

# 大手銀行によるOTTモデル偏重と金融危機

〈金融危機前の大手銀行の経営行動〉

漆 畑 春 彦

はじめに

## I 金融危機とOTTモデル

1 金融危機の発生と大手銀行への影響

2 OTTモデル

2 OTTモデルの破綻

## III 欧州大手銀行のOTTモデル偏重型ビジネス

1 ドイツ銀行のOTT偏重型ビジネス

2 UBS大規模損失の背景

## II OTT偏重型ビジネスの特徴と破綻

1 OTTモデル偏重型ビジネスの特徴

おわりに 〈OTTモデルの問題点〉

はじめに

71

本誌第二〇巻第二号<sup>①</sup>及び第二二巻第一号<sup>②</sup>、『平成国際大学論集』第二二巻<sup>③</sup>では、ドイツ及びスイスの大手銀行が、一九九〇年代以降本格的に国際投資銀行市場に乗り出し、いくつかの重要な経営改革を断行して同市場で確固たる地位を築いた過程とその経営行動について検討した。また、本誌第二二巻第一号<sup>④</sup>では、近年の金融危機後、二〇〇九年

から現在まで検討されている国際金融規制改革の動向とそれに対応すべく大手銀行の最近の経営行動について取り上げた。ただし、『平成国際大学論集』第二一卷に掲載した拙稿の巻末で述べたように、一九九〇年以降現在までの大手銀行の国際投資銀行業務を語る上で、上記拙稿の議論で十分に取り扱わなかった事項が残されている。それは、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についてである。一九八〇年代に欧米で始まった金融規制緩和は、銀行の他の金融業態（特に証券・投資銀行業）への進出を促すとともに、それに新たな収益機会をもたらした。しかし、金融のグローバル化、ハイテク化（ＩＴ化）の進展と相まって、一九九〇年代以降、銀行本業との乖離は大きくなるばかりであった。そして、その一つの帰結が近年の金融危機の勃発であったことは、疑う余地がない。本稿では、特に二〇〇〇年代、金融危機発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、それらの何が金融危機の重大な要因となったのか、について検討したい。

## I 金融危機とOTDモデル

### 1 金融危機の発生と大手銀行への影響

二〇〇七年夏、米国で発生したサブプライム危機に伴い金融資本市場は混乱に陥り、二〇〇八年九月には米大手投資銀行リーマンブラザーズの破綻によって、間もなく世界的な金融危機に発展した。近年の金融危機は、二〇〇〇年代半ばの同国住宅市場のバブル崩壊に端を発していた。二〇〇〇年代前半に高騰した米国の住宅価格は、二〇〇六年夏をピークに緩やかに低下し続けたが、その過程で低所得者向けのいわゆるサブプライム・ローンの返済延滞・不能が相次いだ。米国の住宅ローンに占めるサブプライム・ローンの比率は二〇〇三年の二%強から二〇〇六年秋には

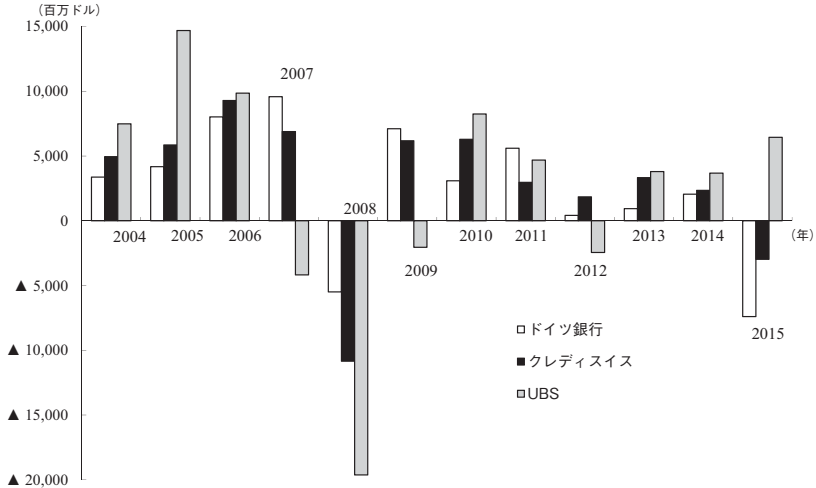
一四%近くにまで高まっていたものの<sup>⑤</sup>、金融市場では、その一部が不良債権化したとしても影響は限定的だとする見解が大勢であった。

しかし当時、国際金融資本市場では、サブプライム・ローンのリスクを世界中に拡散させるような仕組みが出来上がっていた。そして、米国の住宅バブル崩壊とともに多額の不良債権が発生、その仕組みを通じて損失の連鎖は世界中に拡大していったのである。著名なところでは一七世紀のオランダ・チューリップバブル以降、世界各地で数々の経済バブルが発生したが、そのたびに経済のレバレッジが拡大、資産価格は高騰しバブル崩壊とともに大きく下落した。

二〇〇七年夏のサブプライム危機は、直ちに欧米大手銀行の決算に影響を及ぼすことになった。例えば欧州系では、ドイツ銀行の二〇〇七年七月九月期決算では、純利益が一六億二、二〇〇億ユーロと前年同期比三一%増となったが、同時に資産評価損など二二億ユーロを計上していた。二〇〇八年一月三月期決算は、最終損益が一・三億ユーロの赤字、同年一〇—一二月期決算は四八億ユーロと赤字幅が拡大し、同年通期でも赤字額は三九億ユーロとなった。

ドイツ銀行、UBS、クレディスイス・グループの欧州大手三行の投資銀行部門は、いずれも業績がピークに達した二〇〇六年におけるグループ純営業収益に占める割合が、ドイツ銀行六五%、UBS四五%、クレディスイス五三%であり、他の欧州大手行グループが一割から三割であったのに比べるとその影響は大きかったといえる。三行の連結税前損益を見ると、好調だった投資銀行部門を牽引役として、二〇〇七年度第一・第二四半期に過去最高益を実現した後、同年第三四半期には投資銀行部門で多額のクレジット関連商品の損失が発生している。二〇〇七年度までは資産運用、プライベートバンク部門など他部門が好調だったが、二〇〇八年度以降はサブプライム危機の影響を受けて業績が低迷したため、投資銀行部門の減益要因を補うには十分ではなかった(図表1)。

