

米国銀行持株会社の資金調達機能について

大規模な金融再編を経た我が国の大手銀行グループは、共同持株会社の設立を通じて経営効率の向上を図ろうとしている。本稿では、米国の主要銀行持株会社のケース・スタディを通じて資本効率の重要性について示唆を得るほか、国際金融規制がより市場規律を重視するようになるなかでの資金調達のあり方に関する論議を検討することとしたい。

1. 米国銀行持株会社の動向

1) 米国銀行持株会社の概観

米国銀行業界では、単一銀行持株会社であれ、複数銀行持株会社であれ、銀行持株会社（Bank Holding Company）が銀行所有形態の主流となっている。表1が示すように、1999年12月31日時点で、全米8,987行のうち銀行持株会社は5,941行で全銀行数の66.1%、銀行持株会社傘下銀行は6,774行と全銀行数の75.4%に達し、全銀行資産額の95%を占めるに至っている。

表1 米国銀行市場における銀行持株会社の位置づけ

	1995	比率	1996	比率	1997	比率	1998	比率	1999	比率
全銀行数(*1)	10,833	100.0%	9,997	100.0%	9,583	100.0%	9,191	100.0%	8,987	100.0%
銀行持株会社数	6,004	55.4%	5,998	60.0%	6,102	63.7%	5,979	65.1%	5,941	66.1%
銀行持株会社傘下銀行数	7,557	69.8%	7,213	72.2%	7,105	74.1%	6,829	74.3%	6,774	75.4%
対全銀行資産額に対する比率	94.0%	—	93.0%	—	93.8%	—	95.4%	—	95.0%	—

*1 銀行には、信託会社・プライベート・バンク・ノンバンク等を含む。州登録貯蓄銀行も含む。

（出所）FRB 年次報告書より野村総合研究所作成

銀行持株会社方式が米国における銀行所有形態の主流となっている理由としては、①州際銀行業務規制の存在により州際銀行支店の設置が許されてこなかったこと、②銀行持株会社の形態をとることによって、傘下の子会社を通じて銀行、証券、貯蓄金融機関などより広い業務を手がけることができること等が指摘されてきた。銀行持株会社方式をいわばグループ・ホールとして利用してきたというのが実態であった。

しかし、1997年6月1日に州際銀行業務の展開が法的に認められ¹、全国的な州際支店営業に道が拓かれた時点で、前述①の理由はその意味を失った。また、グラム・リーチ・ブライリー法（GLB法）の成立によって金融持株会社（Financial Holding Company）への転換

¹ Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act of 1994 による。

が可能となったことから²、銀行持株会社に比べて金融業の相互参入を促進する仕組みが一層強化されることとなり、前述②の意義も薄れている。

このように、米国における銀行持株会社方式の制度的意義は低下しているのだが、銀行持株会社方式が全米に広く普及していること、金融持株会社方式への転換が進んだ現在でも銀行所有形態を積極的に変更する必然性がないことなどもあって、持株会社方式は今後も活発に利用されるものと考えられている。

2) 米国の銀行（金融）持株会社組織と機能の一般³

銀行持株会社方式の制度的意義が薄れてくると、クローズアップされてくるのが経営的意義である。そこで、米国の銀行持株会社の経営組織と機能の一般を確認しておく。

米国銀行持株会社の特徴の第一は、リード・バンクという中核銀行子会社の存在である。図1のように、シティコープのリード・バンクはシティバンク N.A（国法銀行）で、この銀行だけが海外399拠点（1999年12月末現在）の支店網を持っている。さらに、リード・バンクには海外直接投資を目的とするシティバンク・オーバーシーズ・インベストメント・コーポレーションという「エッジ法人」⁴があり、subsidiaries（従属子会社）と affiliates（関連会社）を展開している。設立されている日本法人はこのエッジ法人の従属子会社である。

このように、マネーセンターバンクでは、エッジ法人が海外展開の任務を担い、それ以外の子会社群が主として国内金融サービス業務を提供し補完体制を構築している。リード・バンクは必ず1つに特定され、グループ内の利害対立が避けられている。

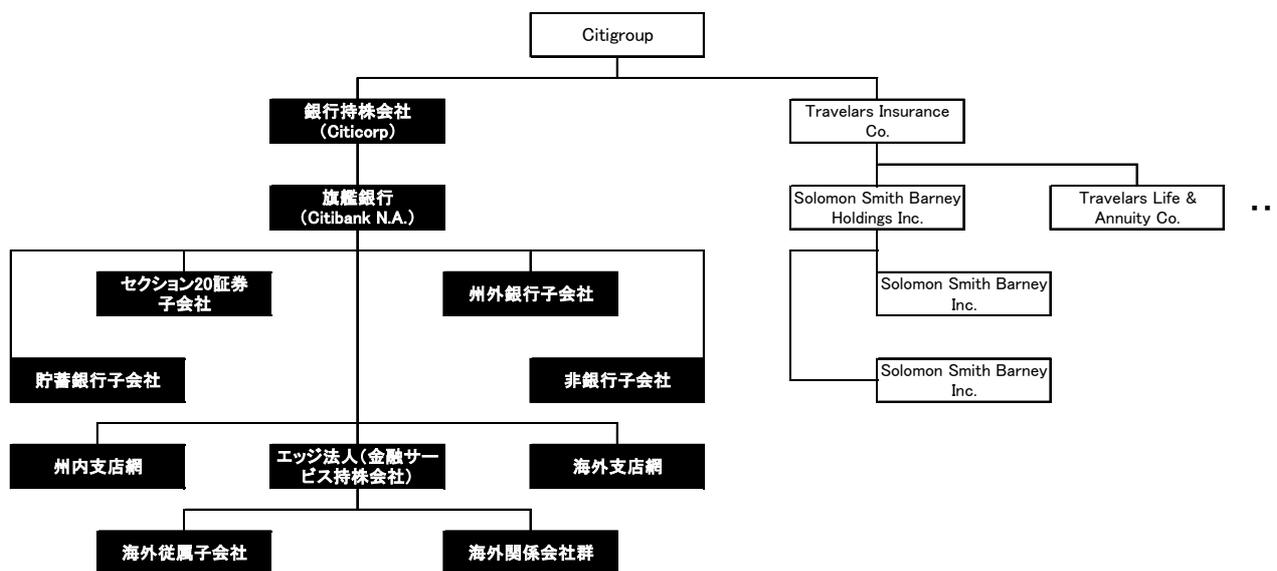
第二の特徴は、極めて柔軟な組織形態であることである。基本的には、銀行持株会社が銀行子会社だけを所有しているか、銀行子会社と非銀行子会社の両方を所有しているかに分けられるのだが、市場環境の変化に対応することに主眼が置かれている。従って、別の銀行持株会社を所有して、これを通じた重層的な経営組織を形成する場合もあるが、その場合であっても、リード・バンクが明確に位置づけられ、組織としての効率性が追求されるのが一般である。

² 銀行持株会社法を主要改正とするいわゆるグラム・リーチ・ブライリー法が1999年11月12日に成立したのに伴い、銀行持株会社法第4条に「金融持株会社」の規定（第k項）が新設された。この規定およびグラス・スティーガル法第20条、32条の撤廃により、2000年3月11日、①金融持株会社の設立、②財務基準を満たす国法銀行による金融子会社の設立、③預金取扱機関を持たない「投資銀行持株会社」の設立が解禁され、金融業の相互参入が促進される枠組みが整備されることとなった。本稿で採り上げた米銀を含み、既に295の銀行持株会社が金融持株会社への転換を図っている（2000年6月9日現在）。林宏美「米国における包括的な金融制度改革法の成立」『資本市場クォーターリー』2000年冬号参照。

³ ここでの記述では、馬淵紀壽「金融持株会社」（1996）、同「アメリカの銀行持株会社」（1987）を参考にした。

⁴ 1919年にエッジ上院議員が中心となって制定した連邦法25A of the Federal Reserve Act (12 U.S.C. 611-631) に定められた法人で、海外銀行業務や金融サービスを提供する法人と資金調達サービスを提供する法人の2つのタイプがある。シティバンク・オーバーシーズ・インベストメント・コーポレーションは前者のタイプのエッジ法人である。

図1 シティグループのBHC構造



(出所) Kaufman (1992)、馬淵 (1996) を参考に野村総合研究所作成

その意味では、第三の特徴として、銀行持株会社方式の経営体制が極めて中央集権的であることが指摘できる。グループとしての利潤極大化を目指すため、銀行持株会社あるいはリード・バンクの指令の下で資金と資産を子会社間で移動させている⁵。

銀行持株会社方式について、こうした特徴が一般に指摘されてきたものの、銀行持株会社自身がパフォーマンスを向上させるためにどのようなイニシアティブをとっているかについては解明が進んでいない。というのも、グループのパフォーマンスはリード・バンクのパフォーマンスを強く反映したものであるからである。

後述するように、FRB資料⁶は、米銀グループ41行のうち27行で子銀行資産/連結総資産比率が95%超となっており（なかにはシティグループの36%、JPモルガンの41%のようなケースもあるが）、銀行持株会社連結資産のほとんどはリード・バンクである子銀行資産で占められている状況を報告している。つまり、子銀行の経営努力がほぼそのままグループのパフォーマンス評価に繋がっているのが実態なのである。

