

# 金融規制緩和が銀行のリスク評価に 与えた影響

——株価データに基づく実証分析——

奥 山 英 司

## 目 次

1. はじめに
2. 銀行の証券業務参入
  - 2-1. 金融制度改革
  - 2-2. 金融システム改革
3. 先行研究と仮説
  - 3-1. 先行研究
  - 3-2. 仮 説
4. 実証分析
  - 4-1. デ ー タ
  - 4-2. 分析手法
  - 4-3. 分析結果
5. おわりに

## 1. はじめに

日本では、1990年代に金融規制の緩和が大きく進んだ。1992年に金融制度改革法が成立し、銀行業務や証券業務、信託業務に関して、制限付きながら相互参入が実現した。1996年より検討の始まる日本版ビッグバンでは、更なる金融の自由化が議論され、その成果を受けて1998年に金融システム改革法が成立し、銀行業務と証券業務の垣根などが撤廃された。日本

版ビッグバンでは、金融持株会社の解禁なども実施され、金融機関の業務に関する規制と組織に関する規制は、大きく緩和された。これらの改革は、日本において第2次世界大戦後に採用された金融の分業制・専門制の転換点となり、金融機関のあり方を再検討する契機となった。

このような金融業務に関する規制緩和は、金融機関のリスク評価に、どのような影響を与えるであろうか。特に日本では、銀行中心型と呼ばれる金融の仕組みが成立しており、銀行が他の業務、特に証券業務に進出することは、国民経済の観点からも重要な出来事である。銀行が業務を拡大することによって、リスクも上昇するのであれば、金融監督において注目する必要がある。それに対してリスクが上昇しないのであれば、その時点で業務規制を行う必要性が小さい可能性を意味する。日本における金融業務規制のモデルであったアメリカでは、日本に先駆けて規制の緩和が実施された。日本の金融業務規制緩和が、アメリカと比較してどのような特徴があるのか、同じような結果が得られるのか否か、これらは大変興味深い点である。

本稿では、日本における金融制度改革と金融システム改革について概観し、これらの規制緩和が銀行のリスク評価に与えた影響について、アメリカを対象とした先行研究との比較を意識し、実証的に分析する。市場からリアルタイムに評価されるリスクを確認することは、金融機関に対する評価の確認として意義のあるものだと考えられる。

本稿の構成は以下の通りである。2節では、金融業務に関する規制緩和を実行した、金融制度改革と金融システム改革に関して概観する。3節では、銀行による証券業務の参入に関する先行研究と仮説を確認する。4節でデータと分析手法を確認し、分析結果の検証を行う。最後に5節で全体をまとめる。

## 2. 銀行の証券業務参入<sup>1)</sup>

### 2-1. 金融制度改革

第2次世界大戦後の日本では、金融業務の分業制・専門制が採用された。アメリカのグラス・スティーガル法に準拠する形で設けられた証券取引法65条により、銀行の証券業務参入と、証券会社の銀行業務参入が厳密に禁止された。この規制は国内の業務だけでなく、海外における業務にも影響を与え、邦銀系証券現地法人の活動には制限が課せられた<sup>2)</sup>。金融業務の分業制・専門制は、戦後の復興期から長期間にわたり採用されたが、1985年に「専門金融機関制度をめぐる諸問題研究のための特別委員会」（以下、制度問題研究会）が大蔵省の金融制度調査会に設置されてから、金融業務の自由化を総合的に検討する取り組みが進められた<sup>3)</sup>。制度問題研究会の設置は、日本の金融制度改革において重要な出来事であった。

1987年12月4日に、制度問題研究会から銀行と証券会社の垣根見直しを含む報告が行われ、1988年2月に、金融制度改革を取り扱う金融制度第2委員会が設置された<sup>4)</sup>。これに対応して、1988年9月に証券取引審議会に

---

1) 本節は、奥山（2009）を中心に、鹿野（2006）、西村（2003, 2011）などを参考にまとめている。

2) 大蔵省の銀行局、証券局、国際金融局による、1974年8月の三局合意（三局指導）として、活動に制限が加えられた。具体的には、日本居住者発行の外債引き受けに関して、邦銀系証券現地法人が日本の証券会社系の現地法人との間で競合する場合は、証券系現地法人の優位が認められた。1993年の金融制度改革法施行により廃止された。

3) これ以前にも、金融の自由化・国際化が進展していた。詳しくは西村（2011）などを参照。

4) 金融制度第1委員会では、主に地域金融機関に関する制度が検討の対象となり、第2委員会では、金融業務の自由化に関する金融制度改革が検討の対象となった。

基本問題研究会，1989年4月に保険審議会に総合部会が設置され，業務の相互参入に関する議論が行われた。1989年5月に，金融制度調査会・金融制度第2委員会が，「新しい金融制度について」と題する中間報告を取りまとめ，証券取引審議会・基本問題研究会も「金融の証券化に対応した資本市場の在り方について」と題する中間報告を取りまとめた<sup>5)</sup>。1991年6月に，金融制度調査会答申「新しい金融制度について」と，証券取引審議会報告「証券取引に係る基本的制度の在り方について」が取りまとめられた。これらの審議会の答申や報告書に基づき，銀行業界，証券業界，信託業界などの意見調整を経て，16本の法律を一括で改廃する，「金融制度及び証券取引制度の改革のための関連法律の整備等に関する法律案」(以下，金融制度改革法)が1992年6月19日に成立し，1993年4月1日に施行された。西村(2011)において，「おおむね銀行(特に都市銀行・長期信用銀行)が攻め込む立場で主導し，証券・信託業界が少し遅れて受身で対応した後，最後に保険業界が追従するという形で，広く金融業界全体を巻き込んだものであった」(242-243頁)と評価されているように，金融制度調査会が先行する，銀行主導の金融制度改革であった。

金融制度改革で認められた，銀行業務と証券業務，信託業務の子会社方式による相互参入は，漸進的な取り扱いとなり，業務制限と参入時期の調整が実施された。本稿で注目する銀行の他業務参入について，証券子会社，信託子会社に認められた業務は，図表1の通りである。証券業務参入では，証券子会社の取り扱い業務から，株式の発行及び流通業務，エクイティもの(転換社債，新株引受権付社債，新株引受権証券)の流通業務，株価指数先物取引及び株価指数オプション取引の3点が除外された。このため銀行の証券子会社が行う主要業務は，普通社債の引き受けなどとなった。