図表1 近年の欧州3大ユニバーサルバンクの業績推移（当期利益の推移）



注) 各年末のドル／ユーロ、ドル／スイスフランのクロスレートで換算。

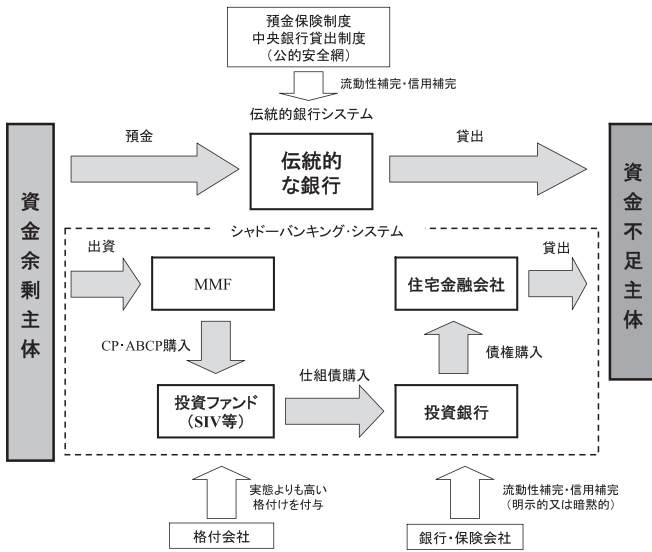
(出所) 各行年次報告書より作成

三社の中では、サブプライムローンへのエクスポージャーが大きかったUBSが、二〇〇七年に税引前ベースで赤字を計上、翌年にはそれが三七〇億ドル近くに達した。UBSは、二〇〇七年第三四半期時点で米住宅関連の証券化商品残高が突出していたため多額の損失処理が必要となった。ドイツ銀行、クレディスイスも、特に商業用不動産関連やレバレッジローンのエクスポージャーが大きく、少なからず損失を被った。

## 2 O T Dモデル

近年の金融危機の発端となった米国の住宅バブルは、本能的にはそれまでと同様の過程を経て発生・崩壊した。しかし、ただ一点違ったのは、それが伝統的な銀行システムではなく、影の銀行システム、「シャドーバンキング・システム (shadow banking system)」という異質な信用仲介システムの成長によって、経済レバレッジが高められたことによるバブルであったということである。それまでとは異質な銀行システムを中心にあったのは、「影の銀行 (シャ

図表2 伝統的銀行システムとシャドーバンキング・システム



(出所) 金融安定理事会 (FSB) 報告書などを参考に作成

「ドーバンク・shadow banks」と呼ばれる、投資銀行や投資ファンドなど、伝統的銀行とは異なる、厳格な金融監督・規制の対象とならない金融機関群である。シャドーバンクは、伝統的な商業銀行が単独で行っていた預金受入れ及び貸出と同様な機能を、フォーメーションを組んで分業しながら行っていた。

伝統的な銀行は、国民の重要な資産である預金を取り扱う性格上、経営が不安定となった場合でも、公的安全網 (safety net) の保護を受けることができる。例えば、銀行が破綻した場合、預金保険制度が預金者保護 (預金者に対する、関連法が定める上限額までの預金及びその利息の返還) や資金決済の履行確保を図り、資金繰りに窮した場合には、中央銀行貸出制度によって、中央銀行から迅速に資金調達することが可能である。しかし、公的安全網の恩恵を被る一方で、銀行は日常的に金融当局や中央銀行から厳格な監督を受けるほか、様々な規制に服することになる。シャドーバンキング・システムは、ノンバンクが銀行に課される監督・規制を免れつつ、銀行と同様の金融仲介機能を果たすとともに、レバレッジを高めて巨額の利益を得るための仕組みである。

つた。

図表2に従って当該システムにおける各主体の行動を説明すると、概ね次のようになる。まず第一段階として、商業銀行や住宅金融会社（ノンバンク）が「オリジネーター（originator）」として住宅ローンを実行し、当該債権を証券化によって投資銀行（投資銀行専業業者、銀行系投資銀行）に売却する。第二段階として、投資銀行は各行・各社から大量の住宅ローン債権を購入して、先端的な金融工学に基づいて高格付け・高利回りの長期仕組債に加工した後（ローン債権を特別目的会社としての特別目的ビークル [special purpose vehicle : SPV] に移転し、それを担保に当該SPVが発行会社として仕組債を発行）、投資家に販売する。そして第三段階として、投資家は購入した仕組債を担保に資金調達し、別の証券化商品に投資してリターンを得る。オリジネーターが当初から販売目的で住宅ローンを実行するビジネスモデルは、「オリジネート・トゥ・ディストリビュート・モデル（originate-to-distribute model : OTD model）」と呼ばれ、二〇〇〇年代前半のクレジット・ブームの中で、大手銀行が積極的に手掛けていたビジネス手法であった。

上記の投資家は主に、ヘッジファンド等を含む様々な形態の投資ビークル（structured investment vehicle : SIV）、投資ファンドである。これら投資ファンドは、購入した高格付けの仕組債を担保に、銀行規制の対象外である非預金商品、例えば、コマーシャルペーパー（CP）、資産担保コマーシャルペーパー（asset-backed commercial paper : ABCP）の発行、リバース・レポ取引<sup>⑤</sup>を通じて短期金融市場から資金調達し、その資金をさらに資産担保証券（asset-backed securities : ABS）や債務担保証券（collateralized debt obligation : CDO）<sup>⑥</sup>など長期の証券化商品に投資することで、膨大な利鞘を得ていた。投資ファンドは、CPなどの発行を通じて新たに負債を増やしレバレッジを高め高利回り商品に投資することで、さらに投資収益を積み上げるのが常であった。投資ファンドが発行したCP、ABCPは、主に

米国民が広く保有する低リスク型投資信託、マネー・マーケット・ファンド (money market fund: MMF) が購入していた。MMFは、通常米国債など安全資産で運用されるため、伝統的銀行の預金保険制度のような公的安全網がなくても、銀行預金と同様に安全な金融商品と考えられていた。その資産残高は、二〇〇六年末時点で二兆三、五四四億ドルに達していた。

図表2に見るように、シャドーパーンクが主体となる信用仲介システムは、「信用仲介チェーン (credit intermediation chain)」<sup>10</sup>ともいえる非銀行 (ノンバンク) 間の連鎖体系を形成していた。この場合、伝統的銀行が預金を受け入れる預金者 (資金余剰主体) にあたるのは、MMFを購入する (MMFに資金供給する) 一般個人、同じく貸付先 (資金不足主体) に貸し付けるのは、商業銀行のほかノンバンクである住宅金融会社ということになる。