従って、銀行持株会社の組織的な役割は表2に示した戦略策定と管理が中心であると考えられてきたのだが、内実はリード・バンクが握っているだけに、全体の経営効率を向上させるための銀行持株会社のイニシアティブが見えてこないのである。

⁵ 馬淵 (1987) が引用した Rose and Talley (1983) の議論では、銀行持株会社が余剰資金を持つ子会社から資金が不足している子会社に資金拠出の指令を出すメカニズムを説明している。一方、J.Houston,C.James,D.Marcus (1997) は、子会社における貸出増加は、子会社のキャッシュフローや資本力に依存するというより、むしろ銀行持株会社のそれらに依存すると論じ、いわゆる「内部資本市場 (Internal Capital Market)」の効果を強調した (J.Houston,C.James,D.Marcus "Capital market frictions and the role of internal capital markets in banking", Journal of Financial Economics 46(1997))。いずれの議論も、銀行持株会社における親子間、傘下子会社間の内部取引が経済合理的に行われるべきことを基礎としたものである。

⁶ FRB Staff Study 172

表2 親会社の機能

事業経営戦略		経営管理戦略
事業概念の策定 競争力政策の策定 戦略目標の策定		(1) 連携保持 グループ全体と各子会社 銀行子会社とその他子会社 (2) 職務策定 持株会社スタッフ 経営幹部職員 銀行子会社幹部職員 総合企画スタッフ 業務部門幹部職員 (3) 権限調整 各子会社の自主経営範囲 各子会社間の商品・市場関係権限
組織管理戦略		
(1) システム部門 計数管理 業務管理 報告・情報伝達 分析・評価 経営資源配分 (2) 人事政策部門 昇進・昇格 研修・教育 採用・雇用条件 (3) 企画立案部門 総合企画 技術・技能水準策定		

(出所) McClellan(1981)

その意味では、銀行持株会社がグループ全体の経営効率に資するかどうかは、シティグループやJPモルガンのような多角化した金融持株会社方式の下で、持株会社がどのようなイニシアティブを発揮していくかが確認される必要があるのだろう。

今後一層、金融コングロマリット化が進めば、持株会社の機能が重要視されていく可能性も考えられる。このことは、4.で後述する「劣後債発行義務の適用範囲」という論議にも影響を与えていくこととなる。

2. ケース・スタディ

ここでは、いくつかの主要銀行をケース・スタディとして取り上げ、ここ数年における米銀の銀行持株会社単体のバランスシート構造を分析する。その結果、米銀が、所与の持株会社構造を上手に使うことで、効率的な資金調達を行っている様子を伺い知ることができる。

1) バンク・ワン・コーポレーション：リージョナル・バンク型

(1) バンク・ワン・コーポレーションの概要と最近の業績

バンク・ワン・コーポレーションは、2,700億ドル超の資産を有する全米第4位（1999年末時点）の金融持株会社である。買収によって州際規制をクリアし、中西部を中心にリテール・ミドルマーケットの営業基盤を拡大してきた。過去約15年にわたって次々とリージョナルバンクを合併してきた結果、銀行子会社の数では群を抜く複雑なグループ構造を有する金融コングロマリットとなっている。総資産1,010億ドルのバンク・ワン・ナショナル・アソシエーション（イリノイ州）、337億ドルのバンク・ワン・ナショナル・アソシエ

ーション（オハイオ州）を始めとして、24のコマーシャルバンクが傘下に入っている。

①クレジットカード、②コマーシャルバンキング、③リテールバンキング、④インベストメントマネジメントをコアビジネスとする。この中でコマーシャルバンキング部門（純利益：1998年13.25億ドル、1999年16.12億ドル）が40%の純利益シェアを有している。

2000年第1四半期の純利益は、前年同期から4.62億ドル減少し、6.89億ドルとなった。特に、最大の収益源であったクレジットカード部門の純利益が、前年同期3.03億ドルから7000万ドルへと激減している⁷。この利益減少は、利ざやの縮小、売掛債権の減少、低調な証券化活動、与信コストの上昇など、予想されていた環境悪化によるものである。また、銀行子会社ファーストUSAのインターネット専門銀行サービスである「ウイングスパン・バンク・ドット・コム」の業績も思わしくない。一方、コマーシャルバンキング部門の利益は前年同期比47%増、インベストメントマネジメント部門は41%増と好調である。

表3 近年のバンクワンの買収

1997年 6月	ファーストUSAの買収
1998年 6月	ファースト・コマースの買収
1998年 9月	シェビイ・チェース・バンクのクレジットカード部門の買収
1998年 10月	ファースト・ナショナル・バンク・オブ・シカゴの買収
1999年 6月	ネット銀行サービス「ウイングスパン・バンク・ドットコム」の開始

(出所) アニュアルレポートより野村総合研究所作成

表4 バンク・ワン（連結）の財務指標

	1995	1996	1997	1998	1999
ROE(%)	15.41%	17.16%	15.35%	15.69%	17.12%
ROA(%)	1.20%	1.42%	1.27%	1.24%	1.31%
純利益率(%)	33.3%	34.3%	30.8%	32.8%	38.1%
総資産回転率(回)	0.036	0.041	0.041	0.038	0.034
レバレッジ(倍)	12.80	12.06	12.07	12.64	13.06

*レバレッジ＝総資産／株主勘定(期中平均)

*買収効果考慮後

(出所) アニュアルレポートより野村総合研究所作成

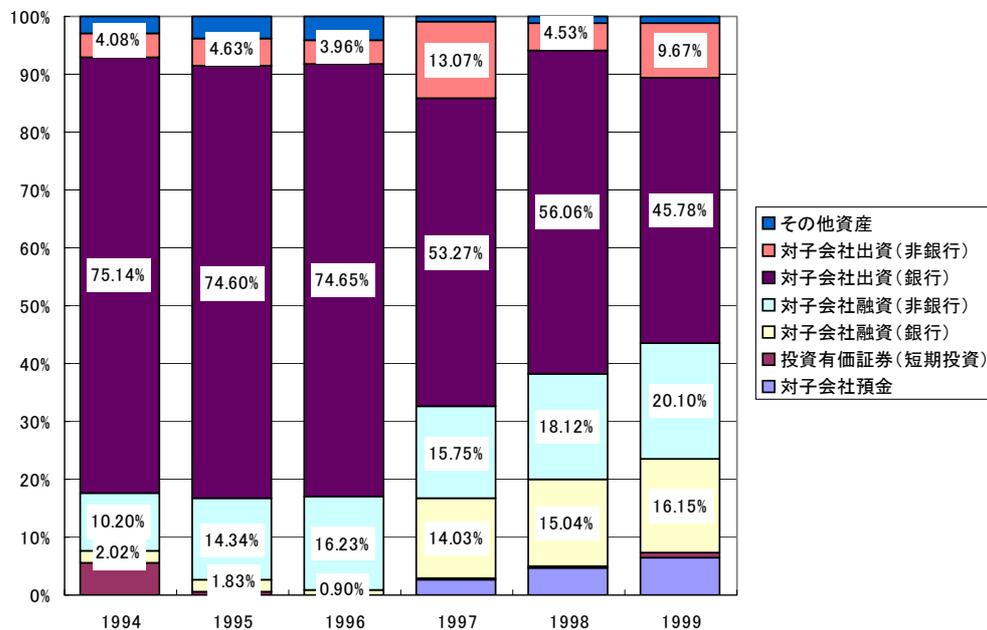
(2) バンク・ワン・コーポレーションのバランスシート構造

グループの持株会社であるバンク・ワン・コーポレーションのバランスシートは、非銀行部門の拡大、1997年のファーストUSAの買収などを背景として変化してきている。

まず、持株会社バランスシートの資産サイド（運用サイド）をみると（図2）、1996年までは対銀行子会社出資が占めるシェアがかなり高かった。しかし、1997年以降は、出資形態での対子会社（銀行）ファイナンスの比率は減少し、代わって融資形態での銀行・非銀行向けファイナンスの比率が上昇している。その結果、1999年末時点では銀行子会社への出資・融資、非銀行子会社への出資・融資の割合が徐々に均等化していることがわかる。

