

米国金融持株会社の業務範囲規制を巡る議論

淵田 康之

■ 要 約 ■

1. 金融規制強化の潮流にも関わらず、近年、大手米銀グループは新たなリスク・テイクを拡大させた。発電施設の運営・管理・電力販売、天然資源の取引・保管・輸送など、あたかも商社のように現物コモディティ業務を活発化させたのである。これに対して金融当局も懸念を強め、米議会でも制度改革が不可欠との声が高まっている。
2. 銀行は、銀行業務とそれに付随する業務にしか従事できない。しかし 1999 年に成立したグラム・リーチ・ブライリー法により、一定の要件を満たした銀行持株会社（金融持株会社）を通じて、銀行が非銀行業務に従事する企業と資本関係を持つ余地が生まれた。金融危機の際、大手銀行が投資銀行を救済し、また大手投資銀行が金融持株会社に転換したことも、大手米銀グループの現物コモディティ業務の拡大につながった。
3. 原油流出事故やパイプラインの爆発等、現物コモディティ業務は、金融とは異質なリスクの可能性があること、預金保険制度や中央銀行信用へのアクセス等を背景に、銀行グループは、一般事業会社に対し競争上優位に立てること、金融と物流の両方に関与する立場を利用した各種の不正取引も生じていること、金融監督当局の業務認可や監督体制に根本的な欠陥があること、等が問題となっている。
4. 米銀が金融持株会社を通じて金融 IT 分野に活発に投資しているとし、わが国でも、銀行が金融に補完的な業務に進出することを、当局が柔軟に認可する制度を導入すべきといった議論がある。しかし実際には、米国で補完的業務として認可されたのは、現物コモディティ業務ばかりであり、同制度を含め、銀行の業務範囲規制の見直しが必至の情勢である。わが国では、銀行本体での株式保有が可能であること等、もともと米国より業務範囲規制が寛容であることも再確認する必要がある。

I 米国金融持株会社における現物コモディティ業務問題

ドッド・フランク法の制定から5年近くが経過し、米国では、同法に基づき、銀行が過度なリスクを取り、危機が生ずるような事態の再発を防止するための諸施策が、次々と実施に移されている所である。

しかし今日に至っても、米銀が依然として重大なハイリスク業務に活発に従事していることが問題視されている。このため、米議会においても、銀行の業務範囲に関する現行法制や金融監督当局の対応のあり方の見直しが必要と主張されるようになってきている。

特に批判が集中しているのは、金融持株会社（Financial Holding Company、以下 FHC）を通じ、銀行グループが現物コモディティ業務を活発化させている点である。この問題については、2009年にFRBが特別チームによる調査を開始し、2012年までに多くの問題を把握した。同じく2012年には、米議会上院行政監察小委員会（U.S. Senate Permanent Subcommittee on Investigations、以下、上院小委員会）が、調査に着手した。

2013年7月から12月にかけては、ニューヨーク・タイムズ紙が、4回にわたって詳細なレポートを連載し、大手銀行が銀行業務とは無関係の現物コモディティ業務に注力しており、この結果、消費者が余計なコストを支払う事態が生じていると批判した¹。

米議会上院銀行委員会（U.S. Senate Banking Committee）も、2013年7月に「FHCの検証：銀行は発電施設、倉庫、石油精製施設をコントロールすべきか?」、2014年1月に「FHCと現物コモディティの規制」と題してヒアリングを開催した。

この間、上院小委員会は各 FHC や関連当局から膨大な文書の提出を受け、またインタビューを重ねて、調査を進めた。そして2014年11月20日と21日に、この問題に関するヒアリングを開催したが、その際、主要 FHC の現物コモディティ取引の実態を紹介し、背景や問題点、改革の方向性を提示する400ページ超の超党派の報告書（以下、上院レポート）を発表している²。

図表は、上院レポートで紹介されている、JP モルガン・チェース、ゴールドマン・サックス、そしてモルガン・スタンレーにおける現物コモディティ関連ビジネスの事例である。これら金融グループは、長年、CME(Chicago Mercantile Exchange)や LME(London Metal Exchange)などの商品先物取引所の会員として、あるいは OTC 市場においてコモディティ・デリバティブ取引も行っているが、この図表に示されている業務は、そうしたデリバティブ取引の決済・受渡しの一環として現物コモディティ取引を行っているという性格のものではない。

あたかも資源開発会社のように現物コモディティを採掘、加工し、資源商社のように、現物コモディティを自前の倉庫に保管し、自前のバルク船で運搬し、発電所等の需要者に供給するといった事業に本格的に従事している事例もある。発電事業を所有ないしは運営

¹ 2013年7月21日、9月15日、12月22日、12月28日に掲載。この一連の連載は、House Edge という名称のシリーズとなっている。House Edge とは、ギャンブルにおいて胴元が徴収する手数料のこと。

² United States Senate, Permanent Subcommittee on Investigations, "Wall Street Bank Involvement with Physical Commodities", released in conjunction with November 20 and 21, 2014 hearing.

図表 米国 FHC の現物コモディティ業務の事例

FHC名	分野	内容
JPモルガン・チェース	電力、天然ガス	2008年から2010年にかけて、JPMVECが31の米国発電施設とトーリング契約(固定費をカバーする定額を每期支払いつつ、発電された電力を取得する契約。通常、発電用燃料の販売も約束する)。発電施設自体の取得のケースも。
	銅、アルミなどの金属	2008年から2013年にかけて、銅の保有が10倍以上に。一時、LMEの銅倉庫証券の過半を所有。アルミは一時、北米の年間消費量の半分以上を保有。
	原油・石油製品	JPMVECが、石油精製施設に原油を供給。精製された製品の大半を買い取り、販売会社に売却。
	インフラファンド運営	JPMorgan Infrastructure Investments Fundを設立。発送電施設、石油・ガスパイプライン等への投資。JPMorgan Investment Managementの専門家が運用アドバイス。
ゴールドマン・サックス	ウランウム	証券業務部門(グローバル・コモディティ部)が、2009年にウランウム専門会社Nufcorを買収。ウランウムの購入、保管、原子力発電所への供給。買収後に取引高、在庫が急増。
	石炭	長年、現物石炭取引に従事。発電施設等に供給。2010年と2012年にコロンビアの露天掘り炭坑を取得し、取引高急増。
	アルミ	2010年、アルミのLME指定倉庫を運営するメトロ社を買収。ピークで、北米アルミ消費量の25%を集積。
	電力	2003年に24の発電所を保有する会社を買収。
	その他コモディティ関連投資	GCPIにおき、探鉱、石油・ガス探掘企業、天然ガス会社、エタノール生産会社、バルク船に投資。
	インフラファンド運営	マーチャント・バンキング部門において運営。デンマーク最大の電力会社、フィンランドの送電会社、スペインの天然ガス輸送会社などに投資するGS Infrastructure PartnersやGS Capital Partnersにおけるパイプライン会社などへの投資。
モルガン・スタンレー	天然ガス	探掘、加工、パイプライン・コンテナ・LNGタンカーによる輸送
	石油	石油探索、生産、保管、輸送、販売の全ての段階に関与。買収先の企業を通じ、100隻以上の石油タンカーを保有。ガソリンスタンド経営や航空会社へのジェット燃料販売も。
	コモディティ関連ファンド運営	複数のガス・パイプライン会社に大口出資。100%所有するケースも。

(注) JPMVECは、JPMorgan Ventures Energy Corporationの略。
 LMEは、London Metal Exchangeの略。
 GCPIは、ゴールドマン・サックスのグローバル・コモディティ部門の一部であるグローバル・コモディティーズ・プリンシパル・インベスティングの略。

(出所) 上院レポートより、野村資本市場研究所作成

している事例もある。子会社を通じ、あるいはインフラファンドの形で、パイプライン等のインフラ施設の運営に関与している事例もある。

これら金融グループは、いずれも銀行を傘下に持っている。こうした現物コモディティ業務のリスクが銀行を含む金融グループ全体に及べば、金融危機の再来となりかねない。皮肉なことに、これら金融グループの現物コモディティ業務が拡大した大きな要因は、金融危機そのものである。というのも、銀行と系列関係にない独立系の大手投資銀行は、もともとコモディティ業務を活発に行っていたが、金融危機で苦境に陥った結果、銀行持株会社となったのである。すなわちベア・スターンズはJPモルガン・チェースの傘下となり、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。JPモルガン・チェースの場合、やはり金融危機で苦境に陥ったRBSのコモディティ事業も買収した。

こうした事情に加え、過去に例のない大幅な金融緩和が進展する中で、資源価格の上昇に拍車がかかったこともあり、他の FHC も含め、コモディティ関連業務を積極化する動きが広がったのである。

2013 年から 2014 年にかけて、こうした状況への政治的な批判が高まり、FRB も規制強化の方向性を示したこと、そして資源価格の下落も目立つようになったことも背景に、各社は現物コモディティ事業を縮小する傾向にある。図表にある事業も、現時点では、既に売却されたケースもある。