## II OTDモデル偏重型ビジネスの特徴

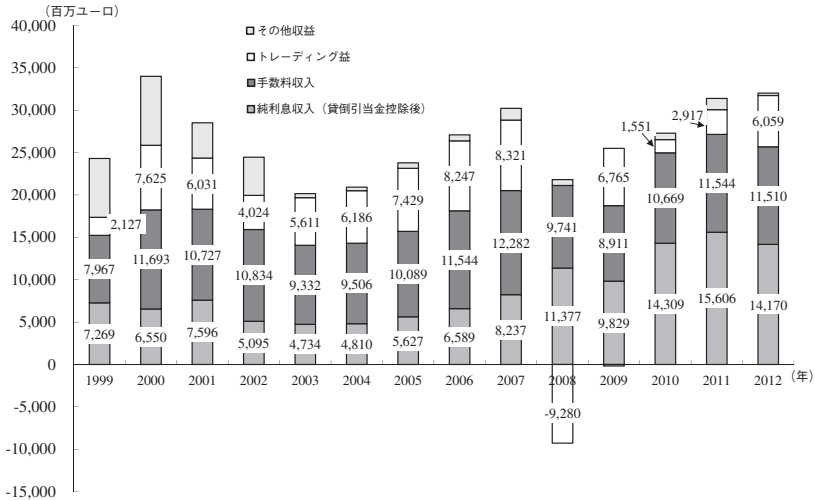
図表2に示すOTDモデルの下、大手銀行が取り組んだビジネスには次のような特徴があった。

### 1 OTDモデル偏重型ビジネスの特徴

#### (1) トレーディング業務への傾斜

二〇〇〇年代のOTDモデルにおいて、銀行が貸付債権を証券化した目的は、自己資本規制の対応に向けたバランスシートの抑制というよりは、グループ内投資銀行のトレーディング収益の拡大を図ることにあった。投資銀行のプライベート部門 (証券の発行・引受など証券発行市場業務) が銀行の貸付債権を基に証券化商品を組成し、それをセ

図表3 ドイツ銀行の収益構造の推移(1999-2012年)



(出所) Deutsche Bank Annual Report, 1999-2012より作成

カンダリー部門(トレーディングなど証券流通市場業務)が機関投資家に販売、膨大なトレーディング収益をあげていたのである。二〇〇〇年代前半から半ばにかけ、銀行系投資銀行、ゴールドマンサックスやモルガンスタンレーといった投資銀行専門業者を問わず、投資銀行部門の収益構成は、セカンダリー部門のトレーディング益が証券の発行・引受といった投資銀行の本業を大きく凌駕していた。ドイツ銀行を例に見ると、図表3の「手数料収入」のうち、証券売買手数料、証券引受手数料の合計額は、二〇〇四年に三七・一億ユーロ、二〇〇五年に四〇・五億ユーロ、二〇〇六年には五〇・一億ユーロだったのに対し、各年のトレーディング益は順に、六一・八億ユーロ、七四・二億ユーロ、八二・四億ユーロと、証券売買及び証券引受手数料上回るペースで増加していた。当時、プライマリー、セカンダリー両部門は密接に結び付いており、プライマリー部門の収益自体は相対的に小さくとも、当該部門はセカンダリー部門の収益拡大に欠くことのできない、証券化商品の供給源として極めて重要な地位にあったのである。



そこで取引される中核商品は、債務担保証券（CDO）であった。貸付債権や債券を資産の裏付けとして発行される資産担保証券（ABS）のひとつが、住宅ローン債権担保証券（Residential Mortgage Backed Securities：RMBS）を再証券化して組成されたCDOであった。CDOは世に送り出されてからも進化を続け、シンセティックCDO（Synthetic CDO）<sup>11</sup>など金融工学の粋を集めた商品が次々と市場に投入されていった。

二〇〇〇年代前半、欧米大手銀行は米住宅金融会社を相次いで買収している。川下のトレーディング業務を担う部門に証券化商品を供給するため、川上にある住宅ローン会社を買収し、その住宅ローン債権で証券化商品を組成し、それを在庫証券としてバランスシート上に計上していた。当時、欧米大手銀行では、上記のようなOTD偏重型ともいえるビジネスでの成果が優先された。まさにトレーディング最優先で、ビジネス戦略が組まれていたのである。

## （2）負債構造の短期化

OTDモデル偏重型のビジネスは、銀行のバランスシートを増加させた。トレーディングは、バランスシート上に多額の資産（在庫証券）を計上しなければならぬ業務である。まず、証券化商品を組成するには、原資産となる住宅ローン債権やモーゲージ担保証券（MBS）を在庫として、自らのバランスシートに保有する必要がある。また、組成した証券化商品を機関投資家に販売する際の値付け業務（market-making）においても、投資家の売買注文に迅速に対応するには、一定の在庫証券を保有する必要がある。

トレーディング至上主義に伴う資産の拡大は、同時に負債の拡大にもつながる。負債の多くは、銀行の安定的な資金調達手段である預金ではなく、主に短期金融市場から調達されていた。一九九九年一月に成立した米国のグラム・リーチ・ブライリー法（Gramm-Leach-Bliley Act：GLBA）<sup>12</sup>や、グラスステイガー法（Glass-Steagall Act：一九三三

年連保銀行法)の銀行・証券分離条項を一部撤廃し、銀行は金融持株会社 (financial holding company : FHC) を設立しその傘下に銀行と並列に投資銀行をおけば、当該投資銀行は既存の投資銀行とほぼ同じ業務を行えることを規定した<sup>12)</sup>。しかし、FHC傘下の投資銀行は預金を集めることはできず(残存する連邦銀行法第二一条)、市場からの資金調達に依存せざるを得なかった。当時、トレーディング関連資産は、レポ、CPなどで調達された<sup>13)</sup>。これと併せ、大手銀行は、オフバランス扱いで設立した投資ビークル(SIV)や「コンデュイット(conduit)」と呼ばれる特別目的会社など別動隊を通じ、資金調達を図っていた。こうして大手銀行の負債は異常なペースで増加、バランスシートは膨らみ、レバレッジの拡大が顕著となった。

### (3) シャドーバンクとの取引拡大

二〇〇〇年代前半、OTD偏重型ビジネスを通じ、銀行や投資銀行は様々なシャドーバンクと深い関係を持つようになっていた。例えば、銀行が組成したCDOのうち優先部分(シニア)は保険会社や年金基金が購入したが、高リスクの劣後部分(エクイティ、メザニン)を購入したのは主にヘッジファンドであった。ヘッジファンドは、高利回り商品の短期売買を繰り返し高いリターンを得ようとすることから、セカンダリー部門に多額の手数料をもたらしてくれる最重要顧客の一つであった。投資銀行は、プライム・ブローカレッジ業務<sup>14)</sup>を通じ、それらとの関係を一層深めていった。

また、銀行傘下のSIVやコンデュイットが発行する資産担保CP(ABCP)、銀行本体が発行するCPや社債、レポ取引の相手先は、主に安全運用を旨とするマネー・マーケット・ファンド(MMF)であった。このように、二〇〇〇年代前半、OTDモデルに積極関与した銀行は、販売・資金調達両面において(バランスシートの資産・負

