

金融庁委嘱調査

金融機関の破綻事例に関する調査

報告書

NIKKEI-R

株式会社日経リサーチ

金融庁委嘱調査

金融機関の破綻事例に関する調査 報告書

株式会社 日経リサーチ

〒101-0048

東京都千代田区神田司町2-2-7 パークサイド1ビル

TEL03-5296-5111

目次

第1部 報告書の要旨	1
第1章 銀行の破綻事例の研究(要旨)	1
第2章 証券会社の破綻事例の研究(要旨)	5
第3章 生命保険会社の破綻事例の研究(要旨)	8
第2部 報告書	11
第1章 銀行の破綻事例の研究	11
1. 金融・経済動向と銀行の破綻との関係	11
2. 経営戦略と銀行の破綻との関係	19
3. リスク管理と銀行の破綻との関係	31
4. 経営管理と銀行の破綻との関係	42
第2章 証券会社の破綻事例の研究	45
1. 金融・経済動向と証券会社の破綻との関係	45
2. 経営戦略と証券会社の破綻との関係	50
3. リスク管理と証券会社の破綻との関係	53
4. 経営管理と証券会社の破綻との関係	58
第3章 生命保険会社の破綻事例の研究	65
1. 金融・経済動向と生命保険会社の破綻との関係	65
2. 経営戦略と生命保険会社の破綻との関係	72
3. リスク管理と生命保険会社の破綻との関係	75
4. 経営管理と生命保険会社の破綻との関係	80
第3部 まとめ	84
参考文献	88

第1部 報告書の要旨

第1章 銀行の破綻事例の研究（要旨）

1. 「金融自由化」への対応

（1）金融自由化に合ったビジネスモデル構築の遅れ

資本市場の規制緩和や金利の自由化を中心とした「金融自由化」の進展に伴い、銀行業態間のそれまでの有機的な多重（重層化）構造が崩れ、業態間および業態内での競争が激化した。銀行は手数料ビジネスへの転換など従来の貸出を中心とした業務の見直しや人件費を含めたリストラなど経営の「質」の変更に迫られた。

しかし、80年代後半のバブルの生成期に日本経済の先行きに楽観的な見方がまん延し、不動産、株式の上昇もあり各銀行は従来通りの「量」の追求を続け、金融自由化に合ったビジネスモデル構築が出来ないまま、バブルを迎えた。

金融自由化による競争は、最終的には金融当局ではなく市場が退場者を決めることになるため、信用リスクの高い銀行が破綻していくこととなった。

（2）新規開拓等による融資残高の増加（規模の拡大）

80年代後半のバブルの生成期以降、都市銀行（以下、都銀）各行は、圧倒的な経営体力と優秀な人材および全国に張り巡らした支店網を活かして、規模の拡大（新規開拓等による融資残高の増加）をはかったため、結果として破綻銀行を多く排出した長期信用銀行（以下、長信銀）や第二地方銀行（以下、第二地銀）も都銀と同じように「量」を競うことになった。

その結果、「オーババンキング」による過当競争が続き、都銀に比べ経営体力的な問題を抱えながら無理な新規開拓を展開したためリスク容認度を超える融資を増加させ不良債権を増加させることになった。

（3）旧来の金融システムへの甘え

大蔵省を中心とする金融当局の強力な指導により、日本では間接金融ルートを活かした金融システムや「メインバンク制」が定着し、銀行の各業態が多重（重層化）構造をとりそれぞれが補完し合い、戦後の高度成長を支えてきた。

長信銀や第二地銀は業務範囲が限定され、それぞれ特定の顧客層を持っていた。また、業務体力の低い銀行にあわせた当局の指導もあり、その顧客層を他業態が侵すことがなかった。

破綻した長信銀や第二地銀の多くは、従来の金融当局の指導に従い業務を遂行することに慣れていて、何かがあれば金融当局が、いわゆる、「護送船団方式」「奉加帳方式」で何と

かしてくれるという甘えを持ち、危機意識に欠けていた。

2. 「リスク管理」の欠如

(1) 長信銀、第二地銀の規模拡大戦略とその失敗

長信銀は店舗数などの点で情報生産能力が他の業態よりも劣っていた。それを補うため、バブル期に、積極的にリゾート開発事業など不動産関連融資を拡大させた。しかし、その後のバブル崩壊とともに急速に不良債権が増加したものの、すぐに対策を講じず先延ばししたため事態をさらに悪化させ破綻に至った。

また、第二地銀も規模の拡大のため、質の悪い貸出先に対しても積極的に融資を行わざるを得ず、その結果、その後のバブル崩壊の影響をまともに受け、不良債権比率が高まった。

破綻した銀行は規模拡大を審査よりも優先した結果、不良債権を増加させることとなった。

(2) 不動産関連融資の拡大

バブル期の「不動産担保融資」の増加により積み上げられた貸出の多くは、銀行の「情報生産」によってなされていなかった（土地と交換に貸し出しただけであり、質屋のような金融形態であった）。また、規模の経済性を追求するため、系列ノンバンクへの融資についても、銀行本体のリスクという認識のないまま、増加させていった。しかし、系列ノンバンクも銀行本体同様に不動産関連融資を拡大させていったため、バブル崩壊に伴う痛みを増幅させることになり、その後の不良債権処理の遅れから多くの銀行が破綻に追い込まれた。

(3) 「金融自由化」以降の風説リスク

「金融自由化」によって流動性リスクが高まった銀行が存在しても、いわゆる「奉加帳方式」があることにより、風説の経路が遮断でき、金融システムにおける信用秩序の維持が図られていた。

しかし、90年半ば以降、不良債権が増大する中、多く銀行が奉加帳に名を連ねる余裕が乏しくなってきたため、「大蔵省にとって手馴れている、いわゆる『奉加帳方式』が思い通りに機能しなく」なり、体力の劣っている銀行は市場に「退場」を宣告されるような状況に追い込まれることになった。

(4) 不良債権処理の遅れ

1995年末に決められた公的資金（6,850億円）投入による住専の破綻処理についての世論の批判が高まり公的資金の活用による金融システム安定策は封印された。

そのため、銀行は私的整理（債権放棄）を使い自行の都合で企業の再建に不十分な債権

放棄額を決め、債権放棄を繰り返すことになった。

その結果、不良債権処理が遅れ、体力のない銀行を破綻に追いやることとなった。

3. 株価下落で行き詰った含み益経営

(1) 保有株式の含み損の発生

BIS 規制の導入の際に、銀行は保有株式の含み益の一部を自己資本比率に算入し、バブルの生成期には、この含み益を利用して規模の拡大を続けていった。しかし、バブルが崩壊し株価が下落を続け、株式の含み損が発生するようになり、逆に自己資本比率を低下させ、銀行の体力を著しく低下させることになった。

(2) 株価の下落により低下した銀行の資金調達力

保有株式の簿価を下回るような株価の下落は、償却原資を減らし不良債権処理を遅らせるだけでなく、評価損を計上するというリスクも高め、株価下落と不良債権問題の両面から、銀行株はさらに売られるという悪循環が生じた。そのうえ、民間格付け会社の格付けがランクダウン（最下位の投資不適格、投機的へ）し、国内外からの資金調達力が低下したため、短期的な資金繰り難に陥るケースも見受けられる。

(3) 株価の下落による金融債の起債への影響

長信銀が持ち合いしている保有株式を売却すれば、持合い相手先企業は、当該銀行の株式を売却する。その売却により当該長信銀の株価が低下するため市場の信用が低下し、当該銀行の発行する金融債の起債に影響することになる。

そのため、資金調達力の乏しい長信銀各銀行は、持合い相手先企業の株式を売却するタイミングを逸することになったが、それが含み損を増加させ、金融債の起債に支障をきたすことになった。

4. 金融当局の行動と市場の圧力

(1) 不透明な「銀行のディスクロージャー」

日本の金融システムに対する信頼が失われる中、金融機関が相次いで破綻しだすと、「銀行のディスクロージャー内容は信頼できるものではない」という認識が広がった。そのため、経営悪化の風評をディスクロージャーによって打ち消すことができない状態になり、市場の圧力で資金調達に窮することになった状況も見受けられる。

また、時価情報の開示の遅れは経営者にの意識に甘えをもたらし、危機意識を持たせるに至らなかった。

(2) 実態の見えない不良債権額への不安

大蔵省による護送船団行政が機能していた頃は、最終的には「大蔵省・日銀が何とかし

てくれる」という甘い期待が市場にもあり、実際に銀行の破綻はほとんどなかった。しかし、「護送船団方式」に代表される金融行政手法を中心とするシステムから、世界標準（ルールに基づくシステム）のものに急速に変化していく過程で、市場の監視機能が働き、従来は不良債権と認定する必要がなかった債権においても厳しく見られるようになった。市場では「新たに不良化するものが出てくるのでは」という不安も高まり、その結果、資金調達に窮する銀行が増加することになった。

（3）インターバンク市場でさえ起こった不安心理

インターバンクのファンディングやそのファンディングの日銀の肩代わりがあれば、銀行は破綻しないといわれている。

しかし、経営悪化の風聞が流布されている銀行は、往々にして預金流出などによって資金調達に支障を来すとともに、銀行間といえども資金調達力の有無が問題になってくる。そのため、インターバンク市場での資金調達において、取引相手先金融機関の財務状況等に対して注意深く考慮せざるを得ない状態になり、場合によっては、資金に窮している銀行等に対する資金拠出を拒絶したり、取引枠を絞ったりしたことが、破綻金融機関を発生させたともいわれている。

5. トップの専横と組織の問題

特定の個人が長い間経営を続けたり、創業者である場合、トップが独断でグループ企業への不透明な融資や不動産関連融資、ノンバンク融資を推進し取締役会もトップの専横を止められず、結果として不良債権が積み上がり、破綻に至ったという事例が見られる。

第2章 証券会社の破綻事例の研究（要旨）

1. 金融ビッグバンの弊害

（1）市場原理に基づく企業淘汰

一般に「金融制度」、「金融システム」は、その国固有の歴史の中で築かれるものなので、他の国の法制度などを模倣しても同じような体制にはならず、混乱を招くだけである。したがって、制度等の変更が必要であったとしても、それを実行する場合には、予想される混乱に対して十分な対策を取っておく必要がある。

しかし、金融ビッグバンの実施（1998年～）にあたって大蔵省を中心とする金融当局は、（自由化を求める時代の流れに押し切られたという面もあるが）準備が十分といえない状態のまま、金融の自由化に踏み出した。そのため、市場の評価の低い金融機関は資金調達に窮し、破綻金融機関が増加することとなった。

（2）市場（株価と格付け）による評価

1990年代後半、金融ビッグバンの影響もあり、メインバンクによる企業の保護・監視システムが崩れた際に、金融当局が、「ルールに基づく公正で透明な金融監督」を行う旨を表明し、実施した。

その結果、市場による企業の評定（株価と格付け）が厳密になり、経営体力に問題がある証券会社の資金調達を極めて困難にさせた。破綻証券会社は、国内外からの資金調達ができず、破綻に至った。

（3）金融システムの信用不安

金融市場でグローバルなレベルで各金融機関が相互に貸借をするためには、その前提として、「必ず決済される」という「暗黙の了解」が不可避である。しかし、1990年半ば以降、アジア通貨危機に伴う国際金融市場の混乱に加え、日本の金融行政を含めた金融機関全体に対する世界的な信用が著しく低下していた。そのため、経営体力に問題がある証券会社は、国内外からの資金調達ができず、破綻に至った事例が存在する。

2. 日本の証券会社の経営体質

（1）株式市場動向に左右される収益体質

日本の証券業界は外資系の証券会社と違い、個人投資家からの売買手数料収入に大きく依存しており、株式市場の動向に業績等が左右される傾向にあった。このことが経営戦略上の幅を狭めるとともに、個人客の需要に応えるため、広範な支店網と多数の営業社員を必要とした。その後、株価が下落し、個人投資家が株式市場から離れるに従い、それまでの過剰な負担（過剰設備と過剰雇用）に足を引っ張られ、破綻に至った事例が見られる。

(2) 不公正な売買取引

一般に前近代的な証券市場においては、どこの国でも不公正な取引（発行会社との癒着）が横行するが、日本の証券業界では1980年以降においても、業界内のシェアを拡大するため不公正な取引が行われていた。そして、バブル崩壊後株価が下落する中、「株価が上がれば、すべてが解決する」という風潮を持ち問題を先送りした証券会社が存在した。しかし、株価はその後も下がり続け、不公正な取引（「飛ばし」や「損失補填」）が処理不能になり、破綻に至った事例が散見される。

(3) 金融自由化への対応

日本の証券会社の多くは、個人投資家からの売買手数料収入に依存していたが、株式委託手数料の自由化により、経営戦略の見直しを迫られた。そんな中、生き残るためには、手数料を下げるにより集客力を高めるか、より付加価値の高いサービスを提供することで生産性を高めていくか、という戦略しかなく、中小証券にとってはともに厳しい選択であり、戦略的に窮する中、破綻に至った事例が見られる。

また、金融ビッグバンによる金融の自由化は、強力な証券技術を巧みに使いこなすことができる外資系証券と正面から戦うことを意味するため、大手・準大手といえども、競争力のない証券会社は市場からの退場を強いられることになった。

3. リスク管理や経営の監視についての問題

(1) ピラミッド型の業界構造の問題点

系列ノンバンクによる野放図な融資の膨張で、銀行同様に不良債権の山ができ、ノンバンク経営の行き詰まりが最終的に命取りになった事例がある。

(2) 外部監視機能の甘さ

コーポレート・ガバナンスに対する概念は、1990年代半ばまで証券会社を含む金融機関においても一般に認知されていなかった。そのため、外部的な監視機能の甘さから様々な不祥事が発生し、破綻につながるような事態を招いた事例も散見される。

(3) 社内管理体制の甘さ

外部的なコーポレート・ガバナンスの不備に加え、不公正な売買に対する社内チェック体制も多く証券会社で整っていなかった。特に、社内の管理機能が形骸化していたため、特定の中堅管理職社員に日常の取引の決済を一任するなど、初歩的な管理体制の不備により不正の発覚が遅れ、多額の損害が生じ、そのために破綻に至った事例も散見される。

4. トップの専横

1990 年半ばくらいまでは中小証券だけでなく、大手・準大手でもワンマン経営者により、経営者の意に沿わないような役員の意見、提案ははねつけられ、経営に関する監視機能は全く働いていない証券会社が存在していた。このような社内的な風通しの悪さに加え、外部（金融当局、監査法人、金融機関、株主など）からの監視機能が機能しなかったことにより、不正な取引の発見が遅れ、破綻に至った事例が散見される。

第3章 生命保険会社の破綻事例の研究（要旨）

1. バブル崩壊が浮き彫りにした生保ビジネスモデルの問題点

（1）生命保険のビジネスモデルの本来的なリスクの顕在化

生命保険業のビジネスモデルは徴収する保険料から死差益、利差益、費差益という3つの収益源(生保の三利源)からの収益を確保することで成り立っている。これらの収益を確保するために予定死亡率、予定事業費率は高めに、予定利率は低めに設定して保険商品を開発している。戦後、わが国の経済が順調に成長を続ける中で生保のビジネスモデルも健全に機能していた。しかし、1980年代に入ると簡保、銀行などと貯蓄型商品をめぐって競争するようになる。このような状況の中でバブル期の入り口である1985年度に生保は予定利率を一段と引き上げ、高予定利率の貯蓄型商品の販売に注力した。高予定利率商品は競争力も高く販売は好調であった。しかし、バブルの崩壊で一気に資産運用環境が悪化し、予定利率を運用実績が下回る利差損、いわゆる逆ざやの状況に陥った。生保事業は契約期間が数十年にも及ぶことから契約時の予定利率を契約終了まで数十年間にわたって保障するというリスクの高い事業であることがバブルの崩壊で顕在化した。

（2）運用能力で選別

バブルの崩壊までは、生保の長期の資産運用における大きな障害はなかったため、資産運用能力を問われる場面は少なかったが、バブル崩壊後は未曾有の運用環境の悪化の中で運用能力が重要性を増していった。特に生保の運用能力が問われ始めたのは企業年金基金の受け皿である団体年金保険の予定利率を引き下げ始めた1995年4月以降である。生保の予定利率引き下げで企業年金基金側は生保の選別を始めるが、大手生保は団体年金保険の契約を一般勘定から運用実績がものをいう特別勘定に移し替えることで解約をかなり防ぐことができた。しかし、中堅生保は特別勘定でも解約の歯止めをかけられず、投資顧問会社、信託銀行にシフトされて、資産を大きく流出させた。

（3）保有株式の含み益の取り崩し

バブル崩壊以降、生保の運用利回りは悪化して、高予定利率を大きく下回るようになる。逆ざやの穴埋めに、死差益と費差益を当てて間に合うのであれば本業としては成り立っていることになるが、逆ざやの利差が急拡大し、とても穴埋めできなくなる。そこで生保各社は保有株式の含み益を取り崩して不足分の穴埋めに利用するが、株価下落が続いたため保有株式の含み益が減少し、ついには含み益が枯渇し、逆に含み損を抱える中堅生保が増えてくる。逆ざやは依然増加傾向にあり、ついには破綻する生保が出てくることになる。

(4) バブル崩壊と家計の生保見直し

バブル崩壊後の長引く不況で家計の収入も減少傾向を見せ、生命保険料の圧縮のため、生命保険の見直し機運が高まっていった。これを裏付けるように生保の新規契約数は1990年代半ばから減少傾向で推移する。中でも経営状況が悪いとうわさされる中堅生保では、失効・解約が増加し、財務内容も悪化するという悪循環に陥りさらに状態が悪化していく。

2. 生命保険業界の経営戦略

(1) 高予定利率商品の販売に傾斜

バブル期に中堅生保は大手生保に追いつく好機として、運用環境が悪化する恐れがあることを充分想定せずに高予定利率を適用した商品を発売し、その販売に大手生保以上に傾注した。高予定利率商品の販売は好調で中堅生保の資産の拡大に大いに貢献した。しかし、バブルの崩壊で一転、拡大した資産は高予定利率商品の構成比が高いため、逆ざやにより、中堅生保に大きな負の遺産としてのしかかることになる。

(2) 地域金融機関と提携

大手生保に比べて営業職員数ではかなわない中堅生保の多くは、それを補完するため営業職員と代理店チャネルの2本立てで営業を展開した。この代理店の中心は地銀、信用金庫、信用組合などの地域金融機関で、商品は個人年金保険や養老保険などの貯蓄型商品が中心であった。地域金融機関の販売力は強力で特にバブル期には高予定利率を適用したということもあって、予想以上に販売された。

結果的には、逆ざやが拡大することとなり代理店チャネルを使った販売戦略は失敗に終わった。

3. リスク管理や経営の監視についての問題

(1) 外部監視機能の甘さ

破綻した生保に対して監査法人が不適正の判断をしたのは、破綻が明らかになってからというケースが目立つ。監査法人は破綻した生保で繰り返されてきた決算操作を見抜けなかったという側面があるにしても破綻後に債務超過であったことが明らかになった事例があり、これを見逃してきた責任は問われるべきところである。

(2) ディスクロージャー意識の欠落

生保業界は戦後長らく「護送船団方式」と呼ばれる大蔵省の金融行政の庇護の下にあり、大蔵省の顔色さえ伺っていれば大蔵省がなんとかしてくれるという意識が蔓延していた。従って外部へのディスクロージャーには消極的であったため、外部からは各社の経営の実態が見えにくく、突然のように破綻する生保が出てきて、さらに生保の経営実態に対する

不透明感、不信感が増し、家計や企業年金基金の生保離れが進んだ。

(3) 機能しない総代会とトップの専横

相互会社の経営組織である社員総代会における総代が、間接的にはあるが経営陣により選出されるため、社員総代会は事実上経営陣の支配下に置かれ、経営のチェック機能を失い形骸化していた。また、相互会社の総代によるコーポレート・ガバナンスは株式会社の取締役会や株主による経営監視ほど強くないため、経営トップによる経営の専横が蔓延し、乱脈経営、放漫経営に歯止めがかけられず破綻へと突き進む事例が見られた。

(4) 奉加帳方式の限界

大蔵省の戦後の金融行政を象徴する「護送船団方式」は生保業界においても一社も破綻させないというものであった。しかし、バブルの崩壊以降、金融機関の経営体力は急速に衰え、1997年4月の日産生命の破綻の頃には、奉加帳に名を連ねるだけの体力がある金融機関は極めて少なくなるなど、この方式による救済は限界を迎えていた。

第2部 報告書

第1章 銀行の破綻事例の研究

1. 金融・経済動向と銀行の破綻との関係

(1) 外部要因と銀行破綻

通貨の供給者である銀行業について糸瀬 [1998.6] は、「実質的な債務超過に陥ってもインターバンクのファンディング（銀行間の資金調達）が続く限り破綻することはない」と述べている。つまり、「銀行の信頼度が著しく低下してインターバンクのファンディングが滞ったとしても、日銀が、政府保証と日銀政策委員会の承認を前提に、そのファンディングを肩代わりすれば、銀行は潰れることはない」ことから、「債務超過に陥った銀行であっても、金融当局が生かし続けようとする限りは、生かされ続けること」¹になり、金融・経済等の外部要因のみで破綻に至ることはないといえよう。

しかし、糸瀬 [1998.6] は続けて、「銀行が債務超過に陥る」ということの意味について述べ²、銀行が債務超過に陥っている場合には、「資本主義経済の鉄則」に照らして、当該銀行を破綻させるべきことを明記している。つまり、外部的な要因が個別の銀行を債務超過に陥らせるような事態になれば、金融当局は自己資本比率規制等を適用して破綻させるべきであり、そういう「破綻」を前提にすれば、外部要因により銀行が破綻に至ることは十分に考えられる。

特に、日本では戦後から金融ビッグバンに至るまで、間接金融を主体とした金融システムがほとんど修正されることがなかったと考えられる³ため、外部の変化に伴う金融システムの急速な変化は、銀行を債務超過に陥らせるリスクを高め、最悪の場合には、破綻に至らしめる要因ともなった可能性がある。

(2) 日本の金融システムの歴史的検証

以下では、日本の金融システムについて歴史的に考察する。

①戦後日本の金融システム

戦後日本は、世界史上、類を見ないほどの経済成長を遂げたが、この経済成長を可能に

¹糸瀬 [1998.6] p32 引用。

²糸瀬 [1998.6] p33 で「銀行が債務超過である」状態について述べている。「その<加筆：債務超過に陥った>銀行は全ての資産（貸出金や固定資産）を回収・流動化し、さらに株式から出資された資本をすべてつぎ込んでも、預金者から預かった預金を全額払い戻すだけの資金を持っていないことを意味します」と述べている。

³村本 [2005.2] 冒頭 (p1) において「金融の自由化、規制緩和、金融ビッグバンを経ても、日本の金融システムは間接金融の優位性に変わりないように思える」と述べられている。

したのは、銀行による間接金融ルートを十分に活かした金融システムである。決して潤沢とはいえない家計の貯蓄を分散しないように銀行に集め、その集めた資金を、初期投資の回収に時間がかかる社会的なインフラの中心となる重厚長大産業へ、集中的に安定的に供給するようにしたのが戦後日本の金融システムで、そのシステムにより経済成長の糧となる多くの資本ストックや外部経済性の高い社会インフラ設備を構築することができたのである。

日本の金融システムの特徴は家計の貯蓄を銀行の各業態が吸収することにあった。当時の家計の貯蓄は資金量が潤沢ではなく、直接金融ルートを通じて多様な企業に供給されると、外部経済性の高い装置産業へ十分な資金が回らなくなるおそれがあった。そのため、直接金融ルートによる企業の資金調達には厳しい規制を設けたうえで、マル優などを用いて預貯金を他の金融商品よりも税制上有利にすることにより、家計の貯蓄を銀行が吸収したのである。これにより企業の資金調達は、中小企業だけでなく大企業でも銀行借入が中心となり、「メインバンク制」が定着した。

しかし、預金に依存した通常の商業銀行だけでは、長期資金の供給という当初の目的が達成できないため、金融債の発行により長期資金に対応した銀行として、長信銀が設立された。金融債自体は一般にも発行されるため、家計からの資金も流入するが、金融債は長期プライムレートに連動していることから、国債などとともに都銀中心の運用対象になっていき、長信銀を出口として都銀が集めた資金も流入する形になっていた。

また、地方の家計貯蓄も、地銀や相互銀行（のちに第二地銀、以下第二地銀）、信金、信組などにより吸収されるシステムが構築され、集められた資金は金融債やコール市場を通じて、長信銀や都銀に流れる仕組みになっていた。

以上のように当時の金融システムは、各銀行の業態が有機的に関連し合う中で、国策産業（重厚長大産業）への資金ルートを形成し、地銀を中心とする地域金融機関等が家計の貯蓄を吸収し、その資金がインターバンク等を通じて都銀に流れた。都銀は国策産業の商業銀行として流動性を供給すると同時に、長信銀へ金融債を通じて資金を供給し、国策産業の資本ストック形成に貢献していった。このように各業態が多重（重層化）構造になっていてそれぞれが補完し合えたのは、大蔵省を中心とする金融当局の強力な指導があったからである。

業務範囲が限定され、金融当局の指導のもと銀行の各業態がそれぞれ特定の顧客層を持っていた。また、業務体力の低い銀行にあわせて当局は指導をするので、その顧客層を他業態が侵すことがなかった。

②経済成長に伴う金融自由化

1980年ごろからの金融自由化の一環として資本市場の規制緩和が進み、企業の資金調達は、銀行借入（間接金融ルート）から資本市場を通じた証券（直接金融ルート）に徐々に

シフトしてくる（図表 1-1）。特に、都銀の有力顧客である大企業⁴を中心に直接金融ルートを通じた資金調達にシフトしたことから、金融システムの有機的な多重（重層化）構造は崩れ、銀行は大企業に対する貸出以外で収益を稼ぐ必要性に迫られた。しかし、当時はまだ経営上自由度の高い普通銀行に比べて、経営上の自由度の小さかった長信銀、第二地銀は競争上不利な状態であった⁵と考えられる。そのことが、シェア獲得競争が激化する中で、事後的には自己のリスク容認度を超える貸出を増加させる要因になったと考えられる。

（図表 1-1）法人企業の資金調達状況

民間非金融法人企業の資金調達状況(年度データ、フロー)								
	81-83	84-86	87-89	90-92	93-95	96-98	99-01	02-04
借入金	52.6	74.1	122.5	90.3	10.8	-23.8	-58.8	-55.1
民間金融機関	51.2	72.8	101.4	52.1	-10.5	-16.7	-44.0	-47.7
公的金融機関	5.0	1.9	4.3	11.0	8.1	-0.4	-4.0	-4.2
有価証券	14.4	26.4	74.3	24.4	12.3	8.0	3.2	6.2
事業債	1.9	4.4	6.7	9.0	12.2	9.6	-2.6	-2.5
株式	9.7	11.4	29.6	15.2	12.4	9.6	11.1	5.4
外債	2.8	7.2	19.3	7.2	-7.6	-12.8	-4.2	0.6
CP	0.0	0.0	13.3	-3.5	-2.0	2.6	-1.1	2.2
対外借入など	-0.0	0.2	1.2	0.1	-0.6	1.0	1.0	-1.8
負債合計	86.0	106.9	275.6	123.8	22.7	-48.0	-69.2	-45.7

(注)省略している項目があるため、各項目の合計は総合計に一致しない。
(データ出所)日本銀行『資金循環勘定』

また、大口定期預金から始まった預金金利の段階的な自由化が、業態を超えた銀行間の競争を生み出すことになった。

⁴金融制度調査会専門委員会 [1987.12] で示されているように、戦後まもなく「都市銀行の貸出の多くは、四大産業に特定されるという傾斜産業方式がとられ、オーバーローンの状態にあった。」そのため、「期間のミスマッチ等により金利変動による逆ざやが生じやすくなることから、金融のセグメンテーション（隔離方式）として長短分離などの専門金融機関制度が検討され」、設立されたのが長期信用銀行である。しかし、都市銀行と長期信用銀行の関係は、鹿野 [1994.9] が示すように、「取引先企業からの旺盛な設備投資需要を満たすために、都市銀行等では、長期信用銀行の発行する金融債の過半を引き受けるという形態をもって、長期信用銀行に資金を供給する一方で、その融資先については自行の取引先企業を優先させる旨の確約を取り付けていた」つまり、「都市銀行では、長期信用銀行による長期資金貸出先の多くが、自行の貸出先企業に一致していたことから、金融債の引き受けを媒介として取引先からの設備投資資金需要を満たそうとしていた」のであり、国策産業の流動性供給はあくまでも都市銀行が主導で行われていたと考えられる。さらに、金融制度調査会の前掲書において「都銀等の普通銀行の果たす長期信用供給の役割が増加する一方、長信銀における長期資金供給の割合が低下した。しかし、資金調達においては長短分離の制度の下で目立った変化は見られない（長信銀の資金調達のうち、金融債と預金の比率は7対1であった）」というように、都市銀行は顧客のニーズに合わせて長期資金供給の割合を高めていたと考えられる。他方、長期信用銀行は預金比率から判断して、流動性供給に対して積極的であるとは認められない。その他、三谷 [2001.4] 参照。

⁵金融制度調査会専門委員会 [1987.12] において「都銀（普通銀行）は法律上制限ないし規制は設けられていない。他方、長期信用銀行法では長期信用銀行に対して預金の受け入れを取引先に制限するとともに、行政上店舗新設を制限している」というように都市銀行などの普通銀行に比べて長期信用銀行や信託銀行は制度上で規制が設けられていたことが示されている。また、長期信用銀行の出店に関しては深尾 [2000.9] において「長信銀の出店は93年まで絶対数で制限されていた。このことから長信銀は大口の不動産関連融資に向かわせた一つの要因だったと考えられる。」という記述もあり、1993年まで長期信用銀行において競争上不利な状態が続いていたがわかる。

③バブルの生成

80年代に入り、資本市場の規制緩和や預金金利自由化の動きが銀行の経営に影響を与え始めたが、一方で、日本経済は70年代後半の石油ショック、85年以降の円高不況を乗り越え、「ジャパン・アズ・ナンバーワン」という著書が発売されるなど経済の先行きに楽観的な見方がまん延した。円高を背景にした海外の不動産買収など日本企業の強さが海外でも指摘され、「日本的経営」が世界的に評価された時代でもあった。これに政府の内需拡大策と長引く超低金利（87年のブラックマンデーで金利引き上げ時期を遅らせた）により、企業と銀行の潤沢なマネーは従来の設備投資等のための貸出から不動産と株式にシフトしていった。

土地は特に日本では、戦後価格が下がったのは狂乱物価といわれた70年代前半のほんの一時期だけであり、「土地神話」といわれるように「地価は下がらない」と考えられてきた。円高不況後のバブル期には、日本経済の強さを理由に、海外の企業がアジアの統括拠点として日本に拠点を設ける例が目立つようになり、国土庁が「日本のオフィスビルは不足する」というレポートを発表するなど都市再開発が一躍脚光を浴びるようになった。オフィスビルの賃料も高騰、都市部の虫食い土地の地上げがブームとなった。

日本の銀行は、不動産関連融資が新たな収益源となるという認識を持ち、先を争って傾斜したが、その結果が後の大量の不良資産につながるようになった。

④バブルの崩壊と第一次金融危機（1990年3月～1995年末）

政府・日銀は資産価格の上昇に対して危機感を抱き、公定歩合の数度にわたる引き上げによる金融引き締めのほか、不動産市場への資金に対する規制を強化し、1990年3月に「総量規制」を導入した。

このことは不動産価格の大幅な下落につながり、日本の銀行の経営に大きな影響を与えたが、特に経営体力が弱い信用組合の経営に打撃を与えた。93年以降、大阪府民信組、東京協和、安全の2信組、コスモ信組、木津信組などが破綻した。

政府はさらに、95年暮れに住宅金融専門会社（住専）の処理に乗り出す。住専は1970年代以降、大蔵省が「大衆向け住宅金融の育成」という政策に基づいて、ノンバンクでは異例の直轄会社として育てた会社である。総量規制前においても住専に対しては都市銀行ばかりでなく、農林系金融機関も多額の融資をしていたが、総量規制が実施された後、農林系金融機関は住専を大蔵省直轄会社であり、大手銀行の系列ノンバンクとみなし、多額の資金を融資した⁶（住専は総量規制の対象外になっていた）。