---

5) ここでの「証券化」の意味は，間接金融から直接金融への移行，つまり企業金融の証券化を含む，広いものである。

図表1 金融制度改革法で認められた証券子会社・信託子会社の業務内容

証券子会社		公共債	普通社債・金融債	投資信託	転換社債・新株 引受権付社債・ 新株引受権証券	株価指数オプショ ン・株価指数先物	株式
発行	ディーリング	○	○	○	○	-	×
	ブローカー	○	○	○	×	×	×
信託子会社							
金銭の信託	貸付信託	×	×	特金	指定単	ファンドトラスト	証券投資信託
				×	×	○	○
金銭以外の信託 (項目ごとの信 託業務可否)	有価証券	金銭債権	動産	不動産			
		○	○	○	○		
併營業務		×					

出所) 奥山 (2009) の表1を加工して作成。

図表2 銀行などの証券子会社と信託銀行子会社の設立時期

証券子会社		
時 期	母 体 行	設立証券子会社
1993年 7 月	日本興業銀行	興銀証券
	日本長期信用銀行	長銀証券
	農林中央金庫	農中証券
1993年10月	三菱信託銀行	三菱信証券
	住友信託銀行	住信証券
1994年 7 月	安田信託銀行	安田信証券
	あさひ銀行	あさひ証券
1994年11月	第一勧業銀行	第一勧業証券
	さくら銀行	さくら証券
	富士銀行	富士証券
	三菱銀行	三菱ダイヤモンド証券
	三和銀行	三和証券
	住友銀行	住友キャピタル証券
1995年 1 月	東海銀行	東海インターナショナル証券
1995年 3 月	北海道拓殖銀行	北海道拓殖証券
1995年 5 月	三井信託銀行	三井信証券
1995年 9 月	東洋信託銀行	東洋信証券
1996年 9 月	信金中央金庫	しんきん証券
	横浜銀行	横浜シティ証券
信託銀行子会社		
時 期	母 体 行	設立信託銀行子会社
1993年 9 月	東京銀行	東京信託銀行
1994年 3 月	信金中央金庫	しんきん信託銀行
	日本債券信用銀行	日債銀信託銀行
1995年 9 月	農林中央金庫	農中信託銀行
	東海銀行	東海信託銀行
1995年10月	日本興業銀行	興銀信託銀行
1995年12月	第一勧業銀行	第一勧業信託銀行
	三和銀行	三和信託銀行
1996年 1 月	さくら銀行	さくら信託銀行
1996年 3 月	あさひ銀行	あさひ信託銀行
1996年 6 月	富士銀行	富士信託銀行
1996年 7 月	住友銀行	すみぎん信託銀行
1996年12月	日本長期信用銀行	長銀信託銀行

注) 1993年9月に、4大証券会社(大和証券, 日興証券, 山一証券, 野村証券)も信託銀行子会社を設立している。

出所) 奥山(2009)の表2を加工して作成。

信託業務への参入では、信託子会社の取り扱い業務から、金銭の信託に関する業務の一部（貸付信託や年金信託、合同金銭信託）などが除外された<sup>6)</sup>。銀行などの証券子会社、信託銀行子会社の参入時期は、図表2の通りである。証券子会社については、長期信用銀行や系統金融機関、信託銀行が優先された。また信託銀行子会社については、証券会社や外国為替専門銀行、系統金融機関、長期信用銀行が優先された<sup>7)</sup>。相対的に力のあると判断された都市銀行が参入するまでに、参入を受ける立場となる既存の証券会社及び信託銀行と、証券会社の信託銀行子会社が、十分に準備を行うことができるように検討された結果であった。

## 2-2. 金融システム改革

金融制度改革法によって、金融業務に関する規制緩和が行われたのは、大きな成果であった。しかし日本で時間をかけて議論し漸進的な規制緩和を進める間に、世界では、証券市場の発展、国境を越えた金融市場の一体化、大手金融機関の国際展開の拡大などが進んだ。この結果、規制緩和を進めたにもかかわらず、日本の金融システムは、先進諸国と比較して遅れたものとなっていた。このような世界的な潮流に対応するため、日本版ビッグバンが提唱された。日本版ビッグバンは、橋本内閣が掲げた6大改革で取り上げられたが、これは、経済構造改革推進案を作成していた経済審議会・行動計画委員会が1996年10月17日にまとめた提言に対応したものであった<sup>8)</sup>。行動計画委員会の提言は、銀行業務・証券業務・信託業務・保

---

6) 銀行子会社については、激変緩和措置がとられることはなく、当初からすべての業務が認められた。これは、銀行の力が相対的に強いと判断されたためである。このため、証券会社は信託銀行子会社を設立して、銀行業務及び一部制限された信託業務に参入した。

7) 大和証券、日興証券、山一証券、野村証券は、東京銀行と同時点での参入が認められ、大手銀行に先駆けて信託銀行子会社を設立した。

除業務の相互乗り入れを1997年度中に事実上自由化することや、金融持株会社の全面解禁が盛り込まれており、野心的なものであった。日本版ビッグバンは、従来の規制に基づく金融秩序を大きく変革し、東京市場を、2001年にはニューヨークやロンドンに並ぶ国際市場とすることを目標とした。証券取引審議会、企業会計審議会、金融制度調査会、保険審議会、外国為替等審議会の5審議会でも活発な議論が行われ、また各審議会代表者による金融システム改革連絡協議会の設置により意見交換を実施することで、金融業界全体での検討が進められた。1997年6月に、各審議会でも最終報告書・答申が取りまとめられ、これらの成果に基づいて「金融システム改革のプラン～改革の早期実現に向けて～」が策定された。これを受けて23本の法律を一括で改正する「金融システム改革のための関連法律の整備等に関する法律」（以下、金融システム改革法）が1998年6月5日に成立し、同年12月1日に施行された<sup>9)</sup>。金融制度改革では業態間の縄張り争いもあったが、それに比べて金融システム改革は金融業界全体で議論が進められた大規模な改革であり、これまでの日本の金融システムを大きく変えるものであった<sup>10)</sup>。

