

[研究ノート]

スイス2大銀行のグローバル戦略 ～1990年代以降金融危機までの業務展開と組織～

漆 畑 春 彦

はじめに

I. クレディスイス・グループのグローバル戦略

1. 米大手投資銀行ファーストボストンの買収
2. グループ持株会社の設立と効果
3. 国際投資銀行業務の拡大
4. 米ドナルドソン・ラフキン・ジェンレット (DLJ) の買収
5. グループの一体化

II. UBS のグローバル戦略

1. 国際投資銀行業務への参入
2. 米投資銀行市場への進出
3. 新生 UBS の誕生
4. 新生 UBS の業容拡大
5. 米ペインウェーバーの買収

III. スイス2大銀行の国際投資銀行市場における地位

おわりに

はじめに

『平成法政研究』第21巻第1号では、欧州を代表する大手銀行ドイツ銀行の株式引受や M&A 助言といった具体的な国際投資銀行案件と対応について概観し、特に米大手投資銀行との競合の観点から評価を行った。本稿では、同じ欧州勢で

ドイツ銀行と並ぶスイスの2大銀行グループ、クレディスイス・グループ(Credit Suisse Group : CSG)、UBSグループ(United Bank of Switzerland : UBS)について、同時期の国際戦略について概観し、その特徴について明らかにしたい。CSG、UBSは、2000年代に銀行資産規模で世界のトップクラスに位置し、欧州勢としては国際投資銀行市場において高い評価を得てきた。2000年代半ば、ドイツ銀行とともに、証券引受、M&A助言といった国際投資銀行業務で、米大手投資銀行にほぼ比肩する実績をあげていた。

1980年代、スイス金融機関は、欧米アジアの富裕層を主要顧客とし、大規模な資金を預かり運用して安定した運用手数料を得る一方、欧米日の大企業にスイス金融市場での起債を仕掛け、引受・販売手数料を手にするという営業戦略を展開していた。世界から流入する資金の受け皿となったのが、スイス特有の「匿名口座」である。当局も立ち入れない銀行の秘密主義を求め、匿名口座には世界中から膨大な資金が流入した。銀行、証券など複数の金融業態の兼営が可能な欧州ユニバーサルバンク制度の下、資金の需要供給両サイドのニーズに幅広く対応することで、スイス大手銀行は多様な収益源を擁することができた。しかし1980年代後半までに、スイス大手銀行は、貸付利鞘の縮小に加え多額の国内向け不動産融資が不動産価格の下落で不良債権化し、多額の引当金を計上する状況に陥ることになる。さらに、旧ソ連邦のペレストロイカ、ベルリンの壁崩壊を経て東西冷戦が終結すると、1990年前後には「中立国スイス」や匿名講座の役割は後退を余儀なくされていた。ルクセンブルグなど欧州他国の新興金融市場の台頭、スイスフランの下落といった要因も加わり、国内市場の地盤沈下が顕著となった。そして、スイス大手銀行は、国際市場における業容拡大が急務となったのである。

1980年代後半、スイスには、スイスユニオン銀行(United Bank of Switzerland : 旧UBS)、スイス銀行(Swiss Bankng Corporation : SBC)、クレディスイス(Credit Suisse : CS)の3大銀行が存在していた。いずれも小規模な国内市場から脱し、投資銀行業務や機関投資家向け資産運用業務、富裕層に的を絞ったプライベートバンキングのグローバル展開を模索していた。各行が国際投資銀行業務に本格参入したのは1990年前後だが、先行したのはCSであった。同行は、1988年に米大手投資銀行ファーストボストン(First Boston Corporation)を買収、他の欧州勢に先駆けて米国市場に巨大なオペレーションを擁するに至った。SBCは、1990

年代初頭から国際投資銀行業務に本格参入し、1990年代前半から半ばにかけ、米国の有力デリバティブ会社、資産運用会社、英大手マーチャントバンクを相次いで買収した。旧UBSは、1986年にロンドンの有力証券会社フィリップス・アンド・ドリュー（Phillips & Drew：P&D）を買収したが、投資銀行というよりむしろ、国内最大の資産運用部門の国際展開を優先していた。1998年、SBCと旧UBSは合併して新生UBSとなり、投資銀行業務の実績で旧UBSを上回ったSBCが新銀行において主導権を握ることになった。

特に1990年代から2000年代半ばにかけ、スイス大手銀行は順調に国際業務を拡充したかのように見えるが、同時にそれは経営に多くの労苦をもたらし、グループ戦略を不透明にする要因ともなった。CSでは、同じグループでありながら、商業銀行部門を中心とするスイス、投資銀行業務を中心とする米国が、事実上分裂して経営するという「二眼レフ経営」が行われた。部門間の意思統一は容易でなく、2005年に両部門が完全統合するまで、それが業績上も大きな足枷となった。UBSは1998年の新会社（新生UBS）発足以降、旧SBCが主導権を握る形で国際投資銀行業務に邁進したが、その収益水準は環境によっても大きく左右された。旧UBSの役職員が多数を占め、世界の金融界で最大の運用資産を有する資産運用部門が、グループ収益の主役を担わざるを得なかった。資産運用部門がグループ内で存在感を示す一方で、市場では投資銀行部門の分離・売却観測が絶えなかった。

本稿は、1990年代から2000年代、近年の金融危機にかけ、ドイツ銀行とともに欧州を代表する国際投資銀行として世界市場に君臨した、CSG、UBSのスイス2大銀行のグローバル戦略を、組織や業務展開の観点から概観したい。

I. クレディスイス・グループのグローバル戦略

1. 米大手投資銀行ファーストボストンの買収

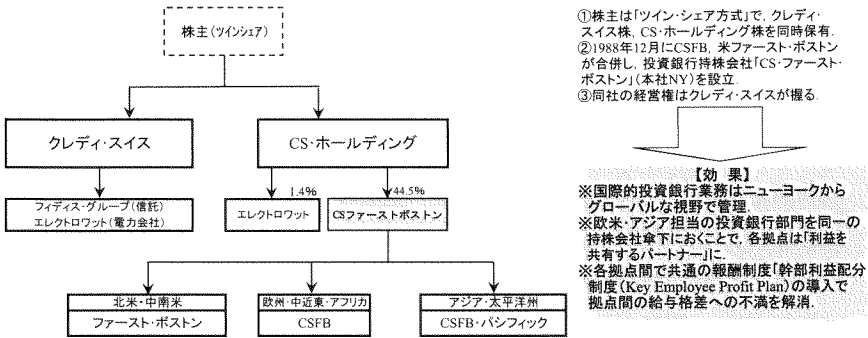
クレディスイス（CS）は、米大手投資銀行ファーストボストンを核に、1980年代後半から他の欧州大手行に先んじてグローバルな国際投資銀行業務を展開した。特に1975年、レイナー・グート（Rainer E. Gut）氏がCS経営陣に加わって

以降、同行の業務多角化、グローバル戦略が鮮明になった。同氏は、1960年代から1970年代、旧スイスユニオン銀行（旧UBS）を皮切りに米国の有力投資銀行ラザード・フレール（Lazard Frères & Co）に移籍し、長くニューヨークに勤務した経験があった。CSの国際投資銀行業務は、1970年、ユニバーサルバンクのCSが、米投資銀行ホワイト・ウェルド（White Weld & Co.）スイス現法に出資して以降本格化したものである。同現法は、1974年にCS、ホワイト・ウェルドの折半出資による合弁会社クレディスイス・ホワイトウェルド（Credit Suisse White Weld : CSWW）となったが、1978年にホワイト・ウェルドが米大手証券メリルリンチに買収されると、それに替わりファーストボストンが新たなパートナーとなった。そして、欧州証券戦略の拡大で方針の一致した両社は、1978年にロンドンに合弁投資銀行クレディスイス・ファーストボストン（Credit Suisse First Boston : CFSB）を設立した。CFSBは、特にユーロ債引受市場で躍進、発足当初の引受シェアは5%程度だったが、1983年には同引受額465億ドル、変動金利債のシェアは32%に達するまでに成長した¹⁾。

しかし、ロンドンのCFSB、ニューヨークのファーストボストンが共同して行う国際案件において、利益配分問題をめぐっては長く摩擦が続いた。高額報酬を獲得するファーストボストンへのCFSB社員の不満が高まったことで、両社の連携は著しく妨げられた。グート氏は会長在任中の1988年8月、CFSBとファーストボストンの合併を発表、さらに同年12月、ニューヨークに中間持株会社CSファーストボストンを設立し、傘下にファーストボストン（米国）、CFSB（欧州）、アジア地域担当投資銀行をおく組織再編を行った（図表1）。これは、CSによる米大手投資銀行の事実上の買収であった。米資本市場の低迷と相次ぐ著名な幹部の退社でファーストボストンの業績は低迷していたが²⁾、CSはその機を逃すことなく同社を傘下に収めたのである。

この大胆な組織変更には、①あらゆる情報がリアルタイムで集まり、世界最大の資本市場を擁するニューヨークに投資銀行統括会社をおき、統括会社傘下の地域別投資銀行に裁量を与え、互いに協力させながら意志決定の迅速化、広域化を図る、②リスク分散の観点から、世界の主要市場に有力投資銀行を配置することで、ある市場が不振でも他の好調な市場でカバーし、投資銀行部門全体としては黒字を維持できる体制を作る、といった目的があった。組織変更と同時に、持株

図表1 中間持株会社CSファーストポストンの設立(1988年)



(出所) Credit Suisse 年次報告書及び同行資料より作成

会社独自に幹部社員利益制度 (Key Employee Profit Plan) を新設し、税引前利益の25%相当分を全幹部に賞与として一律現金支給することで、報酬格差への不満を大幅に解消した。以降、持株会社傘下の各地域投資銀行部門は利益を共有するパートナーとなり、各社は担当地域で優位な地位を確立していった。

この組織再編には、「投資銀行の国際ネットワークはスイスよりも米国から管理するのが望ましい」というグート会長の判断があった。資本市場の本場で最先端の業務に携わった経験から、投資銀行業務のグローバル化に最も相応しい経営スタイルを見据えていたのである。

2. グループ持株会社の設立と効果

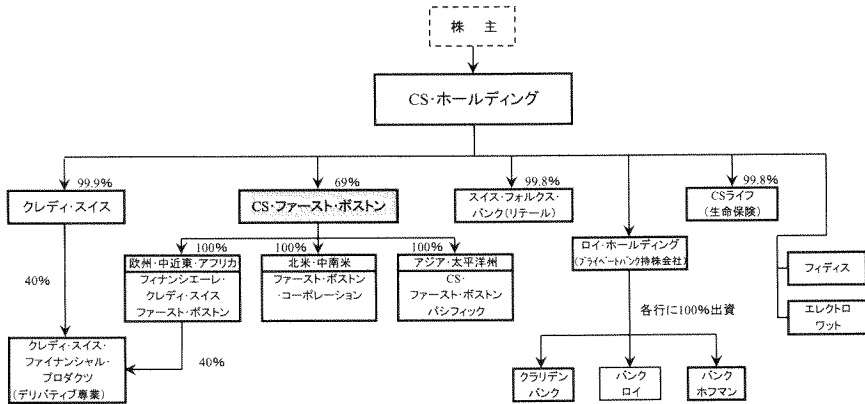
1982年3月、CSは、兄弟会社として純粋持株会社CSホールディング (CS Holding : CSH) を設立している。純粋持株会社設立の目的は、金融子会社を持つ銀行にスイス銀行法が課す、①子会社に対する銀行の準備金積立て (非金融子会社の場合、子会社資本金の40%相当を、金融子会社の場合、親銀行の出資比率に準じた積立てを要求)、②固定費負担規制 (子会社固定費の一定比率以上を、子会社利益で賄うことを要求) などの規制を回避し、グループ各社の経営自由度を確保することだった。当該規制下では、例えばCSがCSファーストポストンに直接出資する形では、CSファーストポストンの業容拡大に伴いCSの準備金積立て負担が増加するとともに、それが自ずと同社の成長をも制限する事態にな

りかねない。CSは、CSファーストポストンへの出資の大半をCSHに肩代わりさせることで、自らの負担軽減、将来有望と見られていた投資銀行業務の拡大を目指したのであった。1977年の国内支店の不祥事³⁾で商業銀行部門が危機的な状況にあったCSにとり、投資銀行部門はグループの生命線と位置付けられ、重点的に育成する必要があったのである。

