



金融危機における投資銀行のビジネスモデルの崩壊に関する一考察

著者	巖 偉祥
雑誌名	地域総合研究
巻	37
号	2
ページ	37-50
発行年	2010-02-28
URL	http://id.nii.ac.jp/1654/00001046/

金融危機における投資銀行のビジネスモデルの崩壊に関する一考察

巖 偉祥*

Investment banks have played an important role in the capital market, especially, the direct finance developed at present. Raising capital for corporations, providing advice on transactions such as mergers and acquisitions, as well as trading securities are the main businesses of investment banks.

Because the financial engineering developed, investment banks have continuously created securitized products such as Residential Mortgage-Backed Security (RMBS) and Collateralized Debt Obligation (CDO) since 2000. The scale of securitized products climbed to \$520 billion and reached the peak at the end of 2006. Investment banks and other financial institutions got huge profits from the capital market. But, the price of securitized products such as CDOs have plummeted to the ground when the subprime mortgage crisis happened, so hedge funds, mutual funds and investment banks have suffered huge losses in the global financial crisis. Even if the fourth biggest investment bank Lehman Brothers had to file for bankruptcy protection on September 15, 2008.

This paper will analyze the business model of investment banks, and examine whether an excessively expanded business of investment banks connect with this financial crisis.

はじめに

21世紀に入り、国際金融市場において、投資銀行は証券引受、M&A への助言、金融革新などの業務面でめざましい躍進を遂げた。効率の向上を図り、IT 情報技術を利用して先端的な金融取引システムを構築するために、高度な金融工学を駆使し、ABS（資産担保証券）、RMBS（貸付債権担保住宅金融公庫債券）、CDO（債務担保証券）などの新しい金融商品が開発され、さらにデリバティブ取引も盛んに行われている。

投資銀行は好調な発展をとげる中で、商業銀行も投資銀行業務への参入意欲が強くなってきた。しかし、米国では1933年銀行法により、「銀証分離」規制が制定されたので、商業銀行は証券業務を兼営することができなかった。一方、「銀証分離」規制がない欧州の銀行は商業銀行と投資銀行を兼営している。ドイツ銀行、UBS を代表的な欧州系の銀行は世界各国の証券業務へ浸透しながら、米国に「銀証分離」規制の撤廃を強く求めた。1998年にシティ・コープと保険大手のトラベラーズ・グループ（傘下に投資銀行ソロモンを保有）との合併をきっかけに、米国議会で金融制度改革法（グラム・リーチ・ブライリ法）が

キーワード：投資銀行、直接金融、証券化商品、債務担保証券

* 本学大学院経済学研究科博士後期課程

1999年成立した。これによって銀証分離という規制が緩和され、金融持株会社の方式で銀行・証券・保険の相互参入が可能となった。このような中で、投資銀行業界の競争がいっそう激しくなった。

2007年のサブプライムローン問題が発生するまで、投資銀行は各業務が順調に発展してきた。しかし、同年8月に、フランスの最大手銀行であるBNPパリバは傘下の三つのヘッジファンドが巨額損失を発生し、三つのファンドの凍結を余儀なくされた。このショックを受けて、世界の株式市場が暴落し、サブプライムローン関連債券の価値も急落した。世界の金融機関やヘッジファンドは次々に巨額損失を被ったことが発表され、資本市場で一気にクレジット・クラッシュに陥った。

サブプライムローン問題の震源地である米国において、投資銀行が最も打撃を受けた。米国投資銀行5位のベアー・スターンズが、サブプライムローン問題が原因で経営が急速に悪化し、JPモルガン・チェースに買収されたのをはじめ、2008年9月15日、投資銀行4位であるリーマン・ブラザーズは、連邦破産法第11条を申請して破綻した。3位のメリルリンチが米大手銀行のバンク・オブ・アメリカに買収され、投資銀行首位のゴールドマン・サックスと2位のモルガン・スタンレーが銀行持ち株会社に移行することになった。結果として、高収益を稼ぎ出した米国投資銀行のビジネスモデルに幕が下りた。

リーマン・ブラザーズの経営破綻を受け、各国の株式市場は金融株を中心に軒並み急落した。国際金融市場で信用収縮が一段と深刻になり、実体経済に大きく打撃を与えた。世界各国が、企業の業績悪化、失業率上昇、経済成長鈍化などの状況を直面し、まさに「百年に一度の経済危機」となったと言っても過言ではない。

本稿では、投資銀行のビジネスモデルを分析して、投資銀行の過度な拡張が今回の金融危機にどのようなつながっているかについて検討し、投資銀行の今後の課題について考察する。

1. 投資銀行の躍進

米国SIMFA（全米証券業者・金融市場団体）の2006年のレポートによると、2006年までの世界の株式時価総額は49.2兆ドル、債券が60兆ドル、店頭デリバティブが11.5兆ドル、これらの証券合計で、約121兆ドルである¹。世界の証券市場の規模は、過去5年間に74%拡大した。証券引受の担い手としての投資銀行は、世界の証券市場の規模拡大の役割を果たしながら、主要業務の証券引受からM&A仲介、トレーディングまでの多様な展開を行っている。

1990年代中頃から、金融自由化とIT情報革命を推進したクリントン政権の経済政策に後押しされる形で、多くの米国系投資銀行がITのグローバルネットワークを構築した。その過程で米国系投資銀行は、株式、債券、デリバティブに及ぶ金融取引を効率的に処理することができた。規制緩和による国際間の資本移動はこのネットワークを経由して、ボーダレス化を実現した。各国の金融自由化は、投資銀行の躍進に大きな舞台を提供したのである。

1) 金融業界の規制緩和

(1) 大恐慌からの銀証分離

1929年までに、米国経済は目覚ましい成長を遂げ、資本市場では大きな変化が起こった。企業の収益力向上の背景に、企業は銀行借入より証券市場で資金調達する意欲が高まり、つまり間接金融から直接金融へシフトする傾向が見られた。株価の上昇に伴って、新規上場企業が急増し、株式による資金調達が主流となった。

1 Securities Industry and Financial Markets, *Fact Book Global Addendum 2006*, p9

当時、商業銀行は、証券子会社を通じて投資銀行業務を展開していたが、大恐慌の前に、この動きがさらに活発化した²。しかし、1929年10月、ニューヨーク市場で株価が暴落し、銀行は保有した有価証券が無価値となって、多くの銀行が破綻という窮地に追い込まれた。