もっとも、ゴールドマン・サックスの幹部らは、上院小委員会に対してコモディティ業務をコアとなる戦略的ビジネスとして、コミットし続けると表明している。2014 年半ばには、他の出資者と共同で、韓国のガス会社の株式の過半数を取得している。モルガン・スタンレーも、2013 年から 2014 年にかけてテキサス州に圧縮天然ガス施設を建設し、中南米・カリブ諸国に輸出するビジネスに着手している。

そもそも銀行がなぜ、関連会社等を通じて、このようなリスクの高い非銀行業務に従事することができたのか、その問題点は何か、解決策は何か、以下、米国における諸議論を紹介する³。

II 背景

1. 大原則としての銀商分離

米国の銀行は、銀行法により、銀行業務 (business of banking) を行う上で不可欠であるところの全ての付随する権限 (incidental powers) を認められている⁴。この条項は南北戦争の最中、米国において初めて連邦レベルの銀行⁵免許を導入した 1863 年の国法銀行法 (National Bank Act of 1863) で規定され、今日に至るまで堅持されている⁶。この条項に基づき、米国においては、銀行に認められる業務は、同条項に列記された業務の他、通貨監査局 (Office of the Comptroller of the Currency、以下 OCC) が認める一部の業務に限定されている。この方針は、「銀商分離」 (separation of banking and commercial) 政策とも言われる。また 1933 年に成立したグラス・スティーガル(Glass-Steagall)法のセクション 16 により、同条項には、「銀証分離」、すなわち銀行の証券業務禁止の規定も追加された⁷。これにより、自己勘定による株式の取得も、禁止されている。

銀行本体へのこうした業務範囲規制を回避し、銀行持株会社 (Bank Holding Company、

³ 以下、上院レポートの他、Omarova, Saule T., "The Merchants of Wall Street: Banking, Commerce, and Commodities", *Minnesota Law Review*, Vol.98, 2013 を主に参照した。

⁴ 12U.S.C. § 24(seventh).

⁵ national bank、わが国では国法銀行と訳される。

⁶ これ以前より、例えばニューヨーク州の Banking Charter においても銀行による物品やコモディティの取引は禁止され、裁判においては、不動産や株式への投資も却下されていた。なお、銀行の商業活動禁止は、米国に限られるものではなく、古くは 14 世紀のベネチア公国の記録でも確認できるという。

⁷ Banking Act of 1933, § 16. グラス・スティーガル法と同条項は、GLB 法においても廃止されていない。

以下 BHC) を通じて、銀行業以外の業務に進出する動きが生じたことに対しては、1956 年銀行持株会社法が制定され、これを規制した。これにより、BHC (銀行の議決権株の 25%以上を直接ないし間接保有する企業、銀行の過半数の役員ないしトラスティーを選出することによりこれをコントロールする企業、及び銀行の経営や政策に支配的影響を直接的ないし間接的に及ぼすと FRB が判断した企業⁸⁾) は、銀行業務ないしは FRB が銀行業務に適切に付随し、密接に関係する(so closely related to banking as to be a proper incident thereto)とみなした業務のみにしか従事できないとされた⁹⁾。BHC による銀行以外の企業の株式への投資については、議決権の 5%まで認められるに過ぎなかった¹⁰⁾。

2. 業務範囲拡大の経緯

その後、銀行本体及びその子会社に認められる業務範囲については OCC が、また BHC 傘下の企業の業務範囲については FRB が、それぞれ銀行法や銀行持株会社法を柔軟に解釈しつつ、時代環境の変化を踏まえて拡大させていった。

1963 年には、OCC は、銀行本体が法律上営むことのできる業務に従事する直接子会社の設立を認める判断を下した。これは、直接子会社は銀行本体の一部 (part of the bank itself) であり、銀行業に付随する (incidental to the business of banking) 業務を営む部門を直接子会社として銀行本体から分離しても良いと、OCC が解釈したことによるものである。この場合、直接子会社とは、銀行が議決権付き株式を 80%以上保有している会社とされた。その後、OCC は直接子会社の業務範囲を拡大し、銀行業に付随する業務であるならば、直接子会社が営むことができるものとした。

1995 年には、アニュイティのブローカレッジ業務を銀行業に付随する業務とした OCC の判断を、最高裁が支持した。この判決により、銀行に認められる付随業務は、銀行法 24 条に列挙されている業務に限定されず、より広い概念での解釈が可能なが示された。これを受けて OCC の規定も緩和された。直接子会社として保有できる会社の範囲も、銀行が議決権株式の 50%以上を保有する会社、ないし銀行が支配力を有している会社に拡大された。

FRB も、BHC によるディスカウント・ブローカー業務への参入や、非適格証券業務、すなわち銀行本体では従事することが認められない、CP、地方レベニュー債、モーゲージ証券等の引受・ディーリングからの収入が、収入全体の一定限度内である子会社の設立を認めた。いずれも裁判で争われたが、最高裁が FRB の決定を支持した。

このうち非適格証券業務を行う子会社は、グラス・スティーガル法のセクション 20 が、銀行が証券業務に主として従事 (engaged principally) する関連会社及び子会社を持つことを禁じているため、「主として従事する」とは言えない程度であれば良いとの解釈に基づ

⁸⁾ 12.U.S.C. § 1841(a).

⁹⁾ 12.U.S.C. § 1843(c)(ii)(8).

¹⁰⁾ 12.U.S.C. § 1843(c)(ii)(6).

き認められたことから、セクション 20 子会社 (Section 20 subsidiaries) と呼ばれた。非適格証券業務からの収入上限は、当初 (1987 年時点) は当該子会社の総収入の 5%であったが、その後、段階的に拡大され、1996 年には 25%にまで緩和された。非適格証券の対象も、全ての負債証券に広がった。

1999 年 11 月 12 日に成立したグラム・リーチ・ブライリー (Gramm-Leach-Bliley, 以下 GLB) 法により、グラス・スティーガル法のセクション 20 とセクション 32 が撤廃され、銀行が証券引受等を主たる業務とする会社と系列関係を持つこと、及び銀行と証券の引受等を主たる業務とする会社との間で取締役等を兼任することが可能となった¹¹。また銀行持株会社法の 4 条に (k) 項が新設され¹²、一定の要件¹³を満たした銀行は、FRB に申請し、認可を受けることにより FHC を設立することが可能となった。FHC は、本源的金融業務あるいはそれに付随する業務 (financial in nature or incidental to such financial activity) を営むことができる他、金融業務の補完的業務 (complementary to a financial activity) を営むことも認められる¹⁴。

本源的金融業務あるいはそれに付随する業務については、FRB が財務長官にも諮った上で決定する。財務長官はこれに対して拒否することができる他、FRB に業務を提案することもできる。

FRB は決定にあたって、FHC が競争する市場の変化、金融サービスを提供するテクノロジーの変化、FHC が米国で金融サービスを提供する他の企業と有効に競争する上で必要か、データの伝送や金融取引のためのシステムのセキュリティや有効性を保持するために必要なアプリケーション等、テクノロジーを利用して本源的に金融である情報やサービスを提供する上で必要か、顧客に金融サービスの利用や文書のデータ化のための利用可能なあるいは新たなテクノロジーを提供する上で必要か、といった点を考慮するとされる。

本源的金融業務とみなされる業務としては、保険業務や証券業務、マーチャント・バンキング業務等が列記されている¹⁵。

FHC ではない BHC の業務範囲は、従来通りであり、傘下の証券子会社は、従来のセクション 20 子会社と同じ規制を受ける¹⁶。

以上に加えて、GLB 法は、一定の条件を満たした国法銀行が、FHC を設立せず、子会

¹¹ P.L.106-102Sec.101 (GLB 法セクション 101) により、グラス・スティーガル法のセクション 20 (銀行が証券業務に主として従事する関連会社及び子会社を保有することを禁止) 及びセクション 32 (証券の発行、引受などを主たる業務として行う会社の役職員との兼務の禁止) が廃止された。一方、セクション 16 (銀行本体における証券業務の禁止) 及びセクション 21 (証券業務と預金受入れ等の業務に同時に従事することの禁止) は今日も維持されている。

¹² 12U.S.C § 1843(k).

¹³ ①銀行持株会社の傘下にあるすべての預金保険対象金融機関の自己資本が優良かつ経営状態が良好であること、②1977 年地域再投資法に基づく直近の調査で、「満足」以上の格付けを得ていること。

¹⁴ P.L.106-102 Sec.103.

¹⁵ FRB が、FHC や BHC の子会社に業務を認定する際の手続きや、FRB が認めた業務のリストは、レギュレーション Y に規定されている。

¹⁶ 12.U.S.C. § 1843(c)(ii)(8).

