

欧米大手銀行における投資銀行部門の課題

—欧米間の業績格差と欧州大手銀行の展望—

新 形 敦

要 旨

世界金融危機以降の欧米大手銀行の動向を見ると、米国大手銀行は最高益を更新するなど業績が力強く回復している一方、欧州大手銀行の回復は緩やかにとどまるなど、欧米間で業績格差が生じている。欧州大手銀行では、とりわけ世界金融危機後も投資銀行部門を維持した銀行において業績が低迷している。背景には、欧州大手銀行における投資銀行部門の収益性が低く、銀行全体の業績回復の足かせとなっていることがある。

それでも一部欧州大手銀行が投資銀行部門を維持するのは、純収入への貢献が依然として大きいことに加え、自国市場や既存業務の制約などから代替となる収益源を見い出せていないためである。

ただし、世界金融危機以降、投資銀行部門の中心であるトレーディング業務を取り巻く環境は量的・質的に変化している。金融規制の強化、ノンバンクやトレーディング会社の台頭、プライベート・クレジット市場の急拡大により、トレーディング業務の収益プールは伸びにくい状況にある。さらに欧州大手銀行は、米国市場における外銀規制や業務基盤の弱さから、米国大手銀行と比較して競争上の不利を抱えている。

欧州大手銀行が安定的な収益構造を確立するには、投資銀行部門の最適化が求められている。

キーワード：欧米大手銀行、投資銀行部門、トレーディング業務、業績格差、世界金融危機

目 次

- | | |
|----------------|-------------------|
| 1. はじめに | 3.1 世界金融危機前後の経営動向 |
| 2. 先行研究 | 3.2 投資銀行部門の状況 |
| 3. 欧米大手銀行の経営動向 | 3.3 投資銀行部門の位置付け |

3.4 問題の所在	4.6 欧米間の業績格差
4. 欧州大手銀行の投資銀行部門	5. 投資銀行部門の課題
4.1 投資銀行部門強化の歴史	5.1 トレーディング業務の量的・質的变化
4.2 世界金融危機で露呈した問題	5.2 業績格差の背景
4.3 金融規制の強化	5.3 欧州大手銀行に求められる対応
4.4 経営戦略の分化	6. おわりに
4.5 経営戦略と業績推移	

1. はじめに

2007-2009年の世界金融危機後¹における欧米大手銀行の経営動向であるが、米国のJPモルガン・チェースは過去最高益の更新を続けるなど米国大手銀行の業績は総じて堅調に回復している一方、欧州大手銀行の業績は相対的に低迷が続いている。さらに、2023年には、欧州大手銀行の一角を占めていたスイスのクレディ・スイスが実質破綻し、スイス政府の要請を受けて同国のライバルであるUBSに救済合併されるという事態まで発生した。さらに、欧州大手銀行のなかには、ドイツ銀行のように、世界金融危機後もたびたび赤字を計上し、クレディ・スイス破綻の際にも株価が急落するなど、依然として経営が不安定と見られる銀行も存在する。

欧州大手銀行で不振が目立つのは、世界金融危機の際に巨額損失を計上した投資銀行部門を相応の規模で抱え続けている銀行である。クレディ・スイスの破綻も、投資銀行部門の不振が大きな要因のひとつとなった。また、ドイツ銀行や英国のバークレイズも投資銀行部門の不振が銀行全体の経営を不安定にしている。ただし、米国大手銀行は様相が異なる。JPモルガン・チェースやゴールドマン・サックスなど米国大

手銀行は、世界金融危機後も投資銀行部門を抱えつつも好業績を維持している。

本稿の目的は、以下のとおりである。第一に、世界金融危機後15年超を経てもなお欧州大手銀行の業績が不安定な要因を検証する。そして第二に、欧州大手銀行の業績低迷の構造的背景を明らかにする。最後に、欧州大手銀行と米国大手銀行との業績格差の要因と今後の展望を示す。また、本稿では、銀行データとして、基本的に個別行の開示データを用いて分析する。

なお、本稿で対象とする欧米大手銀行は、特に断りのない限り、以下のとおりである。欧州大手銀行は、①クレディ・スイス（スイス）、②UBS（同）、③ドイツ銀行（独）、④バークレイズ（英）、⑤BNPパリバ（仏）、⑥ソシエテ・ジェネラル（仏）、の6行である。米国大手銀行は、⑦JPモルガン・チェース（米国）、⑧バンク・オブ・アメリカ（同）、⑨シティグループ（同）、⑩ウェルズ・ファーゴ（同）、⑪ゴールドマン・サックス（同）、⑫モルガン・スタンレー（同）、の6行である。

2. 先行研究

世界金融危機後における大手銀行の経営動向について、ビジネスモデルを比較すると、伝統

¹ 本稿では、世界金融危機の期間を、米国のリーマン・ブラザーズが破綻する前年の2007年から同破綻後の2009年とする。

的な商業銀行型に比べ、資本市場業務の比重が高い投資銀行型の経営戦略をとる銀行は、金融危機後の業績回復に苦慮していると指摘されている (Ayadi, R. et al. (2014), p.25)。実際、世界金融危機後、投資銀行型の銀行は、商業銀行型の銀行に比べ、経費率が高い一方、収益性が低い傾向が続いている (Roengpitya, R. (2014), p.55)。

欧米大手銀行の投資銀行部門であるが、部門全体の収入のうち多くを占めるのが、株式や、債券・通貨・コモディティ (Fixed Income, Currency and Commodity: FICC) を市場で取引して収益をあげるトレーディング業務である (Committee on the Global Financial System (2018), pp.58-59)。世界金融危機の際には、このトレーディング業務で巨額損失を計上した。また、トレーディング業務は、取引する証券等をバランスシートに抱える必要があるため、必要とされる自己資本である所要資本が多い業務でもある。このため、世界金融危機後におけるビジネスモデルの修正は、トレーディング業務を中心とする投資銀行部門の縮小が大きな目的となっている (Committee on the Global Financial System (2018), p.19)²。

スイスのUBSの事例などから、欧州大手銀行は投資銀行部門の縮小に積極的との指摘もある (Committee on the Global Financial System (2018), p.14)。また、欧州銀行は、地域的にはトレーディング業務の中心である米国業務を縮小する動きを進めているとも指摘されている (Committee on the Global Financial System (2018), p.25)。ただし、世界金融危機後、投資銀行型から商業銀行型などにビジネスモ

デルを転換する銀行は多くはないとの研究もある (Roengpitya, R. et al. (2017), p.17)。その理由として、不採算部門の調整や縮小には相応の時間が必要であることが指摘されている (Caparuso, J. et al. (2023), p.22)。そして、世界金融危機後においても投資銀行型に留まるのは「謎」とも指摘されている (Roengpitya, R. et al. (2017), p.19)。特に世界金融危機後において、とりわけトレーディング業務に対しては金融規制が強化されており、他業務と比較した異質性や複雑性が増している (Committee on the Global Financial System (2018), p.61)。さらには、銀行に対する規制強化の裏側では、相対的に規制が緩くなったノンバンクが台頭しており、トレーディング業務の分野でもノンバンクのプレゼンスが拡大している (Committee on the Global Financial System (2018), p.61)。

投資銀行部門を相応規模で維持する銀行が存在する理由として、米国大手銀行においては、世界金融危機後においても業績が堅調なことがある。トレーディング業務の分野では、金融危機後、米国銀行がシェアを拡大していると指摘されている (Committee on the Global Financial System (2018), p.61)。欧州大手銀行から見れば、世界金融危機後の投資銀行部門は、金融規制強化にくわえて、ノンバンクや米国銀行による浸食という課題も抱えていることになる。

以下、本稿では、先に挙げた欧米大手銀行12行の個別行データを用いて、世界金融危機後の欧州大手銀行の経営動向について、欧州大手銀行の投資銀行部門という観点を中心に分析を進めたい。

