

## ビッグ・バンとシティーの「ウィンブルドン化」

稲富, 信博  
九州大学大学院経済学研究院

<https://doi.org/10.15017/3734>

---

出版情報：経済學研究. 70 (2/3), pp.279-299, 2003-11-28. 九州大学経済学会  
バージョン：  
権利関係：

# ビッグ・バンとシティーの「ウインブルドン化」

稲 富 信 博

## I はじめに

1986年のビッグ・バン (Big Bang) 実施後、わずか10年余りで、シティーの投資銀行業務における主要プレーヤーは、すべて非英系の投資銀行や商業銀行となり、英系マーチャント・バンクや証券会社で生き残ったといえるのは独立路線をとったLazardsやN.M.Rothschild、そしてCazenoveのみとなった。シティーの完全なる「ウインブルドン化」である。ビッグ・バンは、もともとサッチャー政権の金融覇権戦略によって採られた措置であった<sup>1)</sup>。そして、その目的は、一方で、シティーの国際金融市場としての国際競争力の強化、具体的にはロンドン証券取引所(以下、LSEと略称)の国際競争力の強化と、他方で米系投資銀行に匹敵しうるグローバルな英系投資銀行を創造することにあつた。前者に関し、現時点では一定の成果を挙げたと評価できる。しかし、後者、グローバルな英系投資銀行の創造に関しては、その目的を達成できなかったばかりでなく、その野望を追求した商業銀行、マーチャント・バンク、証券会社すべてが、当該業務を外資に売却したり、買収による

吸収を余儀なくされたのであつた。また、グローバルな戦略を抱かずニッチ路線を追求した中堅マーチャント・バンクでさえ、Baringsを筆頭に身売りせざるをえなくなったのであつた。このような一産業分野における短期間で全面的な失敗は、企業史上きわめてまれな事件であるといわざるをえない。

英系企業の個々の失敗に関しそのたびごとに、*The Financial Times*などでその原因が指摘されてきたが、全面的な失敗の原因は未だ不明である。そうした状況の中で、P.Augar, *The Death of Gentlemanly Capitalism: The Rise and Fall of London's Investment Banks*, Penguin Books, 2000. はビッグ・バン以後の推移をインサイダーとして詳細に分析しているばかりでなく、全面的な失敗の原因を追究した点で、注目に値する。本書はイギリスではペーパーバックとして再版されたようにベスト・セラーとなったが、日本では管見の限りこれを利用・検討した研究はない。主として本書を利用しながら、ビッグ・バン後の失敗の経緯を明らかにし、その原因を検討するのが本論文の課題である。

筆者P.オーガー (Philip Augar) は、1978年にケンブリッジ大学で歴史学の学位を取得後、ブローカー商会Fielding Newson Smithに就職、89年から95年までNatWest Securitiesに在職しグロー

1) この点に関しては、稲富信博「国際資本市場の政治経済学」(SGCIME編『グローバル資本主義 第1巻 グローバル資本主義と世界編成・国民国家システム I 世界経済の構造と動態』御茶の水書房、2003年、所収) 参照。

バルな株式投資の責任者を勤め、さらに、Schrodersに移籍後98年に同社を退社している。20年間のシティーでの経験を踏まえ、83年以来シティーで生じた事態をまとめたのが本書であり、シティーの関係者とのインタビューや非公式な資料を利用しつつ、経営論的視点から記述されているのが特徴である。さて、彼の議論は、第1に、ビッグ・バンの開始が決定された83年以来何が起こったのかを詳細に明らかにし、「ウインブルドン化」の過程を追究している。第2にその原因を指摘し、第3に、「ウインブルドン化」はイギリス経済にとって無視できない事態であると警告している。この第3点に関し、「ウインブルドン化」しても雇用がロンドンで行なわれるのであるから問題はないという主張に対して、強く警告することが本書の狙いであり、イギリスで最も論議を呼んだのはこの部分であった。

本論文もこの順序に従って、上記の課題を果たす。その際、「英系投資銀行の消滅はグローバル化がもたらした……当然の一過程」<sup>2)</sup>と見做し、経済合理性の貫徹に偏した分析をするのではなく、イギリス金融当局、特にイングランド銀行のビッグ・バンに対する対応を重視しながら、課題を果たしたい。そもそも、ビッグ・バンの開始を決定したのは、83年7月の貿易産業大臣C.パーキンソン(C. Perkinson)とLSE理事長N.グッディソン(N. Goodison)の取引所規則に関する和解であって、きわめて国家の「決定」が影響を与え、その後の推移にも国家の「決定」「非決定」が大きく影響したからである<sup>3)</sup>。

2) *The Financial Times*, January 19 2000.

## II ビッグ・バン以前の証券業者と失敗の種

ビッグ・バン後の競争状況に関して、固定手数料から交渉手数料への移行、大手5社のジョバー商会による寡占状態にあったマーケット・メーカー業務への多くの業者の参入などから、過大な競争が予想されていた。実際、ビッグ・バン1年後に生じたブラック・マンデー(Black Monday)による証券不況以前から、過剰な競争に耐えることができず、早々に全面的撤退やマーケット・メーカーからの撤退、人員削減が生じた。87年3月からのわずか2年間においても、そうした事例としてのべ57件が挙げられる。そのうち英系業者の事例18件に対して、米系業者の事例の方が24件と多い<sup>4)</sup>。この点では、87年までの市場活況に乗じて付和雷同的にビッグ・バンに参加したという批判が英系業者だけでなく米系業者にも当てはまるが、早々に撤退したCitigroup、Chase Manhattanなどはその資本力や90年代の母国市場の活況を梃子にしてシティーへの再参入が可能であった。

