

金融システム危機と投資銀行の衰退

佐賀卓雄

はじめに

二〇〇七年八月から顕著になったサブプライム・ローン関連の損失によって引き起こされた金融不安は、その後、グローバルな拡散、深化が行する一方、その影響は実体経済にも波及した。

この過程で、アメリカに限っても、大手商業銀行、証券会社（特に投資銀行）、モノライン保険、ファニーメイ、フレディマックの各住宅金融専門機関、といった住宅金融に関わるほとんどの業態

が次々に経営危機に襲われた。

この中でも、特に投資銀行と通称される大手証券会社は、救済合併、破綻、商業銀行への業態転換により、業態としても消滅してしまった。このような事態を招来した大手投資銀行の業務内容とそれらを取り巻く規制環境について検討する。

一、投資銀行のビジネス・モデル

歴史的に言えば、アメリカの投資銀行業務（インベストメント・バンキング）はイギリスにおい

て発展をみたマーチャント・バンキングが輸入、移植されたものである。つまり、古くは政府証券の投資や売買を主要な業務とし、産業革命以降は、鉄道の業の金融を柱にして、大口預金の受入れ、貸付け、外国為替業務、株式・社債の引受・分売、受託資産の運用、企業の合併・再編成・清算の仲介、ベンチャー・ビジネスの育成など、顧客である企業の全生涯にわたる金融サービスを提供する金融機関として姿を現した。

その後、繊維、石油、鉄鋼、食品加工などの産業が勃興、成長するにつれて、その証券の発行・引受業務を中心とするファイナンス・サービスが投資銀行業務の主要分野になった。一九二九年の大恐慌をきっかけとして制定された一連の連邦証券規制、および三三年の銀行法（グラス・ステイナル法）によって、商業銀行業務と投資銀行業務が分離、兼営が禁止され、それまで自由な

活動が許されていた投資銀行がSECの監視下におかれることになった。この結果、投資銀行業務は主として証券の発行・引受を中心にしたプライマリ・マーケット（発行市場）に関連した業務に限定され、通常の「銀行」業務から切り離された。

しかし、一九六〇年代の後半になって産業構造の変化が進み、有力な投資銀行とつながりのない新顔の発行体が登場し、また個人投資家の証券市場への参加が進むにつれ、モルガン・スタンレーやファースト・ボストンなどの有力な投資銀行と鉄鋼、化学、自動車などの伝統的な産業との間で形成されていた固定的な顧客関係は徐々に崩れ始め、競争が激化した。そして、証券市場の大衆化（個人投資家の参加）の進展により、強力な個人投資家向け販売力を有するメリルリンチや、トレーディング力を持つソロモン・ブラザーズなど

の新興グループが台頭した。さらに、一九八〇年代以降には、グラス・ステイガル法によって創られた商業銀行と投資銀行の間の垣根もその後の規制緩和措置によって次第に崩れ始め、資本力のある商業銀行の台頭が顕著になった。

こうした競争環境の変化を背景に、投資銀行はより高い収益源を求めて、デューリング、M&A仲介とブリッジ・ローンの供与、証券化、プライベート・エクイティなどの新たな業務分野を開拓していった。こうして拡大された業務分野のうち、自己資本の投下をとまなう業務は、次第にマーチャント・バンキングとかプロプリエタリー・トランザクションと呼ばれるようになり、投資銀行の業務はこれらの高収益の業務分野に急速にシフトしていった。

このように、投資銀行は次第に自己資本を投下し大きなリスクをとるようになってきたが、その

資本調達構造はかなり特異なものであった。つまり、投資銀行は預金の受け入れ、連邦準備銀行窓口（中央銀行信用）へのアクセスを認められていなかったため、その資本調達をかつては商業銀行のプロカーズ・ローン、そして第二次世界大戦後はレポ市場に依存することになった。

この大幅な（短期）負債への依存は、金融市場が平穏であればレバレッジ効果により高い自己資本利益率（ROE）をもたらすが、Adrian and Shin [2008]は各経済主体のレバレッジの動向を分析して投資銀行の特徴を明らかにしている。つまり、家計は資産価格が上昇すればレバレッジを低下させる傾向がある。逆に、資産価格が低下すれば、レバレッジが上昇する傾向がみられる。これに対して、商業銀行と製造業はレバレッジを一定に保つ傾向がみられる。これらの経済主体と比較して、投資銀行は非常に特異な動きを示してお