社¹⁷においてこれら業務（保険引受業務等を除く）を行うことも可能とした。

補完的業務については、後述する。

3. コモディティ業務への進出

銀行のコモディティ業務への関与については、1980年代に入り、OCCが国法銀行に商品先物取引を認めたことで、スタートした。1993年にはヘッジ目的の現物コモディティの受渡しとそれに関連した現物コモディティの保管や輸送が認められ、1995年には、現物決済のメタルのデリバティブ取引とそれに関連した現物メタルの保管や輸送が認められた。

しかし、デリバティブ業務の一環ではない現物コモディティ業務は、銀行業務ではないことはもちろん、証券業務でも保険業務でも無く、本源的金融業務の範疇には入らない。ところがGLB法でFHCが導入されたことを契機として、米国の銀行グループが、前記のような巨額の現物コモディティ取引業務に従事するようになった。

FHCは、主として次の3つのルート通じて、こうした非金融業務に進出していったのである。第一に、補完的業務としてFRBの認可を受けることである。第二に、マーチャント・バンキング業務を通じるものである。第三は、グランド・ファーザー条項によるものである。以下、これら三つを中心に、内容をより詳しく見てみよう。

III 現物コモディティ業務への進出形態

1. 補完的業務

GLB法において、銀行持株会社法にセクション4(k)(1)(B)が規定され、FHCは、金融業務に補完的であり、預金取扱金融機関または金融システム全般の安全性と健全性に大きなリスクをもたらさない¹⁸ものとしてFRBが認定した業務を行う、あるいはそうした業務に従事する企業の株を保有することが可能となった¹⁹。この場合、FHCは、少なくとも60日前までに書面でFRBに申請しなければならない²⁰。

FRBは、申請事項が、利便性の向上、競争の促進、効率性の向上といった、公衆にとっての便益を生み、それが不当な資源の集中、競争の低下や不公正な競争、利益相反、不健全な銀行慣行、米国の銀行や金融システムの安定性のリスクといった副作用の可能性

¹⁷ 「金融子会社(financial subsidiaries)」と呼ばれる。金融子会社を保有できるのは、①国法銀行及び全ての預金保険対象関連会社の自己資本が優良かつ経営状況が良好であること、②すべての金融子会社の連結総資産が、親銀行の全資産の45%、あるいは500億ドルの少ない方を超えないこと、③OCCの認可を得ること、といった条件を満たす必要がある。PL106-102 Sec.121.

¹⁸ "is complementary to a financial activity and does not pose a substantial risk to the safety or soundness of depository institutions or the financial system generally"

¹⁹ 12U.S.C. § 1843(k)(1)(B).

²⁰ 12U.S.C. § 1843(j). ただし、FHCは議決権5%以下であれば一般事業会社の株を保有できるため、補完的業務の申請が必要なのは、業務の遂行のために当該企業の議決権を5%超保有しようとする場合となる(12C.F.R. § 225.89)。

を上回るものと合理的に期待できるかどうかを考慮しなければならない。

このため、FHC は申請書面において、①業務の内容、②どの金融業務に対して補完的なのか、及び補完的との判断をサポートする十分な情報、③収入や規模が FHC 全体に比べてどの程度のものとなるか、④FHC 傘下の預金取扱金融機関や金融システム一般の安全性や健全性へのリスクに関する議論、⑤利益相反、競争への影響、リスクなどの副作用に関する記述とそれへの対策、⑥公衆への便益、⑦FHC の財務・経営資源の情報、その他 FRB が要求する情報、を記述しなければならない²¹。

GLB 法の立法過程では、JP モルガン・チェースの副会長（当時）は、補完的業務の条項を盛り込むことの必要性について、議会で以下のように述べている²²。

「金融の世界は変わった。情報サービスとテクノロジーが金融サービス業にとって不可分のものとなっている。金融機関は、バックオフィスの余剰キャパシティを活用することで、電話によるヘルプラインや事業会社へのデータ処理サービスといった業務を提供できる。（中略）また金融機関は、非金融業務とされるかもしれないが、金融商品を販売する能力を向上させる業務を行うことがある。一つの例は、アメリカン・エクスプレスが、カード保有者が関心を持つ、『フード&ワイン』や『トラベル+レジャー』といった雑誌を出版していることである。」

ところがその後、この条項に基づき FHC が補完的業務として申請し、FRB が認めたものは、現物コモディティ関連業務のみであった²³。この経緯は以下の通りである。

まずコモディティ・デリバティブ取引については、先述の通り、1980年代に、OCC が国法銀行法上の銀行業の一部とみなし、FRB も金融業務として BHC にこれを認めた。ただし FRB が現物コモディティの受渡しを伴う取引を認めたのは、2003年になってからである。この場合も、デリバティブ契約の原資産となる商品（underlying commodities）の所有権を、即座に、右から左に受け渡す（make delivery of title to commodities underlying derivative contracts on an instantaneous, pass-through basis）という条件が課され、現物コモディティを積極的に保有したり、輸送したりする業務に BHC が従事することは認められていなかった。

²¹ 12C.F.R. § 225.89.

²² 1999年、第106議会、下院銀行・金融サービス委員会におけるヒアリングにて。

²³ ある種の病気の管理と薬品の通信販売業務が、補完的業務と認められた事例が1件ある。ただし、これは FHC が申請したものではなかった。ウェルポイントという会社が、ユタ州にインダストリアル・バンクを設立するにあたって申請したものである。インダストリアル・バンクは、ユタ州の金融機関法で認められている金融業者で、要求払い預金を扱うことができないといった制約があるが、事実上、銀行と同質の業務が可能となっている。企業がインダストリアル・バンクを子会社としても、FDIC の預金保険が適用される場合、銀行持株会社法の適用を免除された。このため、証券会社や事業会社によるインダストリアル・バンク設立の事例がみられた。ウェルポイントも、インダストリアル・バンクを設立するにあたり、FDIC に預金保険対象金融機関となる申請をしたが、その際 FDIC がウェルポイントが、FHC に認可された業務のみを行っていることを要求したことから、FRB に補完的業務を申請したという経緯である。なお今日では、商業会社（当該会社及びその全関係会社の本源的金融業務および保険加入預金金融機関の所有・支配から得られる年間グロス収入が当該会社の連結年間グロス収入の15%未満である会社）に直接・間接に所有・支配されているインダストリアル・バンクからの FDIC への預金保険承認は、ドッド・フランク法によって禁止されている。また、ドッド・フランク法は、インダストリアル・バンクの支配変更が商業会社による直接・間接の支配をもたらす場合には、当局は支配変更を不認可としなければならないとした。

しかしこの頃、世界的にコモディティ価格の上昇基調が顕著となり始めていたことを背景に、銀行グループは、現物コモディティ業務への関与を追求していったのである。2001年にエンロンが破たんした後、エンロンが活発に行っていたエネルギーや現物コモディティ取引と金融取引の融合とも言える事業を、ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーなどの投資銀行が、低い資本コストと豊富な資金調達能力、そして金融テクノロジー能力を背景に、大規模に展開するようになっていたことも、FHCとして規制緩和を求めていく動機となったと言われる。

今日までに認められた補完的業務は、次の2分野である。

1) 現物コモディティ取引

最初に補完的業務が認められたのは、シティグループが申請した現物コモディティ取引である。これにより、シティグループは、石油、天然ガス、農産物、その他の非金融コモディティを現物市場で売買すること、そしてコモディティ・デリバティブ取引の際に現物を受渡すことが可能となった。

認可にあたってFRBが考慮したことは、もともとFHCが行うことのできるデリバティブ取引の義務の遂行に関わるものであること、規制対象外の金融機関との競争力を高めること、顧客へのコモディティ関連サービスの効率化につながることで、現物コモディティ業務を行うことが、コモディティ・デリバティブ市場の理解を向上させることになる、といった点であった。

この際、FRBは、シティグループが保有するコモディティの時価が連結Tier1自己資本の5%を超えないこと、CFTCが米国先物市場へのデリバティブの上場を認可したコモディティに限ること、関連する証券、商品、エネルギーの法規制を順守すること、を条件として課した。コモディティの採取、輸送、保管、販売の施設の所有、運営、出資、及びコモディティの加工、精製、その他の改変は認められないとした。

申請の際、シティグループは、石油の輸送や保管を依頼する先に最大限の保険加入を要請するなど、リスクがFHCに及ばないような配慮をすることをFRBに約束した。

その後、同様な認可が、UBS、パークレイズ、ドイチェバンク、ソシエテジェネラル、JPモルガン・チェース、バンク・オブ・アメリカ、ワコビアに与えられた。

2008年にRBSに与えられた補完業務の認可では、米国の電力会社、Sempra Energyとのジョイント・ベンチャーとして、グローバルに各種の現物コモディティを取引するRBS Sempraを設立し、RBSが51%出資することが認められた他、米国先物取引所にデリバティブが上場されていないにもかかわらず、ニッケルを扱うことが認められた。これは米国と同等な規制下にあるLMEにおいてニッケルが上場されていることが理由とされた。さらに、天然ガス、アスファルト、ケロシン等の石油関連商品も、OTC市場で十分な流動性を伴って取引されているとして、認可対象となった。第三者を雇い、コモディティの精製、加工を行うことも認められた。大口顧客への長期の電力供給契約を結ぶことも認められた。