1989年4月には、CSHをグループ統括会社に昇格させる組織再編が行われた(図表2)⁴⁾。その背景としては、第1に顧客ニーズの多様化があった。1980年代、欧州では金融規制緩和が進むなか、顧客は銀行預金と併せ証券(株式・債券・投資信託等)、保険商品(年金保険等)での運用を指向するようになり、金融グループは多様な金融子会社群を擁するようになった。CSは、これら子会社群に対し、純粋持株会社の採用によって上記規制を回避するとともに、子会社経営陣をCSH役員に就任させ各社間の意思疎通の促進を図った。第2に、問題銀行の救済があった。金融自由化の影響、不良債権の増加で経営悪化したスイス国内の中堅中小銀行を、持株会社傘下に取り込み、グループの情報、人材を集結して救済する必要があった。CSが問題銀行を吸収合併した場合、本体資産の不良化が懸念され、また直接子会社化しても、先の金融機関規制が新たに課される可能性があったのである。

この組織変更は、CSに大きなメリットをもたらした。それは第1に、投資銀行部門の資本力増強である。株主がCS及びCSH株を同時保有する特殊な形態(ツイン・シェア制度)を採用していたが、出資がCSHに一本化されることにより、その株主資本は1.85億スイスフランから23.5億スイスフランに大幅に増強された。CSHからの出資拡大(1990年11月44.5%→60%、1995年6月末69%)で資本力を増強したCSファーストポストンは、1989年から1992年の業界低迷期においても比較的安定した業績を確保することができた。第2に、新設子会社の経営自由度の確保である。生命保険など新設子会社は、当初より規制に縛られず高い経営自由度を確保できた。生保子会社CSライフの提供する変額保険及び年金保険商品は、同時にグループの資産運用部門の強化につながった⁵⁾。そして第3に、子会社のセグメント化である。業績不振のためクレディスイスが救済した銀行は、CSH傘下でプライベートバンク、リテール銀行など業務タイプ別にセグメント化された。セグメントごとに各業務に即した給与体系の導入、業務推進

図表2 グループ統括持株会社の設立（1984年4月）



①1990年以降、保険、デリバティブ専門会社の設立、国内地銀、プライベートバンクの買収が相次ぐ。買収した金融機関は業態ごとにセグメント。
 ②1995年9月末現在、CS・ホールディングの社員数は30名。主な業務はグループ全体の計数管理、管理業務一般、各子会社の役員を兼務する。

（出所）CSG 年次報告書及び CSG News Release 資料より作成

に必要な企業風土の醸成、同一セグメントに属する複数会社のバックオフィスの集約など、人件費の抑制や業務効率化を図ることができた。純粋持株会社形態に移行後も、例えば1993年6月、株式・債券など商品別にグループの統括責任者を設置してCSH子会社間の連携を密にするなど、事業環境に対応した組織変更は続行した。

1990年代前半は、欧米大手金融機関がデリバティブ業務の拡大に向け、グループ内に高格付け（Aaa格）を取得したデリバティブ取引専門会社を相次いで設立した時期である。CSもクレディスイス・ファイナンシャル・プロダクツ（Credit Suisse Financial Products：CSFP）を新設し、スイス再保険（Swiss Re）と組んだ大災害リスクヘッジ商品など先端技術を駆使した金融商品を開発し、グループの手数料収入拡大に貢献している⁶⁾。

3. 国際投資銀行業務の拡大

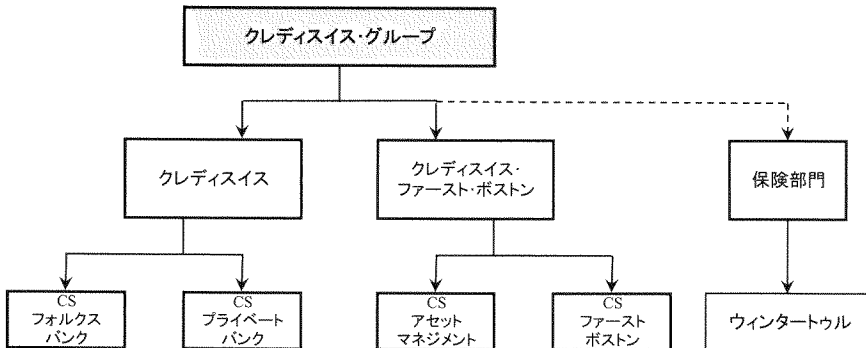
CSH設立後、その傘下で非銀行子会社が相次ぎ設立されたのに伴い、グループ収益の中核は、金利収入から手数料やトレーディング益にシフトしていった。1993年末の時点で、手数料収入及びトレーディング益は営業収益全体の70%を占

めるまでになった。1990年代、多くの欧州大手銀行の共通の経営課題は、投資銀行業務の拡充を通じた非金利収入（手数料収入）の増加であった。専門性の高い個別の金融分野をいかに育成するか、部門ごとの経営自由度を認め、専門技術を育てる環境を整えることが金融機関の優劣を決する時代において、純粹持株会社を巧みに使った多角化戦略は、当該課題の推進に大いに寄与したのであった。

1990年代後半、CSが注力したのは、純粹持株会社の傘下で肥大、業務の重複した子会社群の集約化、余剰人員のリストラと、いっそうの国際投資銀行化であった。1996年7月、CSの国内銀行支店の3分の1を閉鎖（376支店→250支店）、5,000名を削減するリストラ計画を発表している。同時に純粹持株会社を「クレディスイス・グループ（CSG）」と改称し、CSH傘下の子会社をクレディスイス（スイス国内リテール銀行・プライベートバンク部門）、クレディスイス・ファーストポストン（投資銀行・資産運用部門）の2法人、4部門に再編する大規模な組織改革を行った（図表3）。

不採算な国内リテール業務を縮小し、国際投資銀行業務に経営資源を集中する戦略を明確にしたが、CS投資銀行部門と統合後の新生クレディスイス・ファーストポストンは、総資産2,707億ドル、自己資本18億ドルから85億ドルに急拡大

図表3 クレディスイス・グループの組織改革（1997～1998年）



①1996年7月、大規模なグループ組織改革を発表。イ)グループ持株会社を「クレディスイス・グループ」に改称、ロ)持株会社傘下の子会社を、クレディスイス(バンキング)、クレディスイス・ファースト・ポストン(投資銀行部門)の2法人、4部門に再編、ハ)国内支店の3分の1を閉鎖(376店→250店)。

②1998年8月、スイス大手保険会社ウインタートウルを買収。

③2000年9月、CS・ファースト・ポストンが米有力投資銀行DLIの買収を発表。

(出所) CSG 年次報告書及び CSG News Release より作成

することになった。当時、米大手投資銀行のモルガンスタンレー（総資産1,438億ドル、自己資本52億ドル）、ソロモンブラザーズ(1,884億ドル、41億ドル)、JPモルガン（1,849億ドル、105億ドル）を大きく上回っていた。強力な資本力を擁した同社は、証券引受、トレーディング、デリバティブ業務で他の欧州銀行よりも優位に立つことになり、2000年代にかけて国際投資銀行市場にの主要プレイヤーとなっていった。

1990年からは、システムを含めた内部リスク管理体制の整備にも着手した。米バンカーストラスト（Bankers Trust & Co：BT）からデリバティブ取引のプロフェッショナルとして世界の5指に入るとされたアラン・ウィート氏（後にCSファーストポストン会長）を迎え、リスク管理体制の強化を図った。同氏は、BTが開発したリスク管理インフラであるリスク調整後資本収益率（Risk-adjusted return on capital：RAROC）システムの推進を主導した人物であり、そのリスク計量化技術をCSファーストポストンにも導入していったのである。同年夏に設立したデリバティブ専門会社CSFPを通じ、BT出身者を中心に起債の際のデリバティブを組み合わせた仕組み商品の開発力強化を図り、リスクマネジメント・ビジネスを拡大した。1990年2月の大手証券会社ドレクセル・バーナム・ランベールの経営破綻などを契機にジャンク債市場が下落すると、多額の不良債権を抱え苦境に見舞われたが、欧州のユーロ債引受市場の回復、CSFPの業績好調もあって、CSファーストポストンは1991年に黒字化を果たした。

CSファーストポストンは、1990年代前半には欧州系で唯一、米大手投資銀行に比肩する投資銀行だったが、組織再編が行われた1997年から1999年にかけて、大胆な陣容拡大に踏み切った。株式・債券引受、M&A助言ランキングで上位5位以内の地位を固めるなか、1998年には、英バークレイズ系投資銀行バークレイズ・デ・ズード・ウェッド（Barclays de Zoete Wedd：BZW、現バークレイズ・キャピタル）のM&A助言、欧州株式部門を買収、ドイチェ・モルガングレンフェル（DMG）から著名な投資銀行家フランク・クアトローン氏率いるハイテクチーム100余名、同じくドイツ銀行が買収した後のDBアレックスブラウンからは、ヘルスケアチーム30名を引き抜いた。M&A部門では、1999年に重工業M&Aの専門家スティーブ・カーチ氏を招聘、3ヶ国にまたがるアルミ業界の再編を主導したフランス・ペシネー社、ダイムラー・クライスラーの合併ではクライスラ

一社と大型案件の単独アドバイザーを相次いで獲得した。大型案件の獲得で、同業の手数料収入は1995年の41.3億スイスフランから1999年には108.7億スイスフランに拡大、増加分の大半は投資銀行業務からもたらされた。

4. 米ドナルドソン・ラフキン・ジェンレットの買収

2000年夏、一段の業容拡大に向け、CS ファーストボストンは米有力投資銀行のドナルドソン・ラフキン・アンド・ジェンレット (Donaldson Raffkin and Jenrette : DLJ) を、フランス保険大手アクサ (AXA) から約115億ドルで買収した。DLJ は、1959年設立、1970年にニューヨーク証券取引所に上場したが、1985年には米生保大手エクィタブル (Equitable Life) に買収された。1992年にエクィタブルが株式会社に組織変更し、同時にアクサに買収されて以降、DLJ はアクサの事業多角化の一端を担ってきた。

DLJ は、創業時から各部門長に優秀なアナリストを配置するなど調査重視で知られており、卓越した調査能力を基盤に事業を急成長させ、「ウォール街で最も成功した投資銀行」との評価を得ていた。早くからハイイールド債市場に乗り出し、1990年代からその引受ランキングで世界首位を維持してきた。DLJ ではその他、北米での M&A、ベンチャー投資、プライベート・エクィティといった投資銀行部門が事業成長を牽引していた。加えて、大手証券決済会社のパーシング (Pershing)⁷⁾、有力オンラインブローカーの DLJ ダイレクト (DLJ Direct) を傘下に持ち、一大証券グループを形成していた。CS ファーストボストンは、DLJ 買収によりハイイールド債引受で他を引き離し、大手他社との格差が広がりつつあった株式・債券引受、M&A 助言などで、再び優位に立つことができた。また、DLJ 傘下のプライベートエクィティ・ファンドを CSG のプライベートバンキング事業の高付加価値化に生かすことも可能になった。

2000年は、DLJ 買収効果もあり、不動産証券化商品や新興成長市場の債券業務などが好調で、CSG の手数料収益は165.9億スイスフラン (102.9億ドル) と前年比52.6%増加した。トレーディングも、米国、スイス、東欧の株式トレーディングが好調で、87.9億スイスフラン (54.5億ドル) と前年比33.6%も増加した。同年、手数料、トレーディング⁸⁾収益は全収益の69%を占め、グループ戦略は投資銀行や運用部門にシフトしている⁹⁾。2000年9月、CSG は、業績好調を受けて、

グループ ROE の目標値を18~22%に引き上げる長期経営計画を発表した。1999年決算の段階でROEが18%を上回り、DLJ買収をてこに収益力を高める可能性から、その経営を一気に拡大しようとしたのであった。

しかし一方で、DLJの従業員数は1996年から倍増し、1999年の人件費は純利益の50%を超え（例えば、モルガンスタンレーは44%）、利益率は業界平均を下回っていた。また、米M&A市場が伸び悩み、ロシア危機以降はハイイールド債発行額が減少するなど、DLJの強みは買収後も十分活かしていないとの見方が、市場で出始めていた。旧DLJからは、ハイイールド債部門責任者のケン・モエリス氏ら有力な人材が大量に流出、引受ランキングで他社の追撃を受けることになった。CSファーストポストンの2000年決算は、買収で営業収益が前年比40.1%増の205.3億スイスフラン、純利益が同25.2%増の23.5億スイスフランに拡大したものの、ITバブルの崩壊、世界的な株式市場の不振の直撃を受け、2001年は16.2億スイスフランの大幅赤字に陥った。CSファーストポストンは、2000年に3,100名を削減したが、2001年7月にモルガンスタンレーから「コストカッター」、 「マック・ザ・ナイフ（ナイフのように切れ味鋭いマック）」の異名をとるジョン・マック氏がCEOに招聘されると、2,000名の追加削減（2万7,500名から2万5,500名に削減、投資銀行部門では50名のマネジング・ディレクターを含む約300名を削減）、10億ドルの業務コスト削減、英国のオンライン証券会社DLJディレクトの売却をはじめ有力子会社の売却など大規模なリストラ計画を発表したのであった。

