

## リスクの観点からみた金融統合の効果と影響\*

大橋一成\*\*、濱田秀夫、隅田慶子

1990年代半ば以降、世界的に巨大金融機関の再編が相次いでいる。わが国においても、金融システムが落ち着きを取り戻した1999年頃から、主要銀行、証券会社、保険会社等の統合が急ピッチで進展している。こうした金融再編の動きは、金融機関等<sup>1</sup>が、日本版ビッグバンによる金融の自由化やグローバル化に備えて、生き残りのための抜本的な経営リストラに取り組もうとしていること、IT技術の飛躍的な発展に伴い、「規模の経済」および「範囲の経済」がより大規模、広範囲に働くのではないかとの期待が強いこと等、が背景となっているように窺われる。

金融再編と様々な金融リスクの間関係については、現状、評価が分かれている。すなわち、一方で、金融再編によって巨大金融機関や金融コングロマリットが誕生すると、こうした金融リスクの集中が進展するため、金融システムは、これまで以上にリスクの波及(contagion)に対して脆弱になる可能性がある点を懸念する論調も見られる。他方、金融再編に伴い、リストラが十分に実施されれば、収益力や自己資本の量および質の改善等を通じて、

---

\*本ペーパーはG10D Working Party on Financial Sector Consolidation作成のレポート(“Summary Report and Individual Chapters” G10D Home Page address: [www.bis.org](http://www.bis.org))の執筆に参加した筆者等が、日本に関する部分(Chapter : Effects of consolidation on financial risk, 5. Effects of consolidation in Japan)を同Working Partyの諒解を得た上、筆者個人の意見等も加味しつつ加筆・修正を行ったものである。本稿の作成にあたり、多数の市場関係者、有識者および日本銀行スタッフの協力を得た。記して感謝したい。なお、本稿の内容および意見は執筆者個人に属し、日本銀行、あるいは信用機構室の公式な見解を示すものではない。

\*\*日本銀行 信用機構室 信用機構課 Email: kazunari.oohashi@boj.or.jp

<sup>1</sup> 本稿において、金融機関とは、基本的に銀行等の預金取扱金融機関を念頭に置きつつも、特に断りのない限り、証券会社、保険会社等のその他の金融機関も含む概念と定義する。

個々の金融機関のリスク耐久力が増大する結果、金融システム全体がシステムミック・リスクに対して強固になるのではないかとの見方も存在する。

金融再編の進展の影響についてみると、株式持合いの解消や貸出債権の圧縮の二一ズが高まり、株式市場や債券市場等の直接金融の成長が促されるといった側面も、既にみられはじめている。直接金融市場の発達は、資金仲介の経路を多様化するという意味でリスク分散効果を期待できる一方、アジア危機やロシア危機で経験されたように、市場発の金融危機は、急速に世界中に波及するリスクも存在する。

このように、現在の金融再編の動きは、特に、信用秩序維持という観点から、監督当局や中央銀行にとって、複雑な課題を投げかけているといえる。以下では、最近の主要金融機関の統合の動きが、わが国の金融システムに与える影響について、主に「リスク」という観点から考察するとともに、そこでの議論をベースに若干の政策的インプリケーションを導きだすことを試みる。

## 1．日本における金融統合の進展の背景

### a．バブル期の統合

1980年代後半頃から徐々に開始された金融の自由化が本格化するまで、日本の金融機関は、厳格な規制により、地域別あるいは機能別に細分化されていた。例えば、同一地域内における過度の競争を制限するために、1990年代初頭まで、行政指導による出店規制が行われ、金融機関の店舗数やその設置場所について規制が課されていた。また、普通銀行への参入は、事実上、協同組織金融機関からの転換か外国銀行の支店設置以外は認められなかった（1993年以降自由化）ほか、業際規制の存在により、信託銀行（1993年以降自由化）や長期信用銀行への新規参入も事実上認められていなかった<sup>2</sup>。

---

<sup>2</sup> 例えば、所謂「都銀」が、全国の主要都市を中心に店舗設置を認められた一方、「地銀」、「第二地銀」は、各都道府県において店舗設置を認められてきた。また、機能面では、戦後長期に亘って、長期信用銀行および信託銀行は設備資金中心の長期貸出に特化させられてきた一方、普通銀行は主に短期運転資金を供給する存在と位置付けられてきた。詳しくは小山 1995 を参照。

こうした状況下、1980年代中頃から1990年代初めにかけて、景気の急速な拡大と金融自由化の進展に伴い、協同組織金融機関や第二地方銀行等の中小金融機関同士の合併がみられたが、これらは厳しい出店規制の下、店舗網や資産規模を短期的に拡大するための事実上唯一の方法であったといえる<sup>1</sup>（図表1）。主要金融機関においても比較的規模の小さい銀行の間で、規模の大きい銀行並みの資産規模を獲得することを目的のひとつとした合併が幾つかみられた。

これらの合併は、上記のような競争制限的な規制の下で、資産規模の拡大により確保される収入面での「規模の経済性」を享受することが主な狙いとなっていた。すなわち、当時は、預金金利規制等の規制が維持されるとともに、貸倒損失の発生率が低い水準に止まっていたため、資産規模の大小が金融機関を評価する上で最も重要な「物差し」であり、また、収入の多寡を決める主因でもあった。しかし、その一方で、明確な経営戦略の欠如や企業文化の統合の難しさが障害となり、組織や意思決定プロセスの重複が容易に解消せず、人員整理等コスト面での合理化が進まないケースが多かったとの指摘が多い。こうした形態の合併は、不良債権問題の発生により、収益確保の手段としての資産規模の重要性が低下するとともに、大手銀行を中心に終息していった。図表2は、主要20行について、その資産規模と収益性の関係を表したものであるが、これをみると、1990年以降は、両者の相関性が低くなってきていることが分かる。

#### b．バブル期以降の統合

バブル崩壊後も、中小金融機関の統合は続いたが、多くは破綻処理の一環として行われたものであった。一方、1998年より始まった一連の大規模統合は、主要金融機関において不良債権問題に取り組むだけでなく、日本版ビッグバンによって創造される競争的な市場環境と世界的な金融統合の流れの中で積極的な生き残り策をとり始めたとみることも可能である（図表3）。公的資

---

<sup>1</sup> 1990年代初めまでは、新店舗の設置については、具体的な設置場所まで勘案した上で、許可が下りていた。また、各金融機関は、原則として二年に一店舗、一般店舗の新規出店を許可されていた。

本投入等、政府が金融危機対応のために講じた様々なセーフティネットの枠組みも、こうした統合を後押しするのに一役買うこととなった。例えば、主要銀行に対する公的資本投入に当たり、監督当局は、金融再編を促したほか、経営健全化計画の策定・実行や不良債権に対するより厳格な会計処理を条件として要求した。その結果、主要銀行の健全性に対する市場の信認が回復するとともに、経営実態に関する主要銀行の情報開示も進み、金融再編が促進された。

## 2．金融統合が個別金融機関のリスクに与える効果

### a．地域集中型と地域分散型の金融再編

これらの大規模統合は、地域集中型と地域分散型に区別することができる。地域集中型の例としては、例えば、主要金融機関が、海外業務から撤退し、特定の大都市圏の地域金融機関を傘下に収め、同地域を基盤としたリテール・バンクを目指す動きが見られる。このような地域特化型の「垂直統合」が実現すれば、粘着性の高い地元の顧客層（貸出先・預金者等）を獲得し、採算確保に必要な密度の高い営業基盤を構築することが可能となる。日本では、先に触れたように、90年代初めまで、「護送船団行政」の下で過当競争を抑えるために、店舗規制等によって地域の顧客基盤を金融機関ごとに細かく割り当てる政策が採られてきた。「垂直統合」は、営業地域を地理的に特化することで、市場支配力を高め、収益向上を目指しているケースと位置づけられる。

都市型の主要金融機関にとって、地域特化型統合のもうひとつの重要な利点は、地場の小口預金（大半が預金保険制度による保護の対象）を直接取込むことで、インターバンク市場への依存体質を改善し、資金調達を安定化することができるという点である（3．で後述）。すなわち、流動性リスク管理の観点からみると、短期金融市場において恒常的に大口の資金調達者となっている都市型の主要金融機関と、主要な資金供給者となっている地域金融機関とが統合することによって、インターバンク市場における金融機関同士の総エクスポージャーを削減し得る余地が高い。

一方、日本において、明確に地域分散型と位置づけられる統合はまだ見られていない。主要金融機関同士の合併構想等、地域を跨ぐ統合は幾つか実施（ないし公表）されている。しかし、主要金融機関は、いずれも三大都市圏に強固な営業基盤を保有している反面、その他の地域においては十分な営業基盤がないという共通の構造を持っている。従って、主要金融機関同士の「水平統合」は、実質的には「垂直統合」の場合と同様に、それぞれの大都市圏に比較優位のある先が核となって、地域毎に、顧客基盤の共有や店舗網の統廃合等、経営の合理化を図る形になると考えられる。但し、主要金融機関同士の「水平統合」では、「垂直統合」のように資金調達面におけるインターバンク市場への依存度の高さを解消することはできない。むしろ、統合した金融機関に対して、資金の出し手の信用リスクが集中するため、資金調達コストが上昇する可能性もある。

なお、地域分散型の統合のメリットとして欧米では、産業構造や景気サイクルの違い等によるリスク分散効果が指摘されている<sup>4</sup>。しかし、日本の場合、このような地域分散効果は期待しがたい。図表4が示すように、東京、名古屋、大阪等の大都市圏の間では景気変動に高い正の相関関係が見られるため、特に、主要金融機関同士の「水平合併」の場合、信用リスクや金利リスク等の地域分散効果は限定的であると推測される<sup>5</sup>。

## b . 経営の効率性

最近の大規模統合の狙いは、ひとつには、規模の経済性を活かしてコスト削減を図ることにある。すなわち、主要金融機関がコストを削減しつつ、同時に、競争力を維持していくためには、巨額のIT投資を行い、高度な電算情報システムを開発することが益々重要になってきている。例えば、データの入手が可能な96年度実績をみると、大手米銀は年間1000億円以上のIT

---

<sup>4</sup> 例えば、米国の場合、東海岸を営業基盤とする銀行と西海岸を営業基盤とする銀行の間には収益性の面において殆ど相関関係が見られないという分析がある。欧米の例については、G10D Working Party on Financial Sector Consolidation, “Effects of Consolidation on Financial Risk (Chapter 3),” *Summary Report and Individual Chapters* を参照。

<sup>5</sup> 日本ではその他の地域間の景気変動の相関性も高い。例えば図表4と同様の方法・期間で算出した東北 - 九州間の相関計数も0.58 ~ 0.92 と高い正の相関を示している。

投資を行っている。これに対して大手邦銀 6 行の IT 投資額は年間平均 550 億円にすぎない( 図表 5 )。メンテナンス費用等の固定費を差し引けば、戦略的な IT 投資の規模の格差はさらに拡大すると考えられる。大手邦銀の個別行毎の収益水準では、欧米の大手行並みの IT 投資は、高額すぎるというのが現状といえる。

収益性を損なわずに、こうした巨額の IT 投資を実現するためには、絶対額での収益を増加させることが必要となるが、主要邦銀が、それを実現するためには、統合以外に選択肢がないのが現状ともいえる。主要邦銀が統合した後には、年間 1000~1500 億円程度の IT 投資が可能となる見通し<sup>6</sup>である。

IT 投資のほかにも、経営の効率性という観点からは、解決すべき問題が幾つか存在する。第一に、国際市場(特にホールセール市場)においては、市場参加者の専門化が進み、総合的な金融サービスを提供する金融機関の淘汰が進んでいる。国内市場においても、IT 技術の向上等を背景に、規模の力だけで市場における主導権を握ることが次第に困難になってきている。従って、収益面において統合効果を発揮するためには、ターゲットとする市場の絞り込み、高度な専門性および明確な経営戦略を打ち出すことが益々重要になってきている。例えば、IT 投資についても、投資額に見合うだけの顧客の囲い込みができなければ、採算に見合わなくなるリスクがある。この点については、店舗規制によって事実上営業区域が細分化されてきた経緯もあり、構造的には統合による顧客基盤の共有<sup>7</sup>のメリットが期待できる。

第二に、合併した金融機関同士の雇用・事務慣行等の企業文化の違いから

---

<sup>6</sup> なお、大手米銀における IT 投資額については、2000 年度計画ベースで 2,000~6,000 億円に上るとするサーベイも存在しており(久保 2000)、これらを勘案すると、主要邦銀の IT 投資規模は、統合後ベースでもなお、大手米銀を相当程度下回っていると考えられる。

<sup>7</sup> 例えば、大手欧米銀では、国内に数千店単位の店舗網を保有し、綿密な顧客基盤を確立している。一方、大手邦銀では、国内に数百店単位の店舗網しか保有していない。主要邦銀が統合することで、日本でも 1000 店前後の密度の高い店舗網を保有する金融機関が誕生する可能性が高い。さらに、これらの先の重複店舗の統廃合や店舗業務の合理化が進展すれば、一顧客当りの効率性は更に向上することが期待できる。こうした論点については、Atkinson 1998, 1999b 参照。なお、電子取引の発達によって顧客基盤としての店舗の役割が低下しているとの指摘もあるが、昨年は、主要米銀でインターネット専門銀行からの撤退が続き、電子取引と店舗取引の補完関係の重要性が再確認されている。

生じるコストは過小評価すべきではない。各金融機関とも、独自の伝統や確立された顧客基盤を構築しているほか、既存株主が既得権を有しているケースも少なくない。従って、こうした環境下で合併を成功させるためには、既存の枠組みを超えて新しい企業文化を創設するために、経営者の強力なリーダーシップが必要になってくる。

第三に、合併する金融機関同士のリスク特性が似通っている場合、分散効果が働かず、資産規模の拡大に見合う形でリスク総量を削減できない可能性がある。例えば、貸出のポートフォリオが似ている場合、あるいは債券の保有構成が類似している場合には、信用リスクや金利リスクの集中が生じることとなる。リスクの集中が生じると、市場規模との対比でポジションが巨額であるためにヘッジオペレーションの迅速性が制約される等のリスク管理上の問題がクローズアップされる可能性がある。金融機関の経営者には、明確なリスク管理の目標を設定し、積極的にリスク管理を行う努力が求められる。また、統合によって組織構造が過度に複雑化すれば、小さなリスクが大きなリスクに増幅されていく可能性がある。具体的には、例えば、金融コングロマリットの傘下の証券子会社等が経営危機に陥った場合、内部的にはリスクの波及が遮断されているにもかかわらず、預金者等が、この問題を金融コングロマリット全体の問題であると誤認し、銀行子会社に対して取付けを起こす恐れがある。従って、巨大且つ複雑な構造を持つ金融機関では、透明性の向上や信用リスク、オペレーショナル・リスク等に対するコンプライアンス機能と監査能力を向上させることが、リスク管理面での重要な課題となってくるであろう<sup>8</sup>。勿論、金融統合によって、上記のようなリスクが意識される結果、金融機関が、リスク管理に必要な IT 投資や内部管理体制の整備に積極的に取り組むことも期待できる。