2) エネルギー・マネジメント及びエネルギー・トーリング

上記の RBS への認可と、その後のフォルティスへの補完的業務の認可により、エネルギー・マネジメント及びエネルギー・トーリング (tolling) と呼ばれる業務に、FHC が従事できることが明確となった。

エネルギー・マネジメントとは、発電会社の燃料の購入と電力の販売を、金融機関としてサポートし、またリスク・マネジメントをアドバイスする業務である。具体的には、FHC が燃料を購入して発電会社に供給し、発電された電力を FHC が購入して市場に販売する役割を担う。必要な信用供与や担保の提供、ヘッジ取引の管理業務も含まれる。FRB は、この業務からの収入に対して、連結業務収入の 5%を超えないという条件を課した。

エネルギー・トーリングは、FHC が長期間にわたり発電会社に定額を支払い、発電された電力を受け取るという契約である。通常、FHC が発電会社への燃料供給も担う。将来にわたる発電会社への定額支払いの現在価値は (補完業務として保有する他のコモディティと合わせて)、FHC の連結 Tier 1 自己資本の 5%を超えないこととされた。

2010 年、JP モルガン・チェースが、RBS Sempra からコモディティ関連業務を買収した結果、RBS が認可を受けた上記の補完的業務は、JP モルガン・チェースに引き継がれる形となった²⁴。

2. マーチャント・バンキング業務

GLB 法により、銀行持株会社法にセクション 4(k)(4)(H)が規定され、FHC が従事できる「本質的に金融である業務」の一つとして、自ら、または他社のために、いかなる会社ないし法人の株、資産、持分を、直接、間接に取得ないしコントロールすることが認められた。

ただし、預金取扱金融機関やその子会社による取得、保有は認められず、証券子会社及びその子会社、あるいは保険子会社の登録投資顧問会社による、真正な (bona fide) アンダー・ライティング、マーチャント・バンキング、インベストメント・バンキング業務の一環として、値上がり益を目的とし、最終的にその投資を売却ないし処分するための投資活動を含むところの、株式、資産、持ち分の取得、所有である場合とされる。

この場合の株式等は、一定期間後、売却・処分することとされている。また保有期間中、FHC は、売却・処分によりリーズナブルなリターンを獲得する上で必要な場合を除き、その企業ないし法人を経常的に経営または運営 (routinely manage or operate) してはならない。

この条項により、FHC が直接ないし間接に、一般事業会社を 100%取得ないしコントロールしうる権限は、「マーチャント・バンキング権限(authority)」とも呼ばれる。

²⁴ http://www.federalreserve.gov/bankinforeg/LegalInterpretations/bhc_changeincontrol20100630a.pdf

より具体的な規定として、2001年にFRBと財務省がマーチャント・バンキング・ルールを発出し、以下のような規定が定められた²⁵。

まず「経常的な経営・運営」とされる場合の例としては、FHCの幹部や従業員が、投資対象の会社(portfolio company)の幹部の任を兼ねることや、FHCの幹部が投資対象の会社の従業員を兼ねること、FHCが投資対象の会社との間で、投資対象の会社が通常のビジネス取引を行うことや、FHCの幹部以外の人材を採用することなどを制約するようなコベナンツや契約を規定している場合があげられている。

また「経常的な経営・運営」と推定される場合として、FHCの幹部や従業員が、投資対象の会社の従業員を兼ねている場合や、投資対象の会社の幹部や従業員がFHCの幹部や従業員に監督されている場合があげられている。

FHCが、投資対象会社の取締役を選任することや、FHCの幹部や従業員を、投資対象会社の取締役とすること（兼務は不可）は認められる。また非経常的な事項（重大な資産の取得、会計監査人の変更、事業計画の重大な変更など）に関してFHCが投資対象会社に介入するためのコベナンツや契約を規定することも認められる。さらに、FHCが投資対象会社にアドバイザー・サービスを提供すること、私募証券等の引受業務を行うこと、コンサルティングをすること（幹部や従業員と会い、パフォーマンスや事業についてのモニタリングやアドバイスを行うことなど）も認められる。

なお、例外的にFHCによる経常的な経営・運営が認められる場合に関して、以下の規定がある。

- ① 重大な営業損失を避けるためとか、上級幹部の退社といった事態が生じた場合など、投資対象会社を売却しリーズナブルなリターンを獲得する上で必要とされる特別な場合。
- ② 別の適切なマネジメントをアレンジする必要がある場合、投資の処分の場合、投資の売却や処分によりリーズナブルなリターンを獲得する上で、FHCの介入が必要な場合で、限定的な期間に限る場合。
- ③ 9カ月を超える場合は、FRBへの事前の通知が必要。
- ④ 経常的な経営・運営に関する記録を文書化し、FRBの要請があればこれを提出しなければならない。

マーチャント・バンキング権限の下で投資可能な期間については、通常は10年を超えてはならないとされている。この期間を超過する場合は、90日前までにFRBに申請し許可を得る必要がある。ただし、プライベート・エクイティ・ファンドへの投資²⁶は、最長

²⁵ レギュレーションYに新たな規定が盛り込まれた。12U.S.C. § 225.170-173.

²⁶ 投資のみを目的として組成されたもので、一般の企業形態ではないこと、FHC及びその幹部、従業員、主要株主が25%超の持分を保有しないこと、最長期間が15年を超えないこと、マーチャント・バンキング権限と整合的な投資であり、その制約を回避する目的の投資ではないことを要する。

15年まで認められる²⁷。

3. グランド・ファーザー条項

GLB 法により、銀行持株会社法にセクション 4(o)が規定され、1999 年 11 月 12 日以降に FHC となった企業が、1997 年 9 月 30 日時点で BHC には許可されていなかったコモディティやデリバティブの原資産となる現物財産のトレーディング、販売、投資に関わる業務を行っていた場合、これら業務を継続することが認められた。この場合の条件は、以下の通りである。

- ① 当該企業が、1997 年 9 月 30 日時点で、その業務を米国において直接的ないし間接的に、また合法的に行っていたこと。
- ② 本来であれば FHC に認められないこれらコモディティ関連業務による資産が、連結ベースの合計で、連結総資産の 5%（ないし FRB の規定するより高い比率）を超えないこと。
- ③ FHC として、これらコモディティ業務を行ういかなる子会社と子会社の預金取扱金融機関との間で、商品やサービスのクロス・マーケティングを禁止すること。

このグランド・ファーザー条項は、1995 年、リーチ下院議員が提案した新たな「ホールセール金融機関（Wholesale Financial Institutions, 以下 WFI）」免許構想に由来するものとされる。WFI は、連邦預金保険対象のリテール預金を除く、広範な銀行業務を行うことができる。提案によれば、WFI を傘下におく Wholesale Financial Holding Companies (WFHC) は、FHC に比べ FRB の規制は緩い。当時、FHC を通じて、商業銀行が証券業務や保険業務に進出することを目指すなかで、逆に投資銀行が、WFHC を通じ、既存の業務を続けながら、リテール預金業務以外の銀行業務に進出する道を開くことが、同条項の目的であった。

同条項を含む下院の法案を推進していたのは、ゴールドマン・サックス（大手コモディティ・トレーディング会社である Jアールを保有）であり、同条項は「ゴールドマン・エクセプション（例外規定）」とも言われたという。しかし上院では、地域再投資法（Community Reinvestment Act, CRA）を WFHC に適用するかどうか議論となったこともあり、WFI 構想自体は消滅した。その後、グラム上院議員が、WFHC への言及部分を除いた形で、コモディティ関連業務のグランド・ファーザリングの条項を盛り込んだという経緯である。

同条項に基づく業務については、FRB への通知もその承認も必要とされない。サイズ規制も、補完的業務が Tier1 の 5%であるのに対し、こちらは連結総資産の 5%である。また補完的業務と異なり、コモディティの輸送、補完、採取、精製等も認められる。

²⁷ ただし、ボルカー・ルールが導入された結果、マーチャント・バンキング業務がプライベート・エクイティ・ファンド（PE ファンド）を通じて行われている場合は、同ルールの規制対象となる。もっとも同規制の適用は、2017 年 7 月まで猶予され、最も流動性の低いファンドについては追加的猶予が与えられる可能性がある。また他の大口パートナーとの共同出資等、ファンド形態以外で同種の業務を継続する余地がある。

ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーが、リーマンショックの結果、FHCへの転換を余儀なくされるという、GLB法の立法当時は想定されていなかった状況が生じた結果、これら2社が、このグランド・ファーザー条項の恩恵を享受することとなっている。

金融危機の最中、ベア・スターンズを買収したJPモルガン・チェースやメリル・リンチを買収したバンク・オブ・アメリカについては、1997年当時、既にBHCとしてコモディティ業務の規制に服していたため、同条項は適用されない。

