

## 金融持株会社の業務範囲として

### マーチャント・バンキング等の禁止を提言する FRB

小立 敬

#### ■ 要 約 ■

1. FRB を含む連邦銀行当局は 2016 年 9 月、特定の現物コモディティ業務およびマーチャント・バンキングの禁止を含む銀行による非銀行業務の制限を連邦議会に提言する報告書を公表した。これは 2010 年 7 月に成立したドッド＝フランク法 620 条の規定に基づいて策定されたものである。報告書が提言する制限が講じられると、米国大手銀行の業務に影響が生じることになる。
2. 米国大手銀行は銀行持株会社（BHC）であるが、FRB の認可を得て金融持株会社（FHC）となっている。1956 年銀行持株会社法（BHC 法）の下、FHC は BHC に比べてより幅広い非銀行業務を行うことができる。報告書は、FHC の非銀行業務のうち、①証券の引受・ディーリング業務、②保険の引受・エージェンシー業務、③マーチャント・バンキング、④補完的業務、⑤現物コモディティ業務について、銀行の安全性および健全性、あるいは米国の金融システムに負の影響を与えているまたは与え得るかという観点から検証を行っている。
3. 報告書はその結論として、①ゴールドマン・サックスおよびモルガン・スタンレーにのみに認められる BHC 法 4 条(o)に基づく現物コモディティ業務と、② FHC が行うマーチャント・バンキングの廃止を提言する。前者は、両社に認められているグランドファザー一条項が、他の FHC との競争上の問題、さらに安全性や健全性の問題を惹起することに加えて、銀行業と商業の分離という BHC 法の原則に反することを理由として挙げる。一方、後者については、投資を通じて非金融会社の経営・運営に FHC が関わることで非金融会社の法的債務を負うリスクが生じることから、マーチャント・バンキングの廃止によって、FHC の安全性や健全性のリスクを抑制しつつ、銀行業と商業の分離という基本原則を維持することを狙いとしている。
4. 米国は 11 月に大統領選を控えており、報告書の提言を受けて連邦議会が年内に法制化に向けて動く可能性は低いとの見方をされている。もっとも、共和党の政策綱領にはグラス＝スティーガル法の復活が記され、民主党の政策綱領には最新化および現代化されたグラス＝スティーガル法の適用という政策が含まれている。次期政権において想定される追加的な金融制度改革の中で、報告書の提言がどのような取扱いとなっていくのか注意を払う必要があるだろう。

## I 報告書の背景

米国の連邦準備制度理事会（FRB）、連邦預金保険公社（FDIC）および通貨監督庁（OCC）は2016年9月8日、特定の現物コモディティ業務およびマーチャント・バンキングの禁止を含め、銀行による非銀行業務の制限を連邦議会および金融安定監督評議会（FSOC）に提言する報告書を公表した<sup>1</sup>。報告書は、2010年7月に成立したドッド＝フランク・ウォールストリート改革および消費者保護法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act、以下、「ドッド＝フランク法」）の規定に基づいて策定されたものである。報告書が提言する制限措置が講じられると、米国大手銀行の業務に影響が生じることとなる。

ドッド＝フランク法 620 条は、銀行（banking entity）が連邦法、州法の下で行う業務および投資に関する調査として、①銀行に認められている業務・投資の種類、②当該業務・投資に関連するリスク（財務リスク、オペレーショナル・リスク、経営リスク、レピュテーション・リスクを含む）、③当該リスクに対するリスク緩和措置について、連邦銀行当局がレビューした上で下院の金融サービス委員会、上院の銀行委員会、そして FSOC に報告書を提出することを定めている<sup>2</sup>。さらに、以下の点について報告書において提言を行うことを連邦銀行当局に要請している。

- 個々の業務・投資は、銀行の安全性および健全性、あるいは米国の金融システムに負の影響を与えているまたは与え得るか
- 銀行による個々の業務行為または投資の適切性
- 必要な場合、銀行に認められる業務・投資に関する安全性および健全性に対するリスクに対処することを目的とする追加的な制限

報告書は、FRB および FDIC、OCC が自ら監督する業態について個々に調査・提言を担当するかたちでまとめられており、報告書全体として、現行法の下で銀行に認められている非銀行業務を制限する方針が示されている。米国大手銀行は、銀行持株会社（bank holding company; BHC）として位置づけられているが、さらに FRB の認可を得て金融持株会社（financial holding company; FHC）となっている。報告書のうち、FHC の主たる監督当局である FRB が担当した箇所では、特定の現物コモディティ業務やマーチャント・バンキング業務を禁止することが提言されている。

FHC の現物コモディティ業務に関しては、金融危機以降、FRB や連邦議会を中心にそのリスクの高さが問題視され、現行法制度や当局対応の見直しについて議論が行われてきたところである<sup>3</sup>。実際に FRB は、2014 年 1 月に FHC による現物コモディティ業務や現

<sup>1</sup> FRB, FDIC, and OCC, “Report to the Congress and the Financial Stability Oversight Council Pursuant to Section 620 of the Dodd-Frank Act,” September 2016 (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/bcreg20160908a1.pdf>).