債両面において)、多様なシャドールンバンクとの相互依存関係が強化され、その取引内容も複雑化していた。しかも、こうした取引は、店頭(OTC)ベースで行われており、透明性を著しく欠いていたのである。

さらに、シャドールンバンクが発行する非預金商品は、預金保険制度や中央銀行貸出といった公的安全網の対象外であり、シャドールンバンクは一般の銀行が課されるような健全性規制(自己資本規制、流動性規制、大口融資規制等)の対象ではなかった。しかし、シャドールンバンクが直面する流動性リスクに対しては、一般の銀行システムに属する銀行や保険会社が、「明示的又は暗黙的に(explicit or implicit)流動性補完の役割を請け負うケースが多く、実質的にこれが一般の銀行システムに対する公的安全網と同様の役割を果たしていた。そして、銀行や保険会社による流動性補完によって守られるという信用力を背景に、格付会社は先端的な金融工学が理論的に作り上げた奇妙な金融商品に対し、<sup>15)</sup>高格付けを付与していったのである。

## 2 OTDモデルの破綻

二〇〇七年に入り、サブプライム・ローンの延滞率は上昇に転じた。二〇〇七年三月、サブプライム・ローン専門のニュー・センチュリー・フィナンシャル(New Century Financial Corporation)が経営破綻したのに続き、同年六月には、サブプライム関連証券に投資していた米大手投資銀行の一角、ベア・スターンズ傘下のヘッジファンド二社が経営危機に陥った。これらを機に格付会社がCDOを格下げしたため、サブプライム関連証券化商品の投げ売りが始まり、間もなく一般の証券化商品の価格も下落し始めた。サブプライムローンの不良債権化により、シャドールンバンク・システムを構成していた非銀行群が連鎖的に損失を被り、その影響は、それらと密接に関与するようになっていた「表(おもて)社会」の銀行、保険会社などに瞬く間に広がっていった。

二〇〇七年八月、ドイツのIKB産業銀行の巨額投資損失が表面化したのに続き、フランス銀行大手BNPパリバ傘下の資産運用会社が一時的に資産凍結を発表すると、危機はグローバルレベルに拡大することになった（パリバショック）。二〇〇八年三月、ベア・スターンズがJPMオルガン・チェースに救済合併され、同年九月には、資金繰りに窮したリーマンブラザーズが経営破綻するに至った<sup>16)</sup>。

いわゆるこのリーマンショックにより、二〇〇七年夏のパリバショックを大きく凌ぐ流動性危機が発生、国際的な大銀行でさえ、資金繰りに支障をきたすようになった。各国政府による公的資金注入、銀行債務保証など包括的な金融危機対策が奏功し、二〇〇九年に入ると金融システムは安定化に向かったが、危機発生後数ヶ月間で欧米銀行の体力は大きく低下し、金融システムの機能停止に伴う資金供給の困難化から、実態経済の悪化は避けられなかった。また欧州では、金融危機が銀行の体力低下やバランスシートの毀損を招いたことが、二〇〇九年のギリシャ危機を経て、二〇一〇年の欧州債務危機（ユーロ危機）につながっていく。

### Ⅲ 欧州大手銀行のOTDモデル偏重型ビジネス

#### 1 ドイツ銀行のOTD偏重型ビジネス

ドイツ銀行は、二〇〇〇年代に証券化業務で多くの実績をあげた。例えば二〇〇五年五月、ドイツ連邦政府の郵便公務員年金受給権を担保とした証券化案件で、モルガンスタンレーとともに主幹事に就任している。本案件は、旧ドイツ連邦郵便に勤務していた公務員（ドイツ連邦郵便が民営化・分離した後のドイツテレコム、ドイツポスト、ポストバンクに勤務する職員）の年金受給権を担保に六〇億ユーロを調達し、これにより財政赤字の削減にあてようとい

図表4 ドイツ銀行投資銀行部門の主要案件（証券化・不動産業務）

	市況・主要案件等	組織・市場の評価
1999	<p>【事業環境・業務動向】</p> <p>◆BTアレックス・ブラウン (BT Alex.Brown) の統合で北米におけるコーポレートファイナンス業務及びトレーディング基盤を大幅に拡充</p>	
2000	<p>【事業環境・業務動向】</p> <p>◆2000年は投資銀行部門の営業収益で世界第2位</p>	<p>【市場の評価】</p> <p>◆EM: Award for Excellence</p>
2001		<p>【組織】</p> <p>◆組織変更に伴い、欧州セールスファイナンス・リース、フリート・マネジメント業務を廃止</p>
2002	<p>【主要案件】</p> <p>◆米国において自動車ローンの50億ドルの証券化を実施（本件によりIFRの「北米及び欧州における最優秀証券化ハウス」を獲得</p>	<p>【市場の評価】</p> <p>◆IFR: North American and European Securitization House of the Year</p>
2003	<p>【事業環境・業務動向】</p> <p>◆不動産投資銀行ビジネスで躍進、不動産関連ファイナンス案件の規模と仕組み（ストラクチャリング）で実績</p>	<p>【市場の評価】</p> <p>◆IFR: Award of Securitization Deal of the Year in 2003</p>
2004		<p>【組織】</p> <p>◆パークシャー・モーゲージ (Berkshire Mortgage Finance) を買収</p>
2005	<p>【事業環境・業務動向】</p> <p>◆商業用不動産の分野では、2004年に買収したパークシャー・モーゲージを核に設立したドイチェバンク・パークシャー・モーゲージが貢献し、取扱高は前年比46%増の42億ドルに</p> <p>◆グローバルCMBS(商業用不動産担保所見)と不動産CDO(債券担保証券)市場で上位3位を確保</p> <p>【主要案件】</p> <p>◆欧州ガレリオ衛星プロジェクトの入札コンソーシアムに対するアドバイザーに就任（アセットファイナンス&amp;リーシング業務）</p>	<p>【組織】</p> <p>◆顧客カバレッジ・グループを編成し、グローバル市場部門の全ての資産クラスを横断的に提供できる体制を強化</p> <p>【市場の評価】</p> <p>◆EM: No. 1 Commercial Real Estate Bank in the inaugural real Estate poll</p>
2006	<p>【事業環境・業務動向】</p> <p>◆不動産債務担保証券 (CDO) では過去最高の業績を達成</p> <p>【主要案件】</p> <p>◆ドイツで、特許物件に投資する初のクローズドエンド型投資信託を設定</p>	<p>【組織】</p> <p>◆上海、香港、シドニー、ムンバイに商業用不動産ビジネスの拠点を開設</p> <p>◆シンガポールにアセットファイナンス拠点を開設</p> <p>◆住宅ローンのオリジネーター、チャペル・ファンディング (Chapel Funding)、モーゲージIT (Mortgage IT) を買収</p>
2007	<p>【事業環境・業務動向】</p> <p>◆投資家心理の悪化から、債務担保証券 (CDO) やクレジットトレーディングなどの業務は低迷</p> <p>◆2006年に買収したモーゲージITは、米サブプライム住宅ローン債権のうち、「オルトA(信用力の低いサブプライムローンと信用力の高い人向けのプライムローンの中間レベル)」、「プライム」に特化したオリジネーターであったため、債権の不良化による損失は比較的軽微であり、銀行本体への影響は限定的</p> <p>◆マイクロファイナンスなど新しい資産クラスに対するサービスを拡大し、世界でも有数の劣後マイクロファイナンス証券化プログラムを実施</p> <p>◆ドイチェバンク・パークシャー・モーゲージの業績好調（オリジネーションの取扱高が記録的水準）</p> <p>◆サブプライム危機に伴う欧州市場の混乱は、不動産スペシャル・シチュエーション・グループに有望な投資機会をもたらす</p>	<p>【組織】</p> <p>◆ドバイにファイナンス・アドバイザー業務の拠点を開設</p> <p>【市場の評価】</p> <p>◆IFR: Securitisation House of the Year</p> <p>◆Euro Week: Best Arranger of German Loans</p> <p>◆Euro Week: Loan Trading House</p> <p>◆ITI: Bank of the Year (Epic Award for Real Estate Finance &amp; Investment)</p>