大恐慌の最中の1933年に、グラス・スティーガル法が成立した。同法は、商業銀行による株式や社債の引き受け禁止、投資銀行による預金受け入れ禁止、商業銀行と投資銀行との提携禁止などが規定されていた。その時から、正式に「銀証分離」制度が導入された。1940年代に、米国では、モルガン・スタンレー、ファースト・ボストンという代表的な投資銀行がマーケットシェアを拡大していた。

(2) 規制緩和

1970年代以降、先進国が変動為替相場制に移行したため、為替市場で取引量が急激に増えて、投資銀行は高額の手数料を獲得した。また、1980年から1987年にかけて、企業や中央・地方政府が新しい債券を続々発行したため、引受業務が飛躍的に拡大し、債券市場が爆発的に成長、拡大していった³。

1980年代に、資本市場は空前の繁栄期であった。メリルリンチ、モルガン・スタンレー、ソロモン・ブラザーズを代表する10大投資銀行は、1980年より1984年の5年間で資産規模が410億ドルから1,449億ドルと成長を遂げ、資本収益率が54.3%に達した。この間で、投資銀行の収入源泉は多様化し、主要収入である証券引受から証券トレーディング業務に偏重する傾向があった。さらに、モーゲージ担保証券、金利スワップなどの新たな商品開発に力を入れ始めた。

投資銀行が好調であったのに対して、商業銀行は、預金と融資だけに頼る伝統的な業務を行っていた。しかし、これでは、収益を伸ばすことが困難であり、投資銀行業務への進出を強く求め、金融制度の見直しについての議論が高まった。FRBは商業銀行の競争条件を他の金融サービス業と同一することに賛成していたため、1987年4月にシティ・コープなど3行に引受を業とする証券会社の設立を認可した⁴。このように、規制緩和は商業銀行にとって追い風となった。

大手商業銀行は利益を拡大するため、積極的に証券会社の買収や合併に動き出した。1997年にバンカメが中堅証券会社ロバートソン・スティーブンスの買収を発表した。1998年にシティ・コープと保険大手のトラベラーズ・グループ（傘下に大手投資銀行ソロモン・スミス・バーニーを保有）との合併がFRBより例外的に承認された。1999年に、議会に提出された金融制度改革法案（GLB法）が成立した。これによって、銀証分離規制が緩和され、金融持株会社方式で銀行・証券・保険の相互参入が可能となった。

米国では、金融構造の変化とGLB法の成立から、シティ・グループ、JPモルガン・チェースおよびバンク・オブ・アメリカなどの代表的な総合金融グループの形成が進展してきた。FRBと米国財務省の共同報告書によれば、2003年3月末の金融持株会社数は銀行持株会社数の12%にあたる630社であるが、銀行持株会社の資産残高に占める金融持株会社の当該比率は78%に達した。金融業界の規制緩和によって、次の3つの影響がもたらされたと考えられる。①金融再編が一段と加速し、金融のコングロマリット化が進むとみられる。特に、銀行が生保や証券会社の買収を活発化させるとの見方が多い。②企業や家計が幅広い金融サービスを同一店舗で受けるなどの効率的なサービスが提供できることになる。③競争促進に伴い、銀行、証券、保険関連の手数料が引き下げられれば、その利益を享受することもできる⁵。

2) 直接金融の拡大

企業が外部から資金調達をする方法として、大きく分けて「直接金融」と「間接金融」の2つがある。

2 Richard S. Dale, *International Banking Deregulation*, Wiley-Blackwell, 1992

3 チャールズ・ガイスト著（中山 良雄訳）『ウォール・ストリートの歴史』フォレスト出版、2001年、427ページ。

4 野村総合研究所『米銀の21世紀戦略』金融財政事情研究会、1998年、287ページ。

5 野々口秀樹・武田洋子「米国における金融制度改革法の概要」『日本銀行調査月報』2000年1月、13ページ。

資金を必要とする企業や国などが、第三者を介入させずに、社債・株式・公債を発行して、証券市場で直接的に必要な資金を調達することを直接金融と呼ぶ。企業や政府が必要な資金を、銀行などの金融機関からの借入れで調達することを間接金融というのである。証券市場で投資銀行（証券会社）は、企業の資金調達のパイプラインとして、証券引受や売買を行い、直接金融市場拡大にとって欠かせないものである。

間接金融の場合は利息支払と元本返済をしなければならないが、直接金融では必ずしもその義務が発生するとは限らず、また調達コスト（株式の場合は配当金、社債の場合は利息）も間接金融に比べて少額である。さらに、一般的に直接金融では無担保無保証での調達が多く見受けられ、あまり多くの担保を提供できない中小企業においては有効な手段となる。

1990年以降、グリーンズパンFRB前議長が金融市場の自由化を推進した結果、大企業にもかかわらず、多くの中小企業、特にITベンチャー企業は資金調達のコストダウンのため、株式や社債の発行による直接金融へ急速に移行してきた（図1）。1990年以前に、米国において、発行された株式の時価総額は対GDP比重が50%程度であり、1994年以降には、対GDP比重が急速に上昇し、2000年にGDPの2倍に達した。しかし、ITバブル崩壊後、その比重は一時的に100%前後に落ち込んだ。2003年から再び上昇して、2007年のピークの時には25兆ドルの規模があり、対GDP比重180%を推移してきたが、2008年の世界金融危機で対GDP比重は半分程度を縮小した。2008年に、企業の社債11兆ドルを加えれば、直接金融市場で融資の規模はさらに大きく、対GDPウェイトもはるかに高くなる。