2 他には、資金調達手段（バランスシートの負債側）として、市場調達からより安定的な預金、特にリテール預金での調達の拡大を目指すところも多い。

3. 欧米大手銀行の経営動向

3.1 世界金融危機前後の経営動向

まずは、世界金融危機後の欧米大手銀行の経営動向を確認しておきたい。

欧米大手銀の純利益 (Net income) の推移を見ると、米国大手銀行（ここでは、JP モルガン・チェース、バンク・オブ・アメリカ、シティグループ、ウェルズ・ファーゴの4行合計）の純利益は、純損失となった2008年を底に回復傾向が続き、2010年代半ばには世界金融危機前の水準に回復している（図表1）。さらに、2020年代においては、世界的パンデミック (Covid-19) の影響から利益の振れはあったものの、総じて過去最高益を更新し続ける状態が続いている。

これに対して、世界金融危機後における欧州大手銀行（6行合計）の純利益は、米国大手銀行と同様、2008年の純損失からは回復している。ただし、欧州では、世界金融危機直後にユーロ危機が発生したことから2010年代を通じて純利

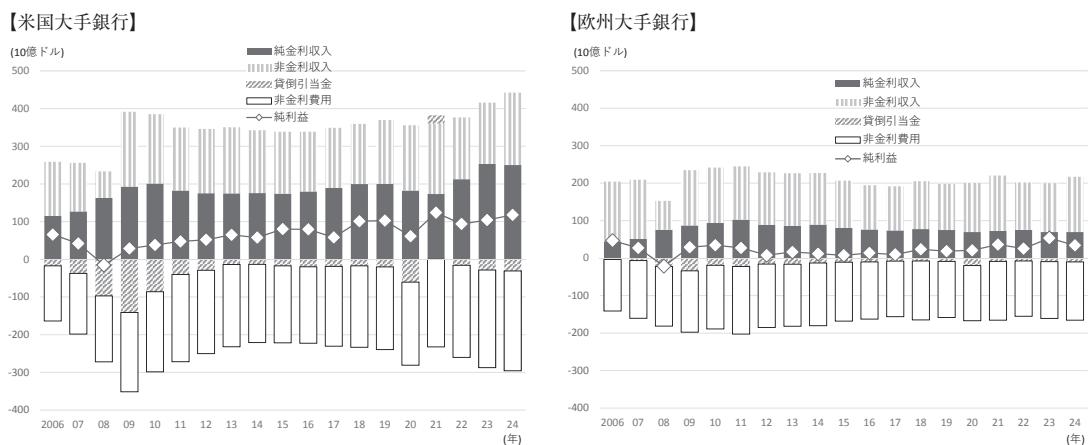
益の回復は勢いに欠け低位にとどまつたままであった。2020年代に入ると純利益はやや改善しているものの、依然として世界金融危機以前の水準前後にとどまっている。

次に、収益性の指標として株主資本利益率 (ROE) の推移を見てみる。世界金融危機前の2006年には、欧米大手銀行（各6行平均）とともにROEは20%超の高水準を記録していた（図表2）。そして、2008年はともに大幅に低下した。しかし、世界金融危機後においては、米国大手銀行と欧州銀行とでは回復の力強さに大きな違いが見られる。

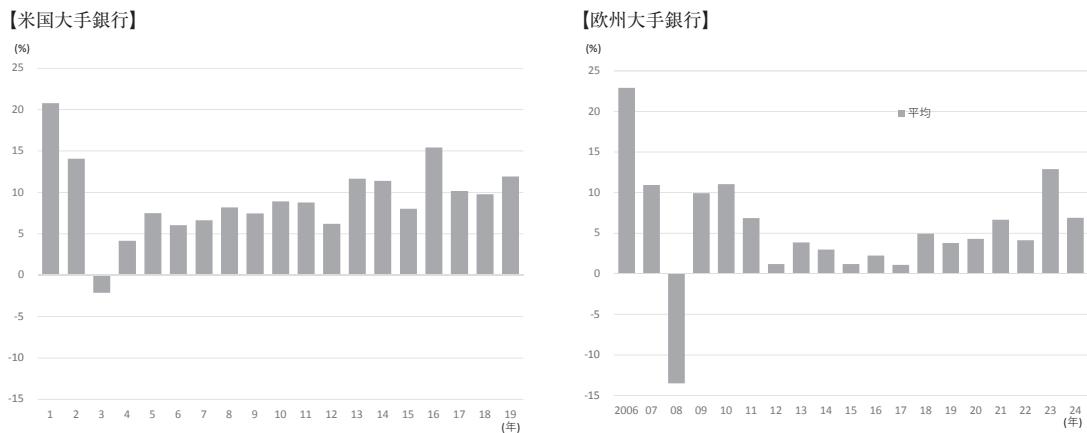
米国大手銀行のROEは、2010年代半ば以降は概ね10%台に回復している。そして2020年代に入ってからも、ROEの水準自体は世界金融危機前と比べて半分程度であるものの、2023年に10%をやや下回った以外は10%程度で安定的に推移している。

一方、欧州大手銀行のROEは回復が鈍く、2011年以降、2010年代を通じて一桁台に低迷していた。2020年代に入るとやや回復しているものの、UBSによるクレディ・スイス買収に伴

図表1 欧米大手銀行の純利益



図表2 欧米大手銀行のROE



(出所) 各行開示資料、Bloomberg より作成。

う特殊効果が出た2023年を除き、ROEは5%前後と世界金融危機前の四分の一程度にしか戻っていない。

このように、世界金融危機後の欧米大手銀行の経営動向からは、純利益と収益性双方において、着実に回復している米国大手銀行に対して、欧州大手銀行の低迷が目立つことが確認できる。

3.2 投資銀行部門の状況

ここでは、世界金融危機後の欧州大手銀行の業績が米国大手銀行に劣後している要因として、投資銀行部門の影響があることを確認したい。

欧米大手銀行の純利益を、各行開示情報に従って「投資銀行」、「リテール（主に個人・中小企業向け貸出・決済）」、「商業銀行（主に中堅企業向け貸出・決済）」、「資産運用（ウェルスマネジメント、プライベートバンクを含む）」という4つのビジネスラインに分けて推移を見てみる。

米国大手銀行（ここでは、JPモルガン・チェース、バンク・オブ・アメリカ、シティグループ、ウェルズ・ファーゴの4行合計）の場合、2007

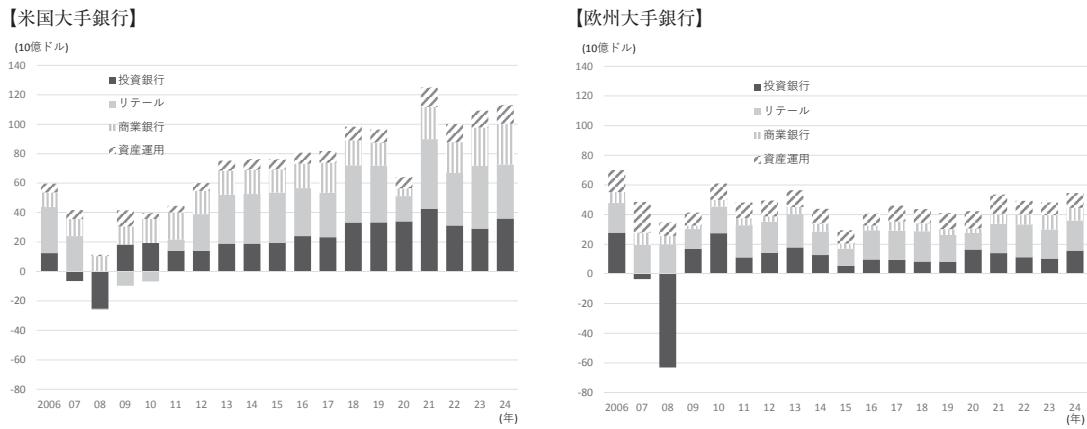
年、2008年は投資銀行部門が赤字に転落した（図表3）。しかし、2009年以降は急回復しており、投資銀行部門の純利益は、2010年代には既に世界金融危機前である2006年を上回っている。2020年代以降も着実に推移し、2024年の投資銀行部門の純利益は、世界金融危機前の3倍近くに達している。