住専は80年代以降、設立母体である銀行本体に住宅ローンの融資先を奪われていたため、本来の業務であるはずの個人向け住宅取得資金融資ではなく、不動産業者への大規模な土地取得資金の融資を急拡大させたことから、バブル崩壊の打撃は大きかった（住専7社の総貸出残高約15兆円のうち半分が損失との見方もある）。

⁶堀内[1998.2]pp110~112 参照。

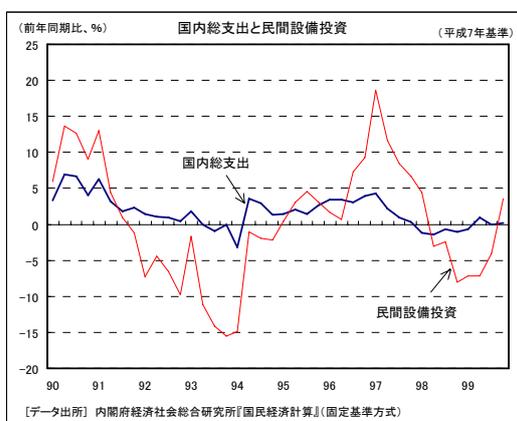
大蔵省は公的資金（6,850 億円）投入による住専の破綻処理を決めたが、公的資金が直接的には預金者の保護ではなく、金融機関、特に農林系金融機関の救済に使われたため、世論の批判が高まり、それ以降しばらく公的資金の活用による金融システム安定策は封印される。

この公的資金の活用による金融システム安定策の封印が、不良債権の処理を遅れさせる原因となった。銀行は大口融資先の経営再建策として、私的整理（債権放棄）による債務圧縮を常とう手段にしていた。これは法的整理に比べて企業に与えるダメージが少ないだけでなく、銀行の都合で債権放棄額を決められたという側面がある。多くの銀行は、企業の再建に必要な額ではなく、楽観的な景気見通しのもと、銀行の経営体力から「逆算」してはじいた額を債権放棄する傾向にあり、その後企業の再建が進まずに債権放棄が繰り返される例が多かった⁷が、結果的には中途半端な対応を繰り返したことになる。

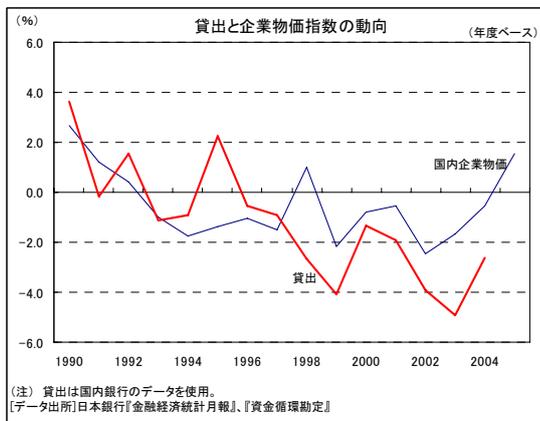
⑤第2次金融危機における市場の不安（1996年～1998年3月）

不良債権の象徴的な存在だった住専問題の処理、景気の一時的な回復基調などで96年には金融システム不安はやや遠のいたように見えた。政府は同年11月に金融ビッグバンを提

(図表 1-2) GDP と設備投資



(図表 1-3) 貸出と企業物価指数の動向



唱し、金融制度のさらなる自由化を掲げたほどであった。しかし、全国的な地価の下落は続き、株価も低水準のまま推移⁸し、銀行の不良債権処理は進まなかった。翌97年4月の消費税導入、財政再建路線などの政策を機に、景気は再び悪化を始め、さらにアジア通貨危

⁷ほかに石原建設、飛鳥建設長谷工コーポレーション、熊谷組、井上工業、フジタ、大京などのゼネコンや兼松、トーメン、西武百貨店などの大手流通業等がバブル経済の崩壊に伴い法的・私的整理されている。

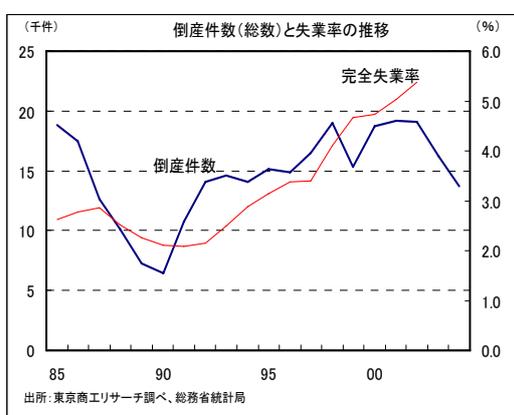
⁸週刊東洋経済（1998年9月26日号）「特集 負の連鎖・20の不安に答える－Part・2 金融不安」で『担保』となっている資産価値を見るとどうなるか。バブル崩壊以降で見ると、『株価の下落で400兆円、地価下落で600兆円の合計1,000兆円が消えた』（大手シンクタンク幹部）といわれる。この金額自体も景気動向次第で常に動いているわけだが、米系格付け機関の報告によれば80年代の邦銀の資産は約264兆円から約757兆円へと約500兆円膨れ上がり、この大部分が不動産を担保にしたバブル関連融資といわれるだけに、少なくとも数百兆単位の損失がどこかに隠れている。」という状況について述べている。

機も加わって、日本の金融危機はむしろ深刻化していった。

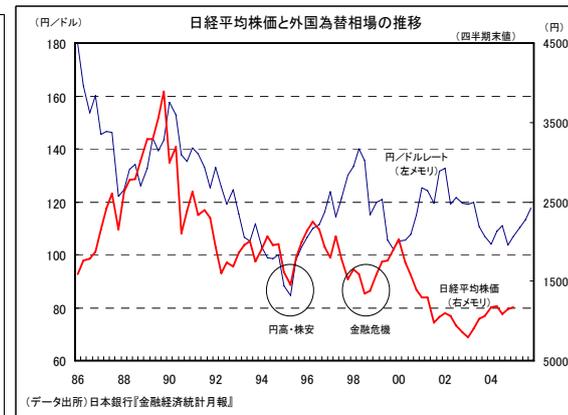
コール市場は日銀の管理下にあるが、市場は市場自らが決定権を持つという鉄則が貫かれ、その結果、市場は著しい信用収縮に陥った。

そして、このような金融市場の混乱は、あらゆる経済主体に悪影響を及ぼした。GDPの伸び率、民間設備投資、銀行の貸出高、企業物価指数はマイナスが続き(図表 1-2、図表 1-3)、企業倒産件数と失業率は未曾有の大きさとなった(図表 1-4)。このような経済状態を反映して、日本の株式市場も急速に下落し、市場の不安は高まっていった(図表 1-5)。

(図表 1-4) 倒産件数と失業率



(図表 1-5) 日経平均と為替動向



⑥第3次金融危機と行政の転換、公的資金注入(1998年4月～)

98年10月に日本長期信用銀行の経営悪化が市場に伝わり、長銀は経営改革に着手するも時すでに遅く、系列ノンバンク(日本リース)の破綻を経て資金調達が厳しくなり経営破綻した。また12月に日本債券信用銀行が破綻し、大手銀行のうち長信銀2行が経営破綻する異例の事態になった。

政府・与党は公的資金注入の新法「早期健全化法」を立法化するとともに、野党・民主党が提案した金融機関の破綻処理のための「金融再生法」も成立させ、金融機関の破綻処理と預金の全額保護を同時に進める抜本策に乗り出した。

また、これらの措置とともに大蔵省による金融行政は金融再生委員会、金融監督庁に再編され、新たにルールに基づく金融行政が始まった。

金融監督庁は銀行に対して不良債権の抜本処理を迫り、積極支援先でも「債務者の業況等について、客観的に判断し、今後、経営破綻に陥る可能性が大きいと認められる場合は、破綻懸念先とする」と判定することを明確化した。このように不良債権の判定基準が明確化されたことにより、結果として不良債権と判定するものが増加し、銀行経営に影響を与えた。

存続可能性がない銀行は破綻処理するとともに、存続できる銀行には銀行の申請をもとに公的資金を注入することにした。この結果、大手銀行には99年3月に7兆5000億円の

公的資金が注入され、一方、国民銀行や幸福銀行、東京相和銀行、なみはや銀行（福德銀行となにわ銀行の合併銀行）、新潟中央銀行が破綻処理⁹された。

大手銀行は、この金融監督庁検査と公的資金注入により経営再建にめどをつけ、相次いで大型再編に乗り出す。みずほ、三井住友、UFJ、三菱東京の各グループの再編合意は 99 年 8 月から翌 2000 年 3 月までに一気にまとまったものである。

大手銀行への公的資金注入、再編と経営不振の地銀の整理に加え、このころの IT 産業を中心にした株価上昇で銀行の保有株の含み損も減少したが、大手百貨店そごうの法的整理をきっかけに、銀行の大口融資先、主に流通、ゼネコンの経営悪化は続き、地価の下落もなお歯止めはかかっていたため、銀行の不良債権処理はまだ峠を越えていなかった。2001 年には大手スーパー、マイカルが経営破綻したほか、ダイエーの経営悪化が再び表面化。さらに青木建設、佐藤工業などゼネコンの破綻も加速した。

IT バブルは崩壊し、株価は再び大幅な下落傾向となった。銀行には時価会計が導入されたため、株価下落が直接自己資本を減らすようになり、銀行は自己資本不足、もしくは自己資本は十分でも公的資金に対する政府への配当原資が不足する懸念が高まった。

一方、政府・日銀は 2002 年、銀行の保有株の下落による金融危機対策として、銀行の保有株を買い取る「銀行保有株式等取得機構」を設立したほか、日銀自身が直接銀行から株式を買い取る方針を発表した。銀行は株式を徐々に売却した。このころは銀行が不良債権処理に伴って前払いした税金、繰り延べ税金資産が過剰に計上されているのではないかという問題が浮上。銀行の収益力に見合った計上をすべきだとの議論もあり、銀行の自己資本不足問題が再燃した。

2002 年 10 月、政府は大手銀行の抜本的な経営立て直しが必要だと判断し、「金融再生プログラム」を発表。大手銀行の不良債権比率を 2002 年 3 月期末の 8% 台半ばから 2004 年度末までに半分程度に引き下げる目標を掲げ、自己資本不足に陥った銀行に公的資金を投入する「特別支援」の枠組みや、大口の貸出先に対する資産査定や引当金上積み強化を明記している。

また、企業の抜本再生のために新たに官民で「産業再生機構」を設立。ダイエーなど大口融資先の最終処理に着手した。

2003 年 5 月には、りそな銀行に対して約 2 兆円の公的資金が再注入されたほか、2004 年 5 月には UFJ グループが大口融資先の不良債権処理不足を指摘されて経営悪化が表面化した。おおむね不良債権処理は進み、2005 年 3 月期に大手銀行の不良債権は当初の目標通り、半減した。

⁹日本経済新聞（1999.10.2 付）夕刊は、「金融再生委員会（柳沢伯夫委員長）は 2 日午後臨時の会合を開き、1 日に破綻処理を申請した第二地方銀行、新潟中央銀行の破綻を正式に認定する。金融再生法に基づき同行に金融整理管財人を派遣、業務と財産の管理を命じる。新潟中央銀は週明け以降も営業を継続、預金は全額保護される。日銀は必要に応じて特別融資を実施する。再生委が管財人派遣により銀行を破綻処理するのは国民銀行、幸福銀行、東京相和銀行、なみはや銀行に続き 5 行目。」と報じている。

⑦総括

「もはや『戦後』ではない」。これは昭和 31 年（1956 年）の経済白書で使用された文章である。たしかに、実体的には戦後復興期はこの時点で既に終了しており、その後、企業は様々な経済的な歪に対して独自の新たなビジネスモデルを模索しながら、先進国屈指の経済規模を支えるに至っている。

他方、金融の世界は、戦後構築された銀行システムをバブル崩壊後も維持し、しかも、その存続を前提に銀行業として企業活動を継続させてきた。つまり、金融システム的には、バブル崩壊以降においても「なお『戦後』だった（戦後構築された銀行システムを維持し続けた）」のである。

このような実体経済と金融システムのギャップが急速に修正される過程（金融自由化の波、グローバル化など）においては、いろいろな軋轢が生じることは当然である（それが「平成不況」として現れたともいえる）。しかし、このようなギャップが生じても銀行は、旧来の体制を維持したまま、大きな変革をしないで、時代を乗り切ってきた。そのため、金融ビッグバンによる本格的な金融改革が実行されることに伴って、「護送船団方式」に代表される金融行政を中心とするシステムから、世界標準（ルールに基づくシステム）のものに急速に変化していく過程で業態としても、企業としても、その変化に耐えられなくなり、淘汰・破綻に追い込まれたといえる。

2. 経営戦略と銀行の破綻との関係

(1) 不動産関連融資による規模拡大戦略

上述したように、戦後の大蔵省を中心とした金融当局の強力な指導による「メインバンク制」により、70年代までは銀行は安定した経営を行っており、銀行には破綻の兆しさえ見えなかった。しかし、80年代に入り、資本市場の規制緩和や大口定期預金から始まった預金金利の段階的な自由化などの動きにより、銀行間の競争は激しくなり、各業態ともにその活路を不動産関連融資に見い出すことになった。

①土地担保融資による規模の拡大（融資残高の増加）

80年代からの「金融の自由化・国際化」とそれに伴う企業の資金調達の変化について、清水谷 [2005.2] は、「金融の自由化・国際化」によって、金融機関は伝統的に付き合いしてきた顧客を失い、それまで取引の少なかった中小企業への貸出の比重を高めざるを得なくなったと述べている¹⁰。しかし、金融機関（特に都市銀行）はそれまで取引があった大企業の情報を蓄積していたとしても、新しい取引先となった企業情報には十分精通していなかったもので、本来ならば容易に新しい中小企業融資へ踏み込むことはできないはずである。ところが清水谷 [2005.2] は、折しも80年代初め都市部のオフィス需要の増加などによって地価の上昇が始まったので、それぞれの企業の財務や経営状況について十分な情報がなくても担保価値が上昇すれば貸出がしやすくなったと指摘している。そして、土地の担保価値の上昇を踏まえて、資金を積極的に貸し出したことにより、实体经济を刺激し、さらに地価上昇が貸出を刺激するという好循環が繰り返され、新しく開拓した取引先への金融機関の貸出は急激なテンポで増加していった¹¹と分析している。

上記のような都市銀行の行動によって、田村 [1991.7] は「地銀、旧相銀、信金、信組などとの競争が激化した」と指摘している¹²。

さらに、わが国の主要銀行は欧米に比べて収益力が弱く、80年代後半においても、邦銀はまだ「規模」追求の経営を継続していた¹³ため、多くの業態で融資量拡大のための最高案

¹⁰有力企業の「銀行離れ」については、堀内 [1998.2] でも記述が見られる。

¹¹清水谷 [2005.2] p164 引用。なお、「そうした金融機関の貸出行動の変化がバブルを助長した大きな要因と言ってよい。」とも述べている。なお、同様の分析は三谷 [2001.4] でも行われている。

¹²田村 [1991.7] p75 「大衆化路線に沿って都銀は住宅ローンや消費者金融などの個人向け貸出、運転・設備投資などの中小企業向け貸出にも力を入れてきた。いずれの伸び率も貸出総額の伸び率より高く、低い資金コストを武器に都銀の中小企業向け貸出は他の金融機関よりも伸びている。そのため地銀、旧相銀、信金、信組などとの競争が激化し、垣根の低下・同質化が進んでいる。」また、大手銀行の「ミドル・マーケット」への貸出に集中していくことについては深尾・日本経済研究センター [2000.9] 参照。

¹³大村敬一・水上慎士・高橋郁梨 [2002.2] 「わが国の主要銀行は、欧米に比べて収益力が弱い。また、1976年から2002年までの27年間の個別銀行財務データを主成分分析し、その主成分の特性の時系列的な変化を見た。その結果、①全期間を通して『規模』の特性が強い、②規模－効率性の相関関係が弱まってきている、③94年以降『資産の質』の特性が強まる、といった特徴が表れた。これより、①80年代後半における規制緩和、金融自由化の進展にもかかわらず、邦銀はまだ『規模』追求の経営を継続している、②住宅金融専門会社の破綻により不良債権が顕在化してきた94年以降になって『規模』から『収益性』への本格的な転換が図れようとしたが、不良債権問題が各行の経営に大きな影響を与えてきた、ことがわかる。」

件として不動産担保融資にのめり込んでいった¹⁴ということも考えられる。特に、「都銀に比べて店舗数も職員数も少ないためにミドル・マーケット戦略¹⁵を採るのが難しかった長信銀や信託銀行にとって、1件当たりの貸出ロットが大きく、長期貸しとなる不動産関連業種向け融資は魅力的だった（深尾・日本経済研究センター [2000.9]）」ことから、新規開拓の対象先として、不動産関連業種向け融資に特化する形¹⁶により、リスクの高い貸出を増加させ、バブルの崩壊以降、それまでのリスクが顕在化し、破綻に至った金融機関も多いという指摘もある¹⁷。

②地価高騰により拍車のかかった土地担保融資

80年代後半からバブル時代にかけて、担保としての土地があれば、銀行から融資を受けることができるという考え方が完全に定着することになった。

土地の価格が上がれば、銀行から追加融資を受けられる。地価の上昇が銀行の資金流入を呼び、その資金がまた地価の上昇につながる循環が一気に広がった。この過程で銀行の不動産に対する評価は一変し、それまで担保の掛け目としては融資額の70%程度が適切だと考えられていたが、地価上昇を織り込んで100%を超える例も珍しくなくなった。

一方、大企業や中堅企業は直接市場から株式、社債、CPの形で頻繁に資金を調達し始めたため、特に都銀や長信銀には「新たな貸出先を見つけなければいけない」という焦燥感が広がった。銀行にとって「不動産」は半永久的に価格が上昇する融資先に映り、銀行の新たな収益源だとの認識が高まった。

③系列ノンバンクを使った土地担保融資の拡大

銀行の不動産融資への傾斜で見逃せないのが系列ノンバンクである。銀行は系列ノンバンクに、銀行の審査基準に合わない融資をさせて収益を稼ごうとした。バブル期に銀行の審査はゆるんだ（特に79年に住友銀行が総本部制を導入し、営業と審査を一体化させて融資を伸ばしたことで金融界に同様の体制が普及し、審査の独立性が弱まって機能が低下した¹⁸）が、それでも銀行では貸し出しにくい企業や高金利の不動産向け融資は自らでは行

¹⁴池尾 [1995.9] 参照。

¹⁵ミドル・マーケット戦略」は深尾・日本経済研究センター [2000.9] 参照。

¹⁶共同通信社 [1999.12] p24 は「長銀自体も融資対象を急速に不動産業やサービス業に傾斜させていった。84年度は8,087億円だった不動産融資が、85年度は1兆196億円、89年度は1兆7,755億円に拡大した。」と状況について述べている。

¹⁷深尾・日本経済研究センター [2000.9] では以下のように破綻の要因を分析している。「銀行にとっては、①1件当たりのロットが大きく審査コストが相対的に低いうえ②利ざやも厚く、③さらに長期間の貸出が可能、という点で魅力的だった不動産関連業種向け貸出が、不動産関連融資の総量規制と資産価格の急落によって焦げ付き始めた。」

¹⁸日本経済新聞社編 [2001.11] p73 に「1979年、住友銀行は大胆な機構改革を実施した。営業、企画、国際など各部門について『総本部制』を導入し、営業推進と審査機能を一体化したのだ。指南役はアメリカのコンサルティング会社マッキンゼー・アンド・カンパニー。…省略…マッキンゼー社が示した処方箋は『スピード経営』への転換だった。総本部に権限を委譲し、営業現場の意思決定を素早くし、機動的な業務運営ができる体制をつくるように唱えた。…省略…審査と営業の一体化はブレーキの利かない自動

わなかった。しかし、系列ノンバンクなら可能だと考えた。

特に、都銀に比べて店舗数が少なく、貸出先企業が限られていた長信銀や信託銀は収益力強化のために、系列ノンバンクも動員し、企業の設備投資に比べて比較的容易に貸出量を一気に増やすことが出来る不動産・リゾート関連の融資を増やして収益拡大に走った。

銀行の系列ノンバンクが融資を大幅に拡大できたのは、母体行主義と呼ばれた一種のメインバンク制度が絡み合っていた。銀行の系列ノンバンクの経営悪化の責任は母体の銀行がすべて負うというのが金融界の通例となっていたため、銀行は他の系列ノンバンクにくら融資しようが、元本は保証されていると考えていた。しかも「銀行はつぶれない」という不倒神話もあったため、銀行間でノンバンク向け融資は相互に膨らみ、そのことがノンバンクを通じた不動産向け融資を急速に拡大させた。

④中小企業向け土地担保融資の拡大

土地担保融資の拡大は中小企業向け融資の拡大にもつながったが、ここで、金融自由化に伴い銀行の規制レントが低下したことが、中小企業向け貸出に伴う不動産関連融資を増加させ、その後のバブルを生成したという見方があるので、その状況について考察する。

経済成長が著しい時は、実業界の資金ニーズは高く、銀行の各業態ともに「支店で待っているだけ」で顧客（借手）が来る状態であった。しかし、安定成長になってしまうと、当然、資金ニーズは減退する。そのため、都銀といえども「待ちの姿勢」では企業の存続が危うくなる。しかも、金融自由化に伴い規制レント¹⁹が低下する中、大手企業や中堅企業は株式、社債、CPを発行して証券市場から直接、資金を調達するようになった。運転資金等においては優位性を保っていた都銀においても、深尾・日本経済研究センター [2000.9] の分析では、規制レントを補うためには新たな業務展開が必要であったことが観測される。このことが「中小企業や個人向け貸出のように、相対的にリスクは高いが、厚めの利ざやが得られるミドル・マーケットに貸出を集中させた」要因と考えられる。

しかし、「中小企業向け貸出は一般に、大企業に比べて貸倒れリスクが高いうえに貸出単位も小さく、審査コストは高くなる傾向にあるため、大手銀行よりも地銀や信用金庫・信用組合などの金融機関がその担い手」であるはずであり、実際にもそのような住み分けが業態別になされていた²⁰模様である。ところが、地価の急騰で企業価値が上昇したことに加えて、株価の上昇によって銀行自身の保有する株式の含み益が拡大したため、都銀のリスク容認度は一挙に増大した²¹ようである。つまり、馬場・久田 [2001.12] が言うように、「バブル生成期の土地担保価値の上昇は、不動産関連融資を中心に、銀行のモニタリングに対

車に乗っているようなものだ。『青天井の与信権限を与える』…省略…そして、住友銀の収益力が急速に好転したのを見た他の銀行も住友銀にならえとばかりに組織を改正し、一斉に融資拡大に向けた体制を整え始めた」と状況について述べている。

¹⁹規制レントは深尾・日本経済研究センター [2000.9] の定義による。つまり、「規制レント＝CD3ヶ月－平均調達コスト（p16 図表 1-5）」である。

²⁰藪下・武士俣 [2002.9]、宮崎 [1992.6] など参照。

²¹藪下・武士俣 [2002.9] 他参照。

する意識（必要性）を低下」させたと考えられる。杉村 [1995.9] によれば、中小企業向け貸出シェアの変化は「都銀は急速にシェアを拡大し、地銀は比較的安定した地位を確保するが、第二地銀、信金が一様にシェアを低下させている。上下から狭撃された形の第二地銀が最も厳しい立場に置かれている（84年と94年の比較）²²」と分析している。

第二地銀の窮状について、日経金融新聞は「都銀がリテール部門の強化に乗り出しているため、首都圏や京阪神の第二地銀の収益基盤は確実に侵食されており、経営環境は厳しさを増している²³」旨を示している。

ところで、「土地担保融資」については堀内 [1998.2] が指摘するように「伝統的な融資業務においては、不動産、とくに土地を担保とする融資方式が非常に重要」である。また、松浦・竹澤 [2001.1] の先行研究²⁴においても、「企業資産の提供による担保」の重要性を指摘している。つまり、担保依存型の銀行融資は、都銀に限らずそもそもわが国の銀行融資の中心である。しかし、土地担保が「情報の非対称性の補完²⁵」としての機能を超えて、宮坂 [1996.3] が言うように「土地や株式が上昇を続けるという予想が支配的であった風潮の中で、銀行融資は、伝統的な財務分析に基づく方式から、担保を偏重した粗雑な方式にかわった」のなら、日本学術会議経済制度研究連絡委員会 [1999.12] で指摘しているように、「金融機関は技術革新を忘れ、担保（ここでは主として土地が利用されていた）を取れば審査せずに貸し出しをするというような安易な経営に終始」することになり、三谷 [2001.4] が指摘するように不動産関連融資そのものが、土地需要を高め、資金の好循環から株式や絵画等の資産価格が上昇し、バブルの生成につながるという見方がある²⁶。

実際、小川・北坂 [1998] の分析では、「銀行の土地担保融資と中小企業貸出比率との関係について GMM で分析し（期間 1978 年から 1995 年）、地価の上昇が中小企業向け貸出増加につながったこと、地価の下落が借入以外の代替的な資金調達手段に乏しい中小企業に

²²杉村 [1995.9] pp203～205 引用。

²³日経金融新聞（1998.8.12 付）は、「首都圏や京阪神の第二地銀の経営環境は厳しさを増すばかり。都銀がリテール（小口金融取引）部門の強化に乗り出しているため、収益基盤は確実に侵食されている。…省略…『第二地方銀行という名称を変更し、単に地方銀行とすべきだ』『いっそのこと、第二地方銀行協会と地方銀行協会を統合したらどうか』…省略…『庶民に密着した銀行』に誇りを持ち、行内を牛耳る実力頭取、辣腕会長が多いといわれる第二地銀で自分の業界の否定ともとれる表現をおくせずには、『第二地銀というだけでマイナス』との認識があるからにはかならない。旧兵庫銀行、阪和銀行、京都共栄銀行、徳陽シティ銀行。この数年で第二地銀は相次いで経営破綻に追い込まれている。いまま経営不振と取りざたされる銀行もあり、業界のイメージは大きく傷ついている。」と述べている。

²⁴松浦・竹澤 [2001.1]、「情報の不透明性が生じる逆選択やモラルハザードを防ぐために、企業資産の提供による担保の重要性を指摘している（Berger and Udell [1998]）」（p8）

²⁵松浦・竹澤 [2001.1]「代表的な担保である土地の地価の上昇（下落）は担保価値の上昇（減少）により、エージェンシーコストを削減（増加）するので、情報の非対称性が大きい中小企業金融において、土地担保（地価）の効果は大きい。」

²⁶三谷 [2001.4] p2 参照。また大山 [2002.12] は「わが国のリレーションシップ・バンキングは、80 年代までは、不動産担保や株の持合を上手く利用することで、低くて安定的な貸出利鞘を実現し、結果的に経済成長を後押ししてきた。これは、不動産や株といった資産価格が、主にマクロ経済や企業の潜在成長力に基づき決まることを考えれば、ある意味で、将来の期待成長力を先取りしてきた結果だともいえる。その一方で、90 年代以降の期待成長力の低下は逆に、こうした利点を全て巻き戻してしまったことになる。」と指摘している。

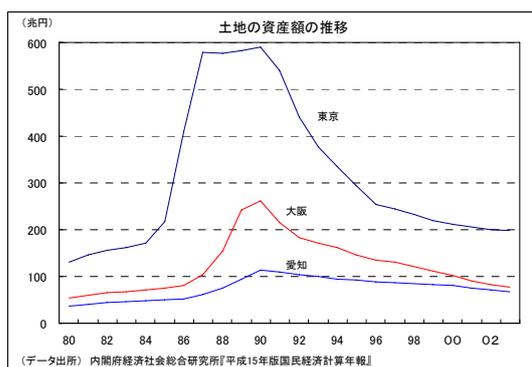
強く盈虚をした」ことを示唆している²⁷。また、堀内 [1998.2] においても、「その担保価値の上昇がテコとなって不動産関連に極端に傾斜した融資が展開」され、「全国銀行ベースで見ると 1980 年代後半に貸出総額の増加が急激に上昇したわけではない（ほぼ年率 10%前後の上昇率）が、不動産と密接に関係する業種、つまり不動産、および建設業向けの融資が年率 20%を超える急速なテンポで増加した」と指摘している。

そして、忽那 [1997.10] によれば「都市銀行の中小企業金融業務への参入が、主としてこれまで中小企業金融専門金融機関の伝統的貸出先であった不動産業、建設業、サービス業（特にノンバンク）を中心に展開されたため、中小企業金融専門機関は有価証券投資、投機的貸出へと向かわざるを得ない状況へと追いやられ、事実多くがそれらの業務へ傾注した」と指摘している²⁸。さらに、翁・白川・白塚 [2000.5] によれば、「地方銀行協会加盟銀行について破綻した銀行（7 行）とその他の銀行の収益率、貸出伸び率、不動産関連貸出比率をみると、破綻した銀行は 1980 年代前半において既に収益率が低く、1980 年代後半にかけて不動産関連を中心に貸出を積極的に増加させている事実が確認された」としている。このことから、地方の金融機関、特に収益において問題を抱えているような銀行は、収益獲得のため「有価証券投資」や「投機的貸出」といったモラルハザードともいえる投資行動をとっていたことが窺える。

他方、深尾・日本経済研究センター [2000.9] によれば、長期信用銀行は「大企業の銀行離れで新たな貸出先を中小企業や個人に求めるようになったため、人員を増加させていたようである」が、やはり、「都銀に比べて店舗数も職員数も少ないためにミドル・マーケット戦略を採るのが難しかった」と分析している。そのため、「1 件当たりの貸出ロットが大きく、長期貸しとなる不動産関連業種向け融資」を増加させた」と指摘している。

以上のように、「1980 年代後半から 90 年代初頭にかけて、日本の金融機関は、融資量拡大のための最高案件として不動産担保融資にのめり込んでいった。この不動産担保融資は、87 年度から 92 年度にかけて約 80 兆円（全国銀行 118 行ベース）増加し、この 6 年間で倍増する勢いだった。

(図表 1-6) 土地資産額の推移



そして、90 年、大蔵省が銀行に対する不動産融資の総量規制に踏み切った後、銀行本体

²⁷杉浦・竹澤 [2001.1] の先行研究引用。

²⁸この状況について村本 [1994.6] でも「地域金融は、都市銀行の地方進出で大きく変化し、地域金融市場は競争的になっているといわれる。貸出金利も全国レベルで平準化されてきたともいわれる」と記した後、「しかし、全国津々浦々に行き届いているわけではなく、大都市圏を除くと、せいぜい県庁所在地留りである」とも指摘している。しかし、本来資金ニーズの乏しい地方にとって、その中心地である『県庁所在地』において全国レベルの競争をしていかないとけないということは、地域金融機関にとって戦略的な痛手になったと考えるに難くないと思われる。

の不動産担保融資の増勢はゆるやかになったが、総量規制の対象外だったノンバンクや住宅金融専門会社（いわゆる住専）の融資が急増した²⁹」と考えられる。

そして、この時期「不動産担保融資」の増加により積み上げられた貸出のほとんどは、銀行の「情報生産」によってなされたものでないため、バブルの崩壊に伴う資産価格の下落により、一気に不良債権化することになった（図表 1-6）。

（２）都市銀行の経営戦略（総論）

都市銀行は金融自由化の進展のなか、収益構造の改革を怠り、株式含み益を背景に安易な収益拡大を目指して建設・不動産や流通企業など特定の業種に融資を集中させた。実際に破綻したのは97年の北海道拓殖銀行だけだが、他の都銀も過小資本に陥った、りそな銀行（大和銀行とあさひ銀行の合併）のほか、経営危機に直面したUFJグループ（三和、東海、東洋信託）も含めると、独自に経営を立て直すことが困難な状況となっていた。

①貸出ポートフォリオの特定業種への集中とリスク管理の欠如

日本経済が安定成長期に入るとともに、重厚長大産業に代わる新たな産業を見いだせず、建設・不動産、流通という特定産業に貸出を集中させた。

また、貸出先の財務内容（リスク）に見合った貸出金利を把握せず、量をひたすら追う競争を演じた。本来は貸出先企業の財務内容や成長力などに基づいて利ざやを決めるべきところ、リスク管理手法の導入が遅れ（98年ごろにようやく一部の都銀が部分導入し始めた）、リスクに見合ったリターンがとれない構図になっていた。