日本版ビッグバンでは、金融業務の相互参入促進が求められ、金融制度改革法で定められた業態別子会社の業務範囲制限を、1999年下期中に撤廃

- 
- 8) 6大改革では金融システム改革以外に、行政、財政構造、社会保障制度、経済構造、教育の各改革が対象となった。
- 9) 金融システム改革法に先立って1997年12月に成立した金融持株会社2法（「持株会社の設立等の禁止の解除に伴う金融関連法律の整備等に関する法律」及び「銀行持株会社の設立のための銀行などに係る合併手続きの特例等に関する法律」）も、日本のこれまでの金融の仕組みを変える、大きな改革であった。
- 10) 日本版ビッグバンに関する検討の詳細は、金融庁のサイトに、時系列でまとめられている。「ビッグバンに向けての、これまでの主な足取り」（[http://www.fsa.go.jp/p\\_mof/big-bang/bb6.htm](http://www.fsa.go.jp/p_mof/big-bang/bb6.htm)）。



することが示された<sup>11)</sup>。金融持株会社の解禁と子会社の業務範囲制限撤廃は、金融機関の再編を促し、3大メガバンクや、3大証券グループを中心に、銀行、信託銀行、証券会社の再編や組織改革が行われた<sup>12), 13)</sup>。また銀行と証券会社の連携も進展し、例えば、大和証券グループ本社と三井住友銀行が合弁で証券ホールセール事業を行うことなどが実現した。日本版ビッグバンは、日本の金融システムに関する大改革であったが、特に証券市場に関連するものが中心であり、銀行や証券会社に大きな影響を与えた。

日本の金融業界で長く続いた分業制・専門制は、1992年に成立した金融制度改革法による銀行業務と証券業務の子会社方式による相互参入を経て、1996年から検討が始まる日本版ビッグバンによって解消された。銀行の証券業務参入は、このような経緯で実現した。

### 3. 先行研究と仮説

#### 3-1. 先行研究

日本と同様に銀行業務と証券業務の分離を行っていたアメリカでは、日本に先立って金融業務規制に関する改革が実施された<sup>14)</sup>。銀行業務と証券業務の相互参入に関して、アメリカの20条子会社やグラム・リーチ・ブライリー法（以下、GLB法）に関する研究では、商業銀行の証券業務参入に

---

11) 投資信託の銀行窓版解禁や、証券業務の登録制から届出制への変更なども決定された。

12) 3大メガバンクは、みずほフィナンシャル・グループ、三井住友フィナンシャル・グループ、三菱UFJフィナンシャル・グループであり、3大証券会社は、大和証券グループ、日興コーディアル・グループ、野村グループである。

13) 銀行の証券子会社と系列証券会社の統合が行われるなど、特に銀行の証券業務に関する再編が大きく進んだ。

14) アメリカにおける金融制度は、高木（2006）などを参照。

注目した実証研究が行われた<sup>15)</sup>。金融機関が他の業務に参入することによるリスク及びリターンへの影響を確認する研究や、証券業務参入後の銀行の期待倒産確率を確認する研究などによって、金融システムの安定性への影響の検証が行われた。

金融規制緩和が商業銀行や投資銀行のリスクやリターンに与える影響について、主に会計データを用いた研究と、市場データを用いた研究が存在する。会計データを用いた研究では、銀行業務と証券業務などに関して、ROA（使用総資本利益率）やROE（自己資本利益率）で測った収益性の比較や、収益の相関係数の計測に基づいて、業務多角化を行った場合のポートフォリオ効果の確認などが、Wall and Eisenbeis（1984）やWhite（1986）、Boyd and Graham（1986）、Kwast（1989）、Kwan（1998）、Kwan and Laderman（1999）、Reichert and Wall（2000）、Saunders and Cornett（2003）などによって行われている。銀行が証券業務に進出した場合のリスクの変化では、全体では一致した結論が得られていないものの、個別の業務に注目すると、リスクが低下する組み合わせが多く確認される。例えば、Reichert and Wal（2000）では、銀行業務と証券業務にポートフォリオ効果を確認し、市場環境に依存するなどの条件付ではあるが、銀行の証券業参入は適切な戦略であると評価している。

---

15) アメリカでは1987年以降、制限付きながら銀行の子会社による証券業務を認めてきた。これは「1933年銀行法」（通称、グラス・スティーガル法）第20条の解釈を変更することで実施されており、この銀行の子会社のことを20条子会社と呼んだ。20条子会社が行う証券業務には制限が課されていたが、その制限は徐々に緩和された。その後「1999年包括的な金融制度改革法」（通称、GLB法）によって、金融業務の相互参入が自由化された。金融持株会社が保険業務や証券業務などを営むことが認められ、一定の条件を満たす国法銀行は金融持株会社を設立することなく子会社を通じて証券業務などを営むことが認められた。グラス・スティーガル法で規定されていた銀行・証券の垣根を撤廃する大きな改革であった。

市場データを用いた実証分析では、株価収益率を用いて、市場により評価されるリターンやリスクの検証が行われている。リスクの変化に関する研究は、Bhargava and Fraser (1998) や Cornett et al (2002), Akhigbe and Whyte (2004), Geyfman (2005) などがある<sup>16)</sup>。Bhargava and Fraser (1998) では、子会社を通じて限定された証券に関する引受業務と自己売買業務を行うことが認められた、1987年4月30日のニュースと、その後の商業銀行による証券業務拡大に関するニュース（1989年1月18日など3つのニュース）について分析が行われた<sup>17)</sup>。銀行のリスクに関して、はじめに認められた相対的にリスクの低い不動産関連証券などに限定された証券業務参入のニュースでは、リスク変化が限られていたのに対して、その後の証券業務拡大に関するニュースでは、トータル・リスクとアンシステムティック・リスクが上昇したことを指摘している。Cornett et al (2002) では20条子会社に関する分析が行われ、銀行のリスクに有意な変化がないことが示された。Akhigbe and Whyte (2004) では、GLB法の影響を検証している。銀行では、トータル・リスクとアンシステムティック・リスクが上昇し、システムティック・リスクが低下したことを明らかにした。Geyfman (2005) では銀行持株会社を対象に、20条子会社所有の影響を確認している。20条子会社を通じて投資銀行業務を行うことで、ポートフォリオ効果によって銀行持株会社のトータル・リスクとアンシステムティック・リスクが低下

