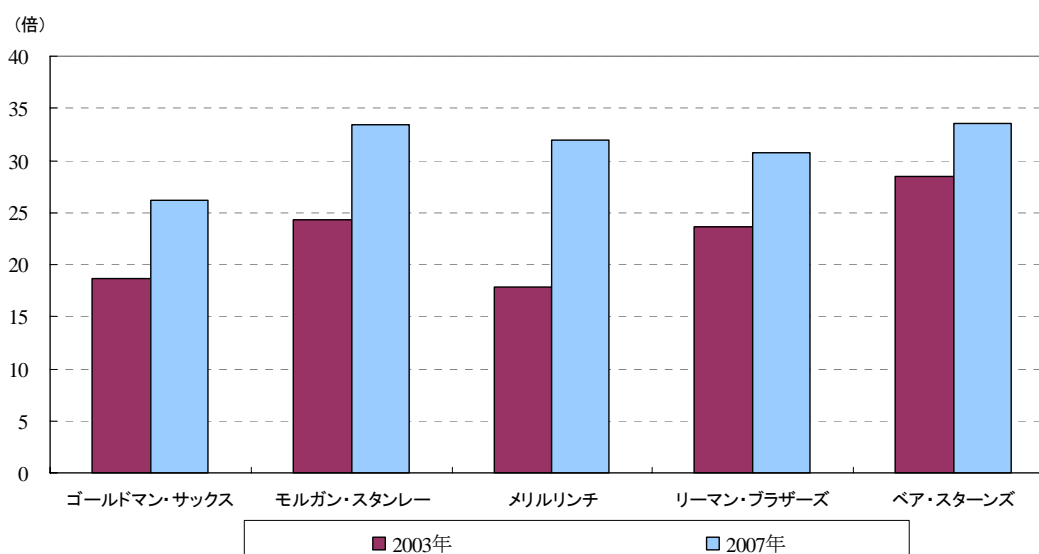
一方、CSE ではない一般の証券会社には、自己資本に関する規制として、SEC が 1975 年に導入したネットキャピタル・ルールが適用される。これは 1934 年証券取引所法規則 15c-3 に基づくルールで、証券会社に対して、①原則 25 万ドル、もしくは、②証券の種類に応じてヘアカット率を適用するなど資産に関して一定の算式によって計算される額の 2%に当たる金額のうち、いずれか大きい額を上回る純資産額を月次で維持することを求めるものである。

また、ネットキャピタル・ルールは所要自己資本額を定めると同時に、証券会社に対して純資産負債比率 (debt to net capital) を 1200%以下に制限することを求めており、証券会社はレバレッジにも直接的な規制がかけられている (規則 17a-11)。

しかし、大手証券持株会社を対象に導入された CSE プログラムでは、自己資本規制としてバーゼル基準を採用する一方で、CSE に対してはネットキャピタル・ルールを適用除外とした。その結果、2004 年以降は大手証券グループ、正確にはその証券子会社に対する純資産負債比率によるレバレッジ規制 (当時の規制では 1500%以下) の適用が外されることとなった。

この影響を確かめるために、CSE プログラムが導入される前の 2003 年と 2007 年の時点で大手証券 5 社のレバレッジを比較すると、すべての大手証券グループでレバレッジが大幅に増加しており、2007 年はいずれもおよそ 30 倍の高いレバレッジとなっている (図表 4)。

図表 4 CSE プログラム導入前後のレバレッジ (総資産/株主資本)



(出所) 各社 10-K より野村資本市場研究所作成

こうしたことから大手証券グループが負債を大きく膨らませて高いレバレッジを実現していた背景には、CSE プログラムの導入によって大手証券グループのレバレッジ規制が外されたことも影響しているという見方もある<sup>22</sup>。

## 2. CSE プログラムによる監督の失敗

リーマン・ブラザーズは法的整理に至り、ベア・スターンズとメリルリンチは大手商業銀行グループに買収され、ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーは銀行持株会社に転換したことから、CSE プログラムの対象となっていた CSE はすべてなくなった。こうした結果をみると、SEC によって導入された CSE プログラムが十分に機能しなかった可能性が考えられる。バーゼル委員会による国際的な銀行監督規制の枠組みに準拠した CSE プログラムのどこに問題があったのだろうか。

ゴールドマン・サックスおよびモルガン・スタンレーの銀行持株会社化を受けて、SEC は CSE プログラムの終結に関する声明を発表しており、その中でクリストファー・コックス SEC 委員長は、CSE プログラムが機能しなかったことを認めている<sup>23</sup>。コックス委員長は、証券持株会社が自らの判断でこの自発的な監督の枠組みから離脱し得る仕組みであることが、CSE プログラムの強制力を損ない、CSE プログラムの実効性を減じることとなったと述べている。つまり、証券持株会社をグループ・ベースで監督する法律上の明確な権限が SEC に与えられなかったことを SEC は CSE プログラムの失敗の最大の理由として挙げている。

しかし、問題はそれだけではない。CSE プログラムに基づく SEC の監督のあり方に大きな問題があったことが明らかになっている。米国議会の要請を受けて SEC の監察総監室（Office of Inspector General; OIG）がベア・スターンズに対する CSE プログラムによる監督を対象に監査を実施し、その監査結果が報告書として取り纏められている<sup>24</sup>。

OIG の報告書では、数々の問題点が指摘されているが、それらを要約すると SEC はベア・スターンズについて高いリスクや様々な問題点を認識していたにもかかわらず、同社に対して監督上の適切な処置や対応をとっていなかったということが判明したわけである（図表 5）。つまり、CSE プログラムを運営していた SEC の監督のあり方に問題があったことに CSE プログラムの失敗の重大な原因を見出すことができる。

CSE プログラムが導入される以前、SEC は投資家保護を目的として、どちらかといえばインサイダー取引や相場操縦を始めとする市場の不正取引の防止やそのような取引の摘発に監督上の主眼を置いていた。それが、CSE プログラムの導入によって、新たな監督上の課題としてプルーデンス規制やシステムミック・リスクの監視といった役割も担うこととなった。しかしながら、今回の事態をみると、プルーデンスに長年取り組んできた銀

<sup>22</sup> “Viewpoint: SEC’s Old Capital Approach Was Tried – and True,” American Banker, August 8, 2008.