②手数料ビジネスへの転換、投資銀行業務参入の失敗

貸出以外の安定的な収益として、欧米の銀行は手数料ビジネスによる収益拡大を志向していたが、都銀は融資先・融資額の規模拡大を志向したほか、銀行の公共性・各種規制などもあって事業モデルを転換しなかった。

また、日本興業銀行や日本長期信用銀行や一部都銀は欧米型の投資銀行への転換、あるいは本格参入を試みたが、ノウハウ不足や転換の不徹底に加え、自身の経営悪化が先行したため、実現しなかった。

その結果、規模の拡大（融資残高の増加）に頼らざるを得ず、不良債権を増大させることになった。

③人件費の高止まりとリストラ不足

銀行に対する高給批判は極めて世俗的な側面はあるが、都銀が金融ハイテク部門・企業取引などの専門家の育成を怠り、一方で総じて行員の給与が高く、リストラが遅れたことも経営悪化の一因とみるべきではないか。

²⁹池尾 [1995.9] p6 引用。

預金保険機構の金融危機管理審査委員会の審査基準に抜本的なリストラ策を含む健全化計画の提出を義務付けられたこともあり、大手銀行は、全行員を対象として給与・賞与などを削減する方針を相次いで固めた。しかし、金融機関のほとんどは95年春まではベアを実施し、都銀を例にとると、それまでの5年間に、預金残高は16%減ったのに、人件費は7.5%も増え、大量の不良債権を抱えたにもかかわらず、その処理を先延ばしし、根本的なリストラを避けてきた³⁰と報じられている。

また、国税庁がまとめた96年の民間給与実態統計調査では、民間企業に勤めるサラリーマンの平均年収は460万円なのに対して銀行員の平均は帝国データバンクの96年度の調べでは799万円と大手銀の労組は体力格差を無視して横並びで賃上げを続けてきた³¹とされる。

(3) 都市銀行の経営戦略（北海道拓殖銀行）

拓銀は北海道唯一の都銀として、また都銀としての横並び意識も加わって、規模の拡大競争に参戦した。しかし、首都圏（または大阪を中心とする関西圏）に支店網が少ないことに加え、地元北海道の資金ニーズが少ないこともあり、思うように規模の拡大をはかることができなかった。

①遠隔地の融資とリゾート開発事業融資の失敗

拓銀はバブル期の出遅れを挽回するために、まず、首都圏における融資決定の速度を改善する必要があった（融資案件をいちいち本部で対応していると、時間的にも物理的にも問題が生じることになる）。

そこで、拓銀では首都圏の支店（本州拓銀など）に融資の裁量権を与えることで、融資決定を迅速にするようにシステムを構築した。しかしこの場合、専門の与信審査部署ではないため、十分な審査がなされないことも多かった³²。さらに、規模の拡大を業務目標にしていることもあり、融資担当からの圧力により、甘い審査で与信してしまうこともあった（これは長信銀の融資行動と同じである）。

他方、拓銀の地元（北海道）においては、そもそも資金ニーズに乏しく、主要産業も斜陽産業ばかりであったことから、既存顧客の深堀も他の業態からの奪取も難しい状態であった。そこで、北海道の首都圏等から十分に離れ、他の都銀が容易に融資できないという「地の利」を利用して、地元のリゾート開発事業をターゲットにすることにした。リゾート開発事業は多額の資金ニーズがあるうえに、当時のバブル景気により、今後の収益も見

³⁰日本経済新聞（1998.2.25付）朝刊

³¹日本経済新聞（1998.2.25付）朝刊

³²北海道新聞編[1999.3]p40に「<加筆：90年4月に大口新規融資を獲得する目的で『総合開発部』が発足した>総合開発部内には融資先との渉外・契約を担当する業務推進グループと、その融資の安全性をチェックする審査グループが同居していたが、人の配置は業務推進グループ8人に対して、審査グループはわずか2人。…省略…人員配置が物語る通り、実際、同部の審査機能は極めて軽視されていた。」という状況が述べられている。

込まれ、地域の発展にもつながるものと信じられていた（これも基本的には長信銀の融資行動と同じである）。

北海道からみて遠隔地（首都圏や関西圏）で行った甘い審査による融資は、バブル崩壊後すぐに、そのついでを払わなければならなくなった。また、地域の発展のためにと取り組んだリゾート開発事業も急速な地価の下落と長引く不況のために経営が苦しくなった。

本来、北海道の発展のために設立された国策銀行であるという過信や都銀というプライドをこの時点で捨てていれば、自力は無理でも北海道銀行との合併により、破綻には及ばなかったかもしれない³³。しかし、あくまでも都銀であり続けた（少なくとも本州拓銀はそうであった）ために、市場からの信用を失い、市場から退却させられてしまうこととなった。

②インキュベーター路線の失敗

拓銀が本州への進出を本格化するのは1955年ごろからである。時はちょうど高度成長が始まった時期。1955年に都市銀行になった拓銀にとって成長の中心である本州、特に首都圏に進出することは当然の戦略だった。だが、首都圏は上位都銀がしのぎを削る牙城である。北海道で独占的な地位を占めて、競争には無縁だった拓銀が、簡単に攻め込める地域ではない。

進出した本州で拓銀が苦しむなかで、道内の基幹産業であった農業、漁業、鉱業などは次第に斜陽化。一方で拓銀の取引先には新しい産業、成長力のある有望企業は全くと言って良いほど生まれていなかった。本州に力を入れるのはいいが、強固な基盤を持つ北海道で拓銀が地盤沈下しては元も子もない。危機感を持った拓銀は今度は道内で新興企業を育てる「インキュベーター（新興企業振興）路線」に転じる。

一次産業や石炭などの北海道の基幹産業が衰退する中で新興企業育成や首都圏進出に活路を見出そうとした戦略の方向は間違っていなかったが方法や時期が間違っていた。バブル崩壊とともにカブトデコムの拡大戦略³⁴はとん挫、同社は債務超過に陥った。拓銀も多額の不良債権を負うことになった。インキュベーター路線はもろくも崩れたのである。

³³北海道新聞編[1999.3]p257に「国策銀行として誕生した拓銀は戦後、普通銀行に転換してからも『国策』の体質を残してきた。道内の主要産業、企業を丸抱えする面倒みの良さを発揮する一方で、不良債権には鈍感で、「絶対につぶれない」という甘さがそこに同居していた」と述べられている。

³⁴日経ビジネス(1997年12月1日号)「トレンドードキュメントードキュメント 拓銀の破綻2ー地元経済をないがしろにした自業自得 道銀との合併破綻、意地の泥仕合の末路」に「拓銀のインキュベーター路線によって急成長した道内企業の典型例がカブトデコムである…省略…資金面で拓銀の全面支援を受けることになったカブトデコムは、バブルに乗って拡大路線を突っ走る。札幌市内での『億ション』開発、洞爺湖周辺での総投資額1,000億円規模のリゾート開発と、矢継ぎ早に大規模開発に踏み切り始めた…省略…だが、実態は拓銀がリスクをすべてかぶる形での急成長でしかなかった。カブトデコムは90年2月に第三者割当増資を実施し、資本市場から550億円を調達しているが、拓銀はグループでそのうちの110億円ほどを引き受けた。さらに残りの440億円の割当先についても、そのほとんどを拓銀が資金面で面倒をみている。その後、バブル崩壊とともにカブトデコムの拡大戦略はとん挫、同社は債務超過に陥った。拓銀も多額の不良債権を負うことになった。インキュベーター路線はもろくも崩れたのである。」と述べている。

(4) 長期信用銀行の経営戦略

①歴史的使命の終焉

戦後の日本においては、産業復興のため、安定した設備投資資金の供給が必要であったが、預金に依存した通常の商業銀行では、このような長期資金の供給をするには不適切であるため、金融債の発行により長期資金に対応した銀行が必要になり、そのために設立されたのが長信銀である。

その後 1980 年代に入り、経済的に復興したことに加え、金融自由化の流れの中、長期資金に関する規制が緩められるに至り、本来の長信銀の歴史的な役割は終了したといえる。

しかし、株式や社債の発行についての規制が緩められたとはいえ、規制自体は依然として存在していたことに加え、業態別に規制もあったことから、長信銀は大きなビジネスモデルの変更をしないまま、表面的には問題なく経営がなされていた。ところが、この自由化の波は以降、強まり、長信銀の経営に影をもたらすことになる。

長期資金に限らず資本市場の発展に伴い、企業の資金調達も、銀行借入（間接金融ルート）から資本市場を通じた証券（直接金融ルート）に徐々にシフトしたが、これが銀行のビジネスモデルとしては特異である長信銀に、もっとも直接的で、深刻な打撃をもたらすことになった。

②特異なビジネスモデルの影響

長信銀は、国策のために必要とされる（重厚長大）産業に対して、安定的に長期資金を提供することが任務であった。そのため、長らく貸出先の発掘（新規開拓営業）をほとんどしてこなかったことに加え、貸付資金を預金に頼らず、金融債により調達するため、その他の業態のように支店網を持っていないことに特徴がある。

直接金融ルートへのシフトにより、新規開拓が必要になったものの、新規開拓のノウハウもなく、開拓先は全くの未知の主体に対するアプローチにならざるを得なかった。

しかも、新規開拓として中小企業等を指向しても、支店網が極めて少ないことから接点が限られ、預金の受け入れにも制限が設けられているため、流動性供給に基づく情報生産において他の業態に劣ることから³⁵、中小企業のような情報の非対称性の強い主体に対する貸出は、もっとも不向きな業態であった。

③地方のリゾート開発への融資と不良債権の増大

このように新規開拓が難しい中であっても、経営の存続のためには新たな貸出先を発掘する必要があった。そこで、都市部から離れることで都銀との競争をできるだけ避け、資金ニーズがあり、しかも、まとまった資金が必要な貸出先として地方のリゾート開発事業

³⁵長期信用銀行は脚注 5 で示したよう預金の受け入れ先や店舗数に制限が設けられていた。そのため、決済口座としての預金から得ることのできる情報（例えば、浜田・鴨池 [1992.3] がいうように「借り手の資産状況や事業動向等」）が、普通銀行である都銀などに比べて劣ることになる。その他、館野・白石 [1998.6] 参照。

をターゲットとした。

これは、長信銀は、支店網は少ないながらも、地域の拠点として主要都市には支店が存在していたことに加え、海外等でも開発に対する融資の実績があったからであり、ターゲットとして地方のリゾート開発事業を見出した³⁶ことは適切であったように思われた。

また、このような開発事業は、資金が多額になるので地方銀行単独では手がけることが難しく、都銀といえども支店だけで対応することができないため、長信銀にとっても有利であった。

地方のリゾート開発事業への融資競争に勝ち抜くためには、審査を如何に迅速に済ませ、他行が参入できないようにするかがポイントとなる。そのため、長信銀では主要都市の融資担当部署にかなり大胆な裁量権を与え、融資の実行を任せていた。本部の融資審査関連の部署は現地を知らないうえに、預金を持たないことから融資における情報生産能力としては他の業態に劣る。しかも当時は、貸出拡大競争を繰り返している銀行界にあって、審査部署の発言力は総じて低かった。

実績を作りたい融資担当者（またはそれに近い部署）に裁量権を与えた結果、開発会社の言うがままに融資を行うなど、極めてリスクの高い融資が繰り返された。

しかし当時は、長信銀としてのビジネスモデルを活かして、銀行業として成長するためには合理的な融資行動であるように考えられていた。

このような融資行動の結果、地方ではバブルの発生は遅れたものの、崩壊は首都圏と同時に起こったことから、十分な収益のないまま地価が下がり、景気の悪化とともに不良債権を増大していった³⁷。

④深刻な打撃を受けるリゾート開発事業

バブルの崩壊により、個人、法人を問わず、その後大きな打撃を受けることになるが、都市部よりも地方、しかも、不動産関連の業種は極めて深刻な事態になっていくことになる。長信銀が関係していた地方のリゾート開発事業は、特に深刻であり、バブル崩壊に伴う景気の減速が拍車をかける形で、次々に経営が悪化した。

長信銀はそのビジネスモデルの特性により、融資先の分散度合いが低いことから、バブル崩壊を境に急速に経営体力が衰えることになったと考えられる。

本来、この時点で不良債権の芽を摘んでおけば、その後破綻に至ることもなかったかもしれないものの³⁸、当時としては土地神話に加え、他の業態も処理を急いでいない（横並び体

³⁶リゾート開発事業を含む不動産関連融資は深尾・日本経済研究センター [2000.9] の指摘するように「①1件当たりのロットが大きく審査コストが相対的に低いうえ②利ざやも厚く、③さらに長期間の貸出が可能」であり、当該銀行にとって魅力的であった。

³⁷この点に関して下平尾 [2003.2] は、「大都市とは数年遅れであったが、地方企業の株価や地価が上昇し、資金需要が拡大した。とりわけ、地域中小企業の設備投資は広範囲に及んだ。しかし、もし、設備投資が全ての分野にわたって集中的に、大規模に行われなかったならば、個人消費も拡大せず、市場も膨張できず、バブル経済は長期化しなかったであろう」と指摘している。

³⁸竹内宏 [2001.5] pp132～133 は、「もし 93 年頃までに、長銀が不良資産を処理し、直系ノンバンクを

質) こともあり、長信銀も融資先が破綻しないように追い貸しをすることで対応をした。ただ実際には、問題を表面化した場合に経営陣の進退にも発展しかねない深刻な状態になっていたため、経営者の保身のために問題の先延ばしをはかっただけであったといえよう。

⑤破綻に導いた不良債権処理

追い貸しにより、問題の先延ばしをはかっただけのもの、資産価格（地価、株価など）の下落は止まらず、景気が回復する見通しが立たない中、破綻する事例が増加したが、このような事態になっても、土地の下落や景気に対しての危機意識が長信銀の首脳には欠けており、不良債権処理を先延ばしにしていたと考えられる。日経ビジネス³⁹は「日本長期信用銀行の実質的な経営破綻の原因はバブル期の際限のない融資拡張とバブル崩壊後の不良債権処理の先送り」とし「元頭取は経営破綻に追い込まれる前に不良債権の処理に取り組み、抜本的なリストラ案を打ち出せなかった理由を大蔵省という親の庇護のもとで、世間の荒波を知らないまま育ってきたこと、護送船団のもと、金融債発行の特権を与えられ、仮に護送船団が崩れ、市場の圧力が強まったとしても、『逆風はまず日債銀が受ける』という安心感にもひたれる立場だったため」としている。さらに「長銀が経営破綻へと突き進んでいくさなか、行員の危機意識は『どの数字を見ても日債銀の方が悪い。日債銀の整理の仕方を見てから考えてもいいんじゃないか。まだ一つ下に防波堤がある』というのが大方の心理だった」と述べている。

このような先延ばしによる対応が、その後の破綻を導くことになったと考えられる。

しかし、事態は一層悪化し、不良債権処理をせざるを得ない状態に陥った。そこでまず、不良債権処理として長信銀本体の存続をはかるため、自行の系列ノンバンクを倒産させた。倒産させることにより、自行の責任を明らかさせることが目的であったようだが、当時の考えとしては、系列会社は自行内で処理することが当然であった。そのため、長信銀各行の審査能力の低さを露呈するとともに、系列以外の他の金融機関に負担が及ぶことになったことから、長信銀に対する信用が著しく低下した。

(5) 地銀・第二地銀の経営戦略

①「ミニ都銀」を志向

業態間での競争の激化により地銀等の地域金融機関は、少なからぬ影響を受けたが、特に、第二地銀にとっては重大な影響となった。

都銀、特に上位行は、他の金融機関に比べれば比較的優良な借り手が多かった。これは、

整理していれば、確実に長銀は立ち直っただろう。この時期には、地価が低下したといっても、まだ90年末のピークに比べて70%の水準にあり、長銀本体とノンバンクの不良債権合計は2兆円以下だった。当時、長銀の株式などの含み資産合計は2兆円を軽く超していた。株式の含みをすべて吐き出し、本店、支店、社宅なども売却して、回収不能の貸付資産をすべて償却し、回収に懸念のある貸付資産には、引当金を積み立てても余裕が十分あった。」と述べている。

³⁹日経ビジネス（1998年12月21日号）「特集一第2部一なぜ改革が困難なのか一危機感共有に苦闘するリーダーたち」要約。

「メインバンク制」が世間的にも認知されていた時代において、一般の事業会社にとってみれば、「〇〇銀行（上位都銀）と取引している」という事実自体に価値（自己の信用力を増加させる機能）があったからである。それゆえ、優良な会社で、他の金融機関と既に取り引があったとしても、今までの取引金融機関よりも上位の都銀が取引を希望すれば、その取引に応じることも多かった⁴⁰。以上のことから、都銀が取引先をさらに拡大しようとする場合、下位であるほどその影響をまともに受けることになる。

第二地銀は戦前の「無尽」がその発祥であったが、信用金庫などに比べると地域への浸透が今ひとつ不十分であるうえ、金融機関としての規模が比較的小さいにもかかわらず、都銀がターゲットにしている顧客層を対象とした新規開拓を行ったため、開拓そのものにおいて極めて厳しい状態に陥るとともに、逆に、都銀・地銀等に既存顧客を奪われる状況も生じた。

一般的な銀行理論では借り手に近い分、地銀や第二地銀の方が都銀よりも審査機能が高いはずだが、収益拡大のためには実際には審査の結果が思わしくないような質の悪い貸出先に対しても積極的に融資を行わざるを得ず、その結果、その後のバブル崩壊の影響をまともに受け、不良債権比率が高まった。

②進まなかった再編

地域金融機関は地銀、第二地銀、信金、信組に都銀の参入もあり、経済規模に比べて競争は激しく、早くから経営統合や提携などによる再編成の必要が指摘されていた。だが、地銀、第二地銀の経営者は地元では名士で自分が地域経済を支えてきたという意識が強かった。その結果、再編は進まず、94年の東北3行（北日本、殖産、徳陽シティ）の経営統合構想の白紙撤回、97年の北海道拓殖銀行と北海道銀行の合併撤回（最近では関東つくばと茨城の例も）などいったんは再編を目指した経営統合が実現しなかったケースも多く、今もなお一部では「オーバーバンキング」による過当競争が長く続いている。

③地方経済における景気変動のラグ

地方経済では概ね、景気の波が首都圏、関西圏より遅れてくる傾向があり、一般消費者を巻き込んでの株式ブーム、不動産ブームもワntenポ遅れていた。そのため、地方に拠点を持つ銀行は、不動産開発向け融資において都銀の後塵を拝することになった。しかも、バブル崩壊の影響は、首都圏などとほぼ同時期であったため、不動産開発向け融資等では十分な収益を得られることなく不良債権を増やした。そもそも地域金融機関は地域経済に比べて数も多く、それぞれの経営体力が乏しいにもかかわらず、その体力を上回る不動産開発向け融資に参入し不良債権を処理できずに破綻した銀行も多い。

⁴⁰銀行貸出の経済活動についての予測力が、中小企業においても必ずしも高くないという実証分析がある（原田・岡元 [2002.12] 参照）。メインバンクについての分析は他にも井上 [2000.3]（メインバンク機能の希薄化）、大村・楠美・水上・塩貝 [2002.5]（メインバンクの変更について）などがある。

3. リスク管理と銀行の破綻との関係

(1) リスク管理の本質

鹿児島 [1996.2] は、銀行の本質をマクロベースで捉えた場合、その基本的な機能は「倒産企業のリスク負担」にあると述べている⁴¹。つまり、社会的な「倒産企業のリスク負担」を銀行が受け持つことこそが、「銀行」の存在意義の本質であると考えられるので、銀行経営上の基本的機能は、まさに「リスク管理によって起動される情報生産力⁴²」に求めることができよう。鹿児島 [1996.2] は続けて、この「情報生産力」は「銀行経営の競争力」として捉えることができ、「内部要因」と「外部要因」によって規定されると指摘している。ここで内部要因とは銀行の固有の競争力を規定するものであり、金融仲介機能を発揮できる「情報の非対称性」を実現する「情報生産技術」と収益力を保全する「リスク管理技術」に分けられる⁴³が、これらはともに企業としての歴史の中で組織化され、各銀行の経営力になっていくという⁴⁴。但し、この経営力は内部要因だけでなく、外部要因⁴⁵の干渉も受けることになる。

以上のように「銀行のリスク管理」とは各銀行の経営力の源泉と考えることが可能であり、その意味では「リスク管理」の如何によって銀行の存亡に影響を与える事態が考えられる。

(2) 銀行のリスク

ここで銀行が負うリスクについて考える。

銀行の負うリスクは、研究者によっていろいろな分類方法があり、名称も画一的とはいえない状態である。そこで実務的に多くの銀行で使用されている分類を参考にして、「信用リスク」、「マーケットリスク」、「風評リスク」、「オペレーショナルリスク」の4つに分けることにする。

以下、各リスクについて宮坂 [1997.5] ⁴⁶を中心に内容をみていく。

⁴¹鹿児島 [1996.2] p97 「マクロレベルで『銀行の本質』を捉えた場合、その基本的機能は『倒産企業のリスク負担』にある。」

⁴²鹿児島 [1996.2] p97 「ミクロレベルにある銀行経営上から捉えるとその基本的機能は、リスク管理によって起動される情報生産力にあると考えられる。」

また、渡辺 [1998.3] p78 は「銀行経営の核心は金融仲介にかかるリスクの管理およびALMに基づくリスク・収益管理にあるということが出来る。」と述べている。

⁴³鹿児島 [1996.2] p97 「<加筆：銀行の>競争力を決定する『生産技術』は、金融仲介機能を発揮できる『情報の非対称性』を実現する『情報生産技術』と収益力を保全する『リスク管理技術』にある。」

⁴⁴鹿児島 [1996.2] p98 「内部要因は、経営環境の変化に対応し、多くは長年の銀行が培った伝統的なリスク管理上のノウハウとの集積によって組織化され、経営管理への対応を自己表現したものが銀行経営組織である。」

⁴⁵鹿児島 [1996.2] p98 「外部要因とは、マクロの経済環境であり、自国の金融制度など監督機関のありかたなどである。」

⁴⁶宮坂 [1997.5] pp102~106

(3) 信用リスク

①信用リスクの定義

信用リスクとは、「融資債権が債務不履行に陥ることによって損失が発生するリスク」のことであり、銀行の伝統的なリスクといえる。このリスクに対して「審査、調査などの情報生産」コストをかける。

信用リスクにおけるリスク管理は「与信管理」である。与信管理について鹿児島 [1996.2] は「与信管理は、顧客密着型のリスク管理であり、顧客との接触が行われる情報が集約されている営業店窓口から審査部門などが与信管理することが最適である。したがって、営業店と担当部署審査部がこの専担部となる。また、この管理は一件一件の業務であり、消費者信用などを除きルーティン化には限界がある⁴⁷⁾」と指摘している⁴⁸⁾。

銀行は、融資対象先を分散し、少数の企業に融資を集中することを避けるなどにより、リスクの軽減を図る⁴⁹⁾。

②情報生産よりも物上担保

本来、金融仲介機関には3つの機能（①情報生産機能、②リスク負担機能、③資産変換機能）があるとされている。このうち「情報生産機能」において圧倒的な能力を持つのが銀行である。しかし、バブル生成期において業態の別なくほとんどの銀行が、審査コストを下げるために安易に担保融資を増加させ、拡大競争を繰り広げたことにより、きわめてリスクな貸出を増加させた。特に、長信銀や第二地銀は、他業態であれば実行しないような借手に対しても、生き残りを賭けて貸付を行っていた。そのため、その後のバブル崩壊とともにそれらの貸付は不良債権化し、市場からの退出を余儀なくされた。

③系列ノンバンクによる不動産融資

銀行は系列ノンバンクに、銀行の審査基準に合わない融資をさせて収益を稼ごうとした。貸し出しにくい企業や高金利の不動産向け融資は系列ノンバンクなら可能だと考えた。

銀行の系列ノンバンクが融資を大幅に拡大できたのは、母体行主義と呼ばれた一種のメインバンク制度が絡み合っていた。銀行の系列ノンバンクの経営悪化の責任は母体の銀行がすべて負うというのが金融界の通例となっていたため、銀行は他の系列ノンバンクにい

⁴⁷⁾鹿児島 [1996.2] p102 引用。

⁴⁸⁾鹿児島 [1996.2] pp126~127 では、「本来銀行は内部に『証券部門』や『信託部門』が存在することで『範囲の経済性』を活用できる立場にあり、銀行としての内部取引費用を低下させることができたものの、業態別子会社方式による事業本部制の導入により、子会社との関連を規制する『ファイヤーウォール』が講じられ、範囲の経済性の効果は低下した』旨を示し、さらに「事業本部制は縦断的な『一元管理』を採用したため、従来の機能別組織の『内部チェック機能』が喪失し、それまで銀行内部に蓄積されてきた伝統的な『情報の集積力』が有効に機能しなくなったことから、銀行の『信用リスクのモニタリング能力』が低下したと考えられる。銀行の『信用リスクのモニタリング能力』の低下は、不良債権の増大への直接的な要因になり得るものであり、『与信管理の変質』は銀行を破綻に導く可能性のある要因である」と述べている。

⁴⁹⁾融資先を集中させると、「経営者が他の事業経営とも関係している場合には、信用リスク判断が甘くなって、金融機関経営を危うくする可能性が高い」と宮坂 [1997.5] は指摘する。

から融資しようが、元本は保証されていると考えていた。しかも「銀行はつぶれない」という不倒神話もあったため、銀行間でノンバンク向け融資は相互に膨らみ、そのことがノンバンクを通じた不動産向け融資を急速に拡大させた。

この系列ノンバンクへの融資は、銀行本体同様に土地関連の融資を増加させていたため、バブル崩壊に伴う痛みを増幅させることになり、不良債権処理の遅れから破綻に至った銀行があった。

融資対象先を分散し、少数の企業に融資を集中することを避けるという点では、銀行本体の信用リスクは管理されていたように見えるが、系列ノンバンクを含めて考えれば不動産融資への集中はより進んでいた。

④融資の集中化と信用リスクの増大

このような「信用リスクのモニタリング能力」の低下に加え、信用リスクを増大させるものとして「融資の集中化」が挙げられる。融資の集中化が進行する過程においては、当初、審査費用等の情報生産にかかる費用が抑えられるため、銀行の経営パフォーマンスの向上に寄与すると考えられる。しかし、外部要因等の急激な変化により、与信相手先企業の経営財務内容の悪化や債務の支払い遅延などを契機として、融資に潜んでいた与信リスクが顕現することになる。その結果、不良資産が増大するとともに自己資本比率が低下し、銀行を破綻に導く可能性があるといえよう⁵⁰。

さらに、このような融資の集中は「必ずといってよいほど資産価格の高騰というマクロ経済的要因が作用している」と Schwartz [1988]⁵¹が指摘している。そして、「古今東西の銀行危機は急騰した資産価格が大幅な反落をみたときに生じている」と述べている⁵²。つまり、バブル生成期において「リスク管理」への認識が薄れ、与信競争が激しくなるに伴い、不動産関連企業への「融資の集中化」が進行したため、その後のバブルの崩壊で、融資集中化リスクが顕現化した。その結果、不良資産が増大するとともに自己資本比率が低下した銀行が増加したとみることができよう。

(4) マーケットリスク

①マーケットリスクの定義

マーケットリスクとは「金利や為替、株価の変動が、銀行経営に及ぼすリスク」のことであり、「金利の自由化、金利の国際化に伴い、銀行経営は、金利や為替変動から、常時ますます大きな影響を受ける」ようになったと宮坂 [1997.5] は指摘している⁵³。このマーケ

⁵⁰渡辺 [1998.3] p86 参照。

⁵¹ Schwartz, A.J. [1998], "Financial Stability and the Federal Safety Net," in W.S. Haraf & Rose Marie Kushmeider eds., *Restructuring Banking and Financial Services in America, Washington, D.C.: American Enterprise Institute for Public Policy Research*.