しかし、英系業者の場合、資本力が過小なばかりでなく、機能を異にするLSE商会を新たに統合し新会社として組織・管理しなければならないという独自の困難を解決しなければならなかった。その困難が、ビッグ・バンという実験の全期間を通じて英系業者に影響を与えた。まず、この点を検討しよう。

3) この観点から分かるように、本論文は稲富信博、前掲論文と同様、国家の「決定」「非決定」を重視する国際政治経済学の分析手法を採り入れようとしたものである。国家の「決定」「非決定」に関してはS. Strange, *Casino Capitalism*, Blackwell, 1986, paperback ed., Manchester U.P., 1997. (小林襄治訳『カジノ資本主義』岩波書店、1988年)参照。

4) 証券問題研究会『欧米諸国にみる金融制度改革の動き』1989年、18頁。

オーガーによれば、ビッグ・バン以前のLSE会員商会の経営上の特徴は3つあった。規模が小さく、機能は明確に分離され、業務は国内向けであったことである。

第1に、各商会の規模は、第2次大戦後、機関投資家の増大に対処するため拡大してきたが、それでも、ブローカー商会のスタッフは最大数百人で平均では300人、ジョバー商会はそれより少ないという規模であった<sup>5)</sup>。結果、各人が見知っている関係であり、暗黙の規律やパートナーリズム（温情主義）が支配的で、忠誠心は強く解雇や移籍はまれであった<sup>6)</sup>。

第2に、ジョバー、ブローカーの機能は明確に分離されていたため、各商会の業務自体は単純であった。さらに、ブローカーの場合、Kleinwort Bensonの重役が「どのようにして委託ブローカーがトレーディングについて知りうるであろうか。彼は決してプリンシパル・リスク（principal's risk）を負わない」<sup>7)</sup>と語ったように、リスク管理技術をもってはいなかった。ただし、多くの会員商会はパートナーシップ形態を採っており、当然パートナーは無責任を負っていた。また、少数の有限責任会社も存在したが、LSE規則で取締役は無責任を負い、他方、アソシエイト・メンバー（associate member、商会には出資をせず雇われている会員）は

有限責任か無限責任かを選択できたが、ほとんどが無責任を選択していた<sup>8)</sup>。それゆえ、無限責任の規制が働いて、無謀なことをしないという形での非公式なリスク管理が存在していた。

以上の2つの特徴は、「伝統的にシティーのほとんどの商会は、管理を性に合わない厄介な考えであると見做してきた。ミドランドの工場主には何らかの意義があろうが、パートナーシップのエトスをもち毎年のボーナスをひとしく懸念することによって結び付けられている専門家にとって不適當である」と見做していたとの指摘に代表される<sup>9)</sup>。

第3に、資本移動管理が長く続いたため、業務のほとんどが国内証券を対象とするものであり、国内の個人投資家と機関投資家を相手とするものであった。実際、60年代後半には250社のブローカー商会の内、何らかの海外証券業務に従事していたのは多くて40社にすぎず、海外証券の売買額もLSE全売買額の2%にすぎなかったと推定されている。また、ユーロ債の取引の60%はロンドンで行なわれていたが、LSEで執行されていたのは1%にすぎなかった。さらに、70年代には資本移動管理が強化されたため、LSEが保持していた数少ない国際市場の1つであった南ア・オーストラリア鉱山株市場も衰退していった<sup>10)</sup>。また、海外証券に関する手数料自由化、2重資格制、SEAQインターナシヨ

5) 1977年、規模の点で第3位と第4位のジョバー商会、Smith Bros Ltd.とBisgood, Bishop & Co.Ltd.のスタッフ数は、それぞれ178名と98名であった（The Monopolies and Mergers Commission, *Smith Bros Limited and Bisgood, Bishop & Co.Limited, A Report on the Proposed Merger*, February 1978, p.10）。

6) C.Cathy and P.Thompson, *City Lives: The Changing Voices of British Finance*, Methuen, 1996, rep., 1997, pp.65,123.また、高率の所得税も人材流動を阻んでいた（*ibid.*, pp.66-7.）。

7) J.Wake, *Kleinwort Benson: The History of Two Families in Banking*, Oxford U.P.,1997,p.422.

8) The Monopolies and Mergers Commission, *op.cit.*, pp.9-10.

9) The Financial Times, *Financial Times Survey: City Revolution*, October 27 1986,p.XVI.

10) R.C.Michie, *The London Stock Exchange: A History*, Oxford U.P., 1999, pp. 465-6, 520-4. および W.M.Clarke, *Inside the City: A Guide to London as a Financial Centre*, Allen & Unwin,1979,p.84.（山中豊国、服部彰訳『現代の国際金融市場』文眞堂、1985年、93頁）

ナルがビッグ・バンに先駆けて導入されていた86年6月時点でも、会員商会の手数料収入のわずか5.4%が海外株式によるものであった<sup>11)</sup>。

要するに、会員商会の経営者は大規模な組織の管理技術や、ブローカーの場合、リスク管理技術をもたず、共通して国際的な業務の経験がなかったという弱点をもっていた。

そうした会員商会を83年以降、マーチャント・バンクや商業銀行が買収し、子会社として統合していったのである。マーチャント・バンクは、LSE会員より大きく、複雑で、リスクを認識し、より国際的であり、新たな事態に適していた。しかし、パブリック・スクールの出身者が多くを占め、パターナリズムを尊重し、反官僚的であったという欠陥をもっていた<sup>12)</sup>。また、商業銀行は組織化され、リスク管理の経験をもち、複雑で、国際的であり、なかならず規模が大きかった。だが、官僚主義的であり、北部やミッドランドのグラマー・スクール出身者が占められた経営者は、マーチャント・バンクやブローカーに共通するパブリック・スクール出身者の横柄で、直感的な自信過剰に挑戦する勇氣に欠けていた、とオーガーは指摘する<sup>13)</sup>。このような社会的背景の相違が企業文化の違いを一層際立たせ、統合過程で種々の軋轢を生んだのである。