<sup>23</sup> <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-230.htm> を参照。

<sup>24</sup> <http://www.sec.gov/about/oig/audit/2008/446-a.pdf> を参照。

図表5 ベア・スターンズで判明したCSEプログラムによる監督上の問題

- ベア・スターンズはCSEプログラムの自己資本と流動性の規制に従っていたにもかかわらず破綻していることから、規制の充分性に疑問がある。
- SECはベア・スターンズがCSEになる前にモーゲージ証券への集中が数年で増加し、内部基準を超えていたこと、市場のリスクがベア・スターンズのモーゲージ証券に集中していたことを把握していたにもかかわらず、その集中を制限する手当てを講じていない。
- ネットキャピタル・ルールでは、証券会社のレバレッジが15対1以下という制限がされていたが、CSEプログラムではCSEに対してレバレッジに規制をかけていない。SECはベア・スターンズの高いレバレッジを認識していたが、レバレッジを制限する手当てを講じていない。
- SECはベア・スターンズのモーゲージのリスク管理上の多くの欠陥を認識していたにもかかわらず、ベア・スターンズに問題に対処するよう指導しなかった。
- モーゲージ市場が崩壊していく中で、SECとベア・スターンズが議論した形跡が残されていない。
- ベア・スターンズはバーゼルⅡの精神を踏まえていなかったが、SECがベア・スターンズに対してバーゼルⅡに準拠するよう指導した後がみられない。
- SECはベア・スターンズの取締役およびCEOを始めとする上級管理職のリスク許容度の評価を行っていない。
- CSEプログラムでは、リスク管理システムの監査を含む重要な監査業務を外部監査人ではなく内部監査人が行うことが認められていた。
- 2007年7月にベア・スターンズ傘下の2つのヘッジファンドが破綻した後、SECはベア・スターンズの流動性に関するコンティンジェンシー・プランに含まれるコミュニケーション戦略を改めて評価していない。
- 検査プロセスが完了する前に、SECはCSEプログラムの代替的な自己資本の計算方法の利用を認める指令を出している。
- SECはベア・スターンズの直近の10-Kについて適時のレビューを行っていないため、投資判断に重要な情報を投資家がレビューする機会を失い、ベア・スターンズの破綻につながる噂を防ぐことができなかった。

(出所) SEC 資料より野村資本市場研究所作成

行監督当局と比べると、SEC にはプルーデンスやシステミック・リスクに対する監督の能力が十分に育っていなかったという面があったのではないだろうか。

## IV 今後の展望

ゴールドマン・サックスおよびモルガン・スタンレーが銀行持株会社や金融持株会社に転換することの狙いは、金融市場が危機的な状況にある中で、流動性リスクへの万全の備えと FDIC のセーフティネットへの加入ということにあるとみられるが、経営のあり方に及ぼす影響を現時点で明確に見通すことは難しい。

少なくとも現時点でいえることは、ゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーは銀行監督の枠組みに入ることによって、グループ・ベースで Tier I レバレッジ規制の対象となり、証券子会社は再び SEC のネットキャピタル・ルールのレバレッジ規制を受けることになるということである。その結果、これまでのような高いレバレッジを前提としたビジネスモデルを継続することが難しくなる可能性も否定はできない。

そして、このことは大手商業銀行グループの傘下に入ったメリルリンチやベア・スターンズについても同様であり、銀行グループ全体として Tier I レバレッジ規制を受け、証券子会社として再びレバレッジ規制が課せられることになる。つまり、これまで大手証券グ

ループが行なっていた投資銀行ビジネスはレバレッジ規制という制約を受けることになり、今後、高いレバレッジを前提にした投資銀行ビジネスを展開することが難しくなる可能性を否定できない。

他方、ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーの銀行持株会社化によって大手証券持株会社はなくなった。この事実が示唆することは、2004年以降 SEC によって行われてきた CSE プログラムが十分に機能しなかったということである。ただし、大手証券持株会社がなくなったとはいっても FRB が監督する銀行持株会社の傘下の証券子会社は引き続き SEC の監督を受けることになる。その意味では、FRB と SEC の間の監督上の緊密な連携がこれまで以上に重要になってくる。この点について、2008年7月には、FRB と SEC の間で監督規制上の協力と情報共有に関する MOU が締結されており、今後その枠組みの下での両者の連携が適切なかたちで機能することが重要である。

さらに、今回の米国の経験で改めて確認されたことは金融システムの健全性や安定性の維持にとってはシステムック・レギュレーターやプルーデンシャル・レギュレーターの役割が極めて重要であるということである。今後、米国ではシステムック・レギュレーターおよびプルーデンシャル・レギュレーターのあり方、さらには金融システム上重要な金融機関 (systematically important institutions) に対する監督規制のあり方について、抜本的改革の議論が行われることが予想される。