⁵²渡辺 [1998.3] p87 参照。

⁵³この「マーケットリスク」以外のリスクについて宮坂 [1997.5] p104 は、「金融自由化、機械化以前から存在するリスクである」と述べている。また、翁 [1993.9] p115 も金利の自由化によりこのリスクが顕

ットリスクは大きく「金利リスク」と「価格変動リスク」に分類でき⁵⁴、銀行ではこれらのリスクに対して、ALM などによりリスクの軽減を図っている⁵⁵。

例えば、金利の変動における銀行の自己資本への影響を考えてみよう。

糸瀬 [1996.5] が指摘するように、「もしある銀行において資産（貸出や有価証券）は長期のものが中心で、負債（預金や借入れ）は短期のものが中心であるとする、金利上昇時には、資産の減価が負債の減価よりも大きくなるので、金利リスクは大きくなり、したがって自己資本を積み増さなければならない」ことになろう。しかも、「この銀行が時価会計を採用していれば、金利が急激に上昇した場合、同じ理由によって、自己資本は減少してしまう」と考えられる。そこで銀行は、「資産と負債、つまりバランスシートの満期構成（あるいはデュレーション）を、バランスのとれたものにする」ように資金の運用・調達をマネジメントする。これが ALM の考え方である⁵⁶。

しかし、「銀行破綻」をテーマとしてマーケットリスクを考える場合には、金利リスクに対する ALM よりも、むしろ価格変動リスクに対するものの方がより重要である。なぜならば、銀行が破綻するような経済状態（つまり、不況時または恐慌時）において、金利は低下する方向に推移することが一般的（実際、日本銀行は金融緩和政策を繰り返し、1999 年には「ゼロ金利政策」を、その後一時的に解除したものの、2001 年より「量的金融緩和政策」へと移行している）であり、この場合には金利リスク（つまり、金利変化のボラティリティ）は、自己資本を毀損させる方向に働きにくいと考えられる。他方、価格変動リスクは、銀行の経営資源（資産サイド）に対しては直接的なリスクになり、不況時等においては重大な問題になると考えられるからである。

②不良債権処理と株式保有

価格変動リスクを伴う銀行の経営資源としては保有株式が考えられる。銀行が株式を保有する目的として「事業法人との株式の持合い」がある。

銀行は、戦後日本の金融システムが形成されるとともに、業態の別なく、取引先企業との関係を深めるため株式の持合い⁵⁷をしていた。この株式は長期保有だったので、それまでの経済成長を反映し、1980 年代には多額の含み益が存在していたと考えられる。

この含み益について深尾他 [2000.9] の調査⁵⁸によれば、「全国銀行ベースでみた銀行の株式保有額は、85 年度末には簿価がおよそ 12 兆円、時価はその 4 倍の 47 兆円だった（図表 1-7 参照）。時価と簿価の差に当たる保有株式の含み益（図表 1-7 の A から B を引いた額）

現化してきたことを示している。さらに、鹿児島 [1996.2] p68 では金融自由化によって、銀行が「市況産業化」したと指摘していることから、マーケットリスクへの対策の重要性を示唆している。

⁵⁴金利リスクおよび価格変動リスクの詳細については翁 [1993.9] p119「(第 5 章 注)」を参照。

⁵⁵マーケットリスクについては第二次 BIS 規制（1995 年 4 月～）で対策を求めているが、詳しくは池尾 [1995.9] pp 172～174 参照。

⁵⁶糸瀬 [1996.5] pp112～113 引用。

⁵⁷醍醐他 [1995.7] p232 参照

⁵⁸深尾他 [2000.9] pp24～26 引用。

は 35 兆円である。その後、80 年代後半のバブル期には銀行が BIS 規制の導入に備えて増資し、高い株価で企業との持ち合いを進めたため、銀行が保有する株式の簿価は上昇した。同時に、銀行が保有する株式の時価も急騰し、含み益は一時 74 兆円に拡大した」と分析している。

(図表 1-7) 銀行の株式保有額と自己資本の推移

下表は深尾他[2000.9]p26表1-10より抜粋

年度末	株式時価 A	株式簿価 B	資本勘定 C	資本勘定+含み益の45% $C \div (A-B) \times 0.45$	日経平均株価 (円)
1985	46.9	11.9	12.3	28.1	15,860
86	63.7	13.4	13.8	36.4	21,567
87	77.6	17.6	17.2	44.2	26,260
88	97.1	23.2	22.5	55.8	32,839
89	88.6	29.7	28.6	55.1	29,980
90	77.7	33.1	30.2	50.3	26,292
91	56.4	34.5	31.3	41.2	19,346
92	56.4	34.5	31.8	41.7	18,591
93	61.9	36.5	32.3	43.7	19,112
94	52.0	39.8	32.3	37.8	15,140
95	64.3	43.0	27.9	37.5	21,407
96	54.1	42.9	28.5	33.5	18,003
97	50.8	45.7	24.5	26.8	16,527
98	47.1	42.7	33.7	35.7	15,837
99	54.5	44.4	35.2	39.7	20,337

注) 89年度以前の株式時価総額は未公開のため、日経平均株価に連動していたと仮定して、日経平均指数で遡及した推計値。この間、保有株式数は増加していたと考えられるため、過去にさかのぼるほど、時価の推計値は課題になっていると推察される。

資料) 深尾「日本の金融システム不安とコーポレート・ガバナンス構造の弱点」(1998)より抜粋、筆者(深尾)加筆

しかしその後、バブルが崩壊し、株価が大幅に下げる中(図表 1-8)、急速に増加していた不良債権⁵⁹に対して、銀行はその償却原資にするために含み益を吐き出したので、98 年度末には一時、含み益が 4 兆円まで減っている⁶⁰。

さらに、「含み益を実現する目的でいったん売却した株を市場価格で買い戻し、簿価が上昇したこと(益出しのためのクロス取引)」が、その後も続く株価低迷の中で、ますます含み益を減少させた。そして、景気の回復の兆しが見えない中、業務純益が伸び悩んだため、株の含み益も枯渇し、「銀行にとっては自力での償却が困難に⁶¹」なっていったと考えられ

⁵⁹深尾他 [2000.9] pp24~26 で、不良債権償却の過程を以下のように記述している。「不良債権が発生した当初は、業務純益や保有株式の含み益を償却原資としていた。不良債権額の公表が始まった 92 年度における都銀、長信銀、信託銀行のリスク管理債権が 12.8 兆円だったのに対して、業務純益は 3.2 兆円だった。しかし、不良債権が急増する一方で、公定歩合の引き下げにもかかわらず銀行の資金収益は思うように伸びず、資金収益が 8 割近くを占める業務純益の拡大にもおのずと限界があった。ピークの 92 年度には全国銀行ベースで 4.7 兆円あった業務純益が、98 年度には 3.8 兆円に減少した。不良債権の拡大で実質的な自己資本が減少すると、銀行経営はさらに不安定なものとなった。税引き後当期純利益は 94 年度に都銀と信託銀でマイナスに転落、翌 95 年度には全国銀行のすべての業態でマイナスを記録した。」

⁶⁰深尾他 [2000.9] pp24~26 の分析を参照。

⁶¹深尾他 [2000.9] は、このように銀行が自力で償却が困難になったため、「公的資金に頼らざるを得ない状況に追い込まれた」と指摘している。

る。

(図表 1-8) 日経平均の推移



以上のように 1990 年半ば以降、銀行は大量の不良債権と含み益の薄い（もしくは含み損の）株を保有していることで、リスク負担能力が著しく低下している。このような中であって、株価の変動リスク（つまり、価格変動リスク）が高まれば、バッファーとな

る自己資本はますます不安定化することになり、銀行の債務超過確率が増加する⁶²と考えられる。

③実質自己資本比率と債務超過確率

以上を検証するため、深尾他 [2000.9] では重回帰分析により、自己資本比率が債務超過確率にどのような影響を与えるかを分析している⁶³。

ここで債務超過確率は、「銀行が発行する普通株式の価格とオプション理論を用いて、ムーディーズの格付けを取得している邦銀については 1996 年～98 年度末の銀行が 1 年後に債務超過に陥る確率」を推計し、監督当局のフォーベアランス姿勢⁶⁴に対する市場期待のパラメーターなどを考慮した値を用いている⁶⁵。

他方、自己資本比率については「実質自己資本比率」を使用している。この「実質自己資本比率」とは、「銀行の解散価値に着目した指標」であり、具体的には、「簿価ベースの株式自己資本から不良債権の引き当てと税務効果会計の影響を取り除いた」上で、「厳密に見積もった要不良債権償却額と有価証券評価損益を調整して算出された実質自己資本を総資産で除したもの⁶⁶」を使用している⁶⁷。

⁶²深尾他 [2000.9] p30 参照。

⁶³深尾他 [2000.9] では、同 pp44～45 により推計した債務超過確率が、「銀行の財務指標のどの項目と相関関係を有しているかを分析するために、1999 年 3 月期の銀行の財務諸表をもとに、安全性、収益性、健全性の観点から、財務指標を算出」している。なお、「推計対象行中、信託 2 行は都銀により子会社化されたことにより、財務状況と信用力との関連性が弱くなったため、また、他の信託 1 行は、1998 年 10 月に、破綻した都銀の営業を一部譲り受け、財務指標の連続性が保てなくなったため、分析対象から除いている。」

⁶⁴フォーベアランス（深尾他 [2000.9] では「フォーベアランス姿勢」とは当局の資金援助や猶予的態度の可能性に関する市場の期待のことをいう（小田 信之 [1998. 11] 「オプション価格理論に基づく適正預金保険料率の推定」日本銀行『金融研究』<http://www.imes.boj.or.jp/japanese/zenbun98/yoyaku/kk17-5-5.html> 参照）。

⁶⁵深尾他 [2000.9] pp44～45、および森平爽一郎「倒産確率推定のオプション・アプローチ」『証券アナリストジャーナル』、1997 年 10 月を参照。

⁶⁶深尾他 [2000.9] p63。

⁶⁷深尾他 [2000.9] では実際には BIS 基準の自己資本比率についても分析を行っている。理論的には自己資本比率と銀行の債務超過確率との間には負の相関があると考えられるものの、自己資本比率を BIS 基準

回帰結果は図表 1-9 の通りである。

この結果から、実質自己資本比率の係数の t 値が有意であり、符号条件も満たしていることがわかる⁶⁸。

(図表 1-9) 重回帰分析結果

下表は深尾他[2000.9]p66表2-13, 2-14, 2-16より抜粋

重回帰分析結果(銀行全体)

指標	係数	標準偏差	t値
切片	0.021	0.067	0.079
実質自己資本比率	-0.260	0.115	-2.766
不良債権比率	0.151	0.030	5.099
総資金利ざや	-1.180	0.426	-2.803
自由度調整済決定係数:0.484, 観測数:43			

重回帰分析結果(大手銀行)

指標	係数	標準偏差	t値
切片	-3.750	2.073	-2.253
実質自己資本比率	-26.977	8.470	-3.874
不良債権比率	16.735	4.513	2.756
経常収支率	1.250	0.508	2.244
自由度調整済決定係数:0.653, 観測数:16			

重回帰分析結果(地銀)

指標	係数	標準偏差	t値
切片	2.498	1.141	1.883
実質自己資本比率	-74.808	18.973	-3.378
PBR(株価純資産倍率)	-2.789	0.744	-3.049
不良債権比率	11.905	4.900	2.847
貸出金伸び率	-16.269	6.861	-2.075
自由度調整済決定係数:0.812, 観測数:27			

つまり、実質自己資本比率が低下するほど、銀行の債務超過確率が増加することになる。また、実質自己資本比率は定義より、保有株式の時価評価が低下すれば、低下するので、マーケットリスクのうち価格変動リスクの高まりは、銀行の債務超過確率を高めることになるということがわかる。

さらに、深尾他 [2000.9] では、「これまでの分析で導出された推計式の有効性を検証するため、実際に破綻した銀行（推計対象外の銀行も含む）の破綻直前の財務指標を推計式に代入し、債務超過確率を逆算」を行っている。その結果は、「破綻行の債務超過確率は、健全行と比べ相対的に高い数値を示し、健全行についても経営不安が懸念される一部銀行の数値が高い」というものであった（図表 1-10）。

以上より、1990 年半ば以降においては株価の変動リスク（つまり、価格変動リスク）が高まれば、バッファとなる自己資本はますます不安定化し、銀行の債務超過確率が増加することが検証された。

また、このような価格変動リスクの高まりは、経営不安を助長させるとともに、当該銀

の自己資本比率にした分析では、正の相関があることが確認され、通常の符号条件と異なる結果が得られている。この原因としては深尾他 [2000.9] は、「BIS 基準の自己資本比率が高いほど銀行の債務超過確率が高まるということではなく、大手銀行については、決算操作などの影響から BIS 基準の自己資本比率が銀行の実際の財務状況や安全性を表していないと市場参加者が懸念していることが考えられる」としている。

⁶⁸深尾他 [2000.9] p67 による重回帰分析の評価は以下の通りである。「大手銀行では、税効果会計や有価証券の原価法による評価など、資本のかさ上げの度合いが大きく、さらに不良債権の増加に対する懸念も根強いことから、銀行の解散価値に基づいた実質自己資本比率や不良債権比率といった銀行の安全性および健全性を表す指標や、効率性、収益性を示す経常収支率が大手銀行の債務超過率に大きく影響を与えている。他方、地銀においても、大手銀行ほどではないものの、実質自己資本比率のほうが銀行の安全性の指標として信頼性が高いと考えられる」。

行の普通株式の株価を低下させるため、債務超過確率をさらに増加させ、銀行破綻へとつながる可能性も指摘できよう。

(図表 1-10) 破綻銀行の破綻直前の財務指標と推定された債務超過確率

下表は深尾他[2000.9]p68表2-15より抜粋

破綻銀行の破綻直前の財務指標と推定された債務超過確率

経営破綻銀行	日本長期 信用銀行	日本債券 信用銀行	北海道 拓殖銀行	東京相和 銀行	新潟中央 銀行	徳陽シティ 銀行
破綻前直近決算期	97年度末	97年度末	96年度末	98年度末	98年度末	96年度末
BIS基準による自己資本比率(%)	10.32	-	-	△ 5.60	2.01	-
実質自己資本比率(%)	0.58	△ 3.10	1.44	△ 6.62	△ 0.92	△ 2.39
PBR(株価純資産倍率)	0.71	0.80	0.54	△ 1.27	0.01	0.58
不良債権比率(%)	9.77	22.74	12.79	14.29	8.74	10.78
経常収支率(%)	0.93	0.68	0.93	0.81	0.77	0.83
貸出金伸び率(%)	△ 17.11	△ 14.30	0.10	5.21	△ 0.91	3.50
有価証券含み損益(億円)	△ 2471	△ 1842	114	△ 322	△ 4	22
非線形モデルで推計した債務超過確率(%)	24.8	85.1	30.2	100.0	98.7	96.7

注) 1999年3月末以前の財務諸表には金融再生法に基づくリスク管理債権が公表されていないことから、実質自己資本比率算定にあたっては全銀協(新基準)による不良債権額を使用し、「破綻先債権」を「破綻更生債権」に、3ヶ月以上延滞債権を「危険債権」に、「延滞債権」、「金利減免等債権」、「経営支援先に対する債権」、「貸出条件緩和債権」を「要管理債権」と読み替えた。

(5) 風評リスク

①銀行の負う風評リスク

風評リスクとは一般に「当該金融機関の信頼度が損なわれ、評判が悪化することによって引き起こされるリスク」と考えられる。この場合の銀行の負うリスクとは、当該銀行以外の銀行や金融機関の経営破綻の外部性、あるいはその伝染効果⁶⁹によって、当該銀行が流動性リスクに直面することであるといえよう。このような個別銀行の流動性リスクは常に存在し、「何らかの理由で、多数の預金者が同時に彼らの預金を引き出そうとして銀行取付が生じたとき、銀行が現金または流動的な資産を十分保有していないならば、銀行はそれら全てに対応できなくなる。またそのとき、それらの銀行が他の銀行や中央銀行などから緊急に借入を行えないならば、業務を停止しなければならなくなり、銀行の保有する資産については何のリスクがないとしても、結果的に銀行倒産に発展する可能性が生じる」と藪下 [1995.10] は指摘している⁷⁰。

②ディスクロージャーと風評リスク

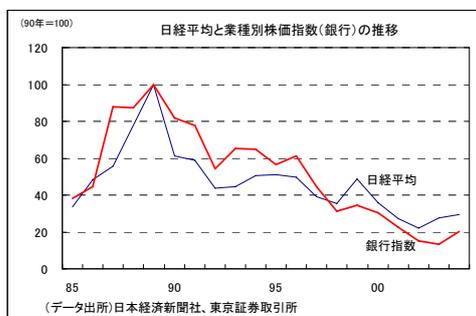
金融行政は、金融監督庁が誕生するまで大蔵省による「銀行はつぶさない」という「護送船団行政」であったため、監査法人は事実上、厳格に銀行の監査をする必要がなかった。加えて、監査法人の監査能力の問題もあり、監査法人が銀行の決算案を承認しない例はほとんど見られなかった。しかし、金融機関が相次いで破綻しだすと、「銀行のディスクロージャー内容は信頼できるものではない」という認識が広がり、仮にディスクロージャーを

⁶⁹ 「経営破綻の外部性」及び「伝染効果」については堀内 [1998.2] pp46～54

⁷⁰ 藪下 [1995.10] p191 引用。

行っても預金者や株式市場の信頼を回復するという効果は失われ、経営悪化の風評をデイスクロージャーによって打ち消すことができなかった。

(図表 1-11) 日経平均と銀行株価指数



さらに、既に公表していた不良債権額が、破綻後に数倍から数10倍に膨れ上がったケースが頻発したため、不良債権に関する開示情報の信頼性が揺らぎ、「日本の金融機関の経営実態は不透明」という内外の不信感と呼び、銀行株の低迷が続いた(図表 1-11)。

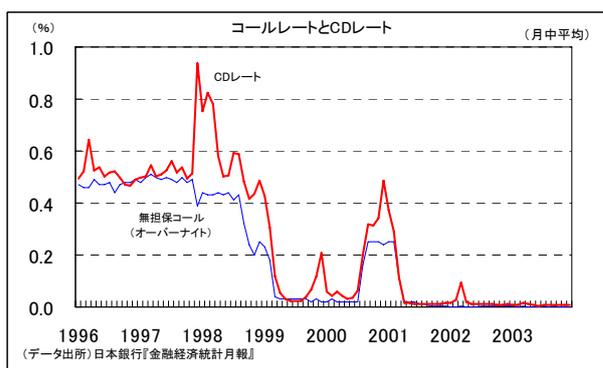
③市場の格付けと風評リスク

日本で進む金融改革の結果、守られるのは銀行ではなく預金者との考えが浸透してきた。それを背景に、体力の弱いとみられる銀行では、預金格付けは横ばいとする一方、劣後債などの格付けを下げられ、ムーディーズやS&Pで「投機的」等級にまで格下げされるケースが増加した。このような格付けの変更は、格付け会社にすれば「一つの判断材料を出しているに過ぎない」が、格付けのランクダウン(最下位の投資不適格、投機的へ)から、短期的な資金繰り難というコースをたどり銀行の体力を著しく低下させることになった。

「投機的」等級にまで格下げされる銀行の株価は下落し、それが風評リスクにより、さらに株価が下がるということが起き、破綻銀行は流動性リスクに直面することとなった。

また、他の金融機関の破綻が、体力の弱い銀行を追い込むケースも見られた。

(図表 1-12) CD レート



1997年11月の三洋証券がインターバンク市場で、実際に、デフォルトを引き起こし破綻したことを契機に、インターバンク市場では一層疑心暗鬼が広がり、日本の金融システム全体が機能不全状態に陥った(図表 1-12)。

そのため、1997年11月26日破綻した徳陽シティ銀行は同年11月21日の9月中間決算発表の場では「自主再建路線に変更はなく、早期是正措置の基準である自己資本比率4%も達成できる」と強調していたが、インターバンク市場からの資金調達が困難となり、会見のわずか5日後に破綻した⁷¹。

は「自主再建路線に変更はなく、早期是正措置の基準である自己資本比率4%も達成できる」と強調していたが、インターバンク市場からの資金調達が困難となり、会見のわずか5日後に破綻した⁷¹。

⁷¹日本経済新聞(1997.11.26付)夕刊

(6) オペレーショナルリスク

①オペレーショナルリスクの定義

オペレーショナルリスクは、「バーゼルⅡの導入を控え、金融マニュアルでは『システムリスク』『事務リスク』であった項目が『オペレーショナルリスク』に統合されている⁷²⁾ことから、ここでも「システムリスク」「事務リスク」を合わせたものを「オペレーショナルリスク」と定義する。

宮坂 [1997.5]⁷³⁾の「オペレーショナルリスク」の定義は、上記定義でいえば「システムリスク」に当たるものと考えられ、「銀行の事務処理が、コンピュータによる集中処理によって行われていることにより、このコンピュータや通信回線の故障などにより、広範囲の銀行の営業店において、事務処理が不可能になるリスク」と定義している。他方、「事務リスク」については「不正によるリスク」と分類し、「銀行の役職員の権利濫用、背任行為などによって生じるリスク」としている。

なお、日経金融新聞がオペレーショナルリスクの代表例を示している。「システムリスク」は、宮坂 [1997.5] の定義と同じだが、「事務リスク」には「不正によるリスク」の他に正確な事務を怠る、あるいは事務処理上の事故を含めている（以下、「事務リスク」は「不正によるリスク」を含む広義のものとする）。これ以外に「情報セキュリティリスク＝情報の漏えい、喪失、改ざんにより損失を被るリスク」「法務リスク＝法令の順守状況が十分でないことにより損失を被るリスク」「決済リスク＝相手側の債務不履行（事務的、法的障害による不履行を含む）により損失を被るリスク」「その他＝外部犯罪、災害など」⁷⁴⁾を解説している。

②オペレーショナルリスクへの対応

オペレーショナルリスク自体は、常に存在するリスクではあるが、外部環境の変化（例えば、銀行の国際化の進展、マネー取引の増大、デリバティブス利用の増加、機械化の拡大など）により、事務処理技術が複雑になってくると、それに伴って「事務リスク」が増大する。しかも、処理が専門的になるに伴い、「担当役職員の個人裁量により、巨額の資金を操作できるようになっている半面、担当ディーラー等による管理体制が追いつかないことが要因となって、個人の不正によるリスクが、銀行の経営基盤を揺るがすほどに大きくなっている」と宮坂 [1997.5] は指摘している⁷⁵⁾。

なお、「オペレーショナルリスク」のリスク概念が日本の金融機関に本格的に浸透したのは、1999年夏以降。国際決済銀行（BIS）が自己資本規制の見直し論議の中で、システム障害などのトラブルから社内犯罪まで金融機関が日常業務の中で抱えるリスクを測定し、自己資本でカバーすべきだという方向を打ち出したのがきっかけ。それ以降、大手都銀を中

⁷²⁾信金中央金庫総合研究所（2005年8月4日発行）『金融調査情報（17-4）』

⁷³⁾オペレーショナルリスク及び不正によるリスクについては宮坂 [1997.5] pp104～106 参照。

⁷⁴⁾日経金融新聞（2000.5.18付）

⁷⁵⁾宮坂 [1997.5] p106 参照。

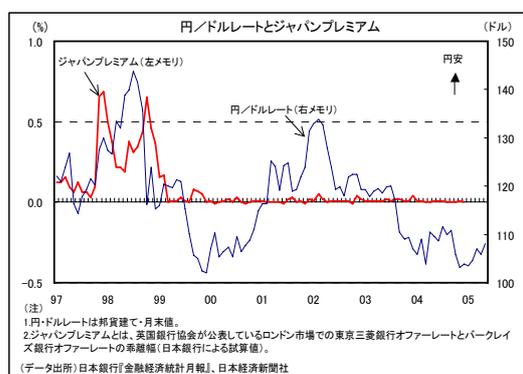
心取引発注ミスなどの事務リスク、コンピュータ誤作動などシステムリスク、不正行為が発生する法務リスクなどのシナリオごとの発生頻度などから予想損失額を計算するという動きが始まっている。

③銀行におけるオペレーショナルリスクの典型例

95 年秋には都市銀行の一角を占めていた大和銀行ニューヨーク支店で債券取引にかかわる 1100 億円の損失を 10 年以上隠ぺいしていた事実が発覚するという事件が起きた。大蔵省と銀行は米国の金融当局に対する連絡と情報開示の遅れが指摘され、米国当局によって大和銀行の米国追放措置がとられた⁷⁶。この事件は都市銀行の国際業務の管理体制の不備に加え、日本の銀行と大蔵省の関係見直しにつながり、さらには日本の銀行と金融行政に対す

る不信感が海外に広がってジャパン・プレミアム（図表 1-13）を発生させることになった。日本の銀行の海外からの資金調達コストはこれ以降上昇し、経営に悪影響を与え、のちに資金調達そのものが難しくなる一因にもなったとされたが、この事件は銀行におけるオペレーショナルリスクの典型例といえる。

（図表 1-13） ジャパン・プレミアム



⁷⁶日本経済新聞（1995.10.9 付）夕刊に「大蔵省は 9 日、ニューヨーク支店での巨額損失事件などの不祥事を起こした大和銀行に対して、銀行法に基づく業務改善命令を出す方向で検討に入った。同省は大和銀が元嘱託行員の不正な米国債取引を長期間放置したことや、米国の信託子会社が米国債取引での損失を日米金融当局に報告しなかったことを重視、海外拠点の管理体制や連絡体制を徹底するよう厳しい改善措置を求める。都市銀行への業務改善命令は初めて」と報じられている。

4. 経営管理と銀行の破綻との関係

(1) 株主による経営チェックの不在

日本の企業は当時、おしなべて株主による経営チェック体制が整っていなかった⁷⁷。企業同士あるいは企業と銀行は相互に安定株主として株式を持ち合い、お互いの経営には介入しないという暗黙の了解があったとされるからだ。

その中でもとりわけ経営が悪化した企業に対しては、銀行が債権者（メインバンク）として一定の発言力をもち、経営再建策の策定や人材の派遣を行ってきたのに対し、銀行に対して企業が発言力をもつことは皆無だった。

したがって銀行は、企業に比べても株主による経営チェックの体制が不備だったといえる。特に地方銀行、信用金庫、信用組合においては経営トップの言動に対するチェック機能が働かなかつたと考えられる。

(2) ワンマン経営と取締役会の機能不全

創業者のワンマン経営が長く続いた地銀⁷⁸では、トップが独断でグループ企業への不透明な融資や不動産関連融資、ノンバンク融資への傾斜融資を決めてしまい、取締役会もトップの専横を止められず、結果として不良債権が積み上がったという事例が散見された。

また、創業者ではないものの強力な個性を持ったトップが率いる銀行においても同様の事態が見られるとともに、人事面でもトップの方針に逆らう幹部をすげ替え、絶対服従の空気を行内に醸して、取締役会も牛耳られ機能不全を起しおり、トップの背任行為さえも歯止めを掛けられなかったという事例⁷⁹も見られる。これは銀行、とりわけ地銀の株主の多くが地銀より立場の弱い地元の貸出先企業で占められ、銀行経営を監視する仕組みが不十分だったことにも起因する。

また、1990年3月の「総量規制」導入後の不動産価格の大幅な下落の打撃を受け、93年

⁷⁷堺屋太一『総力特集 '98 日本経済全予測』エコノミスト（1997年12月16日号）「特集 官僚がつくった「遅進国ニッポン」の歯車を回せ」で「<加筆：誰が金融危機をもたらしたかとして>株価の下落には、企業が長らく株主を無視してきた報い、という一面もある。日本の株式の時価配当率は世界的に見て異常に低い。それでも株式市場が再開されて間もない1955年には時価株式配当率は4.6%ぐらいあった。それがバブルのピークには0.46%、ちょうど10分の1になった。いまも1%よりかなり低い。しかも株主総会では、一般株主は完全に無視されている。社員株主を並べて発言を封じ、一部総会屋には利益供与をして質問を抑える。多くの会社が株主総会を6月28日に一斉に開き、何十分で終わったと競争で監督官庁に報告する。情報『非』公開を良とする官僚主導型の発想が続いているのである」と株主の経営チェックにおける日本の状況を説明している。

⁷⁸日経ビジネス（1999年6月21日号）「トレンドー経営破綻ーオーナー経営の弱み露呈した東京相和銀 止められなかった暴走、受け皿銀探しの難航必至」は、「第2地方銀行大手、東京相和銀行が経営破綻した。同行は創業者の長田庄一会長のワンマン経営で知られるが、同じくオーナー色が強い国民銀行、幸福銀行に続く破綻劇は、トップが独断で融資を決め、結果として不良債権が積み上がるというオーナー系金融機関のマイナス面を改めて印象づけた。」という状況について述べている。

⁷⁹北海道新聞編[1999.3]P.48に「大蔵省が金融機関に対して行う金融検査(MOF 検)…省略…の際の示達回答書に、拓銀はこう記した。「バブル期に特定の役員に人事、営業など権限を集中しすぎていた」と記し、p49に「そのラインの強固さは行内外になり響き…省略…当時の行内では人事をめぐるヒソヒソ話が横行していた。「あの人事は露骨すぎる」「あれじゃあ、まるで肅清だ」主流にいたはずの幹部が突然、畑違いの閑職に異動するという人事が相次いでいた」と記している。

に破綻した大阪府民信組（大阪、イトマン関連）、94年末に破綻した東京協和、安全の2信組（東京、イ・アイ・イ関連）のほか、95年に破綻したコスモ信組（東京）、同年の木津信組（大阪）も構図は似ている。

これらの信組は金利自由化を背景に、高金利の大口預金で資金を集め⁸⁰、その資金を特定の企業グループ（その多くは不動産業関連だった）に集中的に貸し出していた点で共通している。これはこうした信組がワンマン経営で、拡大志向が強かったうえに経営管理体制がずさんで、さらには監督官庁が大蔵省ではなく、都道府県で金融専門家が少なく、当局による経営チェックもほとんど機能していなかったことも原因の一つとみられる⁸¹。

（3）監査機能と破綻の関係

日経ビジネスは、「日本債券信用銀行が国有化された後に、監督庁の検査で不良債権を社外のペーパー会社に移しかえる“飛ばし”行為をしていたことが判明したが、監査を担当した監査法人は、97年度の有価証券報告書で、『適正』意見を表明していた」「日本長期信用銀行は98年9月に倒産した関連ノンバンクの日本リース向けに『債務保証予約』をしていたにもかかわらず、それを有価証券報告書に記載せず、日本リース倒産に伴って、長銀が農林中央金庫向けの債務約1,300億円などを肩代わりすることになったが、重要な情報にもかかわらず、担当の監査法人は『適正』意見を記載した」旨⁸²をそれぞれ示している。

このように、監査法人が銀行の決算案を承認しない例は破綻銀行を例にとってもほとんど見られなかった。

その背景には、金融行政が金融監督庁が誕生するまで大蔵省による「銀行はつぶさない」という「護送船団行政」であったため、監査法人は事実上、厳格に銀行の監査をする必要がなかったためである。

金融監督庁は直接、会計士を告発する権限を持たないが、監査役の働きぶりに目を光らせることで、会計士を牽制することができるようになった。

（4）時価情報の開示と不良債権処理

糸瀬 [1996.5] は、「96年3月期から、都長銀および信託の大手21行については、破綻先債権、延滞債権に加え金利減免債権についても開示する。また、その他の普通銀行で海外に支店・現地法人を有する銀行も延滞債権までの開示を行なうこととされたが、その他の地方金融機関は早期のディスクロージャーの進展をうながされているという形で『行政

⁸⁰エコノミスト（1999年6月8日号）「特集 全国四七都道府県 地銀・第二地銀総覧」では、「国民銀行や東京相和銀行が一部地域で高金利で大口預金を集めていること」が報じられている。

⁸¹日経金融新聞(1995.9.13付)で「信組に対する監督責任を持つ自治体の検査能力不足だ。東京都の場合、信用組合課の担当職員は95年1月現在36人。人数は意外に多いが、うち15人は経験1年未満で検査の専門家はゼロに近い。この体制で金融取引の実態にメスを入れるのは不可能に近い。」という状況が示されている。

⁸²日経ビジネス（1998年12月21日号）「トレンドー深層ー銀行検査改革で切れ味見せる金融監督庁ー監査役の働きチェックし会計士を牽制 厳罰マニュアルで不良債権えぐり出す」要約。

指導』によって、金融機関の業態ごとに不良資産のディスクロージャーの範囲や時期が決められている⁸³」としたうえで、「日本において、会計基準の変更によって『不良債権を含む貸出金の時価情報の開示』がもし義務づけられ、厳密に運用されていたとしたら、早い時期から不良資産のディスクロージャーが行われ、不良資産問題によって生じた『傷』は、はるかに小さくてすんでいたのではないだろうか⁸⁴」と述べている。

つまり、時価情報を含めた情報開示が少ないこと自体が、銀行の経営者の意識に甘えをもたらし、不良債権の処理を遅らせ、銀行によっては破綻に至ったケースも見られる。

⁸³糸瀬 [1996.5] pp54～55 要約。

⁸⁴糸瀬 [1996.5] pp55～56 要約。

第2章 証券会社の破綻事例の研究

1. 金融・経済動向と証券会社の破綻との関係

(1) 金融ビッグバンの影響

1996年11月に金融市場改革プログラム（金融ビッグバン）が橋本龍太郎首相によって発表され、1998年4月に実施された。東京市場は、ニューヨーク、ロンドンに比べ規制の存在が多いことから、従来のみでは1,200兆円の個人金融資産の海外流出懸念があり、それを防ぐ目的もあって各種手数料の自由化、商品規制の撤廃など完全自由化が図られた。

手数料自由化により株式委託手数料、営業収益が減ることは明らかであり、特に中小証券は手数料を下げることにより集客力を高めるか、より付加価値の高いサービスを提供することで生産性を高めていくなど、戦略の変更が必要となった。しかし、バブルの崩壊以降、体力を落としている中小証券の中には、新たな活路を見出せずに挫折するところも現れた。

例えば、1998年5月に自主廃業を決めた中村証券（倉敷市）は、株式売買委託手数料が完全自由化されるなど経営環境がさらに厳しくなることを踏まえ、債務超過に陥る前に自主廃業した¹と報じられている。

また、不二証券（横浜市）は、本格的なビッグバン到来で厳しい経営が見込まれ、より安定した経営力をもつ証券会社への譲渡が、顧客にとっても有益と判断し、1998年7月に東洋証券に営業譲渡し、当該証券会社の横浜支店となった²。

(2) 証券業界の経営環境の悪化

1990年以降、株価の下落トレンドが続き、証券会社の経営環境はいつこうに改善しなかった。会員費用負担などのコストを軽減するため、準大手や中小証券による東京金融先物取引所の会員脱退が相次ぎ、大証の会員権を売却するなどの動きも見られた³。

証券業界は一般に、市況産業的な収益構造になっているため、株式市場の動向に業績が左右される傾向にあると言われている。図表2-1に東証第一部の株式売買代金の推移を示したが、1991年3月期に前年度の6割以下に低下した後、1993年3月期は1990年3月期の

¹日本経済新聞（1998.5.28付）朝刊に「中村証券（倉敷市、山本公蔵社長）は…省略…6月1日からの営業休止届けを大蔵省に提出した。株式相場の低迷などで業績回復の見込みが立たないため、営業継続を断念した。債務超過には陥っていない模様で、中国財務局は『顧客からの預かり資産の返還には支障はない』と話している」と記されている。

²朝日新聞（1998.3.17付）朝刊に「不二証券の鴨哲照社長は『株式委託手数料の完全自由化など、本格的なビッグバンの到来で厳しい経営が見込まれる。長期的な観点から、より安定した経営力をもつ東洋証券への譲渡が、顧客にとっても有益と判断した』と述べ、顧客資産をすべて東洋証券に移行するなど、顧客の利益確保を最優先する考えを示した」と記されている。

³日経金融新聞（1995.5.12付）、日本経済新聞（1997.11.6付）夕刊、日本経済新聞（1997.11.12付）朝刊で以下の件が報じられている。太平洋証券が1995年5月に東京金融先物取引所の清算会員からの脱退。ワールド証券が1997年9月に名古屋証券取引所から撤退。協立証券、アーク証券が1997年11月に大阪証券取引所の正会員権を返上し撤退。