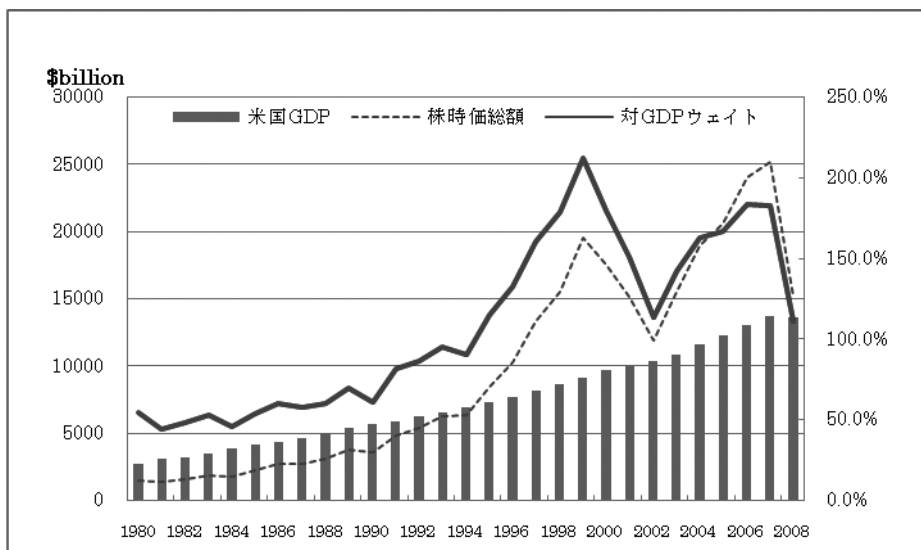


図1 米国における株価総額対GDPウェイトの推移

(出所) FRB, 米国財務省より作成

1990年代以降、世界的な金融自由化の潮流の過程で、世界の金融システムは、先進国、新興国を問わず、一斉に間接金融から直接金融へのシフトが進行した。投資銀行は直接金融市場に大きく貢献する一方、販売手数料中心の営業体制からトレーディングおよび顧客資産管理ビジネスへの転換を推進している。

3) 競争の激しい投資銀行業界

規制撤廃、金融自由化によって、米国の商業銀行は、全面的に証券引受、M&Aアドバイザーなどの投資銀行業務を展開して、従来の投資銀行と激しい競争を繰り広げた。商業銀行は迅速に規模や業務を拡大するために、積極的に他の証券会社を買収する戦略をとった。例えば、シティ・グループは大手投資銀行ソロモン・スミス・バーニーを傘下に収めて、大手投資銀行ゴールドマン・サックス、メリルリンチ、モ

ルガン・スタンレーと対抗できるようになった。次に、各業務において、商業銀行と投資銀行との競争を検討する。

(1) 証券引受業務

1990年には、米国の普通株の引受業務ランキングでは、銀証分離規制があるため、商業銀行の姿はひとつもなかった（表1）。しかし、2003年になって、シティ・グループ、JP モルガン、バンガメなどの大手商業銀行が引受業務ランキングの上位に入った。シティ・グループは1,952万ドルの実績を収め、首位のメリルリンチとの差がわずか50万ドルであった。このように、従来の商業銀行は証券市場で存在感が増大すると共に、投資銀行と市場シェア食い合い合戦が激しくなった。

表1 米国の普通株の引受業務のランキング（単位：千ドル）

1990		2003	
Alex.Brown	\$2,975	Merrill Lynch	\$20,184
Goldman Sachs	2,634	Citigroup	19,526
Salomon Brothers	1,756	Goldman Sachs	14,554
Merrill Lynch	1,597	Morgan Stanley	12,116
Lehman Brothers	1,013	UBS	10,273
First Boston	929	CS First Boston	7,355
Paine Webber	922	Lehman Brothers	6,575
Morgan Stanley	911	JP Morgan	6,031
Smith Barney	807	Bank of America	4,069
Dean Witter	759	AG Edwards	2,708

(出所) Securities Data Corporation

しかし、巨大な金融グループが成立することとなり、現在では商業銀行と投資銀行との区別ができなくなってきた。

(2) M&A 仲介業務

2007年に、世界の M&A 市場の規模は件数で43,817件、公表された金額で4.2兆ドルとなっており、2006年と比べて、1割程度増加した。しかし、金融危機で2008年の M&A 市場は3割弱縮小して、およそ3兆ドル規模である⁶。サブプライムローン問題に端を発した世界的な信用収縮と実体経済の悪化の影響から世界の M&A 市場が大きく後退した。

近年、M&A の仲介を中心とする投資銀行は大きな活躍をしてきた。投資銀行は M&A へのアドバイザーだけでなく、シンジケート団を組成し、巨額な資金供給を行っている。そして、アドバイザーの手数料やシンジケート・ローンによる利子という二つの収入を得ることができる。

投資銀行は世界中に構築したネットワークを活かし、大手企業を中心に広範囲にわたる M&A 関連サービスを提供している。買収または被買収企業に対する包括的なコンサルティング、具体的には企業買収、合併、戦略的提携、企業防衛などの経営戦略の根幹にかかわるアドバイザー業務を展開する。様々な形態の株取引を通じた資本調達、企業の再構築や事業の再編など、企業再生ビジネスにも深く関与している。

経済のグローバル化が進み、国境を越えた M&A も頻繁に行われる中で、伝統的投資銀行と商業銀行や証券会社が激しい競争を繰り広げている。1999年に、米国のゴールドマン・サックス、メリルリンチ、モルガン・スタンレーによる「三強」といわれる M&A アドバイザーが定着したが、現在、JP モルガン、

6 Thomson Financial による公表のデータに基づく。

シティ・グループ、欧州系の投資銀行も注目される（表2）。2008年に世界 M&A による収入ランキングの中で、首位のゴールドマン・サックスが18.9億ドル、2位のJPモルガンが15.4億ドル、3位のモルガン・スタンレーが12.6億ドルである。買収されたベアー・スターンズは2007年3位であったJPモルガンに大きく貢献したといえる。

表2 M&A における投資銀行の手数料収入

	2008年				2007年		
	Fees (US\$m)	Rank	Share	Deals	Fees (US\$m)	Rank	Change in Fees
Goldman Sachs	1,890.3	1	5.9	309	2,950.8	1	-35.9%
JP Morgan	1,543.6	2	4.8	353	2,246.3	3	-31.3%
Morgan Stanley	1,267.5	3	4.0	298	2,410.7	2	-47.4%
UBS	1,198.5	4	3.6	305	1,830.1	4	-34.5%
Merrill Lynch	1,137.7	5	3.6	313	1,407.0	7	-19.1%
Credit Suisse	1,137.4	6	3.6	313	1,537.9	6	-26.0%
Citi	996.6	7	3.1	312	1,827.6	5	-45.5%
Deutsche Bank	855.6	8	2.7	250	961.8	9	-11.0%
Barclays Capital	657.5	9	2.1	115	966.1	8	-31.9%
Lazard	591.4	10	1.9	202	901.5	10	-34.4%

(出所) Thomson Reuters/Freeman&Co.