---

16) リターンに注目した分析は、Apilado et al (1993) や Akhigbe and Whyte (2001) で行われており、Bhargava and Fraser (1998) や Cornett et al (2002) では、リスクとともにリターンについても確認をしている。

17) 20条子会社の新しく認められた証券業務からの収入は、収入全体の2年間の平均の5%を上限としていた（残りの95%は、グラス・スティーガル法で認められた国債関連業務などからの収入が求められた）。1989年1月18日のニュースは、20条子会社が取り扱うことのできる証券を拡大するものであった。1989年9月13日のニュースは、この上限を10%に引き上げるものであり、1996年12月20日のニュースは、上限を25%に引き上げるものであった。

するが、システムティック・リスクが上昇することを確認している。アメリカでも段階的に金融業務に関する規制が緩和されたため、規制緩和の内容によって結果が異なるが、Bhargava and Fraser (1998) による、相対的に低リスクの証券に関する最初の証券業務参入は銀行のリスク低下につながり、取り扱う証券が拡大するとリスク上昇につながるという結果は、銀行の扱う証券業務に関して重要な指摘である<sup>18)</sup>。日本の金融業務に関する規制緩和について、市場データを用いた研究に奥山 (2009) がある。日本の金融制度改革と金融システム改革について証券会社に注目し、リスクの変化とリターンの変化の分析を行っている。リスクの変化に注目すると、金融制度改革の検討が始まった時点では、トータル・リスクとアンシステムティック・リスクが低下したのに対して、規制緩和が実現した時点では、トータル・リスク、システムティック・リスク、アンシステムティック・リスクがともに上昇した。金融システム改革の検討開始時点では、トータル・リスクとアンシステムティック・リスクが上昇したのに対して、システムティック・リスクは低下した。金融システム改革の実現時点では、リスクに変化は見られなかった。これらの結果から、銀行の証券業務及び信託業務への参入と、証券会社の銀行業務及び信託業務への参入は、全体的に証券会社のリスク上昇要因として評価されるが、システムティック・リスクについては、規制緩和内容によって異なることが分かる。システムティック・リスクは、投資家の求めるリターンに関わるものであり、自由化の進展によって、証券会社に対するリスクが低下したと評価された

---

18) これらの研究以外にも、規制緩和に関して、1980年金融制度改革法 (DIDMCA) や、1982年のガーン・セイントジャーメイン預金金融機関法 (Garn-St. Germain Depository Institutions Act of 1982) についても、市場データを用いた研究が盛んに行われている。例えば前者については、Allen and Wilhelm (1988) や Bundt et al. (1992) などを参照のこと。

ことが確認された。

Boyd and Graham (1988) や Boyd et al. (1993) などでは、銀行持株会社とノンバンクの合併をシミュレーションし、倒産確率を検証している。Boyd et al. (1993) では、銀行持株会社のリスクは、保険会社などとの合併では低下するが、証券会社などとの合併では上昇することを明らかにしている。

### 3-2. 仮 説

金融業務に関する規制緩和により、銀行業務と証券業務を同時に行うことが可能になると、金融機関にはさまざまな観点から変化が期待できる。

銀行の証券業務参入や証券会社の銀行業務参入によって、プラス面では主に3つの効果が期待される。(a)「範囲の経済性」による費用通減効果、(b)業務の多角化によるポートフォリオ効果、(c)多様な業務を行うことによるシナジー効果、である。(a)「費用通減効果」は、銀行業務と証券業務それぞれで得た情報を相互で有効活用することや、人的資源の有効活用によって、より効率的となり費用の節約が期待されるものである。また(b)の「ポートフォリオ効果」は、業務の多角化によるリスク分散を行うことで、金融機関としての総合的な安定性が増すことが期待される効果である。(c)の「シナジー効果」は、2つ以上の業務を同時に行うことによる相乗効果であり、それまでよりも多様なニーズへの対応による顧客拡大などが含まれる。

このようにプラス面が期待される金融業務の相互参入であるが、マイナス面も考えられる。(d)競争激化による収益性低下効果、(e)銀行業務と証券業務の利益相反による効果、(f)他の業務が不振となったときに銀行が破綻する効果、(g)事業が多角化・複雑化することによるコーポレート・ガバナンス能力の低下効果、の4つである。(d)「収益性低下効果」は、銀

行、証券会社とも新たな競争に直面することによって、これまでより収益性が低下する可能性が存在するためである。(e)の「利益相反による効果」は、銀行業務と証券業務分離の根幹に関わるものである。利益相反関係に対応することを主要な目的として銀行業務と証券業務の分離を行ってきたが、相互参入を認めれば、利益相反行動が発生する可能性がある<sup>19)</sup>。(f)「銀行破綻効果」は、他の業務の損失によって銀行業務が同時に立ち行かなくなる状況を考慮している。(g)「コーポレート・ガバナンス能力低下効果」は、業務の多角化によって最適なガバナンスが行われず、例えば企業のリスク・マネジメントが非効率になる効果である。

銀行が証券業務に参入することによるリスクの変化は、(b)業務の多角化によるポートフォリオ効果、(f)他の業務が不振となったときに銀行が破綻する効果、(g)事業が多角化・複雑化することによるコーポレート・ガバナンス能力の低下効果、との関連が強い。銀行が、証券業務参入によって業務の多角化を実現すれば、投資家にとって、銀行への投資が多くの事業に投資することにつながる。しかし、相対的に危険な証券業務に参入することで、破綻リスク上昇が期待され、異なる業務を十分に管理できないためリスクが高く評価される可能性がある。本稿では、銀行のリスク変化に注目した分析を行うため、主に上記3点の影響について確認することにつながる<sup>20)</sup>。