2割近くまで落ち込むなど急激な売買代金の低迷が続いた。

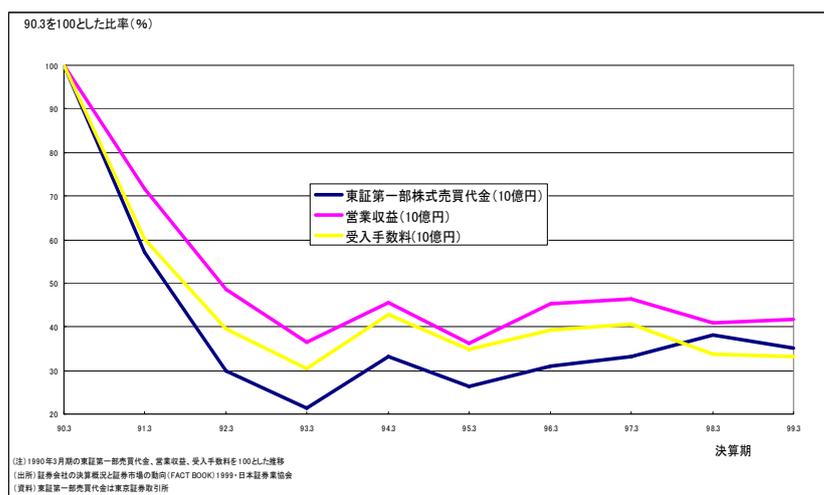
(図表 2-1) 各期の東証第一部株式売買代金の推移

	1990.3	1991.3	1992.3	1993.3	1994.3	1995.3	1996.3	1997.3	1998.3	1999.3
東証第一部 株式売買代 金(10億円)	282,531	161,338	84,239	60,774	93,640	74,588	87,402	94,066	107,678	99,320
1990.3を100 とした比率 (%)	100	57.1	29.8	21.5	33.1	26.4	30.9	33.3	38.1	35.2

(出所) 証券会社の決算概況と証券市場の動向 (FACT BOOK) 1999・日本証券業協会より (資料) 東京証券取引所

証券会社の営業収益、受入手数料は、図表 2-2 に示したように東証第一部の株式売買代金の推移に連動しているため、営業収益は 1990 年 3 月期の半分以下の水準、受入手数料は 3 分の 1 程度の水準でそれぞれ推移した。

(図表 2-2) 東証第一部株式売買代金と営業収益、受入手数料の推移



金融ビッグバンを控えて、手数料自由化対応が必須となっていた中で、大手・準大手証券会社のグループに属する中小証券は増資などの一時しのぎの策を頻繁に繰り返したが、それももう限界に来ていた。

例えば、1997年7月に自主廃業した小川証券は、1996年5月に山一証券グループ6社を割当先とした第三者割当増資を実施し自己資本規制比率を一時的に高めたが、証券事故もあり山一証券の支援を受けられずに破綻した⁴。

また、1998年7月に自主廃業した松彦証券も1995年9月に新日本証券グループを割当先とした第三者割当増資を実施し合理化を進めたが、業績は好転せず累積損失を膨らませ、最終的には新日本証券の支援を得られずに破綻した⁵。

同様なケースは、山吉証券(大和証券を対象に第三者割当増資を受けたが、その後赤字体質から脱却できず支援を受けられず破綻)⁶、越後証券(中証券、第四銀行を対象に第三

⁴ 日本経済新聞(1996.4.4付)朝刊、日本経済新聞(1997.7.25付)朝刊

⁵ 日経金融新聞(1995.9.28付)、朝日新聞(1998.4.11付)朝刊

⁶ 日経金融新聞(1995.12.21付)、日本経済新聞(1998.10.22付)朝刊

者割当増資を受けたが、社員の不正取引をきっかけとして破綻)⁷などでも見られた。

ビッグバンを控え、地域の店舗戦略の見直しを加速させ、不採算店の整理により証券店舗数が減った。証券会社によっては、地方支店を統合し電話営業の拠点に変更するなど、一段のコスト削減に取り組むところが増えた⁸（図表 2-3）。

（図表 2-3）従業員数・本支店営業所数の推移

年末	従業員数 (千人)	1990 年末を 100 とした 比率	本支店営業所数 (か所)	1990 年末を 100 とした 比率
1990	158.6	100.0	3,198	100.0
1991	156.5	98.7	3,297	103.1
1992	145.3	91.6	3,072	96.1
1993	132.6	83.6	2,919	91.3
1994	127.5	80.4	2,879	90.0
1995	118.8	74.9	2,761	86.3
1996	113.0	71.2	2,740	85.7
1997	108.0	68.1	2,625	82.1
1998	95.1	60.0	2,335	73.0
1999	92.0	58.0	2,294	71.7

（データ出所）証券会社の決算概況と証券市場の動向（FACT BOOK）1999・日本証券業協会より

（資料）日本証券業協会

（3）株式委託手数料自由化の影響

1998 年 4 月 1 日から 5,000 万円を超える株式売買委託手数料が自由化、1999 年 10 月に株式売買委託手数料の完全自由化が実施された⁹（図表 2-4）。1990 年代に破綻した今回の研究対象である証券会社は 1998 年 10 月に自己破産を申請した山吉証券¹⁰を除けば株式売買委託手数料の完全自由化前に破綻しており、証券会社間の手数料引き下げ競争を踏まえた長期的経営見通しが不透明であったことは事実だが、直接その影響を受けたわけではない。

しかしながら、手数料の自由化は証券会社にとっては金融ビッグバンの中心にあり、その後の証券再編成に影響を与えているため、ここで状況を整理する。

不透明な経営見通しで苦しんだのは中小証券だけでなく、大手・準大手証券も、厳しい

⁷日経金融新聞（1995.12.8 付）、日本経済新聞（1997.10.8 付）朝刊

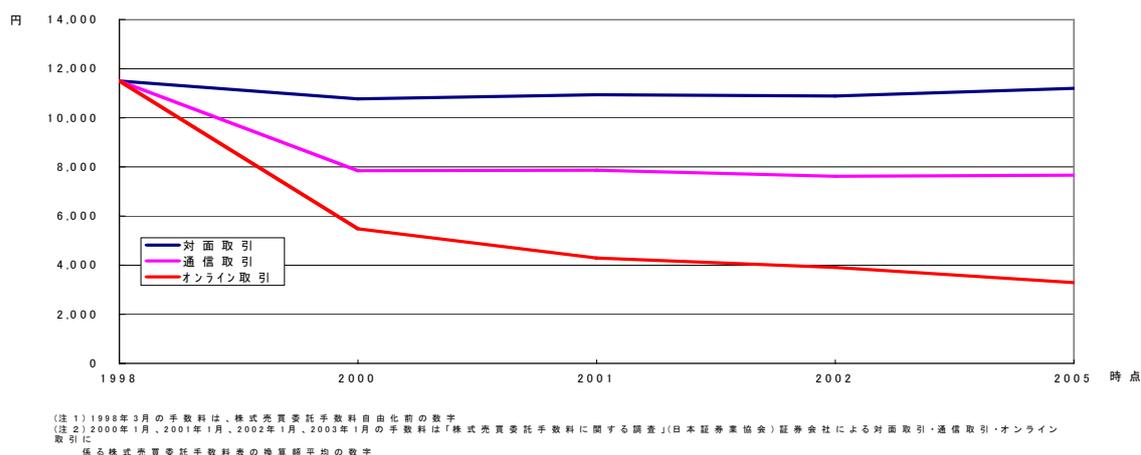
⁸証券会社の店舗数は、ピーク時（91 年度末）の 3,297 店舗から山一、三洋破綻後の 1998 年度末には 2,335 店舗とおよそ 3 割減少し、従業員数も、90 年度末のおよそ 15.9 万人から 1998 年度末には 4 割ほど減少し、およそ 9.5 万人になった。

⁹店頭銘柄については 1998 年 4 月 1 日から手数料に関する規定が撤廃されて上場銘柄に先駆けて完全自由化が実施された。

¹⁰日本経済新聞（1998.10.22 付）朝刊に「独立系の中堅証券である山吉証券（東京・中央、鈴木善祐会長兼社長）は 21 日、東京地方裁判所に自己破産を申請した」と示されている。

環境であることには変わりなく、いつ終わるとも知れない不況の中で経営体力が触れられつつあった。そのため、系列下にある経営不振の中小証券への支援要請に対しても躊躇し始め、ビッグバンを視野に入れた投資先として有効なもののみを選別して支援する方向に転じた。

(図表 2-4)株式売買委託手数料 (約定代金 100 万円の場合) の推移



(4) 外資系、銀行系証券会社との競合

金融ビッグバンに先立ち、1986年2月に外資系証券は東京証券取引所の会員になった。その後、20年を経た時点で連載記事となった日経金融新聞の「外資系証券20年」には、「1990年代にはデリバティブを使った裁定取引を積極的に行いオプション相場の動向なども計算したうえで、現物株を絡めた取引も展開した。特に裁定取引の半分を手がけているとまでいわれたソロモン・ブラザーズは、1991年度の経常利益で大和、日興、山一を追い抜いた」とされる。

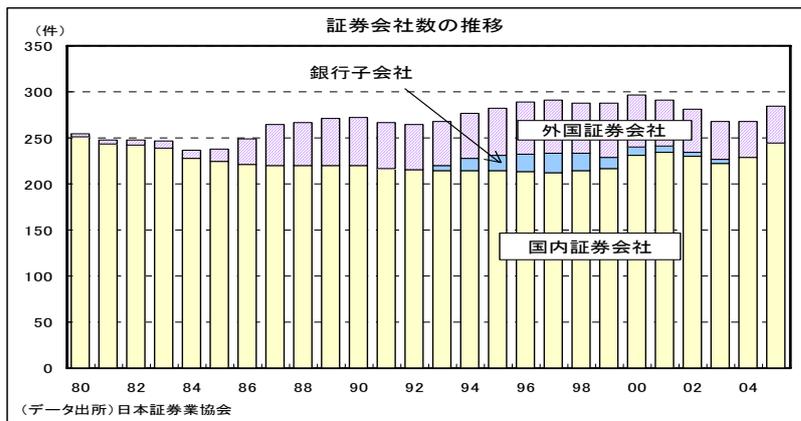
また「日本において企業の発行する社債の価格情報を情報端末に提示したうえで売買注文を受け付けるマーケットメイクを最初に始めたのはモルガン・スタンレーとされる。それまで投資家が満期まで保有することが多かった社債市場を変え日本の大手証券会社に新しいサービスを提供し国内勢のサービスの向上を促した」と指摘している。

さらに「金融ビッグバンで1998年に上場株の取引所への集中義務の撤廃が行われたが、この改革を利用し投資家にサービスを提供できたのはトレーディング技術にたけたごく一部の外資証券だけであった。顧客から受けた注文を内部で約定させる『クロッシング』手法により、東京証券取引所をまったく通さず、まとまった注文を出すことができ、大口の注文が多い機関投資家は株価が変動する市場インパクトを回避できるので、取引を国内の大手証券会社から外資系証券へシフトしていった」旨が記されている。¹¹

この上場株の取引所への集中義務の撤廃による売買高の減少見込みや各証券取引所が行

¹¹日経金融新聞(2005.9.2付)の要約。

(図表 2-5) 証券会社数の推移



うオンライン取引などの改革策は、中小証券を中心とした証券会社の経営に大きな影響を与えた。

また、93年には銀行子会社の証券業界参入もあり、株価下落局面という極めて過酷な状態の中で競争が激化した(図表 2-5)。

(5) 奉加帳方式¹²の恩恵の喪失

銀行と同様に証券会社が信用リスクの喪失に陥った場合、当該証券会社の顧客が一斉に争って自分の利益を保護しようとするれば、大きな混乱を招き、その混乱は金融システムにおける信用秩序維持の観点からも、また破綻処理の社会的な費用を節約する観点からも問題である。この混乱を回避するための一つの解決策が金融当局のいわゆる「奉加帳方式」であったとも考えられる。

ほとんどの銀行はバブル崩壊後、多額の不良債権を抱えて、経営体力が落ちていたが、加えて1998年4月にスタートするビッグバンを前に求められた国際決済銀行のBIS規制8% (国内基準行では4%) をクリアするため、銀行は貸出先の選別、債権の回収を行う必要があった。そのため当時、例え金融機関の経営に問題が生じてもその救済に対しては、関係の深い金融機関のみならず、多くの金融機関が資金拠出に難色を示したため、「奉加帳方式」による資金調達は難しくなっていた。さらに、生保も予定利率の引き下げなどで余力がなく、同業の金融機関においても、株主を向いた経営への転換で経済合理性のない支援に及び腰になっていた。

例えば、山一証券はメインバンクである富士銀行の劣後ローン支援を受けることが出来ず¹³に資金繰りを悪化させたり、三洋証券が生保9社から借りていた劣後ローンの返済期限を延長出来ずに自己資本比率規制比率120% (危険水域) を割る¹⁴など、「護送船団方式」が取られていた頃にはありえなかったことが起こり、結果として両社は破綻した。

¹² 「奉加帳方式」については三谷 [2001.4]、堀内 [1998.2] 参照。

¹³ 週刊東洋経済 (1998年11月28日号) 『富士銀・芙蓉グループの危機—遅れる芙蓉グループの証券戦略』で「メインバンクとはいえ、株主への責任もあり、富士銀が損を被ることはできない。全面協力ではなく、限界ある協力と理解してもらいたい。つまり、担保に見合った範囲で力になりたい」という富士銀のスタンスを示している。

¹⁴ 日本経済新聞 (1997.11.4付) 朝刊で「三洋本体の経営が改善せず、ノンバンクへの支援金拠出も計画通り進まなかったため、劣後ローンを供与していた生保各社が返済期限延長に難色を示すようになった。10月31日の期限にも三洋から再建の抜本策が提示されず、生保側は再度の延長に態度を留保。三洋の自己資本規制比率は一時的に100%以下に落ち込んでいた」という状況が示されている。

2. 経営戦略と証券会社の破綻との関係

(1) 負担となったバブル時代の過剰投資

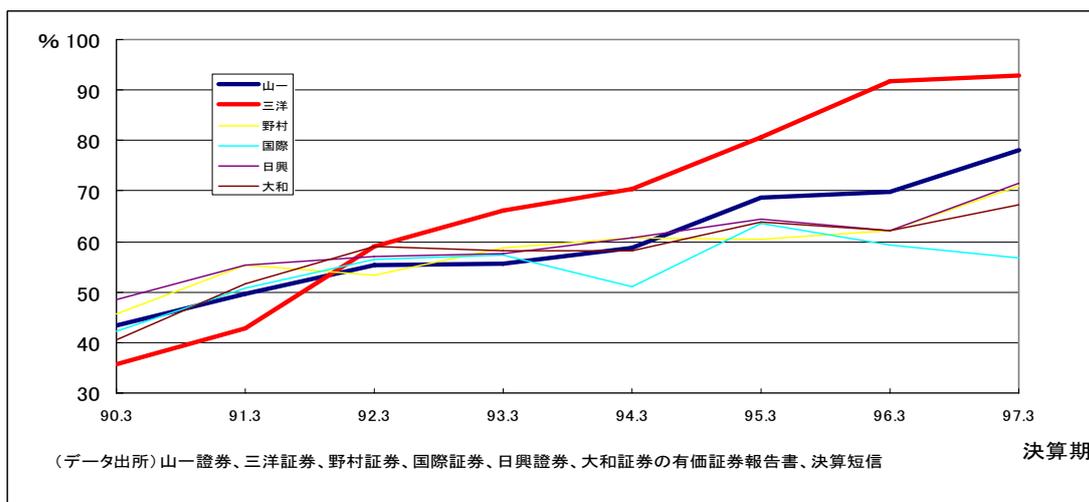
(図表 2-6) 日経平均の推移



東証第一部株式売買代金の減少の背景には、株価の大幅な下落（図表 2-6）があるが、個人投資家が株式市場から離れるとともに、日本の証券会社はバブル時代の過剰投資の負担に足を引っ張られることになった。

外資系の証券会社各社が法人取引、自己売買（自己勘定による株式売買）業務に集中する傾向があるのに対し、日本の証券会社の多くは個人投資家からの売買手数料収入に依存しており、個人客の需要に応えるため、広範な支店網と多数の営業社員が必要だった。

(図表 2-7) 主要大手・準大手証券の固定比率の推移



証券会社の販売管理費などの変動費は、証券環境が悪化した場合は減少するため大きな問題にはならないが、人件費、不動産関係費、コンピュータ関係費などの固定費は、リストラ等を行わない限り短期間で減らすことは難しい。固定費の増加による危険信号は「固定資産」を「純財産額」で割ることにより算出される「固定比率」で見ることが出来る（図表 2-7）が、存続企業を含め 90 年 3 月期に 40% 前後だった比率が 97 年 3 月期には総じて 60% 前後まで上昇している。その中でも破綻した山一証券、三洋証券の数値が高くなっている。

その背景にはバブル時代の過剰投資が存在している。山一証券は、バブルの時期にその後の継続した株価の上昇を信じて、証券業務の急拡大と情報処理の技術革新や株券を管理

する最新システムに資金を投入すると同時に 3 年続けて 1,500 人前後の大量新卒を採用した。同様に三洋証券は世界最大級のトレーディング・ルームを建設したが、それぞれバブル崩壊とともに過剰な投資となり、財務体質を極度に悪化させた。

（２）株式委託手数料収入に依存した経営

日本の証券会社が個人投資家からの売買手数料収入に依存した経営をしてきた背景には大蔵省指導が存在する。1965 年の証券不況の際に山一証券が破綻の危機に瀕して日銀特融を受けたが、それ以降、大蔵省は証券会社の健全性を確保するため仲介業者としての役割に徹するよう各社を指導してきた¹⁵。

1990 年代に入り外資系証券会社が日本の市場で次々と新しい取引手法を紹介してきたが、特に、デリバティブ取引など先端金融技術取引では、元々視野に入っていなかったこともあり、日本の証券会社は外資系企業に太刀打ちできなかつたと言われている。

株式委託手数料に依存するため、「株屋」的体質が根深く、「株価が上がれば何とかなる」という考え方が浸透していた。バブル崩壊後もこの風潮は強く残っていた。

破綻した証券会社の経営者には「株価が戻れば含み損など多くの問題は解消する」と信じ、問題を先送りして相場の回復を待つという安易な道を選択するケースが多かつた。

しかし、株価は加速をつけて下落を続けたため、信用取引を利用して仕手株を購入した大口顧客から、株価下落時に追加保証金が払い込まれず、年間の営業収益規模の損失を出したケース（小川証券、大中証券は株式を購入した大口顧客から、株価下落時に必要となる追加保証金が払い込まれず、それぞれ 10 億円前後の損失が発生、当該決算期の営業収益は小川が 8 億 5,000 万円、大中が 9 億 1,000 万円¹⁶）、大口顧客（仕手筋）が破産宣告を受けたことにより、未収金が発生し、損失処理を行ったケース（山吉証券は大手顧客の株式の買付代金、約 17 億円が未払いとなっていたが、当該顧客は東京地裁から破産宣告した¹⁷）などが中小証券に多く見られ、結果として、当該証券会社の多くは破綻している。

（３）経営環境の変化よりも過去の成功経験に拘泥

破綻した山一証券では、リテール（個人向け営業）とホールセール（大口企業向け営業）の対立が常にあった。1950 年代に確立した「法人の山一」という過去の成功体験に拘泥する主流派と、証券民主化による大衆路線により個人投資家の売買が主流をなすと考える反主流派の対立だが、時代の読みは反主流派が正しかった。証券業界のトップである野村証券は、経営環境の変化を的確に読みリテール戦略を展開したが、山一は大きな遅れを取った。

¹⁵ 財部・織坂 [1997.5] p99 で「1965 年の証券不況のとき、山一証券が破綻の危機に瀕して日銀特融を受けて以来、大蔵省は、証券会社の健全性を確保するためと称して、仲介業者としての役割に徹するよう徹頭徹尾命令してきた」と述べている。

¹⁶ 日本経済新聞（1997.4.16 付）夕刊、日本経済新聞（1997.5.15 付）朝刊要約。

¹⁷ 日経金融新聞（1996.3.28 付）要約。

(4) 破綻企業の営業地域戦略

破綻した山一証券、三洋証券も北海道から九州までの全国営業網をもっていた。存続した準大手証券の中には特定の地域、比較的狭いエリアに絞って営業を行うなど株式手数料自由化による利益の減少を店舗のローコスト化などで対応するなどの工夫をしている会社もあるが、破綻した準大手である三洋証券は、そのような工夫は出来ていなかった。

これは、横並び意識に加え、各カテゴリーの中での競争意識が強かったことによる。三洋証券は、準大手の中に特定のライバル企業を定め、あらゆる経営指標において当該企業に勝つため大胆な拡大路線をとったことが、逆に命取りになった。

一方、中小証券は、地場証券と呼ばれているように、地元に着した営業を展開していた。大手・準大手証券会社と比べれば広範な支店網と多数の営業社員は必要がないため、営業地域戦略は、破綻の要因になっていない。

3. リスク管理と証券会社の破綻との関係

(1) 証券会社のリスク

証券会社が負うリスクについて考える。証券会社が負うリスクは、「マーケットリスク」、「風評リスク」、「オペレーショナルリスク」の3つに分けることができよう。ここで銀行が負うリスクとして挙げた「信用リスク」は、銀行の資産の多くが、流動性に乏しいものであることに起因するのであり、証券会社ではそのようなリスクは存在しないと考えられる。

(2) マーケットリスクの管理と破綻との関係

① マーケットリスクの定義

マーケットリスクとは「金利や為替、株価の変動が、証券会社の経営に及ぼすリスク」のことである。したがって、証券会社がこのリスクにより破綻に追い込まれるほどの影響を受けるとすれば、当該証券会社の経営に影響を及ぼすほど多額の資本ポジションが、当該証券会社の自己売買部門（ディーラー業務を行う部門）に存在する場合に限られよう。

しかし、日本の証券会社は大蔵省指導もあり、1965年の証券不況以降、「健全性を確保するため仲介業者としての役割に徹してきた」ことから、通常の経営状態において、証券会社がこのリスクの影響を大きく受ける可能性は少ないように思われる。

② 「クロス売買」に伴うリスク

実際、1998年12月に実施された「金融ビッグバン」により、証券取引法が改正され、市場集中原則が撤廃¹⁸されるまで、醍醐他[1997.5]が言うように「わが国の証券取引所は、多数の個人投資家の参加を前提とし、純粋な『継続的競争売買方式』を採用している代表的な市場であり、制度的なマーケット・メイカーは取り入れていなかった¹⁹」ことから、日々の証券取引の円滑化のために、証券会社が自己売買部門の資本ポジションを拡大させる必要はなかったと考えられる。

ところが、この「市場集中原則」があるため、大口売買の一部は、「大手証券が取引所の競争売買の中で同一会員が同時に売り手と買い手になって、実質的に顧客と対当取引を行う、『クロス売買』によって処理²⁰」されていた。つまり、大手証券はクロス売買の形で、事実上のマーケット・メイカーとして機能していたといえよう。この場合、上述のように大蔵省指導があったため、証券会社のディーラー業務におけるリスク管理手段に制約がかかってしまう²¹ことから、逆に、証券会社によっては過剰な資本ポジションをとらざるを得ない状態になった可能性がある²¹と醍醐他[1997.5]は指摘している。

¹⁸野村資本市場研究所「資本市場クォーターリー2003年秋号」参照。

¹⁹醍醐他[1997.5] p225 引用。

²⁰醍醐他[1997.5] p226 引用。

²¹この点に関して醍醐他[1997.5] p226 は以下のように述べている。「日本においては、ディーラー業務が行政指導によって直接的な制約を受けてきただけでなく、店頭市場は限定され派生市場は成熟していないために、大手証券会社のリスク管理手段は実際上かなり制約されている」。

醍醐他 [1997.5] (p226) は続けて、「1980年代の法人・機関投資家の増加や時価発行の増加に伴い、大口顧客との多角的取引関係の維持を目的として主幹事ポストの獲得をめぐる証券会社間の競争が激化したため、大手証券会社はしばしば、損失を覚悟で自己勘定による顧客注文への対等売買を行っていたといわれる」と述べている。

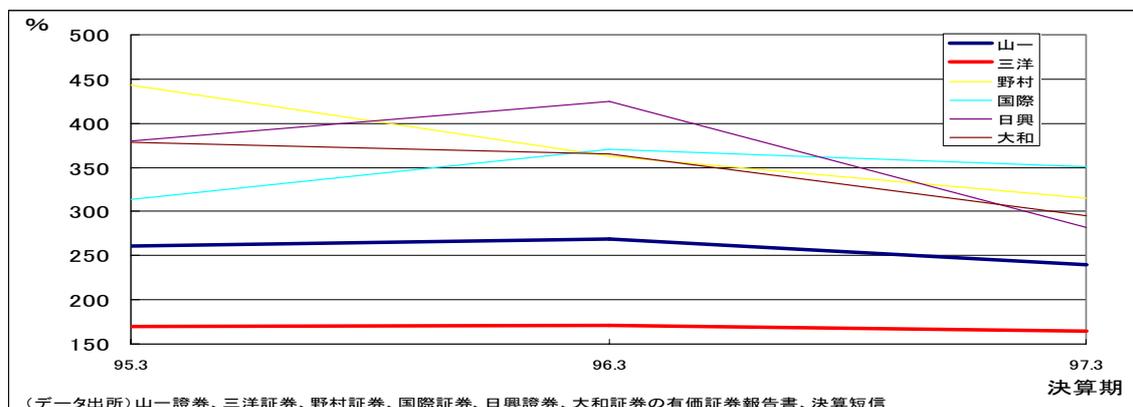
これは、市場集中原則が1998年まで続いているので、80年代に限らず、90年代においても続いていたと考えられる。この場合、欧米市場同様に、リスク・ヘッジの手段を提供する「派生市場」が存在していれば、「クロス売買」によって過剰になったリスクを技術的に低減させることが可能であるが、90年代半ばにおいても日本の証券市場では、そのような市場は未発達であった上、制度的にもディーラー部門がリスク管理として使用することは容易ではない状態にあった。

このように自らの経営資源をマーケットリスクに晒す結果になる「クロス売買」であるが、市場集中原則が撤廃されるまで（撤廃されても、すぐには市場が多様化することはないので、90年代中）は実際に行われていたであろうことから、大手・準大手証券の自己資本は、株価の変動（つまり、マーケット・リスク）リスクに晒されることになったと考えられる。

③マーケットリスクと自己資本規制比率

図表 2-8 は大手・準大手証券の自己資本比率の推移である。

(図表 2-8) 山一証券と三洋証券および存続証券会社の自己資本規制比率の推移



ここで山一証券は、200%を超えており、この指標を見る限りでは経営が安定しているようだが、簿外債務を償却すれば120%を下回ることを経営者は認識していたと言われている。また、三洋証券は、150%は超えていたものの200%には至らず、他社に比べ経営の安定性が劣っていたと考えられる。以上より、両証券会社ともに、実質的な自己資本規制比率がかなり低かったことがわかる。

このような状況の下で「クロス売買」を行えば、当然自己資本をより多くマーケットリ

スクに晒すことになり、株価の変動によっては自己資本規制比率がさらに大きく低下させることにつながり、場合によっては、自己資本規制比率の早期是正措置を受け、行政指導により破綻に追い込まれていたかもしれない状態にあったと考えられる²²。

実際、大蔵省では証券会社に対する自己資本比率規制を山一、三洋が破綻する前から実施しており、定期的に証券会社から自己資本に関する資料をとっていたと思われる。

(3) 風評リスクと破綻との関係

①風評リスク（流動性リスク）

風評リスクとは一般に「当該金融機関の信頼度が損なわれ、評判が悪化することによって引き起こされるリスク」と考えられる。この場合の証券会社が負うリスクは、当該証券会社が流動性リスクに直面することであるといえよう。

証券会社においては、「奉加帳方式」の限界を迎えた時期に業績悪化に陥った企業が、格付けを下げ、メインバンクの援助を受けることが出来ずに、資金繰りを悪化させ最後はインターバンクで資金が取れずに破綻している。

また、アジア通貨危機の際の日本の金融機関への信用懸念は、風評リスクの最たるものといえる。

②格付けの影響

株式市場を取り巻く環境の悪化と相まって、上場している金融機関が破綻すると、市場参加者は格付け会社の評価に対して必要以上にナーバスになる。そのため、破綻金融機関の発生→市場評価の良くない金融機関に対する悪いうわさ→格付け会社の追い討ち的な格付けの引き下げ→資金繰りの悪化を加速→さらなる悪いうわさ、という悪いサイクルにより、資金調達の道が完全に閉ざされ、破綻へと追い込まれる結果になった。

山一證券は、米国格付け会社のムーディーズが、長期債の格付けを「投資不適格」に引き下げる方向で検討に入ったとの発表の影響を大きく受けた。疑心暗鬼の株式市場が山一を「次の倒産候補」に見立て山一株を売りたいとき、株安がさらに山一の経営不安を増幅するという逆回転が加速した。

(4) オペレーショナルリスクと破綻との関係

①オペレーショナルリスクの定義

オペレーショナルリスクは、銀行が負うリスクと同様であると考えられる。したがって、ここでも「システムリスク」「事務リスク」を合わせたものを「オペレーショナルリスク」と定義する。

銀行と同様に、オペレーショナルリスクには、上記のほかに「情報セキュリティリスク」

²²実際は両証券会社ともに、自己資本規制比率の早期是正措置による破綻ではなく、山一證券が自主廃業であり、三洋証券は会社更生法を申請し、破綻している。

「法務リスク」「決済リスク」などがある。

②システムリスクへの対応

山一、三洋や中小証券の破綻が続いた頃は、まだ、ネット証券取引がそれほど普及していなかったため、インターネットを通じた株式売買取引でのトラブルはなかった。

しかし、その後のネット証券取引の増加で証券会社はシステム障害によって顧客の注文が入力できなくなるトラブルが多く見られた。日経金融新聞は、「インターネットを通じた株式売買取引でトラブルが相次いでおり、ネット証券取引全体の信頼低下を危惧する声が広がっている。証券会社は取引約款に『システム障害による売買機会の喪失で損害が出て責任を負わない』との免責事項を盛り込んではいるが、それでもネットで取引したい投資家は、複数の証券会社に口座を開いたり、電話注文の受け付け体制が手厚い証券会社を選ぶべきである²³」と述べている。

一方、西暦 2000 年問題の対応は、各社とも万全な準備を行い、インターネットで顧客から売買注文を受け付けているオンライン証券各社もトラブルはなく、最近証券会社発のシステムリスクは抑えられている。

③決済リスクを生む取引

株式売買の受渡日は売買が成立した日を含めた 4 営業日目にあたることもあり、証券会社は決済におけるリスクを常に持っている。また、証券会社間でも、東証会員権を持たない中小証券が母店（大手・準大手証券会社）に売買を委託する仕組みが存在し、決済期限に 4 日間の猶予があり、実際の決済以前に「決済処理済み」とすることが多く、この見掛け上の決済額と、実際の決済額の差額を常時生み出す欠陥があった。

母店への売買委託が継続的に行われ、決済が滞ることがない場合、あるいは当該中小証券の顧客管理が適切に行われている場合には問題が起らないが、この形式には潜在的なリスク（決済リスク）があった。つまり、母店に売買を委託する形式では、見掛け上の決済額と実際の決済額の差額が常時存在するため、不正が長年にわたり行われていても、その不正が発見されないという状態にあった²⁴。

また、母店に売買を委託する仕組みは、グループ経営を形成しやすく、その弊害もあった。大手・準大手証券会社は自社で扱えないリスクの高い取引を中小証券に回すケースも多く、破綻した中小証券には、大手証券の役員の紹介を断わりきれずに、取引に応じ、傷口を広げたケースもある。

小川証券は、信用取引をした特定顧客から追加証拠金（追い証）が入らなかったことが破綻の発端と報じられている²⁵が、これは山一OBの顧客紹介によるものであった。

²³日経金融新聞(1999.10.13 付)

²⁴具体的な問題となった事例としては、結果的に破綻につながった越後証券の社員が長年にわたり、株券などの預かり資産を勝手に処分するという不正を行ったケースがあげられる。

²⁵日経金融新聞 (1997.5.26 付)