<sup>2</sup> 同条はドッド＝フランク法成立後 18 ヶ月以内に報告書の提出を求めており、提出期限に大幅に遅れている。

<sup>3</sup> 現物コモディティ業務の見直しの議論に関しては、淵田康之「米国金融持株会社の業務範囲規制を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2015 年春号を参照。

物コモディティに関連するマーチャント・バンキング投資の規則提案に向けた事前市中協議（ANPRM）を提示している<sup>4</sup>。そして、連邦銀行当局がこの度公表した報告書は、特定の現物コモディティ業務の禁止に加えて、マーチャント・バンキングの禁止を提言しており、従来以上に踏み込んだ提言となっている。

本稿では、特定の現物コモディティ業務やマーチャント・バンキングの禁止が業務に与え得る影響が相対的に大きい米国大手銀行、したがって FHC に焦点を当てながら、報告書の中で FRB が担当したレビューおよび提言を中心に整理を図る。

## II FHC に認められる非銀行業務

### 1. BHC 法と非銀行業務の関係

FHC を含む BHC は、1956 年銀行持株会社法（以下、「BHC 法」）の下で業務を行っている。BHC 法は、銀行の安全性および健全性の維持とともに、「銀行業と商業の分離（separation of banking from commerce）」の原則を確保するものであって、BHC が非銀行業務を行わないよう BHC 法は銀行の業務範囲に制限をかけている。特に BHC による非銀行業務の制限を図る同法 4 条は、銀行ではない非金融会社の持分や経営権を取得すること、銀行業、銀行またはその子会社を管理・経営すること以外の業務を行うことを一般に禁止している<sup>5</sup>。

もともと、同法 4 条は非銀行業務の禁止に対していくつかの例外を認めている。しかしながら、その範囲は限定的である。例えば、同法 4 条(c)(6)および(7)において BHC が直接的にまたは間接的に完全子会社を通じて会社に投資することが認められているのは、発行済株式の 5%までである。また、同法 4 条(c)(8)は、FRB が銀行業に適切に付随し密接に関係（to be so closely related to banking as to be a proper incident thereto）するとみなす業務を BHC が直接的、間接的に行うことが認められている。当該規定を受けて FRB のレギュレーション Y は、BHC に可能な非銀行業務のリストを掲げており、その中にはコモディティ・デリバティブも含まれる<sup>6</sup>。ただし、全体としてその業務範囲は限定されている。

BHC 法の業務範囲の制限を大幅に緩和したのが、1999 年のグラム＝リーチ＝ブライリー法（Gramm-Leach-Bliley Act、以下、「GLB 法」）である。GLB 法は、銀行業と証券業の分離を図るグラス＝スティーガル法（Glass-Steagall Act）を廃止する一方、BHC 法 4 条(k)を設けて FHC 制度を導入し、FHC の下で銀行や証券会社、保険会社が、子会社を通じて銀行業務または証券業務、保険業務を行うことを可能にした。FHC は、BHC 傘下のすべての預金金融機関が、十分に資本充実（well capitalized）しており、十分に管理（well managed）されているという要件を満たした上で、コミュニティ再投資法（CRA）

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> 12 USC 1843(a).

<sup>6</sup> 12 CFR 225.28(b)(8).

に係る検査に合格した場合、FRB の認可によってそのステータスを得ることができる<sup>7</sup>。

GLB 法はさらに、FHC に認められる非銀行業務の範囲を拡大した。FHC は、BHC 法 4 条(k)の下、①本源的金融業務または付随業務 (financial in nature or incidental to such financial activity) であると FRB が決定する業務、または②金融業務の補完的業務 (complementally to a financial activity) であって預金金融機関の安全性もしくは健全性、または金融システムに重大なリスクをもたらすことのない業務を営むことができる。

同法 4 条(k)(4)は、本源的金融業務を具体的に掲げており、①証券の引受およびディーリング、マーケット・メーカー業務、②保険の引受およびエージェンシー業務、③マーチャント・バンキングが含まれる<sup>8</sup>。また、FRB は、財務長官と協議の上、本源的金融業務または付随業務を決定することが可能である。FHC は、FRB に対して通知を行うことにより本源的金融業務または付随業務を行うことができる。一方、補完的業務については、FHC は FRB の承認の下、預金金融機関の安全性もしくは健全性、または金融システムに重大なリスクをもたらさないと FRB が決定した業務を行うことが可能である。

このように BHC は、FHC のステータスを得ることで、認められる非銀行業務の範囲が拡大し、FHC ではない BHC と比べるとより幅広い非銀行業務を行うことができる。一方、FHC ではない BHC については、BHC 法 4 条(c)(8)の下で認められている非銀行業務に限定されることになる。なお、報告書は 2015 年末時点で、米国において BHC は FHC を含めて 4,213 社であるのに対して、FHC のステータスを得ているのは 454 社 (うち米国 FHC が 440 社、外国 FHC が 14 社) であり、FHC の総資産は、BHC 全体の総資産の 86%に相当することを明らかにしている。

## 2. 非銀行業務の法的背景

報告書は、FHC に認められる非銀行業務のうち、①証券の引受・ディーリング業務、②保険の引受・エージェンシー業務、③マーチャント・バンキング、④補完的業務、⑤現物コモディティ業務について、それぞれの法的背景を確認している。

### 1) 証券の引受・ディーリング業務

GLB 法以前のグラス＝スティーガル法 20 条は、銀行が引受・ディーリングを直接的に行うことができない非適格証券 (bank-ineligible securities) の引受・ディーリングに主として従事 (engaged principally) する子会社を傘下に有することを禁じていた。

もっとも、「主として従事」という表現には法律上の定義がなかったことから、FRB の解釈として、非適格証券業務から得られる収入が子会社の総収入の 25%を超えない範囲で、非適格証券の引受・ディーリングを行う会社を子会社化することを認めて

<sup>7</sup> ドッド＝フランク法 606 条(a)によって、銀行子会社に加えて、持株会社自身も十分に資本が充実しかつ十分に管理されていることが求められることになった。

<sup>8</sup> 12 USC 1843(k)(4).