他方、欧州大手銀行（6行合計）について、投資銀行部門の純利益は、米国大手銀行と同様、2007年、2008年に赤字に転落した。2009年、2010年は急回復したものの、欧州大手銀行の投資銀行部門の純利益は、2010年代は再び低迷し、世界金融危機前の2006年の水準には届いていない。2020年代に入ってからも、2010年代からやや回復はしているものの、投資銀行部門の純利益は2006年を下回る水準にとどまっている。

改めて、2006年におけるビジネスライン別の純利益水準を基準に、その後の推移を確認しておく。米国大手銀行の場合、世界金融危機後、リテール部門の伸びは相対的に低調で、2024年時点でも2006年の水準とあまり変わらない（図表4）。しかし、リテール部門以外は2006年を大きく上回る利益水準に増加しており、なかで

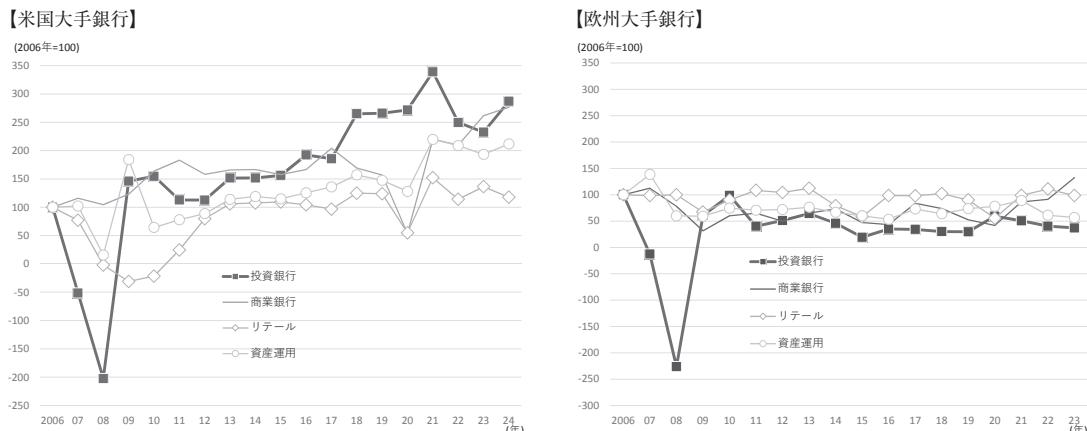
欧米大手銀行における投資銀行部門の課題—欧米間の業績格差と欧州大手銀行の展望—

図表3 欧米大手銀行の純利益（ビジネスライン別）



(注) 米国大手銀行は、JPモルガン・チェース、バンク・オブ・アメリカ、シティグループ、ウェルズ・ファーゴの4行合計。
(出所) 各行開示資料、Bloombergより作成。

図表4 欧米大手銀行のビジネスライン別純利益推移（2006年=100）



(注) 米国大手銀行は、JPモルガン・チェース、バンク・オブ・アメリカ、シティグループ、ウェルズ・ファーゴの4行合計。
(出所) 各行開示資料、Bloombergより作成。

も2024年時点で最も伸びが高いのが投資銀行部門となっている。

これに対して、欧州大手銀行の純利益は、上で見た4つのビジネスラインのいずれも、米国大手銀行に比べて低調に推移している。そのなかでも、最も回復が遅いのが投資銀行部門であり、投資銀行部門が最も好調な米国大手銀行と正反対の状況にある。

このように、欧州大手銀行の業績は米国大手

銀行に比べて劣後していることを見てきたが、欧州大手銀行にとてはとりわけ投資銀行部門の低迷が目立つことが確認できる。

3.3 投資銀行部門の位置付け

それでは、欧米大手銀行において、銀行全体における投資銀行部門はどのような位置付けにあるのか、計数で確認しておきたい。

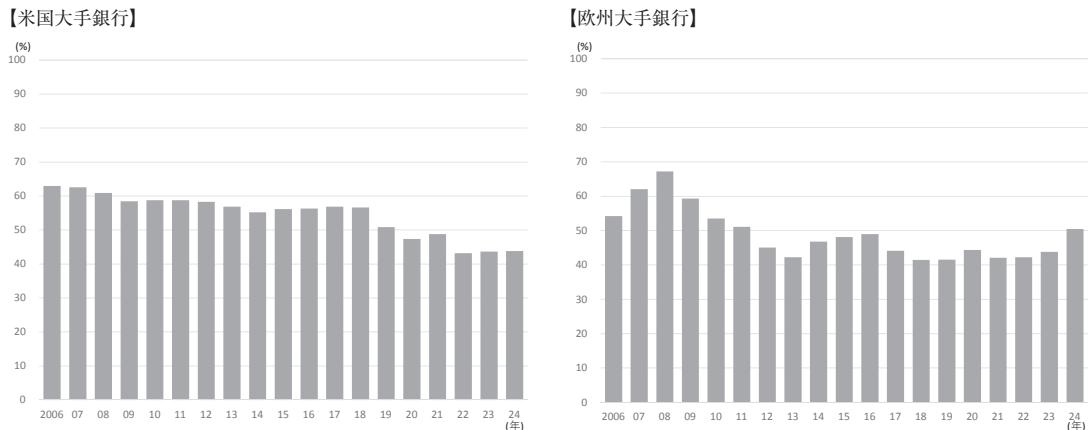
欧米大手銀行の総資産（Total asset）に占め

る投資銀行部門が抱える資産の割合を見てみる。米国大手銀行（6行平均）においては、投資銀行部門の資産が全体に占める割合は、世界金融危機以前は60%超であった（図表5）。その後は緩やかながら低下傾向が続き、2024年の投資銀行の割合は40%超と、2006年の3/4程度となっている。欧州大手銀行（6行平均）の場合、投資銀行部門のピークは世界金融危機中の2008年で、全体の総資産の70%弱を占めていた。その後は、米国大手銀行と同様に低下に転じるが、それでも2020年代においても40%超と、投資銀行部門の資産の割合は、米国大手銀行と同水準を維持している。

ビジネスラインへの資産配分という観点からは、米国大手銀行だけでなく欧州大手銀行においても、投資銀行部門は依然として重視されていることが示唆される。

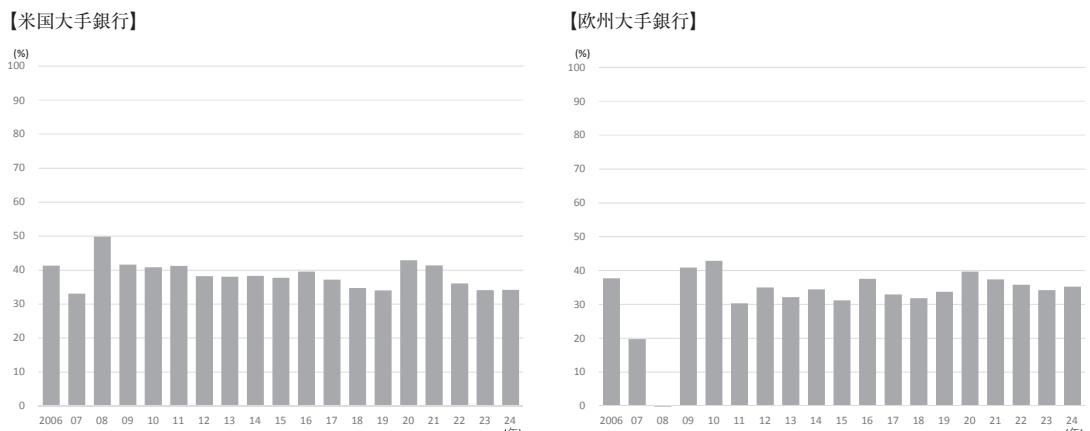
実際、銀行全体の純収入（Net revenue）に占める投資銀行部門の純収入の割合を見てみると、米国大手銀行、欧州大手銀行とも、2020年