4. 猶予期間

新たにBHCに登録した銀行持株会社については、認可されない非銀行業務を、売却するか、あるいはそれら業務を銀行持株会社法で認められる範囲のものとするのが求められているが、これについては、2年の猶予期間が認められている。ただし公益を害しないと判断される場合、FRBは申請に基づき、1年ずつの延長を認めることができる（ただし最長はプラス3年まで）²⁸。これに従い、ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーは、最長で2013年秋までは従来通りの業務を行うことを認められていた。

しかしこの期間が過ぎても業務を続けていた場合、FRBがどのようなアクションをとるべきかの規定が無く、認可されない事業の完全売却が命じられたとの報道等は見当たらない。現物コモディティ業務については、グランド・ファーザー条項もあるため、継続できるとの解釈もあるようである。

5. 一部の金属に関する例外扱い

米国銀行法は、銀行にコインやbullionの売買を認めている。bullionの定義は、コインに加工されていない金や銀のバーやインゴットというのが、OCCの伝統的な見解であった。しかし銀行界の要請により、1991年にプラチナ、1995年にパラジウムと銅もbullionとみなされることとなった。FRBも同様な立場をとった。この結果、これらの金属は、銀行の現物コモディティの取り扱いに関するOCCやFRBの規制²⁹の対象外とされた。

JPモルガン・チェースの現物メタル業務は、ベア・スターンズを買収（2008年）やRBS Sempraを買収（2010年）で拡大したが、この結果、銅の保有も、2008年から2013年にかけて10倍以上に急増している。2010年後半には、一時、LMEの銅倉庫証券の過半を所有するに至っている。これら保有する銅在庫の価値は、Tier1自己資本の5%を大きく上回るものとなっていたが、本体で保有する分をbullion扱いとして計算から除外することで、同社は規制をクリアしていた。ただし後述するように、FRBがそのような取扱い

²⁸ 12U.S.C. § 1843(a)(2).

²⁹ 銀行が現物受渡しにより決済できるのは、デリバティブ取引の5%以下というOCCの規制や、補完的業務として認められる現物コモディティ業務はTier1自己資本の5%以下というFRBの規制等。

について知ったのは、最近のことであった。

IV 問題点

1. 高まる懸念と批判

2008年の金融危機を教訓に、FRBは大手金融機関の監督に係る戦略や政策の一貫性と品質向上を目指し、部局横断的な組織として Large Institution Supervision Coordinating Committee(LISCC)を新設した。同部署には、金融監督の専門家以外に、エコノミスト、数理分析者、決済システムの専門家など多様な専門家が配属され、SIFIやグローバルな銀行システムに係るリスクの特定や分析に従事している。

2009年、LISCCは、銀行の現物コモディティへの関与を「主要なエマージング・リスク」とみなし、特別レビューを実施することを決定し、特別チーム(コモディティ・チーム)が組成された。3年近くにわたる調査の結果(以下、FRBサマリー・レポート)は、2012年10月にFRBの幹部に提出されたが、FRBの理事会には提出されず、公開もされなかった。ただし、その内容の一部は、今回の上院レポートの随所に紹介されている。

FRBのコモディティ・チームの調査の対象となったのは、FHC10社である³⁰。このうちゴールドマン・サックス、JPモルガン・チェース、モルガン・スタンレーの3社の活動が特に注目を集めたが、それ以外の会社、例えばバンク・オブ・アメリカにおいても、23の石油貯蔵施設、54の天然ガス施設を所有ないしリースで保有し、また複数の原子力発電所からの電力購入契約を結んでいることが確認された。こうした実態把握を踏まえ、FRBサマリー・レポートは、FHCのこのような業務がもたらす各種のリスクや問題を指摘している。

こうしたなか、FHCの取引が現物コモディティ価格に歪みを与えているという批判が高まる事案も発生した。2010年後半には、JPモルガン・チェースが銅を買い占めた結果、銅価格が急騰したとの批判が生じた。2012年以降、ゴールドマン・サックスは、アルミの在庫を積み上げ、アルミ価格が上昇したことから、アルミ缶を利用する大手飲料メーカー等がLMEにクレームを提出するという事態が生じた。さらに連邦エネルギー規制委員会は、JPモルガン・チェースとドイチェバンクが、電力価格の相場操縦に関わっているとして調査を進め、2社は2013年に和解金を支払った。ニューヨーク・タイムズ紙は、これらの問題を取り上げ、2013年後半に詳細な記事を連載し、大手銀行の行動を批判した。

このようなことから、米議会も事態を重視するに至り、前記のように上院銀行委員会が2回にわたりヒアリングを開催した他、上院小委員会が2012年から調査に着手し、2014年11月にヒアリングを開催すると共に、レポートをとりまとめたわけである。

以下、FHCの現物コモディティ業務の何が問題視されているのか、まとめてみよう。

³⁰ ゴールドマン・サックス、JPモルガン・チェース、モルガン・スタンレー、バンク・オブ・アメリカ、パークレイズ、BNPパリバ、シティ、クレディ・スイス、ドイチェバンク、GEキャピタル。

2. リスク

FHC が現物コモディティ・ビジネスに活発に従事することの一つの問題は、銀行が、通常であれば直面するはずのないリスクに晒されることである。

コモディティ価格は、金融商品よりも大きなボラティリティを示す場合もあり、また商品によっては流動性が低いものもある。コモディティ関連資産の評価も、大きく変動したり、金融業務とは異なる困難さを伴う場合もある。

さらに、炭坑や鉱山、油田、あるいは原子力発電所を保有したり、ウランウム、天然ガスの採掘・輸送の事業に関与することは、カタストロフィックなイベント・リスクに遭遇する可能性を否定できない。万一の事態が生ずれば、事故による直接的な損害を被ることはもとより、巨額の損害賠償の支払いを余儀なくされる可能性もある。レピュテーション・リスクも無視できない。大きなリスクが顕在化した場合には、流動性不足に陥る可能性もある。この結果、公的なサポートが必要となり、納税者がリスクに晒される可能性があるわけである。

最近においても、石油流出事故で、大手石油会社の経営に大きな影響が出た事例があるが、FHC が同じような立場になりかねないということである。実際、ゴールドマン・サックスが所有するコロンビアの炭坑では、炭坑労働者のスト、炭坑事故、環境問題等、伝統的な銀行であれば通常、直面しないような問題が次々と生じていた。

さらに問題なのは、以上のようなリスクを FHC が十分勘案せず、潜在的な損失をカバーするのに十分な資本や保険を用意していない場合があることである。この点は、2012年の FRB サマリー・レポートで明らかになっている。同レポートは非公表であるが、上院レポートによると、JP モルガン・チェース、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー及びバンク・オブ・アメリカにおいて、エクストリーム・ロス・シナリオの場合、資本や保険のカバレッジでは、それぞれ 10 億ドル～150 億ドルの不足が生じるとの指摘がなされているという。JP モルガン・チェースにおいては、石油流出事故のリスクを、9割も過小評価していたとされる。

2010 年のメキシコ湾原油流出事故の際に、BP が多大な責任を負うことになったことから明らかのように、現物コモディティ業務が、FHC や銀行本体とは別の法人で行われていたり、サード・パーティとの契約によって行われていたとしても、リスクの遮断には有効ではないと FRB サマリー・レポートは断じている。

3. 不公正競争

FHC は、銀行を保有し、一般事業会社よりも、低コストのファンディングが可能である。また必要資本も少ない。FRB によれば、石油やガス関連の事業を営む一般の企業の場合、自己資本比率は 42%であるが、FHC 傘下の子会社の自己資本比率は、平均して 8~10%に過ぎないという。

ゴールドマン・サックスが Nufcor というウラニウム専門会社を買収した後、5年ほどで、Nufcor の取引高は 10 倍に拡大したが、上院レポートは、こうした業容の拡大の背景には、FHC の競争上の優位性があったとみなしている。

4. 不正取引

上院レポートは、次のような不正取引の問題も指摘する。すなわち FHC は、現物コモディティ事業に従事することにより、在庫の水準や取引状況等、各種の非公開情報を入手することが可能となる。これら情報を活用することにより、FHC は当該コモディティのデリバティブ取引を有利に行うことができる。

モルガン・スタンレーは、1980 年代前半に石油関連の先物のトレーディングをスタートさせたが、それからまもなくして石油保管コンテナをリースで取得したという。これは、石油の需給に関する情報をいち早く入手し、先物取引所でのトレーディングに活用するためだったとされる。実際、同社の幹部が、現物コモディティ業務から得られる情報により、他社よりも有利にトレードできると公言している。

相場操縦の問題も生じうる。原料買い取りから、加工、保管、輸送、最終需要者への販売といった、現物コモディティ市場全体に関与できるため、在庫を調整するなどして価格に影響を与え、トレーディングで利益をあげることも可能となる。