5. グループの一体化

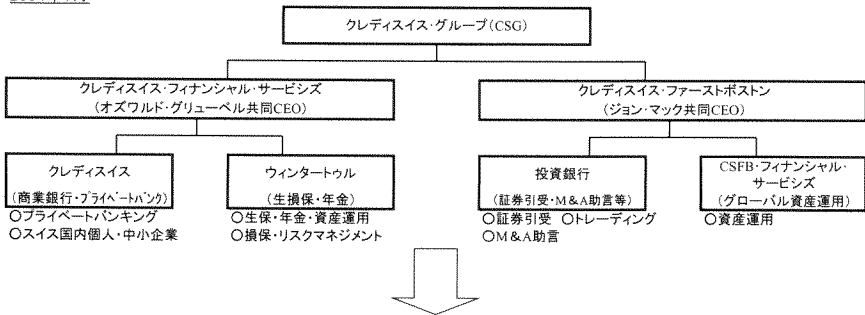
CSGは、2001年10月、ニューヨーク証券取引所（NYSE）に上場した。欧州大手銀行グループでは欧州勢初であり、その際にはNYSEへの上場が世界の主要金融機関の1つとなるためには不可避であるとの見解を発表している（ドイツ銀行もほぼ同じ時期にNYSEに上場）。2002年には、グループ戦略をめぐる、CSファーストポストンとスイス国内部門の対立が表面化するようになった。当時CSGは、リテール銀行部門「クレディスイス・ファイナンシャル・サービスズ（Credit Suisse Financial Services : CSFS）」と投資銀行部門「クレディスイス・ファーストポストン（CSFB）」のCEO2名が、共同CEOとしてグループを統括

する体制だったが、見解の違いが目立ち、市場からはしばしば、金融グループとしての求心力の弱さが指摘されていた。2000年夏まで UBS と 80 スイスフラン台で肩を並べていた株価は2001年から低迷し、2003年には UBS の半値まで下落した。2002年第 4 四半期、投資銀行、保険部門が大幅な赤字を計上すると、市場では UBS、ドイツ銀行などによる CSG 買収観測が市場に流れるほどであった。2004 年に入り、マック CEO が CS ファーストボストンと他の投資銀行との合併を画策しているとの観測が市場に流れると、マック氏と CSFS の CEO オズワルド・グリュール氏の対立は決定的になったといわれている。もはや、主要な事業部門が欧米に併存する状況が、グループ戦略にマイナスなことは明らかであった。

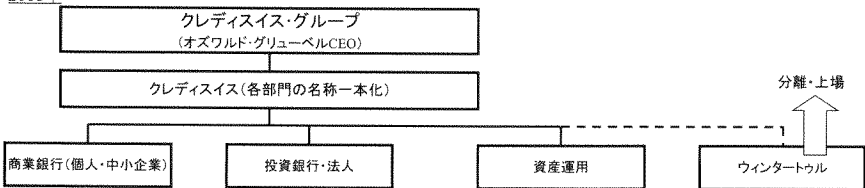
リテール部門との対立により、2004年7月、マック CEO が退任、グリュール CEO が単独のグループ CEO となった。そして2004年12月、CSG はその時点の組織構造を根本的に見直し、個人、法人・投資銀行、資産運用各部門の統合を進める方針を発表した (図表 4)。20年近くにわたり続いた欧米 2 極体制を大幅に修正し、各部門が一体となった「1つの銀行グループ」を目指すことになった。

図表 4 グループ経営の一体化 (2004年)

2004年7月



2006年



(出所) CSG 年次報告書及び CSG News Release より作成

その組織再編では、2年程度をかけ、①グループの事業部門を、顧客別にリテール、投資銀行、資産運用の3つに分ける、②保険部門ウィンタートゥルは、将来グループから分離・上場し、グループは銀行、証券業務に資源を集中する（バンカシュアランス路線の修正）、③各部門の名称を「クレディスイス」に統一する、といった施策を行い、各部門はより統合色を強めることになった。各部門のCEOには、投資銀行部門のフレディ・ドゥガン氏（後にグループCEO）などいずれも40歳代前半の若手人材が任命された。

この組織再編では、グリュベールCEOの単独体制下でグループ戦略が明確となることへの期待が高まった。計画が発表された12月7日のCSG株価は、前日比1.95スイスフラン高の46.95スイスフランとなり、その後も順調に上昇して2005年には50スイスフランを超える高値をつけた。市場は、グリュベールCEOの資質にも注目した。同氏は、その時点でこそリテール部門を担当していたが、基本的に投資銀行部門でのキャリアが長い。1961年にドイツ銀行に入行、商業銀行業務に従事した後、1970年に米ホワイト・ウェルドに入社、クレディスイスとの合弁会社クレディスイス・ホワイトウェルド（ロンドン）を皮切りに約30年にわたって債券トレーディング、投資銀行部門に籍をおきながら、CSGの投資銀行戦略の中核を担った。あらゆる金融業務に精通し、部門間のシナジーを高めるグループ戦略の実現に向け、ニューリーダーの経営手腕には自ずと市場の注目が集まった。

同氏は、グループCEOに就任するにあたり、投資銀行部門の戦略として、①アジア重視、②米国ではハイイールド債引受、プライベートエクイティなど自社の強みをいっそう強化することを掲げた。アジア戦略については、新任の執行役員にCSファーストボストン・アジア太平洋地域の責任者ポール・カレロ氏を任命、グループをあげてその強化に取り組む姿勢を示した。CSファーストボストンは、中国の投資銀行業務で上位にあり、日本では東京駐在の長かったドゥガン新CEOの指揮の下、さらに布陣を強化することになった。

この組織再編では、投資銀行部門がスイス本国の管理下におかれたものの、投資銀行部門出身の経営トップの下、グループ各社の求心力を強め、投資銀行部門をはじめ主要部門の再拡大を志向している。グループとしては、UBSに遅れをとったプライベートバンキング部門の運用資産増も大きな経営課題であった。同

図表5 クレディスイス・グループの経営動向

時期	CSGの経営動向
1989年以前	<ul style="list-style-type: none"> ◆米投資銀行ホワイトワールド社スイス現法に出資(1970年) ◆ロンドンにクレディスイス・ホワイトワールド(CSWW)社設立(1974年→米ファースト・ポストンの出資を受けCSFBへ名称変更) ◆クレディスイス国内支店で巨額の顧客資産流用事件発生→国内預貸金シェアの大幅低下(1977年) ◆ロンドンに合併投資銀行CSFB(投資銀行持株会社: Financiere CSFB)を設立(1978年) ◆グループ持株会社CSホールディング(CSH)設立(1982年→1989年にグループ持株会社をCSHに一本化) ◆クレディスイス(本国)、CSFB(英国)、ファースト・ポストン(米国)間で国際投資銀行ビジネスにおける利益配分を決める合同委員会設置(1986年) ◆米ファーストポストンを買収、投資銀行持株会社CSファースト・ポストン設立。米ファーストポストンほか欧州・アジア担当投資銀行を傘下に(1988年)
1990年代	<ul style="list-style-type: none"> ◆ジャンク債の大量不良債権化で、CSFBの経営危機感が流れる(1990年) ◆米有力資産運用会社BEAに80%出資(1990年) ◆ロンドンにデリバティブ専門会社(CSFP-Credit Suisse Financial Products)を設立(1990年) ◆CSFBが米国、欧州、アジアの3地域子会社の連携を強化。商品別に統括責任者を配置(1993年) ◆CSFBが世界規模でのリストラ計画を発表(1995年) ◆CSHが「クレディスイス・グループ」に名称変更、傘下子会社をクレディスイス、CSFBの2法人4事業部に集約する大規模組織改革を発表(1996年) ◆英投資銀行BZWの株式及びコーポレートファイナンス部門を買収(1997年) ◆米ハイテク専門投資銀行のボルビー・ブラウン・ウィランに25%出資(1997年) ◆ブラジルの大手投資銀行ギランチアを6.7億ドルで買収(1998年) ◆CSFBがドイツ銀行北米部門から有力ハイテクチーム約100名を引き抜き(1998年) ◆米投資顧問ウォーバーク・ペンカス・アセットマネジメントを買収(1999年) ◆他社ファンドのネット販売を開始(1999年) ◆オランダ大手行ABNアムロのスペインにおけるプライベートバンキング部門を買収(1999年)
2000～2010年代	<ul style="list-style-type: none"> ◆CSFBが英シュローターズ日本法人を買収(2000年) ◆グループ傘下プライベートバンク(PB)のバンク・ホフマン、バンク・ハンデル、エフェクテンを統合(2000年) ◆クレディスイス・フィナンシャル・サービス部門(保険・年金・消費者信用・eビジネス等)を5部門に再編(2000年) ◆米投資銀行ドナルド・ラフキン・アンド・ジェンレット(DLJ)を買収(2000年) ◆PB部門がシカゴのフリーリス・キャピタル・マネジメントを買収(2001年) ◆資産運用部門が加サン・ライフ英子会社SLCアセットマネジメントを買収(2001年) ◆ニューヨーク証券取引所に上場(2001年) ◆クレディスイス・ファーストポストン、投資銀行家300名を削減(2002年) ◆CSFBがメキシコに持株会社を設立(2002年) ◆モスクワに駐在員事務所を設立(2003年) ◆スペインのブローカレッジ部門(General de Valores Y Cambios Sociedad de Valores SA)を売却(2004年) ◆資産運用会社ウォーバーク・ペンカスの少数株主持分(19.9%)を売却(2004年) ◆バンコク駐在員事務所開設(2005年) ◆グループの商業銀行部門と投資銀行部門の経営統合(2005年) ◆インド・ムンバイにウェルスマネジメント強化に向けた金融コンサルティング・オフィスを開設(2005年) ◆グループ傘下の資産運用会社GAM及びPB3行をスイス中堅PBのジュリアス・ペアに売却(2005年) ◆クレディスイス、CSファーストポストンが合併し、「クレディスイス」へ(2005年) ◆グループブランドを「クレディスイス」に変更、「ファーストポストン」ブランドは消滅(2006年) ◆傘下PB5行の統合、新会社クラリデン・ルーは国内PB第5位に(2006年) ◆リテール部門「クレディスイス」、投資銀行部門CSFB、資産運用部門の統合、新生クレディスイスの誕生(2006年) ◆過去最大の80億スイスフランの自社株買いプログラムを発表(2007年) ◆日本でプライベートバンキング・サービスの提供開始(2008年) ◆PB部門の事業強化、投資銀行部門のリスク見直し、同部門の11%の人員削減など事業見直し(2008年) ◆中国・方正証券との合弁会社設立を発表(2008年) ◆インド金融当局よりムンバイでの銀行支店開設認可を取得(2010年) ◆債券のアルゴリズム取引のプラットフォームの運用を開始(2010年) ◆シンガポールでファミリーオフィス・サービスの拠点強化(2010年) ◆コンティンジェント・キャピタル約80億スイスフランの発行を発表(60億スイスフランは私募、20億スイスフランは公募)(2011年) ◆インド資産運用第2位のHDFCアセットマネジメント(クレディスイス資産運用部門の出資先)と戦略的提携を締結(2011年) ◆HSBCの日本PB事業の買収を発表(2011年) ◆ドイツPB事業をABNアムロに売却(2013年) ◆マクロビジネスの縮小、高品トレーディング事業からの撤退など事業リストラを発表(2014年) ◆グローバル市場部門で2,000名の人員削減、リスク加重資産(RWA)の削減を発表(2016年)

(出所) Credit Suisse Media Release 等より筆者作成

部門の運用資産は2003年末でUBSが1兆310億ドルだったのに対し、CSGは3,940億ドルとその半分以下にとどまっていた。UBSでは、膨大な富裕層取引が投資銀行、プライベートエクイティなどの好調につながっており、CSGにとっても、投資銀行部門の拡大はグループの成長には不可欠だったのである。UBSに遅れること数年、CSGはグループ戦略を見直し、UBSや米投資銀行を追撃す

る体制を整えた。CSGの2004年通期決算は、純利益が56億2,800万スイスフランと前年の7億7,000万スイスフランから大幅に増えた。プライベートバンク部門が20%を超える増益を達成、その他資産運用事業も利益が倍増した。さらに、2005年5月からは、商業銀行部門クレディスイスと投資銀行部門クレディスイス・ファーストポストンが合併・一体化し、「新生クレディスイス」として再スタートすることになった。