---

19) 利益相反行為は、例えば銀行が、債権回収が困難になった貸出先に社債を発行させて当該銀行からの借入を返済させることで、貸出先の破綻リスクを投資家に転嫁する行為である。銀行による情報優位性を利用した行動であるが、証券業務の観点からはこのような社債発行は適切なものではない。

20) もちろん、リスクに見合ったリターンを得られるかという観点から、他業務進出を検討する必要がある。本稿では、金融業務に関する規制緩和が銀行のリスク変化をもたらすか否かという点に注目するため、リスク変化を捉える分析を行っている。

## 4. 実証分析

### 4-1. データ

金融業務規制の緩和が検討される前と、金融業務規制が緩和された以後で、銀行のリスク評価にどのような変化が見られたか検証するため、1992年の金融制度改革と1998年の金融システム改革について、規制緩和に関する議論の経過を確認する。2節で見たように、1992年の金融制度改革に関連して、(1)1987年12月4日に制度問題研究会から銀行と証券会社の垣根見直しを含む報告が行われ、(2)1992年6月19日に金融制度改革法が成立している。また1998年の金融システム改革に関連して、(3)1996年10月17日に経済審議会の行動計画委員会が大胆な金融規制緩和の提言をまとめ、(4)1998年6月5日に金融システム改革法が成立している。

本稿では、(1)と(2)を金融制度改革の検討前と規制緩和以後、(3)と(4)を金融システム改革の検討前と規制緩和以後と判断し、銀行のリスク変化の検討を行う。4つのニュースに関連する新聞記事の確認をした結果、(1)については1987年11月15日の朝刊に制度問題研究会報告の要旨が掲載されていたため、具体的内容が周知された日としてニュースが掲載された日を選択した。(2)から(4)については、上記の日がニュースの確認された日である<sup>21)</sup>。したがって、次の①から④が分析対象の日となる。

- ① 1987年11月15日：この日より前が、金融制度改革の検討前
- ② 1992年6月19日：この日以後が、金融制度改革による規制緩和以後
- ③ 1996年10月17日：この日より前が、金融システム改革の検討前

---

21) 日経テレコン21を用いて、日本経済新聞・日経産業新聞・日経流通新聞 MJ・日経金融新聞を対象に、「銀行」「証券」「参入」などのキーワードについて確認を行った。(1)に関連して、制度問題研究会が具体的な報告を作成したことを重視し、1987年11月15日をニュースの日として採用した。

④ 1998年6月5日：この日以後が、金融システム改革による規制緩和以後

以下では①から④で示された日を、イベント日と呼ぶ。①と②では、銀行の制限された証券業務や信託業務への参入や証券会社の銀行業務への参入が決定され、③と④では、金融業務に関して、業態間の垣根が撤廃された。

投資家による株価を通じたりスク評価を確認するため、検討前に該当するイベント日より前の300営業日と、規制緩和以後に該当するイベント日以後300営業日の株価データを用いて分析を行う。つまり金融制度改革について、①より前の300営業日と、②以後の300営業日、金融システム改革について、③より前の300営業日と、④以後の300営業日を利用する。長期的なデータを用いることで、信頼のできる結果が期待される。本稿では東京証券取引所第一部に上場している銀行を対象にする。したがって東京証券取引所第一部の対象となる合計600営業日の株式収益率を利用できる銀行について分析を行う。日経 NEEDS Financial Quest でデータを確認した結果、金融制度改革では、大手銀行（都市銀行及び長期信用銀行）14行、地方銀行46行、第二地方銀行13行、信託銀行6行、金融システム改革では大手銀行（都市銀行及び長期信用銀行）10行、地方銀行54行、第二地方銀行19行、信託銀行7行が分析対象となった<sup>22)</sup>。図表2より明らかなように、金融業務に関する規制が緩和された結果、証券子会社を設立したのは都市銀行と長期信用銀行、信託銀行が中心で、地方銀行では横浜銀行のみである。また信託子会社は、都市銀行と長期信用銀行、証券会社が設立をした。地方銀行及び第二地方銀行は、証券子会社を設立した横浜銀行を除いて、他業務への参入を行っていないことに注意が必要である。ただし規制

---

22) 本稿で用いるデータはすべて、日経 NEEDS Financial Quest より入手した。



緩和時に証券業務など他業務に参入しなくても、将来において参入する可能性がある。市場では、将来を見越した評価が行われているため、他業務に参入していない地方銀行及び第二地方銀行に関するリスク変化も確認する。

#### 4-2. 分析手法

規制緩和が、銀行のリスク評価に与えた影響について、イベント日前と以後のリスク指標の変化から検証する。本稿ではリスクの変化を確認するため Bhargava and Fraser (1998) や Akhigbe and Whyte (2004)、奥山 (2009) の手法を参考に分析を行う。規制緩和検討のイベント日前300営業日と規制緩和決定のイベント日を含んだそれ以後300営業日のデータを用いて、トータル・リスク、システマティック・リスク、アンシステマティック・リスクの変化を確認する。

トータル・リスクは、銀行の総合的な安定性を確認する指標である。次の(1)式により求める。Akhigbe and Whyte (2004) では、金融規制当局が重視する指標として、注目しているリスク指標である。

$$\Delta \text{Var}(R_i) = \text{Var}(R_i)_{\text{Post}} - \text{Var}(R_i)_{\text{Pre}} \quad (1)$$

各銀行のトータル・リスクは、銀行  $i$  の株価の日次収益率 ( $R_{it}$ ) の分散 ( $\text{Var}(R_i)$ ) であり、その変化 ( $\Delta \text{Var}(R_i)$ ) は、イベント前 (Pre) とイベント以後 (Post) の差により求める。

システマティック・リスクの変化は、ダミー変数を加えたマーケット・モデルである(2)式により確認する。マーケット・モデルにより規制緩和の効果を検証する場合には、誤差項の相関を考慮した分析手法が有効である (Binder (1985a, b) など)。Bhargava and Fraser (1998) や奥山 (2009) などで使用されている SUR (Seemingly Unrelated Regression) の考えに基づく、

MVRM (Multivariate Regression Model) の手法を、本稿でも用いる。ダミー変数  $D_t$  は、規制緩和検討前に 0、規制緩和以後に 1 をとる変数である。

$$R_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} R_{mt} + \beta_{2i} D_t R_{mt} + e_{it} \quad (2)$$