第四に、日本では、合併における電算情報システムの統合コストが高いという特徴がある。これは、日本特有の企業系列関係を背景に、金融機関が、

---

<sup>8</sup> 一方で、グループ内企業の経営統合が進展すれば、企業構造が簡素化される可能性もある。企業構造の簡素化は、グループ内の企業の取引戦略やリスク管理手段を同質化させる可能性があるが、もしこれらの戦略や手段の前提となっている仮定やシナリオに偏りあるいは間違いがあれば、グループ全体が同方向のリスクを取る結果、損失が生じる可能性もある。

それぞれ異なるコンピューター会社を利用しているケースが多いためである。

### c . 異業態間の統合及び事業会社の新規参入

金融システムが安定化するのに伴い、業務・機能の相互補完を目的とした異業態間の提携も見られるようになってきている。特に、銀行と証券会社、銀行と保険会社の間では、重複機能を統合し、それぞれ比較優位のある分野に特化するために提携が行われているほか、販売チャンネルの整理・統合あるいは共有化も狙いの一つとなっている。例えば、火災保険を住宅ローンの借入者に同時に販売（cross-sell）できれば、相乗効果により追加的な収益がもたらされることが期待される。

但し、収益面で、「異業態間の統合がどの程度追加的なシナジー効果を発揮するのか」という点は、余り明らかではない<sup>9</sup>。日本の金融機関では、系列ネットワークを通じて、既に金融商品の相互紹介が浸透しているため、抱合せ販売によるシナジー効果は限定的であるという指摘もある<sup>10</sup>。また、経営戦略が明確でないまま異業態間の統合により巨大な金融コングロマリットが誕生すれば、単独では競争力のない部門が、グループからの支援（所謂 cross-subsidization）を受けながら存続する結果、少なくとも一定の期間、市場全体として超過供給状態が温存される可能性もある。

一方で、リスク管理面では、異業態間統合、特に、銀行と保険会社の統合は、一般に両者のリスク・プロファイルの相関関係が低いため、リスク分散効果が期待できるとの指摘がある。例えば、自然災害に対する保険商品（所謂 catastrophe bond）が金融コングロマリットの負債に組み入れられる場合、主要国においては、自然災害発生の確率と景気循環に影響を受ける金利や為替レートとの間の相関は低いため、コングロマリット全体で見ればリスク分散が可能になるとの指摘がある<sup>11</sup>。また、銀行と保険会社の間では、資産・

---

<sup>9</sup> 欧米の研究も結論は同様である。 G10D Working Party on Financial Sector Consolidation, “Effects of Consolidation on Financial Risk (Chapter 3),” *Summary Report and Individual Chapters* を参照。

<sup>10</sup> Atkinson 1999a 参照。

<sup>11</sup> 森本 2000 参照。

負債のマチュリティー構造が概ね補完的になっているとの指摘もある。無論、現状のリスク管理技術水準においては、銀行と保険会社の統合によって両者のリスクを実際に相殺することは、理論通りの簡単なことではないかも知れない。いずれにしても、競争力を確保する上で、複雑なリスク構造を適切に管理していくことが、日本の金融機関にとって当面は重要な課題となっていくと考えられる<sup>12</sup>。

また、最近では、事業会社が、本業と銀行業との顧客共有によるシナジー効果を期待して銀行業への新規参入を計画している。特に、インターネットやスーパーマーケット等、事業会社の営業基盤を活用した銀行業への参入の動きが顕著にみられる。こうした動きの背景には、IT技術の進展により、電算情報システムが極めて安価に構築できるようになり、主に、リテール分野における銀行業への参入が容易になったという事情がある。このようなシナジー効果に対する期待が高まる一方で、本業の顧客基盤に依存するだけでは、銀行業で十分な収益を挙げるために必要なだけの事業規模を達成するのは難しいのではないかと指摘もなされている。

こうした事業会社の銀行業参入については、リスク管理という観点からも、新たな問題を提起している。第一に、事業親会社の資金調達機関（所謂「機関銀行」）とならないように、親会社の支配力や影響力を十分に遮断し、銀行の独立性を確保する必要がある。第二に、これらの銀行では、店舗や顧客、情報ネットワークといった物理的な営業基盤を、ほぼ完全に事業親会社に依存しているため、事業親会社の経営状況や、事故、風評等、子会社である銀行が自ら能動的に管理できないリスクに晒されやすいと言える。例えば、業況不振の事業親会社の店舗網を他社に売却すれば、子会社である銀行は店舗から締め出されてしまうかも知れない。この種のリスクは、親会社である事業会社の経営状況や経営戦略に依存しており、子会社である銀行で管理することが困難なリスクといえる<sup>13</sup>。第三に、これらの銀行では、基本的には ATM

---

<sup>12</sup> なお、統合や提携により複合商品が開発された場合、商品性や商品のリスクについて、顧客への十分な説明を行なうことも訴訟リスクの観点からは重要である。

<sup>13</sup> 2000年8月、日本の金融再生委員会および金融庁は、事業会社に対する銀行免許付与に関するガイドラインを公表し、銀行子会社に、親会社の事業から生じるリスク波及防止のための措置をとること、そのようなリスクの顕現化に対するコンティンジェンシー・プラ

やインターネット等の無人営業が中心となるため、多数のスタッフを抱える銀行よりも機械の故障や事務ミスへの対応（例えば、手作業による緊急事務対応）が難しくなると考えられる（所謂オペレーショナル・リスクの増大）。そうした観点からは、それぞれのリスク特性に応じたリスク管理体制や適正な自己資本の維持が必要となろう。

#### d . 国際的なリスクの波及

最近の日本における金融統合のもう一つの特徴は、外資系金融機関の銀行・証券・保険等のリテール分野への参入である（図表6）。特に、外資系投資銀行や生命保険会社においてその動きは顕著である。外資系金融機関は日本版ビッグバンの恩恵により、日本での事業展開が容易になったことを活かして、日本の金融機関の既存店舗網を通じて、日本の個人顧客等の最終投資家に直接自社の金融商品を販売しようと試みている。日本での事業拡大は、国際リスク分散という観点からも、外資系金融機関にとって重要な戦略のひとつと考えられる。幾つかの外資系投資銀行では、自ら抱えるリスクの一部を投資商品として（例えば、仕組み商品等にリパッケージした上で）最終投資家に売却・転嫁し、安定的な仲介手数料収入を増やすことで、ボラティリティーの高い収益構造を安定化させる効果も狙っている。最終投資家に直接アクセスできる店舗網を、言わばリスクの安全弁と位置づけているといえる。

外資系金融機関による統合によって、国外から新たな資本が持込まれるほか、新しい金融技術、様々な経営管理手法を日本の金融機関に伝授する契機となることが期待できる。一方、こうした国際的なネットワークの構築によって外資系金融機関の母国で発生した経営危機が日本の金融市場にまで波及してくる可能性が高まることになる。外資系金融機関の全国的な活動が浸透するのに伴い、ホスト国として日本の監督当局は、こうした課題に直面することになる<sup>14</sup>。日本の監督当局には、金融危機を回避するために、ディス

---

ンを作成することなどを義務づけた。

<sup>14</sup> BCCI、ベアリングス社のケースは、海外から直接システミック・リスクが波及する可能性を示唆している。BCCIの東京支店は日銀ネットの加盟行であり、またベアリングス社の東京支店は、国債振替決済制度の参加者であったため、決済システムを通じた連鎖倒産の

クロージャーの強化を伴いつつ、母国の監督機関との間で、十分な調整や情報共有を進めていくことが求められる<sup>15</sup>。

#### e . 概括

最近の主要金融機関同士の統合は、人員・店舗の削減、顧客基盤の統合、IT技術の向上といった点において、目に見えるコスト削減効果があるように窺える。一方、主要金融機関がインターバンク市場への高い資金調達依存構造を解消するためには、地域金融機関等との提携・統合を視野に入れることも考えられる。企業文化の摩擦を乗り越えることもコスト削減に繋がる重要な要素といえる。収入面については、ターゲットとする市場の絞り込みや経営戦略の明確化のほか、効果的なリスク管理体制を整備することも重要である。なお、日本においては、地域間における景気循環が高い正の相関を保っているため、地域分散型の統合によるリスク分散効果は余り期待できない。

異業態間統合の効果について、現時点で明確な評価を下すことは困難である。既存の系列内での企業協力により、シナジー効果は既に十分享受されている可能性もある。銀行と保険会社の統合については、ある程度のリスク削減効果が得られる可能性もあるが、それは、両者のリスクの相互補完的関係を効果的に管理できることが前提となる。また、最近では、外資系金融機関が日本の銀行・証券・保険会社の買収等によって、リテール市場への直接参入を試みるケースがみられるが、こうしたケースにおいて、外資系金融機関では、日本版ビッグ・バンによる参入障壁の撤廃の恩恵のほか、国際分散投資や最終投資家へのリスク移転を通じたリスク削減効果、収益安定効果を期待している。

最後に、事業会社による銀行業への新規参入が注目されているが、これらが成功するか否かは、本業の顧客基盤を如何に上手く取込んで採算ベースに乗せるか、という点に大きく依存していると考えられる。これらの銀行では、

---

波及が懸念された。日本の金融機関が海外市場に悪影響を与える場合も想定される。例えば、バブル崩壊後の邦銀の信用収縮は、米国における貸出を急激に減少させ、不動産部門における実体経済活動を鈍化させた、との研究報告もみられる（Peek, Rosengren 2000）。<sup>15</sup> 監督当局の国際的な監督体制および協力関係の指針としては、バーゼル銀行監督委員会の Basle Concordat が存在する。

物理的な営業基盤を事業会社に依存する形となるため、自ら管理できない事業会社のリスクに対して脆弱である点にも注意する必要がある。

### 3 . 金融統合が金融システム全体に与える影響

#### a. 巨大金融機関の誕生

金融統合によって、金融システム全体に影響を与える可能性を持つ規模の金融機関がいくつか誕生する。このような巨大金融機関が、万が一、深刻な経営問題（債務超過、流動性不足、あるいは何らかの業務上の事故等）に直面した場合、内外の金融市場に深刻な影響を及ぼしかねない。また、多くの借り手も運転資金等の資金源を断たれる結果、実体経済にも悪影響を及ぼす可能性がある。更に、このような巨大金融機関の企業価値が毀損されると、破綻処理コストも従来以上に膨れ上がることになる。金融システムや経済に与え得る損害を勘案すると、金融システムの混乱を回避しつつ、巨大金融機関の金融機能を消滅させることは非常に難しい。

実際、日本では、これまでに長期信用銀行をはじめ、国際的に営業展開していた金融機関が幾つか破綻したが、その際、監督当局は、これらを清算処理して金融システムの混乱を招くよりも経済全体のコストを低く抑えられると判断し、営業を継続させて金融仲介機能を維持する方策を選んだ。もっとも、これと同時に、モラルハザードや破綻処理コストをできるだけ抑制するため、既存の経営陣の退陣を促すとともに、株主に対してもその保有株式を無対価で強制取得することにより、少なくとも経営陣および株主の責任を明確にした。しかし、一時的に国有化された銀行の処理コストは、処理に時間がかかり、資産の劣化が進んだこともあって巨額に上る結果となった。

#### b . 金融機関相互の直接的な与信関係に基づく影響

金融統合については、資産規模の拡大を通じて、ショックを吸収する能力も増大するとの指摘が数多くなされている。また、統合により相互の与信等

が相殺される等、リスク削減効果も認められる<sup>16</sup>。しかし、同時に、市場参加者の数の減少は、様々な金融リスクの集中度合を高めるとともに、金融機関同士の相互依存度合いを高めることで、金融危機への対応をより困難にする可能性がある。例えば、集中の結果、巨大金融機関の間で信用エクスポージャーが増加すれば、直接的な相互依存関係は必然的に強まると考え得る。もっとも、現状を見る限り、日本の金融市場の特徴として、都銀等の主要金融機関は、地銀や投信等の資金余剰主体から恒常的に短期資金を調達する一方、インターバンク市場への資金放出は殆ど行なわない構造になっている。従って、主要金融機関同士の統合により、集中が進んだとしても、こうした直接的な相互依存関係が強まる可能性は低いといえる。むしろ、後述するように、企業や市場を介した間接的な相互依存関係の影響の方が問題と考えられる。

一方、デリバティブ取引については、主要金融機関同士が相互に巨額のポジションを持ち合っている。こうしたポジションは国内だけでなく、海外の主要金融機関との間にも構築されている。このため、主要金融機関の統合により、デリバティブ取引を通じた直接的な相互依存関係が増大し、金融システムにとって重大な影響を及ぼす要因となることは避けられないと考えられる（図表7）。

巨大金融機関の破綻の際には、市場参加者間の直接的な取引関係を通じて、国境を越えて国際金融市場に混乱をもたらし得る点に十分注意しなければならない。特に、デリバティブ取引に典型的にみられるように、問題の規模の大きさや波及スピードの速さは、監督当局が対応できる時間が極めて限られていることを意味している。通常、一括清算のような契約は、個々の金融機関が信用リスクを削減するための有効な手段ではある。しかし、巨大金融機関が破綻した場合、多数の金融機関が一斉に一括清算を実行し、それに伴って大量のヘッジ取引が市場に発注される結果、市場のボラティリティが急上

---

<sup>16</sup> その他、市場占有率の上昇によって価格支配力が増加し、収益力が向上するとの指摘もある。もっとも、潜在的な競争状態が確保されている市場（所謂“contestable”な市場）では、市場占有率が高くても価格支配力は生まれにくい。G10D Working Party on Financial Sector Consolidation, “Effects of Consolidation on Financial Risk (Chapter 3),” *Summary Report and Individual Chapters* を参照。

昇し、却ってリスク量の増大に繋がる恐れがある点には留意が必要である。

c. 企業部門や金融市場を通じた間接的な関係に基づく影響

上記の直接的な与信関係に加えて、特定部門への信用供与や特定市場での取引の集中を通じて、倒産確率等の相関関係の高い資産の比率が上昇し、主要金融機関の間接的な相互依存関係が高まることが考えられる。典型的には、1980年代後半のバブル期に、そのような現象が見られた。すなわち、同時期には、金融機関は全般に不動産関連業種に対する貸出を積極化させていたが、1990年代入り後、地価の下落が始まると、資産劣化を通じて金融機関全体の貸出余力は徐々に圧迫され始めた。このような貸出制約の発生は、貸出の担保となっていた不動産価格にマイナスの影響を与えたほか、企業等の破綻を誘発することとなり、金融機関の資産内容は、スパイラル的に悪化していった（図表8）。

主要金融機関の大規模統合によって、企業部門への信用供与や金融市場での取引が少数の大規模金融機関に集中する結果、上記のような資産の相関関係が強まり、間接的な相互依存関係はさらに高まる可能性がある。例えば、資産面では、現在統合作業が進められている四つの巨大金融グループの短期金融市場への資金放出額は、同市場における総貸出量の3%に過ぎない（すなわち直接的な与信関係は殆どない）一方、一般企業・個人向け貸出については、四大グループが、全国銀行の総貸出額の約50%を占める。不良債権問題に一応の展望が開けたとはいえ、統合によって特定の企業や業種に信用リスクが集中し、市場シェアが高くなり過ぎると、リスク管理の機動性が失われる可能性があることには十分留意が必要である（図表9）。例えば、リスク削減のために大規模な債権流動化を行った結果、市場での評価額が大幅に下落し、自らの財務内容を悪化させることも考えられる。