注) “IFR”はInternational Financing Review誌、“EM”はEuro Money誌、“ITI”はInstitutional Investor誌で、「市場の評価」は各金融専門誌が年間で優れた金融機関や案件に与える賞の名称を示す。

(出所) Deutsche Bank Annual Report, 1999—2007より作成

図表5 証券化商品の引受ランキング (グローバルベースCLO・CBO)

2000年					2002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		金融機関	引受金額	シェア	件数							
1	CSFB	8,877	14.8	33	1	CSFB(クレディスイ)	9,139	14.2	29	1	メリリンチ	26,914	12.8	42						
2	リーマンブラザーズ	6,577	11.0	19	2	ドイツ銀行	7,676	11.9	22	2	シティグループ	21,305	10.1	48						
3	ゴールドマンサックス	6,003	10.0	16	3	モルガンスタンレー	6,074	9.4	15	3	ワコビア	19,955	9.5	36						
4	JPモルガンチェース	4,559	7.6	10	4	ワコビア	4,868	7.5	19	4	CSFB(クレディスイ)	13,973	6.6	23						
5	モルガンスタンレー	4,515	7.5	14	5	シティグループ/プロモシ. SB	4,852	7.5	15	5	JPモルガンチェース	13,016	6.2	39						
6	ベアスターンズ	4,123	6.9	15	6	JPモルガンチェース	4,546	7.0	20	6	ベアスターンズ	12,741	6.1	36						
7	シティグループ/プロモシ. SB	3,946	6.6	10	7	ベアスターンズ	4,082	6.3	21	7	モルガンスタンレー	12,078	5.7	45						
8	ドイツ銀行	3,651	6.1	9	8	ゴールドマンサックス	3,317	5.1	8	8	パークレイズ・キャピタル	12,045	5.7	12						
9	CIBCワールド・マーケティング	3,027	5.1	5	9	UBSウオーバーク	3,016	4.7	9	9	ドイツ銀行	11,695	5.6	29						
10	ワコビア	2,700	4.5	8	10	ヒボフエラインス	2,990	4.6	3	10	BofAセキュリティーズ	10,656	5.1	38						
11	BofAセキュリティーズ	1,972	3.3	6	11	リーマンブラザーズ	2,491	3.9	10	11	UBS	8,847	4.2	20						
12	メリリンチ	1,625	2.7	9	12	CIBCワールドマーケティング	1,559	2.4	3	12	リーマンブラザーズ	7,287	3.5	22						
13	UBSウオーバーク	1,401	2.3	4	13	ファーストチネシバンク	1,454	2.3	4	13	ABNアムロ	4,048	1.9	1						
14	ABNアムロ	1,159	1.9	9	14	BofAセキュリティーズ	1,272	2.0	11	14	GroupCaisse d'Epargne	3,490	1.7	6						
15	N. A.	N.A.	N.A.	N.A.	15	メリリンチ	1,248	1.9	5	15	ゴールドマンサックス	2,967	1.4	7						
引受額合計				59,979	100.0	168	引受額合計				64,539	100.0	214	引受額合計				210,465	100.0	504

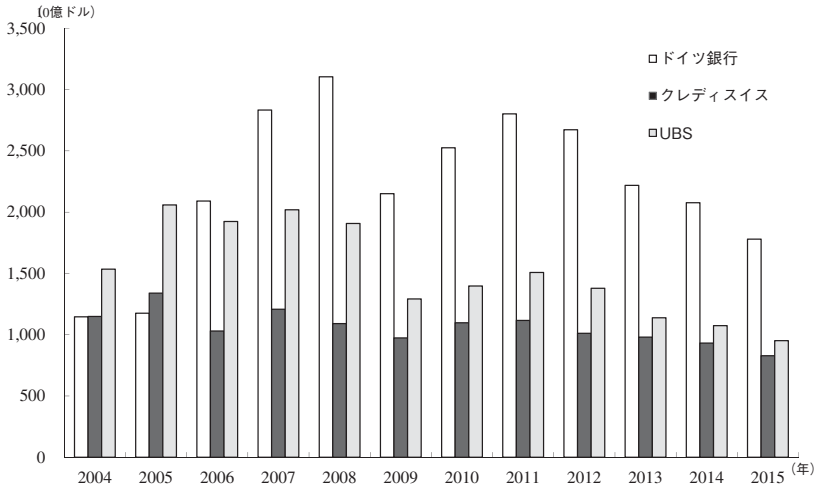
(出所) Investment Dealers' Digestより作成

うものであった。英国に証券化のための特別目的会社（SPV）であるドイツ郵政年金証券化会社（German Postal Pensions Securitisation PLC）を設立し、当該SPVが金額六〇億ユーロの債券を五回に分けて発行した（期間は一年から一五年で固定金利、格付けはトリプルA）。本案件は、債権や不動産を担保とした証券発行ではなく、年金受給権という将来キャッシュフローを担保とした証券化技術を要する案件として注目された<sup>17)</sup>。