いた<sup>9</sup>。すなわち、BHC の下で認められる証券引受・ディーリングは、いわゆる 20 条子会社 (section 20 subsidiary) を通じて行われる非適格証券業務に限られていた。

GLB 法は、FHC 制度の下で、証券会社が銀行を子会社とすることを認める一方、FHC がフル・サービスの証券会社を子会社化することに加えて、社債や株式を含むあらゆる証券の引受やディーリングを行うことを可能にした。GLB 法によってグラス＝スティーガル法 20 条が廃止されたことから、FHC 傘下の証券子会社は、20 条子会社に適用されていた収入要件の制約を受けることなく、発行済株式の 5% の保有制限の制約を受けることなく、ディーリング業務を行うことができるようになった。

GLB 法の制定によって、銀行系の証券子会社は FHC 制度の下で独立系証券会社と十分に競争できる環境が整えられた。なお、報告書は、米国 FHC のうち証券の引受・ディーリングを行っているのは直近で 30 社、外国 FHC では 19 社に上ることを明らかにしている (図表 1)。

## 2) 保険の引受、エージェンシー業務

GLB 法成立前の米国では、BHC による保険の引受やエージェンシー業務は、1982 年のガーン＝セント・ジャメイン預金金融機関法 (Garn-St.Germain Depository Institutions Act) によって制限され、BHC が保険の引受・販売を行うことが一般に禁じられていた。もっとも、いくつかの例外があり、例えば、①クレジットに関連する保険の引受・販売、②人口 5 千人未満の地域では、BHC が保険商品の販売をエージェンシーとして行うことが認められていた。

これに対して GLB 法は、保険会社および保険エージェンシーが FHC 制度を通じて銀行を子会社化することを認める一方、FHC が地域の制約に縛られることなく保険の引受・販売を行うことや、FHC が保険会社または保険エージェンシーを子会社化することを認めた。また、保険の引受を行う FHC の保険子会社は、州法の下、保険会社の資産に投資することも認められている。報告書は、GLB 法の結果、多くの銀行が保険および年金の販売業務において商品の多様性とボリュームの面で拡大していると評価している。

図表 1 証券の引受・ディーリング業務を行っている FHC (社数)

	2012年末	2013年末	2014年末	2015年末
米国FHC	36	33	32	30
外国FHC	22	22	22	19
合計	58	55	54	49

(出所) 報告書より野村資本市場研究所作成

<sup>9</sup> 1996 年以前は非適格証券業務から得られる収入が子会社の総収入の 5% 未満であることが要件であった。

### 3) マーチャント・バンキング

GLB 法は、善意 (bona fide) の引受、マーチャント・バンキングまたは投資銀行業務の一部として、本来は BHC 法 4 条で禁止される非金融会社の持分に投資することを認める規定を BHC 法において手当てした<sup>10</sup>。マーチャント・バンキングは、非金融会社 (ポートフォリオ会社) のすべての持分まで投資することが可能である。FHC は、直接的にまたは子会社 (預金金融機関およびその子会社を除く) を通じて投資することができる。

GLB 法は、マーチャント・バンキングは善意の金融投資であって、銀行業と商業の分離という BHC 法の原則を確保する観点から、投資を合理的に売却・処分できる期間として一定期間のみ投資を認め、マーチャント・バンキング投資として保有する非金融会社を経営・管理することを一般に禁じている。これを受けて FRB は、FHC が直接的または間接的に保有する場合は 10 年間、適格プライベート・エクイティ・ファンドを通じて保有する場合は 15 年間で投資期間とすることを含む規則を定めている<sup>11</sup>。

報告書は、2015 年末の FHC の 454 社 (外国 FHC も含む) のうち、マーチャント・バンキングを行っているのは米国 FHC で 16 社、外国 FHC で 5 社あり、それらの投資価値 (簿価ベース) を合計すると、300 億ドル弱の投資が行われていることを明らかにしている (図表 2)。

### 4) 補完的業務

GLB 法は、前述のとおり、非銀行業務として本源的金融業務または付随業務に加えて、FRB の承認の下、ケース・バイ・ケースで FHC が補完的業務を行うことを認めている。補完的業務は、預金金融機関の安全性もしくは健全性、または金融システムに重大なリスクをもたらすことのない業務でなければならない。FRB は、①現物コモディティ・トレーディング業務、②エネルギー管理サービス、③エネルギー・トーリング (energy tolling)、④疾病管理・医薬品通販 (disease management and mail order pharmacy) のサービスを通達 (order) で認めている<sup>12</sup>。

図表 2 マーチャント・バンキングを行っている FHC (社数)

	2012年末	2013年末	2014年末	2015年末
米国FHC	17	17	16	16
外国FHC	5	5	5	5
合計	22	22	21	21
投資価値(簿価ベース)	493.0億ドル	434.0億ドル	319.8億ドル	267.8億ドル

(出所) 報告書より野村資本市場研究所作成

<sup>10</sup> 12 USC 1843(k)(4)(H).

