

氏名 (生年月日)	ニイ ガタ アツシ 新 形 敦 (1970年7月30日)
学位の種類	博士 (経済学)
学位記番号	経博乙第60号
学位授与の日付	2014年3月20日
学位授与の要件	中央大学学位規則第4条第2項
学位論文題目	サブプライム危機, 欧州債務危機と欧米大手行 —80年代以降の行動原理とポスト金融危機における展望—
論文審査委員	主査 田中 素香 副査 中條 誠一・井村 進哉 代田 純 (駒澤大学経済学部教授)

内容の要旨及び審査の結果の要旨

1. 本論文の課題と意義

本論文は、1980年代以来「グローバル・ユニバーサルバンク」というビジネスモデルを追求してきた欧米大手銀行とグローバル金融危機（サブプライム危機と欧州債務危機）との関係を究明し、さらにポスト危機の時代のそれら大手銀行の転換しつつあるビジネスモデルの行方を展望することを課題としている。

本論文が対象とするのは欧米の13の巨大銀行である。その内訳は、アメリカ5行（JP モルガン チェース、シティ、バンカメ、GS、MS）、独仏スイス合計6行（ドイツ、BNP パリバ、クレディアグリコル、ソシエテジェネラル、UBS、クレディスイス）、英国2行（RBS、バークレイズ）、合計13の欧米最大手銀行である。これらの巨大銀行は、欧州委員会や欧州中央銀行の文献がLCBG (large Complex Banking Group) と命名した巨大複合銀行グループを形成している。

これら巨大銀行グループは1980年代からの金融自由化や大企業の直接金融化、さらに機関投資家によるポートフォリオ投資の巨大化に対応するために、「グローバル・ユニバーサルバンク」モデルを共通して追求するようになった（ユニバーサルバンクとは商業銀行業務と投資銀行業務を兼営する銀行である）。ところが21世紀に入ると、それら欧米大手銀行は、欧米双方でのクレジット・ブームに対応するために、トレーディング活動を利潤獲得の中核に据える「トレーディング至上主義」の経営（筆者が「21世紀型OTDモデル」（OTD: Originate to Distribute）と命名した、偏ったビジネスモデル）へと急速に転換していく。筆者は、その詳細な分析を行った上で、リーマン・ショックから発展したグローバル金融危機とユーロ危機をその視角から捉え直し、統一的な説明に挑戦する。次いで、ポスト・グローバル金融危機の時期に移り、危機後の金融規制の強化について分析した上で、規制の下で欧米大手銀行が直面しているビジネスモデル転換のパターンを類別し、米欧英の銀行に当てはめるとともに、そのゆくえを展望するのである。

本論文の研究方法の特徴は、①個別銀行毎に第一次資料を系統的に収集・加工して集計し、分析の基礎としている、②2000年代初頭以降、毎年数度の欧米現地でのインタビュー調査で研究対象とする個別銀行の細部に至るまで実態を捉えている、③それらの知識を銀行のビジネスモデルという形で整理し、危機前、危機中、危機後の欧米最大手銀行の行動を分かり易く示している、点にある。筆者は銀行系シンクタンクの研究者である。その系列のアナリストはそうした方法をとる傾向を一般的にもつということではできようが、10年以上にわたって系統的に続けてきた研究をビジネスモデルの分析で一貫させて体系的にとりまとめた実証的研究はあまり見られず、大変貴重なまた有意義な研究となっている。

2. 本論文の構成と各章の概要

本論文は、はじめに、本論 10 章、おわりに、補論（参考資料）から構成される。「はじめに」で、研究目的、分析視角、分析対象の概要と先行研究などについて述べた後、第 1 章から第 10 章まで本論を展開し、最後に「おわりに」で本論文の分析の総括と残された課題について述べている。補論では、上記の欧米最大手 13 行およびアジア地域を主要な活動舞台として「グローバル・ユニバーサルバンク」モデルを展開しているアジアの大手 11 行に関する資料の呈示と簡単な分析を行っている。本論文の内容構成は次の通りである。