Ⅱ. UBSのグローバル戦略

1. 国際投資銀行業務への参入

1990年代初頭、スイス銀行（SBC）は、グループ総資産でスイス国内第2位、スイスフラン建て債券引受業務やトリプルAの高格付けを背景に世界展開していたデリバティブ業務などを強みとしていたが、総じて海外展開は国内他行と比べても遅れていた。1989年のユーロ債引受実績が振るわず（幹事件数は10件、引受金額は約10億ドルで第36位）、投資銀行部門の再構築を迫られ、また内外大口取引先の破綻に伴う不良債権の増加で、1992年にはトリプルAからダブルAに格下げされる状況となった¹⁰⁾。

同行のウォルター・フレーナー頭取は、グループの中核業務をデリバティブ、証券引受、トレーディングに定め、1991年に国際・投資銀行部門（International Financial Group：IFG）をチューリヒに集約、バーゼルに商業銀行部門の本拠をおくという大幅な組織改革を行った。そして、もともと同行出身で1980年代に米メリルリンチに移籍し同社投資銀行部門を育成したマルセル・オスペル氏に資本市場部門の再建を委ねた。オスペル氏率いるIFGには大幅な裁量権が与えられ、商品開発、リスク管理など部門長には概ね30歳代後半から40代前半の若手が登用された。不良債権問題が顕在化するにつれ商業銀行部門がグループ内での発言力を失い、IFGが行内で勢力を伸ばすと、オスペル氏の指揮下で1992年に米先物オプション・ハウスのオコーナー社（O'Conner & Associates）、1994年には米有力投資顧問会社のプリンソン・パートナーズ社（Brinson Partners Inc）を相次いで買収、それと並行して香港、シンガポールにデリバティブ取引の一大拠点を設け

た。1995年5月には英マーチャントバンク大手のSGウォーバーグ (SG Warburg) を傘下に収め、SBCは欧州最大級の投資銀行部門を擁することになった。SGウォーバーグは、株式引受やM&Aに強く、債券引受に強みを持つSBCとの補完効果が期待され、1996年の株式、債券、M&Aの主幹事ランキングが各部門とも上位を占めたことで、欧州の有力投資銀行としての地位を固めることとなった。

1996年5月、オスペル氏がCEOに就任すると、旧オコーナー、プリンソン、SGウォーバーグはSBC本体に取り込まれ、投資銀行部門SBCウォーバーグ (SBC Warburg) が新設された。オコーナーのクオンツ部隊 (約300名) による先端金融技術とSBCの信用力、資本力が結びつき、マージンの厚いOTCデリバティブ取引が拡大、また大規模な証券引受案件への対応が可能となり、ユーロ債引受では毎期トップクラスの業績をあげることができた。投資銀行業務が欧州大手銀行の中核に位置づけられようとしていたこの時代、「金融機関の優劣を決するのは、デリバティブと高度なリスク管理能力」との信念の下、オスペル氏はSBC本体を、欧州の一商業銀行から米国型の先進的な投資銀行に作り変えていったのである。人事面でもオコーナー出身、当時31歳でデリバティブ部門担当役員となったデビッド・ソロ氏など若手役員が相次ぎ誕生するなど、年齢や出身企業に関係ない米国流の能力主義が採用された。

2. 米投資銀行市場への進出

1997年5月、SBCは、米国の名門投資銀行ディロンリード (Dillon Reed) を買収した。買収金額は約6億ドル、SBCウォーバーグに吸収合併し、当該部門はSBCウォーバーグ・ディロンリードと改称することになった。1996年の証券引受主幹事ランキングでは、SBCウォーバーグが世界のトップ10入りした業務はなく、この時点で明らかにクレディスイス・グループ (CSG) や、1984年に英フィリップス・アンド・ドリュウ、1991年に1991年にチェース・インベスターズ (Chase Investors) を買収した旧UBSに遅れをとっていた。ディロンリードは業界では中堅規模だが、中核のM&A助言では1996年のアドバイザーランキングで第14位に入っていた¹¹⁾。エステーローダー、ハインツなど優良顧客を持ち、優れたリレーションシップ・バンキングを展開していた。

SBCは、米国市場に本格進出した投資銀行部門をさらに拡充するため、併せて資産運用部門の育成・拡充に注力する方針を明らかにしている。特にプライベートバンキング（個人富裕層向け金融サービス）と国際機関投資家向け資産運用業務を中核にすえたが、後者の業務を担う部門の本部は1994年に買収した米国シカゴを本拠とするプリンソンであり、米国市場において、ディロンリードとプリンソンの連携強化が図られた。1996年の預り資産額ランキングでは、SBCの預り資産は3,013億ドルと欧州銀行第4位の位置にあった。プライベートバンキング部門は、1996年に複数の欧米有力銀行から当該部門を相次いで買収し、ウォーバーグ買収後の拠点網は欧州全土、中近東、北・中南米、アジア太平洋州全世界に広がっていた。

新生UBSは、投資銀行と資産運用を中核業務としたわけだが、その背景として主に、①国内商業銀行業務の収益力の低下（国内景気低迷による資金需要の低迷、利鞘の縮小、不良債権の増加及びその償却負担）、②小さな国内証券市場、③スイスを含む欧州での米投資銀行の躍進、競争激化の3点をあげることができる¹²⁾。1990年代は、欧州市場統合の流れの中で数多くの欧州公営企業が民営化し、米大手投資銀行がその新規公開主幹事やM&Aアドバイザーに就任するケースが相次いだ。ディロンリードの買収に踏み切ったのは、米国市場に中核的な投資銀行拠点を設け米大手投資銀行に対抗するためであり、国際戦略上不可避だったのである。また、資産運用部門で多くの富裕層、機関投資家を顧客とすれば、拡充した投資銀行部門が引き受けた証券の販売先の確保につながり、それが投資銀行部門の強みとなる（多くの投資家を顧客として抱えることが、証券引受案件の獲得に有利に働く）。その意味で、SBCが両部門を同時に強化する戦略は、市場から見ても合理的なものと判断されていた。

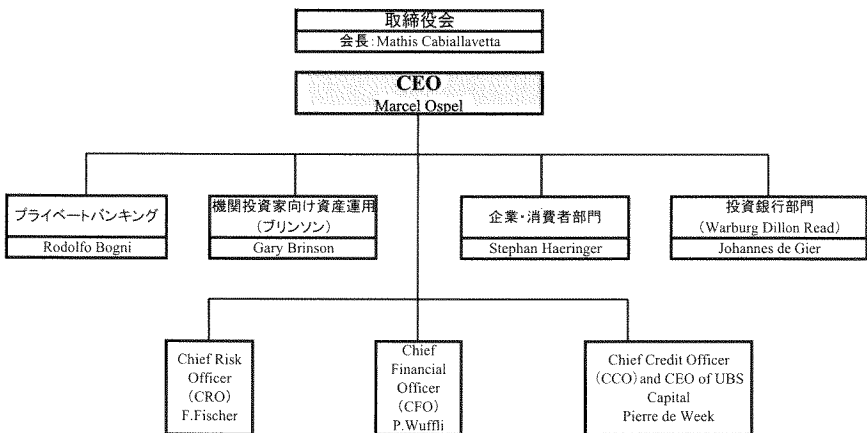
3. 新生UBSの誕生

1998年6月、SBCは旧UBSと合併、運用資産が1兆3,200億スイスフラン（8,660億ドル）に及ぶ巨大金融グループが誕生した。新生UBSは、合併発表時点（1997年12月）で、総資産額（両行合計で約5,921億ドル）で世界首位のドイツ銀行を、本源的資本Tier1（同約260億ドル）で英国のHSBCホールディングスを抜き、欧州最大のユニバーサルバンクとなった¹³⁾。

新銀行誕生の狙いは、①資産運用業務の一段の強化、②投資銀行部門の強化、③国内リテール部門の再構築の3つに集約できる。まず投資銀行部門は、欧州発行体のグローバル債引受ランキングで、ユーロ債では他を圧倒していたドイツ銀行を大きく上回り、欧州発行体のグローバル株式引受ランキングでも、首位のゴールドマンサックスに比肩する水準となった。また、新銀行の預り資産残高は1.32兆スイスフラン（約9,200億ドル）と世界最大となった。特にプライベートバンキング部門（預り資産残高5,700億スイスフラン）は強力かつ安定的な収益部門として期待された。スイス国内リテール部門は、1990年以降国内景気の低迷や不動産市場の不振による不良債権の拡大により収益低迷が続き、大規模な合理化が求められていた。合併により当該部門の合理化が期待できたのである¹⁴⁾。

新組織は、①プライベートバンキング、②機関投資家向け資産運用のプリンソン（UBS プリンソン）、③商業銀行業務を行う消費者・企業部門、④投資銀行部門ウォーバーグ・ディロンリード（Warburg Dillon Read：WDR）の4部門から構成された（図表6）。プライベートバンキングと商業銀行部門はスイスを本拠とするが、プリンソンはシカゴ、投資銀行部門はロンドン及びニューヨークを本拠とし、グローバル体制を整えた。また新銀行では、投資銀行業務が金融ビジネスの中核となっていく流れに沿う形で、当該業務に注力していた旧 SBC 側が実

図表6 新生UBSの組織



(出所) UBS 資料より作成

質的な経営の主導権を握ることになった。オスペル氏が新生UBSのCEOに就任し、投資銀行、プライベートバンキング、運用など主要部門のトップはいずれも旧SBC出身者が占めた。合併作業は、旧SBC側が旧UBS側を押し切る形で進み、1999年8月に合併作業を完了した。新銀行発足から1年での完了は、世界の大手銀行の合併、経営統合としては異例の速さであり、経営のスピードを重視した結果であった。

強みであるプライベートバンキングの豊富な預り資産を後盾に、合併で規模が拡大した投資銀行部門をさらに拡充することが、新生UBSの基本戦略であった。ただし、2000年には、中核のプライベートバンキング、投資銀行とも事業環境は1990年代までと比べ厳しさを増していた。1990年代に入る頃には、それまでの節税・相続対策など顧客の経済生活全般をサポートしていたスタイルとは違い、その運用成績の良し悪しがプライベートバンクの評価を決めるようになった。スイス国内では、メリルリンチ、ゴールドマンサックスといった米投資銀行が同業務に参入し、デリバティブや証券化を駆使した多様な商品ラインナップを顧客に提供し、実績をあげるようになっていた。また、1990年代後半は世界的な低インフレや株高を背景に欧米投資家が自国市場でのオフショア運用を増やしたが、オフショア資金を成長源としていたスイスのプライベートバンクには、当該資金の減少が逆風ともなった。1998年4月のマネーロンダリング規制の強化によって、金融機関は犯罪絡みの金融取引の報告を義務付けられたため、スイス金融機関の秘密主義がむしろ疑問視されるようになり、顧客資金の流出が懸念されるようになった。

4. 新生UBSの業容拡大

(1) 投資銀行業務

UBSの投資銀行部門WDRは、本拠のロンドンに約4,500名の社員を集結させたが、これは当時のゴールドマンサックス英現法の2倍強の陣容で、UBSの当該業務にかかる意気込みを内外に示すものとなった。WDRは、新生UBSの誕生直後から欧州市場において次々と有力案件を獲得することになった。例えば、ロシア金融危機に揺れた1998年8月においても、WDRはイタリア政府債（発行金額10億ドル）、米大手通信会社のベル・アトランティック債（同32億ドル）な

ど大型発行案件の主幹事を相次ぎ獲得した。特にベル・アトランティック債は、英ケーブル・アンド・ワイアレス株式に転換できる他社株式転換社債として注目を集め、その発行規模は過去最大級となった。1998年のユーロ債の引受主幹事実績は、ドイツ銀行を抜いて首位となった（ユーロ市場では転換社債、中期社債、コマーシャルペーパーの引受実績も首位）。M&A 助言業務では、金融再編が進むなか、1998年にベルギー・オランダの大手金融フォルティスによるベルギー銀行最大手ジェネラル・バンクの買収案件（1998年上期の欧州金融界で最大の買収案件）でもアドバイザーを獲得している。2000年代に入っても、英携帯電話大手ボーダーフォン・エアタッチによるドイツのマンネスマンの買収などハイテク関連の大型案件を相次ぎ獲得している。

（2）資産運用業務

合併時、1兆3,000億スイスフランの運用資産残高のうち半分近くを占めるプライベートバンク資産は、新生UBSの強さの源泉であった。UBSは、その合併直後から運用資産残高をさらに増やす格好の環境にあった。1997年から1998年にかけて相次いだアジア、ロシアの金融危機による世界市場の混乱、欧州連合(EU)域内の税制調和の機運の高まり（税負担増への警戒感の高まり）などから、財産保全の助言へのニーズは高まった。欧州に強固な顧客基盤を持ち、言語、税・法制のノウハウに長けスイス大手銀行プライベートバンキング部門は、各国の税制の違いを踏まえた分散投資という手腕を大いに発揮することになった。2000年代前半、欧州地域では、ドイツ有力投資顧問のザウアーボーン・トラスト(Sauerborn Trust AG)の買収に象徴されるように、富裕層の資産管理業務に注力した。この時期、ドイツやイタリアでは多くの新興富裕層が誕生していた。戦後企業を創業して成功したオーナーが死亡、株式を相続した創業一族が経営に関与せず、第三者に株式を売却して多額資金を得るケースが増えていた¹⁵⁾。1997年決算におけるプライベートバンキング部門の最終利益は、旧SBCが13.6億スイスフランで、クレディスイス・グループの13.1億スイスフランを上回った。旧UBSの同最終利益は約17億スイスフラン（資産運用部門の約85%を占めた）に達した。