り、資産価格の上昇に合わせてレバレッジを上昇させ、逆の場合は低下させている。

(注) 彼らはこれを「循環拡大的」(pro-cyclical)と呼んでいる。ただし、二〇〇八年の第一四半期には、資産価格が低下しているにもかかわらず、レバレッジは低下していない。(Adrian and Shin[2008], 一五—一七ページ)。

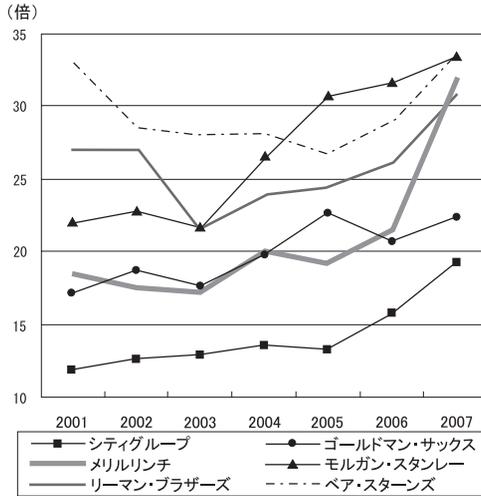
この短期負債への依存構造は、一度この市場での不安心理が高進することになると、途端に流動性危機としてその脆弱性をさらけ出すことになるのである。それを予防するためのSECの規制のあり方が問題になるが、今回の業態としての投資銀行の消滅はそのビジネス・モデルが脆弱な資本調達構造に依拠していたことを露呈したものであった。

二、投資銀行を取り巻く規制環境

— ネット・キャピタル・ルールとCSE
プログラム —

投資銀行の資本調達構造のもう一つの特徴は、レバレッジの絶対水準の高さである。レバレッジの定義はいくつかあるが、総資産／自己資本で大手投資銀行のその水準の推移をみると図表1の通りである。シティグループとゴールドマン・サックスは二〇倍前後であるが、それ以外は軒並み三〇倍を越えている。商業銀行の場合には一〇—一五倍の水準であるから、この違いがどうして生じたかが問題になる。さらに、大手投資銀行のレバレッジが二〇〇四年を境に例外なく急上昇していることである。これらの点は大手投資銀行に対する規制によりもたらされたのであるが、以下では

図表1 大手投資銀行のレバレッジ比率



(注) レバレッジ比率＝総資産／自己資本。
 (出所) 各社資料より野村資本市場研究所作成

そのことを明らかにしよう。

一般に、規制・監督当局は金融機関に対してシステミック・リスクの予防および投資家保護（顧客資産の保護）に万全を期すために、支払い能力が一定の水準を下回れば早期是正措置が採られる。銀行の自己資本比率、保険会社のソルベンシー・マージン、そして証券会社の自己資本を指標とした規制がこれである。

アメリカの証券会社（ブローカー・ディーラー）の場合、ネット・キャピタル・ルールと呼ばれる自己資本規制が一九七五年に導入され今日に至っている。ところが、SECの監督権限は証券会社の親会社である持株会社にまで及ばないために、一九九〇年のドレクセル・バーナム・ランベールの破綻の際には、親会社が証券子会社の資本を吸い上げるという事態が発生した。そうした事態の再発を防ぐために、その後、ルールの改正

が行われたものの、証券持株会社をSECの監督下におくという措置はとられなかった。

ネット・キャピタル・ルールのこのような欠点とは別に、二〇〇二年にEUが金融コングロメリット指令を採択すると、EU地域で業務を展開する金融機関が本国で同等の規制を受けていなければEUの規制に服さなければならないことになった。このため、大手投資銀行はSECに対して持株会社に対する監督の新たな枠組みを定めることを要請した。この結果、二〇〇四年六月に五大投資銀行とシティグループ、JPMorgan・チェースの大手商業銀行二行に対してCSE (Consolidated Supervised Entities) プログラムが新たに設けられ、独自の規制に服することになった。