なお、日経金融新聞は「情報技術（IT）の支えにより、株式取引の決済にかける日数を現在の3日（Trade date+3）から1日（T+1）に短縮し、リスクを小さくしようという世界的な動きがある²⁶」旨を報じている。

④証券会社と事務リスク

大手証券会社でも、経営トップが大蔵省の営業自粛指導を無視して「飛ばし」を続け、破綻に繋がった状況があったが、リスクの高い取引や不正と思われる業務も、相場の回復次第で何とか解消できるという甘い考え方のもとで進められるという風潮が業界の中に存在していた。

この業界体質は、規模の小さい中小証券により多く目立ち、中小証券の社員などが顧客口座を利用して相場に手を出す「手張り」は、職務上知り得た情報で利益を得る不正取引として大蔵省令で禁止されていたに関わらず、業界内で暗黙のうちに多かれ少なかれ行われていたとの指摘もある。

破綻した越後証券では、手数料収入のうち10～20%は不正取引で得たことを社長が認め、「手張り」を行った社員を捜査機関に告訴した。架空口座をつくり、架空担保を設定し信用取引を行い、信用取引の保証金代わりに顧客から預かっていた株券などを勝手に売買し、決算処理もコンピュータを使って資料の改ざんを繰り返した²⁷。

このほか、1998年9月に破産宣告を受けた丸荘証券は、ハイリスクの仕組み債を十分な説明をせずに元本保証するような勧誘を行い償還期日が過ぎても個人投資家に元本すら支払わなかった²⁸ことが報じられるなど、破綻した証券会社のモラルは総じて低かった。

当時の証券会社は、多くの「事務リスク」を抱えていたことがわかる。

²⁶日経金融新聞（2002.7.26付）

²⁷毎日新聞（1997.10.8付）朝刊

²⁸日経金融新聞（1998.6.23付）

4. 経営管理と証券会社の破綻との関係

(1) グループ経営におけるガバナンス欠如

大手・準大手証券会社は、1) 幹部の再就職先の確保、2) 大量推奨販売の一翼を担わせること、3) 大手四社が日本証券業協会会長職など輪番制の公職に就いた時に、周辺を系列会社で固め、スムーズな運営を確保するため、などの理由から系列証券会社を多く持ち、いわゆるグループ経営を行っていた²⁹。このことは、大手・準大手証券会社の系列証券を清算する方針に関する報道や親会社のコメントによって、系列の中小証券の経営が左右されたことを示している。

例えば、「山一が経営悪化している系列の小川証券を清算する方針を固めた」という新聞報道や「同社の支援要請にこたえるにはリスクが大きすぎる」との山一経営者の発言に対して、小川証券は敏感に反応したことが報じられている³⁰。

自己資本規制比率が120%を下回ると大蔵省が即時改善命令を出し、業務が制約される可能性もあるため、中小証券は増資などの協力を系列会社などに求めていた。特に、大手証券会社の傘下にあつて破綻した小川証券、松彦証券、山吉証券、越後証券などの中小証券は、自己資本規制比率を維持するために、グループ数社を割当先に第三者割当増資を実施し、資本金を増強し延命した。しかし、業績の回復には結びつかずグループ証券会社の支援の前提である人員削減や給与カットを含めた合理化策要求に対応できずに新たな増資を受けることが出来なかった。

大手・準大手証券会社は、グループだけでなく、メインバンクの援助も仰ぎながら増資の協力をぎりぎりまで応じたが、結果的に自社の体力も落とすことになった。

また、グループ経営の弊害は系列ノンバンクにも見られる。系列ノンバンクの不動産融資の失敗で巨額の不良債権を抱え、バブル崩壊後の株式市場の低迷で本体の業績も悪化したという状況は、銀行だけでなく大手・準大手証券会社でも見られる。

山一証券の1997年3月期の損益計算書(有価証券報告書)の特別損失には関連先支援損失1,500億円が計上されている。これは山一ファイナンス再建のための支援金である。山一証券社内では、既に問題視していた簿外債務の処理を優先させるべきとの意見もあったが、野村証券、大和証券がノンバンク救済方針を打ち出していることもあり、乗り遅れまいと山一ファイナンス救済を優先させた³¹。結果的には簿外債務処理の先送りが破綻の原因となった当該企業にとっては、ノンバンクの不良債権が間接的な破綻要因となった。

この系列ノンバンクが抱えた不良債権処理のための支援をしなかった場合、資金繰りの

²⁹日経金融新聞(1997.6.2付)

³⁰週刊東洋経済(1997年6月7日号)『[フラッシュ]小川証券 免許制下で初の自主廃業へ』要約。

³¹読売新聞社会部[2001.10]p157で「担当者は『山一ファイナンスを支援するなら簿外債務処理に充てるべきだ』と主張した。〈加筆：1996年の〉10月から11月にかけて二度、会議を開いている。山一ファイナンスの救済を後回しにすれば、2,600億円に膨らんだ簿外債務の半分が解消できる計算である。…省略…しかし…省略…山一ファイナンスの救済を優先する。同様に系列ノンバンクの不良債権抱えた野村証券や大和証券は、すでに救済方針を打ち出していた。乗り遅れるわけにはいかない、という判断だった」と述べられている。

面では破綻に至ることはなかったかもしれないとの議論も事後的に行われているが、山一証券の場合は、簿外債務処理という反社会的なことが破綻の主因であり、系列ノンバンクの救済よりも簿外債務処理を優先したとしても、破綻に至らなかったかどうかは意見のわかれるところである。

また、三洋証券の場合は、系列ノンバンクによる野放図な融資の膨張で不良債権の山を築き、ノンバンク経営の行き詰まりが最終的に命取りになったと報じられている³²。

山一証券と同様に損益計算書（有価証券報告書）の特別損失にはグループ会社関連先支援損が48億円（1995.3期）、20億円（1996.3期）計上されているうえ1997年3月期の注記には515億円の保証予約があることが記されている。三洋証券は生保9社から借りていた劣後ローンの返済期限を延長出来ずに破綻に至ったが、生保9社が延長に応じなかった理由の1つにこの保証予約の存在があった。

（2）不公正な法人取引

証券会社は、戦後の高度成長期をむかえる前から大量推奨販売方式³³という株の売り方を積極的に行うようになったと報じられている。大手証券会社を中心とした証券会社は、この方式で個人投資家から手数料収入を得て成長していったが、その背景には、事業会社が「この株を高くしろ」という注文を証券会社に押し付けていたことがあるとされる³⁴。

このような取引に対して、例えば1965年に一度破綻の危機に見舞われた山一証券は当時、内部から営業を改革すべきという声が多くなったものの、その議論の最中に株価が上昇し始めたため、内部改革をまったくやらずに大量推奨販売を繰り返すことになる。

中小証券も、系列大手証券の指示のもと、大量推奨販売の一翼を担わせられたが、収入に占める株式売買委託手数料の比率が高く、個人投資家の株取引に収益の大半を依存していたので、株式相場が順調の時は、収入、利益を増やしたが、一旦、株式市況が不調で低迷が続く状況においては、その影響度が大手や準大手に比べて大きかった。

以上のような行動を続けた結果、バブル崩壊とともに不公正と思われる取引が目立って増加することになった。

下記に示した営業特金、損失補填問題は、不公正と思われる取引の典型例である。

①営業特金

営業特金は、事業会社などが資金の運用を証券会社に委託するもので、国内外市場でのCBやワラント債の発行を資金源として1980年代後半に急膨張したが、山一証券の法人顧

³²立石徹『銀行・証券の危急存亡』エコノミスト（1997年11月18日号）「特集・三洋証券破綻大蔵主導でない法的整理がやっと始まった」

³³取引先法人との関係上、株価を上げていきたい株式を、本社が市場で買って値段を上げながら支店販売させる（仕切り販売）方法

³⁴エコノミスト特集（1997年12月23日号）『[特集] 山一消滅で分かったこと／エリート殺しの時代！』要約。

客との営業特金は公正な取引の域を逸脱していた³⁵。株価が上昇基調にある時は、証券会社にとり安定的な手数料収入に繋がり相乗効果を生んだが、一旦、株価が下落に向かうと、評価損が発生し、「損失補填」や「飛ばし」（損失の先送りで「損失補填」に繋がる）の原因となった。

②損失補填問題（飛ばし→損失補填）

1991年時点で金融当局（大蔵省）は「飛ばし」や「損失補填」を認めない旨の通達を出している。この通達により大手・準大手証券の大半は、痛みは伴ったものの適切に処置したが、山一証券は、このような不公正な取引を解消せず、相場の回復あるいは業績の回復を待つという消極的な対応をとった³⁶。

山一証券がこのような対応をとったのは、その時点で「顧客に迷惑をかけることを避けたい」というよりも、自社のブランドイメージに傷がつくことを恐れたためであり、また、先行きに対する甘い期待があったからである。

しかし、バブル崩壊後の不況は留まることをしらず、株価は底割れ状態になるに従い、「飛ばし」を継続することによる顧客である事業会社の評価損はみるみる膨らんでいった。その損失に対して自己の責任を認めない事業会社は、当然のように「損失補填」を要求してくる。ここで訴訟に持ち込むことも可能であったかもしれないが、相場見通しの甘さを批判されるうえに、ブランドイメージを著しく低下させることにつながることから、顧客である事業法人との争いを避け、トラブルを内に封じ込めた。このような負担は莫大であり、その後の当該証券会社の経営体力を急激に奪い、破綻へと導くことになった。

なお、草野 [1998.7]³⁷によると「週刊東洋経済（1997年4月26日号）³⁸の山一証券による阪和興業に対する損失補填問題に関する記事が重要な役割を果たした。マスコミは制度的には政策過程に参加する資格はないものの、結果的には情報開示を1つの目標としているビッグバンの精神に叶っていた。」と述べている。

（3）顧客預かり資産の分別管理状況

証券会社への顧客の預かり資産は、銀行への預金と異なり、証券会社自身の資産や負債と分離して管理されていることが原則である。ところが、証券取引法の顧客資産と自己資

³⁵読売新聞社会部[2001.10]p67で「営業特金は『ニギリ特金』とも呼ばれた。契約欲しさに『必ずもうけさせます』と約束し、手を握りあうから、”ニギリ”である。それが横行した背景に『財テク』ブームがあった。」と述べられている。

³⁶読売新聞社会部[2001.10]p96で「うるさい企業には損失補填はするが、なるべく先送りして、相場の回復を待つというのである。経営者にとって最も安易な道を選択したのだった。一時しのぎに過ぎないその経営方針に従って、決算期が近づくと、含み損の生じた営業特金を別の企業に一時移し替える操作が本格的に始まった。『飛ばし』というトリックだった」と述べられている。

³⁷草野 [1998.7] pp318～319 要約。

³⁸週刊東洋経済（1997年4月26日号）は、「山一証券や阪和興業元幹部ら関係者の証言や本誌が独自に入手した資料によると、山一証券は証券取引法が改正された92年1月1日以降も、阪和興業に対して損失補填を行っていた疑いが極めて濃厚になった。」と報じている。

産の分別管理を義務付ける規定が曖昧であったことから、各社が分別管理を徹底してきたとは言えない状態にあった。そのため、破綻した証券会社の中には、顧客財産と証券会社の財産がドブブリ勘定的に扱われ、寄託証券補償基金の拠出の際に混乱が生じることとなった。

山吉証券は、1999年4月20日付で東京地裁から破産宣告を受け、顧客資産を返還する過程で寄託証券補償基金より14億円の拠出を受けた。しかし、顧客資産の管理が厳密であれば不足しない資金の穴埋めのために基金が拠出されたとして、同社の前会長兼社長が14億円の私財提供による返済を求められた³⁹。もし、資産の分別管理が厳正に行われていれば、特例措置を講じて顧客資産を保護して、解約資金を預託基金で賄ったり銀行からの緊急融資を受けて凌いだりする必要は生じなかったと考えられる。

(4) 破綻企業の監視機能

1990年半ば以降、企業の不祥事が多発したため、企業運営の監督・監査の必要性が一般的に認識され、経営者が株主のために企業経営を行っているか（不正行為の防止や適正な事業活動の維持・確保を含む）を監視する仕組みであるコーポレート・ガバナンス（企業統治）の論議が活発になるとともに、外国人投資家の増加や株式持合い比率の低下による株式の流動性の向上が、この流れを後押し、コーポレート・ガバナンスを確保するための取組みや制度整備が、企業内外で急速に進んだ。

これは一般の事業会社だけの話ではなく、1990年代半ば以降までは、証券会社を含む金融機関においても認知されていなかったと考えられ、監視機能の甘さから様々は不祥事が発生し、破綻につながるような事態を招いた事例も多く見られる。

(5) 公認会計士の監査機能の欠如

1990年代半ば以降、大企業における会計不祥事やそれに起因する倒産が目立つようになり、公認会計士・監査法人に対しては、企業が作成する財務情報に不正な会計操作がないかどうかまでを調査することが要求されるようになっていた。しかし、山一証券の監査法人は、故意または過失により、通常実施すべき法定検査を行っていなかったために、長期にわたり粉飾決算を見抜けなかったとの指摘もある⁴⁰。例えば、ペーパーカンパニーは「その他の関連事業者」に該当するが、これらに対し監査手続きを実施せず、各期の有価証券報告書において関連当事者としての情報開示の指導を行わなかったうえ、「現先取引」に対して、監査人に通常要求される注意義務に従った監査を行わなかった（現先取引残高は、取引先会社の純資産の30%以内でなければならないというルールがあるが、これが遵守さ

³⁹日経金融新聞（1999.5.12付）要約。

⁴⁰読売新聞社会部[2001.10]p320で「<加筆：山一証券が委嘱した法的責任>判定委員会は、<加筆：最終報告書で>監査法人が故意または過失により、通常実施すべき法定監査を行っていなかったため、92年3月期から97年3月期までの間、山一証券の粉飾決算を発見できなかった一つまり、山一との監査契約を十分に履行したとは言い難い、と指摘した」と述べられている。

れているかを、監査人は監査しなければならない)。さらに、特金口座に対しても監査人に通常要求される注意義務に従った監査を行わなかったとの指摘である。

このような監査における不手際は、民間の監査法人とクライアントとしての被監査企業との間の力関係にも問題があると考えられるが⁴¹、証券会社等も含めて金融機関は大蔵省を中心とする金融当局の監督下にあるという事情を考慮すると、一概に監査法人の不手際とは言いきれない部分が存在していると思われる。

なお、旧山一の粉飾賠償請求訴訟は、現在も続いており 2006 年 3 月 20 日には、大阪地裁は「監査は手続き通りに行われた。山一側の隠ぺい工作を発見するのは難しく、過失はなかった」として、監査法人に損害賠償を求めた元株主側の訴えを棄却している⁴²。

(6) ワンマン経営の弊害

現在では、企業の監視機能の強化と経営判断に多様な視点、客観的な視点を導入するために社外取締役の導入が進むと同時に、委員会等設置会社への移行など取締役会の監視機能についての議論が頻繁にされている。

しかし、1990 年半ばくらいまでは破綻した大手・準大手証券でも、ワンマン経営者により、経営者の意に沿わないような役員の見解、提案ははねつけられ、経営に関する監視機能は全く働いていなかった。また、このような会社では、重要な情報であっても役員や担当者に伝わらない状態にあった。他方、中小証券会社の多くはオーナー経営者であり、解散の決定を含めて経営者が独断で決定する仕組みが見られた。

読売新聞社会部[2001.10]によると、山一証券は 1965 年の日銀特融後に主流派だった法人営業本部の影響力が低下し、大蔵省とのパイプを持つ企画室出身者が力を持つようになり、1980 年以降は企画室出身のトップが 16 年半も続いていた。上述した山一ファイナンスの支援など会社の重要決定事項はトップ(歴代のトップを含む)が絶対権限を持ち、役員もただ従うだけで意見も言わなくなっていったとされる。

三洋証券の場合は、バブル絶頂期に世界最大のトレーディングセンターを社長の一存で建設したが、元々オーナー企業で幹部も先代社長に恩義を持つ者が多かったため反対意見は出なかった。このことが、バブル崩壊で準大手各社が苦しむ中、三洋証券だけが破綻した一つの要因と報じられている⁴³。

破綻した中小証券の中で特に特徴的なのが中村証券である。他の中小証券と異なり独立系であることも要因であるが、経営が行き詰まったわけではないが、業績回復が期待できず、金融ビッグバンが本格化する前に手を引いた方が得策と判断し自主廃業した⁴⁴。

多くの中小証券は大手・準大手証券の系列下にあり中村証券のケースは珍しいが、系列化にある中小証券も、常に系列親会社などの顔色をうかがいながら経営をしなければ

⁴¹この場合は金融機関に限らず、すべての企業と民間監査法人の制度的な問題と考えられる。

⁴²日本経済新聞(2006.3.21付)朝刊

⁴³日本経済新聞(1997.11.9付)朝刊

⁴⁴朝日新聞(1998.5.27付)朝刊

らないという点でワンマン経営に似た経営スタイルになっていた。

(7) 曖昧な経営責任の所在

読売新聞社会部[2001.10]によると、大蔵省の通達がかなり大きな力を持っていた頃、証券会社の内部では概ね大蔵省担当（MOF 担）の発言力は強かった。特に、山一証券においては、1965年に日銀特融を受けたことから、「大蔵省のお伺い」を常に繰り返し、大蔵省が何を考え、どちらを向いているかが経営判断において重要と考えられていたため、大蔵省担当（MOF 担）が常に経営の主流となっていたとされる。

1980年以降はMOF担出身者の社長が10年以上も続き、大蔵省とのパイプ役を務める企画室が営業現場と隔たりのある「聖域」となり、社内で絶大な力を持つようになった。

他社の企画室が大蔵省との交渉を担当し、会社全体の経営計画を立案するのに対し、当該企業は企画室から社長や会長の秘書役を出し、社長と会長の動向を管理し、会社の財政部門を握り予算措置まで牛耳っていた。大蔵省とうまくやっていたら何とかなるという甘えと社内の裏の部分も知り、社長とともに隠し事ができるほど企画室長は重用されていたとされている。

また、経営者にコンプライアンス（法令遵守）の観念や経営責任という考え方がなく、業務の一切を現場に任せきりだったとされる。

(8) 希薄なディスクロージャー意識

証券会社が相次いで破綻した時期は、日本の公開企業におけるIR活動が欧米諸国の公開企業に比べ遅れていたが、その中でも金融機関のIR活動は、さらに遅れており、ディスクロージャーの意識は証券業界において極めて希薄であったとされる。

しかし、外国人投資家の比重が既に高くなっていく株式市場では、ディスクロージャーの良し悪しを投資する際の一つの尺度としていた。そのため、投資家は何か隠しているらしい、ディスクロージャーに問題がある会社の株は徹底して売った⁴⁵。

山一証券株の破綻前の下落は、この流れに沿ったものであった。山一証券の場合は対外的なディスクロージャーだけでなく社内的な情報開示（共有）も遅れていたため、破綻前に大きく売り込まれた際にも社員自らが買ったり、顧客に最後まで購入させたりしていた⁴⁶が、このような行動も全てディスクロージャーの欠如を要因としている。

さらに、山一証券は、監査役が簿外債務の金額の発表を控えるように役員等を指導していた。粉飾決算を見抜けなかったというよりは、粉飾決算に加担し、債務隠しという会社の存続を危うくする行為が明らかになった後も、不正の公表にブレーキをかけようとして

⁴⁵佐々木信二『[特集] 山一を消滅させたダメ社長の系譜』エコノミスト（1998年6月2日号）

⁴⁶読売新聞社会部[2001.10]p260で「金融機関は山一の崩壊が近いことを感じ取っていた。…省略…外資系の金融機関も大量の山一株を売り浴びせた。ところが、山一社員や顧客は、ここが最安値と見て山一株を買いに走っていた。…省略…2日前に大蔵省から自主廃業を求められていたのに、その社員や客たちは巨大証券会社がつぶれるわけがないと思い込んでいたのだ」と記している。

いた⁴⁷。

このように監査役が「不正」の公表に反対した事実が、粉飾事件の特徴的なもので、簿外債務処理に深く関与した人物を監査役に据え、簿外債務の隠蔽を強化する動きも見られた。

現在、多くの企業が整備を進めている社外取締役・社外監査役の導入による情報開示・監査機能や内部通報制度が、仮にこの時期に存在し機能していれば、早期に隠蔽行為を摘発し、破綻に至る前に是正処置が取られた可能性も考えられる。

(9) 簿外債務の存在

山一証券の破綻における直接の原因は、隠し続けた簿外債務が明らかになり、自己資本規制比率が120%（危機ライン）を下回ったことにある。簿外債務の存在、金額を、自主廃業の記者会見で初めて公表するなどディスクロズを含め、リスク管理の遅れが目立った。

簿外債務の発生の大半は、顧客間で含み損を抱えた有価証券を転売（決算時期が異なる企業間で転売）する「飛ばし」が原因だったが、5年以上も手を着けずに隠し続けられたことになる。社内には、簿外債務の処理を優先すべきであると主張する役員の意見もあったが、社長、会長などの経営者が、簿外債務を償却すれば自己資本規制比率120%割れは確実なので、簿外債務の処理は収益の拡大で図るべき（ロングランで業績を上げて簿外債務を消していく）とし、経営責任を先延ばしにしてきた。

⁴⁷読売新聞社会部[2001.10]p255で「<加筆：当時の監査役は>「(簿外債務の)金額が確定しないなら発表しても混乱するだけだ」とも言っている。彼らは業務監査で5年に及ぶ粉飾決算を見抜けなかった不明を恥じるどころか、債務隠しという会社の存続を危うくする行為が明らかになった後も、不正の公表にブレーキをかけようとしていた。商法は、監査役に『業務監査権・調査権』（第二七四条）や『子会社調査権』（第二七四条の三）など多くの特権を与えている。しかし、株主総会で選任された監査役が経営陣に懐柔された人物たちであったら、違法行為をチェックするこうした権限は何の意味もたない。<加筆：1997年11月>21日の取締役会でもなお、監査役が『不正公表』に反対した事実は、山一粉飾事件の特徴の一つとして挙げられるべきだろう」と述べている。

第3章 生命保険会社の破綻事例の研究

1. 金融・経済動向と生命保険会社の破綻との関係

(1) 貯蓄型商品と逆ざや

生命保険商品の中には大きく分けて定期保険や医療保険などの解約時に解約返戻金が無いか、解約返戻金があっても少額で満期時にはゼロになる、いわゆる掛け捨て型の商品と、契約時からの経過年数に伴い解約返戻金が増加していく非掛け捨て型の商品がある。

非掛け捨て型の商品には、保険会社の運用実績に連動して保険金や解約返戻金が増減する変額保険及び経済情勢に応じて予定利率の引き下げが可能な団体年金保険（団体年金保険の約款には生保会社に予定利率などの基礎率変更権があることが明記されている）のように運用利回りが保証されていないものと、契約時の運用利回りを予定利率として契約者に明示し、その利回りを保証する保険（個人年金保険、養老保険、終身保険など）がある。

利回りを保証する商品には死亡保障を重視する終身保険と貯蓄性を重視する養老保険と個人年金保険（以下、貯蓄型商品）がある。

貯蓄型商品のうち、養老保険は保障期間が有期であり、満期保険金と死亡保険金と同額であるため保険会社は契約者が死亡しても、生存していても同額の責任準備金を満期時には用意しておく必要がある。例えば養老保険と同様に有期保険である定期保険（掛け捨て型）は死亡した場合だけ保険金を払えば済むので予定死亡率に見合う分だけ責任準備金を用意しておけば済むが、養老保険はこれに加えて満期保険金の支払いに備えて責任準備金を用意する必要がある。このため、養老保険は保険料の内訳をみれば死亡保障に充当する分は相対的に少なく、責任準備金に積む割合の高い保険である。

もう一つの貯蓄型商品である個人年金保険は養老保険よりさらに死亡保障の充当部分は少なく、貯蓄性が高い。契約から年金の支払開始までの期間が数年から数十年におよび、しかも年金の給付は終身というタイプが多い。保障期間が限定される養老保険より、長期的に責任準備金を積んでいく必要があり、その分運用上のリスクが高くなる。

変額保険や団体年金保険は、資産運用状況が悪化した場合でも、生保会社がストレートにリスクをかぶらないですむ保険商品であるのに対し、貯蓄型商品は、運用環境が悪化した場合でも予定利率を変更できないことから、将来にわたって契約者に予定利率で運用した保険金や年金を支払わなければならない。そのため、通常はやや低めに予定利率を設定し、利ざやの確保に努めている。

しかし、1970年後半頃から簡保が予定利率を数度にわたり引き上げたため、対抗上、民間生保も予定利率を引き上げざるを得なかった¹。1985年度から1990年度にかけて、保険

¹週刊ダイヤモンド（2001年1月27日号）「特集 保険大不安」は、「わが国生保の予定利率は、戦中戦後の混乱期を除いて長く4%であり「4%」は黄金律のような存在であった。ところが消費者運動華やかになりし70年代の前半、保険料の引下げを求める声が強まり、まず74年に簡保が、それに対抗するかたちで76年に民間生保がそれぞれ予定利率を引き上げ、保険料の引下げを実施した（その後も84年に至るまで小刻

期間 10 年以下の貯蓄型保険が年利回り 6.25%まで引き上げられ、最も高い予定利率の時期を迎えた（図表 3-1）。このような高予定利率の時期の貯蓄型商品（以下、高予定利率商品）は、資産運用がうまく行かない場合、運用利回りが予定利率を下回る、いわゆる「逆ざや」という現象を生むリスクが高い商品といえる。

高予定利率商品を大量に販売したことが、バブル崩壊で逆ざやの拡大をより深刻なものにさせ、中堅生保の多くは破綻に追い込まれることになったのである。

（図表 3-1） 予定利率の推移

（単位：％）

保障期間 \ 年度	1951	1976	1981	1985	1990	1993	1994	1996	1999	2001
10 年以下	4.0	5.5	6.0	6.25	5.75	4.75	3.75	2.75	2.0	1.5
10 年超～20 年以下	4.0	5.5	5.5	6.0	5.5	4.75	3.75	2.75	2.0	1.5
20 年超	4.0	5.0	5.0	5.5	5.5	4.75	3.75	2.75	2.0	1.5

（注 1） 各年度により、改定予定利率の適用時期は異なる、適用対象は新商品のみ。

（注 2） 1996 年からは新商品の発売については大蔵省の承認制から届け出制に変更。これに伴い予定利率は各社個別に設定できるようになったが、各社共に長期金利をベースに算定するため、結果的には図表の予定利率を上限として足並みが揃っている。

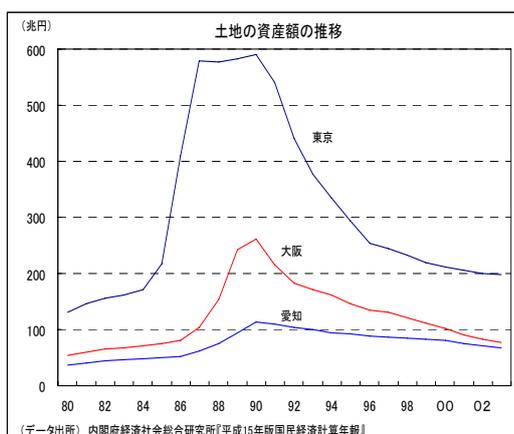
（2） 急激な運用環境の悪化

高予定利率商品の大量販売があっても、資産運用において予定利率以上の成果を上げることができれば逆ざやにはならない。

（図表 3-2） 日経平均の推移

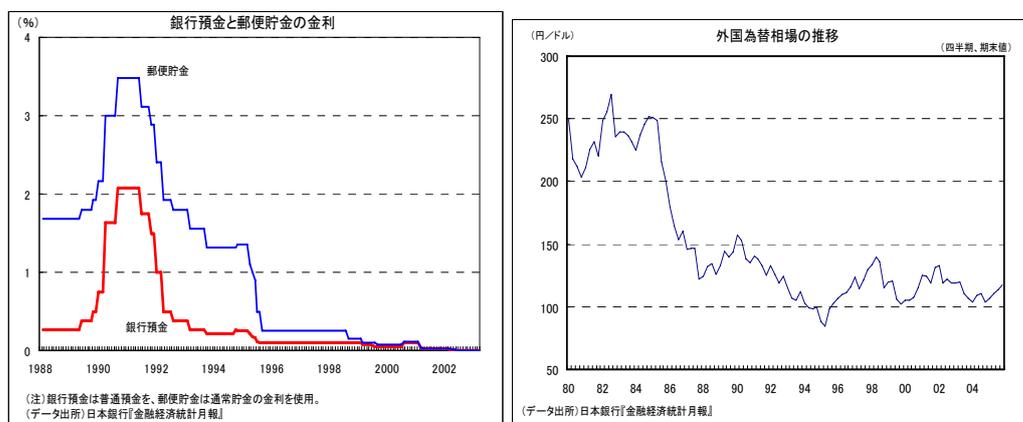


（図表 3-3） 土地資産額の推移



みな予定利率の引上げが行なわれた…省略…今にして振り返れば無謀な判断であるが、当時は、過去に本格的な低金利を経験していなかったこともあり、保険会社も監督機関も長期にわたって利回りを保証することのリスクを軽視していたのではなかろうか（民間生保と簡保で監督体制が分かれていたことも災いした。）と予定利率引上げの状況について述べている。

(図表 3-4) 銀行預金と郵便預金金利の推移 (図表 3-5) 外国為替相場の推移



生保の資産運用はリスク分散効果を高めたポートフォリオ運用が基本であるが、バブル崩壊以降の株価の下落 (図表 3-2)、地価の下落 (図表 3-3)、長引く低金利 (図表 3-4) により、株式、不動産、公社債、一般貸付の利回りが悪化した (図表 3-6)。日経平均は 1989 年 12 月のピーク 38,915 円を起点として見ると、2003 年 4 月の 7,607 円で 20% の水準まで下落した。

東京の土地資産額もピークの 3 分の 1 まで下落している。

また、公定歩合は、1995 年 9 月以降 0.5% という未曾有の低水準で推移し、貸付利ざやが取りづらくなった。

さらに、生保の多くは外国通貨建て外債などで運用を行っていたが、急速な円高進行の中で (1994 年 3 月には 1 ドル 88 円前後まで進む) (図表 3-5)、1994 年 3 月期、1995 年 3 月と 2 期連続で運用利回りがマイナスとなっている。

資産全体の運用状況を示す一般勘定資産利回りはバブルのピークである 1990 年 3 月期の 6.99% から、長期低落傾向で推移し、1995 年 3 月期には 2% 台まで低下し、高予定利率商品の逆ざや幅が急速に拡大した。

(図表 3-6) 生保全社の資産運用先別利回りの推移

(単位: %)

(決算期)	1990.3	1991.3	1992.3	1993.3	1994.3	1995.3	1996.3	1997.3	1998.3	1999.3
公社債	2.58	5.00	7.02	6.97	5.80	5.18	6.24	5.14	4.96	3.93
株式	11.87	10.26	4.02	3.28	4.48	2.20	3.20	▲1.06	▲3.13	▲1.44
外国証券	9.64	6.47	6.02	2.39	▲1.39	▲1.32	1.57	7.44	7.15	4.98
一般貸付	5.81	6.42	6.51	5.72	4.90	4.54	3.21	3.49	2.98	2.16
不動産	2.46	2.53	2.65	2.50	2.21	1.63	1.31	1.40	1.31	1.40
一般勘定 資産利回り	6.99	6.43	5.02	4.33	3.88	2.91	3.36	2.93	2.48	2.01

(データ出所) 生命保険の事業概況 (生保協会資料)

(3) 含み益の取り崩し

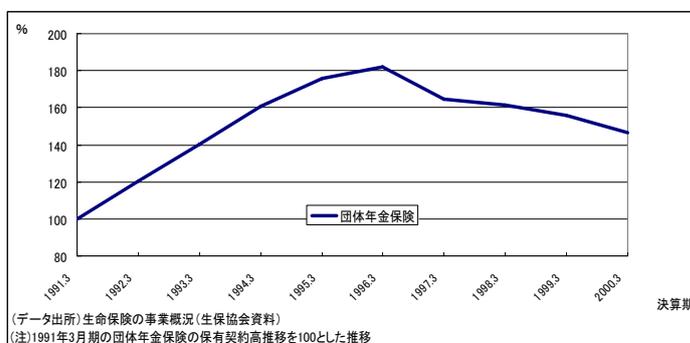
生保会社は、保険料という日銭が入るうえ、年金や死亡保険など長期契約の商品を扱っているため、小売業と同様に破綻することはないと言われていた。しかし、中堅生保を中心とした生保は 1990 年代後半の経済環境が悪化した状況下で、新規の保険契約の減少や、解約の増加に直面すると、「いずれ行き詰まる」といううわさが広がるのを経営者は恐れ、配当の確保など決算報告の見た目を良くすることに努めた。