さて、ビッグ・バンの開始を決定した83年から86年10月までに、CazenoveとSmith Brosを除いて、全ての一流LSE会員がLSEの部外者によって買収された。85年当時、LSEの会員商会

は、ジョバーが17社、ブローカー199社であったが、全部で75社のLSE会員商会が買収された。そのうち、32社は外国の金融業者、ほとんどはアメリカおよびヨーロッパの金融機関によって買収されたが、残り43社が英系金融機関によって買収された。この43社のうち、マーチャント・バンクが16社、商業銀行や他の金融業者が27社を買収したのであった<sup>14)</sup>。しかし、グローバルな投資銀行を志向できる資本と野心を有していたイギリス金融機関は少数で、それらとして、Barclays Bank、Mercury International Group (後にS.G.Warburg Groupと名称変更)、Kleinwort Benson、Morgan Grenfellの名前が挙げられていた<sup>15)</sup>。

さて、83年から86年のビッグ・バンまでの準備段階での統合の過程で、既に4つの失敗の種が播かれていたとオーガーは指摘する。

第1の失敗の種は、多くのことを非常に短期間で達成したことによる管理上の弱点である。統合された商会の規模は2、3倍以上に膨らんだ。親会社は管理技術をもっていたが、新しい子会社のスタッフが流失することを恐れて、子会社に経営上の独立性を与えた<sup>16)</sup>。これはリスク管理の面では特に有害であった。上述したよ

11) The Stock Exchange, *Quality of Markets*, First Report, October 1986, p.16, table 4.1.

12) C.Cathy and P.Thompson, *op.cit.*, pp.164-5.

13) P.Augar, *The Death of Gentlemanly Capitalism: The Rise and Fall of London's Investment Banks*, Penguin Books, 2000, pp.38-9.

14) W.A.Thomas, *The Big Bang*, Philip Allan, 1986, p.157. (鈴木芳徳他訳『イギリスの金融・証券革命』東洋経済新報社、1988年、23頁)

15) J.K.Sebenius and D.T.Kotchen, 'Morgan Stanley and S.G.Warburg: Investment Bank of the Future (A)', *Harvard Business School Research Paper*, 1998 January, p.4.

16) BZWの独立性に関しては、D.Rogers, *The Big Four British Banks: Organisation, Strategy and the Future*, Macmillan, 1999, pp.81-2. および M.V.Weyer, *Falling Eagle: The Decline of Barclays Bank*, Weidenfeld & Nicolson, 2000, pp.131-4, 136-7. Grieson Grantの独立性に関しては、J.Wake, *op.cit.*, p.427. 参照。また、Hoare GovettおよびJames Capelに関しては、*The Financial Times*, July 24, September 1, 1984. 参照。

うに、ブローカーにはリスク管理の経験がなかった。さらに、リスク管理技術をもつジョバーも、かつてより大きなポジションをもたなければならなかったからである。実際、Smith Brosが2社のLSE会員商会を買収して発足した、Smith New Courtの86年のポジションは3年前の5倍にもなっていたし、87年には9～10倍の規模に膨張していた<sup>17)</sup>。さらに、拡大した国際業務やポート・ディール (bought deal)、プログラム・トレーディング、デリバティブがリスク管理を複雑にした。

第2の失敗の種は、企業文化の変化と衝突であった。以前はパートナーとなる希望が忠誠心を生み出していたわけであるが、パートナーシップがなくなり、それに代わるものを統合された新会社は提供できなかった。ちなみに、ビッグ・バン前の買収によって、会員商会のパートナーのうち、750名の百万長者 (ポンド) が誕生したと推定されているが、彼らのほとんどはその金を上級のスタッフに配分しようとはしなかった<sup>18)</sup>。かくして、拝金主義が支配的となったため、愛社精神を構築するのは困難となり、人材流失が一般化することになったのであった。また、マーチャント・バンク、会員商会、商業銀行における報酬の差は、特に英系商業銀行では深刻な問題となった。そうした企業文化の衝突は、上述の社会的背景の相違によって一層悪化した<sup>19)</sup>。

第3の失敗の種は、親会社が十分な戦略をもたず、付和雷同的に買収に走ったことであった。周知のように、ビッグ・バンの開始を決定したのは、83年7月の貿易産業大臣とLSE理事長の取引所規則に関する和解であった。それ以前に、このような和解は模索され、予想されていたが、その事態に対して十分な戦略を準備していた商業銀行、マーチャント・バンクは少なかった。78年に固定手数料の将来的な廃止を予想し、長期的戦略を検討していたS.G.Warburgを別とすれば、比較的準備を整えていたBarclays Bankでさえ、明確な戦略をもってはいなかった<sup>20)</sup>。

そのため、投資銀行業務への進出に伴うリスクや、将来必要となる資本額を全く考慮に入れずに、83年7月の和解以後に急遽買収戦略を練り上げ、LSE会員商会の買収に走った。彼らの総資産に対する買収額の小ささが問題を真剣に熟慮させなかったのであった。結果、親会社である商業銀行の株主は、投資銀行業務への進出に伴うリスクやコストを知らされず、さらに潜在的な戦略的重要性を認識しないまま、買収を承認したのであった。それゆえ、事態が悪化し始めると、株主達は投資銀行業務に対して敵対的な姿勢をとることになった。マーチャント・バンクの場合、株主の説得に成功したが、必要な財源については徹底的には考えなかった。

さて、ビッグ・バン以前の英系金融機関の資本規模の小ささを示す資料として、表1のような数字が挙げられた。確かに、イギリスのマーチャント・バンクはアメリカの金融サービス会社や日本の証券会社の資本規模に劣っていたが、米系投資銀行には規模の点で届く範囲に

17) P.Augar, *op.cit.*, pp.105,352.