はじめに

第 1 章 1980 年代以降の金融自由化と欧米大手銀行のビジネスモデルの形成

第 2 章 2000 年代のクレジット・ブーム

第 3 章 クレジット・ブームにおいて欧米大手銀行が果たした役割

第 4 章 グローバル・ユニバーサルバンクから 21 世紀 OTD モデルへの変質

第 5 章 サブプライム危機

第 6 章 欧州債務危機への連鎖

第 7 章 ポスト金融危機における金融規制の強化

第 8 章 ポスト金融危機における欧米大手銀行の動向

第 9 章 今後の銀行業界

第 10 章 シャドールバンクとの関係

おわりに

補論（参考資料）

第 1 章では、1980 年代に上記欧米最大手 13 行のビジネスモデルがグローバル・ユニバーサルバンクという共通のモデルに収斂していく論理とプロセスを、金融自由化と実体経済の双方から、説明している。従来の預貸金利スプレッドに依存した収益構造は、1980 年代に金融自由化が進展するにつれて競争の激化による預貸金利スプレッドの縮小に直面する。また欧米の大企業は直接金融へと移行していった。このような銀行業の収益構造の転換は、大手銀行に投資銀行業務の取り入れと

その強化を強制する。また大手投資銀行は、グループを形成して活動し、その一環として預金を信用のベースとする大手商業銀行からの借入に依存するようになる。このような形で、大手銀行のユニバーサルバンク化が進展した。また米銀は1980年代からユーロダラー市場の利用を目当てにロンドン市場へ進出し、ロンドンを足がかりにさらに欧州大陸へ進出していく。守勢に立たされた大陸の大手銀行はそれに対抗してまずロンドンでマーチャントバンクを合併・買収するなどの形で投資銀行業務を強化し、次いでアメリカへと進出してM&Aなどで投資銀行部門を強化していった。こうして欧米双方で大手銀行はグローバル・ユニバーサルバンクという共通のビジネスモデルを展開することになった。第1章では金利マージンの低下トレンドや欧米大手銀行による投資銀行の合併・買収の事例などが詳細に示されている。

第2章では、サブプライム危機の主要な舞台となった2000年代の米国の金融市場の状況を確認する。米国では2000年代冒頭のIT不況をきっかけに低金利政策が大胆に実施され、FF金利は2003年6月史上最低の1%にまで引き下げられた。株価は金利低下に呼応する形で上昇し、米国はクレジット・ブームに突入する。すなわち、豊富な流動性を背景に、株式市場、債券市場、さらに新規の金融商品〔CDO (Collateralized Debt Obligation: 債務担保証券) やCDS (クレジット・デフォルト・スワップ) など〕を含むデリバティブ市場が急伸した。米国でのCDOの発行額は2003年の約900億ドルから06年の約5200億ドル超(ピーク)へ6倍弱、同じくCDS(想定元本ベース)は2003年の約4兆ドルから2007年のピークには62兆ドルに急膨張している。米国の住宅ローン市場はこのようなクレジット・ブームの牽引役となった。米国住宅価格(ケース・シラー全米指数)は2000年の100からピークの06年に190へ上昇した。住宅ローンと関連する民間MBS(住宅ローン担保証券)やエージェンシー債も拡張した。サブプライム・ローンの組成額は2001年約980億ドルと「コンフォーミング・ローン」〔GSE (Government Sponsored Enterprises) が証券化のために買い取り対象とする住宅ローン〕の1割にすぎなかったが、ピークの2006年には9143億ドルとコンフォーミング・ローン9169億ドルと肩を並べるまでに急増した。第2章はこのように様々な指標を用いて2000年代の米国のクレジット・ブームを描き出す。