バブル崩壊で生じた逆ざやは超低金利政策が続く中で、中堅生保を中心に拡大傾向にあり、本業の利益では埋めきれなくなり保有株式の含み益を取り崩して逆ざやによる責任準備金積み立て不足を埋めていった。しかし、株価の低迷が続き、高予定利率商品の資産割合が高い中堅生保の含み益は、枯渇していった。生保の株式含み益はバブル最盛期 1989 年 3 月末から 1999 年 3 月末の 10 年間で見る影も無く減少し、逆に 1990 年代後半には中堅生保は軒並み含み損を抱える状況に至った。

この状況を日産生命の破綻直後で決算発表の注目度が高かった 1997 年 3 月期の決算で見ると、当該決算期は新契約高が低迷するなど保有契約高も横ばいと低水準だったのに加え、有価証券含み益がマイナス、あるいは底をつく会社が続出した。有価証券の含み益が協栄、第百、東京の三社がマイナスで含み損が発生し、千代田もプラスながらほとんど底をつくという状況となった。また、千代田、東邦、協栄、第百、東京の各社は、不良債権額が有価証券含み益を上回っている状況であること、時価を開示していない有価証券の部分に、相当規模の含み損が発生しているのではないかと懸念があり市場価格がないために時価を開示できない有価証券の残高のうち、外国証券やその他有価証券の部分については、海外の投資現法や仕組み債等で含み損発生の可能性が高いと見られている旨が報じられている²。

(4) 団体年金保険の大量解約

(図表 3-7) 生保全社の団体年金保険の保有契約高推移



生保各社は企業と厚生年金基金、税制適格年金などの企業年金(企業年金の総資産額は 1997 年 3 月末時点で 63 兆 4,000 億円)について一般勘定で保険契約を交わし運用を受託していた、これを団体年金保険という。企業年金に

²上池一馬『総力特集 生保、倒産時代』エコノミスト(1997年8月19日号)「総力特集 依然、危機にある生保業界 これだけの問題」

は保険期間の定めが無いこともあり、団体年金保険の約款で生保会社は基礎率変更権を持つとの約定を入れており、経済情勢に応じて予定利率の引き下げが可能である。従って、バブル崩壊後に高い予定利率に苦しんでいた生保は団体年金保険の予定利率引き下げで予定利率の高さを緩和できる重要な商品であった。しかし、予定利率を下げると解約が進むというジレンマがあった。バブル崩壊後に運用環境が悪化し、団体年金保険でも逆ざや状況が生まれたため、やむを得ず生保は予定利率を1994年4月に年率5.5%から4.5%に引き下げ、1996年4月には2.5%に引き下げた³。それに対して年率5.5%をベースに基金の積立てを行ってきた企業年金基金側は積立金が不足する事態となるため、運用先を生保から外資系投資顧問会社や信託銀行などに切り替えるところが続出した。

1995年末には証券会社が加入する日本証券業厚生年金基金が生保20社のうち6社の契約を解除することを決めた⁴。これをきっかけに、企業年金の生保選別が始まったといわれている。年金福祉事業団もこの時期に約6兆6,000億円の生保委託残高のうち約5兆円の資産を外資系投資顧問に移し替えている。

1996年4月には厚生年金基金を運用する際の資産の配分比率に関する5・3・3・2（国債・地方債等50%↑、株式30%↓、外貨建証券30%↓、不動産20%↓）規制が撤廃され、自主運用可能額が総資産の1/3から1/2に引き上げられた。1997年4月からは税制適格年金も投資顧問への運用委託が認められるなど年金資産の運用に関わる規制が緩和されたことも生保離れに拍車を掛けた⁵。

生保の団体年金保険の保有契約高推移を見ると1996年3月期までは比較的順調に保有契約高を伸ばし、生保の保険料収入の確保に貢献したが、1997年3月期以降は大幅に落ち込んでいる（図表3-7）。

団体年金保険の解約申し出に対し、大手生保は、一般勘定解約額の8割以上を特別勘定（配当を運用実績に連動させる契約は特別勘定におかれる。通常の保険契約は一般勘定において契約され、予定利率が適用される）で受け入れ、社外への資金流出防止を図ったが、中堅生保の多くは逆に8割以上の資金を流出した。エコノミストは「破綻した千代田、協栄は20%前後、第百が10%前後、東邦は5%弱の水準まで減らした」と報じている⁶。

大手と中堅に差が生じた要因は年金基金運用において企業側の不安感が日産生命の破綻などでより一層中堅生保に対して強かったからといえる。こうして中堅生保の多くは団体年金保険の解約が顕著となり、解約返戻金の増大により資産が流出し大きなダメージを受け破綻の要因の一つとなった。

³植村信保 [1999.1]

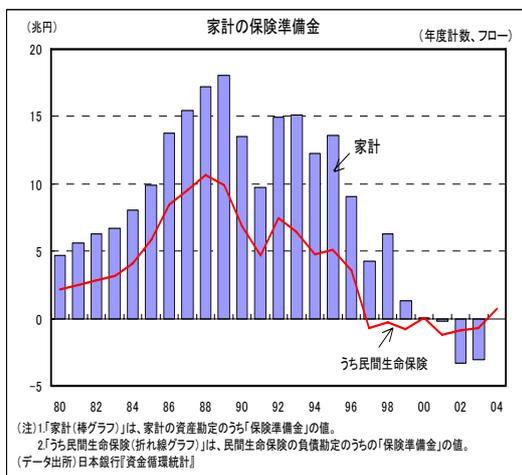
⁴日本経済新聞（1997.4.26付）朝刊

⁵深尾光洋・日本経済研究センター編 [2000.12] p47で「<加筆：99年度決算で>特に団体生命保険では、たび重なる予定利率の引き下げによって企業年金の生保離れが進んでいる。協栄、千代田は団体年金保険の契約高が前年比マイナス30%と大きく落ち込み、朝日、東京でも落ち込み幅は2割を超えた」との状況について述べている。

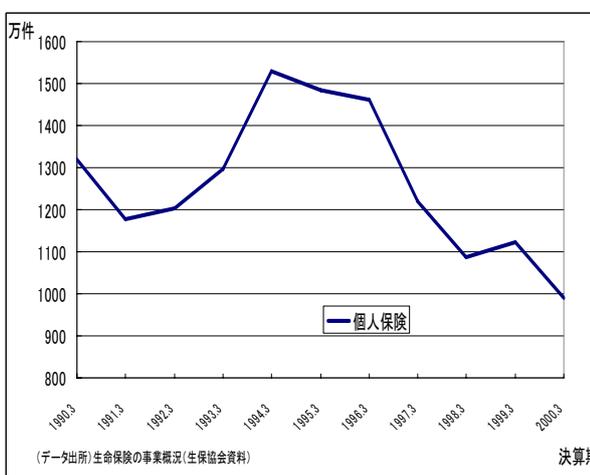
⁶上池一馬『総力特集 生保、倒産時代』エコノミスト（1997年8月19日号）『総力特集・依然、危機にある生保業界 これだけの問題～』

(5) 保険の見直し機運と解約・失効率の高水準化

(図表 3-8) 家計の保険準備金



(図表 3-9) 生保全社の個人保険新規契約数の推移

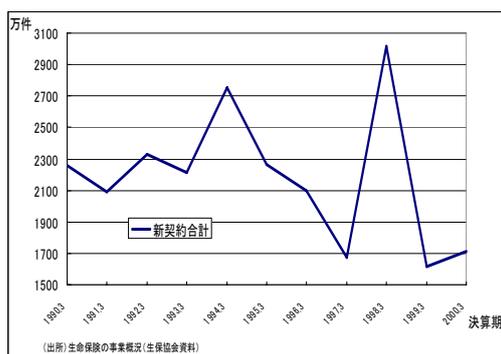


バブル崩壊後は長引く不況で家計では平均収入が減少し、生命保険料が家計を圧迫するとして、生保契約の見直しの機運が高まった(図表 3-8)。このような家計の生保離れは生保協会の公表資料である個人保険の契約推移によって裏付けられる(図表 3-9)。

個人保険の新規契約数は 1990 年代前半には増加傾向にあったが、1994 年 3 月期の 1,529 万件をピークに以降は減少傾向を見せている。また、会社契約である団体保険を含む全保険商品の新規契約数も 1990 年 3 月期の 2,255.5 万件から 2000 年 3 月期には 1,711.6 万件に減少している(1998 年 3 月期は、既契約における団体保険契約の中の団体定期保険が、

総合福祉団体定期保険に契約が切り替えられ、新規契約件数として数えられたため、新規契約件数が突出している)(図表 3-10)。

(図表 3-10) 生保全社の新規契約合計の推移



このような背景の中で次第に経営状況が悪化する生保が増加し、生保の信用力に関心が持たれるようになる。財務内容の悪化した生保は家計から峻別されたため、さらに一層、失効・解約が増加する¹という悪循環に陥り、ついには破綻に至る。1990

年代後半に 2 社が破綻するが生保離れの傾向は 2000 年に入ってから後も続き、2000 年以降も新たに破綻する生保が出てくる。

(6) 奉加帳⁷方式の恩恵の喪失

大蔵省は破綻する数年前から日産生命の経営状態を把握していたということなのか、密かに大手生保に日産生命の救済合併の打診に回っていたが、いずれも不調に終わったとされている。「日産生命の破綻」という事実は、生保を一社も破綻させないとする「護送船団方式」といわれた戦後の大蔵省金融行政の限界を示すものであった。

それまでは大蔵省の保護行政が「大蔵省が何とかしてくれるはずだ」という大蔵省依存の甘えの体質があり、実際経営体力に問題の生じた金融機関は、「奉加帳方式」により、救済を続けてきた。ところが、金融機関の経営体力はバブル崩壊以降急速に衰えてきたため、日産生命の破綻の前後には「奉加帳方式」での救済は難しくなっていた⁸。そのため、大蔵省の金融行政はこの頃から破綻懸念のある生保は無理に延命させずに、早目に破綻処理して契約者の負担の軽減を目指すものへと転換していった。

⁷「奉加帳方式」については三谷 [2001.4]、堀内 [1998.2] 参照

⁸深尾・日本経済研究センター [2002.4] p114 に「2000年7月、千代田生命はもはや自力での再建は困難であるとして、親密な関係にあった東海銀行（現・UFJ銀行）に支援を要請した。その額はおよそ2000億円ともいわれたが、東海銀行は三和銀行（現・UFJ銀行）との合併を控えて、千代田に対する支援を断わった」と状況について述べている。

2. 経営戦略と生命保険会社の破綻との関係

(1) 生命保険会社のビジネスモデルの本来的なリスクの顕在化

生保保険料は予定死亡率、予定利率、予定事業費率の3つの予定率に基づいて算出するが実際の死亡率、利率、事業費率と予定率は通常一致せず、それぞれ差損益が生じる。生保各社は決算において差益を出すように努めているが、この差益が剰余金となり契約者に配当金として還元される。生保の収益源は予定死亡率を実際の死亡率が下回った場合に生じる死差益、予定利率を実際の運用利回りが上回った場合に生じる利差益、予定事業費率によって見込まれた事業費よりも実際の事業費が下回った場合に生じる費差益の3つである(生保会社の三利源)。予定死亡率、予定事業費率は高め、予定利率は低めに設定し、毎年利益が出るように保険金に対してやや高めの保険料を設定している。

この生保のビジネスモデルは戦後、全般的に健全に機能してきた。死亡率はわが国の平均寿命の順調な伸びに見るように予定死亡率を下回り、死差益が出る状況で推移した。運用面でも、戦後のわが国の経済成長を背景に、生保資金は大手企業における長期資金需要の担い手の一つとして機能してきた。運用環境は全般的に良好で、予定利率を徐々に引き上げてきたが、それでも利差益は確保できた。費差益も事業のリストラをすることなく確保できてきた。

ところが1980年代に入ると生保は、簡保あるいは銀行など他業態と貯蓄型商品をめぐって競合するようになり、生保各社は、バブル期に高予定率商品の販売を行わざるを得なくなり、その後のバブル崩壊で利差益の確保が難しくなった。

三利源のうち、死差益に関わる予定死亡率はある集団(性別・年齢別)の死亡率を観察して人の生死の法則を表にした生命表⁹に基づいて算出する。戦争や大地震などが起こらない限り、実際の死亡率は予定死亡率の範囲に収まるように生保商品の保険料、保険金は設計されていて、死差益は確保しやすい。事業費に関わる費差益は予定コストと実際のコストの差益であるため、最後の手段としてのリストラにより確保することは可能である。

しかし、利差益は予定利率を実際の運用利回りが上回って初めて得られる利益であり、各生保会社のポテンシャルを発揮して稼ぎ出すいわば動的な利益である。予定利率は契約者に保障しているため、当時は後から引き下げることはできなかった。このリスクを見込んで本来は予定利率を低めに設定するが、バブル期に高予定利率を設定してしまったため、バブル崩壊の運用環境悪化により、運用利回りが予定利率を下回り始め、利差損、いわゆる逆ざやが生じてしまった。

バブルの崩壊で生保のビジネスモデルが持つ本来的なリスクが顕在化し、中堅生保の多くは財政面で危機に追い込まれ破綻に至るわけだが、その最も大きな要因は次に述べる高予定利率商品の販売への傾注にある。

⁹日本アクチュアリー協会が毎年生命保険加入者を対象に作成する「生保標準生命表」

(2) 高予定利率商品の販売に傾注

バブル期に販売された高予定利率の個人年金保険や養老保険は、契約者からは「保険」というより、「高利回りの金融商品」として見られており、銀行の定期預金を上回る利回りだったため、販売は好調であった。しかし、前述のように死亡保険の機能は低く、運用利率が予定利率を下回っても死差益で補填できる要素はほとんどなかったため、運用実績が予定利率を下回った場合、その利差がほとんどそのまま逆ざやになった¹⁰。

本来であれば、運用環境の悪化を織り込んでやや低めに設定する必要がある予定利率を、バブル期の金融機関における業態間の競争や生保業界全体の強気の流れに追随し高めに設定したことが、後々に足を引っ張ることになった。

破綻した生保は生保業界の中でも資産的に中堅生保として位置していたが、バブル期に大手生保との差を縮めようと資産規模の拡大を狙って、高予定利率の養老保険や個人年金保険の販売に傾斜していった。

この高利回り商品の積極的な販売の背景には生保が保有する株式や不動産の含み益がバブルの波に乗り増大の一途を辿っていたということがあがるが、明らかに経営戦略の読み間違えといえる。

(3) 生保代理店による販売戦略の落とし穴

中堅生保は、抱えているセールスレディ等の営業職員の人員が、大手生保に比べて少ないため、営業職員と代理店チャネルとの2本立ての販売チャネルを展開したところが多い。この代理店チャネルとして、活用されたものの一つに地銀、信用金庫、信用組合などである。地域金融機関は保険業法により自ら直接生保商品を販売できないため、生保代理店として系列子会社を設け、生保との提携商品を販売した。提携商品は個人年金保険や養老保険が主体で保険料は保険契約者が銀行のローンを契約して一括払いする一時払いとし、契約者はローンを月々銀行に返済していくというものである。特に銀行は、個人ローンの顧客が開拓できることと、系列子会社に生保販売の手数料が入るため、積極的に営業を行った。銀行の販売力は強力で、バブル期には、特にこの販売チャネルを通じて高予定利率の商品が大量に売れた。例えば日産生命とローンで提携した銀行の数は163行にのぼり、破綻した時の提携ローンの契約件数は約40万件で、そのうち約33万件が個人年金保険であった¹¹。

この地域金融機関の系列子会社による高予定利率商品の販売は、資産の増加に繋がったが、その資産はバブルの崩壊で逆ざやを生み出す性質の悪い資産に早替わりし、中堅生保

¹⁰日本経済新聞(2000.10.11付)朝刊に「<加筆：千代田生命の更正特例法の適用申請を受けて>千代田生命はバブル期に高利回りの保険を販売、そのツケが年間約400億円もの資産運用の『逆ざや』となり経営を圧迫している」という三和銀行内部からの不満について言及している。また、日本経済新聞(2000.10.20付)夕刊に「<加筆：協栄生命の更正特例法の適用申請を受けて>超低金利による資産運用の『逆ざや』で年間700億円の損失が出ていた。」旨が報じられている。

¹¹週刊東洋経済(1997年11月8日号)「特別レポート 日産生命 銀行主導の「無法地帯」、沢木祐介 [1998.8] P.141

に負の遺産となって重くのしかかったのである。販売戦略としては一時的に成功を収めたかには見えただが、その先の大きな落とし穴までは気付かなかった。結果的にはこの販売戦略が思わぬ失敗の端緒となったといえることができる。

(4) 相互会社の限界

破綻した生保の7社のうち、5社は相互会社であった。相互会社は保険契約者が社員を兼ねるといふ生命保険業特有の法人形態で、生命保険の仕組みの発祥が保険契約者相互の互助精神に基づいて始まったという経緯によるものである。

相互会社は剰余金（株式会社の利益に相当）については法定準備金その他法令に定める準備金を積み立てた後、その残額の80%以上を社員配当準備金として積み立てなければならないという保険業法の規定があり、(1996年以前の旧保険業法では総理府令の基準に従う旨が明記されており各社とも定款で90%以上と定めていた) 株式会社に比べ、配当の縛りが厳しいため保険料も高くなり競争力は弱くなりがちであった。また、内部留保の蓄えも少なくなり、総じて自己資本が少なくなる。また、相互会社組織のもとでは経営に対するチェック機能が働きにくく、最後は保険契約者が社員を兼ねているため、保険契約者に責任が転嫁させられることにもなる。

株式会社は、相互会社と比べると増資が容易にできることもあり、資金調達で財務基盤を強化しやすい。また、金融持ち株会社を中心とした金融業界再編の中でも増資など株券を梃子に結びつきを持ちやすいというメリットがある。一方、相互会社は株式を発行していないため資本関係を持ちにくいという欠点がある。

このように、制約の多い相互会社形態は、金融ビッグバンを迎えるにあたり限界にきていた。近年では相互会社から株式会社へ移行する生保が出てきている。法制面では1996年に保険業法の改正で相互会社から株式会社への移行が可能となり、2000年5月の保険業法の改正では株式会社化に伴う実務上の諸問題が改正されている。一方、2002年3月には保険業法の施行規則が改正され、相互会社の剰余金分配比率が20%以上に緩和されている。

このような経過をたどる中で現在でも相互会社形態に留まっている生保は多く見られる。それは、株式会社化する過程で保険契約者である社員と新たな株主との配当などの調整が難しいことや株式会社化で相互会社の基金が資本金に移行する際に資本金に相当する株券を発行しなければならず保険契約者が多い場合は株券の発行だけでも相当のコストが掛かるなどの理由による。

金融ビッグバンを迎えるにあたり1996年に保険業法の改正がなされたが、この改正では株式会社化に伴う実務上の諸問題が多く残っていたとみられる。欧米では1980年代後半から相互会社から株式会社への移行が盛んであったがこれを参考に1996年の保険業法改正時に株式会社化に伴う実務上の諸問題が改正されていれば、破綻した相互会社5社も株式会社化して、もう少しスムーズに救済合併などの道が開かれる可能性はあったと考えられる。

3. リスク管理と生命保険会社の破綻との関係

(1) 保険会社のリスク

保険会社が負うリスクについて考える。保険会社が負うリスクは、銀行が負うリスク同様に「信用リスク」、「マーケットリスク」、「風評リスク」、「オペレーショナルリスク」の4つに分けることができる。

(2) 信用リスクの管理と破綻との関係

①信用リスクの定義

保険会社も銀行と同様に金融仲介機能があるものの、銀行のように期間変換（短期借りで長期貸出）を行っているのではないので、「資産の管理」という意味では、「マーケットリスク」同様に ALM による対応でも可能と考えられる。しかし、流動性に乏しい「貸出」の形態で資産を保有する場合には、貸付先に対する審査および監視は重要であり、このような資産に対しては「信用リスク」の管理が必要である。

②審査機能不足による不良債権の増大

生保の資産運用の中で貸付金の構成比を見ると、1990年代中頃から徐々に減少傾向を見せている（図表 3-11）。このように資産運用の中で貸付金の比率は低下傾向にあるが、それでも 30%前後の比率を占めていて、重要な運用先の一つであることに変わりはない。生保の貸付は保険販売における職域の開拓などの営業戦略にも絡んでいたため、審査が甘くなりがちで内部管理も徹底していなかった。バブル期には銀行に見られた状況に似ていて、融資審査部を縮小したり、格下げして融資部に取り込んだりした生保もあり、信用リスク管理が出来ていなかった。

(図表 3-11) 生保全社の総資産に占める貸付金構成比率の推移 (単位: 構成比%、億円)

	1991.3	1992.3	1993.3	1994.3	1995.3	1996.3	1997.3	1998.3	1999.3	2000.3
貸付金	.37.9	39.3	39.2	37.9	37.6	35.9	34.6	33.4	30.8	28.8
総資産額	1,316,188	1,432,340	1,560,110	1,691,221	1,779,654	1,874,924	1,886,589	1,901,109	1,917,684	1,900,328

(出所) 生命保険の事業概況 (生保協会資料)

また、資産運用の中で貸出の比率は低いとはいえ、企業への与信ノウハウなどの審査機能は銀行などに比べると劣ることもあり、破綻した生保の中には不良債権比率が非常に高く、破綻の要因の一つとなっていたといえる事例を見ることができる。(図表 3-12)。

(図表 3-12) 破綻生保の不良債権比率

(単位：億円)

1996年3月	破綻先債権	延滞債権	金利減免等債権	合計	債権償却特別勘定残高	実質不良債権	一般貸付金	実質不良債権の対一般貸付金比率(%)
日産生命	38	67	289	395	91	304	8,566	3.5
東邦生命	31	40	594	666	96	570	16,749	3.4
第百生命	44	163	692	899	287	612	12,696	4.8
大正生命	10	0	33	45	20	25	1,184	2.1
千代田生命	374	1,267	408	2,049	443	1,606	27,829	5.8
協栄生命	122	55	444	621	338	283	1,464	19.3
東京生命	28	22	258	309	96	213	5,102	4.2

(出所) 生命保険の事業概況 (生保協会資料)

(3) マーケットリスクの管理と破綻との関係

①マーケットリスクの定義

保険会社のマーケットリスクも「金利や為替、株価の変動が、保険会社の経営に及ぼすリスク」のことであり、その他の金融機関同様に常時大きな影響を受けるリスクであるといえよう。

②甘い経済見通しによる資産運用

高予定利率商品の大量販売の後に生じたバブルの崩壊による株価・地価の下落、低金利政策により、生保は資産運用難に追い込まれた。そのため、高利回りを支える運用先を海外に求め、外国債、海外の投資信託の購入や海外不動産への投資にも乗り出さざるを得なくなった。運用利回りのハードルが高くなっていたこともあり、利回りに加え為替差益も狙うため、為替ヘッジはかけていなかった。

(図表 3-13) 生保全社の為替損益の推移

(単位：億円)

	1993.3	1994.3	1995.3	1996.3	1997.3	1998.3
為替差益	111	53	124	26	235	74
為替差損	1,657	2,010	3,131	2,983	1,442	1,100

(出所) 生命保険の事業概況 (生保協会資料)

その結果、円高の進行に伴い為替差損を蒙ることになる(図表 3-13)。破綻した生保はバブルの時期に株価・地価の動向を見誤り、その後も為替動向を的確に読むことができなかつたなど、資産運用の前提であるマクロ経済の見通しやポートフォリオそのものに問題があ

ったといえる。

このことは、1995年以降に急速に目立った企業年金の生保離れとも符合している。

(4) 風評リスクと破綻との関係

①風評リスク（流動性リスク）

保険会社においても、風評リスクとは一般に「当該金融機関の信頼度が損なわれ、評判が悪化することによって引き起こされるリスク」と考えられ、当該生命保険会社が流動性リスクに直面することであるといえよう。

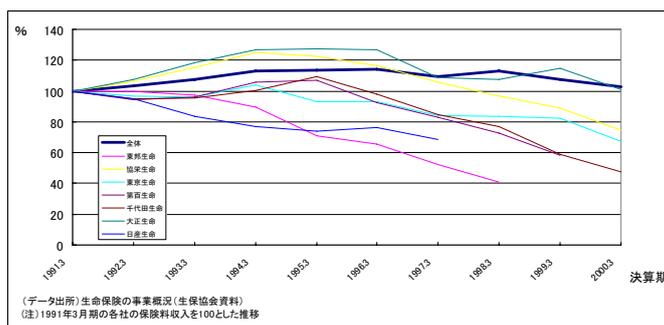
具体的には、「奉加帳方式」の限界を迎えた時期に逆ざやに苦しむ生保業界の状況をマスコミが取り上げ始め、その影響で保険解約が急増し、保険収入、総資産の減少が起これ結果的に生命保険会社は破綻に向かうことになった。

②風評による解約の急増、保険料収入の減少

保険料収入が保険金等支払いを上回っている限りは、経営は安定する。そのため、生保は営業職員の人海戦術により、経営基盤（保有契約数や生保の会社資産など）の拡大をはかり、保険料収入を増やしてきた。営業拠点や営業職員を多く抱えることができる会社ほど規模拡大のメリットを受けることができるため、全国の主要都市に多くの支店や営業所を設けている。

しかし、1997年3月期には、日本生命、第一生命以外の手を含まほとんどの生保の保険金等支払いが収入を上回り始めた。

(図表 3-14) 破綻生保の保険料収入の推移



これは、当時、“危ない生保”ということで逆ざやに苦しむ生保業界の状況をマスコミが取り上げ始めたこと、そのような最中に実際に1997年4月に日産生命が破綻したことなどで生保の破綻が現実味を帯びて、生保契約者の中堅生保に対する不安が生じ、解約が増加したことが背景にある。

例えば1998年3月期を見ると、生保全社では保険料収入が対前年比で103.4%と増加しているが、破綻した生保のほとんどは保険料収入を減少させている(図表 3-14)。このことから経営基盤の弱い中堅生保は連鎖的な契約者離れがより深刻に進み、次第に財務体力を落とし破綻に向かったということがうかがえる。

(5) オペレーショナルリスクと破綻との関係

①オペレーショナルリスクの定義

生命保険会社のオペレーショナルリスクも、その他の金融機関が負うリスクと同様であると考えられる。したがって、ここでも「システムリスク」「事務リスク」を合わせたものを「オペレーショナルリスク」と定義する。

銀行のところで述べたように、オペレーショナルリスクには、上記のほかに「情報セキュリティリスク」「法務リスク」「決済リスク」などがある。

②事務リスクの典型例

毒物カレー事件は保険金詐欺事件としても注目された。その背景には、生保の現場では契約を取ってくる外交員の発言力が強く、外交員がOKすれば、少々怪しげな契約でも通ってしまうという営業至上主義があった。不況下で保険外交員に過重なノルマが課せられ、不適切な契約が結ばれる素地があったことは否めない。

当該事件においては、健康診断の替え玉受診、無断契約、休眠会社の利用といった不正の手口が次々と明らかになった。

このうち、無断契約は書類に被保険者の自署が必要なため、本人の承諾なしに契約することは不可能なため、起こりえないが、外交員など第三者が勝手に署名するや無承諾の保険加入は多く行われていた。

一方、この事件を契機に、衆院消費者問題特別委員会で、契約、支払い時のチェックシステムの甘さなど生命・損害保険制度の問題点が審議され、生命保険協会も生保各社が高額契約の情報などを共有し、多重契約をチェックするための「契約内容登録制度」の改善に乗り出した¹²。

③情報セキュリティリスクの事例

日本経済新聞 は、「会社の内部情報を退職後に雑誌記者に漏らしたため、記事が掲載されて損害を受けたとして、千代田生命が元常務に損害賠償を求めた訴訟で、元常務が千代田生命に解決金を支払うなどの内容で東京高裁において和解が成立した¹³」と報じている。

この訴訟では、元常務は退任後、週刊誌などの取材を受け融資内容などを教えた結果、記事が掲載され、千代田生命は大口顧客から企業年金の保険契約を縮小され、約2億4,000万円の減収となったとされる。

これは、「情報セキュリティリスク」の典型的な事例といえる。

¹²日本経済新聞（1998.10.18付）朝刊、日本経済新聞（1998.12.9付）夕刊、日本経済新聞（1998.12.30付）朝刊要約。

¹³日本経済新聞（2000.4.26付）朝刊

④変額保険訴訟の急増（法務リスクの事例）

産業問題研究会編 [1997.8] は、「変額保険はハイリスク・ハイリターン型の保険商品でバブル期に銀行と生命保険が相続税対策のふれこみで売りまくった。しかし、バブルの崩壊で運用成績が悪化し、元本割れの事態を招き、被害者が起こした損害賠償や債務不存在を求める変額保険訴訟は、全国で 600 件に上る¹⁴。」と述べている。

上述したように、変額保険は、団体年金保険と同様に資産運用状況が悪化した場合でも、生保会社がストレートにリスクをかぶらないですむ保険商品であり、生命保険会社自身がリスクを持つ事はない。

しかし、銀行が顧客の自宅などを担保に融資を行い、その資金で変額保険に加入するケースが目立っており、顧客は資産の変動による元本割れリスクと融資の返済義務の両方を持つことになった。販売に際しては、生命保険の外交員や勧誘した銀行の営業マンからのリスクについての説明が不十分であったことが後々の訴訟件数の増加要因になっている。

結果的に多くの訴訟が起き、銀行と生命保険会社の信用は損なわれたことから、この事例は典型的な「法務リスク」と言える。

¹⁴産業問題研究会編 [1997.8] 要約。

4. 経営管理と生命保険会社の破綻との関係

(1) 経営トップの乱脈経営、放漫経営

破綻した生保では、創業者一族による世襲まがいの経営トップ人事が行われたり、長期間同じ経営者がトップに君臨し経営を支配するなどワンマン経営が目立つ。経営トップによる経営支配が強まり、社員総代会が形骸化され、経営監視機能が働かなくなり、経営トップの放漫経営、乱脈経営に対する歯止めを掛けられず、不良債権を増大させたことも破綻に繋がった要因の一つである。

たとえば、千代田生命は経営トップの号令で消費者金融や不動産・株式投資投資の資金をどんどん融資し、バブル崩壊とともに、融資の大半を焦げ付かせている。中堅生保の首脳が「常識的には考えられない融資先」と指摘する企業にのめり込んだと報じられている¹⁵。

また、経営者の管理能力に疑問が残る事例もあった。2000年8月に経営破綻した大正生命は、三洋投信委託などを傘下に持つ国内のクレアモントキャピタルホールディングから増資を受け2000年3月にクレアモントグループ入りした。

しかし、同社の代表が、大正生命から投資資金をだまし取ったという容疑で東京地検に逮捕され、実質債務超過であることが明確になった。

大正生命の社長を、世論やマスコミは「高度な倫理観が求められる生保や銀行経営者にあるまじき行為」「見せかけ増資に近いような資金の環流や巨額な資金流出に疑念を抱かなかつたのか。契約者や国民に犠牲を強いることになる責任は大きい」などと非難した¹⁶。

このように、経営者の経営姿勢が破綻につながったケースが見られる。

(2) 社員総代会の形骸化

本来、社員総代会は相互会社の経営組織であるが、総代会の構成メンバーである総代になるためにはまず、総代候補者になる必要がある。この総代候補者になるには、総代会で選任された選考委員で組織される総代候補選考委員会で推薦される必要があるが、この総代候補選考委員会の委員は実態として経営側に選考されていた。そのため、社員（保険契約者）の代表である総代は形式的には社員の信任投票で選出されるが、実質的には総代候補者がそもそも経営側の意を受けて行動する人物が選ばれるので、社員総代会が形骸化されることになる¹⁷。経営陣は事業状況を総代会に説明しチェックを受ける義務があるが、総代会そのものが経営陣の支配に置かれているのでチェック機能は発揮されないのである¹⁸。