<sup>11</sup> 12 CFR 225.172.-173.

<sup>12</sup> 現在、現物コモディティ・トレーディング業務が認められている FHC は 12 社、エネルギー管理サービスあるいはエネルギー・トーリングが認められている FHC は 5 社である。

現物コモディティ・トレーディング業務については、BHC 法 4(c)(8)の下で BHC の業務として認められているコモディティ・デリバティブの補完的業務として位置づけられており、①スポット市場における原油、天然ガス、農産物、その他の非金融コモディティの売買、②コモディティ・デリバティブの決済のための現物コモディティの受渡しを行うことができる。

また、コモディティ・デリバティブの補完的業務として、デリバティブ取引に関する金融サービス、投資助言サービスとしてエネルギー・トーリングやエネルギー管理サービスも認められている。エネルギー・トーリングとは、発電施設の所有者が固定費の支払いに対応できるよう FHC が長期的に定額を支払う一方で発電された電力を受け取るサービスである。一方、エネルギー管理サービスとは、発電施設の所有者の燃料の購入および電力の販売を金融機関としてサポートし、リスク管理を助言するものであり、FHC が燃料を購入して発電施設に供給し、発電された電力を FHC が購入して販売を行うサービスである。信用供与や担保供与、ヘッジ取引の管理も行う。

一方、健康保険の引受・販売業務の補完的業務として認められている業務に疾病管理・医薬品通販サービスがある。疾病管理サービスは、例えばワクチンの提供や人間ドックを含む、健康的なライフスタイルの維持を支援し病状を適切に管理するためのツールやリソースへのアクセスを保険商品契約者に対して提供することが含まれる。そして、医薬品通販サービスには、薬剤給付保険の顧客の調剤、薬剤関連情報の顧客への提供、薬物相互作用といった顧客の処方箋の潜在的な問題への対処が含まれる。

#### 5) 4条(o)のコモディティ業務

GLB 法は、BHC ではない会社であって 1999 年 11 月 12 日以降に FHC になった会社については、1997 年 9 月 30 日以降は BHC の業務として認められていないコモディティ、デリバティブの原資産である現物財産のトレーディング、売却、投資に関連する業務を行う会社の株式を所有・管理を継続することを認める BHC 法 4 条(o)を手当てした<sup>13</sup>。このグランドファザー条項の適用を受けているのが、ゴールドマン・サックスおよびモルガン・スタンレーである。

金融危機以前のゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーは、SEC に登録する証券会社を傘下に有する証券持株会社グループを形成していたが、リーマン・ブラザーズが破綻した 2008 年 9 月に BHC に転換し、その後に FHC としての認可を FRB から得た。その結果として、両社は、同法 4 条(o)の適用を受け、コモディティの採取および輸送、貯蔵、販売のためのファシリティを所有または運営、投資したり、コモディティを加工または精製することができる。JP モルガン・チェースを含む他の FHC に認められている現物コモディティ業務に比べると、両社は同法 4 条(o)の下でより幅広い業務を行うことが可能である。

<sup>13</sup> 12 USC 1843(o).

### 3. 非銀行業務に対する制限

報告書はドッド=フランク法 620 条の要請を踏まえて、銀行の安全性もしくは健全性、または米国の金融システムに負の影響を与えているもしくは与え得るかという観点から、上記の個々の非銀行業務に適用されている安全性や健全性の維持を図る既存の制限について整理している。

#### 1) 証券・保険業務

証券の引受・ディーリング業務、保険の引受・エージェント業務については、BHC 法や FRB の規則または監督ガイダンスに従って業務を行わなければならない。例えば、FRB 規則は、証券の引受、ディーリング、マーケット・メイキングに対して制限を課しており、証券子会社に対する銀行の日中与信は、連邦準備法 23B 条のアームズ・レングス原則に基づく取引条件の下で実行されなければならない<sup>14</sup>。また、保険販売業務における主なリスク（オペレーショナル・リスク、リーガル・リスク、レピュテーション・リスクを含む）は、金融規制・監督の枠組みの中で対処されることになる。FRB は、証券や保険の投資・業務を監督する場合は、FHC の他の金融業務とともに連結ベースのリスク・プロファイルを評価し、当該投資・業務が FHC に与えるリスクやリスク管理システムの有効性を判断するとしている。

#### 2) マーチャント・バンキング

マーチャント・バンキングについては、投資の安全性および健全性を確保する観点から、FRB のレギュレーション Y のサブパート J において、投資期間やポートフォリオ会社の経営・運営、クロス・マーケティング、関係会社取引の制限を含め、様々な制限が定められている<sup>15</sup>。さらに、サブパート J は、マーチャント・バンキングに関して、以下の事項を含め、投資業務や関連するリスクを実行、監視、管理するための方針、手続、記録、システムを構築することを求めている。

- 個々のマーチャント・バンキング投資、集計したマーチャント・バンキング投資のポートフォリオの簿価および市場価値、パフォーマンスの監視および評価
- マーチャント・バンキング投資に関連する市場、信用、その他リスクの特定および管理
- 各ポートフォリオ会社との取引や関係から生じる条件、金額、リスクの特定、監視、評価
- FHC と個々のポートフォリオ会社との組織の独立性の維持、ポートフォリオ会社のオペレーションに係る法的債務、金融債務からの FHC および銀行子会社の保護

<sup>14</sup> 12 CFR 225.4(g).

<sup>15</sup> 12 CFR 225.170.-177.