コモディティ取引の分野は、インサイダー取引や相場操縦に対する規制や監督が確立している証券取引の分野とは異なる³¹。しかし、金融市場で大きな影響力を持ち、コモディティ・デリバティブでも主要なプレイヤーである FHC が、現物コモディティ取引に関与することで、上記のような取引で利益をあげることは許容されるのかという批判がある。

明確に不正が確認されたわけではないが、巨大金融機関が現物コモディティ取引に関与したことで、価格形成が歪んだとの批判も生じている。

先述の通り、2010 年後半、JP モルガン・チェースは、銅の在庫を大幅に積み上げたが、時を同じくして、同社が SEC に銅の ETF の設定を申請していたため、それに関連した動きではないかとの憶測が生じた。そして同社の在庫積み上げと、銅価格の急騰がほぼ同時期に生じたため、銅のエンド・ユーザーから、銅の買い占めによる価格吊上げであるとの非難が巻き起こることとなった。2年にわたる審査の後、SEC は銅の ETF の上場を認めた。JP モルガン・チェースは、同商品のローンチを無期限延期とした。上院レポートは、こうした ETF は、利益相反や相場操縦の問題をもたらす恐れがあるとし、現行の規制・監督のあり方も含めて問題視している。

一方、ゴールドマン・サックスは、2012 年以降、参加者にインセンティブを提供し、

³¹ コモディティ分野でも証券取引所法と同様の相場操縦規制は、商品取引所法等に規定されている。しかし、コモディティ分野では、証券分野と異なり、物品の物理的輸送や保管を伴うことから、詐欺的行為としての相場操縦ではなく、市場支配力を背景として相場操縦に類する行為が行われうる。この点の法的対応は不備があるとの指摘がある。Pirrong, Craig, "Energy Market Manipulation: Definition, Diagnosis, and Deterrence", *Energy Law Journal*, Volume 31, No. 1, 2010.

デトロイトの倉庫におけるアルミニウムの在庫を急増させたが、この過程で中西部地区のアルミニウム価格が他のアルミニウム価格に対して、大幅なプレミアム付きで取引される事態が生じた。このため、アルミ缶を利用する大手飲料メーカー等が LME にクレームを送付する展開となった。

この他、米国連邦エネルギー規制委員会が摘発した事案には、JP モルガン・チェースが、電力入札に関して不正利得を没収されたケース、パークレイズが指数を構成する現物商品でポジションを積み上げて、指数を操作し自社のスワップ取引を有利としたケース、ドイチェバンクが現物商品のポジションを積み上げることで、デリバティブ取引で利益をあげたケースなどがある。2012年のFRB サマリー・レポートは、調査したFHCのほとんどにおいて、相場操縦の問題が生じていたとしている。

コモディティ市場における価格の吊上げのような行為は、幅広い消費者の日常生活に大きく影響する問題であるため、政治的にも注目を集めている。

5. 短期的視野の経営

天然資源を採掘し、輸送することを本業とする事業会社は、長期的な視点から、インフラ等の設備の更新投資や環境対策への投資を行っているが、FHC がマーチャント・バンキング事業としてこうした事業を行う場合は、10年程度の投資回収期間におけるリターンの最大化が目指されるため、こうした短期間に成果が明確に表れにくい投資には、消極的になるという問題も指摘されている。この結果、事故や環境問題のリスクの高まりや、短期的な競争上の優位性といった問題が生じうる。

6. 当局の不十分な監督

このような各種の問題をはらむ、FHC による広範な現物コモディティ取引を認めたFRBの認可や監督のあり方も批判されている。

1) 補完的業務

まず補完的業務については、FHC によるコモディティの採取、輸送、保管、販売の施設の所有、運営、出資、及びコモディティの加工、精製、その他の改変は認められないとされた。しかし例えばエネルギー・マネジメント、エネルギー・トーリングでは、FHC が発電所のオーナーに近い立場となり、その運営や発電に関するコントロールを持ち、また電力販売ビジネスを展開することになる。このようなビジネスを、なぜ金融業務を補完するものとして、FRB が認定したのか問題視されている。

FRB の認定理由は、こうしたエネルギー関連の業務やその他のコモディティ関連業務は、FHC に認められているコモディティ・デリバティブ取引の一環ないし延長線上にあるということであった。しかしおよそあらゆる資産についてデリバティブ取

引が成り立ちうる以上、デリバティブ取引の存在をもってして、その基礎となる経済活動に FHC が関与することが可能とすれば、銀行と商業活動の分離という原則が揺らぐこととなる。

2) マーチャント・バンキング業務

マーチャント・バンキング業務については、FHC がマーチャント・バンキング投資を行うに当たり、FRB への通知も、事前許可も必要とされないこともあり、FHC が行う業務が GLB 法のマーチャント・バンキング業務として適格かどうかの判断が適切に行われていないという問題がある。

ゴールドマン・サックスは、コロンビアにおける炭坑事業やメトロ社を通じたアルミニウム倉庫ビジネスを、GLB 法のマーチャント・バンキング権限の下で行っているとしているが、上院レポートは、事業の実態が、「投資先の企業を定期的に経営ないし運営してはならない」という、マーチャント・バンキング投資としての適格性を満たしているかどうか疑問であると指摘している。

マーチャント・バンキング業務についての制約が緩く監督も不十分であることは、補完的業務として行う場合の規制を回避する目的で、マーチャント・バンキング業務を選択する行動を惹起している。

2008 年、JP モルガン・チェースがベア・スターンズを買収した際、ニューヨーク連銀は、ベア・スターンズの資産をどう扱うかについて、JP モルガン・チェースに 2 年間の猶予期間を与えた。

JP モルガン・チェースは、2009 年 12 月に、電力関連業務を補完的業務として認めることを FRB に申請したところ、FRB は JP モルガン・チェースの現物コモディティ資産全体を Tire1 の 5%以下とすること、及びエネルギー・マネジメントについては、JP モルガン・チェースの業務収入の 5%以下とするという制約を課す案を示した。

これに対して 2010 年 2 月、JP モルガン・チェースは、猶予期間をもう 1 年延長することを要請し、また量的制約を撤廃すること、リストラ実行の際に発電所を直接保有することを FRB に申請した。FRB は結局、2010 年 6 月に JP モルガン・チェースが求めていた業務の一部分のみ補完的業務として認めることを決定した。量的制約の撤廃や発電所の直接保有は認めなかった。

2011 年 2 月、JP モルガン・チェースは、FRB に対して、発電所の直接保有については、補完的業務ではなく、マーチャント・バンキング業務として行うことを通知した。JP モルガン・チェースは、FRB に対して、これら発電所は全て売却する予定とされていた。しかしその後も、保有を続けているため、金融以外の分野に業務範囲を拡大する行為とみなしうるとして FRB も問題視するに至った。しかし FRB はこれを明確に禁止する措置をとっておらず、上院レポートは、こうした FRB の対応を含め、問題視している。

3) グランド・ファーザー条項

FHC の行う業務が、GLB 法のグランド・ファーザー条項で許容されるものかどうかの監督も、FRB は適切に行っていないとされる。

モルガン・スタンレーは、2013 年 10 月、大規模な圧縮天然ガスの製造・輸出事業に着手した。これら事業の主体は、モルガン・スタンレーの社員と幹部で運営される企業である。モルガン・スタンレーが、こうした事業を手掛けるのはこれが初めてであるが、同事業を GLB 法のグランド・ファーザー条項に基づき行うとして、ニューヨーク連銀に簡単な通知をしている。スタートから 1 年後、同事業についてのマスコミ報道があつてはじめて、FRB はモルガン・スタンレーに詳細についての問い合わせをしている。そして米議会上院小委員会がコンタクトするまで、FRB は、モルガン・スタンレーが自ら新規の事業を立ち上げたのではなく、既存の事業を買収したとの認識を持っていたという。

4) 包括的アプローチの欠如

現物コモディティ業務に関する現行の上限規制は、個々の業務ごと、あるいは個々の申請ごとに設定されているが、全体として銀行及び FHC のリスクへの対応として適切かという問題がある。

銀行に対しては、現物受渡しにより決済できるのは、デリバティブ取引の 5%以下という OCC の規制がある。また FRB は、FHC の補完的業務として保有する現物コモディティの市場価値は Tier1 自己資本の 5%以下という規制を設けている。グランド・ファーザー業務に対しては、FHC の連結総資産の 5%以下という規制を設けている。

しかし、これら規制については、実際の運用に関する正式のガイダンスはなく、また最近まで定期的なレポーティングの仕組みもなかった。個々に認められたコモディティ関連業務からのポジションを総合的に勘案し、トータルとして銀行及び FHC が、どの程度コモディティ関連のリスクを抱えているのかを把握し、それに基づく適切な監督が行われていたとは言えないのである。

JP モルガン・チェースにおいては、コモディティ業務の規模の計算の際、銀行本体が保有するコモディティを除外し、FHC 傘下のノンバンクが保有するコモディティのみ計算していた。銀行本体が保有するコモディティを計算に入れると、Tier1 の 12%近くとなった局面もあったことが確認されている。銀行本体が保有したコモディティは、補完的業務の一環で保有したものと異なるという解釈に基づく取扱いであるが、同社がこのような計算をしていたことを、ニューヨーク連銀の検査官が知ったのは、2012 年になってからという。