2000年代に入ると、株式・債券といった伝統的な投資対象では期待に見合った収益を上げにくくなった。そこで台頭したのが、オルタナティブ投資であり、UBS資産運用部門(UBSグローバル・アセットマネジメント)はファンド・オブ・

ファンズ、未公開株ファンドなどの商品を機関投資家に積極的に販売するようになった。資産運用の分野でも金融技術の高度化は顕著であり、例えば、米国を中心に世界のヘッジファンドに投資するオルタナティブ商品「UBS ニュートラル・アルファ・ストラテジー」は、その運用をシカゴのデリバティブ会社オコーナー社が担当、デリバティブを駆使して運用成績の下振れリスクを軽減する商品として、年金基金などから多くの受託を集めた。

(3) リテール銀行・保険業務

新生UBSとなり、スイス国内の商業銀行部門は非中核事業に降格された印象はあったものの、当該部門においても着実に変革は起こっていた。当該部門は、1990年代に地価下落に伴う多額の不良債権に苛まれたが、積極的な償却で1997年までに不良債権処理をほぼ終えた。しかし、国内商業銀行部門のROEは、目標値15~18%を大きく下回っており、収益力の強化は喫緊の課題であった¹⁶⁾。

1998年10月、同部門は新サービス「UBS スタート・キャピタル」を開始、創業間もない中小企業の支援に着手した。創業3年以内の商工業者を対象に、1社につき10万スイスフランまで最長5年間は無利子で融資する商品で、保守・伝統的なスイス大手銀行としては画期的なサービスであった。これにより、新設のベンチャーキャピタル子会社を通じた新興ハイテク企業への株式投資と合わせ、将来の成長企業の掘り起しを積極化した。また、同年8月には商品数の合理化に踏み切った。旧UBSで18種類、SBCで15種類あった個人口座を9種類に絞り込み、個人口座の使用手数料を引き上げた。企業向け融資では、支店によって異なった融資基準を統一し、信用度に応じた利回りを要求するルールを導入した。

新銀行は、規模のメリットと同時に、旧SBCを中心とする投資銀行部門と旧UBSを中心とする資産運用部門をグループの両輪とすることで、米大手投資銀行を急追し、国際金融市場における覇権を確立することを目指した。新銀行の投資銀行部門WDRは、欧州銀行系としてはドイツ銀行系のドイチェ・モルガン・レンフェル(DMG)と並ぶ最有力の投資銀行となった。2000年秋には、日本の投資銀行・運用部門を2,000名体制にする計画を発表するなど、極東アジア地域における陣容拡大にも積極的だった。

合併から1年後の1999年4月、オスベル CEOは、十分な資本力を背景とした高成長分野での企業買収や自社株式買戻しなど資本の有効活用策に言及し、これ

を着実に実行している。高成長分野として考えられたのは、プライベートバンキングなど資産運用分野であったが、合併後の運用資産は伸び悩んでいた。合併に伴う合理化で、預かり資産額が少ないプライベートバンキングの顧客を小口取引部門に移管したり、顧客担当者を大幅に入れ替えたために顧客の不满を招き、資産流出が続いた。2000年5月、UBSの株価はピークだった合併時の3割安の220スイスフラン前後まで落ち込み、この時期CSGの時価総額(536億ドル)がUBSのそれ(527億ドル)を初めて上回った。1999年9月、UBSは、英資産運用会社のグローバル・アセットマネジメント(GAM)の買収を発表、買収後はプライベートバンキング部門の傘下に組み込み、得意の国際分散投資を通じて世界の富裕層資金の取り込みを図った。その後も、米不動産投資会社アレジス・リアルティ・インベスターズを買収してUBSプリンソンの傘下に収めるなど、当該部門の拡充に余念がなかった¹⁷⁾。

5. 米ペインウェーバーの買収

米国市場では、1997年に旧SBCが買収した名門投資銀行ディロンリードを中核に勢力を拡充し、2000年夏には有力証券会社のペインウェーバー(Paine Webber & Co)を100億ドル超で買収した。UBSの本拠である欧州地域に比べ見劣りする米資産運用業務の強化が主な狙いである。総額8億7,500万ドルを特別費用に計上しそれを特別報酬として、約8,500名のフィナンシャル・アドバイザーの引き留めを図ったが、これが功を奏し、ペインウェーバー社員の98%が合併に同意した。新銀行誕生後2年余り顧客資産の流出に悩まされてきたが、2000年夏には純増に転じ、同部門で一段の収益強化を図った。

2001年に入ると、UBSは欧州主要国の富裕層個人に照準を合わせ、預り資産の獲得をめざし、5年間で計1,300名の運用助言担当者の投入を図った。一方でペインウェーバーは、米国内の平均顧客資産が20万ドル前後と中間所得層を主要顧客としていた。欧州で大口の富裕層、米国では中間富裕層と、顧客の棲み分けを図った。2002年4月には、米資産運用市場で攻勢をかけるため、法人資産運用部門のブランド名を「プリンソン」から「UBSグローバル・アセットマネジメント」に変更した。2004年9月には、米チャールズシュワブの証券部門シュワブ・サウンドビュー・キャピタルマーケット(Schwab-Soundview Capital Markets)

を買収し(買収金額2.65億ドル)、投資銀行部門に統合している。同社は株式ブローカーで、その買収でありUBSは、ニューヨーク証券取引所での売買高で第3位、米ナスダック(NASDAQ)市場で最大の取引業者の1つとなった。

UBSが米国において投資銀行ではなく資産運用部門の強化に動いたのは、旧UBS時代から、その経営に厳しい目を向ける大口投資家が存在したことが大きかった。マーチン・エブナー氏が率いるBZグループで、1998年6月現在UBS発行済株式の3%を保有する大株主であった。旧UBSの合併も、株主利益の拡大につながると見たエブナー氏の意向に沿ったものとの見方が多い。新会社の大株主であるBZグループは、かねてから収益変動の激しい投資銀行よりも収益安定が見込める資産運用部門の拡大を主張していたこともあり、旧UBSは投資銀行よりもむしろ資産運用やプライベートバンキングを中核事業としていた。

合併直前の1997年決算においても、旧SBC、UBSともに資産運用及びプライベートバンキング部門を中心に業績好調であり、それが大合併に向けた弾みとなった。

UBSは、ペインウェーバー買収以降、新興国市場を中心に大型買収を相次いで行った。UBSは2000年代半ばから中南米市場の業容を拡大していた。2004年に独ドレスナー銀行から南米地域の富裕層向け資産運用事業を買収して、同地域への足掛かりを築いてきた。2000年代後半は、ブラジルで投資銀行バンコ・パクチュアルを買収、社名を「UBSパクチュアル」に改称しUBSブランドで営業を展開した。パクチュアル(従業員約750名)は、リオデジャネイロ、サンパウロなど全国拠点を通じて、投資銀行及び富裕層向け資産運用業務を展開した。メキシコでは、銀行業務の認可を取得、2007年より営業を開始している。インドでは、英大手銀行スタンダード・チャータードから同国内の投資信託運用事業を買収し、同行とはアジア、中東地域の投信販売で協力体制を築いた。

図表7 UBSの経営動向

時期	旧UBS	旧SBC
	<ul style="list-style-type: none"> ◆運用資産規模でスイス最大の銀行となる(1962年) ◆ロンドンに初の海外支店を開設(1967年) ◆英フィリップス・アンド・ドリュール証券を買収(1984年) 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ロンドンに初の海外支店を開設(1898年) ◆香港、ロンドンに証券現法設立(1973～1974年) ◆ニューヨーク、アムステルダムに証券現法設立(1980年) ◆フランクフルトに証券現法設立(1985年) ◆証券子会社の東京支店を開設(1986年) ◆ロンドンの商業銀行、投資銀行業務の一本化(1989年)
1990年代	<ul style="list-style-type: none"> ◆米チェース・インベスターズを買収(1991年) ◆1997年12月期に3.5億スイスフランのデリバティブ損失を計上 ◆米ロング・テーム・キャピタル・マネジメント(LTCM)の経営危機に伴い、9.5億スイスフランの損失を計上(1991年) 	<ul style="list-style-type: none"> ◆米デリバティブ専門会社オコーナー社との合併設立(1990年) ◆タイ証券会社との合併会社設立(1994年) ◆株式会社本部をチューリッヒから香港に移転(1994年) ◆アジア証券部門をロンドンから香港に移転(1994年) ◆米投資顧問プリンソン・パートナーズ社を買収(1994年) ◆英SGウォーバークを買収→SBCウォーバーク誕生(1995年) ◆南アフリカの証券ブローカーを買収(1995年) ◆SBCWのマルセル・オスベルCEOが頭取就任(1995年) ◆投資銀行、資産運用PB、リテール商業銀行の4部門を中核とする組織変更(1996年) ◆SBCウォーバークが南アの有力運用会社を買収(1996年) ◆米投資銀行ディロン・リードを買収(1997年)
	新生UBS(1998～1999年)	
	<ul style="list-style-type: none"> ◆スイス銀行とスイスユニオン銀行が合併を発表(1997年)→新UBSへ(1998年) ◆スイス国外の貿易金融部門を英スタンダードチャータード銀行に売却(1999年) ◆英投資運用会社グローバル・アセットマネジメント(GAM)を買収(1999年) ◆米不動産投資会社アレシス・リアルティ・インベスターズを買収(1999年) ◆スイス生命保険との資本・業務提携を解消(1999年) 	
2000～2010年代	<ul style="list-style-type: none"> ◆ニューヨーク証券取引所に上場 ◆米大手証券会社ペインウェーバーを買収(2000年) ◆グループ会社のブランドを「UBS」に統一(2002年) ◆米チャールズ・シュワブ証券部門を買収(2004年) ◆北京証券に20%出資(2005年) ◆中東部門のグループ会社統合、Noriba Wealth Managementの完全統合(2006年) ◆米中堅証券会社バイバー・ジャフレイの富裕層向け支店を5億ドル(顧客向け貸付3億ドルを含む)で買収(2006年) ◆ABNアムロのグローバル先物オプションビジネスを約4億ドルで買収(2006年) ◆ブラジル投資銀行のパンコ・バクチュアルを5億ドルで買収(2006年) ◆香港のターハン・インベストメント・マネジメント・トラストを子会社化(2006年) ◆米大手地銀キーコープよりマクドナルド・インベストメンツの支店網を2.8億ドルで買収(2006年) ◆米ディロン・リード・キャピタル・マネジメントを投資銀行部門に統合(2007年) ◆シンガポール政府投資公社(GIC)などから130億スイスフランの出資を受けることを発表(2007年) ◆コメルツ銀行より、4億ドルでフランスの資産運用会社ケス・サントラル・ド・ウエルコムを完全買収(2007年) ◆傘下ヘッジファンド、ディロン・リード・キャピタル・マネジメント(DRCM)の投資ファンドが破綻・整理(2007年)→2007年決算で巨額損失→投資銀行部門で1,500人削減 ◆マルセル・オスベルCEOが退任(2008年) ◆米資産運用会社ブラックロックに米不動産関連資産15億ドルで売却(2008年) ◆投資銀行部門のグループ内位置づけを見直し、株式・FICC・IBDの縮小及び撤退の方針(2008年) ◆スイス政府より60億スイスフランの出資受入れを発表(2008年) ◆中国銀行の出資分34億ドル(日株)を売却(2008年) ◆米国・米国外の部門に分割し、スイス国内の富裕層ビジネスを強化する事業再編(2009年) ◆オズワルド・グリュールCEOに指名(2009年) ◆株式部門・グレーダーによる不正取引で23億ドルの損失発生(グリュールCEOの辞任に発展)(2011年) ◆投資銀行部門の大規模縮小を発表(現部株式の自己勘定取引、マクローレーディング、証券化、仕組み商品から完全撤退)(2011年) ◆持株会社体制に移行する組織変更、スイス国内の個人・法人向け部門及びウエルスマネジメント部門を分離した銀行子会社の設立を発表(2014年) ◆CoCoボンド(米ドル・ユーロ建て)の発行を発表(2015年) ◆サンタンデール・イタリアのウエルスマネジメント部門を買収(2015年) 	