また、負債面をみると、これら四大グループの短期金融市場におけるシェアは、調達総額の約70%に達し（図表10）、個別にみても、短期金融市場調達（コールマネー、CD、大口定期預金）は、平均で各グループの総負債残高の約20%を占めている。資金余剰地帯である地方圏に十分な店舗網を持た

ない主要金融機関にとって、短期金融市場が恒常的に重要な資金調達の間となつてきていることがわかる。仮にこうした巨大金融グループが経営問題に直面した場合、短期金融市場で主要な資金の出し手となつてきている地銀や投信等が資金放出を控える結果、間接的に他の金融グループも資金調達難に陥る惧れがある。実際、1997年秋の金融危機の際には、一部の主要金融機関の破綻を契機に、短期金融市場全体の流動性が枯渇の危機に瀕する事態が生じた。

このように信用リスクや流動性リスク等が集中する結果、四大グループ等の巨大金融機関では、資産流動化・証券化等<sup>17</sup>（図表11）によってリスク資産の規模を圧縮するとともに、短期金融市場からの資金調達も減らして行かざるを得なくなるのではないかと考えられる。一方、借り手側も、与信枠を制限される結果、社債発行等の新たな資金調達源を開拓する必要がある可能性がある。また、統合後の巨大金融機関では、保有株式の増大に対応して（図表12）<sup>18</sup>、市場リスク軽減の観点から株式持合いの調整が行われることも予想される（図表13）<sup>19</sup>。このように、日本における金融機関の大型統合は、コーポレート・ファイナンスの面でこれまで補完的な役割しか果たしてこなかった資本市場の成長を刺激する要因を孕んでいる（図表14）。

なお、株式持合いの解消は、必然的に系列企業による銀行株の売却を伴うこととなり、銀行は、代替的な長期安定株主を見つけるために、株主資本利益率（ROE）の改善に注力することを迫られる可能性がある。新たな株主との関係は、「借り手（＝株主）に対する安定的な事業資金の供給」ではなく、「銀行の収益性」が主軸となると考えられる<sup>20</sup>。従って、銀行の経営陣も、

---

<sup>17</sup> 四大金融グループ等は、統合によって集中した信用リスクを減らすことなどを目的に、貸出債権流動化市場の拡大に向けた市場整備を計画しているほか、インターネットを利用した取引の電子化も構想している。

<sup>18</sup> 例えば、家田・大庭（1998）の推計によれば、都銀・長信銀の保有上場株式の VaR（保有期間半年、信頼区間 99%）は、1996 年度末で 77 百億円と、当時の自己資本総額（Tier I + Tier Ⅱ：345 百億円）の約 22% に相当する。

<sup>19</sup> このほか、独占禁止法および銀行法により、金融機関は他社の発行済株式総数の 5% を、金融持株会社は同 15% を超えて保有することを禁じられている。金融統合により、これらの上限を超える株式があれば、その一部を売却する必要が生じる。

<sup>20</sup> 株式の持ち合いは、銀行の株主でもある借り手企業が銀行の ROE より安定した資金供給を重視する観点からは、有効な役割を果たしてきた。銀行貸出は必ずしも借り手企業の信用リスクを反映した上で実施されてきたわけではなく、株式持ち合いをベースにした借り手企業との安定的・長期的な関係の維持に主眼が置かれてきた。このような関係は、企業

貸出金利のプライシングの改善等により、収益性を向上させることが必要になる<sup>21</sup>。

上記のような資本市場の発達には長所、短所の両方がある。一般的に、銀行システム（銀行およびその他の預金取扱金融機関を含むシステム）は、引当金処理等により内部で貸出を再評価（自らの経験値や理論値等に基づく自己評価）することができるほか、通常は潤沢な自己資本のバッファがあるため、マクロ経済・金融面でのショックから生じる景気変動や信用の膨張や崩壊といった悪影響を段階的に吸収することができる。しかし、バブル崩壊に代表されるようなマクロ的、構造的なショックに対する調整が遅れる傾向もみられる。対照的に資本市場では、市場参加者が売買や資産再評価（市場参加者の多数決による評価）によって同様のショックを素早く吸収する傾向がある。しかし、過度な価格調整により流動性等のボラティリティが激増する結果、市場発のパニックを引き起こす恐れが常に存在する点にも注意する必要がある。これらの要因のバランスの問題ではあるが、日本のように銀行業中心の金融システムにおいては、資本市場の発展により、資金仲介経路が複線化されるため、機関投資家や最終投資家に様々な金融リスクが幅広く分散できるようになり、銀行へのリスクの集中が緩和されるというメリットが期待できる（図表15）。

#### d. 預金取付とレバレッジ巻き戻し

これまで述べてきたように、金融統合は資本市場の発展をもたらす可能性がある一方で、逆に資本市場の発展が金融統合を促進している側面もあるように窺われる。このような相乗効果により、銀行業とその他の金融業務との間の垣根が曖昧になるに従い、システムック・リスクの性質そのものも変質

---

部門に産業資金を融通し、経済成長の促進に大きな役割を果たしてきたが、一方では、銀行の貸出収益性や株主資本利益率が低い水準に止まっていることの一因ともなっている。

<sup>21</sup> 今後、日本で資本市場が発展し、また、東証の時価総額の10%を占めている銀行株の魅力が増大すれば、年金やその他の資産運用会社の活動が活性化されることが期待できる。また、これによって様々な金融リスクの波及経路が分散されたり、最終投資家が銀行部門にリスク・キャピタルを提供することで、銀行部門へのこうしたリスクの集中が緩和されると考えられる。

していく可能性がある。例えば、資本市場の発展が金融機関の経営行動に与えている影響をやや仔細にみると、主要金融機関では、資本市場の発展の恩恵を受けるために、高度な取引技術やリスク管理技術を開発して、ボラティリティの高い市場リスクを管理しようと試みている。先述のように、金融統合により、絶対額での収入が増加する結果、技術開発に必要な巨額の IT 投資を継続的に行なうことが可能となる。また、ホールセール取引中心の金融機関の中には、リテール網を持つ金融機関との統合を企図する先もみられる。これも先述のように、最終投資家向けの手数料ビジネスの拡大により安定的な収入源を確保したり、粘着性のある小口預金の獲得により安定的な資金調達源を確保する動きと見ることができる。

伝統的な考え方の下では、資産・負債構造の特殊性（長期貸出資金を短期借入で賄う構造）や決済機能の担い手といった観点から、銀行（およびその他の預金取扱金融機関）のみがシステムック・リスクを抱えていると考えられてきた。しかし、規制緩和によって業際を超えた金融統合が進むにつれ、業態の垣根が曖昧化しつつある。特に銀行業と証券業の間では、その傾向が顕著である。例えば、証券会社では、最近、証券化ローンやハイ・イールド債、その他のデリバティブ関連商品等、必ずしもマーケットでの評価が容易ではない流動性の低い資産をこれまで以上に増やしている。一方、負債サイドでは、短期金融市場の参加者の広がりやレポ市場の発達によって比較的容易に流動資金を調達し、レバレッジを効かせて資産拡大を図ることが可能になってきている。このような変化によって証券会社も、銀行に類似するシステムック・リスクの問題を提起するようになってきている。

一方、銀行の資産は、債権流動化やクレジット・デリバティブ等の発達によって、流動性を増しており、短期の流動性資金を長期の固定資金に変換するといった伝統的な銀行業固有のリスクは、徐々に縮小している。金融統合による巨大金融機関の誕生は、銀行業と証券業の連携強化や同質化を促進するため、所謂「銀行の特殊性」は相対化していくものと考えられる。

今後、銀行業と証券業の融合が進展することにより、市場化が進めば、マーケット・メーカー機能が金融仲介手段としてより重視されることが予想

される。すなわち、信用リスクは、より市場の動きとの連関性を強め、信用リスクのボラティリティが上昇するものと考えられる。1997年のアジア危機で見られたように、市場で信用リスクが再評価される場合、急激な価格下落により、短期間のうちにマーケット・メーカーの自己資本が毀損されてしまう恐れがある。マーケット・メーカーの自己資本が毀損し、価格下落のリスクを吸収する余力がなくなると、市場の流動性供給機能は低下する。市場の流動性が枯渇すると、例えば、レポ取引等により高いレバレッジ（例えば、借入資金により購入した証券を担保として資金を借入れ、再び証券を購入することを繰り返す取引手法）を効かせている市場参加者は、担保価値の下落による追加保証金の積増しを求められる可能性が高い。これに対して、資産売却による流動性確保の動き（「レバレッジの巻き戻し（de-leveraging）」）が大規模に発生する場合には、資産価格の自己実現的な破壊が誘発される恐れがある<sup>22</sup>。この点だけに着目すれば、レポ市場で資金調達を行い、有価証券投資を行う市場性取引のウェイトが高まってくると、段階的な引当てにより損失が処理される貸出を、預金保険により保護された粘着性のある預金で賄う従来型の経営構造と比べて、流動性リスクの波及スピードが速くなる可能性があると考えられる。資産価格の自己実現的な破壊が発生する場合、急速に負の資産（negative equity）が蓄積されるため、実体経済にも深刻な悪影響を及ぼす恐れがある。山一証券の自主廃業に際して、日本銀行が流動性供給を行わざるを得なかった背景のひとつとして、万が一にも、このような事態が発生することを回避する必要性が感じられていたことは否定できない

<sup>23</sup>。

---

<sup>22</sup> 更に、金融統合によって取引方法やリスク管理技術の淘汰が進み、特定の手法が極端に高いシェアを占める場合、多数の市場参加者がダイナミックヘッジングを同調的に行なう結果、相乗的なスパイラル（positive feedback）効果が増大し、ポジションが一斉に一方に傾く、所謂“herding behavior”を誘発する可能性がある。金融機関が巨大化・国際化し、比較的小さな地域金融市場に対して多大な影響力を持つようになると、国際ポートフォリオ分散投資の分散効果が働かず、危機時には、むしろ、正の相関が強く働き、ある市場で発生したショックが世界中に波及するリスクが一段と高まっていく可能性がある。例えば、1998年8月のロシア金融危機の際に、ルーブルの下落がドルの下落を招き、また、ロシアの株価・債券価格の下落がラテン・アメリカの株価の下落やアメリカの株価の軟化を招いたという事実は、国際的なポートフォリオ分散が進む中、国際市場間の相関関係が徐々に強くなってきていることを示唆している。

<sup>23</sup> 日本銀行は、1997年秋の金融危機の進展を眺め、システミック・リスクの発生を懸念し

一方、これとは対照的に、伝統的なシステミック・リスクの原因とされる「決済システムを通じた支払不能の連鎖」については、資金決済の RTGS 化（即時グロス決済、2001 年初より開始の予定）や迅速な破綻処理方式の導入（預金保険制度における P&A、2001 年 4 月より施行）により、これまでよりは対応が容易になることが期待されている。従って、将来的には、預金取付や決済システム経由の破綻の連鎖よりも、レバレッジの巻き戻しという「市場発」のシステミック・リスクの方が深刻化する可能性も否定できない。

#### 4．政策的インプリケーション

##### a．セーフティネットの限界

こうした環境変化を踏まえれば、伝統的な業務を行なう比較的規模の小さい金融機関については、預金保険制度等のセーフティネットの改正<sup>24</sup>によって破綻処理が容易になる一方で、巨大金融機関の破綻に関しては、これまで以上に考慮しなければならない課題が生じてくると考えられる。第一に、破綻先のロスを埋めるために、多額の公的資金が必要となる可能性があることである。特に、市場の反応が速まるに従い、破綻金融機関の企業価値が低下するスピードも速まり、これまで以上にロスが拡大する惧れがある。第二に、特に、問題先が再生可能かどうかといった見極めがはっきりしない場合には、当該金融機関の企業価値の計測が困難であることから、救済金融機関が即座に見つからない可能性がある。第三に、金融コングロマリットの構造が複雑で、ファイアウォールが明確に設定されていない場合、金融機関以外の企業が破綻したときに、取引先がクロス・デフォルト条項を発動することにより、

---

た結果、山一証券の秩序だった自主廃業を確保するために、流動性供給を行うことを決定した。山一証券は、9 主要金融センターに証券子会社、日本と英国に 2 つ銀行子会社を持つ金融コングロマリットであった。

<sup>24</sup> 例えば、2001 年 4 月に施行される改正預金保険法の下では、付保対象預金や健全資産を迅速に営業譲渡することにより、破綻金融機関の金融機能を可能な限り維持するための手続が整備された。また、総理大臣が、金融危機対応会議での議論を通じてシステミック・リスクの惧れがあると認定した場合には、預金保険機構は、資本投入やペイオフ・コスト超の資金援助、あるいは特別危機管理（一時国有化）によって、経営に問題のある預金取扱金融機関の全債務を全額保護することが可能となる。

グループ内の金融機関まで連鎖的に影響を受ける惧れがある。第四に、市場の混乱を回避するために、日本銀行が、一時的なつなぎ資金の供給によって破綻金融機関の営業を継続させなければならない可能性があるが、中央銀行の資金の性格に反して、長期に亘り信用供与を継続するような事態が生じないように、公的資金の調達についても迅速な対応を図る必要がある。第五に、巨大金融機関では、破綻しても救済されるとの期待が形成され、経営者や市場参加者のモラルハザードが起こる可能性がある。

こうした問題点を踏まえると、金融システムに重要な影響を与え得る金融機関の経営問題に対応するに当たっては、早期の破綻処理にも限界があり、破綻の危機に瀕する前に、有効な経営改善を図ることが、より重要であるといえる。新しい預金保険制度において、システミック・リスクが存在すると認定された場合には、過少資本の預金取扱金融機関に対して資本投入を行えるよう施されたのも、債務超過に陥る前の早期改善が重要であるとの認識に基くものである。もっとも、モラルハザードの防止や自由競争の確保という観点からは、補助金的な性格を有する公的資本投入は、真に必要な場合に限り、例外的に行われるべきである。

そうした意味では、市場整備を通じて、金融機関の問題が早期に顕現化するように市場規律を働かせることが極めて重要である。市場規律を十分機能させるためには、継続的にディスクロージャーの質を高めていくことが重要なポイントのひとつである。また、金融コングロマリットについては、様々な業務について金融機関の財務状況がより明確かつ比較できる形で把握できるよう、会計ルールの工夫も必要となろう。独立した強力なコンプライアンス組織や監査制度の更なる充実も必要である。無論、全ての金融機関に当てはまる定型化されたリスク管理の枠組みは存在しない。例えば、巨大かつ複雑な組織においては、部署毎に許容されるリスク量が割当てられ、リスクを加味した業績評価が行われたり、部署毎にコンプライアンス機能が設置され、それぞれがリスク管理面で独立に責任を持つ分散的な体制が効果的であるかも知れない。一方、より伝統的な銀行業務に特化する先については、中央集中型のリスク管理手法が適当かも知れない。いずれにしても、金融コングロ