¹⁵日本経済新聞（2000.10.13付）朝刊要約。

¹⁶日本経済新聞（2000.8.28付）夕刊、日本経済新聞（2000.8.29付）朝刊、日本経済新聞（2000.8.30付）朝刊

¹⁷深尾光洋・日本経済研究センター編 [2000.12] p147で「一般の社員が総代となる道が閉ざされている中では、総代会は形骸化し、経営陣の恣意的な経営を許すことになる。このため、総代の選考方式として、直接選挙方式、立候補制、推薦制…省略…の導入を検討すべきであるとの意見もある。立候補や推薦制によって…省略…総代会は広く利害関係者を募り、実質的な経営チェック役として機能することが必要である」と述べている。

¹⁸小藤康夫『第2部=反逆する個人 必読 上位16生保「経営健全度」ランキング付き』エコノミスト(1997年7月15日号)「特集・個人顧客に何もかも隠してきた生命保険」で「周知のようにほとんどの生保会社

相互会社が株式会社化するためには、保険契約者である社員と新たな株主との配当などの調整が難しいことや株式会社化で相互会社の基金が資本金に移行する際に資本金に相当する株券を発行しなければならず保険契約者が多い場合は株券の発行だけでも相当のコストが掛かるなどの理由で相互会社の形態に留まっている生保は多く見られるが、それに加えて経営陣の自由度が大きいと、経営陣も株式会社に移行して、経営の監視を受けたくないという意識が働きやすい面も否定できない。

(3) 欠落していたディスクロージャーの意識

生保業界は伝統的にディスクローズには消極的な業界である。そのようになった要因は生保特有の会社組織である相互会社という法人形態にも起因している。相互会社の場合、保険契約者は社員ではあるが、実際には単に社員総代の信任投票権を持つに留まり、しかも、総代会は形骸化し、経営者の専横が蔓延していた。あえてディスクローズしなくとも、どこからも非難されない¹⁹し、大蔵省の顔色さえうかがっていればなんとかしてくれるだろうという緊張感のない経営環境に慣らされていた。このようにディスクローズに消極的なことで経営実態には不透明感がつきまとっていた。

例えば、バブル景気の絶頂期である 1989 年 3 月末時点で大手生保 8 社の株式含み益は約 38 兆円に達していたといわれ、当時生保各社が巨額の含み益を一切公表していないことに対する批判が強かったが各社ともにディスクローズには踏み切らなかった。

また、1995 年以降に続いた団体年金保険の解約の動きも、生保のディスクローズ不足を背景としている。団体年金契約者が求めていた有価証券含み損益などオフバランスの情報開示に生保側が応じなかった結果、団体年金保険に対する不信感が深まったことにより、解約され、資産が流出した。

このように、生保業界は他の金融機関の銀行、証券に比べてもディスクロージャーの遅れが目立っていた。銀行が BIS の自己資本比率や、証券会社が 大蔵省の自己資本規制比率を公開していた時期に、生保はソルベンシー・マージン比率や責任準備金の積み立て方式

は相互会社組織で運営されているが、この組織のもとでは経営に対するチェック機能が働きにくい。しかも最後は社員という形で保険契約者に責任が転嫁させられることにもなる。生保会社が相互会社であることのメリットは現在では薄れている。それよりも株式会社組織に変更し、欧米流の株式会社にみられるような取締役会による意思決定と経営に対するチェック機能を果たすことのほうが必要と思われる。しかも株式が上場され、毎日、株価の動きが観察できれば、経営内容の変化がわかるうえ、経営者による改善も迅速に進むと考えられる。」と述べられている。

¹⁹枝川二郎『緊急特集 地銀破綻で始まった 99 年度金融恐慌の深層』エコノミスト (1999 年 4 月 27 日号)

「特集・生保破綻は忘れたころにやってくる～」で「日本の企業の中でも生保ほど特殊な企業はない。まず、相互会社という、生保のみに認められた会社形態。簡単に言えば保険契約者（すなわち保険に入っている我々）が企業の『株主』と同等の立場にいる…省略…相互会社としての生保は、ほかの企業の株式は保有しても自分の株を持ってもらう必要はなく、株の『持ち合い』にならない…省略…また、生保のもう一つの特徴は、借入れが原則的にないということだ。生保は保険契約者から小さいお金を集め、それをまとめて超長期で運用し、将来の保険金の支払いに備えるのが仕事だ。したがって他人からカネを借りてまで資産を増やすことは、(流動性確保等の限られた場合を除くと)健全経営の原則から言って許されない。以上の点から、生保は保険契約者以外の世間に対しては『責任』も『借り』もなく、したがって、ディスクロージャーに気を使う必要もなければ資金調達に苦勞することもない。」と述べられている。

に平準純保険料式を採用しているのか、チルメル式²⁰を採用しているかといった最も重要な会計方針自体をディスクロージャーしていなかった。さらに生保決算の要というべき責任準備金の繰り入れ金額や積立て水準が適正であるかどうかはなどについてディスクロージャーしないため、決算の実態が外部からは窺い知れないものであった。

ディスクロージャーに消極的な姿勢が経営の不透明感を増し、契約者の信頼を失わせ、風説の流布による解約の増加に際しては情報発信による信頼回復の機能を失わせた。都合の悪いものは蓋をしておくという閉鎖的な体質から脱却し、透明性を高めた生保こそが契約者からの信頼を得て、生き残っていける時代であるということが、十分に認識されていなかったといえる。

(4) 機能しなかった会計監査法人の監査

破綻後に決算の内容が実態と乖離していたケースが多く、破綻した生保は程度の差はあるが、決算を取り繕っていた。1993～1994年度には多くの破綻した生保会社が三利源の合計額でも赤字となっていたが、公表決算では株式や不動産の売却などで利益をひねり出し、当期剰余を確保し続けた。本業の不調で財政的に逼迫してきても、それが表面化し解約が殺到することを恐れて、決算を取り繕うわけであるが、良質な資産を売却したり、内部留保を切り崩して穴埋めを行っていたため、財務体質は一段と悪化した。例えば、日産生命は債務超過であったことが破綻後に明らかにされた²¹。日産生命は、含み益の取り崩しだけでなく、決算対策の外貨建てデリバティブによるインカムゲイン計上で表面上の運用利回りを高めるなどの方策も採り、オフバランスの外貨建てデリバティブの元本が、総資産の多くを占めるに至った²²。

²⁰平準純保険料式とチルメル式＝生命保険会社は予定死亡率と予定利率をもとに、将来の保険金支払いのために必要な金額を責任準備金として積み立てる。その積み立て方法には、平準純保険料式とチルメル式がある。チルメル式では契約初年度に、事業費（経費）を多く取るため、責任準備金の積立額が平準純保険料式に比べて少なくなる。翌年度から、責任準備金の積立額が段階的に増えるので、最終的には平準純保険料式と同じになるが、ある時点で生保が破綻した場合、責任準備金の積み立てが不足しているという事態が起こりうる。

²¹上池一馬『特集 生保崩壊損保漂流』エコノミスト（1997年11月11日号）「特集 9月中旬 生保各社の体力格差は一層広がった～」で「<加筆：1997年9月中旬期の決算について>決算数字に表れない“隠れ借金”があるのではないかという保険契約者の不安感をぬぐい去ることはできない。日産生命の債務超過額が、当初決算で発表された1,853億円から最終的には3,029億円にまで膨らんだ事実は記憶に新しい」と述べている。また、日経ビジネス（1997年10月6日号）「ビジネス・リポーター傷口広げた大蔵省の“罪”―幹部の不祥事などで自縄自縛、ツケは契約者に」では、「日産生命が抱える損失（債務超過額）は、生保協会によれば約3,050億円。契約者保護基金からの2,000億円を全額投入しても埋め切れない。そこで処理策では、とりあえず基金から1,990億円を抛出して、損失の3分の2を償却する。さらに基金の残り10億円で新会社（あおば生命）を設立して、償却できずに残る約1,060億円の損失を『暖簾のれん代（営業権）』の名目で移し、新会社の収益で5年かけて穴埋めすることにした」と述べられている。

²²週刊東洋経済（1997年5月17日号）『特集 証券・生保の動乱を読む―「危ない」生保 自主清算の勧め』で「日産生命について、決算対策のデリバティブなどで外資系金融機関の食い物になっていた、という指摘がされている…省略…バブル崩壊後、株式の含みが底をつき、高い予定利率の個人年金の責任準備金を積んで、決算を整えるには、決算対策の外貨建てデリバティブなどのリスクの高い金融商品（オフバランス）に手を出して、インカムゲインを計上して、表面上の運用利回りを高めるしかなかった。こうしたオフバランスの外貨建てデリバティブ、外国証券や国内投信の元本が、日産生命の総資産（95年度2兆

これらのオフバランスの操作が認められていた背景には、金融当局の監視の問題も否定できない。すなわち、決算を承認した会計監査法人の監査責任も問われるところだが、監査法人は当時の大蔵省の「生保を破綻させない」という意向を暗に汲み取った行動を取ったとも考えられる。

いずれにしても、適切な会計監査法人の監査により問題点の指摘が早期に行われていれば、生命保険が連続して破綻することは防げた可能性がある。

1674 億円) の 17%、3700 億円の規模まで達しており、しかも、1997 年 3 月末で 897 億円もの損失を抱えていた。...省略...だが、生保に詳しい運用関係者によると、こうした決算対策のデリバティブを利用しているのは、日産生命だけではない。多くの生保や、損保の一部が手を出しているという。しかも、恐ろしいことに、こうしたデリバティブの本当の詳細を生保の首脳は知らない」という状況が示されている。

第3部 まとめ

金融機関の破綻事例に関する調査の要約は以下の通りである。

破綻金融機関における共通的な破綻要因は以下の二点に集約される。

まず、金融行政が「ルールに基づく公正で透明な金融監督」へと方向転換したことである。そもそも政策主導による「護送船団方式」は、流動性リスクが高まった銀行が存在しても、信用不安を引き起こすような風説の経路を遮断でき、金融システムにおける信用秩序の維持が図られていたという一面もあったが、1990年代後半、金融ビッグバンの影響もあり、メインバンクによる企業の保護・監視システムが崩れ、政策主導による「護送船団方式」の綻びが誰の目にも明らかになってきた。その時に、金融当局が、欧米において数十年かけて根付いてきた「ルールに基づく公正で透明な金融監督」を行う旨を表明し、実施した。そのため、市場による選別が働きやすくなり、経営体力に問題がある金融機関は、国内外からの資金調達ができず、破綻に至った。

次に、これは金融機関に限らないが、企業統治（コーポレート・ガバナンス）に対する認識の甘さが、破綻を招いたケースである。

1990年代半ばまではコーポレート・ガバナンスに対する概念が、金融機関においても一般に認知されていなかった。そのため、外部的な監視機能の甘さから様々な不祥事が発生し、破綻につながるような事態を招いた事例も多く見られる。特に、ワンマン経営者（オーナー経営者だけでなく、長期にわたって経営者の地位にある者も含む）の場合、経営者の意に沿わないような取締役の意見や提案は、ことごとく否定され、経営に関する監視機能が全く働いていない状態になっていた。さらに、社内チェック体制についても多くの金融機関で整っていなかったため、不公正な売買を発見できず、破綻に追い込まれた事例が存在した。

以下、金融機関を銀行、証券会社、保険会社に分けた場合の破綻要因について要約する。

銀行においてはバブル生成期にリスク容認度を超える無理な融資をしたことが、その後、多くの不良債権を生み、処理が不能となって破綻したというケースが代表的である。

1970年後半以降、日本経済が安定してくると、国内外から「金融の自由化」を求める声が高まってくる。そして、「金融の自由化」の進展に伴い（1980年代を通じて）、銀行業態間の有機的な多重（重層化）構造が崩れていった。このような状況下において、業務内容、規模、人材の質において優位性のある都銀が、規模の拡大をはかった。そのため、長信銀や地銀、特に第二地銀も、企業としての生き残りを賭けて規模の拡大を推し進めるため、無理な新規開拓を展開せざるを得ず、リスク容認度を超える融資を拡大させていった。

さらに、審査費用等の情報生産にかかる費用が抑えられるため、「融資の集中化」が進行した。このような融資の集中は歴史的にも「必ずといってよいほど資産価格の高騰という

マクロ経済的要因が作用している」が、日本においてもバブルの生成期において「リスク管理」への認識が薄れ、与信競争が激しくなるに伴い、不動産関連企業への「融資の集中化」が進行した。このような「無理な融資の拡大」と「融資の集中化」は、バブル崩壊に伴う痛みを増幅させることになり、不良債権処理の遅れから多くの銀行を破綻に追い込むことになった。しかも、バブル崩壊による株価の下落に直面したことで、不良債権処理が遅れ、最終的には破綻せざるを得ない状況となった銀行が散見される。

次に、証券会社においては以下の二点に集約される。

まず、日本の証券会社は株式委託手数料に依存しすぎていたために、株価の下落に加え、金融ビッグバンにより、著しく経営体力が衰えていったことが破綻に至ったケースである。

戦後一貫して日本の証券業界は、中小証券だけでなく大手・準大手証券でも、個人投資家からの売買手数料収入に依存していた経営が主流であった。そのため、バブルが生成された時期には、株価の上昇に合わせて個人客の需要に応えようと、広範な支店網と多数の営業社員、情報設備投資を各社争って行った。しかしその後、バブルが崩壊し、株価が急速に下落してくると、それまでの人材、設備投資などは過剰な負担として残り、経営上の自由度を奪う結果になった。

こんな中、金融ビッグバンの一環として株式委託手数料が自由化されることになり、戦略的に窮する中、破綻に至る事例が散見される。

第二としては、日本の証券会社と発行会社の世界的にみて特異な関係が、その後の破綻を招いたケースである。

日本では長らく有価証券の上場には厳しい条件を必要としたため、発行市場においては上位証券会社間で熾烈な争いが繰り広げられてきた。そのため、業界内での優位性を確保しようと、多くの大手・準大手の証券会社では「不公正な取引」が横行していた。このような取引は、証券会社が発行会社へ便宜をはかることにより行われたものなので、取引上、仮に発行会社にとって不利になった場合には、その損失を証券会社が何らかの処理を行うことで埋め合わせをしていたケースがほとんどであった。しかし、この処理は株価の上昇を当てにして行われたものが多く、株価が下落を続ければ、証券会社サイドの損失は膨らむことになる（典型的なケースが「飛ばし」や「損失補填」である）。

このような状況下において、バブル崩壊後の株価の下落が致命的なまでに損失を膨らませ、処理不能のまま市場から退出させられた事例が存在する。

最後に、生命保険会社における破綻要因は、以下のケースに集約される。

生命保険会社は保険料率算定において三利源（死差益、利差益、費差益）を確保すべく、あらゆることを考慮して予定利率等を設定すべきであるが、バブル生成期には生保資産の拡大のため、予定利率を甘く見積り（つまり、高めに設定した）、他の金融商品との競争に勝ち抜いたことが、バブル崩壊後逆ざやを招き、生保会社の経営を圧迫し、破綻に至ったというものである。

生保商品とその他の金融商品では、利率における選好的な優位性だけでなく「保険」とし

ての商品性が重要であることに加えて、「生命保険」の場合には、超長期的なライフスタイルを考慮したものである必要があり、むしろ、目先の短中期的な金利の動向に左右されるものである必要はない。しかし、バブル生成期には、確かに経済の先行きに対して甘い見通しであったことは否めないが、予定利率を高め設定することで、他の金融商品との競争に勝ち抜こうとしていた節がみてとれる。実際、戦後一貫して他の金融機関同様に生保業界においても、資産規模の多少が業界内での地位を形成すると考えられ、各社ともに資産における規模の経済性を求めて、新規保険契約件数や資産拡大を争っていた。そんな折、バブル生成期は絶好の資産拡大のチャンスであった。特に、それまでの人員や資産規模で大手生保に水をあけられていた中堅生保は、この時に積極的に攻めの体制をとった。この時選ばれた商品が貯蓄型商品と呼ばれるものであり、特に個人年金保険で攻勢をかけたが、このような貯蓄型商品は生保会社にとっては短期で契約者に保険支払いを要求されるものであるため、実際の運用が当初約束した予定利率を下回った場合（逆ぎやの状態）、そのまま生保会社の負担となり、経営を圧迫することになる。この危険を予見することなく、バブル生成期に大量に販売した生保会社が、その後のバブル崩壊で逆ぎやに悩まされ、破綻に至ったケースが多く存在する。

その他の要因として生保会社で特異なものとしては、相互会社システムの欠点がある。

相互会社の場合、株式会社に比べてコーポレート・ガバナンスの面で劣ると考えられ、このような会社方式が保険内容に対する保険契約者の不信を招き、当時の金融システム不安も相まって、破綻に至ったケースも存在する。

以上の分析から得られる知見は以下の通りである。

日本の金融機関は戦後一貫して金融当局の庇護の下、金融当局以外のステークホルダー（つまり、株主、保険契約者、預金者、投資家など）にはあまり関心を示さず（だから、「コーポレート・ガバナンスに対する認識」が甘かったといえる）、規模の拡大だけを目指して経営をしていた（このような考えが、銀行が自身のリスク容認度を超えて危ない会社への融資を拡大させたり、証券会社と発行会社との間の世界的にみて特異な関係を生み、「不公正な取引」を招いたといえる）が、このような経営は現代の資本主義、特に欧米型の資本主義経済においては、前近代的なものでしかなく、金融の自由化や金融ビッグバンなどを契機に、一気に変化することになった。そして、この急速な変化により、その変化についていけなかった金融機関が、単に市場から退場させられたということが金融機関の破綻における要因とも考えられる。実際、そのような意味で破綻に至った金融機関も多い。

しかし、「金融制度」や「金融システム」というものは、その国（体制）の歴史から生み出されたものであり、金融当局の金融機関に対する行政指導のやり方を転換する場合には、当然それなりの準備が必要であり、その意味では行政側の責任は否めない。

金融機関においては今後、「金融取引」を扱うプロとしての役割が強く求められる。「金融取引」は、異時点間（現在と将来）の取引であり、現時点だけでなく将来をも考慮して取引をすることが本来の意味である。その意味では、横並びではなく、自分の経営体力を考

えながらリスク・リターンを分析して（つまり、リスク容認度を超えるような無理な融資や資産運用をしたり、甘い見積もりの予定利率を設定したりしないで）、適正な経営を行うべきである。

そして、逆に金融取引上のルールに則って適正な経営を行う限り、金融機関を業態で括る必要はなく、「どのような取引をするか」は金融機関そのものに任せるべきである。「取りうることのできるリスク」があるからこそ、そこからリターンが生まれるのであり、その見極めは「金融取引」のプロである民間の金融機関に任せることで、効率的な金融取引を実現すべきであろう。この時、金融当局は市場の「審判者」としての役割が求められる。

但し、金融機関は「金融システム」の担い手であり、金融システムが不安定になれば、経済全体が不安定化することは明らかである。そのため、最低限のセーフティネットを用意することは不可欠であるが、個別の民間金融機関を無理やり存続（吸収合併のような形も含む）させる必要はなく、市場の外にしっかりとした体制（例えば、預金保険機構など）を構築し、状況に応じて強化、修正していくことが重要であると考えられる。

参考文献

朝日新聞

朝本友一 [1999.3] 『ザ・セイホ墮落の構造』 東洋経済新報社

朝本友一 [2000.11] 『ザ・セイホ最後の戦い』 東洋経済新報社

池尾和人 [1995.9] 『金融産業への警告』 東洋経済新報社

石井茂 [1998.12] 『決断なき経営（山一はなぜ変われなかったのか）』 日本経済新聞社

石川達也・山井康浩・家田明 [2002.9] 『金融機関のリスク資本に関する考察』 日本銀行
金融研究所『金融研究』

糸瀬茂 [1998.6] 『なぜ銀行を救うのですか』 東洋経済新報社

糸瀬茂 [1996.5] 『銀行のディスクロージャー』 東洋経済新報社

井上謙吾 [2000.6] 『何が正しい経済政策か』 日本経済新聞社

井上裕 [2000.3] 『1980～90年代における企業金融構造の変貌』 専修大学経営研究所『専
修経営研究年報』第24号

植村信保 [1999.1] 『生保の未来』 日本経済新聞社

大村敬一・水上慎士・高橋郁梨 [2002.2] 『わが国金融仲介システムの健全性—財務指標に
よる主成分分析—』 内閣府政策統括官（経済財政—景気判断・政策分析担当）『景気判
断・政策分析ディスカッション・ペーパー』

大村敬一・楠美将彦・水上慎士・塩貝久美子 [2002.5] 『倒産企業の財務特性と金融機関の
貸出行動』 内閣府政策統括官（経済財政—景気判断・政策分析担当）『景気判断・政策
分析ディスカッション・ペーパー』

大村敬一・水上慎士・高橋郁梨 [2002.9] 『わが国金融仲介システムの健全性』 内閣府「景
気判断・政策分析ディスカッション・ペーパー」

大山剛 [2002.12] 『今求められるリレーションシップ・バンキングの深化—新しいマク
ロ経済環境に対応した、一段と「濃い」関係の維持・強化を』 日本銀行考査局『考査局
ワーキングペーパー』

小川一夫・北坂真一 [1998.4] 『資産市場と景気変動—現代日本経済の実証分析』 日本経済
新聞社

翁邦雄・白川方明・白塚重典 [2000.5] 『資産価格バブルと金融政策：1980年代後半の日
本の経験とその教訓』 日本銀行金融研究所『IMES Discussion Paper』

翁百合 [1993.9] 『銀行経営と信用秩序』 東洋経済新報社

鹿児島治利 [1996.2] 『現代銀行の実証的研究』 中央大学出版部

粕谷宗久 [1989.6] 『銀行業のコスト構造の実証分析—効率性、技術進歩、要素間代替に関
する業態別実証分析—』 日本銀行金融研究所『金融研究』

京増絹子・高田英樹『マネーサプライの動向について』『日銀レビュー [2006年1月]』日本銀行企画局 (<http://www.boj.or.jp/type/ronbun/index.htm>)

共同通信社 [1999.12]『崩壊連鎖 (長銀・日債銀粉飾決算事件)』共同通信社

金融制度調査会専門委員会 [1987.12]『専門金融機関制度のあり方について—金融制度調査会専門委員会報告—』金融財政事情研究会

草野厚 [1998.7]『山一証券破綻と危機管理』朝日新聞社

小塚荘一郎 [2002.7]『銀行規制における競争の意義』日本銀行金融研究所『IMES Discussion Paper』

小林慶一郎・才田友美・関根敏隆 [2002.2]『いわゆる「追い貸し」について』日本銀行調査統計局『調査統計局ワーキングペーパー』

小林慶一郎・加藤創太 [2001.3]『日本経済の罨』日本経済新聞社

才田友美・橘永久・関根敏隆 [2004.3]『都道府県別パネル・データを用いた均衡地価の分析：パネル共和分の応用』日本銀行調査統計局『調査統計局ワーキングペーパー』

財務省 財務総合研究所『法人企業統計調査』 (<http://www.mof.go.jp/1c002.htm>)

佐々木信二 [1998.4]『山一証券突然死の真相』出窓社

佐藤立志 [2003.4]『生保のカラクリ』WAVE 出版

沢木祐介 [1998.8]『生保 50年目の落日』WAVE 出版

産業問題研究会編 [1997.8]『保険危機』株式会社テラ・コーポレーション

鹿野嘉昭 [1994.9]『日本の銀行と金融組織』東洋経済新報社

清水谷論 [2005.2]『期待と不確実性の経済学』日本経済新聞社

下平尾勲 [2003.2]『現代の金融と地域経済』新評論

信金中央金庫総合研究所 (2005年8月4日発行)『金融調査情報 (17-4)』

杉浦克己・竹澤康子 [2001.1]『銀行の中小企業向け貸出供給と担保、信用保証、不良債権』郵政研究所『郵政研究所ディスカッションペーパー』

杉村正裕 [1995.9]『地域金融機関の経営革新』近代セールス社

生命保険協会 [1991~2000]『生命保険の事業概況』

関根敏隆、種村知樹、才田友美 [2001.9]『不良債権問題の経済学—理論と実証分析の展望—』日本銀行調査統計局

全国銀行協会 [1990~2000]『全国銀行財務諸表分析』

総務省統計局 データ出所『労働力調査』、『消費者物価指数等』 (<http://www.stat.go.jp/>)

副島豊 [2000.1]『金融・通貨危機が残した課題—市場参加者の行動様式と取引情報の透明性—』日本銀行金融市場局『金融市場局ワーキングペーパー』

忽那憲治 [1997.10]『中小企業とベンチャー・ファイナンス』東洋経済新報社

大地一成 [2001.5]『生命保険大破綻!!』こう書房

竹内宏 [2001.5]『長銀はなぜ敗れたか』PHP 研究所

竹内正敏 [1999.3]『実録 長銀・部店長会議』オーエス出版

- 竹沢康子・松浦克己・堀雅博 [2004.4] 『中小企業金融円滑化策と倒産・代位弁済の相互関係』 内閣府経済社会総合研究所『ESRI Discussion Paper』
- 館野敏・白石渉 [1998.6] 『銀行システム』 東洋経済新報社
- 田村茂 [1991.7] 『日本の金融システムと金融市場』 有斐閣
- 醍醐聰・翁百合・小宮山賢・首藤恵・津野正則・長谷川徳之 [1995.7] 『時価評価と日本経済』 日本経済新聞社
- 帝国データバンク情報部 [1997.8] 『銀行が潰れていく』 中経出版
- ドゥワリボン, M. / ティロール, J. [著]・北村行伸/渡辺努 [1996.9] 『銀行規制の新潮流』 東洋経済新報社
- 内閣府経済社会総合研究所『国民経済統計年報』
(<http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/menu.html>)
- 内閣府経済社会総合研究所『県民経済統計年報』
(<http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/toukei.html#kenmin>)
- 内閣府経済社会総合研究所『民間企業資本ストック年報』
(<http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/toukei.html#s-kakuho>)
- 内閣府 『経済財政白書』、『経済白書』
(<http://www5.cao.go.jp/keizai3/whitepaper.html#keizai>)
- 新美一正 [1998.1] 『ビッグバンとわが国銀行業—自由化とリレーションシップ・レンディングの変質—』 日本総合研究所
- 西村吉正 [1999.10] 『金融行政の敗因』 文藝春秋
- 日本学術会議経済制度研究連絡委員会 [1999.12] 『金融ビッグバンの根底にあるもの』 『経済制度研究連絡委員会報告』
- 日本銀行 [2002.10] 『不良債権問題の基本的な考え方』
(<http://www.boj.or.jp/type/ronbun/ron/research/>)
- 日本銀行 [2003.4] 『貸し出しの経済価値の把握とその意義—金融機関・企業のビジネスモデルの変革に向けて—』
(<http://www.boj.or.jp/type/ronbun/ron/research/>)
- 日本銀行考査局 [2002.4] 本邦金融機関による経営課題への対応状況
(<http://www.boj.or.jp/type/ronbun/ron/research/>)
- 日本銀行調査統計局 『金融経済統計月報』
(<http://www.boj.or.jp/type/stat/dlong/index.htm>)
- 日本銀行金融機構局 『金融システムの現状と評価—銀行セクターを中心に—』 『金融システムレポート』 (<http://www.boj.or.jp/type/ronbun/index.htm>)
- 日本経済新聞社編 [1997.6] 『金融 破局か再生か』 日本経済新聞社
- 日本経済新聞社編 [1998.8] 『日本が震えた日 (ドキュメント・97 秋金融危機)』 日本経済新聞社

日本経済新聞社編 [2000.8] 『金融迷走の10年』 日本経済新聞社

日本経済新聞社編 [2001.11] 『検証バブル 犯意なき過ち』 (日経ビジネス文庫) 日本経済新聞社

日本経済新聞社編 [2003.10] 『生保はどうなる』 日本経済新聞社

日本経済新聞社編 [1990 春～1998 夏] 『日経金融年報』 日本経済新聞社

日本経済新聞社編 [1990～1998] 『日経会社総鑑』 日本経済新聞社

日本経済新聞

日本証券業協会 [1998] 『証券会社の決算概況と証券市場の動向 (FACT BOOK)』

野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー2003 年秋号』

野呂崇享 [2002.5] 『地価下落が実体経済に与える影響について』 UFJ 総合研究所『調査レポート』

服部正純 [2002.6] 『通貨危機への対応策としての流動性供給の意義について—最近の理論および実証研究からのインプリケーション—』 日本銀行金融研究所 『金融研究』

馬場 直彦・久田 高正 [2001.12] 『わが国金融システムの将来像 —変革の圧力と金融当局の役割—』 日本銀行金融研究所 『IMES Discussion Paper』

浜田文雅・鴨池治 [1992.3] 『金融論の基礎』 有斐閣

原田泰・岡元慎一 [2002.12] 『銀行貸出とその他の資金調達手段の優位性』 内閣府経済社会総合研究所 『ESRI Discussion Paper』

平石裕一 [2000.9] 『中小企業金融を理解するために』 地域産業研究所

深尾光洋・日本経済研究センター編 [2000.12] 『検証生保危機』 日本経済新聞社

深尾光洋・日本経済研究センター編 [2002.4] 『生保危機は終わらない』 東洋経済新報社

深尾光洋・日本経済研究センター [2000.9] 『金融不況の実証分析』 日本経済新聞社

北海道新聞社編 [1999.3] 『拓銀はなぜ消滅したか』 北海道新聞社

堀雅博・木滝秀彰 [2003.3] 『金融機関の健全性と地域経済—都道府県別データによる検証—』 内閣府経済社会総合研究所 『ESRI Discussion Paper』

堀内昭義 [1998.2] 『金融システムの未来』 岩波書店

福田慎一・鯉淵賢 [2006.4] 『不良債権と債権放棄—メインバンクの超過負担—』 東京大学大学院経済学研究科附属日本経済国際共同研究センター 『ディスカッションペーパー』

堀江康熙 [2001.7] 『銀行貸出の経済分析』 東京大学出版社

毎日新聞

松浦克己・竹澤康子 [2001.1] 『銀行の中小企業向け貸出供給と担保、信用保証、不良債権』 郵政研究所 『郵政研究所ディスカッションペーパー』

松浦克己・堀雅博 [2003.7] 『特別信用保証と中小企業経営の再構築—中小企業のマイクロ・データによる概観と考察—』 内閣府経済社会総合研究所 『ESRI Discussion Paper』

三谷隆博 [2001.4] 『わが国金融の現状と課題』 京都大学経済学部 『金融システム論・第 1

講要旨』

- 宮内篤 [2002.12] 『貸出モデルの転換に向けた制度設計のあり方』 日本銀行考査局
『考査局ワーキングペーパー』
- 宮坂恒治 [1996.3] 『資産論序説』 創成社
- 宮坂恒治 [1997.5] 『転換期の銀行論』 創成社
- 宮崎義一 [1992.6] 『複合不況』 中央公論社
- 村本孜 [1994.6] 『制度改革とリテール金融』 有斐閣
- 村本孜 [2005.2] 『リレーションシップ・バンキングと金融システム』 東洋経済新報社
- 藪下史郎 [1995.10] 『金融システムと情報の理論』 東京大学出版社
- 藪下史郎・武士俣知生 [2002.9] 『中小企業金融入門』 東洋経済新報社
- 湯谷昇羊 [1999.7] 『生保危機の真実』 ダイヤモンド社
- 吉川洋・通産省研究所編集委員会 [2000.4] 『マクロ経済政策の課題と争点』 東洋経済新報社
- 吉田春樹 [2001.9] 『銀行と株（大破局へのシナリオ）』 東洋経済新報社
- 吉野直行・浅野幸弘・川北英隆（編） [1999.3] 『日本型金融制度改革』 有斐閣
- 読売新聞金沢支局石川銀行問題取材班 [2003.9] 『石川銀行破綻の航跡』 梧桐書院
- 読売新聞社会部 [2001.10] 『会社がなぜ消滅したか（山一証券役員たちの背信）』 新潮社
- 渡辺慎一 [1998.3] 『金融危機と金融規制』 アジア経済出版会