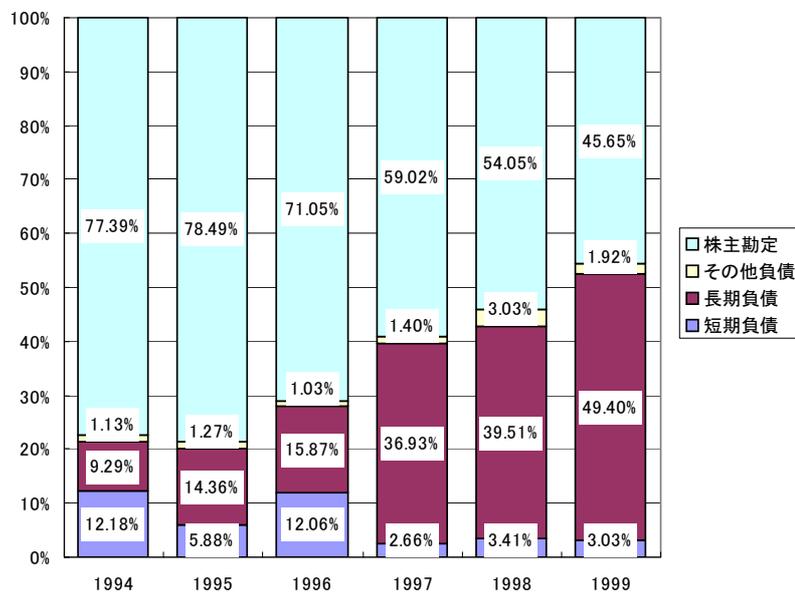
⁷ 同行は、ファーストUSAの経営不振により1999年12月にマッコイ会長が引責辞任し、2000年3月、後任としてシティグループからダイモン氏を迎え入れている。

図2 持株会社単体の資産構造



(出所) アニュアルレポートより野村総合研究所作成

図3 持株会社単体の負債・資本構造

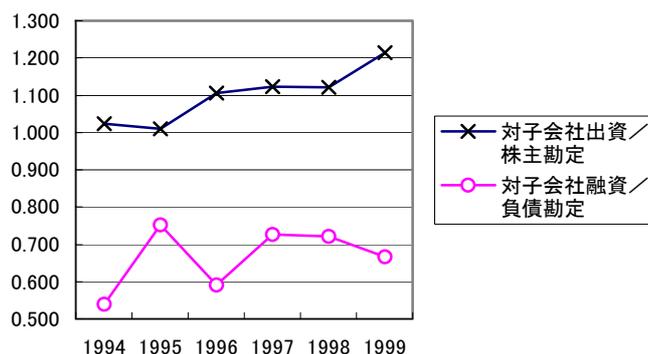


(出所) アニュアルレポートより野村総合研究所作成

次に、持株会社バランスシートの負債・資本サイド（調達サイド）を見ると（図3）、1997年のファースト USA 買収以後、長期負債のシェアが急激に高まっている（総資産に占める長期負債のシェアは1994年9%から1999年49%へ）のが特徴である。一方で、短期負債と自己資本による調達額はほとんど増えず、負債・資本に占める割合が低下している。

さらに、持株会社バランスシートの両側という観点で、いわゆる親子間ファイナンスの状況をみると、まずエクイティに着目した場合、対子会社出資／株主資本勘定比率は1.0を超えて上昇している（図4）。すなわち、持株会社は自己で調達しているエクイティ資金以上に子会社にエクイティを提供しているということになる。一方、持株会社のデット調達に占める子会社への融資額の比率は1.0を下回り、しかも最近3年ほどは減少傾向にある。持株会社の総資産がグループ全体の中で拡大しているということから考えて、持株会社自身がデットを中心に積極的な資金調達を行いながら、その一部を子会社にはエクイティとして配分しているという状況が推察され、持株会社による資金調達機能の重要性が増していることが示唆される。

図4 バンク・ワン（合併考慮前）の親子間ファイナンスの状況



（出所）アニュアルレポートより野村総合研究所作成

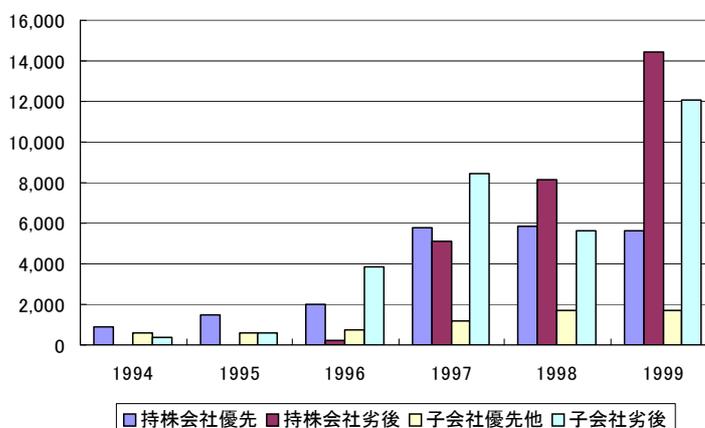
（3）バンク・ワン・グループの長期債務調達

バンク・ワンの連結総資産に対する預金の比率は減少している。一方調達サイドでは、長期債務について金額、対総資産比率ともに伸びており、その内訳は図5のようになっている。バンク・ワンが発行している長期債務を、持株会社・子会社別、優先・劣後別にみると、

- ①親—子での調達額バランス：ファースト USA 合併以前は、子会社が発行する長期債務が多く、親子の比率は4:6程度であった。1997年以降は持株会社の長期債務額が増大し、比率は約6:4に逆転している。
- ②優先・劣後のバランス：1996年以前は優先債務の比率が高かったが、ファースト USA 合併後は逆転している。

つまり、持株会社による劣後債務の調達が急激に伸びているわけである。

図5 バンク・ワン・グループの長期債務構成（単位：百万ドル）

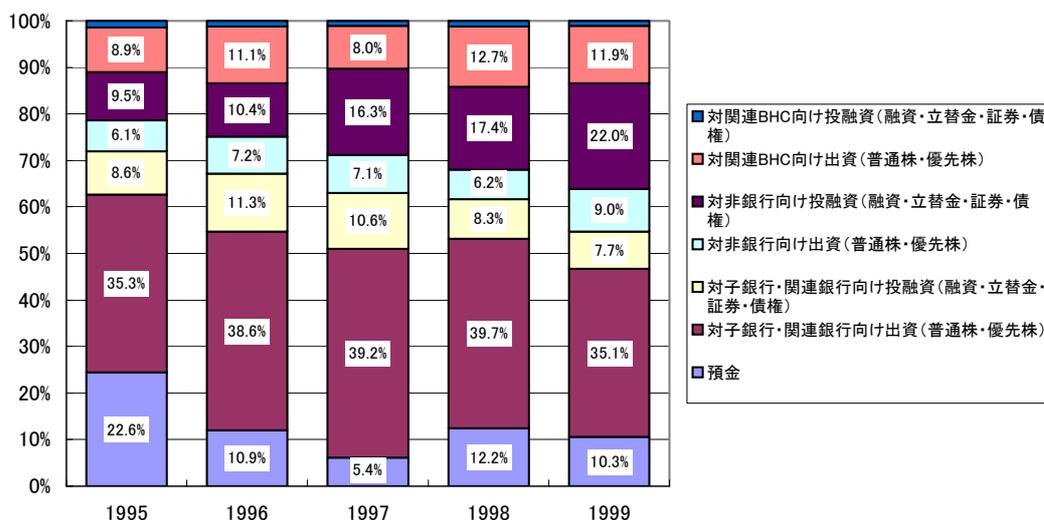


(出所) アニュアルレポートより野村総合研究所作成

2) チェース・マンハッタン・コーポレーション：グローバル・バンク型

チェース・マンハッタン・コーポレーション⁸ (CMB) はシティグループ、バンク・オブ・アメリカ・コーポレーションに次いで総資産規模で全米第3位、国際的に活躍するグローバル・バンクである。1995年の合併以降に復活を遂げたCMBだが、合併以降の持株会社の資産・負債・資本構造を見るといくつかの変化が認められる。

図6 持株会社単体の資産構成の変化



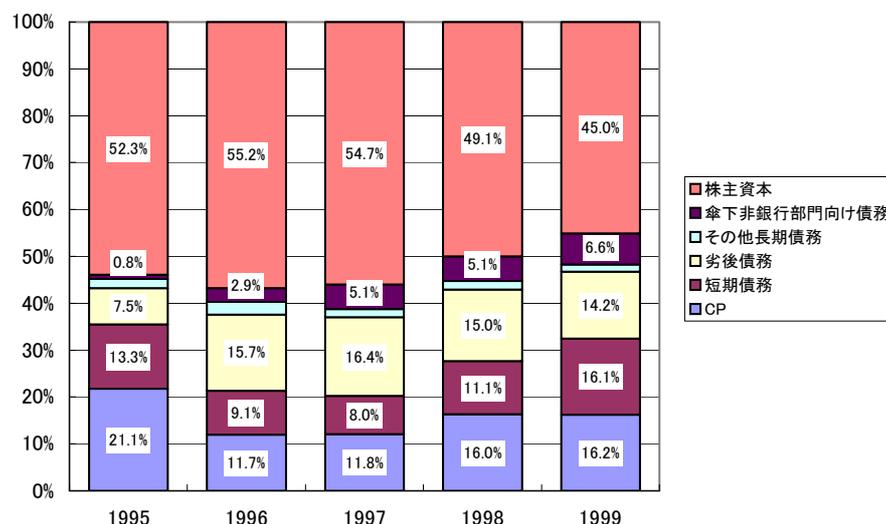
(出所) Federal Reserve System より野村総合研究所作成

⁸ 飯村慎一「チェース・マンハッタン・コーポレーションの低迷・再生・成長」『資本市場クォーターリー』2000年春号参照。

第一は、対非銀行向け投融資および出資の拡大である。図 6 が示すように、1995 年に合計 15.6%を占めていた対非銀行向け投融資および出資の割合は、1999 年には 31.0%と倍増している。一方、1996 年に 49.9%に達していた対子銀行・関連銀行向け投融資および出資の割合は、1999 年には 42.8%へと低下した。非銀行向け投融資および出資増大の理由の一つとしては、CMB が 1995 年以降、伝統的銀行業からの脱却を図り、投資銀行業務を始めとする非金利収入業務の拡大を図ってきた戦略的な背景を指摘できる。