マリットでは、それぞれのリスク構造に応じて独自のリスク管理手法を開発することが重要である。

但し、市場規律は、金融機関の経営問題の早期発見に資する一方、一度、問題が表面化すると、市場が素早く反応するため、監督当局が対応できる時間的余裕を大きく制限してしまうという両刃の剣の側面もある。また、市場は過剰反応し、問題に対して非合理的なパニックを引き起こす可能性もある。従って、監督当局による早期発見の枠組みも、市場規律を補完する重要な手段と考えられる。例えば、非常に早い段階で監督当局の介入が効果的に行われれば、債務超過の懸念が浮上する前に当該金融機関の経営を是正することが可能になる。このような早期介入が奏効すれば、市場において公的支援に対する期待が形成される前に経営の改善を求めることが可能となるため、経営陣のモラルハザードを抑制する効果も期待できる。勿論、過度な介入は、金融機関の私的経済活動の自由に抵触する恐れがあり、慎重な手続きを踏む必要がある。しかし、金融システムに重要な影響を与え得る金融機関のチェックを経営問題が顕現化するまで市場規律のみに委ねる場合、事後的には、国民経済に多大なコストを負担させる危険性があるほか、これらの金融機関が破綻した場合、公的資金によって救済される可能性があるという意味において、潜在的にはセーフティネットの最大の恩恵を享受している点にも配慮する必要がある。

#### b . 早期介入のタイミング

このように、監督当局にとっては、介入のタイミングの見極めが、最大の課題のひとつである。そうした認識は 1998 年に導入された早期是正措置（prompt corrective action）にも表れている。同措置では、金融機関のリスクを計測する上で最も一般的な指標である自己資本比率が介入基準として採用された。もっとも、金融機関のリスクは、自己資本比率以外の方法でも多面的に計測することが可能である。例えば、図表 16 の各種レバレッジ指標が示すように、リスクの状況は計測する観点によって相当程度変化し得ることがわかる。特に、複雑なリスク特性を有する金融機関に対しては、自己資本比率を補完するものとして、これらの指標を参考にすることも考えられる。

また、より一般的な観点からは、個別金融機関への介入のタイミングに止まらず、市場メカニズムを歪めてしまうようなインフラ障害やバブルに繋がるような非合理的期待の形成など、構造的ないしマクロ経済的な要素に着目することが、早期予防の観点からは重要といえる。例えば、図表17は、貸出スプレッドと銀行の国内貸出態度の関係を表したものであるが、金融システム全体に信用リスクが蓄積するに従って、銀行の貸出行動が急激に変化している様子が見て取れる。すなわち、銀行は、バブル期には信用リスクを十分に考慮しないままに金利設定を行い、貸出を積極化させたが、バブル崩壊直後には、こうした動きが急速に縮小している。1990年2月の株価暴落以降、邦銀は明らかに貸出スプレッドの動きに注目するようになり、資産拡大に慎重な姿勢で臨むようになった。

以上のように、金融システムにどの程度、どの様なリスクが蓄積しているかを判断するためには、金融機関の経営行動をミクロ・マクロの両面から多面的に分析することが必要であり、金融機関の経営問題の全てを察知できる唯一の万能な早期警報装置（early warning signal）が存在すると考えるのは危険である。平凡な結論ではあるが、監督当局としては、金融機関の経営行動に影響を与える様々なマクロ・ミクロの指標（金利、資産価格、取引形態の変化、プレーヤーの変化等）を注意深く見ていくことが、基本であると考えられる。

### c. 「最後の貸し手」の役割

金融機関の経営問題を十分に早い段階で発見できれば、システミック・リスクの存在を前提に発動される中央銀行の「最後の貸し手（lender of last resort）」としての機能も有効に併用することが可能となる。最後の貸し手機能は理念的には「事前 LLR」、「事後 LLR」の2つの形態に整理することができる。「事前 LLR」は、預金者や市場参加者が過度に悲観的になり、実態と乖離した預金の取付けや市場の混乱が発生している場合に、中央銀行が、「当該金融機関の問題は一時的なものであり（債務超過ではない）、是正可能である」との見方を示すことによって、行き過ぎた混乱を修正すること

を目的としている。一方、「事後的 LLR」は、監督当局の早期介入が有効に機能せず、破綻金融機関の債務超過の疑いが払拭できない場合や債務超過が確定した場合に、当面の債務の返済に必要な流動性を機動的に供給することで、預金者や市場の混乱を抑制することを目的としている。

「事前 LLR」は、中央銀行のアナウンスメント効果に着目した機能であり、その成功には、中央銀行に対する市場の信認が不可欠である。中央銀行が揺るぎない信認を得ている理想的な環境の下では、例えば、当該金融機関に関する情報が偏った形で流布しているような場合でも、中央銀行が流動性を供給することを明示的に意思表示することで、市場の懐疑的な見方や行き過ぎた悲観論を修正することができる。この機能は、例えば、「売りが売りを呼ぶ」ような自己実現的なシステムック・リスクの顕現化を抑制する場合に有効な方法であると考えられる。また、「事前 LLR」が成功すれば、市場は速やかに対象金融機関の企業価値を上方修正することになるため、問題処理のコストもその分だけ低くなると考えられる（図表 18）。

「事前 LLR」を成功させる すなわち、預金者や市場参加者が中央銀行の判断を支持する ためには、「中央銀行が、他の利害関係から独立して、対象金融機関の存続可能性について独自の判断を行なっている」と市場から評価されることが不可欠である。その意味において、中央銀行が、監督当局との密接な協力関係は維持しつつも、金融システムに重大な影響を与え得る金融機関について独自の情報源を確保することは重要である。特に、金融コングロマリット等については、グループ全体の経営状況について正確な情報を把握している必要がある。中央銀行が独立した判断を行なう対価として、万が一、その判断を誤り、「事前 LLR」の対象となった金融機関が破綻した場合には、自ら損失を被る可能性があるからである。言うまでもなく、損失が市場参加者に転嫁される懸念がある状況においては、中央銀行の判断に対する信認を維持することは困難であるため、中央銀行が、市場参加者の信用リスクを増大させる形で自らの債権を保全することは適当でない。従って、中央銀行が、「事前 LLR」を実行する場合には、リスク管理を徹底し、自らの財務の健全性に細心の注意を払う必要がある。また、このように「事

「事前的 LLR」が信用リスクを伴う以上、中央銀行による流動性供給は無限ではあり得ない点にも留意が必要である。

なお、「事前的 LLR」では、中央銀行は、流動性を個別金融機関に対して直接供給することも、市場オペレーション等により市場全体に供給することも想定される。市場全体に対する「事前的 LLR」の例としては、中央銀行が市場オペレーション等を通じて、一時的にマーケット・メーカーの役割を補完するケースが指摘できる。例えば、民間のマーケット・メーカーがその役割を果たせなくなるような金融危機が発生し、市場流動性が枯渇するような場合には、中央銀行が、直接、市場参加者と取引を行なうことが考えられる。この方法は、市場がパニック状態に陥り、自己実現的な崩壊を引き起こしている場合には、特に有効である。具体的には、1997 年秋の金融危機時に、ジャパン・プレミアムが高騰した際、日本銀行は、短期金融市場において邦銀に大量の円貨流動性を供給する一方、円資金の運用先に困った外銀等に売出手形を発行し、円資金を吸収する役割を果たした（図表 19）<sup>25</sup>。その結果、パニックが収束し、邦銀が債務超過ではないかという疑いは解消していった（図表 20）<sup>26</sup>。

一方、「事後的 LLR」は、既に破綻した金融機関を閉鎖したり、業務を停止することが、システム・リスクの観点から不適當、ないし不可能であると判断される場合（すなわち全債務保護が必要な場合）に、預金の払い戻しや当該金融機関の当面の資金繰りを肩代わりするために実行される。また、最終的な破綻処理が終了するまでの間のつなぎ融資という性格上、預金保険や政府資金によって全額返済されることが前提となる<sup>27</sup>。

「事後的 LLR」は、巨大金融グループ等を処理する上で、必ずしも現実

---

<sup>25</sup> 日本銀行は、円貨および外貨ともに資金繰り難に陥っていた邦銀に対し、比較的長期の円資金を供給した。邦銀は、その一部を円投して外貨調達を行った。円投の相手となった外銀等では、信用リスクのない短期資産での円資金の運用先を求めたが、日本銀行は、売出手形オペを実施し、外銀等から、こうした円貨の余剰資金を吸収した。日本銀行は、このように邦銀と外銀の仲介をすることで市場機能を補完し、邦銀の財務状況に対する情報の非対称性から生じる資金偏在の緩和に貢献した。

<sup>26</sup> 花尻 1999 参照。

<sup>27</sup> もっとも、日本の金融危機の初期段階では、セーフティネットが不十分であったため、日本銀行が資本投入等により損失補填のための資金を供給することもあった。

的な方法ではないかも知れない。銀行等の預金取扱金融機関とその他金融機関との境界線が曖昧になりつつある現状では、預金取扱金融機関だけではなく、巨大金融グループ全体をつなぎ融資の対象としなければ、システム・リスクを回避できない可能性があるからである。その場合、預金者だけでなく、保険契約者や一般投資家、さらにはノンバンクの債権者や機関投資家まで公的資金で全額保護することになりかねない。また、巨額の資金流出をカバーするために必要な資金を、中央銀行が全て賄う場合、金融政策にも好ましくない副作用が発生するリスクがある。政府保証が付されており、中央銀行は損失を被らない場合でも、破綻処理が終了するまでに長い期間を要するとすれば、その間、中央銀行の資金が大量に固定化される惧れがあり、金融政策の自由度を奪う可能性がある。

この点、「事前LLR」が効果的な状況すなわち、債務超過に陥る前に金融機関の経営問題が是正される一方で、是正措置を軌道に乗せるために預金者の不安や市場での悪循環を断つことが必要な状況においては、中央銀行の流動性供給が呼び水となって、市場が対象金融機関の企業価値を速やかに上方修正し、手控えていた取引を再開することが期待できるため、公的資金を使わずに当該金融機関を市場へ復帰させることも可能となる。その場合、巨大金融グループの預金取扱金融機関以外の主体についても、「事後LLR」のような副作用が生じにくい。

以 上

## 参考文献：

デービット・アトキンソン、「日本に大手銀行は2～4行しか必要でない - G7 各国の金融システムをもとにした帰納的分析」『銀行』、Goldman Sachs Investment Research、1998年10月

デービット・アトキンソン、「価値を生む合併、生まない合併 - それを見分けるには」『銀行』、Goldman Sachs Investment Research、1999年3月 <1999a>

デービット・アトキンソン、「日本の銀行のシステム投資 - 収益性向上と将来性の鍵」『銀行』、Goldman Sachs Investment Research、1999年6月 <1999b>

家田明、大庭寿和、「銀行の政策保有株式のリスク管理について」、『金融研究』第17巻第5号、日本銀行、1998年11月  
(<http://www.imes.boj.or.jp/japanese/kinyu/fkinyu98.html> にて入手可)

家田明、「社債流通価格にインプライされている期待デフォルト確率の信用リスク・プライシング・モデルによる推定 改良型ジャロウ・ランド・ターンブル・モデルを用いて」、『金融研究所ディスカッションペーパーシリーズ (99-J-18)』金融研究所、日本銀行、1999年6月  
([http://www.imes.boj.or.jp/japanese/jdps/fjdps99\\_index.html](http://www.imes.boj.or.jp/japanese/jdps/fjdps99_index.html) にて入手可)

久保達哉、「銀行業界におけるIT投資とCRM」、『Monthly Report 2000年7月号』ニッセイ基礎研究所、2000年7月

小山嘉昭、『銀行法』大蔵財務協会、1995年

日本銀行、「金融危機における銀行行動の変化 - 日本における金融危機の経験を踏まえて」、『IMF主催“Seminar on Financial Risks, System Stability, and Economic Globalization”配布資料』、2000年

花尻哲郎、「3つのジャパン・プレミアム：97年秋と98年秋 市場間でのプレミアム格差はなぜ生じたのか」、『金融市場局ワーキングペーパーシリーズ (99-J-4)』金融市場局、日本銀行、1999年8月  
([http://www.boj.or.jp/ronbun/ronbun\\_f.htm](http://www.boj.or.jp/ronbun/ronbun_f.htm) にて入手可)

森本祐司、「金融と保険の融合について」、『金融研究』第19巻別冊第1号、日本銀行、2000年4月

(<http://www.imes.boj.or.jp/japanese/kinyu/fkinyu00.html> にて入手可)

Bank for International Settlements, “Implications of Structural Change for the Nature of Systemic Risk,” Bank for International Settlements, September 1998.

Berger, Allen N., Robert DeYoung, Hesna Genay, and Gregory F. Udell, “The Globalization of Financial Institutions: Evidence from Cross-Border Banking Performance,” *Brookings-Wharton Papers on Financial Services* 3, 2000.

Boyd, John H., Stanley L. Graham, and R. Shawn Hewitt, “Bank Holding company Mergers with Nonbank Financial Firms: Effects on the Risk of Failure,” *Journal of Banking and Finance* 17(1), 1993, pp.43-63.

Demsetz, Rebecca S. and Phillip E. Strahan, “Deversificaion, Size, and Risk at Bank Holding Companies,” *Journal of Money, Credit, and Banking* 29 (3), 1997.

G10D Working Party on Financial Sector Consolidation, “Summary Report and Individual Chapters,” Chapter 3 (Effects of consolidation on financial risk)

Hughes, Joseph P., William Lang, Loretta J. Mester, and C.G. Moon, “Efficient Banking Under Interstate Branching,” *Journal of Money, Credit, and Banking* 28 (4), 1996, pp1043-1071.

Hughes, Joseph P. and Loretta J. Mester, “Bank Capitalization and Cost: Evidence of Scale Economies in Risk Management and Signaling,” *Review of Economics and Statistics* 80(2), 1998, pp.314-325.

Kwan, Simon, "Securities Activities by Commercial Banking Firms' Section 20 Subsidiaries: Risk, Return, and Diversification Benefits," Federal Reserve Bank of San Francisco, October 1997.

Kwast, Myron L., "The Impact of Underwriting and Dealing on Bank Returns and Risks," *Journal of Banking and Finance* 13(1), 1989, pp101-125.

McAllister, Patrick H., and Douglas A. McManus, "Resolving the Scale Efficiency Puzzle in Banking," *Journal of Banking and Finance* 17(2-3), 1993, pp.389-405.

Peek Joe and Eric S Rosengren, "Collateral Damage: Effects of the Japanese Bank Crisis on Real Activity in the United States," *American Economic Review*, March 2000.

Rosen, Richard J., Peter R. Lloyd-Davies, Myron L Kwast, and David B. Humphrey, "New Banking Powers: A Portfolio Analysis of Bank Investment in Real Estate," *Journal of Banking and Finance* 13, 1989, pp.355-366.

Saunders, Anthony and Ingo Walter, *Universal Banking in the United States*, Oxford University Press, 1994.