本案件や米国市場におけるオートローン債権を担保とした五〇億ドル規模の案件など、高い商品組成能力をもつて大規模案件をまとめ上げたが、二〇〇〇年代において同行が手掛けた証券化案件の主眼は、住宅・不動産ブームに沸く米国及び南欧諸国などにおいて行方、積極的な住宅・不動産向け貸付と債権の証券化・流動化にあったといつてよい。図表4に見るように、二〇〇七年夏に米国で発生したサブプライム危機以前、ドイツ銀行年次報告書で紹介された証券化業務の実績の多くは、オリジネート・トゥ・ディストリビューション・モデル（OTDモデル）を通じた、証券化市場に対する貸付債権の供給及び投資銀行としての新型投資商品の投資家への提供に関連したものであった。

特に一九九八年の米投資銀行バンク・オブ・アメリカ（Bankers Trust Co）買収後、積極果敢に米国戦略を推し進めたドイツ銀行は、二〇〇〇年代前半の

図表6 欧州大手銀行の総資産額推移（ドル換算）



注) 各年末のドル/ユーロ、ドル/スイスフランのクロスレートで換算。

(出所) 各行年次報告書より作成

米住宅バブルに深く関与するようになっていった。ドイツ銀行は、二〇〇四年から二〇〇七年にかけ、米政府保証付商業モーゲージ大手バークシャー・モーゲージ社 (Berkshire Mortgage Finance)、チャペル・ファンディング社 (Chapel Funding)、不動産投資信託運用大手のモーゲージIT社 (MortgageIT) を買収、いずれも投資銀行部門に組み入れている<sup>(18)</sup>。また同行は、バークシャー・モーゲージを核に住宅関連貸付専門の新銀行 (Deutsche Bank Berkshire Mortgage) を設立し、二〇〇三年の貸付額は前年比四六%増の四二億ドルに拡大<sup>(19)</sup>、二〇〇七年まで毎年記録的に貸出額を伸ばした。この新銀行の業績が好調だったことから、さらにモーゲージ貸付業者を買収し、全米規模で少数民族系米国人を中心とする低所得者層 (サブプライム層) に対し、多額の住宅関連貸付を実施していた<sup>(20)</sup>。

住宅金融関連業務を拡大するなか、ドイツ銀行は住宅ローン担保証券 (MBS) など証券化商品の販売に深く関わることになった。銀行自体は最初から販売目的で住宅ローンを実行し、投資銀行部門は銀行が実行した住宅ロー

ン債権をまとめABS、MBSやCDOを組成し、投資ファンドなどに販売するというOTD偏重型ビジネスに注力した。二〇〇〇年代半ば、ドイツ銀行は証券化業務で米国でも上位の業者となっていた(図表5)。

OTD偏重型ビジネスを推進した結果、二〇〇〇年代半ばから後半にかけて同行総資産(グループ連結資産)は急激に増加、二〇〇八年第四半期には過去最大の二兆二、〇二〇億ユーロに達し、資本に対する資産の倍率(レバレッジ倍率)は二〇〇八年末で六九倍(国際会計基準ベース)にも上っていた。二〇〇八年末総資産はドイツ国内総生産(GDP)の八五%に達し、破綻した場合には国による救済が可能な範囲を超えて巨大化していたのである。二〇〇六年から二〇〇八年のドイツ銀行の資産拡大ペースは、UBSやクレディスイスを明らかに上回るものであった(図表6)。金融危機後の二〇〇九年には、トレーディング勘定資産を中心に資産圧縮し、同年末の総資産は一兆五、〇一〇億ユーロと前年末から七、〇一〇億ユーロ減少した。圧縮額は、世界の銀行中で最大規模となったが、レバレッジ倍率はなお四〇倍と高水準であった。実際、同行の総資産は二〇一〇年、二〇一一年に再び増加、二〇一五年末時点でも、ドル換算ベースではスイス二行のほぼ倍の資産額となっている。

## 2 UBS大規模損失の背景

二〇〇八年のUBSの巨額損失については、二〇〇八年四月に公表された同行の株主向け報告書「株主報告書」に「げられた問題に対応した修正プランに関する要約」<sup>24</sup>にその背景が説明されている。当時の投資銀行部門の内部事情を知るには貴重な資料なので、その点について簡単に紹介しておく。同報告書によれば、金融危機前までUBSは、ウエルスマネジメント、資産運用、投資銀行及びトレーディング業務をグループ業務の中核に据えており、投資銀行業務強化の一環として、債券業務(fixed income business)及びオルタナティブ投資業務(alternative asset management



business)の強化を目指していた。報告書は、これら部門の過剰な債務担保債券(CDO)の取引、投資に伴い顕在化したリスクが、同社の不十分なリスク管理によって十分管理しきれず、損失拡大につながったと分析している。また、CDOに対するリスク管理体制の問題点として、①分散的な業務承認構造(fragmented approval structure)、例えば、CDOの取引及び投資に関しては、内部のリスク委員会と投資銀行部門管理職が別々に承認権限を有していたこと、②利益相反の潜在性(potential structuring/trading conflict)、例えば、CDOの組成部門とCDOの弁済順位最上位債券のポジション管理を行うCDOデスクはレポーターインクラインが同じだったこと、③リスク管理の欠如(absence of risk management)、例えば、二〇〇七年第二四半期にCDOデスクが米サブプライム市場に悲観的な見方をしているながら、さらに他社の住宅モーゲージ担保債券(RMBS)を購入したこと、④CDOのポジション制限の不明確さ(lack of operational/notional limits)、⑤リスク管理手法の不完全さ(incomplete risk control methodologies)、例えば、主なりスク管理手法として、そもそもリスク評価が不十分だったバリュウ・アット・リスク(Value at Risk)<sup>23)</sup>に依存しすぎたこと、といった点を指摘している。

これに加え報告書は、UBSの資産運用・ヘッジファンド部門であるディロン・リード・キャピタル・マネジメント(Dillon Read Capital Management: DRCM)が損失の発生源として大きなウェイトを占めていたことを指摘している。UBSの前身の一つであるスイス銀行は、一九九七年五月に米名門投資銀行ディロン・リードを買収したが、傘下のDRCMは、一〇年間にわたりUBSの資産運用及びヘッジファンド部門として重要な位置を占めていた。報告書によれば、二〇〇七年一二月末現在、UBSのサブプライム関連損失のうち一六%近くをDRCMが占めているとされている。UBSはDRCMに対し、経営の独立性とCDOなどサブプライム関連投資について相当の裁量を与えており、UBS自体の緩慢なりスク管理も相まって、DRCMのCDOの過剰投資を放置してしまったことが、サブプ