(注) 二〇〇四年四月二八日にSECの地下聴聞会室で開かれた五大投資銀行との話し合いの様子については、Labaton,

S. "Agency's 04 Rule Let Banks Pile Up New Debt", *The New York Times*, Oct. 3, 2008. が興味深い。この時のカールドマン・サックスのCEOは現在の財務長官のヘンリー・ポールソンであったことは指摘しておく必要がある。なお、CSEプログラムの対象となった大手商業銀行二行に対しては監督権限はFRBにあるためSECは直接の監督は行っていないかった。

CSEプログラムは、FRBが金融持株会社、銀行持株会社に対して行っている監督規制と同じ枠組みとすることが意図されており、グループ・ベースでの流動性リスクと自己資本に関するBIS規制が採用されている。しかし、銀行持株会社と投資銀行との間の業務の違いを考慮して、二つの点で規制内容が異なるとされる。一つは、重要なリスク管理のツールとしてポジジョンについての日々の時価評価に焦点を当てていることである。もう一つは、証券会社は中央銀行であるFRBからの信用供与に頼ることができないため、ど

のような市場環境の下でも適切な流動性の維持が決定的な重要性をもつことを反映していることである (SEC, *Consolidated Supervision of Broker-Dealer Holding Company — Program Overview and Assessment Criteria*)。

CSEプログラムは自発的なプログラムであるが、SECが統合ベースで証券持株会社の監督を可能にすることを意図していた。これにより、SECはもともと監督権限のある証券会社だけではなく、持株会社およびそれまで規制が及ばなかった子会社に対しても監督が可能になった。投資銀行はCSEとして認められれば、ネット・キャピタル・ルールの代替法 (alternative method) によりネット・キャピタルを計算できることになった。これにより、投資銀行は以前であればネット・キャピタルに対する負債の比率 (自己資本に対する負債を表すレバレッジとは異なる) は一五

倍以内、あるいは最低二五万ドルか負債総額の二%を下回らないネット・キャピタル、のいずれかを維持する必要があったが、このプログラムではレバレッジには制限がなくなったのである。

この効果は抜群であった。二〇〇四年を境にレバレッジが急激に上昇したのは図表1から明らかである。もちろん、SECはこのような規制緩和に対して監督体制の強化を留意した。基本的に、CSEに対しては銀行持株会社に課されるBIS規制が準用された。また、内部リスク管理システムの報告、業務および財務内容についての定期的な報告を義務付け、さらにはSECによる定期的な検査など、である。コックス委員長は上院銀行・住宅・都市問題委員会が開催した公聴会において、ベア・スターンズがCSEプログラムで定めるBISの自己資本比率を越えていたこと、JPモルガン・チェースに買収されるまでの一週間

(三月一〇―一七日)の間、BISの基準を越える資本クッションがあったことを指摘している(U.S. Senate[2008])。要するに、プログラムそのものに欠陥があったといいたいのである。

(注) BIS規制は直接、レバレッジ水準を規制してはいない。BISの自己資本比率は保有証券それぞれに応じてリスク・ウエイトで修正された資産額を分母としているため、現実のレバレッジがどのようになるかは不明である。

アメリカの大手商業銀行の場合、二〇〇七年末でJPMオルガン・チェースが一・七倍、シテイグループが一・三倍で、大手投資銀行と較べるとかなり低い水準である。これはFDIC(預金保険公社)によってレバレッジ規制が課せられているためである(一九九一年に成立した連邦預金公社改善法(FDICIA)は、初めて「早期是正措置」(prompt regulatory action)を導入し、その指標としてリスク・アセット・レシオ、およびレバレッジ・レシオを採用した)。

しかし、SEC[2008]はCSEプログラムに携わるスタッフがわずかに七名しかいないなど、その

監督体制は決して十分なものではなかったとして、二六項目に及ぶ勧告をまとめている。その後、リーマン・ブラザーズが破綻し、ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーが銀行持株会社に転換することが認められた結果、CSEプログラムの対象となる証券持株会社自体が消滅したため、同プログラムも九月二六日に終了した。