(3) ヘッジファンドとの連携

近年、投資銀行は、ヘッジファンドとの緊密な関係を築き上げた。ヘッジファンドのプライムブローカーとして、国際金融市場において、ヘッジファンドの取引の執行・決済・有価証券及び資金の貸付などのサービスを提供する。新たなヘッジファンドを立ち上げる際のノウハウの提供や、投資家の紹介を行うこともある。大手投資銀行によって、この業務は、かなりのシェアが占められており、2006年に、首位のゴールドマン・サックスは21%シェアを有した（図2）。

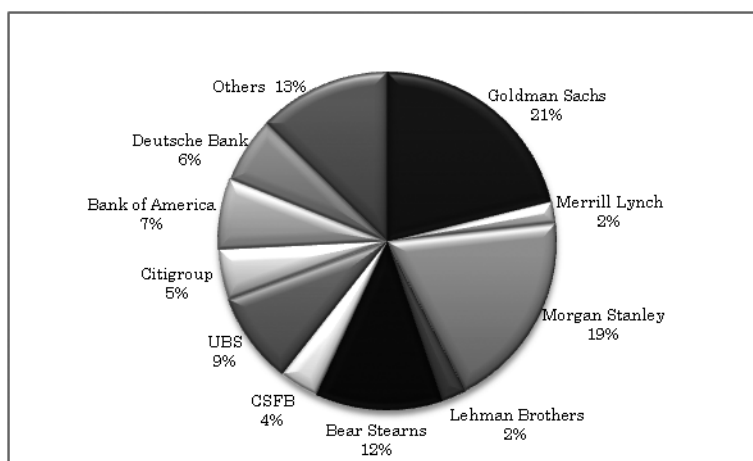


図2 ヘッジファンドとの取引シェア

(出所) Cogent Hedge database, March2006より作成

1990年代以降、ヘッジファンドの資産規模は急激に拡大した。世界において、株、債券、為替などの金融商品を売買して、ハイリターンを得たヘッジファンドは、自らの資産を投資銀行に管理委託している。投資銀行はヘッジファンドから管理手数料を徴収して、収入源を広げている。高い利益を求めるために、

一部の投資銀行は自分の勘定資金を拠出してヘッジファンドを設立しながら、資産運用している。巨額リスクを抱え込む可能性のあるヘッジファンドが投資銀行の利益を左右している。

要するに、投資銀行は企業資金調達、M&A 仲介などの業務で欠かせない役割を果たした。そして、激しい業界の競争で生き残るため、さまざまな手段や戦略をとって、収入源を広げていた。投資銀行は、金融業界での存在感が増してきた。

2. 金融商品の証券化

証券化自体は1970年代から行われているが、金融工学の進歩と共に金融のストラクチャリングを高度化・複雑化させ、多様なリスク選好を持つ投資家のニーズにマッチした ABS, MBS, CDO などの新しい金融商品が次々と生み出されるようになった。資本市場全体で見れば、金融商品の証券化が企業や金融機関に対して、資金調達の円滑化やコスト低減、投資機会の拡大に大きく貢献した。

投資銀行はサブプライムローンをもーゲージ担保証券として証券化し、さらにはほかの ABS, CLO などの証券を組み合わせ、CDO に再証券化する。この複雑な商品 CDO をヘッジファンド、銀行、証券会社、年金基金などの機関投資家に売却することで、ローンを提供する金融機関を信用リスクから解放されると共に高い手数料を得る道を開いた。

1) 証券化の仕組み

証券化の仕組みは多くの金融機関を関係しており、かなり複雑なプロセスを経て完成するものである。次に、その仕組みを簡単に説明する。

オリジネーター（銀行、住宅金融会社、クレジットカード会社の総称）は保有している住宅ローン、教育ローン、クレジット債権などのリスク資産を SPV（Special Purpose Vehicle）に売却する。リスク債権を買い取った SPV は、投資銀行を通じて、投資家のニーズに合った形にする金融商品を証券化する。投資銀行は金融商品を生設計、販売する過程で、大きな役割を果たしている（図3）。さらに、市場のニーズに合った商品を作り上げる際には、格付け機関が金融商品の信用度を評価しながら、投資家に証券化した金融商品の格付けを示す。

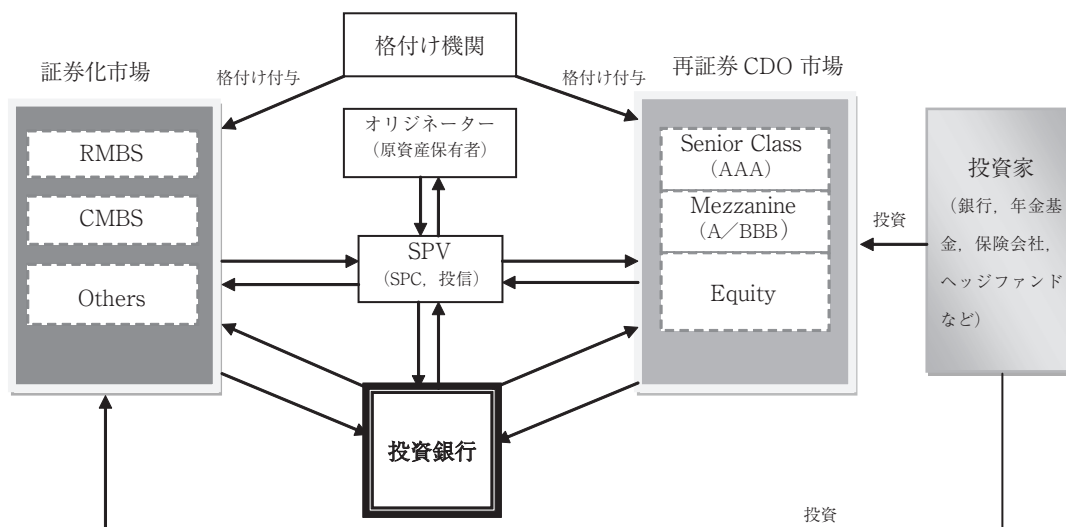


図3 証券化市場の仕組み

(出所) 筆者作成

このように、証券化にはさまざまな機関が関わっているが、各機関を調整して証券化を進めていくのは、投資銀行が欠かせない役割を果たしている。投資銀行は、証券化の過程で各機関にアドバイスを提供したり、仕切ったりしながら発行証券の価値を高めていく。金融商品の証券化の過程の中で、投資銀行は高額な手数料をとっている。