ライム関連損失をさらに拡大したとしている。二〇〇七年五月、UBSはDRCMを閉鎖、これに伴い税引前ベースで三億八、四〇〇万スイスフランの特別損失を計上している。

一九九八年にスイスの大手行同士（スイス銀行、スイスユニオン銀行）が合併してUBSとなって以降、旧スイス銀行が主導する形で部門・業務統合は進んだ。しかし、一九九五年に英マーチャントバンクのSGウォーバーク（のWaburg）、一九九七年に米投資銀行ディロン・リード、二〇〇〇年に米有力証券ペインウェーバーと買収を重ねてきたUBSにとって、統合的なリスク管理体制を整えるのは容易なことではなかったようである。そして、リスク管理体制が不十分のまま、米国のサブプライム関連業務に参入、膨大なCDO取引及び投資を行い、巨額の損失を計上したものと考えられる。

### おわりに（OTDモデルの問題点）

「二〇〇〇年に一度」といわれる金融危機により、二〇〇〇年代前半に欧米大手銀行が協力に推進したOTDモデルの問題点が明らかになった。その第一は、トレーディング依存型のビジネスモデルの限界、第二は、銀行バランスシートの脆弱化、第三は、シャドーバンクとの取引の複雑性・不透明性である。

まず第一の問題点についてであるが、二〇〇〇年代前半、プライマリー部門が住宅ローン債権から証券化商品を組成し、それをトレーディング部門に供給するなど、銀行はトレーディング収益拡大に傾倒していた。しかし、米国の住宅バブルの崩壊とともに、原資産である住宅ローン債権の価格が下落し、これが連鎖的に証券化商品、銀行が在庫として抱えていたローン債権の下落を招いた。それに伴う銀行の損失額は巨額に上った。OTDモデルの下、銀行は、

住宅ローンのオリジネーションという川上業務から、証券化商品の組成・販売という川下業務まで全て自社グループ内に抱え込んでおり、リスク分散という証券化本来の目的を逸脱し、逆にグループ内に全てのリスクが集中する状況となっていた。

第二は、銀行の資金調達面の問題点である。OTDモデルにおける「長期貸し・短期借り」という満期（長短）ミスマッチのみならず、負債調達が容易だった一方、金融危機発生時には資産の換金が困難となったという意味での「流動性ミスマッチ」が改めて浮き彫りにされた。第三は透明性の問題である。トレーディング業務で取り扱う証券化商品や複雑なデリバティブ商品は、取引所や清算機関を通さない店頭取引が中心である。トレーディング業務の拡大に伴い、商品の複雑さに加え取引関係も複雑化した。シャドールバンクとの取引は店頭取引が中心であり、従って当該取引の透明性は改善されることなく、およそ外部からはうかがい知れないものとなった。またグローバル化に伴って必要以上にカウンターパーティ・リスクが高まり、金融システムを不安定化させることにつながった。

こうしたことから、一九八〇年代からの金融規制緩和の流れから一転して、リーマンショック後は欧米当局を中心に規制強化が唱えられるようになった。二〇〇九年以降本格化した国際金融規制改革で取り扱われる規制項目は、銀行自己資本規制の一層の強化、銀行破綻処理制度の整備、銀行構造改革、シャドールバンキング関連規制など多岐にわたる<sup>23)</sup>。本誌第二二巻第一号で紹介したように、金融危機後の欧州大手銀行は、ほぼ例外なく高リスクの投資銀行、トレーディング業務を縮小、資産運用など安定収益を確保できる業務へのシフトを鮮明にしている。しかし、いち早く資産運用業務重視に舵を切ったUBSと、最近まで投資銀行重視を掲げていたドイツ銀行やクレディスイスとは、経営戦略におお温度差がある。また、二〇一五年決算で六二億スイスフランの当期利益をあげたUBSに対し、ドイツ銀行は六七億ユーロの大幅赤字を計上するなど、業績格差も拡大している。金融危機の影響は、七年を経過した現

在もなお欧州大手銀行の将来を不透明なものとしたままである。

【参考文献】

〔邦文〕

小野亮 「二〇〇七」 「S & L 危機は再来するか 米サブプライム・ローン問題の現状」 みずほ総合研究所 『みずほマーケットイン

サイト』二〇〇七年三月一四日号

漆畑春彦 「二〇一三」 「影の銀行システムと国際的な政策対応」 『平成法政研究』 第一八巻第一号 二〇一三年一〇月

漆畑春彦 「二〇一六 a」 「欧州大手銀行の米投資銀行の買収と組織・人材改革」 『平成法政研究』 第二〇巻第二号 二〇一六年三月

漆畑春彦 「二〇一六 b」 「二〇〇〇年代における欧州大手銀行の国際投資銀行案件と金融危機までの状況について」 『平成法政研

究』 第二巻第一号 二〇一六年一〇月

漆畑春彦 「二〇一六 c」 「最近の国際金融規制改革の展開と大手銀行の戦略変更」 『平成法政研究』 第二巻第一号 二〇一六年一〇

月

漆畑春彦 「二〇一七」 「スイス二大銀行のグローバル戦略と一九九〇年代以降金融危機までの業務展開と組織」 『平成国際大学論

集』 第二巻 二〇一七年二月

〔欧文〕

UBS AG [2008], *Summary of the Remediation Plan in response to Issues Outlined in the Shareholder Report*, Aug.12

McCulley, Paul [2009] *The Shadow Banking System and Hyman Minsky's Economic Journey*, PIMCO, Global Central Bank Focus, May.

Financial Stability Board (FSB) [2011], *Shadow Banking: Scoping the Issues*, Apr.12

*Deutsche Bank Annual Report*, 1998-2015

*Credit Suisse Group Annual Report*, 2000-2015

*UBS Annual Report*, 2000-2015

*Euronomy*, 1998-2016  
*The Banker*, 1998-2016  
*Investment and Dealers' Digest*, 1998-2010  
*International Financing Review*, 1997-2016

## 【注】

- (1) 漆畑 [110-16a]
- (2) 漆畑 [110-16b]
- (3) 漆畑 [110-17]
- (4) 漆畑 [110-16c]
- (5) 小野亮 [110-07]「S&L危機は再来するか 米サブプライム・ローン問題の現状」みずほ総合研究所『みずほマーケットインサイト』二〇〇七年三月一四日号
- (6) 「シャドーバンク」の呼称は、米大手資産運用会社パシフィック・インベストメント・マネジメント(PIMCO)のポール・マッカレイ氏が、二〇〇七年八月に行った講演で初めて用いたとされている。マッカレイ氏は、「シャドーバンク」を「レバレッジを使ったノンバンクの導管体 (investment conduit)、ビークル (vehicle)、ストラクチャーの総称」と定義している。McCulley [110-09], p.3.
- (7) 漆畑 [110-13], pp.46-49.
- (8) レポ取引は、債券の貸借取引のことで、取引当事者の一方が他方に債券を貸出し、見返りに担保金を受入れ、一定期間経過後にこの債券の返還を受けて担保金を返却する取引。リバース・レポ取引は、レポ取引の反対で、借り手側が債権を担保として相手側から資金を借り入れる取引。
- (9) CDOは、優先劣後構造(CDOを構成する資産にデフォルト、クレジットイベントなどが発生した際、元本が優先的に確保される順位を設定)を持つ証券化商品である。一般的に、元本が優先的に確保される順からシニア債、メザニン債、劣後債といったトランシェ (tranche) ごとに分かれた債券、受益権に分割され、投資家に販売される。シニア部分には高格付けが付与される一方で利回りは相対的に低く、劣後部分はリスクが大きく格付けは低いが、利回りは高い。
- (10) FSB [110-11], p.9.