第二は、負債・資本構造における変化である。図 7 が示すように、株主資本の割合は 1996 年以降低下し、負債割合が増加している。負債の内訳を見ると、持株会社傘下の非銀行部門からの資金調達の増加、劣後債等長期債務による資金調達の減少、CP や短期借入債務の拡大といった傾向を見ることができる。

図 7 持株会社単体の負債・資本構造の変化



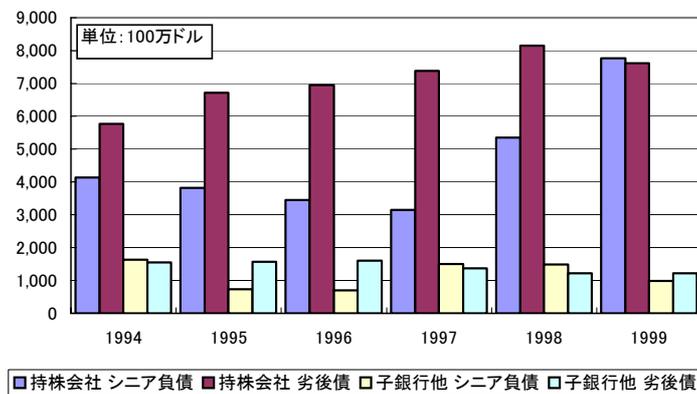
(出所) Federal Reserve System より野村総合研究所作成

特に、前例バンク・ワンとの違いを指摘すれば、バンク・ワンの持株会社において劣後債務を中心とした長期債務割合が高かったのに比べ、CMB は CP およびその他短期債務の割合が高いことである。

また、リージョナル・バンクとして国内での事業多角化を図るバンク・ワンと違い、グローバル・バンクとして生き残りを賭ける CMB は投資銀行業務、トレーディング業務、そしてプライベート・エクイティ業務に重点を置いている。融資業務を中心とする伝統的銀行業務は規模のメリットを享受するために、既存銀行の買収、支店インフラの整備等設備投資を資金使途とした長期債務が必要であるが、トレーディング業務、M&A 業務、プライベート・エクイティ業務等の手数料業務では、むしろ機動的な投資資金の調達が求められる。短期債務割合の上昇傾向は後述する JP モルガンにおいても顕れており、非金利収入業

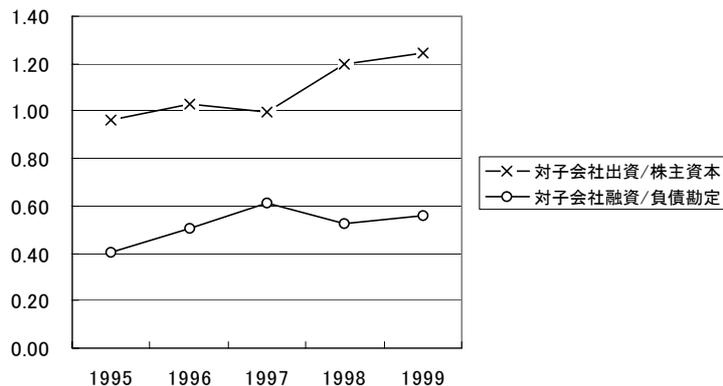
務を中核におく銀行の一つの特徴であるかも知れない。なお、長期債務の内訳については図8が示すように、1997年以降、シニア債の発行が拡大している。

図8 長期債務の推移



(出所) アニュアルレポートより野村総合研究所作成

図9 CMBの親子間ファイナンスの状況



(出所) Federal Reserve System より野村総合研究所作成

第三は、バンク・ワンのケース・スタディと同様、対子会社出資/株主勘定比率の上昇傾向、持株会社の負債調達に占める子会社向け融資割合の停滞傾向が観察される。

バンク・ワンが相次ぐ合併による拡大路線を突き進み、そのための資金獲得にむけて持株会社、子銀行双方がなりふり構わず調達してきた観があるのに比べ、CMBは1997年まで、合併に伴うリストラを優先させ、持株会社における資金調達を中心に調達を果たしてきたことが大きな違いである。また、CMB単体の対子会社出資/株主資本勘定比率の上昇が1997年以降で顕著なのは、合併後の作業が一服し、投資銀行化路線を軸とする新たな成長に向けて積極的な投資を行ってきたことと解釈することもできるであろう(図9)。

3) JP. モルガン・コーポレーション・インク：投資銀行型

(1) J.P. モルガンの概要と最近の業績

J.P.モルガンは、1980年代以降のマーチャント・バンキングへの回帰路線、最近の投資銀行業務の強化などにみられるように、独自の経営戦略をとってきた結果、他の商業銀行とはかなり異なる資産ポートフォリオが特徴となってきた⁹。

表5 J.P. モルガン（連結）の財務指標

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
ROE(%)	12.5%	12.9%	14.4%	12.8%	8.5%	18.1%
ROA(%)	0.8%	0.8%	0.8%	0.6%	0.4%	0.8%
純利益率(%)	10.2%	9.4%	9.9%	8.3%	5.2%	11.3%
総資産回転率(回)	0.083	0.081	0.078	0.073	0.070	0.069
レバレッジ(倍)	14.87	16.97	18.59	21.21	23.09	22.99

注：レバレッジ＝総資産／株主勘定（期中平均）

（出所）アニュアルレポートより野村総合研究所作成

最近の収益構成をみると、1999年の純金利収入（17.16億ドル）は、ついに総収入（88.56億ドル）の20%を切る水準まで低下し、非金利収入の比重が高まっている。トレーディング収入、投資銀行業務収入、アセット・マネジメント収入の合計で総収入の約65%に達し、実質的にはメリルリンチなど投資銀行と似通った収益構造になってきた。1999年には、飛躍的に業績が改善したエクイティ・トレーディング部門（税前部門損益：98年の損失77百万ドルから99年は312百万ドルの利益へ）、クレジット・マーケット（債券トレーディング）部門（同じく98年の損失101百万ドルから99年676百万ドルの利益へ）の影響で、ROEも18%台へ急上昇している。アドバイザー収入など投資銀行業収入も好調で、2000年第1四半期には3ヶ月間としては史上最高の純利益（628百万ドル）を達成している。

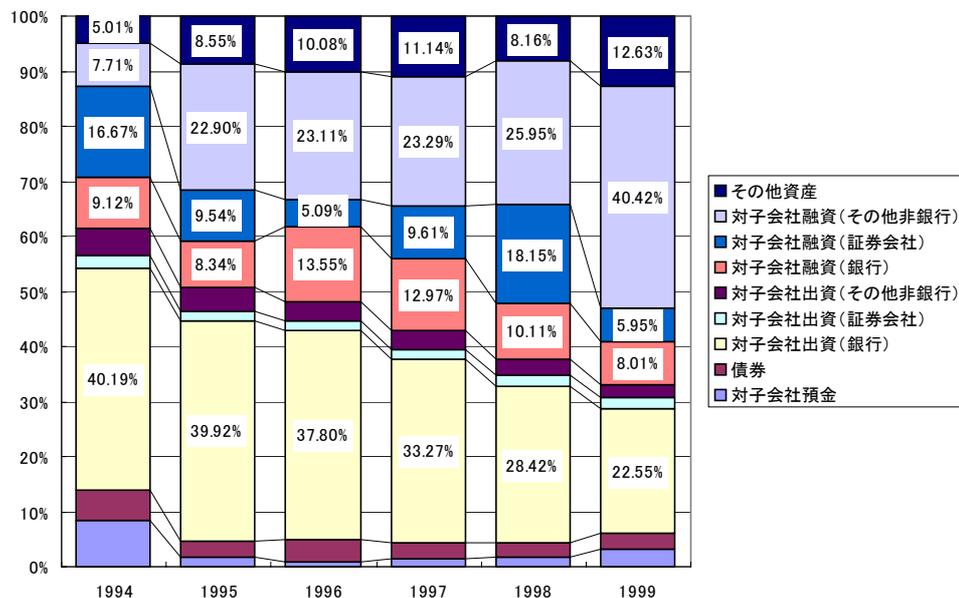
(2) 持株会社のバランスシート構造

JPモルガンの財務状況を概観すると、投資銀行業務へのシフトに合わせて、持株会社のバランスシート構造もかなり変化してきたということがいえる。

まず、持株会社の資産サイドをみると（図10）、出資による子会社へのファイナンスが持株会社資産に占める比率は低下傾向で、特に銀行子会社への出資の比率が低下している。一方で、融資形態、特に銀行・証券以外の関連子会社への融資の比率が上昇している。