( 図表 1 ) わが国における主要金融機関数の推移

( 年度末 )

	1985	1990	1995	1999	1990年からの増減数
都市銀行	13	12	11	8	4
長期信用銀行	3	3	3	2	1
信託銀行	7	7	7	6	1
地方銀行	64	64	64	64	0
第二地方銀行	69	68	65	60	8
全国銀行	156	154	150	140	14
信用金庫	456	451	416	386	65
信用組合	448	407	368	291	116
農林系統機関	4,339	3,634	2,461	1,584	2,050
保険会社	46	50	55	79	29
証券会社	224	220	231	228	8

出所：金融経済月報（日本銀行）、証券年報（大蔵省）

注1：都長信行については、2000年9月末現在の金融機関数を掲載。

なお、このうちみずほファイナンシャルグループは、都銀一行としてカウント。

2：上記表には、破綻金融機関（今後事業譲渡が予定されている先を含む）が含まれている。

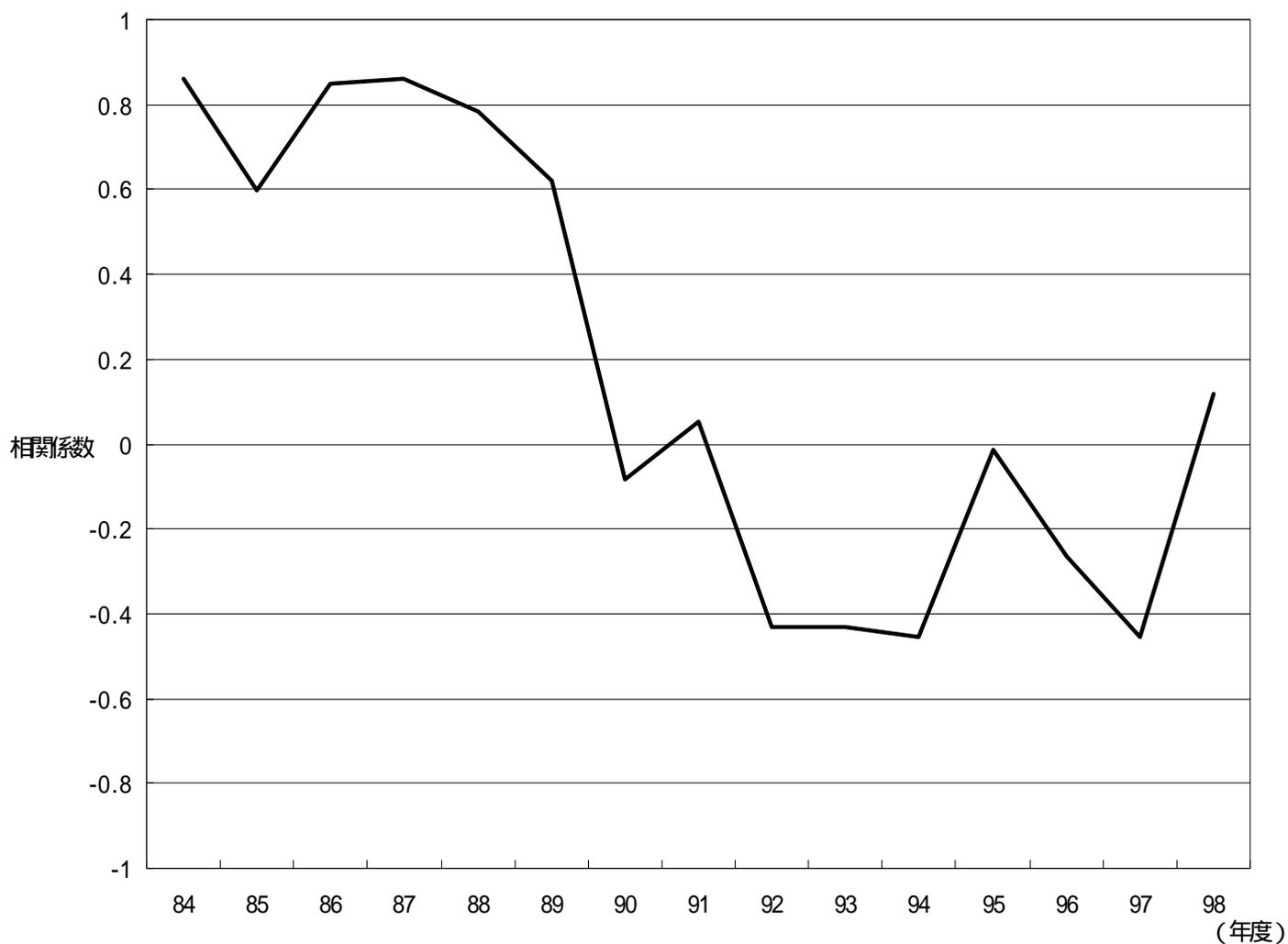
3：信託銀行は、本邦専門信託銀行。

4：農林系統機関は、農林中央金庫、信農連、農業協同組合の合計。

5：保険会社は、生命保険会社、損害保険会社の合計。

6：証券会社は国内会社のみ（年末値）。

( 図表 2 ) 主要邦銀における資産規模と収益性の相関関係



出所 : 各行年次報告書

注 1 : 相関係数 : 資産規模と資本経常利益率の相関係数の強さを表したものの。

2 : 資本経常利益率 = 経常利益 / 資本勘定

3 : 主要邦銀は、各年度における資産規模上位20行を指す。

## ( 図表 3 ) 日本における最近の主要な金融統合・再編の動き

### (1) 同一業態内

	金融機関	形態	統合・提携(予定)時期 <sup>(注1)</sup>
銀行	住友 さくら	合併	2001年4月
	第一勧銀 富士 興銀	持株会社	2000年9月
	東京三菱 三菱信託銀 日本信託銀	持株会社	2001年4月
	三和銀 - 東海銀 - 東洋信託銀	持株会社	2001年4月
		合併	2002年4月
	中央信託銀 三井信託銀	合併	2000年4月
	住友信託銀 大和銀	業務提携 (合併会社)	2000年10月
保険会社	日本生命 同和火災 <sup>(注2)</sup>	業務提携	1999年6月
	住友海上 三井海上 <sup>(注3)</sup> 日本生命 同和火災	業務提携	2000年10月
	住友海上 三井海上	合併	2001年10月
	大成火災 日産火災 安田火災	合併	2002年4月
	東京海上 日動火災 朝日生命	持株会社	2002年4月 <sup>(注4)</sup>
証券会社	エフエム 太平洋 東和 第一	合併	2000年4月

### (2) 業態間

	金融機関	形態	統合・提携(予定)時期
興銀(銀行)		業務提携	1998年5月
野村(証券)		(合併会社)	
第一(生保)			
住友(銀行)		業務提携	1999年4月
大和(証券)		(合併会社)	
さくら(銀行)		業務提携	2000年10月
三井海上(損保)			
三井生命(生保)			

注1：各社対外公表ベース

2：このうち、統合予定時期(2001年1月以降)とされているものについては、既に締結された統合契約で定められた時期を記載

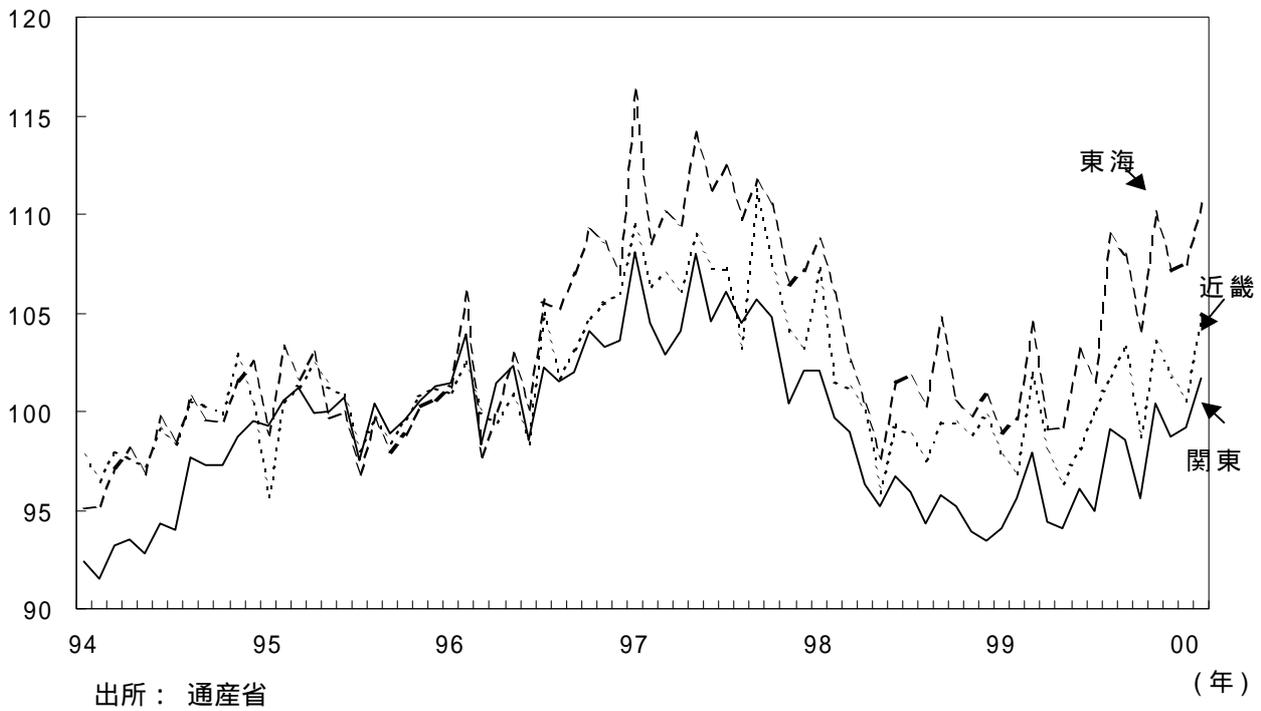
3：日本生命の100%子会社であるニッセイ損害保険と同和火災は2000年5月に合併契約を締結

4：住友海上と住友生命(2000年11月) 三井海上と三井生命(2000年10月)は、それぞれ業務提携を行うことで合意

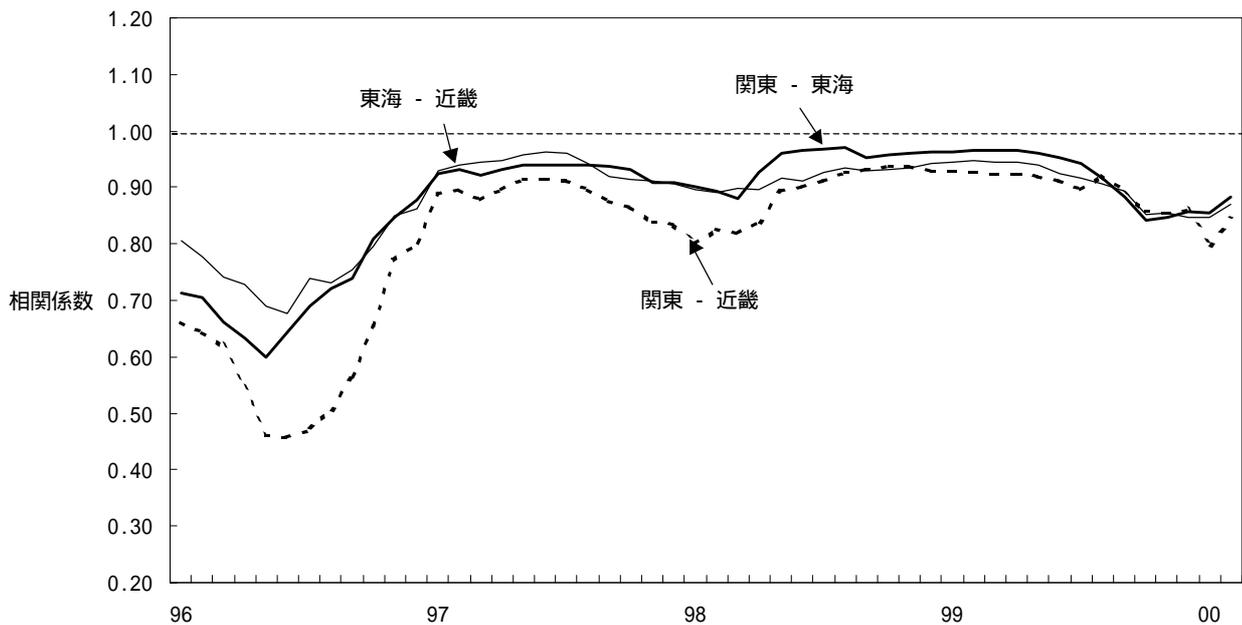
5：朝日生命、東京海上、日動火災共同発表文によれば、まず、東京海上と日動火災の2社が2002年4月に持株会社の設立を通じて統合を実施し、朝日生命は2004年を目処にこの統合に加わる方針

## (図表4) 我が国における景気変動の地域間比較

我が国の主要地域の景気変動  
(鉱工業生産指数<季調済>、1995=100)

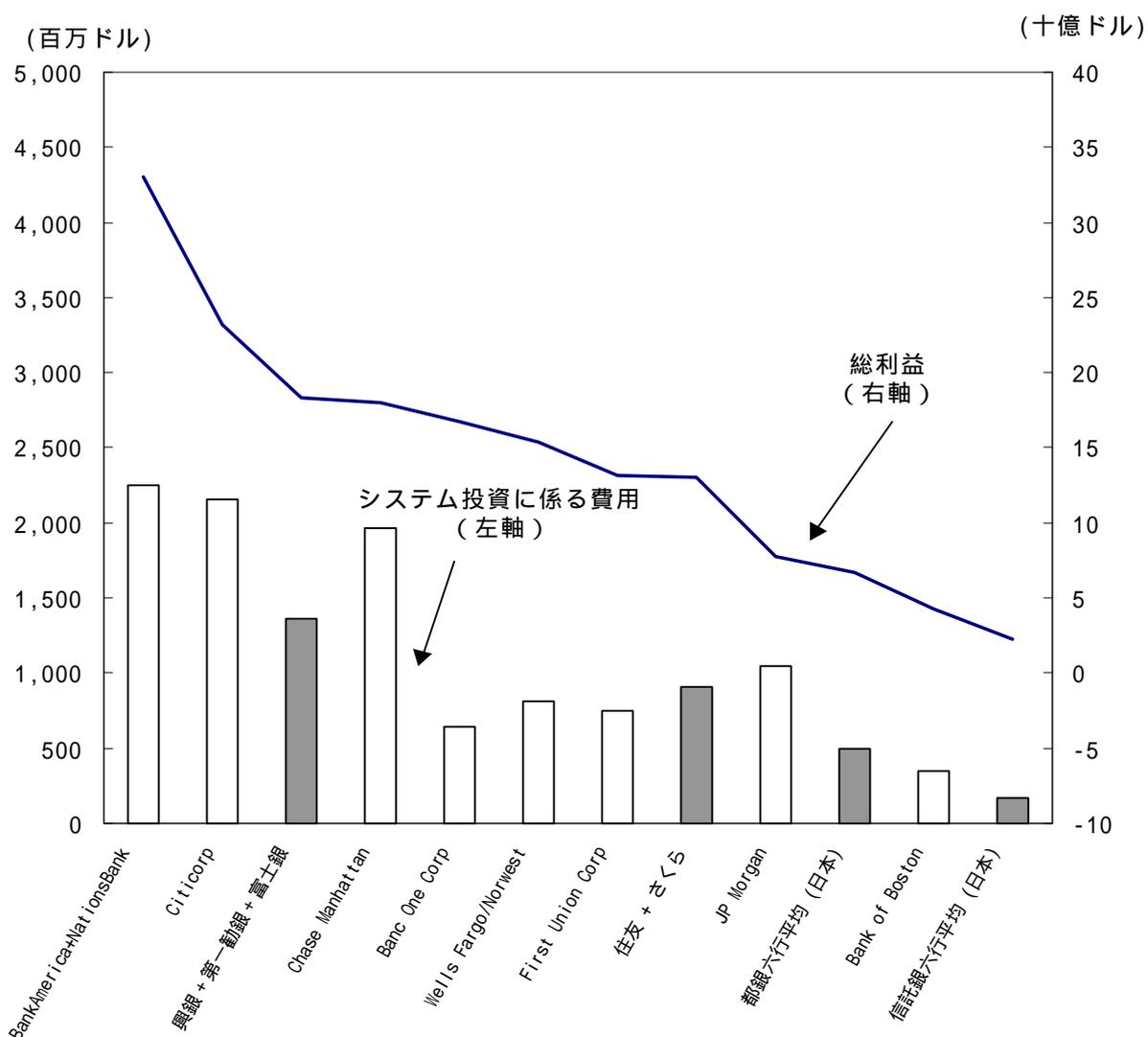


### 主要地域間における景気変動の相関関係



注：当方において、3主要地域間における鉱工業生産指数（直近24ヶ月のデータ）の相関係数を算出。(年)

