

再考迫られる米系投資銀行ビジネス

二上季代司

昨年夏に顕在化したアメリカのサブプライム問題は、その後よりいっそう深刻さを増し、ついにアメリカでは専業の大手投資銀行が消える事態に至った。すなわち業界一位、二位のゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーは銀行持株会社に業態転換し、監督官庁はSECからFRB（連邦準備銀行）とFDIS（預金保険公社）に変わった。また業界三位のメリル・リンチは大手銀行バンク・オブ・アメリカに買収、四位のリーマン・ブラザーズは破産法十一条を申請して破綻、五位のベア・スターンズはやはり大手銀行のJPMorgan・チェースに救済買収された。この結果、アメリカの大手投資銀行は自ら銀行持株会社になるか、それとも銀行持株会社傘下の証券子会社となるか、のいずれかとなった。

このことは、一見すれば、米系大手投資銀行のこれまでのビジネスモデルが否定されたことを意味する。近年、わが国のメガバンク、大手証券会社は多かれ少なかれ、米大手投資銀行のビジネスモデルを踏襲しようとしていたし、現に、野村は破綻したリーマンの事業部門を一部買収、みずほや三菱UFJはそれぞれメリル、モルガン・スタンレーの巨額の増資を引き受けている。したがって、上記のような事態は当然ながら今後のわが国金融機関にとって重要な留意点となるはずである。

ところで、米系投資銀行のビジネスモデルにかんする批判的検討については、すでに何人かの識者による優れた見解が示されている。⁽¹⁾そこで以下では、米系投資銀行のビジネスモデルのどのような側面が否定されたのか、

簡単に整理してみたい。

1 米投資銀行の二面性

筆者は約一〇年ほど前に、本誌において米系投資銀行のビジネスモデルにおける二面性を指摘したことがある。一九九〇年代後半当時、日本の証券会社がバブル崩壊の痛手をうけて軒並み業績が悪化するのを尻目に、在日外国証券会社とりわけ米系投資銀行在日支店は好業績をあげていた。しかし、外国証券会社の良好な営業成績について、日本の証券会社関係者の間では当時から次のような否定・肯定の二面的な評価があった。

第一は、外国証券会社の儲け頭は、店頭デリバティブの販売ならびにヘッジファンドと一体となった株式・債券の裁定取引の売買益であり、これらは、当時のわが国会計制度の不備や大蔵省の裁量行政、監督当局や取引所の売買管理体制の不備によるものにすぎないという否定的見解である。この見解によれば日本の制度や規制がグローバルスタンダード化し、そのギャップが埋まってくれば外国証券会社の収益性は低下していくはずである。

第二は、これとは逆に、資産の流動化・証券化ビジネスやM&A業務、債券レポや貸し株を駆使したトレーディング、デリバティブを使ったリスクマネジメントなどが国で今後の成長分野と目される新しい証券ビジネスに対応できるスタッフ、それを生かす経営組織を持っているからこそ高い収益性が生まれてくるのだという肯定的な評価である。⁽²⁾

2 裁定型金融とバリュウアップ型金融

外国証券会社は日支店にみられる、こうした金融活動の二面性は、一〇年近くたった今、サブプライムローン

問題の発生を踏まえて、新しい装いを帯びて語られるようになった。

池尾和人〔二〇〇八〕によれば、金融活動には、その利益の源泉をどこに求めるかによって大きく二つのタイプに分かれる。一つは「裁定型金融」であり、もうひとつは「バリュウアップ（価値創造支援）型金融」である、とする。

裁定型金融は資産価格の歪みに利益の源泉を求めるものであり、八〇年代以降、金融自由化で資産価格に多くの歪みが存在し、裁定型金融で利益を上げる余地が大きかった。しかし裁定利益は、やがて一物一価の成立で消滅していく。ところが裁定型金融の収益機会が乏しくなる中でも、米国の金融サービス産業には依然、高収益を求めめる力がかかり続け、いつしか裁定型金融の活動のかなりの部分が他者から価値を奪うことによって利益を上げるようなものに墮していった。それが顕在化したのがサブプライムローン問題にみられる今般の信用市場危機である、という。

したがって裁定型金融は、今後はその本来的な存在意義に見合う規模と範囲に縮小するが、これに代わって注目されるのが、次の「バリュウアップ型金融」である、という。これは、取引先企業の価値創造に貢献しその分け前に預かるタイプの金融活動とされる。もともと、この型の金融活動も日本経済の成熟化とともに、かつてのメインバンクのように単に融資によって取引先の資金制約を解消するだけでは実際に利益を上げられなくなっている。しかし裁定型金融が行き詰った現在、バリュウアップ型金融の意義を再評価するのは不可欠である、という。したがって今後の金融サービス産業は、金を貸すよりも知恵を貸すことで取引先企業の価値創造に貢献する、知識集約型産業に転換しなければならない、と結論付けている。