18) *Ibid.*, pp.81-2. スタッフに金銭的報酬を与えた少数の例外的商会はBZWとJames Capelで、前者は多数のセールスマンやアナリストに5～20万ポンドを配り、後者はHSBCによって与えられた買収金の15%を上級スタッフに配分した (*ibid.*およびM.Reid, *All-Change in the City: The Revolution in Britain's Financial Sector*, Macmillan, 1988, p.69.)。

19) J.Wake, *op.cit.*, p.426. M.V.Weyer, *op.cit.*, pp.132-3. D.Rogers, *op.cit.*, pp.157-9.

20) D.Kynaston, *The City of London*, vol.5, Chatto & Windust, 2001, p.633. D.Rogers, *op.cit.*, pp.78-9.

表1 主要企業の時価総額 (1983年)

(単位: £100万)

イギリス マーチャント・バンク		アメリカ 証券・金融サービス会社		日本 証券会社	
Kleinwort Benson	235	AmEx	4,800	野村	3,278
Hill Samuel	184	Merrill Lynch	2,648	日興	1,356
Charterhouse	171	Phibro Salomon	1,392	大和	1,219
Mercury Securities	122	E.F.Hutton	779	山一	1,046
Schroders	95	Paine Webber	430		
合計	972	合計	10,049	合計	6,899

(出所) *The Financial Times*, November 4 1983.

あった。例えば、84年、S.G.Warburgの株式資本はMorgan StanleyやDonaldson Lufkin & Jenretteを超過し、Goldman Sachsに幾分劣る程度に過ぎなかった。また、ビッグ・バン時点では、S.G.Warburgの株主資本は3億8200万ポンド、Morgan Grenfellのそれは3億7100万ポンドに増強された。しかしながら、シティーの全ての関係者は、ウォール・ストリートで81年以降多くの商會が構造変化を開始し、彼らに追い付くために必要となる資本規模が変化したことに気付かなかった。その変化は、81年Salomon BrosがPhilips Brosと合併したことを契機として開始され、以後、多くの投資銀行が公開企業となったり、合併し資本力を拡大した。特に、86年にはMorgan Stanleyは株式公開によって新たに2億5400万ドルの資金を獲得し、それに対抗してGoldman Sachsは住友銀行から5億ドルの外部資金を獲得した<sup>21)</sup>。こうして、イギリスのマーチャント・バンクにとって野心を実現するのに必要な財源のギャップが広がり続けていたのであった。

第4の要因、国家の「決定」「非決定」の影響についてはIVで詳細に論ずる。

要するに、ビッグ・バンまでの3年間に生じた構造変化は、ジェントルマン資本主義の世界をウォール・ストリートに変えたといえることができる。人材流動は高まり、金が名誉に代置き、短期的な報酬が長期的関与に置き換わったのであった。こうした弱点が、すぐにブラック・マンデーで露呈されたわけである。

以上の4点の指摘はオーガーによるものであるが、筆者は第5の欠陥として、適当な買収候補者が少なかった事実が挙げられると考える。投資銀行業務で利益をあげるには、M&Aや引受業務を担当する企業財務部門が第1に重要だが、それを補足するのがブローカー商會では株式、調査、法人部門ということになる。しかし、取引シェアや機関投資家のアンケートからブローカー商會をランク付けした表2から分かるように、その3部門とも強い商會は少なく、2社を買収しないと補えないわけで、そうするとより候補者が少ないということになる<sup>22)</sup>。第2に重要となるのはトレーディング部門だが、この場合、表3のように、候補者となりうる株式ジョバーの数は一層限定されていたわけであ

21) L.Endlich, *Goldman Sachs: The Culture of Success*, Knopf, 1999, Touch Stone ed., 2000, pp.28-30. (斎藤聖美訳『ゴールドマン・サックス』早川書房, 1999年, 50-53頁) *The Financial Times*, August 7 1986.

22) 1984年時点の各ブローカー商會の取引シェアに関しては、M.Stevenson, 'Work in Progress: A Survey of the City of London', *The Economist*, July 14 1984. 参照。

ビッグ・バンとシティの「ウィンプルドン化」

表2 ブローカー商会の順位 (1983年)

順位	商 会	株 式	ギルト	調 査	法人部門	買収企業
1	Hoare Govett	1	4	10	3	Security Pacific
2	James Capel	3	9	1	—	HSBC
3	Scrimgeour Kemp Gee	2	9	2	10	Citigroup
4	Phillips & Drew	5	5	3	—	UBS
5	Cazenove	4	—	—	1	独立
6	de Zoete & Bevan	6	7	7	5	Barclays Bank
7	Rowe & Pitman	6	—	—	2	S.G. Warburg
8	Wood Mackenzie	6	—	4	—	Hill Samuel
9	Grievous Grant	9	2	—	4	Kleinwort Benson
10	Greenwell	10	1	6	10	Midland Bank

(出所) P.Augar, *The Death of Gentlemanly Capitalism: The Rise and Fall of London's Investment Banks*, Penguin Books, 2000, p.11.