2) 証券化市場拡大の原因

2000年以降に、米国で証券化市場が拡大するのは三つの理由があると考えられる。

第一に、金融機関の資金調達が必要であった。住宅金融機関は厳しい財政的環境にあたり、早急に資金調達を必要する場合に、金利を支払わなければならない銀行借り入れではなく、手元に保有している住宅ローン債権を証券化して証券市場から、安いコストで資金調達することができる。

第二に、BIS規制の下で健全なバランスシートが必要である。自己資本比率の健全性を求めるBIS規制により、多くの商業銀行はローンなどのリスク資産を圧縮させる必要から、自らが保有するリスク資産を証券化により有価証券に変えて、バランスシートから外していった⁷。それゆえ、金融商品証券化はBIS規制の抜け道と指摘されている。

第三に、リスク転嫁である。証券市場で流通しにくいローン債権を流通しやすい証券へと変形して、過剰にリスクを抱く金融機関は資本市場にリスクを転嫁し、リスク負担を軽減する目的があるとみられる。

証券化市場を通じた資金調達・運用は、金融機関に新たなビジネス・チャンスを与え、クレジット市場における発見機能の向上を改善した。

3) 証券化商品の投資主体

証券化商品は他の金融商品よりもハイリターンが可能なので、リスク選好性が強いヘッジファンドをはじめ、多く金融機関が資産運用のポートフォリオに組み込んだ。IMFの調査によると、ヘッジファンドは、3割程度の債務担保証券CDOを保有している。特にエクイティやメザニンなど主として格付けが低くハイリターンな部分へ積極的に投資し、レバレッジを効かせることで高い収益率の実現を目指す戦略をとってきた。

投資銀行では、自己資本率8%というBIS規制がないので、大規模な借入を行い、自己資本をはるかに上回る資金で証券化商品を運用するというビジネスモデルを次第に確立していった⁸。商業銀行が、証券化商品や金融債などに投資する目的の簿外の非連結会社SIV（ストラクチャード・インベストメント・ビークル）を設立する。SIVは短期市場で資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）を発行して資金を調達して、その資金で証券化商品MBS、CDOを購入する。SIVは長短金利差を利用して大きな利益をあげているのである。

ITバブル後、米国は低金利の政策を維持しながら、住宅促進政策を打ち出した。このように、低所得者向けの住宅融資いわゆるサブプライムローンの貸付が大幅に増加した。同時に、サブプライムローン関連の証券化商品RMBS、CDOも大量に発行され、2006年のピークの時、世界CDO発行の残高は、約5,200億ドルの規模に達した（図4）。米国のCDO市場規模は4,290億ドルで、世界の八割強を占めた。これらの証券化商品は、ほとんどヘッジファンド、投資銀行、商業銀行の傘下会社SIVに保有されている。

各投資銀行の2006年決算をみると、純収益は、ゴールドマン・サックスが95億ドル、モルガン・スタンレーが74億ドル、リーマン・ブラザーズが40億ドル、ベアー・スターンズが20億ドルであり、過去最高を記録した。サブプライムローン関連の証券化商品は一部の利益を貢献したと指摘される。

7 斎藤 裕『投資銀行業界大研究』産学社、2008年、80ページ。

8 武藤 敏郎・大和総研『米国発金融再編の衝撃』日本経済新聞出版社、2009年、151ページ。

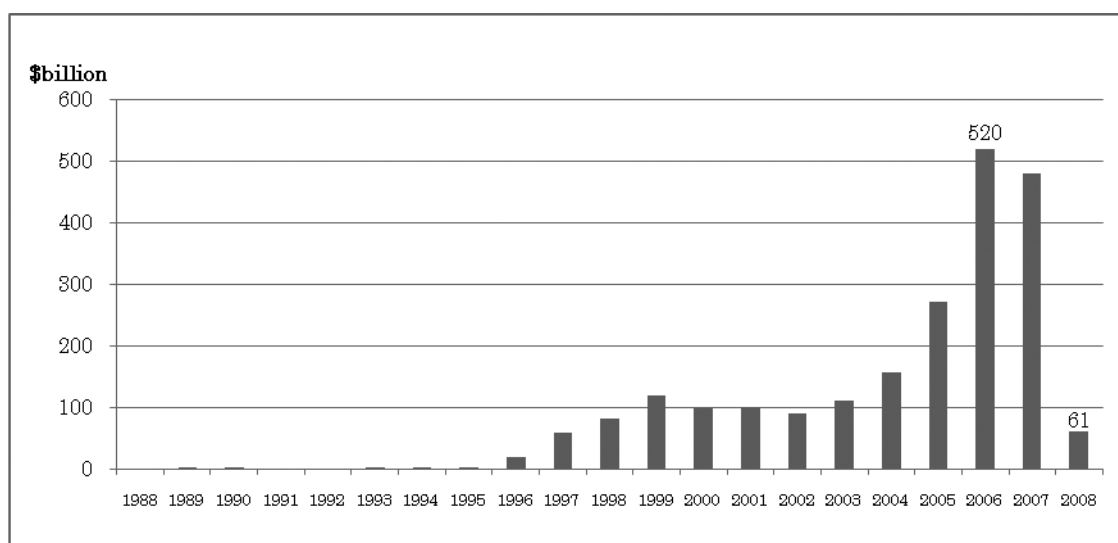


図4 世界のCDO発行残高の推移

(出所) Bloomberg.com, Thomson Datastream

3. 金融危機下で投資銀行のビジネスモデルの崩壊

2006年末時点で、米国でサブプライムローン残高は約1兆3,000億ドルまでに拡大してきた。しかし、2007年1-3月期で、サブプライムローンの延滞率は13.77%に上った(米抵当銀行協会の資料)。2007年3月13日に大手のサブプライムローンを提供するニュー・センチュリー・ファイナンシャル会社が、経営破綻が懸念されるとしてNYSEでの取引が停止され、上場廃止が決まった。サブプライムローンの焦げ付きの急増による信用不安をきっかけとして証券化商品の価値が暴落し、株安に歯止めがかからず、世界的な金融危機に及んだ。