この他、bullion とみなされる銅の在庫、ベア・スターンズの買収により、2 年間の猶予期間の下に保有した発電施設、リース契約で保有する石油や天然ガスの貯蔵施設、タンカー、パイプラインなども、5%上限の計算からは除外されていた。

現物デリバティブ取引に関する OCC の 5%ルールについても、JP モルガン・

チェースは誤った解釈をしたり、抜け穴を使うなどして、事実上、適用を逃れていたことも判明した。

現物コモディティ業務の全体象については、当局への適切なレポーティングが実施されていなかっただけでなく、一貫したディスクロージャーも要求されておらず、ごく最近まで米国民が問題を認識することはなかったのである。

他省庁との連携の欠如も指摘されている。FHC の包括的監督者は FRB であるが、FHC が直接・間接に従事する現物コモディティ業務については、FRB の監督・検査の対象外である場合が多い。2012 年の FRB サマリー・レポートでは、各社において相場操縦等の不正が生じていることを確認しているが、こうした点を含む検査・監督手法の確立や他の規制当局との協調体制等は整備されていない。

そもそも監督の最終責任を負う FRB には、コモディティ業務に関する監督のエキスパタイズもリソースも限られる。にもかかわらず、FRB が FHC に対してこうした非金融業務への関与を認めたこと自体に根本的な問題があったともいえる。今後、現行規制や監督体制のテクニカルな見直しだけでは済まされず、抜本的な改革が必要となる可能性がある。

V 改革案

1. FRB の対応

FRB は、前記のコモディティ・チームによる調査が進展する過程で、現物コモディティ業務を FHC の補完的業務として認可することを求める申請に対して、慎重な姿勢を示すようになった。FRB の方針転換を察し、JP モルガン・チェースは、2012 年 8 月に補完的業務としてのアスファルト等の取引の申請を取り下げている。また同社は、2010 年 7 月に RBS Sempra の買収の一環で、世界的なコモディティ倉庫ネットワークである Henry Bath を傘下に置き、この倉庫業務を補完的業務ないしマーチャント・バンキング業務として継続することを模索したが、FRB の了解が得られず、2014 年 3 月に売却している。

この他、ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーの鉄鉱石の取引や、ゴールドマン・サックスのブラジルにおける砂糖黍栽培の申請も却下されている。またバンク・オブ・アメリカが、メリル・リンチ買収に伴い、現物コモディティ業務を補完的業務として継続できるよう FRB に申請している件は、ペンディングのままである。トロント・ドミニオン・バンクは、2012 年に天然ガスの取引に関して FRB に補完的業務の申請を行ったが、2014 年に取り下げている。

2013 年 7 月には、FRB は、一定のコモディティ業務を金融業務の補完的業務として銀行持株会社に認めた 2003 年以來の決定をレビューしていることを明らかにした。

さらに FRB は、2014 年 1 月にルール・メイキング提案に関する事前ノータイス

(Advance notice of proposed rule making, ANPR) を発表した³²。ここでは、近年、銀行グループが現物コモディティ業務を活発化させている結果、カタストロフィックなリスクなど、従来にないリスクが銀行及び金融システムにもたらされる可能性があるとして指摘し、FRB として、補完的業務、マーチャント・バンキング権限、グランド・ファーザー条項等を通じた FHC の業務をレビューすることを決定したとしている。

そして補完的業務については、自己資本比率規制の強化、保険加入義務の強化、現物コモディティ業務の絶対額ないし資本や収入に対する上限比率による規制強化、その他の規制導入、認可対象商品を CFTC が認可した先物契約がある商品に限定することに加え、その流動性を勘案すること等、各種の規制強化案についての意見を求めている。また、そもそも現状の補完的業務が、金融活動に補完的と言えるのかどうか、利益相反が生じていないか、公益に反する点はないかといった問いを投げかけている。

マーチャント・バンキング権限については、保有可能年限の短縮化、routine operation and management に関する要件の厳格化、追加的な自己資本要求、FRB へのレポーティングないしディスクロージャーの強化といった案への意見を求めている。

グランド・ファーザー条項に基づく業務については、追加的な自己資本比率規制、流動性規制、レポーティングやディスクロージャー義務を課す必要がないかどうか、不公正競争やその他の問題が生じていないか、といった点への意見を求めている。

FRB のタルーロ理事は、2014 年 11 月の上院小委員会における証言において、上記 ANPR に対して 184 件のコメントが寄せられていることを紹介している。コメントの内容は、規制強化に賛成、反対、様々であり、FRB として慎重にレビューしている最中であるが、2015 年第 1 四半期には正式なルール・メイキングの通知を発出する予定と述べている。また、FRB における検討にあたっては、上院レポートは重要なインプットとなるとしている。

2. 上院レポートの提言

上院レポートは、以下の 11 の提案を列挙している。

- ① 銀行と商業の分離の再確認
- ② サイズ・リミットの明確化
- ③ ディスクロージャーの強化
- ④ 補完的業務の範囲の限定
- ⑤ グランド・ファーザー条項の範囲の明確化
- ⑥ マーチャント・バンキング権限の範囲の限定
- ⑦ 最低自己資本及び保険の設定
- ⑧ 不公正取引の防止

³² Federal Reserve System, "Complementary Activities, Merchant Banking Activities, and Other Activities of Financial Holding Companies Related to Physical Commodities", *Federal Register*, Vol.79, No.13, January 21, 2014

- ⑨ セクション 620 調査の活用
- ⑩ コモディティ・バケット ETF の規制
- ⑪ 価格操作につながる現物コモディティの悪用に関する調査

このうち②のサイズ・リミットについては、現物コモディティの市場価値の計算方法を明確化すること、一部のコモディティの計算からの除外扱いを廃止すること、そして全ての現物コモディティ保有を FHC の Tier1 の 5%以下とすべきとしている。

⑥のマーチャント・バンキング権限については、投資年限の短縮化、routine operation and management の定義の明確化を求めている。

⑨のセクション 620 調査とは、ドッド・フランク法におき、ボルカー・ルール（セクション 619）に続く条項であるセクション 620 で規定されたもので、内容は「主管連邦銀行当局は、ドッド・フランク法成立後、18 カ月以内（2012 年 1 月まで）に、銀行組織が行うことができる業務についてレビューし、報告書を作成しなければならない」というものである。法律で定められた期日を大幅に過ぎていたが、当該調査はまだ完了していない。

VI わが国への示唆

1. 米国より寛容な銀行の業務範囲規制

わが国では、2015 年 3 月 3 日に開催された金融審議会において、金融グループを巡る制度のあり方等について、今後検討を進めることとされた。この背景の一つは、銀行グループに、電子商取引ビジネスへの出資や金融関連 IT ベンチャー企業への出資等を可能とする等、グループ全体での柔軟な業務展開を認めることにより、決済等、金融サービスの高度化を実現しようという主張があることである。

この主張においては、欧米の金融機関が、金融関連の IT ベンチャー企業への出資・買収を活発化していること、特に米国では、FHC には柔軟な業務展開が許容されており、当局に申請することにより、補完的業務が個別に認可されていることが、しばしば言及され、わが国でも、同様な仕組みが必要とされている。

しかしながら、本稿で指摘したように、米国の FHC に補完的業務として認められてきたのは金融 IT ビジネスではなく、現物コモディティ業務ばかりである。従って、同様の制度が無いことで、わが国の銀行グループが、金融 IT 分野で米国に立ち遅れているとは言い難い。しかも後述するように、FHC の補完的業務に相当する枠組みはわが国でも既に導入されている。

金融 IT 分野に限らず、時代環境の変化に応じて、多種多様な業務を、銀行業務に付随する業務、あるいは関連する業務等として、銀行本体、その子会社、あるいは持株会社傘下の関連会社に対して、追加的に認めてきたという点は、米国もわが国も同じである。

ただし、わが国の場合、銀行本体で一般事業会社の株式を議決権の 5%まで保有できること、銀行本体で投信販売が可能である等、銀行本体の業務範囲が米国よりも広い部分が

あること、米国では、銀行子会社については BHC 傘下の関連会社よりも業務範囲は限定されているが、わが国ではほぼ同一であること、米国では自己資本及び経営が優良といった条件を満たす BHC のみが FHC として証券会社や保険会社との系列関係や関連会社化が認められ、またマーチャント・バンキング業務が認められるが、わが国ではこうした制約もなく、銀行子会社でも持株会社形式でもこれらが可能なこと、等々を踏まても、現状において、わが国の方が、米国に比べて銀行の業務範囲規制が寛容であることを再確認する必要がある。