- (11) 一般的なCDOのように債券など現物資産から得られるキャッシュフローではなく、クレジット・デフォルト・スワップ(Credit Default Swap: CDS) などクレジット・デリバティブ取引を通じて得られるキャッシュフローを原資とし、投資家に対し利払いを行う新金融商品。現物資産のほかデリバティブなどのキャッシュフローを合成することで、より多額のキャッシュフローを生み出すことが可能なため、高利回りの証券化商品となっている。
- (12) 一九九三年連邦銀行法の銀行・証券兼業規制条項を指す。銀行・証券兼業規制条項は、①国債、政府機関債、州・地方債を除き、連邦準備制度加盟銀行本体による証券発行・引受を禁止(連邦銀行法第二六条)、②加盟銀行が主として証券業務を営む会社を系列化し親子関係になることを禁止(同第二〇条)、③証券会社の預金受入れを禁止(同第二二条)、④加盟銀行と証券会社の役員兼任を禁止(同第三二条)の四つである。このうち、第二〇条、第三二条は、一九九九年一月のグラム・リーチ・ブライリー法(Gramm-Leach-Bliley Act)成立に伴い廃止されている。同法成立に伴い、銀行は金融持株会社(Financial Holding Company: FHC)を設立し、その傘下子会社として証券会社・投資銀行を設立することで(銀行もFHCの傘下子会社となる)、投資銀行専門業者とほとんど同じ内容の証券・投資銀行業務に従事できることとなった。
- (13) 特にレポ取引については、レポ市場で調達した資金で再度証券を購入し、当該証券を担保に再びレポ市場で資金調達するといった行動も、銀行バランスシートが膨らむ要因となった。
- (14) 投資銀行が、資金調達や証券の借入・保管、決済の代行、リスク管理、オフィスの紹介など、顧客であるヘッジファンドの運営を支援する業務。
- (15) 例えば、先のCDOはそれを構成する債券のリスクを数学的に整理することで、高いリターンを実現する奇術的な商品といえる。CDOは、ハイリスクの債券とローリスクの債券をひとまとめにして組成されるが、ここでハイリスクの債券を多くまとめると、数学・統計モデルによって、理論上リスクの低下を図ることが可能となる。リスクが低下する分、当該商品の投資収益は増加することになる。金融商品の将来リスクは実質的に予測不可能なものにもかかわらず、数学的な操作の結果のみをもつて、「低リスク・高利回り商品」を謳い販売したというのが実態であった。
- (16) リーマンブラザーズの経営破綻が確定した二〇〇八年九月一日、バンク・オブ・アメリカ(Bank of America)は、大手投資銀行メリルリンチを約五〇〇億ドルで買収すると発表した。続いて、大手投資銀行ゴールドマンサックス、モルガンスタンレーが、中央銀行からの流動性供給を確保する目的で、銀行持株会社(Bank holding company: BHC)を設立し銀行免許を取得、連邦準備制度理事会(FRB)の監督下に入ることが明らかとなった。そしてさらに、同年一〇月、モルガンスタンレーは、三菱UFJフィナンシャル・グループから九〇億ドルの出資を受け入れた。

- (17) *International Financing Review*, Jun 4, 2005, p.36.
- (18) バークシャー・モージェジは、ドイツ銀行のグローバル・コーポレート・ファイナンス部門のグローバル不動産債券市場グループ (Global Real Estate Debt Markets group within Global Corporate Finance business) に組み込まれた。チャペル・ファンディングは、グローバル市場住宅ローン担保証券 (Global Markets Residential Mortgage Backed Securities : RMBS) プラットフォームの一つである「dbホームレンディング (db home lending)」のブランドで貸付業務を行うことになった (ドイツ銀行は、当該ブランドで全米三六州で住宅関連貸付を行っていた)。また、モージェジITは、住宅モージェジ担保証券グループ (Residential Mortgage Backed Securities group) に属することになった。なおこの時期、欧米投資銀行は、ドイツ銀行と同様に相次いで米住宅ローン会社を買収している。例えば、二〇〇四年四月、メリルリンチは非定型住宅ローン会社のウィルシャー・クレジット (Wilshire Credit) を五、二〇〇万ドルで買収した後、二〇〇六年九月に大手地銀ナショナルシティからサブプライム層向け住宅金融子会社のファースト・フランクリン (First Franklin) を一三億ドルで買収した。モルガンスタンレーは、二〇〇六年八月、サブプライム層向け住宅金融会社サクソン・キャピタル (Saxon Capital Inc) を七億六〇〇万ドルで買収、リーマンブラザーズは、二〇〇三年から二〇〇四年にかけて二億一、九〇〇万ドルを投じ五件の買収を行い、オリジネーション (貸付の実行)、サービシング (債権回収) の基盤を整備・強化した。欧州投資銀行では、クレディスイスが二〇〇五年五月にサブプライム層向け住宅ローンのサービサー (債権回収会社) のSPSホールディングスを一億四、四四〇万ドルで、英バークレイズは、二〇〇六年五月に米大手行ワコビアのホームエクイティ (所有する住宅の正味価値、ホームエクイティを担保としこの正味価値を貸付限度として組まれたローン) の債権回収子会社ホームエクス・サービシング (HomeEq Servicing) を四億六、九〇〇万ドルで各々買収している。
- (19) *Deutsche Bank Annual Report*, 2005, p.30.
- (20) 例えば二〇〇六年、同行は、全米ヒスパニック・モーゲージ協会とともにヒスパニック系及び移民者向け住宅関連貸付を促進するためのジョイントベンチャーを設立している。
- (21) UBS AG [2008], *Summary of the Remediation Plan in response to Issues Outlined in the Shareholder Report*, Aug.12
- (22) 統計的手法を使って、市場リスクの予想最大損失額を算出する指標。保有している資産を、将来のある一定期間保有すると仮定した場合に、ある一定の確率の範囲内 (信頼区間) で、マーケットの変動によって、どの程度の損失を被る可能性があるかを計測したもの。
- (23) 漆畑 [二〇一六c], pp.4-13.