1) 証券化金融商品価値の暴落

2007年6月中旬、大手投資銀行ベアー・スターン傘下の二つのヘッジファンドが巨額の損失を計上したのをきっかけに、大型ファンドの破綻が相次ぎ、7月10日、米格付け大手ムーディーズはサブプライムローン関連のRMBSを大量に格下げし、信用リスク懸念が急速に広がった。8月16日、ムーディーズは、抵当順位が2番目のローンを集めた証券化商品691件を格下げし、うち150件余りがデフォルト(債務不履行)にあたるCに下がった。格付会社S&Pも証券化商品MBS、CDOに対する格付けの本格的な見直しに着手した。

このように、大量の証券化商品の格付け引き下げに伴い、買い手がいなくなった証券化商品MBS、CDOの価値が暴落し続けた。特に、非上場の証券化商品は、流動性の低下で軒並み暴落した。こうした証券化商品を大量に保有する金融機関の経営不安が顕在化するに至った。

2) 投資銀行の大損失

2007年7月31日に、ベアー・スターンは傘下の二つヘッジファンドについて破綻法を申請した。破綻によって、ベアー・スターンに32億ドルの損失が発生した。さらに、メリルリンチ、ゴールドマン・サックスなどの大手投資銀行が同ファンドに与信を供与しているので、大きな損失を被った。2007年第4四半期で、ベアー・スターンの純収益は8.5億ドルの赤字に落ち込んだ。市場では、ベアー・スターンが資金繰り悪化に陥ると、同社が経営破綻するとの懸念が広がり、多くの金融機関などが同社との取引を停

止し、ヘッジファンドなどの顧客が資産を引き揚げた。この一連の市場行動で、ベアー・スターンズの信用は急速に劣化して、運用資金が大幅に枯渇し、経営破綻に瀕した。しかし、ベアー・スターンズは、国際的に複数の銀行との間で金利スワップ、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）などデリバティブ取引を行っている。ベアー・スターンズが経営破綻すれば、取引相手に大きな損失を被る影響を波及することになるので、2008年3月17日に、米連邦準備理事会（FRB）は、ベアー・スターンズを買収するJPモルガンに対して300億ドルの緊急救済融資を提供し、緊急の公定歩合引き下げを行うと発表した。

信用危機の渦中にあるベアー・スターンズ買収は、株式交換方式でベアー株1株当たりわずか2ドル（最後で10ドルに調整した）という超安値の買収である。2007年1月には171ドル超の最高値であったベアー・スターンズ株価は、10ドル前後で取引され、時価総額が約35億ドルとなった。

2008年9月に、リーマン・ブラザーズの経営破綻は金融危機の頂点を迎えた。世界の株価は急落して、金融機関が保有している金融資産の減損処理を余儀なくされた。投資銀行を含めて、世界の金融機関は巨額損失を被ったと報じられた。表3に示すように、2007年にサブプライムローン問題が表面化してから、投資銀行の収益がますます悪化し、2008年第4四半期で、ゴールドマン・サックスが21.21億ドルとモルガン・スタンレーが22.95億ドルの赤字に転落した。シティ・グループは当期赤字172.63億ドルまで膨らんだ。巨額損失で金融システムが崩壊寸前となり、米政府は7,000億ドルの問題資産救済プログラム（TARP）を実行し、金融機関の不良債権の買い取りや資本注入を行っている。

表3 米投資銀行の収益

(単位：百万ドル)

	2006	2007				2008			
		1 Q	2 Q	3 Q	4 Q	1 Q	2 Q	3 Q	4 Q
Goldman Sachs	9,537	3,197	2,333	2,854	3,215	1,511	2,087	845	-2,121
Morgan Stanley	7,472	2,672	2,582	1,543	-3,588	1,551	1,026	1,425	-2,295
Lehman Brothers	4,007	1,146	1,273	887	886	489	-2,774	-3,900	—
Bear Stearns	2,054	554	362	171	-854	—	—	—	—

(出所) 各社決算報告書

3) 投資銀行のビジネスモデルの崩壊の原因

上述のように、資本市場で低金利と潤沢な流動性が続く中、投資銀行は過大な借入を行い、レバレッジをかけて住宅ローンを証券化したMBS、CDOやクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）といったハイリスクの金融商品に投資し、ハイリターンを求める経営方針に偏っていった。今回の金融危機において、投資銀行の巨額損失発生した原因は次のような点にあると考えられる。

(1) 過大な負債比率である

商業銀行には自己資本比率8%というBIS規制がある。すなわち、負債/資本の比率は12倍以内に収まらなければならない。しかし、米国の投資銀行の負債/資本の比率は異常に高い。2007年の各社の決算報告書をみると、一番低いゴールドマン・サックスが25.2倍、一番高いベアー・スターンズが32.5倍であり、自己資本率に換算すれば、3%~4%しかない。商業銀行では安定的な預金が負債の大部分を占めるが、投資銀行では短期負債が市場からの借入れに依存していたのである。これによって、いったん信用不安が発生すると、市場から資金調達することが難しくなり、流動性が枯渇して破綻せざるをえない。過大な負債比率で、損失への抵抗力が弱く、さらに損失が拡大すれば、債務超過という状態に陥る可能性が高い。

(2) レバレッジ効果を追求し過ぎる

投資銀行は、短期市場で証券担保に繰り返し融資を行い、さらに、レバレッジをかけて資本や資金量の

数倍、数十倍にも上るリスクを取って、資産運用している。もともと規制のないヘッジファンドは言うまでもないが、投資銀行においても、2004年のレバレッジ規制緩和に伴い、当時平均して20倍台前半だったレバレッジ比率が一気に30倍台にまで膨らんだと言われている⁹。そのような投資やトレーディングは市場予想の方向に進む場合、莫大な利益を生み出せるが、一度歯車が崩れると、巨額の損失が生じることになる。

米国型資本主義の究極目標は株主利益の最大化であり、投資銀行が資本の効率化、株主利益の最大化に努力するため、資本の30倍くらいレバレッジをかけてハイリターンを追求していた。さらに、金融規制が緩和され、過剰流動性増大に拍車がかかったところに、バブルの本源である「欲望」に目がくらんだ。しかし、2007年から米住宅価格の下落は止まらず、サブプライムローン関連の証券化商品の価格も急落し、証券化市場を介して過大なレバレッジによる信用バブルを積み上げた投資銀行は、巨額損失が避けられなくなった。