三、五大投資銀行の消滅

JPMオルガン・チェースによるベア・スターンズの救済買収からしばらくして、今度はリーマン・ブラザーズが市場でターゲットとされた。二〇〇八年初めから、FRBおよびSECは同社に常駐しその業務およびバランス・シートを毎日監視し、商業用不動産の圧縮、流動性の強化、そしてレバレッジの引下げと資本力の強化に向けて指

導を行った。夏頃には、FRBとの間で銀行持株会社への転換も検討された。また、韓国開発銀行 (Korea Development Bank) からの資本注入の交渉が進められた。結果的に、これらの試みはすべて頓挫し、リーマンは一八五〇年創業以来の歴史を閉じることになった。

同社のCEOであるフルド (Richard S. Fuld, Jr.) は、下院政府改革委員会の公聴会において、同社の破綻原因として、噂、CDSスプレッドの拡大、空売り、格下げ、顧客およびカウンターパーティーからの信頼の欠如、そして戦略的な買入手の不在をあげ、これらの要因は他の金融機関にとっても他人事ではないと述べている。そして、FRBが支援してくれれば、破綻は免れることができただろうとその冷淡な対応を非難した (US House of Representatives[2008])。

確かに、リーマン破綻のプロセスは非常に分か

りにくいといえる。端的にいえば、ベア・スターンズは救済され、リーマンはなぜ破綻したのかである。救済する大手金融機関が現れなかったからというのは、政府 (あるいはFRB) が資金支援を拒否したからで、これは説明にはならない。ベア・スターンズの場合には、FRBがJPモルガン・チェースに三百億ドルの融資を行って買収を成立させた。ポールソン財務大臣は、リーマンに対して公的支援を行わなかった理由として、ベアの救済の時点では証券会社の救済スキームが未整備であったが、その後、連銀信用が拡大され、証券会社も利用できるようになったことをあげている。

(注) これは、新たに① Term Auction Facility、② Term Securities Lending Facility、③ Primary Dealer Credit Facility、とらう制度を導入したことを指している。これらの措置により、商業銀行への信用供与枠が拡大されるとともに、証券会社 (ブライマリー・ディーラー) も連銀信用

へのアクセスが可能になった。

しかし、その数日後に大手保険会社AIGが救済されたことをあわせて考えると、政府の説明は決して説得的とはいえない。多くの人にとって、そもそもどのような基準に基づいて判断されているのかが良く分からないというのが実感であろう。

ところで、大手の独立系投資銀行がすべて姿を消すという異常事態は、否応なくそのビジネス・モデルの欠陥に注目が集まることになった。現在の投資銀行業務の特徴は三点に整理されよう(Wall Street Special Report[2008])。

第一は、現在の投資銀行が手掛ける業務は、商業銀行あるいはかつてのファイ・ベースの発行・引受業務を中心とした投資銀行と較べて、高リスクの業務が中心になっていることである。大手五

社の収益構成は、二〇〇〇年から二〇〇六年の間にトレーディングからの収益が全体の四一%から五四%に増加している。この中に含まれている、プロプリエタリー・トレーディング、またヘッジ・ファンド向けのプライム・ブローカレッジ業務はこの間の収益増加の大部分を占めている。要するに、企画力、商品開発力、提案力に秀でて、産業構造の再編の推進、それに伴う企業の資本市場での資本調達を手助けし、半ば畏怖の念を抱かれていたインベストメント・バンカーは既に過去の存在になったのである。

第二の特徴は、その高いレバレッジである。財務理論が教えるように、負債(レバレッジ)利用は、総資本の利益率が金利を下回らない限り、自己資本の利益率(ROE)を押し上げる(レバレッジ効果)。投資銀行のビジネス・モデルの財務的側面はハイレバレッジによるROEの押し上

げである。しかも、一般的に短期負債ほど金利は低いから、ごく短期の資金をレポ市場で調達してポートフォリオを組むのである。たとえば、リーマンの場合、総資本に占める短期負債の割合は五〇％を越えていた。しかし、このような大幅に短期負債に依存した資金調達構造は、今回のようにサブプライム・ローンを組み込んだ証券化商品がほとんど取引されないような状態では、一気にポートフォリオの流動性の枯渇というのつびきならない状況に追い込むことになる。