(出所) UBS News Release 等より筆者作成

Ⅳ. スイス2大銀行の国際投資銀行市場における地位

本稿で取り上げたクレディスイス・グループ (CSG)、UBS のスイス2大銀行は、1990年代以降、ドイツ銀行などとともに国際投資銀行及び資産運用業務のグローバル展開を模索しながら、当該業務で米国の大手投資銀行・商業銀行と競合してきた。上記欧州3行は、度重なる経営改革によって2000年代前半までに投資銀行業務体制を盤石なものとするに成功し、2000年代半ばには、株式・債券引受、証券化といった投資銀行業務で、ゴールドマンサックス、モルガンスタンレーといった米大手投資銀行専業業者に劣らぬ実績をあげるようになった。そして、国際投資銀行市場において「リーディング・インベストメントバンク (leading investment bank)」との評価を得るに至ったのである。

2000年代半ば (2005年・2006年) の株式・債券引受ランキング (グローバルベース) を見る限り、スイス2大銀行は、ドイツ銀行とともに米大手投資銀行に準

図表8 欧州大手銀行の株式・債券引受ランキング (グローバルベース)

①株式・債券引受金額 (グローバル・公表ベース) (百万ドル・%・件)

1999年					2005年					2006年								
金融機関	引受金額	シェア	件数	件数	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee			
1	メリルリンチ	420,604	12.6	2,443	1	シティグループ	564,671	8.7	1,856	1,411	0.76	1	シティグループ	616,700	8.5	1,849	1,619	0.88
2	ロコモシス・バーニー	325,470	9.8	1,778	2	リーマンブラザーズ	422,609	6.5	1,250	757	0.61	2	JPモルガンチェース	463,251	6.4	1,449	908	0.62
3	CSB	309,675	9.3	1,899	3	ドイツ銀行	419,950	6.5	1,399	434	0.31	3	ドイツ銀行	461,402	6.3	1,338	511	0.38
4	モルガンスタンレーDW	301,073	9.0	2,635	4	JPモルガンチェース	414,555	6.4	1,553	853	0.55	4	モルガンスタンレー	411,462	5.6	1,232	1,092	0.89
5	JPモルガンチェース	278,557	8.4	1,907	5	モルガンスタンレー	385,458	5.9	1,240	1,092	0.88	5	リーマンブラザーズ	406,186	5.6	1,066	795	0.75
6	ゴールドマンサックス	269,240	8.1	1,354	6	CSFB	342,871	5.3	1,449	890	0.61	6	メリルリンチ	406,151	5.6	1,105	1,332	1.21
7	リーマンブラザーズ	208,739	6.3	1,161	7	CSFB	337,459	5.2	1,139	914	0.80	7	ゴールドマンサックス	356,987	4.9	833	1,370	1.64
8	ドイツ銀行	140,370	4.2	889	8	UBS	323,130	5.0	1,187	886	0.75	8	クレディスイス	355,054	4.8	1,043	792	0.76
9	UBSグループ	123,566	3.7	852	9	ゴールドマンサックス	310,188	4.8	819	924	1.13	9	バークレイズ・キャピタル	352,424	4.8	1,007	940	0.94
10	ABNアムロ	102,997	3.1	1,235	10	バークレイズ・キャピタル	269,815	4.1	855	175	0.20	10	UBS	316,655	4.3	1,161	854	0.74
11	ベアースタンズ	98,116	2.9	730	11	ロイヤルスコットランド	256,339	3.9	625	63	0.10	11	ロイヤルスコットランド	308,758	4.2	643	—	—
12	BoFAセキユリティーズ	82,102	2.5	670	12	BoFAセキユリティーズ	249,019	3.8	882	351	0.40	12	BoFAセキユリティーズ	300,470	4.1	906	450	0.56
13	BNPパリバ	53,384	1.6	261	13	ベアースタンズ	213,955	3.3	536	202	0.38	13	HSBCホールディングス	222,923	3.1	770	196	0.25
14	—	N/A	N/A	N/A	14	HSBCホールディングス	183,961	2.8	689	259	0.38	14	ベアースタンズ	203,931	2.8	439	239	0.54
15	バークレイズ・キャピタル	47,472	0.9	228	15	BNPパリバ	149,934	2.2	586	79	0.13	15	ABNアムロ	169,123	2.3	541	102	0.19
引受額合計	3,337,221	100.0	21,104	—	引受額合計	6,514,088	100.0	20,128	13,750	0.63	引受額合計	7,290,172	100.0	13,989	14,870	0.76		

②株式・債券引受金額 (米国内企業関連・公表ベース) (百万ドル・%・件)

1999年					2005年					2006年								
金融機関	引受金額	シェア	件数	件数	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee			
1	メリルリンチ	303,995	16.7	2,212	1	シティグループ	383,811	10.0	1,063	936	0.88	1	シティグループ	380,749	9.6	959	1,080	1.14
2	ロコモシス・バーニー	224,212	12.3	1,242	2	リーマンブラザーズ	349,427	9.1	1,049	722	0.69	2	JPモルガンチェース	339,294	8.5	1,019	713	0.76
3	モルガンスタンレーDW	204,054	11.2	1,696	3	モルガンスタンレー	289,261	7.6	909	800	0.88	3	リーマンブラザーズ	335,229	8.4	873	746	0.85
4	ゴールドマンサックス	191,635	10.5	1,031	4	JPモルガンチェース	287,919	7.5	1,102	714	0.65	4	モルガンスタンレー	278,181	7.0	818	885	1.05
5	リーマンブラザーズ	147,086	8.1	803	5	メリルリンチ	256,076	6.7	1,124	792	0.70	5	メリルリンチ	276,313	7.0	786	1,092	1.48
6	CSB	128,143	7.1	886	6	CSFB	236,623	6.2	753	493	0.65	6	BoFAセキユリティーズ	272,666	6.9	828	446	0.54
7	JPモルガン	89,167	4.9	615	7	ドイツ銀行	231,542	6.2	687	272	0.40	7	ゴールドマンサックス	253,855	6.4	570	946	1.66
8	ベアースタンズ	84,650	4.7	626	8	ゴールドマンサックス	229,158	6.0	576	747	1.30	8	ドイツ銀行	239,420	6.0	612	334	0.55
9	チエヌ・マンハッタン	79,973	3.9	685	9	BoFAセキユリティーズ	226,504	5.9	790	322	0.41	9	クレディスイス	236,188	5.9	581	557	0.96
10	ドットコム・インベシメント	60,622	3.3	391	10	ベアースタンズ	208,491	5.3	519	201	0.39	10	ベアースタンズ	193,923	4.9	412	238	0.58
11	クレディスイス	52,341	2.9	372	11	UBS	202,164	5.3	675	527	0.78	11	ロイヤルスコットランド	187,723	4.7	314	48	0.15
12	バンクオブアメリカ	42,337	1.8	365	12	ロイヤルスコットランド	164,107	4.3	281	19	0.07	12	UBS	178,942	4.5	602	527	0.88
13	フーズ・ヘルシイ・プロダクツ	22,213	1.2	238	13	カトリーサイド	124,856	3.3	265	5	0.02	13	バークレイズ・キャピタル	146,927	3.7	377	82	0.22
14	アース・エニジニ	20,065	1.1	238	14	バークレイズ・キャピタル	119,133	3.1	388	86	0.22	14	フコピア	126,296	3.2	367	350	0.95
15	グリーンワッチ	19,139	1.1	91	15	フコピア	105,801	2.8	406	213	0.53	15	カトリーサイド	114,444	2.9	272	—	—
引受額合計	1,819,957	100.0	14,395	—	引受額合計	3,822,177	100.0	11,310	8,239	0.74	引受額合計	3,980,018	100.0	9,377	9,133	0.97		

注) “@Fee”は案件1件あたりの平均手数料
(出所) Investment Dealers' Digest より作成

じる地位にいた（図表8）。1990年代は、もともとバルジブラケット（投資銀行市場における上位業者）だったファーストボストンを取り込んだクレディスイスのみが上位10位内にあったが、他の2行も米国で大規模金融機関を買収後、投資銀行市場で上位に進出、以降これら3行が欧州系投資銀行の代表格と見なされるようになった。

漆畑 [2016] では、欧州を代表する投資銀行であるドイツ銀行が、2000年代にいかなる国際投資銀行案件に取り組んだかを概観することにより、当該市場における同行の案件対応能力や米投資銀行との相対的な地位について評価しようと試みた。1990年代まで、米大手投資銀行の牙城だった株式引受、ハイイールド債（ジャンク債）引受、M&A助言における業績は世界の上位10社に遠く及ばなかったものの、2000年代に入ると、同行が株式引受（特に欧州地域）やハイイールド債引受などで着実にその牙城を切り崩していく様が見て取れた。

この時期、スイス2大銀行は国際投資銀行市場において、米大手投資銀行やドイツ銀行に勝るとも劣らない実績を残している。2000年代半ばの株式・債券引受ランキングは、両行ともドイツ銀行に劣るものの、UBSは株式引受、クレディスイスはハイイールド債引受、M&A助言でドイツ銀行を上回り、米大手投資銀行とほぼ互角の実績をあげている。UBSは、1990年代に株式引受やM&A助言に強みを持つ英SGウォーバークや米ディロンリードを取り込み、国際投資銀行市場における営業基盤を盤石なものとした。

UBSの株式引受ランキング（グローバルベース）は、2005年に第4位、2006年にはゴールドマンサックスに次ぐ第2位、欧州株式引受ランキングは2005年に第4位、2006年に第3位となった（図表9）。米国市場でもドイツ銀行を上回り、米大手投資銀行に準じた地位にあった。クレディスイス（CS）は、同時期株式引受やM&A助言でドイツ銀行をほぼ上回る実績だったほか、2000年に買収したDLJを引き継ぐ形でハイイールド債引受（グローバル及び米国市場）でトップクラスの地位にあった（図表10・11）。

図表9 株式引受ランキング (2005-2006年)

グローバル株式全体

(百万ドル・%・件)

2005年					
金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
1 シティグループ	42,821	9.5	236	902	3.8
2 ゴールドマンサックス	40,805	9.1	143	581	4.1
3 モルガスタンレー	40,264	8.9	141	782	5.5
4 UBS	36,873	8.2	202	549	2.7
5 メリルリンチ	34,976	7.8	168	532	3.2
6 JPモルガンチェース	25,709	5.7	143	455	3.2
7 CSFB	25,358	5.6	124	651	5.2
8 ドイツ銀行	22,020	4.9	114	160	1.4
9 リーマンブラザーズ	21,020	4.7	114	502	4.4
10 野村証券	11,367	2.5	113	356	3.2
11 ABNアムロ	9,801	2.2	63	23	0.4
12 カリヨン	6,948	1.5	5	-	-
13 BNPパリバ	6,298	1.4	17	2	0.1
14 HSBCホールディングス	6,076	1.4	28	60	2.1
15 大和証券	5,962	1.3	73	262	3.6
引受額合計	450,379	100.0	2,844	8,278	2.9

2006年					
金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
1 ゴールドマンサックス	58,589	10.2	180	1,018	5.66
2 UBS	48,307	8.4	243	570	2.35
3 モルガスタンレー	45,918	8.0	171	591	3.45
4 シティグループ	41,875	7.3	230	868	3.77
5 メリルリンチ	40,969	7.1	196	726	3.70
6 JPモルガンチェース	38,090	6.6	188	498	2.65
7 クレディスイス	34,912	6.1	169	515	3.05
8 ドイツ銀行	26,766	4.7	143	291	2.03
9 リーマンブラザーズ	19,882	3.5	123	557	4.53
10 野村証券	19,236	3.4	109	545	5.00
11 ABNアムロ	13,971	2.4	67	3	0.04
12 大和証券	11,445	2.0	89	466	5.23
13 中国国際キャピタル	11,132	1.9	10	95	9.48
14 ドレスナー・クワイアウト	6,532	1.1	19	-	-
15 中国銀行	5,050	0.9	7	21	2.96
引受額合計	573,523	100.0	3,031	9,064	2.99

米国株式

2005年					
金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
1 モルガスタンレー	15,301	12.1	59	474	8.03
2 シティグループ	15,146	12.0	88	500	5.68
3 リーマンブラザーズ	13,565	10.7	87	462	5.31
4 ゴールドマンサックス	13,508	10.7	56	417	7.44
5 メリルリンチ	11,030	8.7	75	420	5.60
6 JPモルガンチェース	10,039	7.9	62	365	5.88
7 CSFB	8,367	6.6	53	300	5.66
8 UBS	7,428	5.9	70	308	4.40
9 フリードマン・ビルギス	5,399	4.3	32	306	9.56
10 BofAセキュリティーズ	4,313	3.5	45	171	3.80
11 ベアスターンズ	3,245	2.5	28	138	4.93
12 ワコビア	3,196	2.5	38	106	2.79
13 ドイツ銀行	3,000	2.4	25	117	4.66
14 ジェフリーズ	1,335	1.1	18	71	3.97
15 レイモンド・ジェームス	1,303	1.0	14	60	4.28
引受額合計	126,384	100.0	669	4,736	7.08