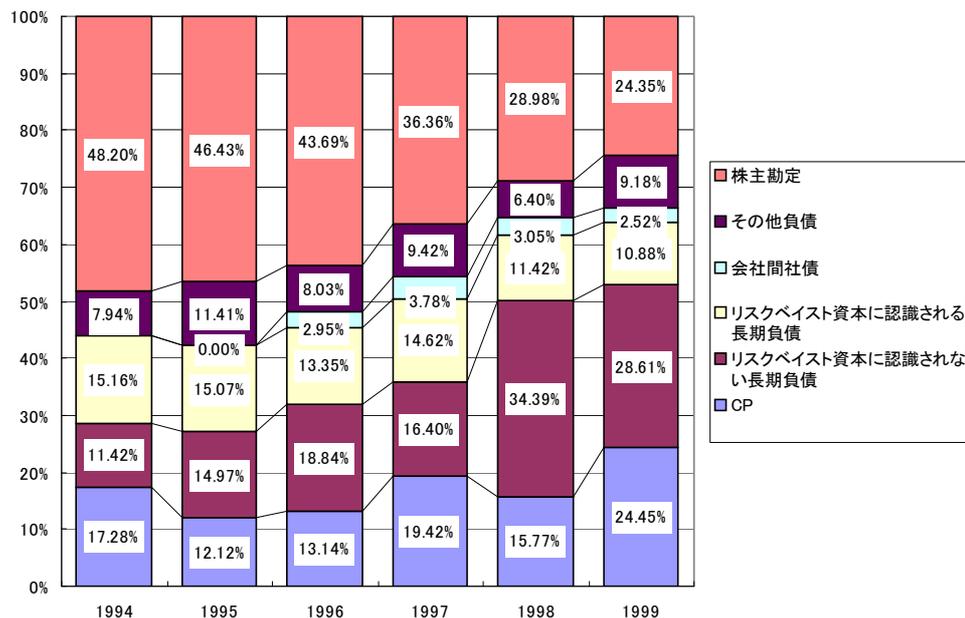
⁹ 飯村慎一「J.P.モルガンの新たなる挑戦～e-ファイナンス・ファームへの変貌」『資本市場クォーターリー』2000年春号参照。

図10 持株会社単体の資産構造



(出所) アニュアルレポートより野村総合研究所作成

図11 持株会社単体の負債・資本構造



(出所) アニュアルレポートより野村総合研究所作成

一方、持株会社の資金調達サイドをみると(図11)、債務比率が一貫して上昇している。特に、リスクベイト資本に認識されない長期負債(優先債務)が1998-1999年に急増している。

ここで、リスクベイト資本とは、FRBマーケットリスク・キャピタル・ガイドライン

に従って計算された Tier 1・Tier 2 の自己資本のことである（表 6）。ちなみに、J.P.モルガン、その子会社（JP モルガン証券を含む）、銀行子会社モルガン・ギャランティ・トラスト・カンパニー・オブ・ニューヨークとその一部支店が、それぞれ米国及び海外の規制当局による資本規制の対象となっている。

表 6 J.P.モルガンのリスクベイト資本内訳

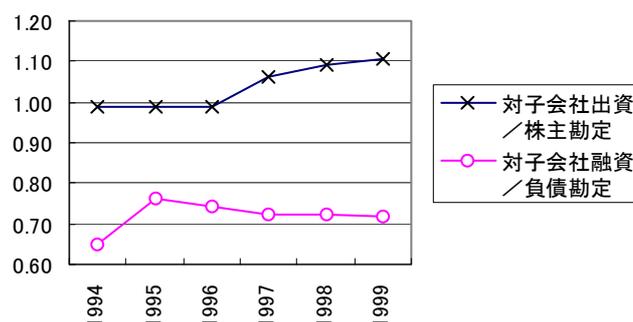
(単位:百万ドル)

	1997	1998	1999
普通株式	10,281	10,422	10,703
配当固定型累積型優先株	444	444	444
償還義務付優先出資証券	1,150	1,150	1,150
(控除)関係会社投資の一部とのれん代	21	803	772
ティア1自己資本	11,854	11,213	11,525
配当変動型累積優先株	248	248	248
リスクベイト資本に認識される長期債務	4,743	4,570	5,202
貸倒引当金及びその他評価調整項目	1,059	906	432
(控除)関係会社投資の一部	224	483	472
ティア2自己資本	5,826	5,241	5,410
リスクベイト自己資本計	17,680	16,454	16,935

(出所) アニュアルレポートより野村総合研究所作成

J.P.モルガンにおいては、対子会社出資／持株会社株主資本勘定の比率は従来ほぼ 1.0 を維持してきたが、最近 3 年間ほどの間に、バンク・ワン、チェース・マンハッタンと同様、対子会社出資／株主資本勘定の比率が 1.0 を超えて上昇している。資本コストの安いデットで持株会社が調達し、子会社にはエクイティの形で出資する部分が増えている（図 12）。

図 12 J.P.モルガン・インクの親子間ファイナンス



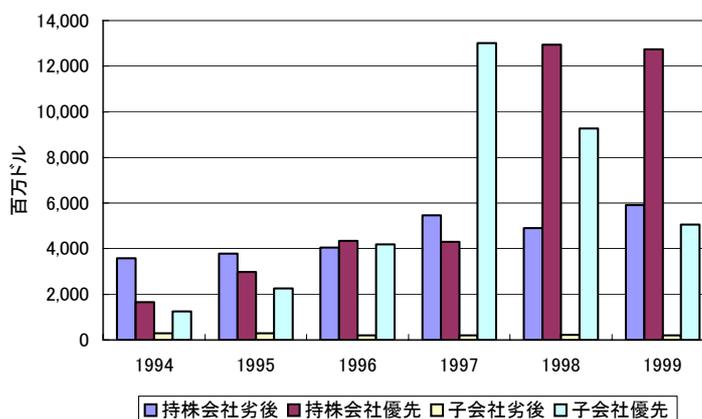
(出所) アニュアルレポートより野村総合研究所作成

(3) J.P.モルガンの長期債務調達

J.P.モルガンの場合、持株会社（J.P. Morgan & Co. Incorporated）と中間持株会社モルガン・ギャランティに、長期債務の発行を集中していることが特徴的である。しかも、持株会社

レベルでほとんどの長期債務を発行していたが、1997年にモルガン・ギャランティから130億ドルを超える優先債務を発行し、次に1998年にほぼ同水準まで持株会社の優先債務調達を増やしている（図13）。

図13 JPモルガンの長期債務残高（単位：百万ドル）



注：リスクベイト資本に認識される負債（劣後負債）は、満期5年以内の場合には20%減額されてカウントされるが、上記残高はその調整前の水準。
（出所）アニュアルレポートより野村総合研究所作成

3. ケース・スタディからのインプリケーション：資本効率の改善

1) 効率的な資金調達

各銀行持株会社の戦略やタイプの違いはあるものの、3つのケースの共通点としてダブル・レバレッジ（＝子会社向出資/株主資本）の上昇傾向と対子会社融資/負債勘定比率の低下傾向が確認された。両比率の関係については、米銀が伝統的銀行業から金融サービス業へと脱却を図っていることを背景にすれば、非金利収入業務の拡大を狙って、子銀行・子会社の非金利収入業務部門に対する投融資として資金を集中させていることが示唆される。

もちろん、個別銀行の戦略によってその意味合いは異なるものであるが、少なからず、持株会社あるいは子銀行の調達能力・コストを勘案しながら、持株会社構造を上手に利用して、効率的な資金調達を実現していることが観察された。

しかし、注意しなければならないのは、持株会社と子銀行それぞれの資金調達動向は、両者が実質一体であることを勘案すれば、効率的な調達を目指すための工夫の域を出ないことである。その意味では、真に持株会社の資金調達上の役割が問われるのは、銀行・証券・保険等を傘下に持つ金融持株会社が主流となったときということになる。

2) 負債比率の上昇とその要因

(1) 負債比率の上昇

米銀が親子一体で積極的な資金調達を図っているとすれば、グループ全体の負債比率(負債対株主資本の比率)は上昇しているはずである。

図14・15は短期債務比率・長期債務比率(連結ベース)の推移を示したものである(JPモルガン: JPM、チェース: CMB、バンク・ワン: ONE、バンク・オブ・アメリカ: BAC、シティコープ: CITI)。

短期債務比率については、投資銀行型のJPモルガンが際だった上昇を示しているが、これは、近年のCP発行の急増によるものであり、動向が預金債務の増加よりも市場からの調達を積極化させてきたことを反映しているものと考えられる。また、1997年以降のチェース・マンハッタン、バンク・ワン、シティコープも上昇傾向にある。

一方、長期債務比率についても、バンク・オブ・アメリカを除く4行で上昇している。特に、JPモルガンとバンク・ワンが著しい上昇を示している。両行は全くタイプの異なる銀行ではあるが、リスク管理技術への投資、e-ビジネス分野への投資、銀行・カード会社買収などの分野で、積極的な設備投資等を行ってきたことが共通している。