( 図表 5 ) システム投資規模と収益力の比較( 1996 年度 )



出所：「日本の銀行のシステム投資」( デービット・アトキンソン )

注 1： 総利益= 業務粗利益 ( 資金利益 + 役務取引等収支 + その他業務収支 + 特定取引収支 + 信託報酬 )  
 - 国債等債券損益 - 特定取引収支 < IT投資支出額控除前、1997年度連結ベース >

注 2： Bank Americaの総利益・システム投資額は、1998年の Nations Bankとの合併を反映した両行合算ベース。

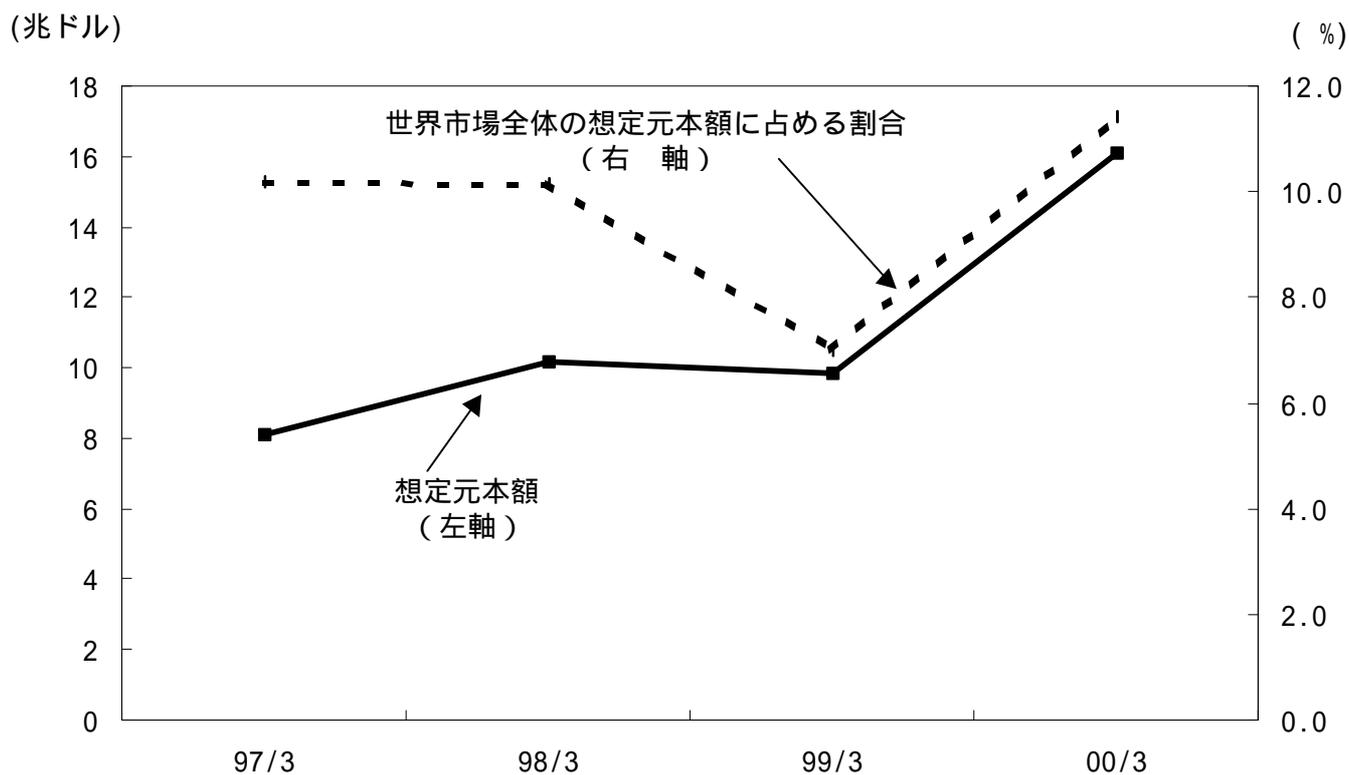
( 図表 6 ) 外資系金融機関による参入

業態	日付	参入企業 <業態>	関連国内企業	内容
銀行	2000年3月	リップウッド (米国) <投資会社>	日本長期信用銀行	新たに組成した投資コンソーシアムを通じて、特別公的管理下にあった長銀の事業を取得。
	2001年2月 (予定)	アジア・リカバリー・ファンド (米国) <投資会社>	幸福銀行	同ファンドが主宰する投資コンソーシアムの子会社、「関西さわやか株式会社」が、幸福銀行との間で営業譲渡契約を締結。
証券	1998年7月	メリルピチ (米国) <証券>	山一証券	破綻した山一証券の事業を承継。
	1999年1月	トラベラーズ (米国) <保険、証券>	日興証券	証券合併会社を設立し、日興証券のホールセール証券業務の大半を譲受けると共に、株式の持合いに合意。
保険	1998年3月	GEキャピタル (米国) <ノンバンク>	東邦生命	GEインソ生命を設立し、破綻した東邦生命の人材や事業を承継。
	1999年12月	アルテミス (フランス) <流通>	あおば生命	生保協会より破綻したあおば生命の事業を取得。
	2000年4月	アサ (フランス) <生命保険>	日本団体生命	新しく保険持株会社子会社を設立し、株式交換制度を用いて、日本団体生命を当該持株会社の傘下に収めた。
	1999年3月	マニライフ (カタール) <生命保険>	第百生命	新しく設立した保険合併会社が破綻した第百生命の事業を承継。
	1999年11月	ITF (米国) <生命保険>	平和生命	平和生命の発行済株式の33%を取得。
ノンバンク	1999年3月	GEキャピタル (米国) <ノンバンク>	日本リース	長銀の子会社であった日本リースの事業を承継。
	1998年11月	GEキャピタル (米国) <ノンバンク>	レイク	レイク (消費者金融) を買収。

注：各社対外公表ベース

## (図表7) 主要邦銀のデリバティブ取引規模の推移

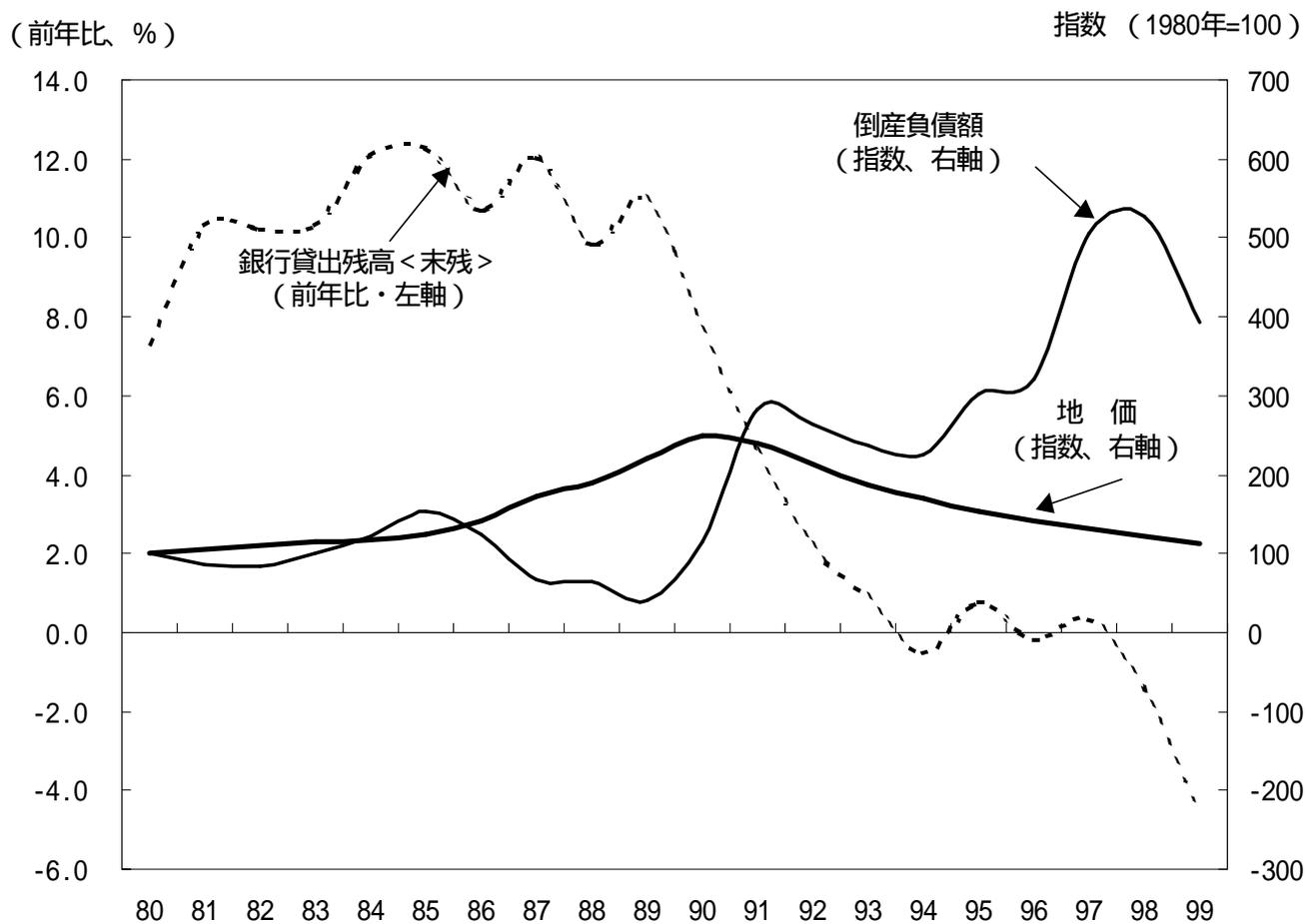
取引規模上位4行の合計額・シェア(末残ベース)の推移



出所 : 各行年次報告書 (各邦銀、BIS)。

注 : 2000年3月末の数値は、統合によって4グループに集約される9行の合計値を、上位4行とみなして算出。  
(みずほグループ、住友・さくら、三和・東海・東洋信託、東京三菱・三菱信託)

(図表 8) 銀行貸出残高、地価、倒産負債額の推移



出所：全国銀行勘定<含む信託勘定>（日本銀行）、全国商業地価（国土庁）、倒産企業総負債額（東京商工リサーチ）

( 図表 9 ) 特定業種に対する貸出の集中度合( 1999 年 3 月末 )

( 兆円、 カッコ内は市場シェア )

	貸出残高 (A)	3 業種向け貸出残高	
		(B)	(B/A)
みずほ	85.8 (17%)	19.8 (15%)	23%
住友 - さくら	66.0 (13%)	16.4 (12%)	25%
三和 - 東海 - 東洋信託	55.1 (11%)	13.9 (11%)	25%
三菱信託 - 東京三菱	47.4 (9%)	11.3 (9%)	24%
4 グループ合計	254.3 (49%)	61.3 (47%)	24%