トータル・リスクと同様に、 $R_{it}$  は銀行  $i$  の株価の日次収益率である。 $R_{mt}$  はマーケット・インデックスの日次収益率であり、TOPIX の日次収益率を利用する。 $\beta_{0i}$ 、 $\beta_{1i}$ 、 $\beta_{2i}$  は、推定されるパラメーターであり、 $e_{it}$  は誤差項である。システムティック・リスクのイベント前 (Pre) とイベント後 (Post) の変化 ( $\Delta\beta_{1i}$ ) は、次の(3)式で示されるように、ダミー変数の係数で確認される。

$$\Delta\beta_{1i} = \beta_{1i} Post - \beta_{1i} Pre = \beta_{2i} \quad (3)$$

3 つ目のリスク指標として、アンシステムティック・リスクを、(4)式であらわされるシングル・マーケット・モデルを用いて求める。

$$R_{it} = \alpha_{0i} + \alpha_{1i} R_{mt} + \eta_{it} \quad (4)$$

$R_{it}$  と  $R_{mt}$  は(2)式と同様である。この(4)式について、規制緩和検討前のデータと、規制緩和以後のデータに分割して、 $\alpha_{0i}$  と  $\alpha_{1i}$  を推定する。誤差項の分散 ( $Var(\eta_i)$ ) がアンシステムティック・リスクであり、その変化 ( $\Delta Var(\eta_i)$ ) は、次の(5)式で示されるように、イベント前 (Pre) とイベント後 (Post) の差により求める。

$$\Delta Var(\eta_i) = Var(\eta_i) Post - Var(\eta_i) Pre \quad (5)$$

以上により求めたトータル・リスク、システムティック・リスク、アンシステムティック・リスクについて、大手銀行 (都市銀行及び長期信用銀行)、地方銀行、第二地方銀行、信託銀行のグループに分けて、変化の方

向と有意性を検証する。

#### 4-3. 分析結果

はじめに図表3より、金融制度改革による、市場による銀行のリスク評価の変化を確認する。トータル・リスクについて、大手銀行、地方銀行、第二地方銀行の変化の平均値は、有意水準1%で低下している。信託銀行はマイナスの値であるが、有意ではなかった。システムティック・リスクは、すべてのグループでプラスの値であるが、有意な変化をしていない。アンシステムティック・リスクは、大手銀行、地方銀行、第二地方銀行で、1%水準で有意に低下した。これらの結果から、トータル・リスクが低下した要因は、アンシステムティック・リスクの低下であることが分かる。大手銀行で、アンシステムティック・リスクが低下したのは、投資家にとって分散可能なリスクが低下したということであり、業務の多角化による効果のひとつであると評価することができる。

金融制度改革は、銀行が限定された証券業務や信託業務に参入することを認めるもので、大手銀行は証券子会社や信託子会社を設立し、信託銀行は証券子会社を設立して、予定された他業務への参入が実現した。銀行業務より相対的にリスクの高い証券業務への参入であったが、投資家からシステムティック・リスクが上昇すると評価されなかったことが分かる。この理由は、金融制度改革で証券子会社に認められた業務が、限定されていたためだと考えられる。2節で確認したように、金融制度改革では、証券子会社の業務から、経済・市場環境の影響を受けやすい、株式の発行及び流通業務、エクイティもの（転換社債、新株引受権付社債、新株引受権証券）の流通業務、株価指数先物取引及び株価指数オプション取引が除外されている。この結果、銀行の証券子会社の主要業務は、普通社債の引受などとなった。銀行が証券子会社を通じて実現したのは、リスクの高い業務への

図表3 金融制度改革によるリスクの変化

	変化の平均値 (t 値)	変化の中央値	プラスになる 確率 (Z 値)
トータル・リスク			
大手銀行 (サンプル・サイズ14)	-0.0292 (-6.65)***	-0.0308	0.00% (-3.21)***
地方銀行 (サンプル・サイズ46)	-0.0179 (-4.31)***	-0.0143	21.74% (-3.74)***
第二地方銀行 (サンプル・サイズ13)	-0.0356 (-3.44)***	-0.0310	7.69% (-2.80)***
信託銀行 (サンプル・サイズ 6)	-0.0187 (-1.59)	-0.0146	16.67% (-1.68)*
システマティック・リスク			
大手銀行 (サンプル・サイズ14)	0.0570 (1.00)	0.0637	57.14% (0.49)
地方銀行 (サンプル・サイズ46)	0.0471 (1.03)	0.0409	56.52% (-0.88)
第二地方銀行 (サンプル・サイズ13)	0.0881 (0.76)	-0.0732	83.46% (0.14)
信託銀行 (サンプル・サイズ 6)	0.1736 (1.19)	0.2196	83.33% (0.88)
アンシステマティック・リスク			
大手銀行 (サンプル・サイズ14)	-0.0163 (-3.58)***	-0.0178	7.14% (-3.16)***
地方銀行 (サンプル・サイズ46)	-0.0153 (-4.79)***	-0.0143	19.57% (-4.12)***
第二地方銀行 (サンプル・サイズ13)	-0.0374 (-4.00)***	-0.0299	7.69% (-3.01)***
信託銀行 (サンプル・サイズ 6)	-0.0124 (-1.47)	-0.0095	16.67% (-1.47)

注) \*\*\*は1%水準, \*\*は5%水準, \*は10%水準で有意であることを示している。

進出ではなく、銀行借入から市場での社債発行などにシフトした、大企業の負債性資金調達に関する業務の拡大であった。金融制度改革は金融業務規制緩和の第一歩であり、証券会社にとって重要であった株式に関わる業

務は、他業態からの参入が認められない領域だったため、金融制度改革では銀行のシステムティック・リスクが上昇しない結果につながった。また大手銀行は、信託子会社設立によって制限付ながら信託業務への参入も実現しており、資産管理・運用といった業務への進出も、システムティック・リスクが変わらないと評価された要因のひとつだと考えられる<sup>23)</sup>。