第3章は、このクレジット・ブームにおいて欧米大手銀行が果たした役割を投資銀行業務に焦点を当てながら実証分析する。そもそも投資銀行業務には大きく2種類の業務がある。第1は、資本市場での資金調達時点の発行市場において主に事業法人が債券や株式を発行する際に債券引受(DCM: Debt Capital Market と呼ばれる)や株式引受(ECM: Equity Capital Market と呼ばれる)を行うプライマリー業務(狭義の投資銀行業務)、第2は、主に投資家を顧客に、流通市場で既発の債券や株式の売買仲介(ブローキング、マーケット・メイク)や自己勘定売買を行うトレーディング業務である。トレーディング業務は、①ブローカレッジ業務(顧客の証券売買の取り次ぎであり、委託手数料が収益源)、②マーケット・メイク業務(自らが顧客の取引相手となるので、業務において証券保有在庫を抱え、保有に伴うリスクを負う)、③自己勘定取引(顧客取引とは関係なく自ら能動的に投資して収益を追求する。ヘッジファンド等機関投資家と同種の業務。プロプライエタリ取引ともいう)、に分けられる。投資銀行業務は伝統的にプライマリー業務が中心であったが、

2000年代にはトレーディング業務の収益はプライマリー業務を大きく凌駕するようになっており、2006年の米国では前者は後者の4倍に達していた。この「主従逆転」の背景として、筆者は、①プライマリー業務の収益性低下、②流通市場の発展、③家計部門の金融資産蓄積と機関投資家の資産運用、を指摘する。③については、運用資産の急騰が2000年代に見られる。世界の投資信託の運用資産は2001年の約12兆ドルから07年26兆ドルへ（ピーク）、世界の年金基金の運用資産は同じく15兆ドルから30兆ドルへ、ヘッジファンドの運用資産は同じく5000億ドルから2.1兆ドルへ、SWF（ソブリン・ウェルス・ファンド）の運用資産は1兆ドルから4兆ドル（2008年）へ、いずれも倍増から4倍増となっている。このようなクレジット・ブームの中で欧米大手銀行は、①リテール業務（住宅ローンやクレジット・カードローンの組成者）、②投資銀行業務においては住宅ローンやクレジット・カードローンを証券化する証券化主体、そして③投資銀行業務の主力であるトレーディング業務ではグローバルな機関投資家に対する証券化商品の売買相手、という一連の役割を果たした。サブプライム危機との関連で重要になる民間MBSは欧米大手銀行が民間MBSとして証券化することを前提に成り立つ仕組みであった（MBS住宅ローン担保証券はGSEの買取基準に満たないサブプライム・ローンや高額のジャンボローンなどを含む。なおサブプライム・ローンを除いて民間MBSを取り上げる統計もあり、すぐ次の文章では両者を分けている）。1983年～2008年を総合して見ると、サブプライムMBSの39%、民間MBSの66.8%は商業銀行により原資産が組成されていた。これに投資銀行を加えると、サブプライムMBSの約6割、民間MBSの約8割が商業銀行または投資銀行によって組成されていた。また組成したMBSの引受主体では、サブプライムMBSや民間MBSを含むすべてのMBSにおいて、ほぼ全額が、商業銀行と投資銀行で占められていた。アメリカの民間MBSの発行額は2000年のわずか900億ドルから2006年には7000億ドルへ、8倍弱にまで急激に増加した。欧米大手銀行は投資銀行機能を持つグローバル・ユニバーサルバンクとなることで、組成したローンを自ら抱え続けることなく、証券化を通じてグローバルに機関投資家に販売できるようになった。そして、機関投資家に販売できるがゆえに、サブプライム・ローンなどのGSE買取対象外のローンも積極的に組成することができたのである。

第4章は、以上の展開を踏まえて、グローバル・ユニバーサルバンクというビジネスモデルの「21世紀型OTDモデル」へ変質を論じる。このモデルの核心は上記大手銀行のトレーディング至上主義である。上述したように、もともと投資銀行は証券発行の際の引受のような「プライマリー業務」（資金調達業務）が中心であったが、21世紀においては、投資銀行業務の中軸が「セカンダリー業務」の中のトレーディング業務（資金運用支援、証券売買仲介など）に移った。トレーディング業務は、機関投資家などを相手に、証券の売買を繰り返すのであるが、そのためには、①巨額の証券を銀行自身が保有しなければならない、②それら証券の獲得のために銀行自身が原資産調達をはかることとなり、リテール業務（住宅ローン供与やカードローンその他のリテール業務）はトレーディング業務に従属する形で発展していった。米国大手銀行だけでなく、欧州大手銀行もアメリカで多数の住宅ローン供与会社を買収し傘下に収めた。大手銀行は原資産を増大させる必要があったためサブプライム・ローン証券の大規模な収集へと動き、このプロセスは同時に巨大銀行の保有証券