(3) 規制監督体制の不備

市場の変化のスピードに規制監督機関の対応が追いついていなかった。特に金融仲介に重要な役割を果たすようになっていた「影の銀行システム」のほとんどは厳格な規制監督の範囲外にあり、CDSや証券化商品など相対で取引される市場の急拡大に伴うリスクの認識も甘かった¹⁰。

米国では、投資銀行の監督機関であるSEC（証券取引委員会）は以前からネット・キャピタル・ルールという規制を行い、負債は自己資本の12倍以内に抑えるよう指導してきたが、五大投資銀行は、この規制がある限り欧州系の投資銀行との競争に不利になるとして、規制緩和を求めた。2004年に、SECは自己資本50億ドル以上の投資銀行の規制緩和措置を認めて、投資銀行のレバレッジの上限（従来は12対1だった）が撤廃された。

このような常軌を逸した規制緩和は自由放任主義的な傾向のイデオロギーをもったブッシュ前政権の下で、ウォール街が強力なロビーイングを展開することによってもたらされたものである。結果として、米国の金融規制監督体制上の欠陥が、今回の危機の一つの原因になったと言っても過言ではない。

4) 投資銀行業界の再編

金融危機の最中、米国の投資銀行においては、再編の嵐が吹き荒れていた。リーマン・ブラザーズが経営破綻したのをはじめに、メリルリンチはバンク・オブ・アメリカに買収され、コールドマン・サックスとモルガン・スタンレーは銀行持株会社の移行に伴い、FRBの信用供与を受けられる商業銀行に変身した。2008年3月にJPモルガンに吸収されたベアー・スターンズを含めて、米国の独立した五大投資銀行はすべて消滅した。

リーマン・ブラザーズの経営破綻後、イギリスの銀行大手バークレイズがリーマン・ブラザーズの北米地域にある投資銀行と資本市場での中核業務を13.5億ドルで買収すると合意した。日本の野村ホールディングスがリーマン・ブラザーズのアジア・太平洋部門を2億2,500万ドルで買収することで合意し、さらに同行の欧州・中東地域の株式・投資銀行部門を買収することに踏み切った。野村によるこの一連の買収は海外の競争基盤強化の狙いがある。

日本の最大銀行三菱UFJはモルガン・スタンレーに対する90億ドルの優先株を引受け、筆頭株主となった。今回の投資銀行業界再編をめぐっては、日本の金融機関も、買収や出資を通じて投資銀行ビジネス強化に動いた。サブプライム問題の傷が比較的浅かった日本勢が、米国市場の混乱を好機と捉えて攻勢に出

9 経済同友会報告書「米国発金融危機とわが国金融の今後の課題」8ページ。

10 前掲論文（注9）、9ページ。

た形である¹¹。

4. 国際資本市場の信用収縮

金融危機下で、銀行は不良債権処理を進めるとともに自己資本比率を維持するために、銀行が企業などへの貸出資産の圧縮に動く傾向が見られ、貸し渋りや貸金回収などによる信用収縮を通じて、実体経済が更に悪化する懸念が強まっている。

リーマン・ブラザーズの経営破綻以後、直接金融市場や銀行間の資金貸借市場では瞬く間に流動性が急低下し、各国中央銀行は潤沢な資金供給を行うものの、その改善の見込みが立ちにくい状況となった。以下では、間接金融市場と直接金融市場との信用収縮の現状を検討する。

1) 間接融資

FRBは、2009年1月の定例会合で0.5%の利下げを決定、政策金利であるフェデラル・ファンド・レート（FF金利）の誘導水準を3%とした。欧州中央銀行と日本銀行も、ほぼ歴史的な低水準に利下げを行った。その目的は、収縮した短期金融市場を補完する流動性を供給し、信用力の低い金融機関の資金繰りを支援することである。

しかし、家計、企業は銀行から借入れが依然困難である。FRBの銀行貸出態度調査（2008年第3四半期）によると、大中小企業の貸出や住宅ローン、商業不動産、クレジットカードなど全体的に貸出基準が厳格化され、貸出機能の低下の懸念が広がっている（図5）。

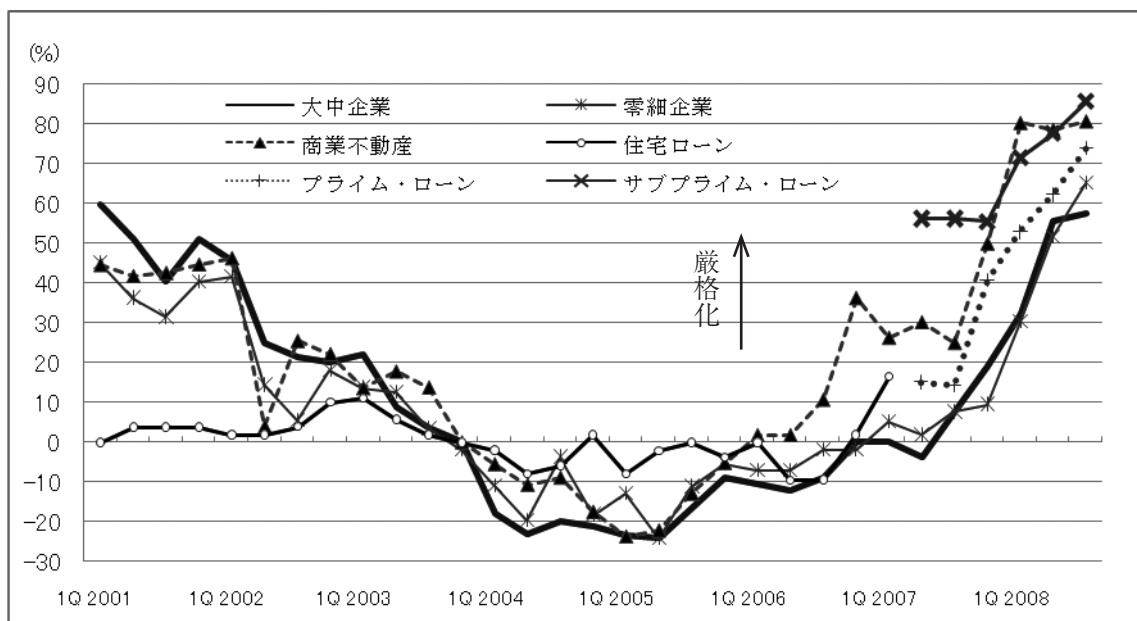


図5 銀行の貸出基準の動向

(出所) FRB Datastream より筆者作成

また、この調査では、銀行全体の57.6%は大手・中堅企業に対する貸出基準を厳格化させ、前回調査の55.4%をやや上回ったが、小規模企業に対しては全体の65.3%が貸出を厳格化させており、前回調査の