表3 ジョバー商会の分類と業務シェア

ジョバー 商 会	株 式	ギルト	業 務 分 野
大手商会	%	%	
Akroyd & Smithers Ltd.	30	40	国債、Prior charges、国内株式
Wedd Durlacher Mordaunt & Co.	30	40	国債、Prior charges、国内株式、ヨーロッパ
Pinchin Denny & Co.	12		Prior charges、国内株式、極東、ヨーロッパ
Smith Bros Ltd.	12		国内株式、南ア金鉱山、オーストラリア
Bisgood, Bishop & Co. Ltd.	6		Prior charges、国内株式
国債専業			
Charlesworth & Co.			} 国債だけ
Giles & Cresswell			
Wedd Owen			
Wilson Watford			
中小商会			
Jenkins			国内株式
Medwin Lowy			外国債、国内株式
Pulley (Charles T.) & Co.	5		国内株式、オーストラリア、南ア金鉱山
Rattle (Harold) & Co.			国内株式、オーストラリア、金鉱山以外の南ア
White & Cheeseman & Co.			外国債、国内株式、オーストラリア、鉱山
地方業者			
Aitken Campbell			} 主として一流株式と地方企業
Edwards Jones & Wilcox			
Kerr Leather & Hollows			
McLean (R. A.) & Co.			
Moulsdale Rensburg			
Woodcock Derry & Co.			

(注) Prior chargesとは優先株・社債。

(出所) The Monopolies and Mergers Commission, *Smith Bros Limited and Bisgood, Bishop & Co. Limited, A Report on the Proposed Merger*, February 1978, p.25, appendix 1.およびP.Augar, *op.cit.*, p.12.

り、大手のジョバーを買収しないとリスク管理技術も得られないことになった。結果、ビッグ・バン後の過当競争に打ち勝つことのできるノウ

ハウを有していたLSE会員を糾合できた業者は、英系業者のなかでも少なかった。

さて、ビッグ・バン当時、筆者自身、英系金



表4 主要企業の投資銀行業務からの撤退

	買収企業	被買収企業	撤退の概要	理由
1987	Hill Samuel ↓ TSB	Wood Mackenzie	Wood Mackenzieを NatWestに	財務状況が脆弱で、買い占めの の標的に
1988	Midland Bank ↓ HSBC (1992)	Greenwell	株式部門閉鎖	買収戦略のミス。Black Monday による損失とCrocker National Bankの失敗
1988 1989	Morgan Grenfell	Pember & Boyle Pinchin Denny (Morgan Grenfell Securities)	MGS閉鎖 グループをDeutsche Bankに	買収戦略のミス。Black Monday とMMの価格戦争 ←BZWが接近したが
1990	Citigroup ↑ Travelers(Salomon Smith Barney,1998) ↑ Schroder's investment bank(2000)	Scrimgeour Kemp Gee Vickers da Costa	株式部門閉鎖	買収戦略のミス
1992	Security Pacific	Hoare Govett Charles Pulley & Co.	株式部門をABN Amroに	買収戦略・企業戦略の欠如
1995	Barings	Henderson Crosthwaite	グループをINGに	Leesonによる8億ポンドの損失
	S.G.Warburg	Rowe & Pitman Akroyd & Smithers Mullens & Co.	グループをSBCに ↑ UBS	94年の債券部門の拡大戦略の失 敗。資本力と野心のアンバラン ス←NatWestが接近したが
	Kleinwort Benson	Grievson Grant Charlesworth & Co.	グループをDresdner Bankに	同族会社。良好であったが経営 陣が中規模商会の可能性を否定
	Smith Bros	Scott Goff Giles & Cresswell (Smith New Court)	グループをMerrill Lynchに	成功をおさめてきたが、経営陣 が中規模商会の可能性を否定
1997	NatWest Bank	Bisgood Bishop Fielding Newson Smith Wood Mackenzie (NatWest Markets)	株式部門をBankers Trustに	企業文化問題。株主の圧力
	Barclays Bank	de Zoete & Bevan Wedd Durlacher (BZW)	株式・企業財務部門を CSFBとABN Amroに	企業文化問題 (CEOが戦略を信 じていない)。株主の圧力
1998	UBS ↓ SBC	Phillips & Drew Moulsdale Savoy Milln		
2000	Schroders		投資銀行をCitigroupに	同族会社。北米で失敗
	Fleming		グループをChase Manhattan に	同族会社。中規模商会の可能性 を否定
存続	HSBC ↑ Midland Bank	James Capel		
独立	Cazenove Lazards N.M.Rothschild			

(注) 買収・被買収企業のごチックはジョバー。

(出所) P.Augar,op.cit.,pp.371-3.および経済企画庁編『平成9年版 世界経済白書』、162頁より作成。

融機関の弱点は資本力であり、それを補強でき  
れば、親会社と子会社との企業文化・給与体系  
の違いはあるものの、2、3社は成功するであ  
ろうと楽観視していた。しかし、後知恵である

が、規模的には、当時のマーチャント・バンク  
は日本でいうと引受に強い中堅証券会社であ  
り、ブローカー、ジョバーは中堅下位の証券会  
社であって、ビッグ・バンは、それらが統合さ