の拡大を通じてバランスシートの膨張を招いた。③バランスシートの資産側の膨張は負債側では市場性短期資金への依存度の上昇となり、危機への耐性を弱めることになった。④ヘッジファンド等シャドバンキング（ノンバンク）との相対取引において、複雑な不透明な関係の発展が起きた。なお、OTD活動自体はすでに1990年代に現れていたが、2000年代のクレジット・ブームの中でトレーディング至上主義のOTD活動が大規模に展開するようになる。「21世紀型」という命名は1990年代との差異を明確にする意図によるものである。

第5章はサブプライム危機を取り上げ、主として危機における欧米大手銀行の行動を論じる。上述の13行はいずれもサブプライム危機によって大打撃を被り、また仏銀・英銀などはユーロ危機にも巻き込まれていく。サブプライム危機を筆者は3段階に区分する。すなわち、ベア・スターン傘下のヘッジファンドの流動性問題の段階（07年6月からリーマン・ショックまでの第1段階：証券化商品市場関与金融機関中心の流動性危機）、健全性危機の段階（08年9月から09年初までの第2段階：全面的流動性危機から一部金融機関の資本不足の懸念される健全性危機の段階へ）、古典的金融危機段階（09年初以降：金融機関の体力疲弊から実体経済が悪化し不良債権比率を上昇させる段階）へと至った。第5章ではこのようにサブプライム危機の段階的進行を指摘した後、この危機は21世紀型OTDモデルの限界と課題を明らかにした点に危機の本質を見るべきだと主張する。すなわち、サブプライム危機により、①トレーディング依存型モデルの限界、②資金調達構造の問題、③シャドバンキングとの相互依存関係の問題、④ドル不足によるグローバル化の問題、が明らかになったとする。とりわけトレーディング業務への過度の依存が限界を露呈した点を重視する。「トレーディング至上主義」の下で、欧米大手銀行はトレーディングの売れ筋プロダクツの組成のために住宅ローン会社を買収してまでサブプライム・ローンを買集めたが、住宅価格の下落とともに裏付け資産の価格が急落し（在庫として保有していたサブプライム・ローン、機関投資家相手のマーケット・メイク目的で保有していた証券化商品、自己勘定で保有していた証券化商品などの価格の暴落）、巨額損失の計上を余儀なくされた。つまり「21世紀型OTDモデル」は原資産の価格下落によりビジネスモデルの維持が不可能となったのである。ただし、投資銀行業務でも債券・株式引受のようなプライマリー業務は堅調に推移したのであり、今回の危機と業際規制とを直接に結びつけるのは適切とはいえない、と述べる。

第6章「欧州債務危機への連鎖」は、ユーロ圏大手銀行を中心に分析されている。視点は、「21世紀OTDモデル」の後遺症のダメージが大きかった、という点である。欧州大手銀行が米英に進出し、現地の大手と何ら変わらないトレーディング業務を行って、同様の損失を被った。危機においてドル資金調達の困難に直面した。それは、まさに「21世紀OTDモデル」を展開したことによる。とりわけフランスの大手銀行が危機に巻き込まれたのは、南欧国債の購入といったバランスシートの面だけでなく、21世紀OTDモデルを発展させる中で市場性資金への依存度が高まり、それが危機への抵抗力を弱めたからである。この章では大手米銀と大手欧銀との業績比較が、国債利回り、CDSスプレッド、公的資金投入、不良債権比率などの指標を使ってなされており、興味深い。また欧銀の危機には、ドル資金供給をMMF（マネー・マーケット・ファンド）のようなシャドバンキン