図表5 欧米大手銀行の投資銀行部門比率（投資銀行部門の資産 / 総資産）



（出所）各行開示資料、Bloombergより作成。

図表6 欧米大手銀行の投資銀行部門比率（投資銀行部門の純収入 / 全体の純収入）



（出所）各行開示資料、Bloombergより作成。

欧米大手銀行における投資銀行部門の課題—欧米間の業績格差と欧州大手銀行の展望—

代においても、世界金融危機前と同水準である40%程度を維持している（図表6）。

純収入という観点で見れば、投資銀行部門は、現在においても全体の過半近くを稼ぐ主力部門となっている。この側面からは、米国大手銀行ばかりでなく、欧州大手銀行にとっても、投資銀行部門が主力部門のひとつと位置付けられることも理解できる。

3.4 問題の所在

ただし、先で見たとおり、純利益で見ると、欧州大手銀行の投資銀行部門の業績は、米国大手銀行より大きく劣後している。上で見たとおり、純収入では米国大手銀行と同水準の過半近くを占めるにもかかわらず、純利益では米国大手銀行に劣るのは、欧州大手銀行の投資銀行部門の収益性が低いためである。

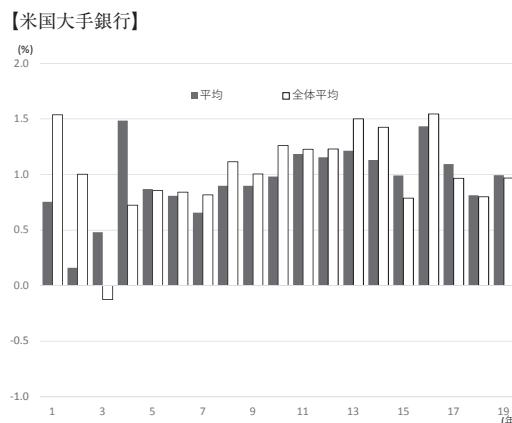
欧米大手銀行の投資銀行部門について、収益性指標として総資産利益率（ROA）を比較してみる。米国大手銀行（6行平均）の場合、投資銀行部門のROAは、世界金融危機前の2006年は0.8%と1%未満であった（図表7）。しか

し、世界金融危機時に大きく低下したものの、2010年代前半には2006年水準に戻っている。そして、2010年代後半以降、2020年代にかけても2023年を除き1%超で推移するなど、米国大手銀行の投資銀行部門のROAは世界金融危機前を上回っている。さらに、投資銀行部門のROAとその他のビジネスラインを含めた銀行全体とを比較すると、ほぼ同水準で推移している。このことからは、米国大手銀行の投資銀行部門は、銀行全体の業績にとっても、主力部門であり続けていることが正当化できよう。

これに対して、欧州大手銀行（6行平均）の投資銀行部門のROAは、2006年は0.4%であった。欧州大手銀行の場合、世界金融危機後の回復は緩やかで、2020年代においても0.4%程度と世界金融危機前と同等かそれ以下の水準にとどまつたままである。また、銀行全体のROAと比較すると、投資銀行部門はとりわけ2020年代において全体を大きく下回る状態が続いている。

欧州大手銀行の投資銀行部門は、純収入の観点からは引き続き全体の過半近くを稼ぐ主力部

図表7 欧米大手銀行における投資銀行部門のROA



（出所）各行開示資料、Bloombergより作成。

門と言える。ただし、純利益では米国大手銀行より大きく劣後しており、収益性の低さが重くなっている。欧州大手銀行においては、投資銀行部門の収益性は銀行全体より低い局面が多く、投資銀行部門の存在が、銀行全体の業績低迷要因となっている。

欧州大手銀行にとって、業績回復に向けては、投資銀行部門の見直しが焦点となることが理解できる。

4. 欧州大手銀行の投資銀行部門

4.1 投資銀行部門強化の歴史

欧州大手銀行において、1980年代の金融自由化から2000年代の世界金融危機まで20年にわたる業務展開は、投資銀行部門強化の歴史でもあった。

クレディ・スイスの場合、1939年に米国において投資銀行業務を行う現地子会社を設立しており、投資銀行部門の歴史は古い。しかし、本格的に投資銀行部門強化に舵を切ったのは、88年の米国大手投資銀行ファースト・ボストンへの出資からである（その後買収）³。2000年には、同じく米国のドナルドソン・ラフキン・アンド・ジェンレットを買収し、投資銀行部門をさらに増強した。

同じくスイスのUBSは、97年に当時スイスで総資産2位のスイス・ユニオン銀行（旧UBS）と同3位のスイス銀行（SBC）が合併して誕生した銀行である。旧UBSは、86年に英国のフィリップス・アンド・ドリューを買収し、

投資銀行部門の基盤を確立した。SBCの方が投資銀行部門の強化により積極的で、95年に英国のSGウォーバーグを買収した後、97年には米国のディロン・リードを買収した。SBCは、同行の投資銀行部門となっていたSGウォーバーグにディロン・リードを統合し、米国における投資銀行部門の強化を図った。そして、97年の旧UBSとSBCの合併により、新生UBSの投資銀行部門は一段と拡充されることとなった。さらに、新生UBSの下、2000年に米国のペインウェバーを買収し、投資銀行部門の一段の強化を行っている。

ドイツ銀行は、89年、英国の名門マーチャントバンクであるモルガン・グレンフェルを買収し、本格的な投資銀行部門の足掛かりを築いた。そして、99年に米国の大手投資銀行バンカース・トラストを買収し、米国における投資銀行部門を大幅に強化することになった。

英国のバークレイズの場合、バークレイズ・キャピタルのブランド名にて自前で投資銀行部門を強化してきた。しかし、2008年のリーマン・ブラザーズ破綻後に同行の北米部門を買収し、世界金融危機後に米国での投資銀行部門を大幅に強化した⁴。

フランスのBNPパリバとソシエテ・ジェネラルについては、上述したスイス2行、ドイツ銀行、バークレイズのような投資銀行部門強化のための大型合併は行っていない。しかし、世界金融危機までは自前で投資銀行部門を強化し、米国における投資銀行部門の業務基盤を拡大していた。

このように、欧州大手銀行では、大型買収な

3 クレディ・スイスの投資銀行部門は、「クレディ・スイス・ファースト・ボストン (CSFB)」として、ニューヨーク、ロンドン、東京などにグローバル展開するとともに、断続的に独立系投資銀行の買収を繰り返して業務を拡大した。

4 破綻後のリーマン・ブラザーズの欧州部門とアジア部門は、日本の野村證券が買収している。

ども通じた米国における投資銀行部門の強化が、成長戦略の大きな柱を担ってきた。欧州大手銀行にとって、投資銀行部門を縮小することは、これまでの業務強化の歴史に逆行した自己否定につながりかねない。これにくわえて、欧州大手銀行にとって、投資銀行部門強化の背景には、投資銀行部門自体の成長性とともに、市場規模や成長性の観点から自国における既存業務の収益拡大が見込みにくくなっていることがある。欧州における自国市場の規模や既存業務の成長性は、世界金融危機後も大きな変化は見られない。このため、欧州大手銀行にとって、投資銀行部門の縮小は、銀行全体にとって縮小均衡となるリスクを抱えることにつながる。

4.2 世界金融危機で露呈した問題

欧州大手銀行が歴史的に強化してきた投資銀行部門であるが、周知のとおり、世界金融危機の原因是、その投資銀行部門にあった。

ここで、投資銀行部門が担う主な業務は、債券引受、株式引受、M&A 助言を行う狭義の投資銀行業務（以下、投資銀行業務）と、株式売買、債券等（FICC）売買を行うトレーディング業務がある。投資銀行業務とトレーディング業務の特徴として、投資銀行業務は収益面では安定しているものの絶対額は小さいのに対し、トレーディング業務は収益面は不安定なもの絶対額が大きいことがある。すなわち、トレーディング業務は、投資銀行業務に比べ、ハイリスク・ハイリターンの業務となっている。

2000年代前半から世界金融危機までは、米国の住宅ブームに乗っかる形で、欧米大手銀行の

投資銀行部門においてはトレーディング業務が大きく拡大し、投資銀行部門だけでなく、銀行全体の収益をけん引してきた。しかし、世界金融危機の際には、破綻したリーマン・ブラザーズを始め欧米大手銀行が巨額損失を計上した業務は、投資銀行部門の主力業務であるトレーディング業務であった。