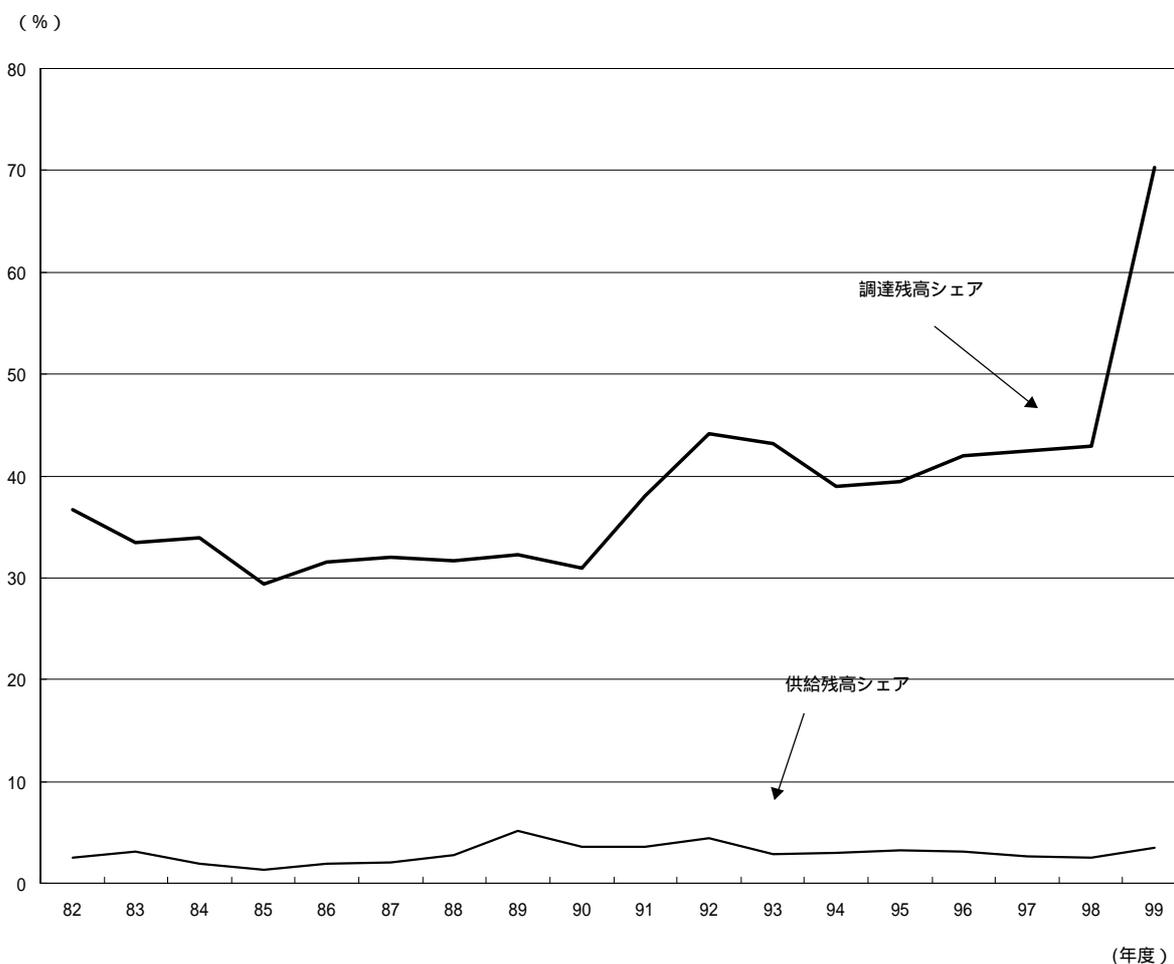
出所： 各行年次報告書

注 1： 3 業種： 建設、 不動産、 ノンバンク

2： 市場シェア = 各グループの貸出残高 / 全国銀行勘定の貸出残高。

## (図表10) 主要邦銀の国内短期金融取引(コール、CD、大口預金)におけるシェア推移

取引規模上位4行の合計シェアの推移

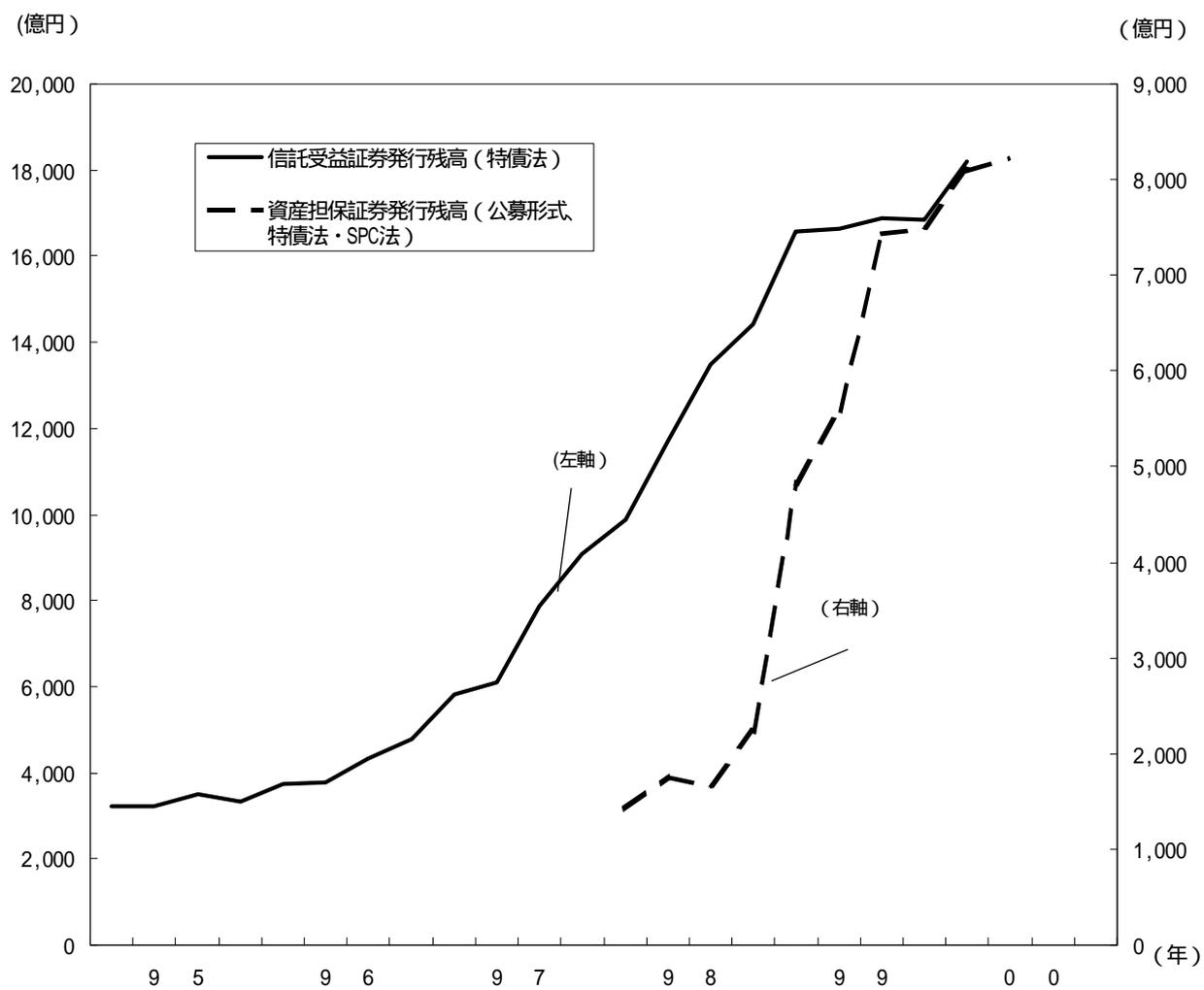


出所：日本銀行

注1：99年度のシェアは、統合によって4グループに集約される9行の調達・供給残高計を上位4行計とみなして算出  
(みずほグループ、住友・さくら、三和・東海・東洋信託、東京三菱・三菱信託)

2：93年度以前は、コール・CD市場の取引実績のみを集計。

( 図表 1 1 ) 資産流動化商品市場の推移



出所： 通産省、日本証券業協会

## ( 図表 1 2 ) 株式保有動向

### 所有者別持株比率 (注)

( % )

	1990年度	1998年度
金融機関 ( 銀行、生損保 )	45	39
事業法人	25	24
個人	23	25
外国人	4	10
その他	3	2

出所：全国証券取引所協会 ( The National Conference of Stock Exchanges )

注：発行済株式総数に占める所有者別保有株式数の割合  
( 全ての国内上場株式が対象 )

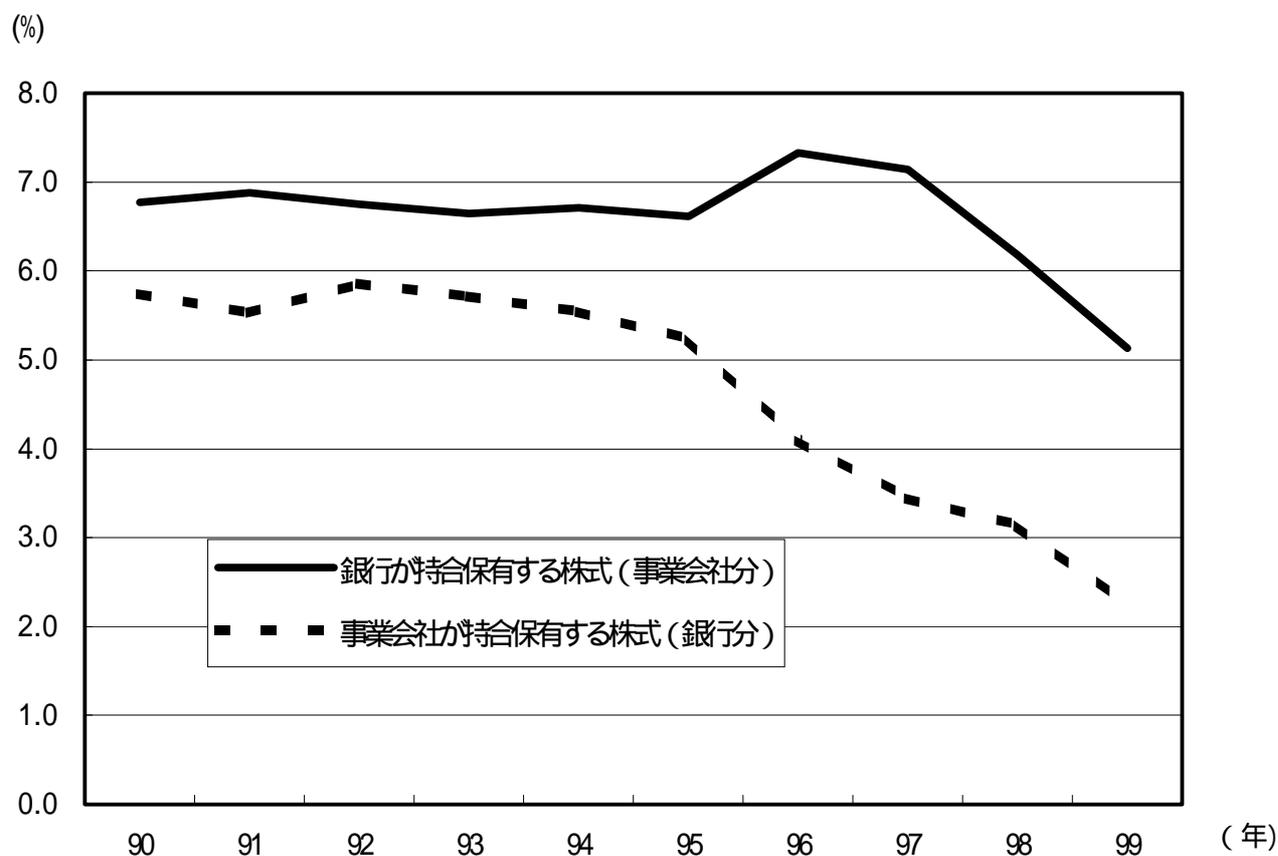
### 4 大金融グループの株式保有動向 ( 1999 年 3 月末 )

( 兆円 )

	資本金 ( A )	株式保有額 ( 簿価ベース )	
		( B )	( B / A )
みずほ	6.4	9.5	149%
住友 - さくら	4.1	6.3	155%
三和 - 東海 - 東洋信託	4.3	6.7	156%
三菱信託 - 東京三菱	3.6	6.2	170%
4 グループ合計	18.3	28.6	156%

出所：各行年次報告書

( 図表 1 3 ) 株式持合比率の推移



出所：ニッセイ基礎研究所

注 1：株式の持合比率 = 持合株式時価総額 / 上場株式全体の時価総額

注 2：なお、上記グラフでは、96 年度において、銀行の持合株式比率（事業会社分）と事業会社の持合株式比率（銀行分）の動向に明確な差違がみてとれるが、これについては、当時、事業会社の株価は概ね回復傾向を辿っていた一方、銀行銘柄の株価は総じて低迷し続けていた、株式持合い解消に対する姿勢自体をみても、事業会社の方が幾分先行的であった、といった点が指摘可能。

**( 図表 1 4 ) 金融資産・負債の規模<sup>(注1)</sup> に関する日米間比較**  
**( 1998 年 12 月時点 )**

( 10 億ドル、カッコ内は金額構成比 )

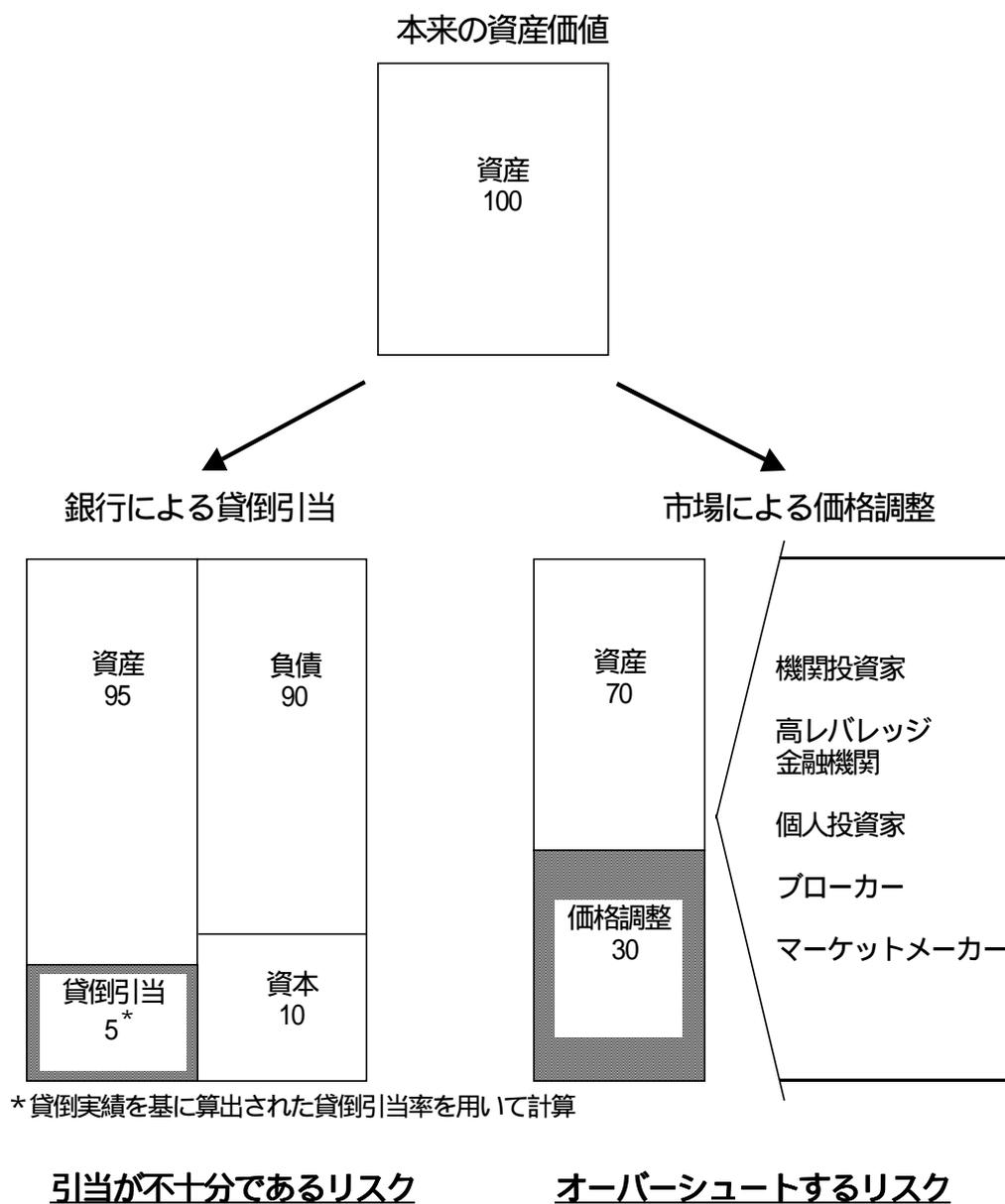
	日本 (a)		米国 (b)		(b/a)
<b>金融負債</b>	14,345	(100%)	28,127	(100%)	2.0
借入 <sup>(注2)</sup>	7,809	(54%)	9,382	(33%)	1.2
株式・出資金	2,264	(16%)	11,945	(42%)	5.3
債券	745	(5%)	1,927	(7%)	2.6
その他	3,527	(25%)	4,873	(17%)	1.4
<b>金融資産</b>	17,955	(100%)	43,727	(100%)	2.4
現金・預金	9,636	(54%)	6,018	(14%)	0.6
保険・年金資金	3,318	(18%)	11,236	(26%)	3.4
投資信託	345	(2%)	4,145	(9%)	12.0
証券	1,636	(9%)	9,700	(22%)	5.9
その他	3,018	(17%)	12,627	(29%)	4.2