グに依存していたことから、ドル資金調達困難に陥り市場の標的にされた点を指摘し、シャドーパーキング依存の21世紀型OTDモデルの後遺症がユーロ危機深刻化の一因であるだけでなく、シャドーパーキング依存と不可分であった点も明快に説明する。

第7章「ポスト金融危機における金融規制の強化」では、BISと米英欧の規制強化の概要を示し、その中核は、「トレーディング収益依存型モデルの修正」であることを明らかにする。すなわち、バーゼル2.5（09年7月発表）あるいはバーゼルIII（2013年1月より段階的に導入）、米国のドッド・フランク法（第619条でいわゆるボルカー・ルールによる自己勘定取引禁止を規定）、英国のヴィカーズ委員会報告（グループ内でリテール業務をトレーディング業務から分離して別途法人として囲い込む、いわゆる「リング・フェンス」案）、EUのリーカネン報告（グループ内でトレーディング部門とリテール部門を分離し、後者を預金保険制度など公的保護の対象とするが、破綻処理においてはペイルインを主要な手段とする）などで示された規制強化の概要とIMFによる主要な規制の影響報告を紹介している。さらに金融規制は「バランスシート構造の変化」「収益構造の変化」を迫り、銀行のビジネスモデルの変更につながるが、とりわけ投資銀行業務に与える影響が大きいとする。

第8章「ポスト金融危機における欧米大手銀行の動向」では、循環的要因と構造的要因に分けて欧米大手銀行を取り巻く環境を明らかにしている。循環的要因としては欧米経済の中期的な低成長による銀行収益への影響と金利環境、すなわち非伝統的金融政策による長期金利の低下と金利収入への制約がある。構造的要因としては銀行に対する金融規制の影響を指摘できる。とりわけ「21世紀型OTDモデル」に過度に傾斜していた欧州・英国の銀行にとって循環的と構造的の両要因が不良債権や訴訟問題などの形で重くのしかかり、ビジネスモデルの再構築を迫られる度合いが大きいと指摘する。UBS、ドイツ、クレディスイス、バークレイズなどはトレーディング資産の削減とビジネスモデルの転換を急いでいる。しかし、相対的に成長率が高く金融市場も活発な米銀の優位と米欧格差が明らかになっている。他方米銀はボルカー・ルールに対応して、自己勘定取引の廃止や縮小を急激に進めている。事業存続の判断を迫られる中で、大手銀行は各業務を精査して、銀行の諸部門（ビジネスライン）の「拡大（投資）」「改善」「現状維持」「撤退」の4つのプロセスの最適の組み合わせを追求している点を明らかにする。①トランザクション＝資金決済、貿易信用、証券保管・管理・決済業務＝カスタディー業務）、②資産管理、③リテール、④投資銀行、の4つのビジネスラインに分けて危機前と危機後を比較し、また米、欧、英を区別して再編の方向性を明らかにしている。なお「トランザクション業務」には資金決済、貿易信用、カスタディー業務という一見すると関連の乏しい業務が包摂されているが、その共通項は「決済」である。機関投資家など顧客による巨額の注文に瞬時に対応して決済する能力を備えなければならず、システム設備に巨額の投資を要求される。このように区分してみると、グローバル・ユニバーサルバンクというモデルを継続できるのは米銀であり、欧州銀行はリージョナル・ユニバーサルバンクへ傾斜している。一部米銀と一部欧銀はグローバル・スペシャリスト銀行（富裕層相手の資産管理を中心とする諸業務を担う）に特化しつつあるが、トランザクション業務とのシナジーなどの追求は避けられないと述ベ

ている。この章では、欧米大手銀行のビジネスライン別の収益構造、資産構成の推移、欧米大手銀行のトレーディング収益の動向など、貴重な資料が図示されている。

第9章「今後の銀行業界」では、米欧アジアの金融資本・市場を概観して、アジアの伸びの高さと欧州（英国を除く）銀行の対アジア・エクスポージャーの低下とを確認した後、アジア規模のユニバーサルバンク化が進んでおり（トレーディング業務の拡大を含めて）、グローバル・ユニバーサルバンクというビジネスモデルはグローバルには発展を止めてないとする。