3 サブプライムローン問題にみられる裁定型金融ビジネスの実態

ところで、池尾のいう行き過ぎた裁定型金融、いわば「略奪的な」裁定型金融活動は、今回のサブプライムローン問題において具体的にどのような形をとったのか？

大垣〔二〇〇八〕は、企業部門の資金調達ニーズが往時に比べ激減している現在、金融機関のビジネスモデルは、「調達 (Finance)」から「投資 (Investment)」へとという視点が重要になっている、という。すなわち、金融機関の役割は、企業への資金調達支援サービスよりも、市場における裁定機会を捉えた投資機会を創出する方向性に向かっている。とりわけ米国は早くからこうした問題に直面し、金融サービスのあり方そのものが大きく変革された、という。

さらに続けて、大垣は言う。今回のサブプライムローン問題では、新たな資金需要を創出する方向性と、裁定機会捕捉を狙った金融商品を創出する方向性、が同時に働いていた。具体的には、国内の資金需要を喚起する方向性として「住宅投資の促進」があげられ、これがアメリカでは「借入困難層向けの拡大」、「住宅投機目的の借入層の拡大」、「事業者による見込み投資の拡大」という形をとった。

「オリジネーション段階の裁定」

他方、こうして金融市場に持ち込まれたローンにはつぎのような「裁定機会」が存在し、投資銀行が証券化による転売によってその裁定利益を刈り取るうとした、という。

すなわち、借入困難層に対するスコアリング審査は過去の経験の裏づけがない分、信頼性が低いため、同じスコア（すなわち格付け）でもリスクにばらつきがでてしまう。そこでリスクが高いにもかかわらず相対比較で高い格付けを持つローンを選びだせれば「サヤを抜く」（裁定利益）ことができる。こうした投資銀行のニーズに

基づいて、住宅金融業者はむしろリスクの高い「略奪的な」ローンをオリジネートした。他方、高学歴で職場も決まっており通常なら高いスコアを獲得するが、転職者や移民は所得証明書などスコアリングに必要な書類がそろわない (low documentation) ため、低いスコアしかえられない。こうした借り手は、実は A (プライム) だが、A 以外のスコアで評価されているのでスコアよりはリスクが低い、という意味で「代替 A (オルト A)」と呼ばれる。この場合、数年たてばスコアが上がるので三〜五年後に借り換え前提でそれまでは金利のみの I O ローン (Interest only) が提供される。他方、借り手自身は A だが投機目的で借りる場合は居住目的と比べてスコアが低くなる。そのスコアが上記のような転職者や移民と同様であれば同じ格付け (オルト A) が得られる可能性が強い。このため、投機目的のローンが簡単に借りられるようになり、転売目的の住宅投資にも I O ローンが転用され、これが住宅バブルを引き起こす原因になった、という。⁽³⁾

〔第二次証券化の段階における裁定〕

大垣はさらに続けて、こうしたオリジネーション段階の裁定機会創出だけではなく、第二次証券化を通じて追加的な裁定機会の捕捉が見られたという。すなわち貸倒率について互いに相関の低い銘柄を集めて再証券化すれば、リスク分散によって相対的に高い格付けの証券化商品 (C D O、Collateralized Debt Obligation) が得られ、これを転売すれば裁定利益がえられる。そこで第一次証券化から生まれた劣後やメザニンなどできるだけリスクの高いものばかりを選び出し、これをリスク相関の小さい企業ローン証券化商品などと組み合わせると C D O が作られた。

他方、格付けの高いトリプル A の証券化商品についても、S P C などの S I V (Structure Investment Vehicle) を利用して長短金利の裁定取引を行ったとされる。特にこれを利用したのは欧米の銀行であった。連結非対象の

S P C を設立し、高格付の証券化商品を原債権とする高格付の C P (コマーシャルペーパー) や M T N (Medium Term Note、中期債ノート) を発行し、充分な利益をあげるために膨大な規模でレバレッジ投資が行われたという。

4 裁定型金融ビジネスと自己資本

以上のように、今回の事件ではオリジネーション段階、再証券化段階いずれでも、信用リスク、金利リスクなど様々なレベルにおける裁定型金融活動が見られたのである。そして、裁定取引は逆の取引(売りと買い、貸付と借入など)を同時複合的に組み合わせることで、自己資本に対して充分な利益を獲得しようと思えば、できるだけレバレッジを働かせることが必要になる。このため読みを誤るとレバレッジが高い分だけ損失も大きくなる。また、裁定取引は証券化商品を対象としているため、当初、想定していた価格で販売できなければ、Dead Stock となって業者の手元に積みあがり、流動性危機に直面することになる。

銀行の場合には、B I S 規制があるので高度のレバレッジを働かせるのは限界がある。ただし、S I V は連結非対象(オフバランス)であったためそこに抜け道があつて、銀行傘下の S P C のいくつかは膨大なレバレッジを働かせ、C P や M T N の借り換えが出来なくなると、深刻な流動性危機に陥り、親銀行がこれを連結して救済しなければならなくなったのであつた。これと同時に、オフバランスを利用した銀行による裁定型ビジネスは不可能になった。

他方、投資銀行は、法的には証券会社(ブローカー・ディーラー)であり、銀行の自己資本規制に相当するものとしては、Net Capital Rule (正味資本規制)がある⁽⁴⁾。これは、最低限、維持すべき正味資本の額⁽⁵⁾や負債倍率