もちろん、長・短資金バランスは各行の戦略の違いによって左右されるものであるが、マネーセンターバンクの負債比率は概ね1997年以降上昇傾向にあることが指摘できる。

図14 短期債務/株主資本比率(BHC 連結)

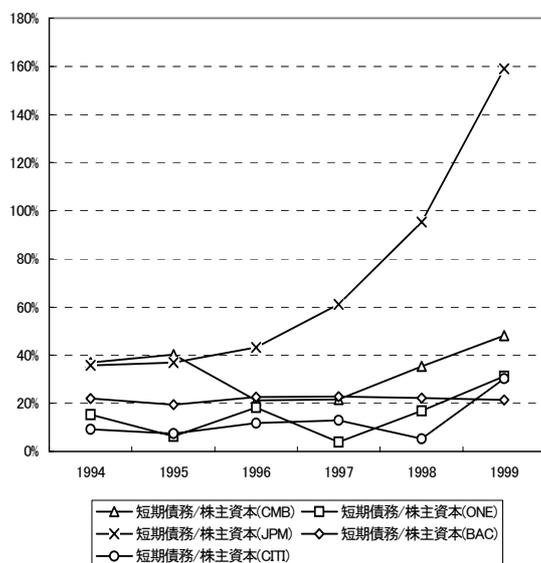
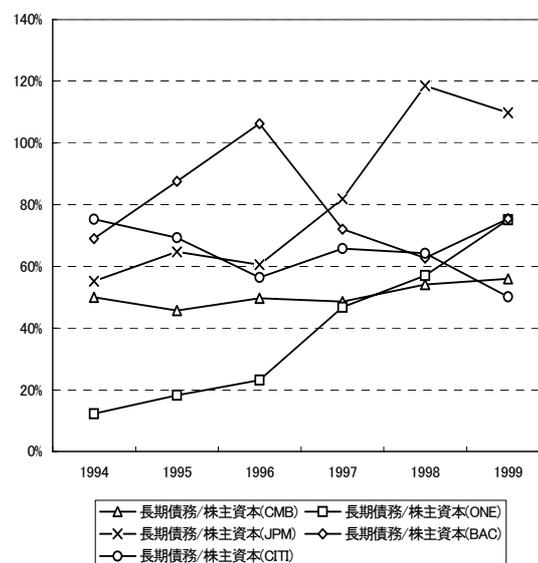


図15 長期債務比率/株主資本比率 (BHC 連結)



(出所) FRB 資料より野村総合研究所作成

(2) 自己資本比率の鈍化現象

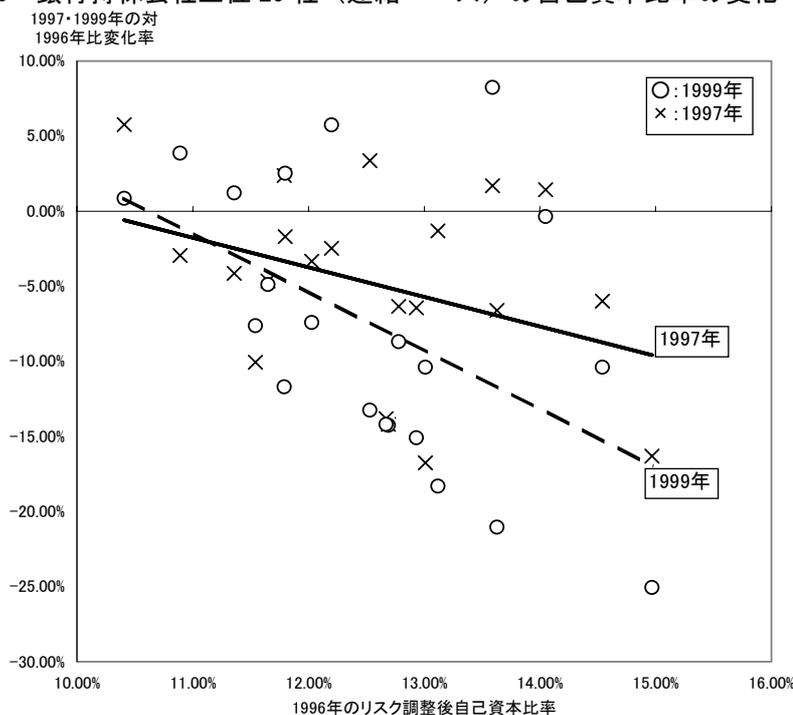
負債比率が上昇している要因を見極めるには、株主資本（自己資本）の状況を見る必要がある。株主資本の状況を、自己資本比率に代表させてその動向をチェックしてみると、明らかな変化があることに気づく。表7が示すように米銀の自己資本比率は1996年まで一貫して上昇傾向にあったのだが、1997年には前年度比変化率が大幅に鈍化し、銀行持株会社上位25社（連結ベース）の自己資本充実への動きには大きな変化が見られた。

表7 上位25社（連結ベース）における資本増強の動向（前年度比ベース）

	1994	1995	1996	1997
Tier1資本	5.94%	5.92%	9.83%	1.56%
総自己資本	5.44%	6.56%	10.13%	3.58%
リスクアセット	7.54%	10.22%	7.27%	9.55%

(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System より野村総合研究所作成

図16 銀行持株会社上位25社（連結ベース）の自己資本比率の変化



注) データについては、Federal Reserve System に登録されている各社比率を採用

(出所) 野村総合研究所作成

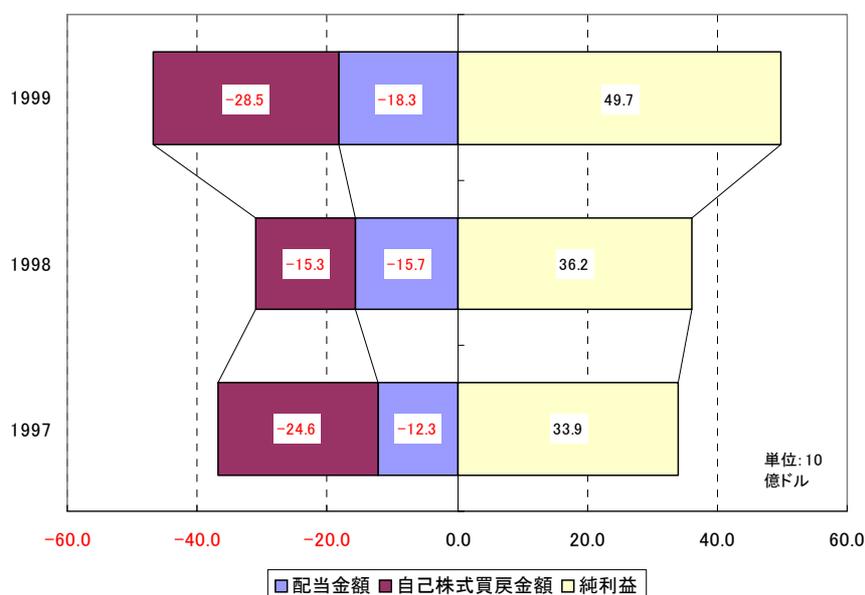
図16は1996年の上位25社の自己資本比率を横軸に、縦軸には1997年および1999年の対1996年比変化率をプロットしたものである。1997年および1999年の線形回帰線が負の傾きを示し、1996年時点でより高い自己資本比率を示した銀行グループほど、年々、自己資本の充実を抑えている姿が浮き彫りになっている。つまり、上位25社の自己資本比率は、1996年をピークにして、明らかに鈍化傾向を示しているわけである。

リスクアセットが拡大するなかで自己資本比率が鈍化している理由として、①BIS規制、特に1997年までに導入されたマーケット・リスク規制の影響、②株主価値経営を強く意識したことの影響、③リスク管理の高度化によるキャピタル・マネジメントの高度化等を指摘できる。

①については、「標準的アプローチ」と「内部モデルアプローチ」の併用を認めたいわゆるBIS2次規制（マーケット・リスクを考慮した自己資本比率規制）が1997年までに導入されたことの影響である。しかし、マーケット・リスク規制の導入が自己資本比率の低下にどれだけの影響を与えたのかという精緻な見積もりは困難で、いくつかの調査研究はその影響がかなり小さいことを示している¹⁰。

一方、上記②の理由はかなり有力である。1990年代の株主価値経営の潮流を意識して、上位25社が株主へのリターン還元を優先させているのである¹¹。確かに、図17が示すように、近年の上位25社は年度純利益の大部分を株主に還元している。1997年には、配当金額が前年度比5%増、自己株式買戻金額が同70%弱と増加し、その結果、株主還元額は年度純利益額ベースで前年度比10%増となった。1998年はやや水準を落としたものの、1999年には過去最高水準の自己株式買戻金額となり、配当金額と自己株式買戻金額の合計金額は対純利益比率の94%に達した。資本の過剰分を株主に還元することで、適正な資本管理に努めていることを伺い知ることができる。