第10章の「シャドバンキングとの関係」では、ポスト危機の時期に、ミューチュアル・ファンド、MMF、大手資産運用会社（ブラックロックなど）など、相対的に規制の緩い部門に資金が流入し、資産規模が急激に膨れあがっている。預金の取れないこれらの部門での資産急増は金融危機のリスクを高めるとして、今後はシャドバンキング規制が課題になると指摘している。

「おわりに」では、全体を総括している。

補論（参考資料）では、欧米13行各々の財務状況など主要な特徴を紹介するとともに、「グローバル・ユニバーサルバンク」モデルの普遍性を主張し、あるいは欧米最大手銀行との比較のために、アジアの11の大手銀行（日本のいわゆる「3メガ銀」を含む）を取り上げ、やや詳細に説明している。

3. 本論文の評価

本論文の目的は、サブプライム危機と欧州債務危機という形で連続して発生したグローバル金融危機の原因が、1980年代以来の銀行と証券の業際規制緩和という金融自由化の進展のなかで形成された「グローバル・ユニバーサルバンク」という欧米大手銀行のビジネスモデルの「変質」にあったことを明らかにするとともに、金融規制の強化というポスト金融危機における新たな環境下での、欧米大手銀行を中心とした今後の大手銀行業界の姿を展望することにある。

本論文の特徴は次のようにいうことができる。

第1に、本論文が、グローバル金融危機の原因が欧米大手銀行のビジネスモデルにあったという視角から一貫した議論を展開している点である。筆者は、グローバル金融危機において欧米大手銀行こそがグローバル金融市場を大混乱に陥らせた当事者でありビジネスのやり方に問題があったと考えざるを得ないという認識の下に、グローバル・ユニバーサルバンク・モデルとその「変質」、さらにその転換という論理展開を行っており、危機以前、危機期、ポスト危機の時期を一貫して説明できる点で、方法として優れている。危機前についてはグローバル・ユニバーサルバンクというモデルによって統一的な認識が可能になる。危機においてもビジネスモデルに着目することによって、危機に関する一貫した説明が可能となっている。グローバル金融危機の原因の分析は多様であるが、一定の立場を一貫して主張できる点は長所と評価できる。またポスト金融危機においても欧米大手銀行の行動様式を総括的に捉えることができる点において、この方法はその意義を主張できるであろう。ポスト危機の今日において欧米大手銀行のビジネス慣行を批判する議論は多々あるものの、問題の本質の所在については、必ずしもコンセンサスが確立されていないと考えられるので

あり、ビジネスモデル・アプローチには今日的な意義をも認めることができる。

第2に、グローバル金融危機の直接の原因を「21世紀型 OTD モデル」への変質に見て、この「モデル」の内的構造とともにその転倒性を明らかにしている点を評価できる。欧米大手銀行のビジネスモデルの問題点は、2000年代の米国を中心としたクレジット・ブームのなかで、1980年代の金融自由化以来、欧米大手銀行が追及してきた、グローバル・ユニバーサルバンクが変質し、証券流通市場において機関投資家などの証券売買を行うトレーディング業務を過度に重視するビジネスモデルに転換したことにありと本論文は主張する。クレジット・ブームの拡大局面において収益率の高いトレーディング業務を拡大するためには、サブプライム・ローンを含めて原資産の拡大が必要であった。サブプライム危機の本質は、21世紀型 OTD モデルを維持するために、信用リスクの高いサブプライム・ローンを使用したことにあり、とする本論文の主張は説得的である。CDO や CDS といった金融技術を駆使したものの、原資産が持つ本源的リスクまでは消去できない。本源的リスクを消せない以上、トレーディング業務で収益を計上し続ける 21 世紀型 OTD モデルは持続不可能であった。