FRB は規則とともに、FHC がマーチャント・バンキング業務を安全かつ健全な方法で行うようその他のリスク削減措置を規定した監督ガイダンスも策定している<sup>16</sup>。特に、監督ガイダンスは、マーチャント・バンキング投資・業務を行う FHC が投資の意思決定およびリスク管理プロセスを管理するための方針、手続、システムを構築することを求めている。また、監督ガイダンスは、ポートフォリオ会社との間の融資その他のビジネス関係について、ポートフォリオ会社に対する総エクスポージャーが合理的に抑制されており、すべての取引が合理的条件の下で実施されることを確保するために監視を行うことを求めている。

マーチャント・バンキングを行う FHC のほとんどは、システム上重要な金融機関として継続的な監督モニタリングの対象となっており、FRB としては適切な資本水準や強固なリスク管理方針・実務は、マーチャント・バンキングから生じる金融リスクにも対処するものとして認識している。例えば、FRB はマーチャント・バンキングの投資期間を原則として最大 10 年と定めているが、その期間を超えた場合、FRB の資本規制の下で追加的な資本チャージが課せられることになる<sup>17</sup>。資本チャージは、FHC のバランスシートに計上される投資の調整簿価の 25%を下回らない比率という条件の下、マーチャント・バンキング投資に適用される最も高い限界的 Tier1 資本チャージの比率が適用される。

### 3) 補完的業務

FRB が通達で補完的業務として認めている業務には、①現物コモディティ・トレーディング業務、②エネルギー管理サービス、③エネルギー・トレーディング、④疾病管理・医薬品通販サービスがある。BHC 法は、補完的業務として預金金融機関の安全性もしくは健全性、または金融システムに重大なリスクをもたらさないものであることを求めているため、FRB は通達の中で個々に補完的業務の規模や範囲を制限している。

#### (1) 現物コモディティ・トレーディング業務

FRB は、現物コモディティ・トレーディング業務の潜在的なリスクを抑制するために FHC に対して一定の制限を課している。特に、FHC は、BHC 法 4 条(o)の適用を受ける FHC を除いて、①コモディティの採取または輸送、貯蔵、販売のためのファシリティを所有または運営、投資すること、②コモディティを加工または精製することは認められていない。同法 4 条(o)の適用を受けない FHC が現物コモディティ・トレーディング業務を行う場合には、サードパーティが所有または運営する貯蔵・輸送ファシリティを利用することが想定されている。

また、FRB は、現物コモディティ・トレーディング業務のボリュームに制限をか

<sup>16</sup> Federal Reserve SR Letter No. 00-09 (June 22, 2000).

<sup>17</sup> 12 CFR 225.172(b)(6).

けている。例えば、現物コモディティ・トレーディング業務の結果として FHC が所有するコモディティの時価は、連結 Tier1 資本の 5%以内に制限されている。さらに、代替できなかつたり流動性のないコモディティのディーリングを避ける観点から、現物コモディティの受渡しについては、商品先物取引委員会（CFTC）が米国の先物取引所において取引することを認めたデリバティブ契約（FRB が適用除外とするものを除く）に係るものに制限されている。

## （２）エネルギー・トレーディング、エネルギー管理サービス

エネルギー・トレーディングの主たるリスクは、発電コストが電力の時価を大きく上回るといった発電施設の運営が非経済的になることであり、その結果、電力から収入を得る FHC に支払力がなくなることである。こうした安全性や健全性を脅かす潜在的なリスクを抑制する観点から FRB は、エネルギー・トレーディング業務の結果として FHC が所有するコモディティの時価に関しては、現物コモディティ・トレーディング業務とともに、連結 Tier1 資本の 5%以内に制限している。

一方、エネルギー管理サービスについては、それが規模、範囲、安全性および健全性に与えるリスクを考慮して一定の要件が定められており、例えば、エネルギー管理サービスから得られる収入は、FHC の連結ベースの営業収益の 5%以内に制限されている。

## （３）疾病管理・医薬品通販サービス

FRB は、疾病管理・医薬品通販サービスを補完的業務として認めるに当たって、FHC が損害賠償責任保険を維持し、法令遵守を確実にするためにそれらのサービスに従事する従業員に対して幅広いトレーニングを提供することを求める一方、FHC 傘下の預金金融機関について、疾病管理・医薬品通販サービスを提供する子会社への融資、当該子会社とのクロス・マーケティング、その他の直接的なビジネス関係を有することを認めていない<sup>18</sup>。

さらに、規模、範囲、安全性および健全性に与えるリスクを考慮して FRB は、当該業務に係る資産が FHC の連結ベースの総資産の 2%以下または当該業務に係る収入が FHC の連結ベースの総収入の 5%以下とすることを求めている。また、当該業務を行う子会社の総資産が FHC におけるすべての保険子会社の総資本と FHC の医療保険制度の合計を超えてはならないという制限が設けられている。

## 4) 4条(o)のコモディティ業務

BHC 法 4 条(o)のコモディティ業務に係るグランドファザー条項を満たしているのがゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーである。補完的業務としてのコモ