トレーディング業務は、自己勘定（自社の利益）や対顧客（マーケットメイク）との間で株式や債券等の金融資産を売買し、これに伴う売買差益を収益源とする業務である。世界金融危機以前、欧米大手銀行の投資銀行部門においては、米国の住宅ローン、特にサブプライム住宅ローン等を裏付け資産とした証券化商品である債務担保証券（CDO）の組成とトレーディング業務における取引が、業績をけん引してきた⁵。しかし、米国では、2006年末をピークに住宅価格が下落に転じ、住宅ブームが終焉を迎えた。住宅価格の下落とともに、それまで大量に組成されていたサブプライム住宅ローンの延滞率が急上昇した。リスクの高いサブプライム住宅ローンの大量組成を支えたのがCDOによる証券化であるが、裏付け資産であるサブプライム住宅ローンの延滞率上昇に伴い、これらを裏付け資産としたCDO価格が急落することとなった。この結果、欧米大手銀行の投資銀行部門では、トレーディング目的で保有していたCDOの含み損が急速に膨張し、多くの銀行が巨額損失を被ることになり、世界金融危機につながった。

この間、最も巨額の損失を計上したのが、UBSである。UBSは、2007年に投資銀行部門

5 欧米大手銀は、自行のリテール部門や買収した住宅子会社を通じて、サブプライムを含めた住宅ローンを組成し、CDOとして証券化するために投資銀行部門に供給した。投資銀行部門では、トレーディング業務で売買するためにCDOを在庫として大量に保有し、自己勘定や対顧客との間で取引を繰り返し、収益をあげていた。

におけるサブプライム関連証券化商品の損失から、当期利益が53億フラン（約44億ドル）の赤字となった。さらに翌2008年には赤字額が213億フラン（約197億ドル）にまで拡大し、2009年にも27億ドル（約25億ドル）の赤字と、3年連続で巨額赤字を計上した。証券化商品関連の損失からUBSの経営状況はリーマン・ブラザーズ破綻前の2007年から不安定化し、リーマン・ブラザーズ破綻直後の2008年10月、スイス政府から60億フラン（約56億ドル）の公的資本注入を受け、破綻を免れた。

クレディ・スイスの場合、2008年は赤字となったものの、2009年には67億フラン（約62億ドル）の黒字に戻った。このため、当時は、クレディ・スイスの経営状況は、同じスイスのUBSと比べ安定していると見られていた。しかし、クレディ・スイスにおいても、2008年はトレーディング業務の損失から、UBSの半分以下とはいえ82億フラン（約76億ドル）もの巨額赤字を計上している。

ドイツ銀行の損失額は、UBSやクレディ・スイスに比べれば小さかった。しかし、それでも2008年はトレーディング業務の損失から39億ユーロ（約56億ドル）の赤字に転落した。

バーケレイズは、例外的に、2006年、2007年、2008年とも純利益は40億ポンド（約80億ドル）程度で安定していた。リーマン・ブラザーズ買収前で、投資銀行部門が相対的に小さかったことから損失が限定されていた。フランスのBNPパリバ、ソシエテ・ジェネラルも赤字には転落しなかった。しかし、BNPパリバの純利益は、トレーディング業務での損失から2008年は30億ユーロ（約44億ドル）と、2006年、2007年と比べて半分以下に減少した。また、ソシエテ・ジェネラルも、同じくトレーディング

業務の損失から、2007年の純利益が9億ユーロ（約13億ドル）と2006年の1/5に減少し、2008年は20億ユーロ（約30億ドル）とやや持ち直したもの、2009年は再び0.7億ユーロ（約0.9億ドル）に低迷した。

4.3 金融規制の強化

世界金融危機の際、欧米大手銀行が主にトレーディング業務で巨額損失を計上したことから、世界金融危機後においては、トレーディング業務に対する金融規制が大幅に強化されることになった。世界金融危機後、トレーディング業務に対しては、国際規制と各国規制の両面から制約が課されることになった。

トレーディング業務に対する国際規制の代表例として、バーゼル3におけるリスク資産に対する資本要件の厳格化がある。トレーディング業務は、取引相手となる投資家等と売買するため、資産として様々なリスクの証券等を保有している。バーゼル3では、自己資本比率を計算する際に分子となる自己資本要件が量・質とともに厳格化されるとともに、分母となるリスク資産についてもリスク掛け目の計算が厳格化された。この結果、リスクが高い証券等のリスク掛け目が一段と高くなることでリスク資産に膨張圧力がかかるため、トレーディング業務に対する制約要因となっている。

これにくわえて、バーゼル3では、リスク資産対比の自己資本比率だけでなく、リスク掛け目を使わない総資産対比での自己資本比率の維持を求めるレバレッジ比率も厳格化された。トレーディング業務においては、投資家等と売買するために大量の証券等をバランスシートの資産に抱える必要がある。レバレッジ比率の厳格化は、リスク資産ばかりでなく総資産について

も拡大に対する制約が強まることを意味する。レバレッジ比率の厳格化も、自己資本比率規制の強化とともに、資産抑制圧力を通じて、トレーディング業務拡大への制約となっている。

さらに、バーゼル3では、自己資本比率規制にくわえて流動性規制が導入された。流動性規制は、流動性カバレッジ比率 (Liquidity Coverage Ratio: LCR) とネット安定調達比率 (Net Stable Funding Ratio: NSFR) の2つから成り立つ。LCRでは、流動性の低い証券化商品等の保有に制約が課されることになった。また、NSFRにおいても、資産に対する安定的な資金調達手段の比率が課されることで、トレーディング資産保有の制約要因となっている。

他方、各国規制の代表例として、米国においてはいわゆる「ボルカー・ルール⁶」、英国においては「リテール・リングフェンス⁷」が導入された。

米国のボルカー・ルールでは、トレーディング業務において、自社の利益を目的に証券等を売買する自己勘定取引が原則禁止された。自己勘定取引に対して、顧客の求めに応じて取引する対顧客取引（マーケットメイク業務）は許容されているものの、対顧客取引においても自己勘定取引ではないことを証明するための書類作成等の要件が課されるなど業務遂行における事務手続きが煩雑化されている。このため、対顧客取引においても、規制コストの上昇を通じて、トレーディング業務への制約となっている。

また、英国のリテール・リングフェンスは、同一銀行内の個人向け業務であるリテール部門を経営不安等に伴う悪影響から保護するため、

トレーディング業務を含めた投資銀行部門や国際部門などハイリスクとされる業務との分離を求めるものである。リテール・リングフェンスが導入された結果、リテール部門を有する銀行にとって投資銀行部門を保有する規制コストを高めることになることから、トレーディング業務を抑制する効果を有する。

このように、トレーディング業務は、世界金融危機後、金融規制強化という逆風を受けている。欧米大手銀行において、投資銀行部門は、世界金融危機の際に巨額損失を計上して経営の大きな足かせとなったことにくわえ、規制コストも大きく高まっている。このため、欧米大手銀行では、世界金融危機までのビジネスモデルの再検証が行われることになった。

4.4 経営戦略の分化

世界金融危機までの欧米大手銀行の経営戦略は、総じて、トレーディング業務を中心とした投資銀行部門を強化するというものであった。これまで見てきたように、トレーディング業務が収益の大きな柱となってきたためである。しかし、世界金融危機とその後の金融規制の強化を受け、欧米大手銀行の経営戦略は、投資銀行部門の位置付けを中心に、分化が見られる。

経営戦略分化の方向性であるが、大きくは、①事業再編型、②自国（地域）回帰型、③現状維持型、に分けられる⁸。

このうち、①の事業再編型には、欧州大手銀行ではUBS、米国大手銀行ではモルガン・スタンレーが入る。また、②の自国（地域）回帰型は、欧州大手銀行のBNPパリバとソシエテ・