れてGoldman Sachsに挑戦するきわめて野心的あるいは無謀な実験だったと考えられる。さらに、それぞれが、業務内容を全く異にしていたわけであり企業文化の相違も大きく、企業形態も大きく変化した中での統合であり、その意味では、挑戦する前に、企業として経営統一するだけでも困難な課題であった。Goldman SachsやMorgan Stanleyなどが1930年代から試行錯誤を通じて、50年間かけて構築した体制に追いつくには、オーガーが言うように、少なくとも30年は必要だったのかもしれない<sup>23)</sup>。この点は、ビッグ・バンを振り返って議論する際に、最も重要な出発点だと考えるが、今までの議論では軽視されていた論点である。

### III 「ウインブルドン化」の過程

「ウインブルドン化」の過程、すなわち、ビッグ・バン以後、英系金融機関が投資銀行業務から撤退した過程を表4を使って検討しよう。

まず、1987年に撤退したHill Samuelの場合、Hill Samuel自身の弱さで買い占めを受けTSBに救済を求めたわけで、Wood Mackenzieが損失を出したわけではない。次の、Midland Bank、Morgan Grenfell、Citigroup、Security Pacificの場合、有力なジョバーを買収できなかったのに、マーケット・メーカー業務やトレーディング業務に乗り出した買収戦略の失敗が共通していた。買収戦略の失敗の結果、ブラック・マンデーで巨額の損失を計上し、さらにマーケット・メーカー業務でのスプレッドを縮小して競争相手を排除しようとしたPhillips & Drewらによる価格競争の影響を受けて、早々の撤退をすること

になったのである。

グローバルな投資銀行を志向していたMorgan Grenfellの場合、86年のギネス事件での価格操縦や、Morgan Grenfell Securities (MGS) の社長であったG.コリアー (G. Collier) のインサイダー取引の発覚が当社の評判を傷付けていただけに、上記の欠陥の影響は深刻であった。88年の12月にMGSを閉鎖するまでの11ヶ月間で、株式取引で1800万ポンドの損失を被り、さらに国債取引で450万ポンドの損失を計上した<sup>24)</sup>。この時期、後述するBZWがMorgan Grenfellを買収したいと申し出たが、Morgan Grenfellの重役達はイギリスの商業銀行の子会社にはなりたくないとして、拒否したのであった。結果、89年に、Morgan Grenfellの約5%の株式を保有していた、Deutsche Bankにグループ全体を身売りしたのであった<sup>25)</sup>。

ところで、ビッグ・バン以前、米系投資銀行のシティーでの活動は、アメリカ株式・債券の売買やユーロ市場などに限定されていた<sup>26)</sup>。よって、「ロンドン投資銀行業務にとってシベリア流刑地のようなもので、消してしまいたい類の人間を追放する場所であり」、「部内の最も優秀な人間を送り出すことはなかった」<sup>27)</sup>。ようやく、LSEが83年に開放されるようになって、ロンドンに本格的に進出を開始することになった。その中で、商業銀行であるCitigroup、Security Pacificや表4には挙げていないがChase Manhattanは買収によってロンドン市場に積極

23) P. Augar, *op. cit.*, p. 314.

24) D. Hobson, *The Pride of Lucifer: The Unauthorized Biography of a Merchant Bank*, Hamish Hamilton, 1990, p. 457. および C. Cathy and P. Thompson, *op. cit.*, p. 111. 参照。

25) D. Kynaston, *op. cit.*, vol. 5, p. 738. 渡辺重明『ザ・シティー見聞録』日本経済新聞社、1990年、145-54頁。

26) *The Financial Times*, February 21 1985.

27) L. Endlich, *op. cit.*, p. 85. (訳、122頁)

的に参入したが、買収戦略のミスによって早々に撤退した。特に、Security Pacificの場合、82年6月というきわめて早期に、当時ナンバー・ワンのブローカー商会Hoare Govettに資本参加した。しかし、投資銀行業務が何であるかを知らず、長期戦略もなしに買収に走った結果、撤退した付和雷同的な事例であった。そうしたことが、米系商業銀行の不評を喚起した。それに対して、米系投資銀行のうちGoldman SachsやMorgan StanleyはOrganic Growth（自生的成長）の戦略をとり、買収は行なわず、ヘッド・ハンティングやOxbridgeなどをリクルートする漸進的で着実な拡大を追求していった<sup>28)</sup>。

さて、ブラック・マンデーによる損失増加によってリスク管理の重要性が認識されると、英系主要企業は第1の失敗の種である管理体制の不備を是正し、ビッグ・バン当時の経営者は新しい管理能力のある経営者と交代させられた。そして、戦略も見直され、92、93年には相当な利益を挙げるようになり、経営体質の改善がみられた<sup>29)</sup>。

しかし、95年2月Baringsの突然の倒産は、マーチャント・バンクばかりでなく、英系金融機関に大きな衝撃を与えることになった<sup>30)</sup>。Barings自身はビッグ・バンに際して、小さな証券会社Henderson Crosthwaiteから極東株のチー

ムを引き抜きBaring Securitiesを設立しただけで、投資銀行業務に進出する野心は示さなかった。しかし、89年にはこのBaring Securitiesの利益がBaringグループの半分以上を占めるようになり、日本株デリバティブのトレーディング商会のようになっていた<sup>31)</sup>。そして、Baring Securitiesのシンガポール子会社（Baring Futures (Singapore)）のニック・リーソン（Nick Leeson）が92年から行なった不正取引によって8億6900万ポンドの損失を出し、オランダのINGに買収されることになったのである。