<sup>18</sup> なお、FHC において疾病管理・医薬品通販サービスに関わる人員は、適切な州のライセンスを得て、その監督に服す必要がある。

ディティ関連業務を行う場合は FRB の承認が必要となるが、グランドファザー条項については FRB の承認も FRB への通知も必要なく、したがって両社は自動的にコモディティ業務を行うことが可能である。さらに、補完的業務としての現物コモディティ業務、すなわち現物コモディティ・トレーディング業務、エネルギー管理サービス、エネルギー・トーリングに比べて、同法 4 条(o)の下で認められている現物コモディティ業務の範囲は広く、補完的業務では禁じられているコモディティの貯蔵や輸送、採取が可能であることに加えて、補完的業務を行う際に安全性や健全性の維持の観点から FRB が通達で求める制限すら設けられていない。

また、現物コモディティの貯蔵や輸送、採取のためのファシリティの運営は、重大なリーガル・リスク、オペレーショナル・リスク、環境リスクをもたらす。特に、両社の現物コモディティに関連する環境的大災害が発生した場合、現物資産を原資産とする会社の投資や現物コモディティの市場価格、割当資本、保険契約を上回る損失が発生する可能性も想定される。様々な環境的大災害の経験から、近年は現物コモディティ業務に関するテイル・リスクを過小評価する危険性に焦点が当てられている。

### Ⅲ 非銀行業務に対する提言

#### 1. 提言の目的

以上の検討を経て FRB は、①ゴールドマン・サックスおよびモルガン・スタンレーに対してのみ適用される BHC 法 4 条(o)に規定する現物コモディティ業務に関するグランドファザー条項と、②FHC を対象とするマーチャント・バンキング権限 (merchant banking authority) の廃止を報告書の中で提言している<sup>19</sup>。

これらの提言について FRB は、規制金融機関（銀行）と預金金融機関の所有者（持株会社）の間の業務および投資、それらを統制する規制・監督フレームワークについてよりよい調和を図るものであるとする。FRB は、そうすることによって規制金融機関と預金金融機関の所有者の一層のレベル・プレイング・フィールドを確保するとともに、銀行による商業的事業をさらに制限し、金融機関の商業的事業に関わるリスク・テイク能力を抑制することで、安全性と健全性を改善し、経済資源の集中を最小化し、銀行業と商業の分離を確実にすることが狙いであると述べている。

なお、報告書の提言を前提とすれば、FRB の承認の下で補完的業務として FHC が行っている現物コモディティ・トレーディング業務や疾病管理・医薬品通販サービスは、引き続き FHC に認められることになる<sup>20</sup>。

<sup>19</sup> FRB はその他、州法に基づいて設立される銀行の一種である産業融資会社 (ILC) について、ILC の所有者が規制・監督フレームワークの外で運営することを認める適用除外条項を撤廃するなどの提案を行っている。

<sup>20</sup> ただし、現物コモディティ業務のうち、エネルギー管理サービスおよびエネルギー・トーリングについては、後述のとおり、2016年9月に FRB が明らかにした規則提案 (NPR) の中で廃止が提案されている。

## 2. 4条(o)のコモディティ業務の廃止

ゴールドマン・サックスおよびモルガン・スタンレーは、BHC法4条(o)の下でコモディティの貯蔵および輸送、採取を含む現物コモディティに関わる幅広い業務が認められている。報告書は、両社に認められているグラントファザー条項が、他のFHCとの間の競争上の問題、さらに安全性や健全性の問題を惹起することに加えて、グラントファザー条項が銀行業と商業の分離というBHC法の原則に反することを指摘している。

具体的には、同法4条(o)はコモディティの採取および輸送、貯蔵、販売のためのファシリティを所有、運営または投資すること、コモディティを加工または精製することを禁じてはいない。一方で、環境関連の連邦法は、特定の現物コモディティを提供するファシリティおよび船舶等の所有者、運営者に重大な責務を課している<sup>21</sup>。そのため、ゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーは、同法4条(o)の下で認められる現物コモディティ業務に関連する環境的大災害から生じる債務によって金融的および法的に重大な損害が生じるおそれがあり、その結果、資金調達市場にアクセスする際の信頼性が損なわれる可能性が懸念される。

また、同法4条(o)については、ゴールドマン・サックスおよびモルガン・スタンレーと、補完的業務として現物コモディティ業務を行う他のFHCとの間にレベル・プレイング・フィールドの問題が発生している。ゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーは、発電や輸送、貯蔵、パイプライン、採鉱等の事業を通じて生産量や生産のタイミングといった現物コモディティ市況に関わる重要な情報を得やすいことが指摘されている。

さらに、同法4条(o)に基づく業務には、法的制限はあるものの、補完的業務としての現物コモディティ業務に課される個々の制限よりも緩いことが指摘されている<sup>22</sup>。また、補完的業務の場合にはFRBの承認を得ることが必要であるが、同法4条(o)のグラントファザー条項はゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーに現物コモディティ業務を行うことを自動的に認めるものである。

そして、同法4条(o)は、幅広い商業的事業を直接的に行うことを特定のFHCに認めるものであって、銀行業と商業の分離という一般原則が損なわれていることが指摘されている。銀行業と商業の分離は、公正・衡平の原則の下でクレジットを割当てサービスを提供するための健全かつ効率的、公平な銀行システムの実現にとって重要な原則であり、金融市場、生産、雇用に対して金融機関が破綻した場合に重大な影響を生じ得る過度な経済の集中を回避することを促すものである。