2. 「持株特定子会社」の規制緩和が必要なのか

上記の、銀行子会社の業務範囲と銀行持株会社の子会社の業務範囲については、わが国では従来、同一であった。しかし 2007 年 11 月に開催された金融審議会金融分科会第二部会において、金融サービスの高度化、多様化等に伴い、新たな金融関連業務へのニーズが高まっているとして、銀行・保険会社グループの業務範囲規制の在り方等に関する審議がなされ、同年 12 月にとりまとめられた金融審議会報告において見直しが提言された。すなわち、兄弟会社間、親子会社間に比べ、相互に経営に与える影響がより少ない仕組みであり、より業務範囲を緩和する余地があるものとされたのである。この点については、米国の FHC の制度が参考として紹介されている。

これを受け、2008 年の銀行法改正におき、銀行持株会社の子会社には、銀行の子会社の業務範囲（銀行法 52 条の 23）に加え、認可制のもとで特例としての「持株特定子会社」を子会社とできることとなった（銀行法 52 条の 23 の 2）。この場合、当該銀行持株会社と子会社である銀行の自己資本比率が十分な水準であることや、認可対象の子会社の経営管理を的確かつ公正に遂行できることなどが要求されている（銀行法施行規則 34 条の 19 の 4）。

そして、持株特定子会社の業務範囲としては、現状、銀行の付随業務である金融等デリバティブ取引にかかる同号に規定する商品の売買（商品現物取引）が認められている（銀行法施行規則 34 条の 19 の 3）。

つまり、わが国には既に米国の FHC に相当する制度が導入されており、しかも米国の補完的業務におけると同様、この枠組みにおいて、現物コモディティ業務が一部解禁されたのである。

この 2007 年後半に活発化した業務範囲規制緩和論においては、米国 FHC の補完的業務におけるのと同様、わが国も、当局への個別申請・認可で業務範囲を拡大できる姿を目指すべきとの主張が展開されたが、次の 3 点を踏まえ、金融審議会報告書はこれを採用しなかった。

- ① 銀行が決済機能を有することを踏まえ、他業禁止の観点から限定列举を基本としている銀行法の業務範囲規制
- ② 行政判断の透明性確保の観点
- ③ 当局による監督の実行性確保の観点

そして、予め行いうる業務を法令で限定しつつ、金融を巡る状況の変化等に応じ可能な限り柔軟に対応していく枠組みを確保していくことが、現実的としたのである³³。

2008年の銀行法改正より7年が経過した今日において、当時の金融審議会報告書で示された上記の方針を覆すべき状況がわが国に生じているのかどうか、慎重な検討が望まれよう。当然のことながら、この検討においては、本稿で指摘したように、米国において、FHCの補完的業務とそれに対する当局の認可・監督のあり方の見直しが議論されている最中であることは、十分念頭に置かれるべきであろう。

またFHCの補完的業務に限らず、銀行グループの業務範囲のあり方全般についても、米議会等で議論となっていること、米国ではドッド・フランク法の規定に基づき、金融当局が、銀行の業務範囲のあり方に関する報告書を取りまとめ中であること、国際的には銀行グループの業務範囲を限定する動きが潮流となっていること、等も視野に入れる必要があるであろう。

3. 銀行・金融システムの健全性と利便性・効率性のバランス

銀行の業務範囲を限定することは、銀行や金融システムの健全性確保に寄与する側面がある一方、金融サービスの利便性・効率性を損なう可能性があるため、両者のバランスを考えていくことは今後とも重要である。

米国は「銀商分離」を掲げ、銀行及びその子会社、またBHC、FHCを通じた業務を限定している。米国の場合、銀行の議決権の25%以上を直接・間接に保有する企業、銀行の取締役ないしトラスティの過半数の選出をコントロールできる企業、及びFRBが銀行の経営や方針に支配的な影響力を直接・間接に行使していると判断した企業は、BHCとなる。従って、事業会社が銀行を傘下に置こうとした途端、事業会社ではなく、BHCとなり、非銀行業務を兼業できなくなる。

これに対してわが国は、米国同様、銀行や銀行持株会社による非銀行業務への進出を規制する一方で、一定の制約の下で、事業会社が銀行持株会社としての規制を受けずに、銀行を傘下に置くことが可能である³⁴。

これについて2000年8月、金融庁は、異業種による銀行業参入等新たな形態の銀行業に対する「基本的な考え方」及び「免許審査・監督上の対応（運用上の指針）」を公表している。そこでは異業種の銀行参入の動きが、金融技術の革新・競争の促進等を通じて金融の活性化や利用者利便の向上に寄与する可能性があるとしている。その上で、事業親会

³³ 金融審議会金融分科会第二部会報告「銀行保険会社グループの業務範囲規制の在り方等について」金融庁、2007年12月18日。

³⁴ 銀行持株会社とは、銀行を子会社とする持株会社（独禁法9条4項第1号に規定する持株会社）であって、銀行法52条の17第1項の認可を受けて設立され、または同項もしくは同条3項ただし書きの認可を受けているものをいう（銀行法2条12項、13項）。ここで独禁法に規定する持株会社とは、子会社（会社が議決権の過半数を有する他の国内の会社）の株式の取得価額が当該会社の総資産の50%を超える会社である。従ってこの範囲内であれば、事業会社が、銀行や銀行持株会社の株式を取得しても銀行持株会社とはみなされない。小山嘉昭『詳解銀行法（全訂版）』金融財政事情研究会、2012年参照。

社からの独立性、事業リスク遮断、個人情報保護等の問題もあることを指摘している。同年 12 月には、金融審議会金融分科会第一部会が「銀行業等における主要株主に関するルール整備及び新たなビジネス・モデルと規制緩和等について」を発表し、これに基づき 2001 年 12 月、銀行法等改正法が成立した。ここで、潜在的な問題への対応策として、銀行業に参入する異業種に対する届出制、適格性、報告徴求・検査、経営悪化時の対応といった枠組みが導入されることとなった。

このようにわが国において、事業会社が銀行を支配できるのに、銀行が事業会社を支配できない点については、銀行が事業会社よりも不利な立場となっているとの批判もありうるが、わが国では、金融資本が事業会社を傘下に置くことに比べると、産業資本が銀行を傘下に置くことの問題は、相対的に小さいという発想があると考えられる。前者の場合、預金者を新たに異質なリスクに晒すことにつながり、また豊富な資金力を持つ銀行による産業支配への懸念といった公正競争の懸念がある³⁵。もちろん後者についても、いわゆる機関銀行問題等が生じうるが、これについては、大口与信規制等で対応できるとの立場であろう。

一方、事業会社に一定の銀行業務を認めることにより、事業会社がその本業を通じて確立している IT の能力、あるいは新たなサービスの手法やチャネル等を、銀行業に応用する途が開けることとなる。このメリットが、潜在的なデメリットよりも大きいというのが、わが国の判断と言えよう。

ちなみにこのメリットは、既存の銀行に対して、事業会社が展開する IT ビジネス等への進出を新たに認可したところで容易に得られるものではないことは言うまでもない。

またわが国においては、2009 年 1 月の金融審議会金融分科会第二部会「決済に関するワーキング・グループ」の報告書におき、「利用者の利便性の向上や決済サービスに係る国際競争力の強化の観点から踏まえれば、為替取引に関する制度の柔軟化を行い、イノベーションと競争を促進し、多様な担い手によるサービスの提供を可能とすることが適当である」とされ、資金決済法が成立したところである。これにより、これまで銀行の独占業務とされていた為替取引の一部を、資金移動業者として登録した一般事業者が行うことを可能にしたのである。

すなわち、事業会社が銀行を保有することを認めるだけでなく、銀行業の一部を、銀行免許を持たない業者にも開放することで、金融サービスの利便性・効率性を一段と高めようとしているのが、最近までのわが国のスタンスである。その意味で、今回の議論が、銀行による IT 企業等の支配を可能にしようというのであれば、重大な政策転換を意味することになる。

英国も、わが国同様、条件付きで一般事業者の銀行参入を許容している。では米国は厳格な銀商分離を掲げつつ、いかに金融サービスにおける利便性・効率性を確保しようと

³⁵ 銀行の株式保有規制は、独占禁止法（11 条）と銀行法（16 条の 3）の双方で規制されている。前者は銀行の資金力を背景とした産業支配等を防止し、公正競争を確保すること、後者は、銀行経営の健全性を確保し、銀行の他業禁止に遺漏なきを期すことを目的としている。

しているのでしょうか。実は、米国が銀行の業務範囲を柔軟に拡大し、補完的業務といった制度まで導入してきた理由は、本来はこの点にあるとの指摘がある³⁶。つまり非銀行業の銀行業進出を禁止しつつ、銀行業の規制緩和を通じて、利便性・効率性の向上を目指してきたのが米国の特徴というわけである。

わが国としては、米銀や米国 FHC の業務範囲規制を表面的に参考とするのではなく、わが国と米国では、このように根本的なアプローチの違いがある点も考慮する必要がある。

³⁶ 野原宏「銀商分離政策の今日的意義を検証する」『金融財政事情』、金融財政事情研究会、2000年2月21日。