Baringsの倒産には2つの含意があった。第1は、リーソンがトレーダーと清算業務を兼任するというBaringsの人事管理と、2年以上にわたって不正取引による損失を発見できなかったBaringsのリスク管理システムの杜撰さは、金融サービス法によって導入されたイギリスの緩やかな規制システムの結果といえよう。実際、イングランド銀行は「Baringsの監査体制は形式ばらないが効果的である」として、Barings側の報告を信頼するだけで、海外子会社を監査することはなかった<sup>32)</sup>。イングランド銀行と、程度は劣るが証券先物委員会（Securities and Futures Authority, SFA）の監督責任も問われ、この事態に対して著名なジャーナリスト、W.ハットン（W.Hutton）は、「コントロールのないシティーが結果的にコントロールできない資本市場をもたらした」と痛切に批判した<sup>33)</sup>。後述するJ.ノット（J.Nott）の懸念が生じたのであった。

第2の含意は、Baringsが倒産しても金融不安は生じなかったが、同様な規模にあるマーチャ

28) P.Augar, *op.cit.*, pp.73-5, 169-70, 209-10.

29) ビッグ・バンから90年代初頭までのLSE会員商会の経営状況に関しては、小林襄治「英・仏・独における株式売買委託手数料制度」（資本市場研究会編『証券市場における適正な競争の促進等について』資本市場研究会、1992年、所収）、166-79頁参照。

30) Baringsの倒産に関しては、Board of Banking Supervision, *Report of the Inquiry into the Circumstances of the Collapse of Barings*, HMSO, 1995. およびS.Fay, *The Collapse of Barings*, W.W.Norton & Co., 1996. (宇佐美洋訳『ベアリング崩壊の真実』時事通信社、1997年) 参照。

31) S.Fay, *ibid.*, pp.27-33. (訳、19-32頁)

32) Board of Banking Supervision, *op.cit.*, pp.244-8. S.Fay, *ibid.*, pp.109-10. (訳、110-2頁)

33) W.Hutton, *The Stakeholding Society: Writings on Politics and Economy*, Polity Press, 1999, pp.61-4.

ビッグ・バンとシティーの「ウインブルドン化」

表5 欧州における主要なマーチャント・バンク・投資銀行 (1993年)

英国内新発行	英国内 M & A	欧州クロス・ボーダー M&A	アナリスト
S.G.Warburg Morgan Grenfell BZW Lazards Montagu/Capel Kleinwort Benson Schroders N.M.Rothschild R.Fleming NatWest Markets	S.G.Warburg Morgan Grenfell Kleinwort Benson Schroders Hambros BZW Lazards Barings KPMG Wasserstein Perella	Lazards Morgan Grenfell Goldman Sachs Morgan Stanley UBS S.G.Warburg CSFB N.M.Rothschild Schroders J.P.Morgan	S.G.Warburg NatWest Markets BZW James Capel Kleinwort Benson Smith New Court UBS Hoare Govett Goldman Sachs Credit Lyonnais

(出所) *The Financial Times*, January 7, May 5, June 30, 1994.

ント・バンクの存続可能性を非常に危惧させ、経営者自体の自信を次第に失わせたことである。1890年のBarings危機と違って、イングランド銀行は他のイギリス銀行による救済をまとめることはできなかつたし、自身が巻き込まれることを拒否した。Baringsの倒産は全体としての金融システムを脅かさないうし、直接の関与はモラル・ハザードをもたらすとイングランド銀行は主張した。そればかりか、直接関与は、シティーの多くの外銀に対して、国内の商会は外国企業より優遇されることを示すことになり、その事は国際金融センターとしてのシティーに損害を与えると主張した。こうしたイングランド銀行の行動と主張は、他の英系マーチャント・バンクに対して、もはや古くからの擁護者からの特別の援助を当てにできないと言うシグナルを送った。よって、ロンドンの投資銀行業務に熱心に参入しようとしていた大陸欧州の銀行の申し出に、英系マーチャント・バンクが抵抗することをより困難としたのである<sup>34)</sup>。

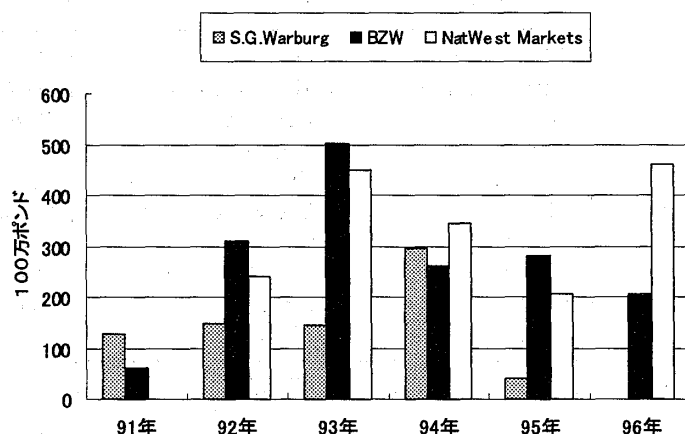
さて、Baringsの崩壊以前の94年、イギリス企

業の中で90年には「最も賞賛される会社」であり、経営の質で第3位にあると評価され、「投資銀行業務におけるナショナル・チャンピオン (national champion)」と見做されていたS.G.Warburgに不安が広がった<sup>35)</sup>。さて、当時、投資銀行としてのS.G.Warburgは、表5にあるように、新発行、M&A、調査部門の全てで、英系金融機関の中では第1の地位を占めていた。しかし、グローバルなプレーヤーになるには、債券部門に弱く、アメリカでの業務拡大に失敗したことなどの弱点を抱えていた。さらに、図1に見られるように、94年までは安定的な利益をあげていたが、その絶対額がNatWest Marketsにも劣っているように、資本力の不足も否めなかつた。よって、94年に債券部門の拡大をはかったが、アメリカの金利引上げにより損失を計上し、さらにこの部門からの撤退が遅れたため、95年には前年より利益を2億4500万ポンドも減少させ

34) R.Roberts and D.Kynaston, *City State: A Contemporary History of the City of London and How Money Triumphed*, Profile Books, 2001, paperback ed., 2002, p.97.