図17 上位25社の純利益、配当金、自己株式買戻金額の推移



(出所) 各行年次報告書より野村総合研究所作成

¹⁰ 例えば、Hendricks, Darryll, and Beverly Hirtle.1997.”Bank Capital Requirements for Market Risk : The Internal Models Approach.” FRB New York

¹¹ FRB New York, ”Current Issues” (1998年9月)

この適正な資本管理の前提には、上記③のキャピタル・マネジメントの高度化が関係している。1990年代におけるリスク管理の高度化によって、民間金融機関におけるリスク調整後資本の算出と事業部門間への適正配分が実現され、自己資本比率のターゲット値を設定することが可能となった。資本の過剰感を払拭するために自己株式買戻を通じて株主に還元しようとする行動は、リスク管理の高度化を抜きにしては考えられないのである。

いまや、シティグループ、バンク・オブ・アメリカ、チェース・マンハッタン、JPモルガンといったマネーセンターバンクのライバルは、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター、メリルリンチといった投資銀行である。これまでも、マネーセンターバンクは、銀行であるだけで自己資本を厚く積み増さなければならないことを投資銀行との競争上の不利なポイントとして指摘してきた。できれば、自己資本は最低所要にしたい、これが本音である。

その意味では、上位25社に見られた自己資本比率の鈍化現象は、リスク管理に裏付けられたキャピタル・アロケーションによって最低所要自己資本量を見極めようとする米銀の努力の顕れでもあり、キャピタル・マネジメントの高度化が重視されているものと考えることができる。

つまり(1)で検討した負債比率の上昇は、単に債務が増加したということだけでなく、株主資本が不変あるいは低減したことによって引き起こされた可能性が高いわけである。その意味では、負債比率が上昇しはじめたタイミング(図14、図15)と自己資本比率が鈍化しはじめたタイミング(図16)が、1997年以降で重なり合っているのも決して偶然ではないのであろう。

3) 財務レバレッジの拡大と資本コストの引き下げ

一般に、資本コストの引き下げは、負債比率の上昇に伴う財務レバレッジの拡大によって実現されうる¹²。その意味では、前述2)を勘案する限り、大手米銀が、負債比率を上昇させ、財務レバレッジの拡大を通じて、グループ全体の資本コストの引き下げに成功しているのではないかと考えられる。

また、1990年代半ば以降の米国の株価が上昇基調を継続したこと、比較的安定して拡大した経済であったことから資金貸借に伴うリスクプレミアムが縮小し、持株会社での劣後債発行コストが低減していったことの影響を受けていることは言うまでもない。

¹² 資本コストについては、「資本コストの概念と計測」『日本銀行月報』1995年12月号参照。

4. 米国における劣後債を巡る論議

米銀が持株会社構造において資本コストの引き下げを通じて資本効率の向上を実現する一方で、財務レバレッジの拡大が金融システム内のリスクを高めてしまう副作用が考えられる。ここでは、金融規制当局がこうしたリスクを封じ込めるために、持株会社の資金調達手法に一定の規制を施そうとする動きを検討する。

1) FRB の SND (Subordinated Notes/Debentures) 研究とその背景

現在、米国では市場の規律 (Market Discipline) を活用した銀行監督のあり方に関する議論が活発になっている。また、グラム・リーチ・ブライリー法は、財務省および FRB が、市場規律を活用するかたちで、金融システムや預金保険制度に対するリスクを削減するために、大規模な預金取扱金融機関や銀行持株会社に対して一定の劣後債発行を義務づけることに関するフィージビリティ・スタディを行い、併せて劣後債が資本に占める適切な割合や、現行の自己資本規則等との整合的な取り扱いについて調査すべきことを盛り込んでいる。

資本市場で形成される債券の流通価格など、市場メカニズムによって銀行の行動及びリスク変動をモニタリングするというアイデア自体は、1982 年頃より米国の市場関係者や学界で検討されていたものであった。しかし、デリバティブ取引の急拡大、金融コングロマリット化の進展による市場リスクの集中、1998 年の LTCM 問題におけるリスクの顕在化などを背景にして、市場規律の導入が重視されるようになってきているのである。

最近の議論の活発化は、米国内で劣後債によるファイナンスが銀行持株会社の資金調達として普及・一般化していることを示すものでもあるが、同時に 1999 年 6 月に公表された BIS 自己資本比率規制の改正案¹³で打ち出された「3 つの柱」、なかでも「市場規律の導入」に関する論議を補強するものとしても位置づけられ、BIS バーゼル銀行監督委員会の議長で、FRB ニューヨーク連銀総裁であるマクドノー氏の発想が色濃く反映されたものであると考えられる¹⁴。

以下では、GLB 法におけるフィージビリティ・スタディの一環として 1999 年 12 月にまとめられた FRB スタッフによる自主研究 172 号「Using Subordinated Debt as an Instrument of Market Discipline (市場規律の手段としての劣後債活用)」の要点を整理しながら、米銀における劣後債調達の状況を確認しておきたい。

¹³ 飯村慎一「BIS 自己資本比率規制見直しの動きについて」『資本市場クォーターリー』1999 年夏号参照。

¹⁴ 1990 年代、BIS における主要なポストはほぼ米国の代表者によって占められ、BIS のアングロサクソン化が進行していると言われている。マクドノー氏は、現在討議中の BIS 自己資本比率規制について 2002 年までに実現させることを展望しており、こうしたリーダーシップの発揮によって米国の地盤をより強固なものとし、BIS を規制策定チャンネルとして引き続き活用していく方針であると言われる。

2) 市場規律の手段としての劣後債活用：FRB スタッフ・スタディ 172

(1) 市場規律と劣後債の長所

まず当ペーパーは、銀行監督における市場規律の長所として、①無数の参加者の持っている情報が集約された結果を活用できること、②監督機関は破綻・損失の回避という目標へよりフォーカスできること、③証明責任の一部が監督者から銀行経営者へ転嫁されることをあげている。

次に、劣後債の長所として、規制当局の立場にたってみた場合、①発行価格は銀行のリスクに影響されやすいこと、②破綻時には劣後債の弁済は預金支払いに劣後することから、預金保険 FDIC に対するクッションの役目を果たすこと、③劣後債の投資家はリスクに敏感であり、銀行経営のモニタリングについてインセンティブが強いと考えられること、④比較的長い満期で市場性・流動性が高いことをあげている。上記のような長所を持つ資本調達手法としては、優先株もあるわけだが、SND ほど一様でも流動的でもないという点が、マイナス要因として指摘されている。

ちなみに、銀行持株会社単体による SND の発行残高は、1991 年末の 246 億ドルから 1998 年末には 1,028 億ドルへと増大した（表 8 および表 9）。それだけ市場参加者も多いということになるが、1 件当たり発行額もある程度の規模が求められるようになった結果、SND を発行している銀行及び銀行持株会社の比率は、実際には低下している¹⁵。

表 8 BHC における劣後債務残高状況

BHCの平均資産規模(単位:100万ドル)	発行BHC数	劣後債務(劣後ローン+劣後債)残高	劣後債務残高の対総資産比率
150~500	63	137	0.78%
500~10,000	49	1,876	1.24%
10,000~	55	100,780	2.23%
合計	167	102,793	2.19%
内Top50BHC	48	100,040	2.26%

表 9 個別銀行における劣後債務残高状況

銀行の平均資産規模(単位:100万ドル)	発行銀行数	劣後債務(劣後ローン+劣後債)残高	劣後債務残高の対総資産比率
~150	35	34	1.35%
150~500	26	84	1.11%
500~10,000	109	6,432	1.86%
10,000~	56	65,595	2.01%
合計	226	72,145	2.00%
内Top50銀行	45	62,889	2.02%

(出所) FRB 資料より野村総合研究所作成

(2) 劣後債の機能

まず注目されるのは、銀行子会社レベルで SND を発行したほうが、通常の場合格付けが高いために銀行持株会社単体での発行よりも低コストになる、という現象である。これは、銀行持株会社の資産は基本的に子会社への出融資であり、しかも出資の部分については、銀行子会社の債権者に残余財産請求権において劣後すること、また銀行持株会社に実際の

¹⁵ 劣後債発行済み商業銀行の全銀行数に対する割合は、1991年の4.1%から1998年には2.6%へ低下した。同様に、劣後債発行済み銀行持株会社の全持株会社数に対する割合は、1991年の25.9%から98年には11%に低下した。

収入を計上する事業は存在しないことがあげられる。

実際に、現在発行済みの銀行セクターの SND は、金融不安が起きて持株会社の格付けが大きく下がり、銀行レベルでの発行コストが相対的に安くなった 90 年代初頭に発行されはじめたものが多い。しかし、子銀行－銀行持株会社間の信用スプレッドが縮小するにつれて、銀行持株会社レベルでの発行メリット、すなわち調達資金の配分に関するフレキシビリティなどが金利面でのデメリットをうち消すようになったため、持株会社発行の SND も増大したとみられる。

最近では、銀行部門か持株会社かで信用リスクを区別しない（格付評価が同レベル）という格付機関もあるが、多角的な金融事業をひとつの金融持株会社の傘下におくいわゆる「シティグループモデル」が広がると、アナリストの見方もまた変化するかもしれないという指摘もある。