以上の議論を踏まえてFRBは、同法4条(o)の廃止を提言する。それとともにゴールド

<sup>21</sup> 1990年油濁法、1980年包括的環境対処・補償・責任法、水質浄化法を含む連邦レベルの環境関連法は一般に、原油、蒸留燃料油、ジェット燃料、液化石油ガス、ガソリン、化学肥料、天然ガス、プロピレンといった現物コモディティの提供のためのファシリティや船舶等の所有者や運営者に対して重大な責任を課している。

<sup>22</sup> BHC法4条(o)ではコモディティ業務に対する制限として、①当該業務に係る資産はFHCの連結総資産の5%未満であり、②FHCは銀行子会社および子会社との間で当該業務に関してクロス・マーケティングを行わないという制限がある。

マン・サックスやモルガン・スタンレーが同法 4 条(o)の下で行っている既存の現物コモディティ業務の縮小を図るために十分な時間を確保し、潜在的な経済の混乱を避ける観点から、経過措置として適切な移行期間を設けることも提言している。

### 3. マーチャント・バンキング権限の廃止

BHC 法や FRB 規則は、FHC のマーチャント・バンキング投資が善意の金融投資であることに加えて、FHC とポートフォリオ会社との組織の独立性によって、FHC によるポートフォリオ会社への投資の有限責任性を確保しようとしている。BHC 法に規定される FHC のポートフォリオ会社の経常的な経営・運営 (routinely manage or operate) の禁止は、FHC がポートフォリオ会社の日常的な経営・管理に関与しないことによって FHC に債務が生じることを防ぐ意味がある。FRB 規則は、FHC のマーチャント・バンキングに関するリスク管理の方針・手続を定めており、特に FHC とポートフォリオ会社との組織の独立性を維持するための措置を求めている。

しかしながら、BHC 法の現行規定では、投資の再売却または処分に関して合理的なリターンを得ることを要求または必要とされる場合には、FHC がポートフォリオ会社を経常的に経営・運営することが可能である<sup>23</sup>。したがって、ポートフォリオ会社が債権者の権利に応じられる見込みがない事態となった場合、FHC が自らポートフォリオ会社の経営・運営に関わることで、ポートフォリオ会社の経営・運営に関わる法的債務を負うリスクが FHC に生じることになる。

そのようなリスクを考慮して FRB は、マーチャント・バンキング権限の廃止を提言している。FRB としては、マーチャント・バンキングから生じる潜在的なリスクを制限する規制上の措置はすでに講じられていることは認識しているものの、現行制度では、FHC の安全性および健全性にリスクを生じる業務に対して FHC が参加できることを問題視する。FRB によるマーチャント・バンキング権限の廃止の提言は、FHC が非金融会社に対する投資、ポートフォリオ会社の経営・運営に係る法的責任を回避することで、FHC の安全性および健全性に対するリスクに対応しつつ、銀行業と商業の分離という BHC 法の基本原則を維持することを狙いとしている。

## IV 今後の留意点

FRB を含む連邦銀行当局が、ドッド＝フランク法 620 条の規定に基づいて連邦議会および FSOC に提出した報告書は、①ゴールドマン・サックスおよびモルガン・スタンレーに特定の現物コモディティ業務を認めるグランドファザー条項の廃止、②FHC に関するマーチャント・バンキング権限の廃止の提言を行っている。報告書の提言が実現すれば、

<sup>23</sup> 12 USC 1843(k)(4)(H)(iv).

特に米国大手銀行に相応の影響が生じるおそれがあることが指摘されている<sup>24</sup>。例えば、ゴールドマン・サックスについては、マーチャント・バンキングの禁止の影響が最も大きい銀行とみられており、幅広くマーチャント・バンキング投資が禁止された場合には、27億ドルの収入が失われるリスクがあるとされている<sup>25</sup>。

米国大手銀行のビジネスに影響を与え得る FRB の提案に対しては、証券業金融市場協会 (SIFMA) や米国銀行協会 (ABA) を含む米国の業界団体が、マーチャント・バンキングおよびそれに関連する権限を廃止する提言には反対であり、提言は熟慮されたものではないと主張するステートメントを出している<sup>26</sup>。当該ステートメントでは、BHC は GLB 法成立以来 15 年の間、スタートアップ企業や成長企業にファイナンスするためにマーチャント・バンキング権限を十分に活用して雇用と経済成長を促進してきたこと、銀行の安全性もしくは健全性、または金融システムを損ねることなく業務を行ってきたことを指摘した上で、規制当局は問題を生じているという証拠もなく提言を行っているとの批判を加えている。

また、カリフォルニア大学バークレー校のステイブン・ダビドフ・ソロモン教授は、今回の提言は、リスク削減という名の下に大手銀行の業務を制限し銀行をリスクのない退屈なユーティリティにしようとする政府の措置の一つに他ならないといった表現で批判しており、報告書の提言には学界の一部からも批判の声が上がっている<sup>27</sup>。

こうした状況の中、米国はこの 11 月 8 日に大統領選を控えていることから、報告書の提言を受けて連邦議会が年内に法制化に向けて動く可能性は低いとの見方をされている<sup>28</sup>。しかしながら、大統領選に向けた共和党の政策綱領にはグラス＝スティーガル法の復活が記されている<sup>29</sup>。また、民主党の政策綱領においてもシステミック・リスクを生じるトゥー・ビッグ・トゥ・フェイルの金融機関の分割 (breaking up) という政策とともに、最新化および現代化されたグラス＝スティーガル法の適用という政策が含まれている<sup>30</sup>。