出所： 国際比較統計（日本銀行）

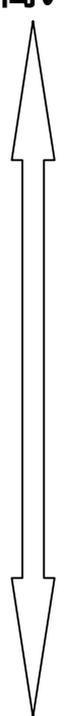
注 1： 非金融部門と家計部門の合計。

2： 「借入」は、銀行及びその他の金融機関からの借入金の合計。

( 図表 1 5 ) 金融取引経路の複線化によるリスク分散効果



( 図表 1 6 ) レバレッジ指標によるリスク評価

リスク評価	GOBSL (倍)	GEL (倍)	VL (%)	自己資本比率 (%)
<p style="text-align: center;">高い</p>  <p style="text-align: center;">低い</p>	パナソニック (21.8)	パナソニック (368.3)	興銀 (0.99)	東京三菱 (10.5)
	東京三菱 (14.8)	チエスマンハットン (247.3)	第一勧銀 (0.90)	住友 (11.0)
	興銀 (14.1)	富士 (111.0)	パナソニック (0.79)	富士 (11.2)
	第一勧銀 (13.5)	興銀 (100.0)	富士 (0.53)	興銀 (11.3)
	住友 (12.8)	東京三菱 (89.9)	住友 (0.53)	第一勧銀 (11.5)
	富士 (12.5)	住友 (80.9)	東京三菱 (0.48)	パナメリカ (11.6)
	チエスマンハットン (11.0)	第一勧銀 (62.7)	チエスマンハットン (0.22)	チエスマンハットン (11.6)
	パナメリカ (9.8)	パナメリカ (72.4)	パナメリカ (0.20)	パナソニック (14.1)

出所：各行年次報告書

注1：邦銀は99/3月末計数、米銀は97/12月末計数

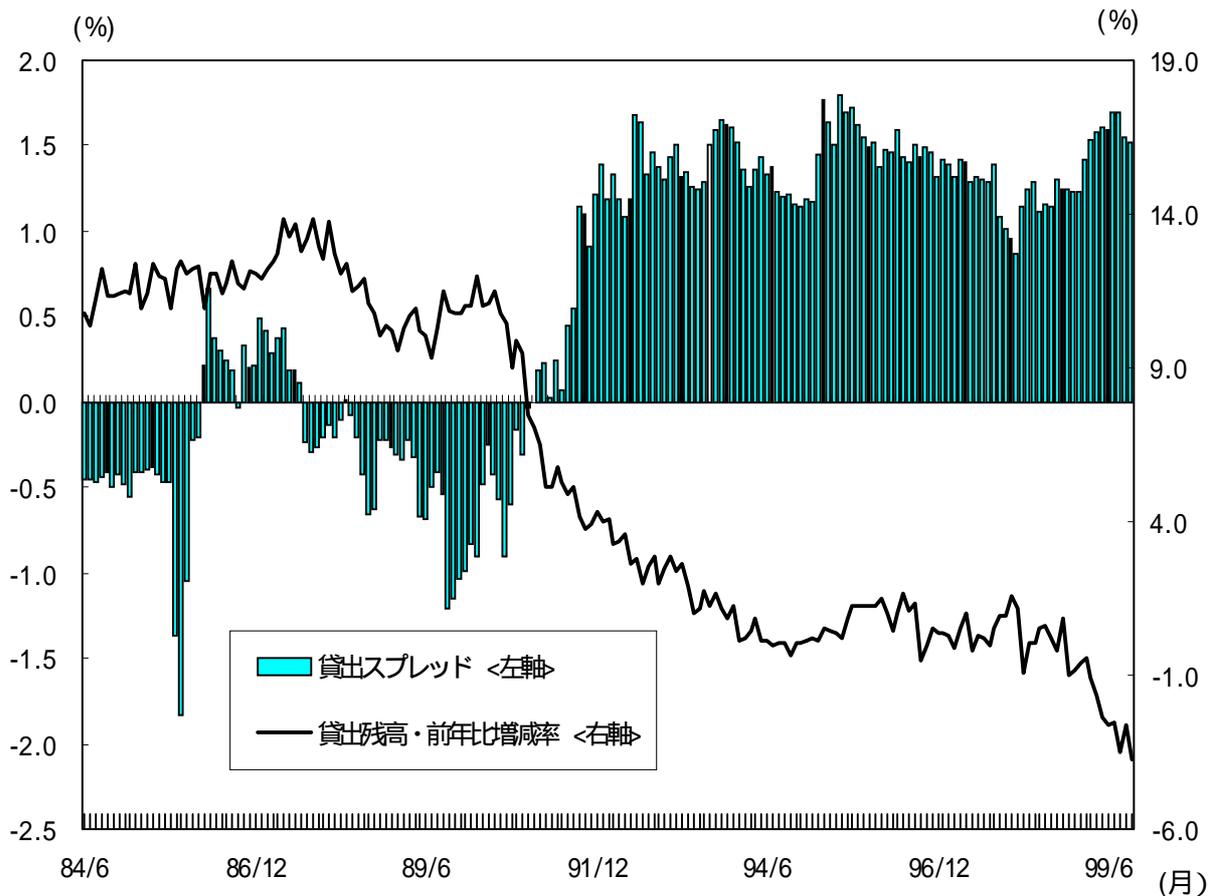
2：東京三菱、富士、パナメリカは、期末のVAR計数をディスプレイしていないため、98年度平均値（パナメリカは97年平均）を利用。

GOBSL：gross on balancesheet leverage = 総資産/自己資本

GEL：gross economic leverage = (リスク資産 + リスク負債 + デリバティブ取引の想定元本) / 自己資本  
 <リスク資産 = 資産 - 現金、 リスク負債 = 負債 - 預金>

VL：value at risk leverage = VAR/自己資本

( 図表 1 7 ) バブル崩壊に伴う貸出スプレッド・貸出残高動向の変化

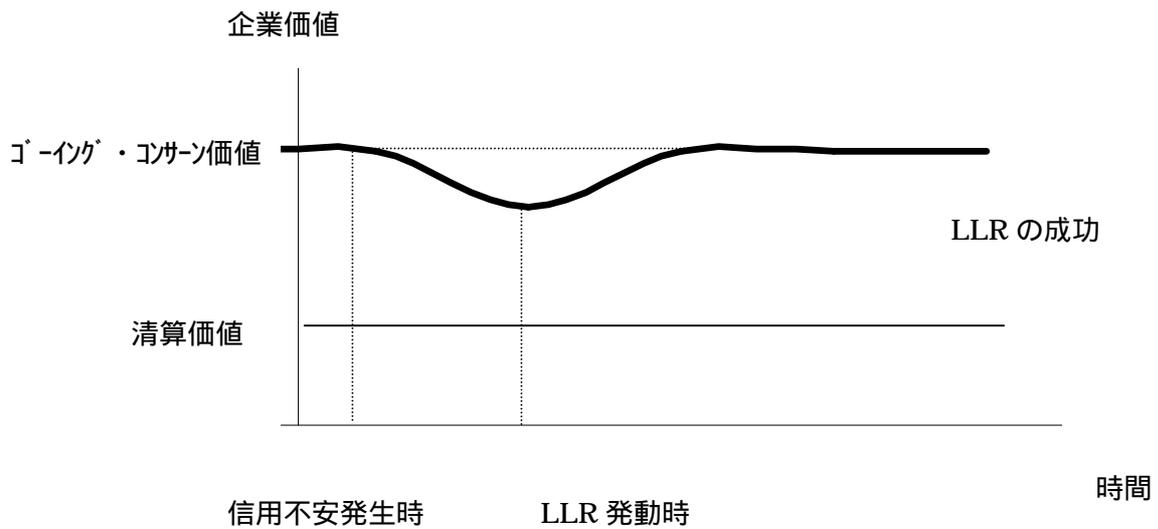


出所: 金融統計経済月報 (日本銀行)

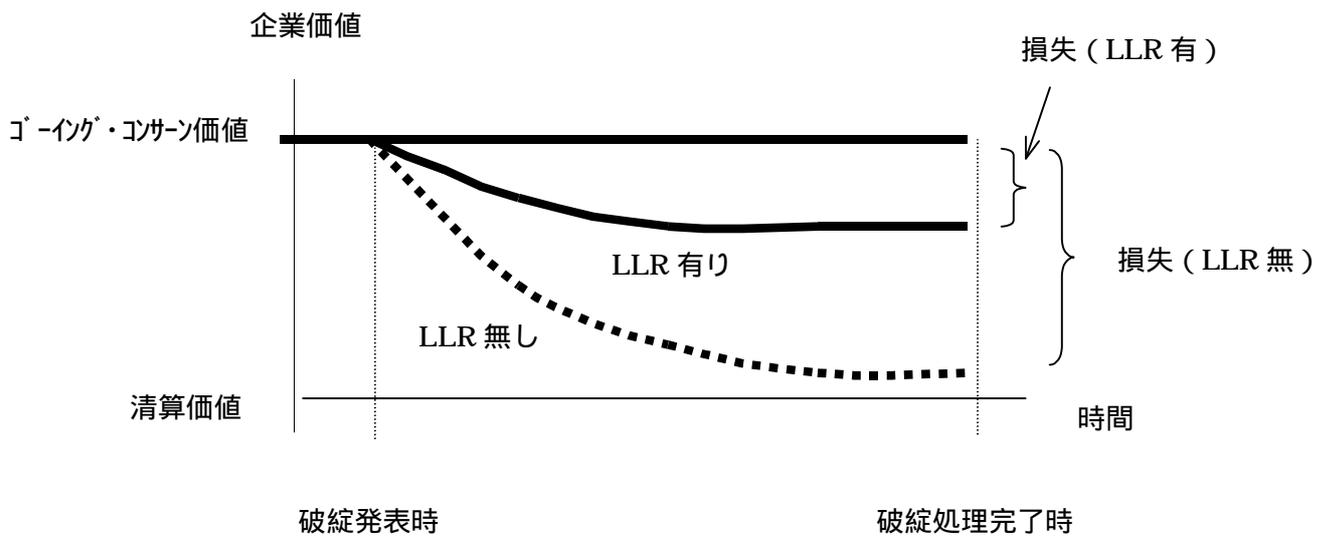
注: 貸出スプレッド = 新規貸出約定平均金利 (銀行勘定 < 国内円貨ベース >) - CD (3ヶ月物) 新発気配値  
 貸出残高は、全国銀行勘定ベース (含む信託勘定)

## ( 図表 1 8 ) 企業価値の変動の概念図

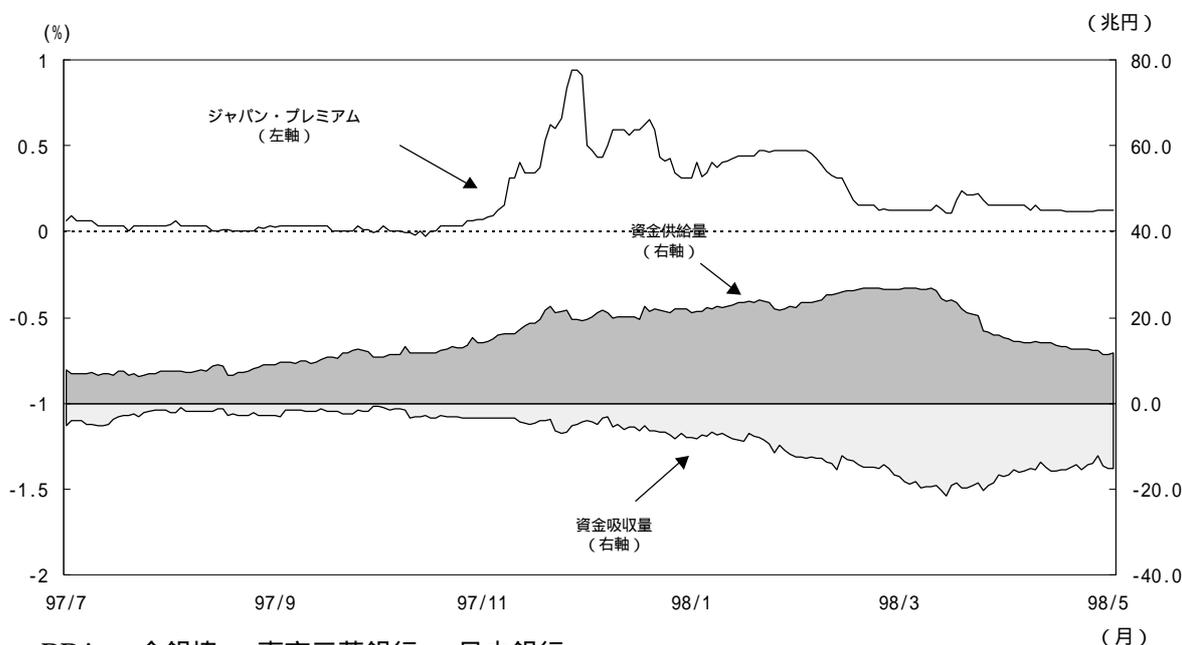
( 企業価値回復を企図した LLR )



( 破綻金融機関の対する処理方策実施までのつなぎ融資 )



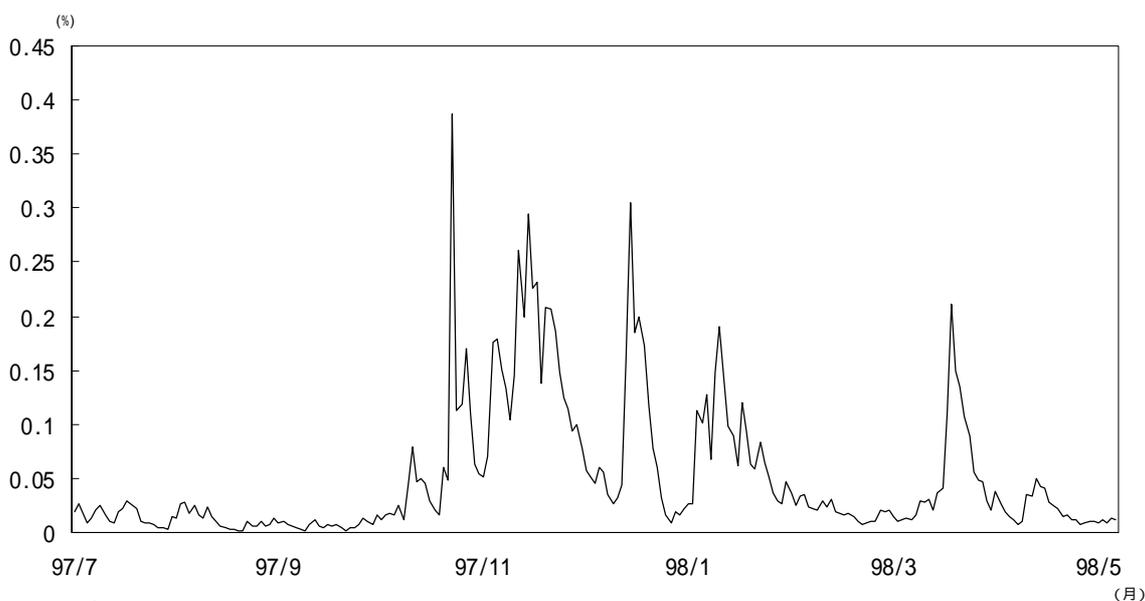
**(図表19) ジャパン・プレミアムと日本銀行のオペレーションによる  
資金供給・吸収量の推移**



出所：BBA、全銀協、東京三菱銀行、日本銀行。

注：ジャパン・プレミアム = (JOMユーロドル金利<3M>) - (ドルLIBOR金利<3M>)

**(図表20) 主要邦銀の期待デフォルト率(EDP)**



出所：日本銀行

注1：期待デフォルト確率(EDP)は主要邦銀6行の株価のボラティリティを基に推計。

ボラティリティはEGARCH(1,1)モデルにより推計。詳細については、家田(1999)を参照。

2：3月末近辺にEDPが増加しているのは季節要因と考えられる(毎年、決算期末前になると、株価のボラティリティは上昇する傾向にある)。