次に、金融システム改革による、市場からの銀行のリスク評価の変化を、図表4より確認する。金融制度改革の場合とは、大きく異なった結果である。変化の平均値を見ると、トータル・リスクは、すべてのグループでプラスの値であり、大手銀行、地方銀行、信託銀行で、1%水準で有意となった。システムティック・リスクは、大手銀行が1%水準、信託銀行が5%水準でプラスの値、地方銀行が1%水準でマイナスの値となった。アンシステムティック・リスクは、すべてのグループでプラスとなり、大手銀行、地方銀行で1%水準、信託銀行で5%水準で有意となった。

大手銀行と信託銀行において、すべての銀行でシステムティック・リスクがプラスに変化し、平均値が有意に上昇したのは、重要な結果である。金融システム改革では、金融業務の業態間規制が撤廃され、また金融持株会社が解禁されたことにより、銀行業務、証券業務、信託業務を、金融グループとして運営することが可能となった。銀行は、証券分野に関してこれまでより広く参入できることになり、相対的にリスクの高い業務に取り

---

23) 証券業務や信託業務に参入していない、地方銀行（横浜銀行のみが証券業務に参入）や第二地方銀行のグループでも、トータル・リスクとアンシステムティック・リスクが有意に低下していることは、注意が必要である。地方銀行や第二地方銀行に関しては、将来の他業務参入以外に、金融制度改革に含まれる別の要因が影響を与えた可能性がある。また株式市場全体の影響を受けている可能性があり、より詳しく確認する必要がある。ただし、大手銀行や信託銀行で、システムティック・リスクが有意に変化していないという結果は、重要なものだと評価できる。

図表4 金融システム改革によるリスクの変化

	変化の平均値 (t 値)	変化の中央値	プラスになる 確率 (Z 値)
トータル・リスク			
大手銀行	0.1012	0.0978	100.00%
(サンプル・サイズ10)	(8.13)***		(2.61)***
地方銀行	0.0265	0.0252	88.89%
(サンプル・サイズ54)	(7.83)***		(5.67)***
第二地方銀行	0.0119	0.0119	73.68%
(サンプル・サイズ19)	(0.67)		(3.80)***
信託銀行	0.1335	0.1173	100.00%
(サンプル・サイズ 7)	(4.55)***		(2.28)**
システマティック・リスク			
大手銀行	0.5689	0.5365	100.00%
(サンプル・サイズ10)	(7.98)***		(2.61)***
地方銀行	-0.1250	-0.1471	37.04%
(サンプル・サイズ54)	(-3.44)***		(-3.07)***
第二地方銀行	-0.0571	0.0760	57.89%
(サンプル・サイズ19)	(-0.96)		(-0.54)
信託銀行	0.4040	0.3086	100.00%
(サンプル・サイズ 7)	(2.68)**		(1.94)**
アンシステマティック・リスク			
大手銀行	0.0567	0.0572	100.00%
(サンプル・サイズ10)	(6.71)***		(2.75)***
地方銀行	0.0237	0.0219	90.74%
(サンプル・サイズ54)	(7.74)***		(5.75)***
第二地方銀行	0.0100	0.0152	78.95%
(サンプル・サイズ19)	(0.56)		(2.03)**
信託銀行	0.0864	0.0750	100.00%
(サンプル・サイズ 7)	(3.81)**		(2.28)**

注) \*\*\*は1%水準, \*\*は5%水準で有意であることを示している。

組むことになったのである。大手銀行と信託銀行のシステマティック・リスクの上昇は、上記のような状況をあらわしている。大手銀行と信託銀行は、これまでの業務より経済・市場環境に影響を受けやすい、リスクの高

い業務を行うことが予想され、投資家からそれに見合ったリターンが期待された。大手銀行と信託銀行で、トータル・リスクが大きく上昇した要因のひとつは、システムティック・リスクの上昇であり、規制緩和の影響として重要なものであった。

本稿では、銀行が証券業務に参入することによるリスクの変化として、業務の多角化によるポートフォリオ効果、他の業務が不振となったときに銀行が破綻する効果、事業が多角化・複雑化することによるコーポレート・ガバナンス能力の低下効果、という3つを考えた。金融システム改革では、大手銀行と信託銀行のすべてのリスク指標がプラスの変化をしており、リスクを拡大させる効果が働いたと評価できる。

本稿の分析結果を先行研究と比較すると、Bhargava and Fraser (1998) のアメリカに関する分析で示された、相対的に低リスクの証券に関する最初の証券業務参入は銀行のリスク低下につながり、取り扱う証券が拡大するとリスク上昇につながるという結果と整合的である。アメリカと同様に業態間規制を行ってきた日本は、アメリカでグラス・スティーガル法による規制が緩和され、銀行業務と証券業務の相互参入が実現した後を追うように、証券取引法65条による規制を緩和し、銀行業務と証券業務の相互参入を認める改革を行った。金融システム改革により銀行が取り扱う証券領域が拡大すると、銀行のリスク上昇につながったことから、日本の銀行は、アメリカの銀行と同様の状況であったことが明らかとなった。

## 5. おわりに

本稿では、日本における1992年の金融制度改革と、1998年の金融システム改革を対象に、金融業務規制の緩和が銀行のリスク評価に与える影響について、実証的な分析を行った。この規制緩和は、アメリカにおける規制緩和に続くものであり、ヨーロッパでユニバーサルバンクが認められてき

たことを念頭に置けば、世界的な金融業務の自由化の一環であった。

証券業務と信託業務について、制限付で参入が認められた金融制度改革では、大手銀行などでトータル・リスクが低下したが、それはアンシステムティック・リスクが低下したことが要因であった。すべてのグループで、システムティック・リスクは有意な変化をしておらず、限定的な証券業務に参入することは、銀行のシステムティック・リスク上昇要因にはならないと評価されていたことが明らかとなった。これに対して、金融業務の相互参入が促進された金融システム改革では、大手銀行や信託銀行のシステムティック・リスクが上昇した。銀行が相対的にリスクの高い業務に進出することに対する評価である。銀行が経済・市場環境に大きな影響を受ける業務に参入することは、リスク上昇要因であることを示しており、仮説と整合的である。金融システム改革で、大手銀行や信託銀行のトータル・リスクが上昇した要因のひとつがシステムティック・リスクの上昇であったことは、金融規制などの観点からも重要な結果である。