第3に、21 世紀型 OTD モデルの問題点として、「トレーディング至上主義」のほかに、欧米大手銀行のバランスシートの資産・負債両面での取引における問題点を指摘している点も重要である。バランスシートの資産面ではヘッジファンド等の機関投資家との取引が活発化すると同時に、負債面においてもマネー・マーケット・ファンド (MMF; Money Market Fund) などのシャドーバンキング経由で資金調達された。このようなバランスシートの両側でのシャドーバンキングとの取引は、取引所を介さない相対取引である。店頭 (OTC; Over-the-Counter) 取引というベールで覆い隠されており、透明性の欠如からカウンターパーティー・リスクを高めて金融危機を増幅させることにつながった。このようにして、「21 世紀型 OTD モデル」の問題点は全面的に明らかにされている。第2、第3の特徴は、大手銀行の実務を長年にわたって実地に分析してきた筆者の経験の賜物として、可能になったといえる。

本論文は、サブプライム危機の原因として、①金融規制の緩和 (業際規制の緩和)、②安易な与信審査など証券化に関わる問題、③格付け会社の問題、④時価会計問題、などが指摘されていたと指摘した上で、上述した①～⑤の指摘には一定の妥当性はあるものの、それらの原因説では、グローバル危機として展開した理由が明らかにならない点で問題があるとする。実際にも、米国の S&L (貯蓄貸付組合) 危機、北欧危機、日本の金融危機の主要プレーヤーは国内金融機関であり、したがってグローバル危機に発展しなかったのであり、グローバル・ユニバーサルバンク化とさらにその「変質」した「21 世紀型 OTD モデル」にこそ原因を見るべきだと主張するのである。またこれら大手銀行の将来を展望する際には、債券・株式の引受などプライマリー業務は健全のままに推移したのであり、投資銀行業務が総崩れになったわけではないし、グローバル・ユニバーサルバンクというモデル自身の欠陥によるものではないという点を重視している。また、OTD モデル自体もサブプライム危機の説明にはかならずといてよいほど提出されていたが、このモデルの内的構成の詳細は明らかになっていなかった。本論文は、欧米大手銀行のビジネスモデルに踏み込むことによって、こ

の点の詳細を明らかにしており、功績のひとつとあってよい。このような危機の原因説の展開には、欧米大手銀行を業界の最前線で長年追跡してきた筆者ならではの経験が生きている。

第4に、本論文がポスト危機の金融規制について、トレーディング収益依存の修正（バランスシートの資産側）、資金調達構造（同じく負債側）における流動性規制、さらに OTC デリバティブ規制の3つのモデルを示した点は独自性として評価される。もっとも金融規制論の本格的展開は本論文の課題からはずれるため、規制論としてはなお論じるべき点が残るのも事実である。

第5に、本論文は、実証分析・実態調査をベースとしているとはいえ、日本語文献32編、英語文献54編を参照しており、学術面からの知識の吸収を十分に心がけている。実際、最前線での事情聴取や分析は関連する重要文献の参照なしになしえないことは明らかである。本論文はまた47の図、13の表を掲げているが、そのかなりのものは第一次資料から筆者が直接に加工・作成したものであり、資料的価値が高い。

4. 本論文の問題点と課題

本論文には問題点も残っている。その一部は本論文の範囲内の問題点であり、その大部分は対象から外れている領域に属している。

第1に、欧米の商業銀行のグローバル・ユニバーサル化は理解が容易だが、米国投資銀行のグローバル・ユニバーサル化については十分な説明がなされていない点である。投資銀行は預金をとることができないので、ユニバーサル化のなかの商業銀行的要素をどのように内部に取り入れるかについて固有の問題を抱えることになるが、その点の解明は十分になされているとは言いがたい。この点を明らかにしようとするれば、もともと証券業務を兼営する形でユニバーサルバンクを経営していた巨大銀行が米国投資銀行の挑戦を受けて英米のマーチャントバンクを合併しつつグローバル化したドイツ型（ドイツ銀行）、金融コングロマリットともいべき銀行グループとしての業務（バンキング）においてユニバーサルバンク化するアメリカ型（とりわけ投資銀行にあてはまる）、1980年代からEU単一市場とEU統一通貨を展望しつつ、国家の支援の下に寡占銀行体制が形成されそのうちの最大3行がグローバル化展開へと向かったフランス型、さらにイギリス型、スイス型といった、国別の詳細なユニバーサルバンク発展論を必要とするのであるが、本論文の主たる関心はトレーディング至上主義の「21世紀OTDモデル」への欧米銀行活動の収斂とその破綻・再生の方向性にあるため、そうした細かな論点には踏み込んでいない。今後の課題とすべきであろう。