次に、金融コングロマリットの登場とともに、大手米銀の間に持株会社の機能に違いが生じているということが指摘される。例えば、最大手行のいくつかにおいては、銀行資産／銀行持株会社資産（連結）比率が低く、「大きな持株会社」が特徴となっている（例：シティグループ 36%、J.P.モルガン 41%）のに対し、他の大手行では、子銀行が銀行持株会社を支配する傾向が見られ、銀行資産／銀行持株会社資産（連結）比率が 95%超となっている銀行グループは、データ入手が可能な大手 41 行のうち 27 行に達している。こうした銀行間の格差を念頭において、劣後債の発行状況を分析しなければならない。

（3）銀行グループの組織構造と SND 政策の関連性 ～持株会社に適用すべきか銀行子会社に適用すべきか？

前節までにみたように、米国の大手銀行グループが持株会社に担わせる機能や、どのユニットを活用して資金調達を行うかについては、各行で違いがみられるようになっている。こうした状況をふまえて、検討中の SND 政策をどのユニットに適用すべきかが、当ペーパーの大きな論点となっている。ここでは、米銀における持株会社の機能を考察するという目的で、当ペーパーの議論を整理していく。

まず、銀行子会社に適用したいという意見の背景には、

- ①銀行子会社が FDIC に加盟していることから、モラルハザードに陥りやすいため市場規律を強めるべきという議論と、
- ②逆に銀行持株会社に対して SND 政策を適用すると、市場参加者にはセーフティネットが拡大しているかのように誤解を与える恐れがあること

とがある。さらには、銀行子会社のほうが基本的に低いコストで発行できること、前述のように銀行子会社が大型化し、銀行持株会社を支配する傾向が見られることなどがあげられる。

一方、持株会社を適用対象とする考え方は、現在の銀行劣後債市場が持株会社によって発行された債券によって構成されていることに根拠を求める（表 8、表 9）。銀行子会社の

発行した劣後債は、非流通を前提として格付けを取得せず、持株会社が保有したままとするものが多いと言われている¹⁶。こうした状況においては、銀行レベルに SND 政策を適用しても、持株会社による SND 発行の影響を受けてしまい、銀行グループ全体に対する市場のモニタリング機能は減少する可能性がある。

また、銀行持株会社レベルで SND 政策を適用する理由のひとつは、銀行グループは通常、プロダクトあるいはビジネスラインごとに経営されており、個々の法人・子会社にはあまり注目していない、という事実から派生している。バーゼル資本規制もこのことを意識しはじめている。ただし、シティグループのように本来的な銀行業務から離れた事業へも展開する形態が一般化すると、持株会社レベルでの SND 政策の適用は、銀行以外の事業部門にもセーフティネットが拡張されたという誤解を招くおそれがある。

3) 導入の可否

こうした SND 政策が米国内に留まらず、BIS 規制の一環として導入されるか否かは不透明である。BIS での論議に強い影響を及ぼす米国では、自己資本比率規制を自己申告させるプリコミットメント・アプローチの導入も継続検討されているなど、SND 政策議論とともに、銀行監督規制に市場規律の導入を促していく動きが強まっている。

しかし、1999年6月に公表された BIS 自己資本比率規制の改正案のとりまとめが遅々として進まないのも、BIS 規制の目的であるレベル・プレイング・フィールドの大原則を守るべきだとするドイツが¹⁷、必ずしも米国の主張をそのまま容認するスタンスにはないことを示していると伝えられている。また、SND 政策を巡る論議についても、欧州では必ずしも劣後債市場が存在しているわけではないとの理由から、米国の提言が容易に実現するとは見られていない。

その意味では、SND 政策の導入の可否については、今暫く時間を要するものと考えられる。しかし、マクドノー総裁は、BIS 自己資本比率規制案のとりまとめを 2002 年中に完了することを明らかにしており、各国準備期間を踏まえれば、2001 年夏までには何らかの進展があるものと見られている。

¹⁶ 本研究によれば、1999年3月1日時点で、銀行大手 50 行のうち 8 行しか格付けを取得した SND を発行していないのに対し、BHC のトップ 50 社のうち 36 社が格付け取得済み SND を発行している。

¹⁷ ドイツ銀行監督当局のスタンスについては、ドイツ連邦銀行監督局副長官ヨッヒェン・ザニオ「ドイツおよび欧州における銀行監督—変化の時代」『金融』（全国銀行協会）2000年6月号参照。

5. 我が国への示唆

1) 何を効率化するのか

我が国の大手銀行グループも 2000 年秋以降、銀行持株会社を設立して、経営効率の改善を図っていく予定である。米国銀行業が州際業務規制のループ・ホールとして銀行持株会社を設立してきた歴史的背景と異なり、既に我が国の銀行業は業態別子会社方式に加えて銀行持株会社の設立が可能で、銀行本体の分社化やカンパニー制を併用すれば、米国に比べて自由度の高い組織デザインが可能な状況にある。

それにも拘わらず、銀行持株会社制度を導入すれば、自動的に経営効率が向上すると考える向きは強い。しかし、米国流の経営組織を表層的に導入するのではなく、何を効率化すべきかという視点を持って、個々の経営戦略に合致した経営組織をデザインすることが重要である。

本稿では、銀行経営者の究極的な目標がキャピタル・マネジメントにあることを勘案し、資本効率の向上こそが重要な経営課題であるということを強調した。金融技術やグローバル化が進展し金融業務の多様化が著しい時代にあっては、自己資本を厚く備えていれば良いという伝統的銀行業務を前提とした発想は徐々に変化していく。

確かに、我が国の金融システムは従来、株式持合構造などもあって資本コストを低く維持することができた。しかし、株式市場の低迷が長引き、メインバンク・システムや株式持合構造の解消などが進展するにつれ、我が国の資本コストは中長期的に上昇していく可能性が高まっている。さらに、1990 年代を通じた不良債権の処理負担が重く、銀行の自己資本は脆弱なままその稀少性を増している状況にある。

こうした環境下、我が国銀行業が新たな金融サービス業へと変貌を遂げ、グローバルな競争に打ち勝っていくためには、稀少な自己資本を適切にアロケーションできるキャピタル・マネジメントの高度化に向けた弛まぬ努力が求められている。そうした努力は、どのような経営形態を選択しようと、不可欠な経営課題の一つなのである。

2) 劣後債発行を巡る論議と今後の取り組み

米国における銀行持株会社に対する劣後債発行の義務づけに関する論議は、米国においてさえ実効的なかどうか不明である。そもそも、前述 FRB レポートでは、総資産 100 億ドル以上の銀行に対し総資産 2%以上の劣後債を発行すべきと提言しているのだが、表 8・表 9 を見る限り、既に劣後債を発行している銀行持株会社および子銀行ベースで平均 2%をクリアしており、金融規制としてどこまでの実効性を目論んでいるのか不透明さが残っている。

また、市場規律の導入と称して 2%程度の劣後債発行を義務付けた場合、金融監督当局は総資産の 2%の変化で銀行全体への対応を決めることとなってしまう、この 2%が不相応に

重い意味を持つことになってしまうとの指摘もあり、早期是正措置に使える劣後債の価格が示すシグナルと金融機関の総合的な状況判断の整合性をとっていくためには、より多くの論議が必要だと考えられている¹⁸。

一方、我が国の資本市場においても、公募劣後債の発行市場が形成されつつある。既に大手銀行の私募形式での劣後債発行残高は約10兆円程度存在しており、向こう3年間のリファイナンス分だけで4-5兆円、公募形式での劣後債市場は最大でも2.5兆円に達すると予測されている（日経公社債情報2000年6月5日号）。

現在の我が国での課題は、劣後債発行の義務付けという金融監督規制の問題より、公募劣後債を資金調達手法として確立するための実務的な問題に留まっている。つまり、銀行持株会社方式で銀行統合を行った場合に、銀行業の実態は子銀行にあるという格付会社の考え方があるために、親会社の格付けが子銀行のそれより低くなってしまい、親会社が発行した劣後債を購入した投資家のリスク負担が大きくなる可能性を懸念しているのである。

この点については、米国では格付機関も徐々に銀行グループに対する評価手法を変えてきている（場合によっては、持株・子会社の格付に格差をつけない¹⁹）ことに配慮し、投資家や格付機関に対して、我が国における銀行持株会社設立の経緯、合併・統合前の個別銀行の信用力が新設銀行持株会社の評価に反映されることが期待されている実情などを十分に説明して、我が国の実態に沿った適切な評価を求めていくことが必要であろう。

こうした現状をクリアしつつ、BIS 自己資本比率規制改正案をはじめとする国際金融規制改革に対し積極的な提言・関与をしていくことが、我が国の目標となる。

（飯村 慎一、関 雄太）

¹⁸ J.スモールホート「銀行の劣後債は主役になれるか」EUROMONEY（2000年4月号）

¹⁹ 例えばフィッチ IBCA の特別レポート「Questioning Conventional Wisdom – Reviewing U.S. Bank Rating Methodology」（1999年12月9日）を参照。