6 ドッド・フランク法 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) 第619条。

7 2013年金融サービス法 (Financial Services Act 2013) 第4条。

8 新形 (2015), pp.99-101。

ジェネラルが該当する。そして、③の現状維持型であるが、欧州大手銀行ではクレディ・スイス、ドイツ銀行、バークレイズ、米国大手銀行では、事業再編型のモルガン・スタンレーとリテール部門のウェイトが高いウェルズ・ファーローを除いた、JPモルガン・チェース、バンク・オブ・アメリカ、シティグループ、ゴールドマン・サックスが入る。以下では、それぞれの状況について、まとめておきたい。

4.4.1 事業再編型

UBSは、先述したとおり、リーマン・ブラザーズ破綻直後の2008年10月、スイス政府から公的資本注入を受け入れた。そして、2011年発表の事業再編計画において、投資銀行部門の大幅資産削減と、証券化商品関連での巨額損失の発生源となったトレーディング業務の簡素化を行い、元々の本業であるウェルスマネジメント部門（富裕層向け資産管理サービス、ここではプライベートバンク部門も含む）を中心の経営に転換することを発表した⁹。

米国大手銀行のモルガン・スタンレーも、2010年に就任したウェルスマネジメント部門での経験が長いゴーマンCEOの下、それまでの投資銀行部門中心の事業構造から、UBSと同様、ウェルスマネジメント部門を中心とする構造への転換を行っている。

4.4.2 自国（地域）回帰型

欧州大手銀行のうち、フランスのBNPパリバとソシエテ・ジェネラルは、英国のバークレイズとともに、世界金融危機の際には利益こそ大きく減少したものの、一度も赤字に転落しなかった。このため、世界金融危機後においても、

投資銀行部門の抜本的な改革は行われていない。ただし、投資銀行部門を中心に、米国での業務展開を縮小し、ユーロ圏など本国（地域）回帰を強めている。

BNPパリバは、既存の事業構造を維持しつつも、投資銀行部門を中心に米国など海外（欧州域外）事業を縮小し、投資銀行部門を含め、自国（欧州地域）中心の業務展開に軸足を移している。また、ソシエテ・ジェネラルも、同様の動きを示している。

4.4.3 現状維持型

世界金融危機時の損失や金融規制強化を受け、トレーディング業務の見直しは行っているものの、銀行全体では事業構造を大きく変えていない、現状維持型も存在する。その多くは、ゴールドマン・サックス、JPモルガン・チェースなどの米国大手銀行である。しかし、欧州大手銀行においても、クレディ・スイス、ドイツ銀行は投資銀行部門の縮小が緩やかであり、バークレイズは投資銀行部門を強化する形となっている。

先述したとおり、UBSは、巨額損失に伴いスイス政府に救済されたことから、投資銀行部門を大幅削減して資産運用部門に主軸を移す戦略を採用した。しかし、同じスイスのクレディ・スイスは、UBSと比べて損失額が小さく、世界金融危機後は相対的に勝ち組と見られており、2015年まで大幅な事業再編は実施していなかった。クレディ・スイスが事業再編に取り組んだのは、2015年にティアムCEOが就任して以降である。業績低迷を受け、2015年10月、クレディ・スイスは、投資銀行部門中心の事業構造から、UBSと同様にウェルスマネジメント

9 UBS, "Investor Day 2011", November 17, 2011

部門中心に転換し投資銀行部門を簡素化する計画を発表した¹⁰。しかし、2015年の事業再編についても、UBSほど投資銀行部門を大幅に見直すものではなかった。

ドイツ銀行の場合、世界金融危機後の規制対応のための投資銀行部門の一部見直しや人員削減は実施したものの、大幅な事業再編は行われなかった。そして2019年になってから、ドイツ銀行は、トレーディング業務において株式トレーディングから撤退し、債券トレーディングも縮小することで、2022年までに投資銀行部門を大幅縮小することを発表した¹¹。ただし、先でみた投資銀行の総資産や純収入の割合といった計数からは、大きな変化は確認できない、

バークレイズについては、上述したとおり、破綻したリーマン・ブラザーズの北米部門部門を買収するなど、むしろ世界金融危機後に投資銀行部門を強化してきた。業績不振を受け、事業再編計画を発表したのは2024年である¹²。事業再編計画においては、投資銀行部門のリスク資産が2024年時点の全体の58%から今後3年間で50%まで縮小することが発表されている。ただし、UBSのように、投資銀行部門を大幅に縮小する内容とはなっていない。

4.5 経営戦略と業績推移

世界金融危機後の経営戦略の違いは、業績に表れている。特に、欧州大手銀行において、その差が明確に出ていている。

事業再編型であるUBSの純利益を見ると、2012年は事業再編に伴い赤字を計上したもの、その後は黒字を維持してきた。そして、

2020年代に入ると世界金融危機前に迫る水準まで業績が拡大している。これに対して、現状維持型であるクレディ・スイスは、世界金融危機時の損失額こそUBS対比で小さく翌2009年には黒字となったものの、その後の業績の戻りは鈍く、低迷が続くことになる。2015年には先述した事業再編計画を発表したが、同年から2017年にかけて3年連続の赤字となった。その後、2018年～2020年にかけては黒字化したものの、経営スキャンダルが断続的に続くなか、2021年に再度赤字に転落した¹³。翌2022年には巨額の赤字を計上したこと、2023年3月にUBSに救済される形で実質破綻した。

また、現状維持型のドイツ銀行であるが、2008年に赤字を計上した後、2009年には黒字に回復した。しかし、2015年には68億ユーロ（約75億ドル）と2008年以上の赤字に再度転落し、2017年まで3年連続赤字決算を続けるなど、業績は弱含んで推移している。さらに、同じく現状維持型のバークレイズであるが、先で述べたとおり、世界金融危機時の業績は堅調であり、破綻後のリーマン・ブラザーズの北米部門を買収して投資銀子部門を強化した。しかし、世界金融危機後の業績は低迷し、2010年代にはたびたび赤字に転落するようになった。

一方で、自国（地域）回帰型のBNPパリバの業績は着実に回復している。2014年こそユーロ危機の影響から利益は大きく減少したものの、この年以外は概ね世界金融危機以前の水準まで純利益は回復している。さらに、2020年代に入ると、純利益は世界金融危機前を上回り、過去最高益を更新している。同じくソシエテ・

10 Credit Suisse, "Investor Day 2015", October 21, 2015

11 Deutsche Bank, "Deutsche Bank announces radical transformation", Media Release, July 7, 2019

12 Barclays, "Simpler, Better, More Balanced", February 20, 2024

13 Boni, P. et al. (2023), pp.106-107

ジェネラルについても、BNPパリバほどの力強さはないものの、2020年に若干の赤字を計上した以外、純利益は概ね安定的に推移している。

このように、欧州大手銀行においては、世界金融危機後、投資銀行部門を縮小した業務再編型、自国（地域）回帰を進めた自国（地域）回帰型の業績が安定している。これに対して、クレディ・スイス、ドイツ銀行、バークレイズという現状維持型の業績が低迷している。このことからは、現状維持型の業績低迷要因として、米国における投資銀行部門、にあることが示唆される。

4.6 欧米間の業績格差

上で見たとおり、欧州大手銀行においては、金融危機後も投資銀行部門を大きく変化させなかった現状維持型の業績が低迷している。ただし、米国大手銀行においては必ずしも当てはまらない。

米国大手銀行においては、業務再編型のモルガン・スタンレー、もともとリテール中心で投資銀行部門の割合が小さいウェルズ・ファーゴを除き、投資銀行部門の大幅再編は行っていない現状維持型に当てはまる。

ここで、現状維持型であるゴールドマン・サックスの業績を見ると、2008年の純利益は23億ドルと前年と比べて1/5以下に沈んだものの、その後は回復かつ安定して推移している。さらに、2020年代に入ると、過去最高益も記録するほど業績が伸びている。同じく現状維持型であるJPモルガン・チェースの業績はさらに良好である。2008年の純利益こそ56億ドルと前年と比べて1/3程度に減少したものの、2009年には回復に転じ、2010年には173億ドルと金融危