第2に、ポスト危機の時代におけるグローバル・ユニバーサルバンク・モデルの分化について述べつつも、「グローバル・ユニバーサルバンクというビジネスモデル自体は必然であろう」と主張している点である。ポスト金融危機においては、グローバル・ユニバーサルバンクは、もはや欧米大手銀行の共通戦略ではなくなり、欧米大手銀行の経営戦略は分化する方向にある。すなわち、①引き続きグローバル・ユニバーサルバンクを維持できるのは米銀を中心とした一部にとどまり、②地理的範囲を縮小して母国周辺に回帰する銀行、③トレーディング業務縮小に向けたビジネス・ポートフォリオの変更を行う銀行、の3つに分化しつつある。このように方向性を明確に示した点は

本論文の功績であるが、そのように述べつつも、この間の欧米大手銀行の問題は、21世紀型 OTD モデルに結実したグローバル・ユニバーサルバンクの「変質」にあり、目指してきた方向が間違っていたわけではない、と主張している。実際、金融危機の影響が小さかったアジアの大手銀行の間では、「アジア域内でグローバル・ユニバーサルバンク化が進んでいる」、として、グローバル・ユニバーサルバンクというビジネスモデル自体は今後も自然のコースとしている。そうすると、「ユニバーサル」の範囲が問題となる。アジア域内で進むグローバル・ユニバーサル化というのは名辞矛盾のように見える。それはアジア地域における展開であるから、リージョナル・ユニバーサル化ではないか。欧州大手銀行の一部が欧州地域に後退して地域的な活動に活路を見いだそうとしているのであれば、それはリージョナル化への方向性であって、グローバル化とは区別されるべきではないか。本論文の「グローバル化」とは欧米大手銀行の米英欧にまたがる活動を指していた。米国市場あるいは英国市場から後退して欧州大陸での活動を強化する動きは、グローバル・ユニバーサル化とは区別されるべきではないだろうか。

第3に、21世紀金融の特徴ともいえる「過剰な」流動性と超低金利について、議論の前提とされていて、ほとんど説明がなされていない点である。本論文は、欧米大手13行の分析を通じるミクロ分析によっているのだから、第一義的にマクロ的な現象である「過剰な」流動性や超低金利を与件とすることは方法的には当然ともいえるが、それら与件はミクロのレベルに影響しないわけにはいかない。この面の説明は本論文では行われていない。本論文も「おわりに」でそのことを指摘し、「今後の課題」としている。

第4に、金融自由化のプロセスにおいて、欧米大手銀行のグローバル・ユニバーサルバンク化と並行して進んだ製造業やサービス業の大企業の直接金融化の進展については指摘のみで、分析が提供されていないことである。また家計貯蓄の累積とその機関化、あるいは機関投資家の積極的な行動様式がグローバル・ユニバーサルバンクさらには欧米中小行の一部の国際活動を強制した面がある。そしてその事情は今日において本質的に変化しておらず、欧米大手銀行の今後の活動と絡み合ってくる。そうだとすれば、この面の分析にぜひとも取り組むべきであろう。

本論文はこのように問題点、課題を残すものの、「3. 本論文の評価」で述べたように、欧米大手銀行のビジネスモデルに焦点を据えて世界金融危機に一貫した説明を提供するなど、3で指摘した長所をもつ。また一次資料を自ら加工して、1980年代以来の金融自由化・グローバル化やサブプライム危機・世界金融危機そしてポスト危機の時期について貴重なデータを提供し、さらにポスト危機の欧米大手銀行の方向性について明確な分類を与えた。これら本論文の功績は学術的にも価値が高く、博士論文として十分な水準に達している。

以上の評価に基づき、審査委員は全員一致により、本論文が博士（経済学）の学位授与に値すると判定する。