次期大統領がドナルド・トランプ候補になろうともヒラリー・クリントン候補になろうとも、グラス＝スティーガル法を廃止した GLB 法を否定し、ドッド＝フランク法の先を行く新たな金融制度改革が行われる可能性がある。次期政権において想定される追加的な金融制度改革の中で、特定の現物コモディティ業務やマーチャント・バンキング業務を制限する今般の報告書の提言がどのような取扱いとなるのか十分に注意を払う必要があるだろう。

なお、FRB は報告書とは別に、現物コモディティ業務を対象に独自に規制強化を図る

<sup>24</sup> なお、今回の提言は、FHC のステータスを得て非銀行業務を行っている外国銀行 (foreign banking organization; FBO) の米国事業においても多少なりとも影響する可能性がある。

<sup>25</sup> “Merchant Banking: The \$2.7 Billion Question at Goldman Sachs,” *The Wall Street Journal*, September 16, 2016.

<sup>26</sup> SIFMA, TCH, ABA, FSR, and FSF, “Financial Trade Associations Comment on Banking Agencies’ Newly Issued Report on Banking Activities and Investments,” September 8, 2016.

<sup>27</sup> Steven Davidoff Solomon, “Fed Proposes Ban on Merchant Banking, a Practice With Little Risk,” *The New York Times*, September 13, 2016.

<sup>28</sup> “Regulators Make New Push, and Goldman Could Take the Brunt,” *The Wall Street Journal*, September 8, 2016.

<sup>29</sup> “Republican Platform 2016”.

<sup>30</sup> “2016 Democratic Party Platform,” July 21, 2016.

姿勢をみせている。FRB は前述のとおり、2014 年 1 月に FHC による現物コモディティの関連業務に係る ANPRM を公表していた。ANPRM の市中協議を受けて FRB は 2016 年 9 月 23 日、現物コモディティ業務と現物コモディティ業務に関連するマーチャント・バンキング業務に関して規制強化を図る規則提案（NRP）を公表した<sup>31</sup>。NRP は以下の提案を行っている。

- FHC およびその預金金融機関の安全性および健全性に対する潜在的なリスクを削減する観点から、補完的業務の下で行われる現物コモディティ業務に対する追加的な制限の導入および既存の特定の制限の明確化<sup>32</sup>
- 連邦・州の環境関連法の対象となる現物コモディティ業務および現物コモディティ業務に関連するマーチャント・バンキング投資について、法的債務に係るリスクをより反映させるために FHC のリスク・ベース資本規制を強化<sup>33</sup>
- 特定の FHC に対して補完的業務としてエネルギー管理サービス、エネルギー・トレーディングを認めている通達の認定の取消し<sup>34</sup>
- 銀行業に密接に関連する業務として BHC の所有および貯蔵が認められる貴金属のリストから銅を除外し、非貴金属として補完的業務の扱いとすること<sup>35</sup>
- より包括的な規制報告を通じた FHC の現物コモディティ業務に関する透明性の向上

したがって、仮に連邦議会が特定の現物コモディティ業務やマーチャント・バンキング業務の制限を図る法律改正に動かなかつたとしても、FRB は自らの権限の範囲内で、現物コモディティ業務と現物コモディティ業務に関連するマーチャント・バンキング業務の規制強化を行っていく可能性が高いと考えられる。FRB の NRP に関しても米国大手銀行に影響を与え得るものであるため、連邦銀行当局による報告書の提言とともに注意を払う必要があるだろう。

<sup>31</sup> Federal Reserve System, “Risk-based Capital and Other Regulatory Requirements for Activities of Financial Holding Companies Related to Physical Commodities and Risk-based Capital Requirements for Merchant Banking Investments,” 12 CFR Parts 217 and 225, Regulations Q and Y Docket No. R-1547; RIN 7100 AE-58.

<sup>32</sup> 具体的には、FHC や子会社が保有する現物コモディティの時価が FHC の連結 Tier1 資本の 5% を超える場合には、現物コモディティの売買または受渡しを行うことが明確に禁じられる。また、現物コモディティの採取または加工、貯蔵、輸送のためのファシリティや船舶等の所有者および運営者は、環境法の下で災害や環境コストの責任を負うことになることから、FHC が現物コモディティ業務を行うエンティティを運営しないことを確保するため、①ファシリティの日常的な経営・運営に参加すること、②ファシリティの通常業務に係る経営・運営上の意思決定に参加すること、③現物コモディティや有害廃棄物の漏出・処分に関わるオペレーションに関する助言を管理、指示、実行、提供または環境法令に対するファシリティのコンプライアンスに係る意思決定に関わることが禁じられる。

<sup>33</sup> BHC 法 4 条(o)のグランドファザー条項の下で所有される現物コモディティの市場価値に対して 1,250% のリスク・ウェイトを適用し、グランドファザー条項に基づいて所有する非コモディティのオンバランスのインフラ資産の取得原価に対して 1,250% のリスク・ウェイトを適用することが提案されている。

<sup>34</sup> なお、エネルギー管理サービスまたはエネルギー・トレーディングが認められている 5 社のうち、パークレイズ、ドイツ銀行、JP モルガン・チェース、RBC の 4 社は同業務から撤退することを決定しており、残る 1 社の BNP パリバも業務を縮小している。

<sup>35</sup> 貴金属のリストから銅を外す理由として FRB は、銅は価値を貯蔵する貴金属としては一般に取引されておらず、産業用金属またはベースメタルとして扱われている点を挙げている。