11 大崎貞和「米国投資銀行業界の再編は何を意味するか」Financial Information Technology Focus 2008, 2ページ。

51.8%から大幅に増加した。零細企業は金融危機で生存状況がいつそう厳しくなった。商業不動産ローンに対しても、全体の80.7%が厳格化しており、過去最高となった。また、住宅ローンについて、プライムローン（信用度の高い借りてへの融資）が74%、サブプライムローンが85.7%で、貸出基準を厳格化し、いずれも過去最高水準であった。

米国連邦準備銀行（FRB）の統計によると、全米の商業銀行の貸出残高は急速に伸び率が鈍化し、2009年1-3月平均は前期比-1.7%となり、4-6月の貸出残高が、さらに-0.7%減少した。このように、銀行の貸出が減少する傾向の中、金融市場で信用収縮が依然に改善されない状況である。

2) 直接融資

金融危機の深刻化を受け、2008年後半に米国企業による新規株式公開（IPO）が、事実上の休止状態に陥っていた。株安など市場の混乱を嫌った投資家はリスクの高いベンチャー企業のIPOへの投資を一斉に手控えたため、予定していたIPOを中止または延期する企業が相次いだ。

米国のIPO調査会社Renaissance Capital LLCによると、2008年に、世界でIPOを行った企業は120社、2007年の554社と比べて、約78%減少した。調達資金の合計は807億ドルであり、前年の2,567億ドルであった規模から69%激減しており、特にリーマン・ブラザーズ経営破綻前後の二ヶ月間あまり、米企業のIPOが一つもなかった。1980年以降で最長の「空白期間」となった。株式市場からの資金調達がほとんど機能していないことが判明した。

地域別に見ると、最も悪影響を受けているのがヨーロッパで、調達資金は918億ドルから147億ドルまで84%激減した。アジア・太平洋地域やラテン・アメリカ市場を含む世界の直接金融市場でIPOが壊滅状態にあるといえる。上場による資金調達が滞って企業活動は一段と低迷し、世界の景気を押し下げの一因となりそうだ。

2008年のIPO件数が大幅に減少するにしたがって、投資銀行や証券会社の証券引受による手数料収入も急激に落ち込んだ。2008年は、投資銀行にとって、最も暗黒の一年であるといえる。

おわりに

1980年以降、直接金融が拡大する中で、投資銀行は大きな役割を果たした。1999年米国金融改革法案（GLB法）が成立した後、伝統的な投資銀行は、投資銀行業務に積極的に参入する商業銀行系金融グループとの激しい競争にさらされた。

投資銀行は、自らのノウハウを生かし、発達な金融工学を駆使して複雑な金融商品の開発に力を入れた。新しい収入源の道を開いた投資銀行は、さらにトレーディング業務を拡大した。高いレバレッジをかけて、株式、債券、為替、コモディティなどの金融商品を売買するトレーディング業務を展開する投資銀行は、ヘッジファンド化した。マクロ経済が順調に拡大する時期に、高収益を得た投資銀行は、過大なリスクを抱えた。市場不安の場合には、リスクが顕著化となり、巨額損失は随時に発生する可能性が高くなる。今回の金融危機が、レバレッジを駆使して高収益を上げる投資銀行のビジネスモデルをそこから突き崩したといえる。

金融危機後、米国において、投資銀行の再編が加速しており、独立系の投資銀行は消え、商業銀行の傘下に入ったり、銀行持株会社へ移行したり変身した。これは、投資銀行業務が消滅することを意味するものではなく、逆に、デ・レバレッジの流れの中で、投資銀行の本業を強化すると共に、さまざまな顧客支援業務やM&Aへのアドバイザー業務に力を注いでいくものと思われる。

参考文献

1. 伊藤 元重『危機を超えて』講談社, 2009年
2. 石原 定和「米国投資銀行の業務多角化の実態」『神戸大学研究年報』, 1992年
3. 大崎 貞和「米国投資銀行業界の再編は何を意味するか」*Financial Information Technology Focus* 2008
4. アンマリー・シューレンダイク [著] 立脇和夫・小谷野俊夫 [訳]『アメリカの金融政策と金融市場』東洋経済新報社, 2000年
5. 経済同友会報告書「米国発金融危機とわが国金融の今後の課題」, 2009年4月
6. 斎藤 裕『投資銀行業界大研究』産学社, 2008年
7. 高橋 乗宣『世界恐慌の襲来』東洋経済新報社, 2009年
8. 武藤 敏郎 大和総研『米国発金融再編の衝撃』日本経済新聞出版社, 2009年
9. チャールズ・ガイスト著 (中山 良雄訳)『ウォール・ストリートの歴史』フォレスト出版, 2001年
10. 野村総合研究所『米銀の21世紀戦略』金融財政事情研究会, 1998年
11. 野々口 秀樹・武田 洋子「米国における金融制度改革法の概要」『日本銀行調査月報』, 2000年1月
12. 日本総合研究所「投資銀行危機の実相と今後の方向性」『JRI news release』, 2008年
13. 服部 茂幸『金融政策の誤算』NTT 出版株式会社, 2008年
14. Alan Morrison, William Wilhelm, JR. *Investment Banking*, Oxford, 2006
15. Nomura Research, "CDOs in Plain English," *Nomura Fixed Income Research*, 2004
16. Richard S. Dale, *International Banking Deregulation*, Wiley-Blackwell, 1992
17. Securities Industry and Financial Markets, *Fact Book Global Addendum* 2006
18. Thomson Reuters, *Mergers&Acquisitions Review*, Fourth Quarter 2008
19. Yongheng Deng, Stuart A. Gabriel, "CDO Market Implosion and the Pricing of Subprime Mortgage-Backed Securities," Working Paper, 2009
20. Bloomberg.com のホームページ : <http://www.bloomberg.com/>
21. MarketWatch.com のホームページ : <http://www.marketwatch.com/>
22. Renaissance Capital LLC. のホームページ : <http://www.renaissancecapital.com/>
23. SIFMA のホームページ : <http://www.sifma.org/>