(すなわちレバレッジ)を定めたもので、原則、正味資本に対し負債総額は十五倍を越えてはならないとされる。ところが、二〇〇四年四月、SECは資産五〇億ドル以上を有する大手投資銀行について、この規則の適用を除外し、財務・リスクの状況に対しては業者の自主モニタリングに委ね、SECは直接、検査することをやめたのである。⁽⁶⁾この結果、例えばベア・スターンズの負債倍率は三三倍まで上昇している。もし、この規制緩和が無ければ、これほどの規模のレバレッジは不可能であったはずである。こうして、サブプライム問題を主導した米大手投資銀行の略奪的な裁定型金融ビジネスモデルは、マーケットの崩壊とBIS規制に服する銀行への転換によって事実上、終息した。

5 サブプライム後の投資銀行ビジネス

では、サブプライム後の投資銀行ビジネスはどのように展望すればよいのであろうか？

第一に、裁定型金融ビジネスは今後も無くならないであろうことである。すでに見たように、この問題が起こる前からアメリカの投資銀行の戦略は二面的な性格を帯びていたのである。資産価格やリスク評価の歪みは言うに及ばず各国間の公的・自主規制、監督などの違いなどに注目して広義の裁定機会を捕捉し、そこに商機を見出すとする資質は、銀行に転換してもなくならないのではないか。また、そうした裁定機会はこれからも生じるだろうし、そういう意味では裁定型金融ビジネスは無くならない、と思われる。もともと、サブプライムで見られた「略奪的」な裁定型ビジネスは、銀行BIS規制に制約されて難しくなるだろう。

第二に、池尾のいう「バリュウアップ型金融」は、資金調達ニーズが低下している現状、M&Aや企業再生のアドバイザーなど「カネより知恵」を貸す知識集約産業の色彩を帯びたビジネスとして注力されていくであろう。

う。しかし、今後の金融ビジネスは、そうしたエージェンツ・ベースだけにとどまらないように思われる。というのは、一般のサブプライム問題にみられるような「裁定型金融」に米大手投資銀行を駆り立てた究極の要因は、払拭されていないからである。アメリカに典型的に見られるように先進諸国では、いずこも企業の資金需要が弱く過剰な資金が有利な運用をもとめて機関投資家等の手元に膨大な額として滞留しているのである。であるがゆえに、投資銀行はリスク分散のメリットを強調するポートフォリオ理論を振りかざして機関投資家にやすやすと証券化商品をはめ込むことが出来たのである。

したがって第三に、投資先を求める過剰な資金が存在する以上、投資先を開拓し、投資商品を組成するビジネスが新たな装いをもって現われ、それが広い意味での金融仲介機関（名前を何と呼ぶかは別として）によって担われつつけることになる。上記二の「バリュウアップ型金融」に関連付けながら、PEファンド（LBOファンド、再生ファンド）の組成・証券化とその販売、さらには自己資金を投じたプリンシパル・インベストメントなど、過剰資金に対する投資先開拓、投資商品組成ビジネスが今後も追及されるものと考えられる。問題は、こうした投資先開拓・投資商品組成が「バリュウアップ金融」の促進にとどまらず、再び略奪的なビジネスに堕していかないかどうか、ということであろう。

ところで、視点をわが国に移すと、上記一の「略奪的な」裁定型金融ビジネスとは無縁であったが、上記二、三については大いに関係がありそうである。わが国も成熟経済下にあつて、投資先を求める過剰な資金がかなりの金額で滞留しているからである。その意味では、大手証券やメガバンクが米大手投資銀行の事業を一部買収、あるいは増資を引受けて提携関係を結ぼうとしているのも、米投資銀行の持つこの方面での経営資源を期待してのことであろうと考えられる。

- (1) 大垣尚司「サブプライム問題と市場化経済」『証券アナリストジャーナル』二〇〇八年三月、池尾和人「裁定型業務の限界超えよ」『日本経済新聞』二〇〇八年九月一八日。
- (2) 拙稿「外国証券会社の動向について」『証研レポート』一五七二号、一九九九年六月、一〜二ページ。
- (3) このほか、住宅金融会社自身も超長期の住宅ローンを証券化商品に仕立てて売却するまでのあいだレポなど短期資金でまかなうことにより、長短金利の裁定を行っていたという。

(4) SEC規則十五c三―

(5) 正味資本の定義はやや複雑だが、顧客勘定をもつ証券会社の場合は二五万ドル以上である。

(6) このときのSEC委員長はウィリアム・ドナルドソン（元DLJ証券CEO）であり、ネット・キャピタル・ルールの撤廃を訴えた大手投資銀行首脳部には、二年後に財務長官となり今回の金融安定化法案をまとめたヘンリー・ポールソンの名前が見える。このことが今、アメリカでは大きな政治的問題になっている。なお業者の自主モニタリングは、遅ればせながら先月ようやく撤廃された。（Stephen Labaton, "Agency's '04 Rule Let Banks Pile Up New Debt" *New York Times*, October 2, 2008）

(にかみ きよし・客員研究員)