2006年					
金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
1 ゴールドマンサックス	20,066	15.1	71	599	8.43
2 シティグループ	15,045	11.3	86	501	5.83
3 リーマンブラザーズ	13,690	10.3	86	509	5.92
4 モルガスタンレー	13,555	10.2	62	409	6.60
5 メリルリンチ	12,678	9.5	84	477	5.68
6 JPモルガンチェース	10,348	7.8	69	366	5.30
7 UBS	8,287	6.2	72	317	4.40
8 クレディスイス	8,091	6.1	61	321	5.26
9 ドイツ銀行	5,216	3.9	44	171	3.88
10 BofAセキュリティーズ	4,441	3.3	40	158	3.95
11 ベアスターンズ	3,896	2.9	237	120	0.51
12 ワコビア	3,498	2.6	37	134	3.63
13 フリードマン・ビルギス	1,506	1.1	19	80	4.21
14 ジェフリーズ	1,247	0.9	15	50	3.30
15 レイモンド・ジェームス	1,104	0.8	12	46	3.82
引受額合計	133,144	100.0	636	4,786	7.52

欧州株式

2005年					
金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
1 ゴールドマンサックス	15,193	9.5	36	31	0.87
2 メリルリンチ	14,441	9.0	37	16	0.43
3 ドイツ銀行	13,424	8.4	57	13	0.23
4 UBS	13,193	8.2	51	59	1.15
5 モルガスタンレー	12,221	7.6	35	118	3.38
6 JPモルガンチェース	9,457	5.9	41	26	0.64
7 シティグループ	8,503	5.3	32	11	0.35
8 CSFB	7,845	4.9	33	172	5.22
9 ABNアムロ	7,687	4.8	38	8	0.20
10 カリヨン	6,903	4.3	4	-	-
11 リーマンブラザーズ	6,786	4.2	22	24	1.07
12 BNPパリバ	5,658	3.5	11	2	0.21
13 メディオンバンク	3,999	2.5	8	-	-
14 ドレスナー・クワイアウト	3,736	2.3	12	-	-
15 ソシエテジェネラル	3,593	2.2	12	-	-
引受額合計	160,402	100.0	651	580	0.89

2006年					
金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
1 モルガスタンレー	20,777	11.0	51	22	0.42
2 JPモルガンチェース	18,464	9.8	62	32	0.52
3 UBS	16,936	8.9	57	0	0.00
4 メリルリンチ	16,454	8.7	52	21	0.40
5 ドイツ銀行	13,291	7.0	59	9	0.15
6 ゴールドマンサックス	11,833	6.3	42	11	0.25
7 クレディスイス	9,703	5.1	39	6	0.14
8 ABNアムロ	9,289	4.9	33	0	0.00
9 シティグループ	7,540	4.0	35	43	1.23
10 ドレスナー・クワイアウト	6,506	3.4	18	1	0.03
11 リーマンブラザーズ	5,088	2.7	29	31	1.05
12 ラザード・ナディクシ	4,087	2.2	13	0	0.00
13 BNPパリバ	3,748	2.0	21	10	0.47
14 ウニクレディ	2,813	1.5	22	4	0.16
15 カーネギー	2,420	1.3	22	-	-
引受額合計	189,467	100.0	797	235	0.29

注)「@Fee」は案件1件あたりの平均手数料額

(出所) Investment Dealers' Digest より作成

図表10 ドイツ銀行のハイイールド債引受ランキング (グローバルベース)

①ハイイールド債引受金額(グローバル・公表ベース)

1998年				2004年					2005年						
金融機関	引受金額	シェア	件数	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
1 ドトバンク・クレジット	21,638	14.4	113	1 シティグループ	20,949	14.8	112	41.9	0.37	1 JPモルガンチークス	12,652	13.0	74	13.5	0.18
2 ソロモン・スミス・バーニー	19,626	13.1	90	2 CSFB	18,170	12.8	110	29.6	0.27	2 BofAセキュリティーズ	11,611	12.0	84	7.9	0.09
3 モルガンスタンレー・DW	19,260	12.8	103	3 JPモルガンチークス	16,138	11.4	97	44.2	0.46	3 シティグループ	10,466	10.8	65	17.6	0.27
4 メリルリンチ	12,513	8.3	70	4 BofAセキュリティーズ	15,110	10.7	101	23.2	0.23	4 CSFB	9,755	10.1	64	9.3	0.15
5 ゴールドマンサックス	11,321	7.6	61	5 ドイツ銀行	13,489	9.5	86	18.7	0.22	5 ドイツ銀行	8,768	9.0	55	5.3	0.06
6 チェース・マンハッタン	9,096	6.1	70	6 モルガンスタンレー	11,781	8.3	52	62.7	1.21	6 リーマンブラザーズ	7,572	7.8	50	10.3	0.21
7 バンカートラスト	8,476	5.7	61	7 リーマンブラザーズ	8,751	6.2	66	22.7	0.34	7 メリルリンチ	7,157	7.4	41	7.6	0.19
8 リーマンブラザーズ	7,918	5.3	44	8 ゴールドマンサックス	7,894	5.6	58	14.2	0.24	8 ゴールドマンサックス	6,498	6.7	31	3.6	0.12
9 ルクス・イ・カスト・スト	7,897	5.3	48	9 UBS	7,798	5.5	62	20.1	0.32	9 モルガンスタンレー	5,539	5.7	32	22.8	0.71
10 ベースターンズ	6,816	4.5	38	10 メリルリンチ	6,612	4.7	43	28.8	0.67	10 UBS	5,335	5.5	42	7.7	0.18
11 JPモルガン	5,747	3.8	28	11 ベースターンズ	5,152	3.6	47	23.2	0.49	11 ワコピア	3,904	4.0	28	8.1	0.29
12 ジェフ・オブ・アメリカ	2,933	2.0	26	12 ワコピア	2,513	1.8	34	20.2	0.59	12 ベースターンズ	2,693	2.8	28	8.3	0.30
13 ジェフ・オブ・アメリカ	2,392	1.6	22	13 ジェフ・オブ・アメリカ	2,299	1.6	25	N/A	N/A	13 ジェフ・オブ・アメリカ	1,432	1.5	15	N/A	N/A
14 カー・バンク・イ・イ・イ	2,132	1.4	19	14 CIBC ワールド・マーケツ	822	0.6	8	1.3	0.16	14 CIBC ワールド・マーケツ	608	0.6	5	N/A	N/A
15 CIBC ワールド・マーケツ	1,887	1.3	19	15 N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	15 BNPパリバ	318	0.3	4	N/A	N/A
引受額全体	149,899	100.0	821	引受額全体	141,863	100.0	547	395.0	0.72	引受額全体	97,026	100.0	355	141.6	0.40

注)「@Fee」は案件1件あたりの平均手数料額

②ハイイールド債引受金額(米国企業関連・公表ベース)

1998年				2004年					2005年						
金融機関	引受金額	シェア	件数	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
1 ドトバンク・クレジット	21,638	14.4	113	1 シティグループ	20,949	14.8	112	41.9	0.37	1 JPモルガンチークス	12,652	13.0	74	13.5	0.18
2 ソロモン・スミス・バーニー	19,626	13.1	90	2 CSFB	18,170	12.8	110	29.6	0.27	2 BofAセキュリティーズ	11,611	12.0	84	7.9	0.09
3 モルガンスタンレー・DW	19,260	12.8	103	3 JPモルガンチークス	16,138	11.4	97	44.2	0.46	3 シティグループ	10,466	10.8	65	17.6	0.27
4 メリルリンチ	12,513	8.3	70	4 BofAセキュリティーズ	15,110	10.7	101	23.2	0.23	4 CSFB	9,755	10.1	64	9.3	0.15
5 ゴールドマンサックス	11,321	7.6	61	5 ドイツ銀行	13,489	9.5	86	18.7	0.22	5 ドイツ銀行	8,768	9.0	55	5.3	0.06
6 チェース・マンハッタン	9,096	6.1	70	6 モルガンスタンレー	11,781	8.3	52	62.7	1.21	6 リーマンブラザーズ	7,572	7.8	50	10.3	0.21
7 バンカートラスト	8,476	5.7	61	7 リーマンブラザーズ	8,751	6.2	66	22.7	0.34	7 メリルリンチ	7,157	7.4	41	7.6	0.19
8 リーマンブラザーズ	7,918	5.3	44	8 ゴールドマンサックス	7,894	5.6	58	14.2	0.24	8 ゴールドマンサックス	6,498	6.7	31	3.6	0.12
9 ルクス・イ・カスト・スト	7,897	5.3	48	9 UBS	7,798	5.5	62	20.1	0.32	9 モルガンスタンレー	5,539	5.7	32	22.8	0.71
10 ベースターンズ	6,816	4.5	38	10 メリルリンチ	6,612	4.7	43	28.8	0.67	10 UBS	5,335	5.5	42	7.7	0.18
11 JPモルガン	5,747	3.8	28	11 ベースターンズ	5,152	3.6	47	23.2	0.49	11 ワコピア	3,904	4.0	28	8.1	0.29
12 ジェフ・オブ・アメリカ	2,933	2.0	26	12 ワコピア	2,513	1.8	34	20.2	0.59	12 ベースターンズ	2,693	2.8	28	8.3	0.30
13 ジェフ・オブ・アメリカ	2,392	1.6	22	13 ジェフ・オブ・アメリカ	2,299	1.6	25	N/A	N/A	13 ジェフ・オブ・アメリカ	1,432	1.5	15	N/A	N/A
14 カー・バンク・イ・イ・イ	2,132	1.4	19	14 CIBC ワールド・マーケツ	822	0.6	8	1.3	0.16	14 CIBC ワールド・マーケツ	608	0.6	5	N/A	N/A
15 CIBC ワールド・マーケツ	1,887	1.3	19	15 N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	15 BNPパリバ	318	0.3	4	N/A	N/A
引受額全体	149,899	100.0	821	引受額全体	141,863	100.0	547	395.0	0.72	引受額全体	97,026	100.0	355	141.6	0.40

注)「@Fee」は案件1件あたりの平均手数料額

(出所) Investment Dealers' Digest より作成

図表11 M&A 助言金額ランキングの推移 (グローバル・米国企業関連)

①M&A助言金額(グローバル・公表ベース)

1999年			2005年			2006年		
金融機関	M&A金額	件数	金融機関	M&A金額	件数	金融機関	M&A金額	件数
1 ゴールドマンサックス	1,354,984	416	1 ゴールドマンサックス	875,159	435	1 ゴールドマンサックス	1,068,123	430
2 モルガンスタンレーDW	1,144,043	457	2 モルガンスタンレー	727,106	381	2 シティグループ	1,018,838	408
3 メリルリンチ	1,097,771	383	3 JPモルガンチエース	658,656	397	3 モルガンスタンレー	965,714	392
4 CSファーストボストン	943,093	332	4 メリルリンチ	597,903	312	4 JPモルガン	853,852	426
5 JPモルガン	515,575	246	5 シティグループ	559,795	360	5 メリルリンチ	739,747	315
6 クラウド・ディロイド	493,438	281	6 UBS	495,629	344	6 CSファーストボストン	700,131	374
7 ノロモン・スミスバーニー	457,973	276	7 リーマンブラザーズ	434,012	234	7 UBS	650,143	404
8 ラザード	374,178	160	8 ドイツ銀行	369,142	244	8 リーマンブラザーズ	570,406	218
9 リーマンブラザーズ	311,111	200	9 ラザード	308,806	219	9 ドイツ銀行	508,806	232
10 ドイツ銀行 (BT統合後)	296,744	239	10 CSFB	308,497	267	10 ラザード	365,266	231
11 チェースマンハッタン	295,317	205	11 ロスチャイルド	214,807	275	11 ロスチャイルド	324,403	353
12 ドナルドソンラッキンゼット	279,114	324	12 BNPパリバ	199,444	132	12 BNPパリバ	306,682	131
13 ペアスターズ	171,687	87	13 BofAセキュリティーズ	144,313	114	13 HSBCホールディングス	247,653	84
14 ロスチャイルド	164,699	218	14 ペアスターズ	136,940	65	14 BofAセキュリティーズ	232,906	119
15 ドレスナーKB	145,275	97	15 野村証券	100,232	153	15 ABNアムロ	187,037	156
M&A金額合計	3,409,167	31,842	M&A金額合計	2,706,291	32,726	M&A金額合計	3,682,620	36,827