機後わずか2年後に過去最高益を記録した。その後も過去最高益の更新を続けており、2024年には585億ドルもの純利益を計上した。

なお、米銀においても、リーマン・ブラザーズの破綻直後にメリル・リンチを買収したバンク・オブ・アメリカ、世界金融危機時の2008年に277億ドルもの巨額損失を計上したシティグループの業績は、JPモルガン・チェースやゴールドマン・サックスと比べて劣後する¹⁴。それでも、バンク・オブ・アメリカの業績推移を見ると、2010年に純利益が22億ドルの赤字となつたものの、その後は安定的に回復し、2018年には世界金融危機前を上回り過去最高益を更新した。2020年代以降も、純利益は300億ドル前後と絶対額でこそJPモルガン・チェースの半分強であるものの、高水準で推移している。シティグループについて米国大手銀行のなかでは不振ではあるものの、2017年に68億ドルの赤字になった以外、純利益は100億ドル前後で安定的に推移している。

このように、同じ現状維持型でも、先で見た欧州大手銀行と米国大手銀行とでは、世界金融危機後の業績は異なっている。投資銀行部門を巡っては、欧米間で業績格差が生じている点が特徴的である。

5. 投資銀行部門の課題

5.1 トレーディング業務の量的・質的変化

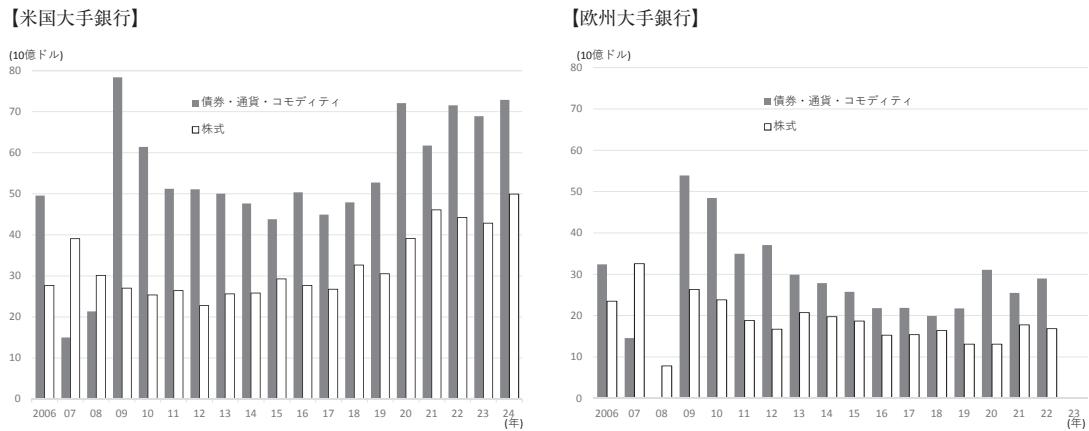
ここでは、トレーディング業務が抱える課題を見ておきたい。

世界金融危機後における投資銀行部門の収益

¹⁴ 新形 (2024a), p.189

欧米大手銀行における投資銀行部門の課題—欧米間の業績格差と欧州大手銀行の展望—

図表8 トレーディング業務の収益プール



(注) 各行のトレーディング収入(債券・通貨・コモディティ、株式)の合計。

(出所) 各行開示資料、Bloombergより作成。

について、中心的業務であるトレーディング業務の収益プールは、2010年代にかけて減少傾向にあった(新形(2015) p.98-100)。2020年代に入ってからはやや持ち直しているものの、伸び率は低く、ほぼ横ばいの状態で推移している(図表8)。背景には、先述したトレーディング業務に対する金融規制の強化と、トレーディング業務における競争環境の変化がある。

まずは、金融規制について、先で見たとおり、世界金融危機後、トレーディング業務に対して、バーゼル3やボルカー・ルールなど国際規制と各国規制の双方から、金融規制が強化されている。

バーゼル3については、第2次トランプ政権下の米国において、資本要件等の緩和が議論されている状況にある。資本要件が緩和された場合、多くの資産を抱える必要があるトレーディング業務に対しても制約が和らぐ可能性がある。ただし、バーゼル3の枠組み自体は不变であり、国際金融規制が世界金融危機以前の状態に戻るわけではない。また、ボルカー・ルールについても、第1次トランプ政権下の2020年に

自己勘定取引に関する法令順守要件等を緩和する規則案が決定され、翌2021年に施行されている。新規則に伴い、トレーディング業務に対する制約がいくらか緩和されているものの、ボルカー・ルールが撤廃されたわけではない。このように、規制環境が大きく変わらないなかでは、トレーディング業務の収益プールが、量的に拡大する可能性は限られるであろう。

さらに、トレーディング業務の競争環境にも、世界金融危機後、変化が見られる。具体的には、トレーディング業務を行う主体の多様化、投資家から見た投資対象の多様化、という現象が生じている。

近年、トレーディング業務においては、トレーディングを行う主体として、既存の銀行にくわえて、ノンバンク・トレーディング会社と呼ばれる、独立系のトレーディング会社が台頭している¹⁵。代表的な会社として、Jane StreetやCitadel Securitiesなどがある。ノンバンク・トレーディング会社の収益源は、元々は上場投資信託(ETF)など市場の流動性が高い金融商品を対

15 Financial Times (2024)

象に、HFT（超高速取引）など高度な電子取引手法を駆使した裁定取引などの自己勘定取引だった。しかし最近では、対顧客のマーケットメイク取引にも進出し、大手銀行の投資銀行部門にとっての競争相手となっている。Jane Street 等の大手ノンバンク・トレーディング会社の取扱商品は、株式、債券からコモディティまで、大手銀行と変わらない。

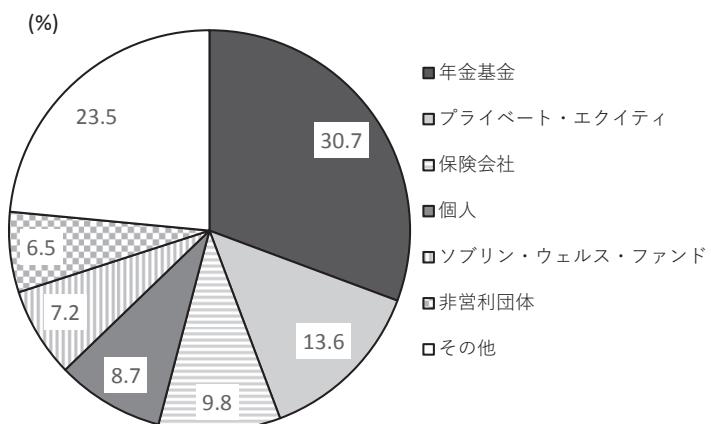
2024年のノンバンク・トレーディング会社の純収入は前年比22%増の256億ドルに達したとの調査もある¹⁶。同年の欧州大手銀行（6行合計）のトレーディング業務における純収入は約400億ドルであり、この半分以上に迫っている（欧米大手銀行の合計では約1,600億ドル）。ノンバンク・トレーディング会社の台頭という競争環境の質的变化も、銀行のトレーディング業務に対する制約要因となっている。

これにくわえて、近年、投資家の投資対象として、トレーディング業務では取引されない、

プライベート・クレジットが急激に増加するという現象も生じている。プライベート・クレジットとは、銀行ではないプライベート・エクイティ等のノンバンクが、企業に直接融資するものである¹⁷。プライベート・クレジットの利回りは、ハイイールド債やローン担保証券（CLO）の裏付け等になるレバレッジド・ローンなどと比べても、利回りは高いとされており、年金基金や保険会社などの機関投資家もプライベート・クレジットに投資している（図表9）。プライベート・クレジット市場は、2023年には約1.5兆ドルに達しており、ハイイールド債やレバレッジド・ローンと同水準にまで拡大している¹⁸。

ここで、世界金融危機以前にトレーディング業務の収益をけん引した証券化商品の状況を見ると、米国のCLOを含めた証券化商品発行額は、2024年時点では約8,000億ドルとなっている¹⁹。証券化商品市場自体は堅調ではあるものの、CDOが活況を極めた世界金融危機前のピーク

図表9 プライベート・クレジットの投資家（米国）



（注） 2021年第4四半期時点。

（出所） Avalos F. et al. (2025), p.15.