第三に、金融市場が平穏な場合、このようにして高く維持されたROEを裏付けに、気前の良い報酬が支払われたことである。二〇〇七年で、JPMオルガン・チェースの報酬は収益の三二％、バンクメは二八％である。これに対して、大手投資銀行五社の報酬は、約六〇％に達している。

これがこの業態に優秀な人材を集めるテコに

なったことは事実であるが、その強欲さ(breed)がますますレバレッジを効かせてROEを押し上げるような戦略を極限まで追求させたといえるであろう。もちろん、それを許したSECの規制のあり方も問題であることはいうまでもない。

おわりに

投資銀行という一つの業態がまるごとなくなるということは、「規制の失敗」が最大の原因であろう。しかし、しばしば指摘されるようにそれが投資銀行の「ビジネス・モデル」の破綻あるいは失敗によるものとする評価にはいくつかの疑問がある。

第一に、この場合に想定されている「ビジネス・モデル」とはそもそもどのようなものを指す

のかということが必ずしも明確ではないことである。投資銀行の財務的特徴に注目して、仮にそれを「ハイレバレッジに依拠するROEの追求」とすれば、同じような特徴を持つヘッジ・ファンドなどとの差異が曖昧になる。また、投資銀行が財テクを駆使して利益をあげる金融会社に矮小化されかねない。

「ビジネス・モデル」という言葉は何となく専門的で難しそうな印象を与えるが、簡単にいえば「利益のあがる仕組み」ということである。そうである以上、このような財務的側面を捉える以上の包括性、つまり経営戦略全体に関わる特徴づけが必要である。

第二に、とりあえずそのような定義を採用したとしても、それが今回の破綻の直接的な原因とはいえない側面があるということである。それは、大幅に短期負債に依拠したファイナンスを特徴と

する投資銀行に資金繰りの逼迫が集中的に現れたとはいえ、このことは商業銀行やファンド、さらには一般企業でさえ、その影響を免れることができなかったということである。つまり、問題は金融市場の機能不全に伴うもので、確かにハイレバレッジの業態に先鋭的に打撃を与えたとはいえ、投資銀行にのみ限定されたものではなかったのである。もう少し分かりやすくいえば、仮にFRBの資金供給がなければ、商業銀行でさえ破綻に追い込まれる危険性があったということである。要するに、システムック・リスクの防止、金融システムの維持という大義名分があるから、商業銀行は救済されたのである。

したがって、誤解のないように付け加えておけば、今回の事態によって投資銀行が歴史的に果たしてきた役割が否定されるものではないし、将来的に必要なとされないということではもちろんな

い。コーポレート・ファイナンスの分野において果たしてきた役割、多くの人材を輩出してきたことも高く評価される。

現在のレバレッジを効かしたハイリスクの業務展開は、伝統的な発行・引受業務を中心とする投資銀行業務が市場環境の変化および競争の激化により収益性が低下したことによって促進されてきた。その意味で、ビジネス・モデルの修正も簡単ではない。しかし、市場での信頼回復のためには伝統的なファイ・ビジネスへの回帰が求められている。

(参考文献)

- Adrian T. and Shin H. S. [2008], "Liquidity and Leverage", FRB of New York, *Staff Report* No. 38, May.
- Gordon, G. [2008], "The Panic of 2007", The Federal Reserve Bank of Kansas City, *Jackson Hole Conference*, Aug.
- Wall Street Special Report [2008], "What's Wrong with and

How to Fix it", *Fortune*, Apr. 14.

U. S. Securities and Commission (SEC) [2008], Office of Inspector General, *SEC's Oversight of Bear Sterns and Related Entities: The Consolidated Supervised Entity Program*, Report No. 446-A, Sep. 25

US Senate Committee on Banking, housing, and Urban Affairs [2008], *Turmoil in U.S. Credit Markets: Examining the Recent Actions of Federal Financial Regulators*, Apr. 3.

US House of Representatives, Committee on Oversight and Government Reform [2008], *Causes and Effects of the Lehman Brothers Bankruptcy*, Oct. 6.

(さが たかお・当研究所理事・主任研究員)