②M&A助言金額(米国・米国及び米国・外国の案件・公表ベース)

1998年			2005年			2006年		
金融機関	M&A金額	件数	金融機関	M&A金額	件数	金融機関	M&A金額	件数
1 ゴールドマンサックス	755,549	223	1 ゴールドマンサックス	426,923	172	1 ゴールドマンサックス	552,364	189
2 メリルリンチ	520,154	195	2 モルガンスタンレー	388,549	140	2 シティグループ	429,232	144
3 ノロモン・スミスバーニー	429,627	198	3 JPモルガンチエース	267,906	137	3 モルガンスタンレー	406,986	150
4 モルガンスタンレーDW	416,482	210	4 シティグループ	258,956	137	4 JPモルガン	382,776	166
5 CSファーストボストン	297,653	144	5 メリルリンチ	236,077	126	5 クレディスイス	333,688	159
6 JPモルガン	214,136	92	6 リーマンブラザーズ	233,273	122	6 リーマンブラザーズ	330,926	122
7 ドナルドソンラッキンゼット	196,260	211	7 UBS	191,954	112	7 メリルリンチ	327,813	134
8 リーマンブラザーズ	162,642	116	8 CSFB	171,253	135	8 UBS	234,075	135
9 チェースマンハッタン	158,512	61	9 ペアスターズ	135,761	62	9 BofAセキュリティーズ	208,524	103
10 ペアスターズ	123,100	66	10 BofAセキュリティーズ	133,824	97	10 ラザード	192,543	73
11 ラザード	83,497	65	11 ラザード	120,738	70	11 エバーコア	155,360	26
12 バンクオブアメリカ	80,054	82	12 ドイツ銀行	66,907	59	12 ペアスターズ	142,122	50
13 ドイツ銀行	61,208	19	13 エバーコア	58,681	26	13 ドイツ銀行	139,346	56
14 BTアックスラウ/Wolfe	53,923	95	14 ブラックストーン	49,705	21	14 ココビア	108,650	56
15 クラウド・ディロイド	43,621	62	15 ココビア	44,673	67	15 ブラックストーン	106,052	24
M&A金額合計	1,628,779	11,638	M&A金額合計	1,132,115	9,081	M&A金額合計	1,521,241	10,409

注) 通常、案件1件には複数の業者がアドバイザーに就任することが多いため、各社の金額は重複したもので、各社の金額の合計額はM&A金額合計とは一致しない。

(出所) Investment Dealers' Digest より作成

おわりに

1990年代後半、米大手金融機関は相次ぎ合併し欧州型のユニバーサルバンクを目指した。それに対抗する形で、欧州大手銀行は独自の戦略で伝統的ユニバーサルバンクからの脱却を目指した。金融のボーダレス化が顕著となる中、金融機関経営は質及び量の両面での拡充が不可欠となった。質の面では高い株主資本利益率(ROE)を維持することが経営の最優先課題とされ、必然的に伝統的な商業銀行業務から高収益の投資銀行業務と資産運用業務に中核業務がシフトしていった。合併で量(資産・事業規模)を増やし顧客基盤を広げ、収益機会を増やす。

これこそが顧客のあらゆるニーズに応えるユニバーサルバンクを生かす道と認識されたのである。

スイス勢では、スイス銀行（旧 SBC）とスイスユニオン銀行（旧 UBS）が合併により巨大化して新生 UBS が誕生、同行は大規模組織の経営効率を高め、投資銀行と資産運用に中核事業を絞り両社を統合するビジネスを展開することで、2000年代前半まで好業績を維持することができた。2004年決算は80億8,900万スイスフラン（前期比29%の増）と4年ぶりに過去最高益を達成し、株価を押し上げた。クレディスイス・グループ（CSG）は、クレディスイス・ファーストポストンを中心に国際投資銀行業務を展開する一方、1997年に保険大手ウィントートルを買収、銀行と保険の統合路線を掲げた。

スイスの大手2銀行についていえば、こうした戦略の違いが2000年代の経営を大きく左右することになった。旧 SBC が出資していた米ヘッジファンドの LTCB が破綻、合併後に発足した新銀行は最初から8億スイスフランという巨額の損失計上を余儀なくされ、市場では、投資銀行部門ウォーバーク・ディロンリード（WDR）の売却の観測もあった。しかし UBS は、国際融資残高の縮小などリスク管理の強化で乗り切り、長期的に統合効果を高める道を選んだ。経営余力を高めると、次の成長機会を求め中南米など新興国に照準を合わせ、2000年代は少なくとも金融危機発生時まで好業績を享受することができた。CSG は、保険まで取り扱った総合路線が裏目に出る状況にあり、投資銀行、資産運用のいずれを強化するのかグループとして明確な経営戦略に欠けたという印象がある。2000年代前半には経営陣の対立、モルガンスタンレー出身で投資銀行部門長のジョン・マック氏、商業銀行部門長のオズワルド・グリューベル氏という共同 CEO の主導権争いなどが、経営的な求心力を低下させることになった。同行の場合、そうした経緯によって業績を停滞させ、大規模なリストラを余儀なくした¹⁸⁾。リストラによって2005年には業績は回復し、UBS との業績格差も縮まったが、市場ではその経営戦略は明確でないといった印象がつきまとった。

資産運用業務で圧倒的な規模を持つ新生 UBS の誕生は、他の欧米大手金融機関を大いに刺激した。特に1998年4月のシティコープとトラベラーズの合併で誕生したトラベラーズ・グループは、米国において、投資銀行、資産運用、保険分野までをカバーする本格的なユニバーサルバンクであった。この時期、次世代を

担う欧米大手金融機関は、事業規模を拡大しつつ商品の品揃えを拡充することで、金融覇権を目指して大きく動いていたのである。

欧州大手銀行は、1990年代後半以降大規模な投資を行いつつ様々な経営変革を断行して国際投資銀行市場、資産運用市場における地位を築いてきた。2000年代半ばには、ドイツ銀行とともにスイス2大銀行は、グローバルな投資銀行市場において、米大手投資銀行に比肩する実績をあげるまでになった。しかし、2007年夏に米国で勃発したサブプライム危機、翌年9月のリーマンブラザーズ破綻に伴う金融危機に伴い、これら3行はいずれも大規模な損失を計上、経営再建を余儀なくされた。現在も3行では本格的な業績回復には至っていないが、着実に経営改革の成果は顕れつつある。『平成法政研究』第21巻第1号では、3行を含む欧州大手銀行の金融危機後の経営改革について取り扱ったわけだが、そもそもそれらが大規模な損失を計上し経営改革を余儀なくされた背景、つまり、金融危機勃発の要因となった大手銀行の金融ビジネスの本質を概観する必要がある。特に2000年代、金融危機派生以前に欧米大手銀行はどのようなビジネスを行ったのか、その目的、問題点は何だったのか、次号以降で紹介したい。

【参考文献】

- 漆畑春彦 [2016] 「最近の国際金融規制改革の展開と大手銀行の戦略変更～2012年以降の動きを中心に～」 平成国際大学『平成法政研究』第21巻第1号 2016年10月
- 漆畑春彦 [2016] 「2000年代の欧州大手銀行の国際投資銀行案件」 平成国際大学『平成法政研究』第21巻第1号 2016年10月
- Kobrak, Christopher [2007], *Banking on global markets: Deutsche Bank and the United States, 1870 to the present*, Cambridge University Press
- Schutz, Dirk [2000], *The Fall of the UBS: The Reasons Behind the Decline of the Union Bank of Switzerland*, Pyramid Media
- Schwarz, Friedhelm [2003], *Die Deutsche Bank: Riese auf tönernen Füßen*, Frankfurt am Main Capmpus
- Credit Suisse Group Annual Report, 2000-2010*
- Deutsche Bank Annual Report, 1998-2010*
- UBS Annual Report, 2000-2010*
- Euromoney, 1998-2010*
- The Banker, 1998-2010*
- Investment and Dealers' Digest, 1998-2010*
- International Financing Review, 1997-2010*

【注】

- 1) *Euromoney*, Jan, 1989, p.44.
- 2) 例えば、1988年初め、M&A 助言業務で著名なブルース・ワッサーシュタイン、ジョゼフ・ペレラ氏の退社によって、ファーストポストンは著しく弱体化した。
- 3) 1977年、スイス国内のキャッソー支店で大規模な不正融資事件が起こり、その影響でクレディスイスの国内預金シェアは約2割減少した。*Euromoney*, Oct, 1991, pp.45-47.
- 4) 1995年9月末現在、CSHの社員数は約30名で、業務はグループ管理、計数管理が中心である。CSHの役員は、傘下子会社の役員により構成され、実際のグループ戦略を決定する。個別の管理業務は各子会社の管理部門が行い、持株会社の管理部門が直接子会社を管理・統制することはない。子会社ごとに独自の給与体系を持ち、子会社間で自由な人事異動が行われている。
- 5) 1994年、CS ライフの保険料収入は前年比28%増の5.4億スイスフラン、資産運用益も1億スイスフラン近くになるなど、同社の業績は順調に推移した。
- 6) 1995年上期、CSFPの純利益は1.45億スイスフラン。
- 7) パーシングは、1939年設立、2000年代初頭の時点で世界最大の証券バックオフィス業務代行サービス業者。1977年にDLJに買収され、株式売買委託手数料の自由化後の証券業者の競争激化のなか、バックオフィス業務をアウトソースするニーズが高まり、同社は急成長をとげた。同社は、2003年にニューヨーク銀行に売却された。
- 8) CSGは、DLJ 1株あたり90ドル（現金45ドル、自己株式45ドル）を支払い同社を買収、CSファーストポストンと統合した。この買収価格は、DLJの2000年8月28日終値65.82ドルに対し36.7%のプレミアムであり、同年7月のUBSによる米ペインウェーバー買収額108億ドルを上回った。アナリストの多くは、「割高な買収」と評価した。
- 9) 2000年の投資銀行業務ランキングは、①普通株引受：第3位（引受額301.7億ドル／首位はゴールドマンサックスの492.4億ドル）、②IPO：第3位（引受額112.0億ドル／首位はゴールドマンサックスの176.9億ドル）、③ジャンク債引受：首位（引受額102.0億ドル）、④ABS引受：第3位（引受額334.2億ドル／首位はソロモン・スミスバーニーの512.0億ドル）、⑤MBS引受：首位（引受額278.3億ドル）となっており、米大手証券メリルリンチを抜き、ゴールドマンサックス、モルガンスタンレーとともに「米投資銀行業界の3強入り」を果たす可能性もあるといわれたほどであった。
- 10) *Euromoney*, Oct, 1991, pp.26-27.
- 11) ディロンリードは、1960年代から70年代には米投資銀行業界でモルガンスタンレーなどととも「バルジブラケット（Bulge Bracket；主に投資銀行リーグ・テーブルの上位を常に独占し、世界経済に大きな影響を与える一流投資銀行群）」の一角を占めていた。
- 12) 1996年の欧州企業によるグローバル株式発行主幹事ランキングでは、ゴールドマンサックスがSBCウォーバーグに替って首位に立ち、モルガンスタンレーも第3位となった。
- 13) 旧UBSは総資産額でスイス最大、株主資本額で国内第2位、旧SBCは総資産、株主資本額ともに同国第3位（英Banker誌の1996年Tier 1世界ランキングで、旧UBSは第10位、旧SBCは第28位）。新銀行の会長には、旧UBSのマティス・カビアラベッタCEO、CEOには旧SBCのマルセル・オスベルCEOが就任した。
- 14) 合併後、スイス競争当局の指示により、リテール銀行部門（合併後計550支店）の25支店、旧SBCの傘下にあったイタリア及びスイスの地方銀行、情報システム子会社の売

却を行った。

- 15) 例えば、2003年、化粧品大手ウエラの創業一族は株式の77.6%を保有していたが、経営には関与していなかった。一族は保有する全株を米プロクター・アンド・ギャンブルに売却し、その結果32億ユーロともいわれる巨額資金を得ることになった。ドイツやイタリアを中心に、こうした企業売却による新富裕層が相次いで誕生していた。
- 16) 新銀行発足時、オスベル CEO は、2002年に ROE を20%に引き上げる株主重視策を強調した。国内商業銀行部門の ROE は、1998年上期で1.7%にとどまった。
- 17) 一方、法人資産運用部門ではグループ傘下の運用会社2社を統合している。2000年3月、グループの米プリンソンパートナーズ、英フィリップス・アンド・ドリュエの統合を決定している。
- 18) CSG は、特に2003年に大規模な経営リストラを断行した。2002年末時点で7万8,457名の従業員を2003年末までに1万8,000名近く削減し（全従業員の22%を削減）、6万837名とした。中でも業績悪化の引き金になった保険部門での人員削減数は削減人員全体の35%に達した。