16 Crisil Coalition Greenwich (2025)

17 International Monetary Fund (2024), p.54

18 International Monetary Fund (2024), p.55

19 Board of Governors of the Federal Reserve System (2024), p.34

である2006年の約3.2兆ドルにははるかに及ばない。このように、現在のトレーディング業務においては、かつてのCDOのようなプロダクトがない一方で、投資対象としてトレーディング業務を介さないプライベート・クレジットも台頭している。トレーディング業務で取り扱う商品の不足という観点からも、トレーディング業務には質的変化が生じている。

トレーディング業務は、投資銀行部門全体の収入に占める割合が高く、依然として投資銀行部門の中心的業務である。ただし、トレーディング業務に量的・質的変化が生じているなかでは、投資銀行部門の業績拡大の制約となっている。

5.2 業績格差の背景

上で見たトレーディング業務への制約は銀行業界全体に当たはまるものであり、欧州大手銀行に限らない。それにもかかわらず、先で見たように、現状維持型の米国大手銀行は堅調であるのに対して、同じ現状維持型の欧州大手銀行は不振が続くなど、欧米間で業績格差が生じている。その背景として、米国における欧州大手銀行を含めた外国銀行に対する追加規制と、米国での業務基盤の差異、が指摘できる²⁰。

米国では、世界金融危機後、米国で活動する外国銀行に対する規制（FBO規制）も強化された。ドッド・フランク法では、米国内非支店総資産が500億ドル以上の外国銀行に対して、米国子会社を統括する中間持株会社の設立、米国の銀行持株会社と同等の健全性基準が課されることとなった²¹。欧州大手銀行は、米国で相応規模での業務展開を行う場合、米国事業に対

して、母国での規制にくわえ、米国独自の流動性要件やリスク管理要件などが適用される。欧州大手銀行にとって、米国事業での個別対応は、業務遂行コストを高める要因となっている。

特に、米国における投資銀行部門を大幅に強化していたドイツ銀行やバークレイズには、大きな逆風となった。ドイツ銀行は、1999年に米大手投資銀行バンカース・トラストを買収した後、米国における投資銀行部門を大きく拡大していた。また、バークレイズは、破綻したリーマン・ブラザーズの北米部門を買収して世界金融危機後に米国における投資銀行業務を急拡大させていた。これら欧州大手銀行にとって、世界金融危機後の外銀規制の導入は、収益を含めた逆風となっている。

さらには、元々の米国における業務基盤の差異も存在する。ドイツ銀行やバークレイズ、あるいはクレディ・スイスなども、米国投資銀行の買収を通じて米国における投資銀行部門を強化してきた。とはいえ、元々米国が基盤のJPモルガン・チェースやゴールドマン・サックスなどの米国大手銀行と比べると、欧州大手銀行の業務基盤は劣後しがちである。米国は、世界最大の金融市場を背景にトレーディング業務の中心地となっている。欧州大手銀行にとっては、米国での業務基盤の相対的な弱さからも、米国大手銀行との競争で苦戦を強いられている。欧州大手銀行の投資銀行部門が米国大手投資銀行を凌駕するのは簡単ではない。

5.3 欧州大手銀行に求められる対応

世界金融危機後、現状維持型の欧州大手銀行は、投資銀行部門が足を引っ張る形で業績回復

20 新形（2024b），pp.204-206

21 ドッド・フランク法第165条。

が遅れている。クレディ・スイスは、投資銀行部門の縮小が遅れるなかで経営不安が継続した結果、2023年3月の実質破綻に至った。

これまで見たように、トレーディング業務において、当面、収益プールに大きな伸びは期待できない。トレーディング業務の収益プールが伸びないなかでは、欧州大手銀行が米国大手銀行に対抗するのは容易ではない。このようななかで、欧州大手銀行が投資銀行部門を相応規模で維持することは、経営安定という観点からリスクが高い。

クレディ・スイス、ドイツ銀行は、80年代後半から大型買収を通じて投資銀行部門を強化してきた。バークレイズは、破綻後のリーマン・ブラザーズの北米部門を買収している。しかし、これまでの大型買収を通じた投資銀行部門強化の歴史も、世界金融危機後15年以上を経た現在も、結果的には実を結んだとは言えない。米国大手銀行の業績が回復し、経営体力がさらに高まっているなかでは、欧州大手銀行がさらに米国で投資銀行部門を強化し、米銀と対抗するのには容易ではないであろう。

欧州大手銀行にとっては、これまでと同規模で投資銀行部門を維持した場合でも、収益拡大は見通しにくい状況にある。いち早く業務再編や自国（地域）回帰を行い業績回復した事例も複数あることから、欧州大手銀行にとっては、業績安定に向け、投資銀行部門を管理可能な規模にすることが求められていると言えよう。

6. おわりに

本稿で見たように、世界金融危機後における
欧州大手銀行の業績低迷は、特に投資銀行部門
の収益性の低さにある。

それでもなお一部欧州銀行が、収益性が低いにもかかわらず投資銀行部門を維持している背景には、純収入面では依然として投資銀行部門の貢献度が高いことともに、自国市場やそこで成長性の制約から、投資銀行部門に代替する業務を見つけられていないことがある。

しかし、世界金融危機後の投資銀行部門を巡っては、とりわけその中心であるトレーディング業務において、金融規制の強化、ノンバンク・トレーディング会社の台頭、プライベート・クレジットなどトレーディング業務を介さない投資対象の拡大といった環境変化から、収益プールの伸びが制約されている。さらに、欧洲大手銀行にとっては、トレーディング業務の中心地である米国における外銀規制の導入や、米国における業務基盤面での劣後といった、米国大手銀行と比較した競争上の不利益も存在する。

欧州大手銀行にとって、投資銀行部門の「最適化」が求められていると言えよう。

以上

参 考 文 献

- 新形 敦 (2024a), 「米国大手銀行における業績格差 -その要因とインプリケーション-」, 立命館経済学, 第73巻 第2号, 2024年9月

_____ (2024b) 「グローバル投資銀行を巡る最近の動向 -クレディ・スイス救済の背景と展望-」, 立命館経済学, 第72巻 第4号, 2024年3月

_____ (2015) 『グローバル銀行業界の課題と展望 欧米アジアの大手銀行とビジネスモデルの行方』, 文眞堂

Avalos F., S. Doerr and G. Pinter (2025), "The global drivers of private credit", *BIS Quarterly Review*

欧米大手銀行における投資銀行部門の課題—欧米間の業績格差と欧州大手銀行の展望—

- view, March 2025, Bank for International Settlement
- Ayadi, R. and W. de Groen (2014), *Banking business models monitor 2014 - Europe*, Centre for European Policy Studies and International Observatory on Financial Services Cooperatives
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2024), *Financial Stability Report* April 2025
- Boni, P., T. Kroencke and F. Vasvari (2023), 'The UBS-Credit Suisse Merger: Helvetia's Gift', *Journal of Applied Corporate Finance*
- Caparusso, J., U. Lewrick and N. Tarashev (2023), "Profitability, valuation and resilience of global banks - a tight link", *BIS Working Paper*, No 1144, November 2023, Bank for International Settlement
- Committee on the Global Financial System (2018), "Structural changes in banking after the crisis", *CGFS Papers*, No 60, January 2018, Bank for International Settlement
- Crisil Coalition Greenwich (2025), *Non-Bank Liquidity Providers Expand Reach Across Capital Markets*, May 21, 2025
- Financial Times, *New titans of Wall Street: How trading firms stole a march on big banks*, Sep 30, 2024
- International Monetary Fund (2024), "The rise and risk of private credit", *Global Financial Stability Report*, Chapter 2, April 2024
- Roengpitya, R., N. Tarashev, K. Tsatsaronis and A. Villegas (2017), "Bank business models: popularity and performance", *BIS Working Papers*, No 682, December 2017, Bank for International Settlement
- Roengpitya, R., N. Tarashev and K. Tsatsaronis (2014) "Bank business model", *BIS Quarterly Review*, December 2014, Bank for International Settlement

(立命館大学経済学部教授)