金融業務に関する規制緩和を先行して行ったアメリカと比較して、取り扱う証券が拡大すると銀行のリスク上昇につながるという同様の結果が得られたことも、本稿の重要な貢献である。金融業務規制の緩和の影響について、銀行の業務拡大とリスク上昇の関係が、より一般的な結果であると解釈できる。

現在は金融システム改革から時間が経過し、銀行業界や証券業界、信託業界、保険業界の中での再編や、業界や国境を越えた再編が進んだ。またアメリカのサブプライム問題を発端とした世界金融危機では、影の銀行と呼ばれる、銀行などと関連が深い組織が重要な役割を担った。金融技術が発展し、国際的な業務が拡大する環境において、銀行が行う業務は、金融システムの安定においてますます重要なものとなっている。世界金融危機後に、銀行の業務に関する規制が再検討されているように、金融業務に関



する規制と金融機関のリスクは国民経済にとって重要な問題である。本稿で得られた結果も、金融業務規制緩和の一面を示すものとして、意義のあるものであると考えられる。

しかしながら、本稿に残された課題も多く存在する。金融業務の規制緩和について、相互参入に注目して分析を行ったが、それ以外にも多くの改革が行われている。それらについて分析を行うことで、さらに頑強な結果が期待できる。別のリスク指標を用いて確認することも、本稿の結果を検証することにつながる。また上記のように、近年では金融規制強化の議論も行われている。世界的に活動する金融機関は、規制強化への対応が求められており、例えば自己資本の充実や流動性の確保など、金融機関のリスク評価にどれだけの影響を与えるか、検証が必要なものが存在する。これらについては、今後の課題として、金融規制と金融機関リスクの研究の中で明らかかなものとしたい。

#### 参考文献

- 奥山英司（2009）「金融規制緩和が証券会社に与えた影響」建部正義・張亦春（編著）『日中の金融システム比較』中央大学出版部、第10章。
- 鹿野嘉昭（2006）『日本の金融制度 第2版』東洋経済。
- 高木仁（2006）『アメリカの金融制度 改訂版』東洋経済。
- 西村吉正（2003）『日本の金融制度改革』東洋経済。
- 西村吉正（2011）『金融システム改革50年の軌跡』きんざい。
- Akhigbe, Aigbe and Ann Marie Whyte (2001) "The Market's Assessment of the Financial Services Modernization Act of 1999," *Financial Review*, 36, 119-138.
- Akhigbe, Aigbe and Ann Marie Whyte (2004) "The Gramm-Leach-Bliley Act of 1999: Risk Implications for the Financial Services Industry," *Journal of Financial Research*, 27, 435-446.
- Allen, Paul R., and William J. Wilhelm (1988) "The Impact of the 1980 Depository Institutions Deregulation and Monetary Act on Market Value and Risk: Evidence from the Capital Markets," *Journal of Money, Credit, and Banking*, 20, 365-380.

- Apilado, Vincent P., John G. Gallo, and Lockwood (1993) "Expanded Securities Underwriting : Implication for Bank Risk and Return," *Journal of Economics and Business*, 45, 143-158.
- Bhargava, Rahul and Donald R. Fraser (1998) "On the Wealth and Risk Effects of Commercial Bank Expansion into Securities Underwriting : An Analysis of Section 20 Subsidiaries," *Journal of Banking and Finance*, 22, 447-465.
- Binder, John J. (1985a) "On the Use of the Multivariate Regression Model in Event Studies," *Journal of Accounting Research*, 23, 370-383.
- Binder, John J. (1985b) "Measuring the Effects of regulation with stock price data," *Rand Journal of Economics*, 16, 167-183.
- Boyd, John H., Stanley L. Graham (1986) "Risk, regulation, and bank holding company expansion into nonbanking," Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review*, 10, 2-17.
- Boyd, John H., Stanley L. Graham (1988) "The profitability and risk effects of allowing bank holding companies to merge with other financial firms : A simulation study," Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review*, 12, 3-17.
- Boyd, John H., Stanley L. Graham, and R. Shawn Hewitt (1993) "Bank holding company mergers with nonbank financial firms," *Journal of Banking and Finance*, 17, 43-63.
- Bundt, Thomas P., Thomas F. Cosimano, and John A. Halloran (1992) "DIDMCA and Bank Market Risk : Theory and Evidence," *Journal of Banking and Finance*, 16, 1179-1193.
- Cornett, Marcia Millon, Evren Ors, and Hassan Tehranian (2002) "Bank Performance around the Introduction of a Section 20 Subsidiary," *Journal of Finance*, 57, 501-521.
- Geyfman, Victoria (2005) "Banks in the securities business : market-based risk implications of section 20 subsidiaries," Federal Reserve Bank of Philadelphia, Working paper 05-17.
- Kwan, Simon H. (1998) "Securities Activities by Commercial and Investment Banking," Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 98-10.
- Kwan, Simon H., and Elizabeth S. Laderman (1999) "On the Portfolio Effects of Financial Convergence – A Review of the Literature," Federal Reserve Bank of San Francisco, *FRBSF Economic Review*, 2, 18-31.
- Kwast, Myron L. (1989) "The impact of underwriting and dealing on bank returns and risks," *Journal of Banking and Finance*, 13, 101-125.

- Reichert, Alan K., and Larry D. Wall (2000) "The Potential for Portfolio Diversification in Financial Services," Federal Reserve Bank of Atlanta, *Economic Review*, third quarter, 35-51.
- Saunders, Anthony, and Marcia Millon Cornett (2003) *Financial Institutions Management: A Risk Management Approach*, Boston: McGraw-Hill / Irwin, 4<sup>th</sup> edition.
- Wall, Larry and Robert A. Eisenbeis (1984) "Risk considerations in deregulating bank activities," Federal Reserve Bank of Atlanta, *Economic Review*, 69, 6-19.
- White, Eugene Nelson (1986) "Before the Glass-Steagall Act: An Analysis of the Investment Banking Activities of National Banks," *Explorations in Economic History*, 23, 33-55.