35) P.Stormonth Darling, *City Cinderella: The Life and Times of Mercury Asset Management*, Weidenfeld & Nicolson, 1999, pp.246-7. D.Kynaston, *op.cit.*, vol.5, p.738-9. S.G.Warburgの撤退とMorgan Stanleyとの合併失敗についてはP.Stormonth Darling, *ibid.*, pp.226-51. およびJ.K.Sebenius and D.T.Kotchen, 'Morgan Stanley and S.G.Warburg: Investment Bank of the Future (A) (B)', *Harvard Business School Research Paper*, 1998 January.

図1 主要3社の利益（税引き前）



(注) 各年、3月末までの1年間の利益。  
 (出所) *The Financial Times*, November 8 1995, June 18 1997.

ることになった。

それゆえ、94年9月からMorgan Stanleyとの合併話を進めたが、Harvard Business Schoolのサーチ・ペーパーによれば、その合併は「欧州、アメリカ、アジアに相互補完的な営業本部をもつグローバルな強力企業、すなわち将来の投資銀行を創造する」と言われた<sup>36)</sup>。しかしながら、正式合意に至る前に合併話がリークされたことなどのため、最終的にはその合併話は12月15日に御破算になった<sup>37)</sup>。その結果、一層S.G. Warburgは悪化しているとの印象を与え、95年2月のBaringsの崩壊影響もあって、5月に結果的には

タダ同然でSBCに買収されることになった<sup>38)</sup>。

「Warburgは非常に速く、非常に遠くまで進もうとし、転がり落ちてしまった」<sup>39)</sup>と言われるように、根本的な失敗の原因は、大きな野心を急速に達成しようとしたことであり、それを保証する資本力を有していなかったためであった。さて、NatWestもSBCと並んでS.G. Warburgに接近したが、商業銀行の下では働きたくないとする重役の反対のためにその提案は拒否された。しかし、S.G. Warburgの関係者であったP. ストアマンズ・ダーリング (P. Stormonth Darling) は、S.G. WarburgとNatWestとの統合の相乗効果を高く評価し、その提案拒否を悔やんだ<sup>40)</sup>。また、当時、NatWest Securitiesに勤め、この事情に精通していたオーガーは、この時金融当局やイングランド銀行が国家的見地からS.G. Warburgを指導すべきであったと批判する<sup>41)</sup>。S.G. Warburgはイギリスのナショナル・チャンピオンであつ

36) *Ibid.*, (A), p.15.

37) 両社は12月19日に合併の共同声明を出す予定であったが、12月8日にLSEでS.G. Warburgが相手は不明だが合併するとリークされたため、当日に急遽共同声明が発表された。この結果、Morgan Stanley側は合併に懐疑的となり、S.G. Warburgの子会社Mercury Asset Management (MAM) の処理も未解決であり、ロンドンでのリストラ問題もあったため、15日Morgan Stanleyは共同声明ではなく一方的に合併計画を撤回した。「MAMが合併に参加する価格と条件はMorgan Stanleyには受け入れられなかった」という撤回声明とMorgan Stanley関係者の「MAMがわれわれがこの合併を進めた理由である」の発言がS. G. Warburgを窮地に陥れた(*ibid.*, (B), pp.1-6. P. Stormonth Darling, *op. cit.*, pp.226-51.)。

38) 安田隆二、田村達也『米銀だけがなぜ強い』日本経済新聞社、1998年、81-2頁。

39) C. Cathy and P. Thompson, *op. cit.*, p.222.

40) P. Stormonth Darling, *op. cit.*, p.243.

41) P. Augar, *op. cit.*, pp.272,325.

ただけに、Baringsの倒産以上に、その後の推移に大きな影響を与えることになった。

そうした影響が見られるのが、Kleinwort BensonとSmith New Courtである。前者Kleinwortはブラック・マンデー以後88年の不振と90年の大口トレードの失敗によって初めて赤字を計上したことから、拡大路線を放棄し、経営構造の刷新とコスト削減を計り、集中化の戦略に転換した。その結果、93年には、商会史上最高の利益を、翌年にも相当な利益を記録した<sup>42)</sup>。その一方で、94年夏には自社の存続可能性の検討を開始し、将来的には強力な資本をもつパートナーと合併することは株主にとってもスタッフにとっても利益のあることだと確認したが、良好な業績をあげている現時点では独立を維持すると決定した。しかし、94年12月のS.G.WarburgとMorgan Stanleyの合併の失敗と、翌95年2月のBaringsの倒産を目の当たりにして、中規模商会は生き残れないと8月にDresdner Bankに身売したのであった<sup>43)</sup>。他方、後者のSmith New Courtの成功は皮肉な結果をもたらした。すなわち、当社は、ジョバー商会Smith Brosを母胎として誕生したのであったが、着実に業績をあげ規模も拡大し、安定した中規模商会になった。しかし、逆に、ニッチ路線を採ることができなくなり、Merrill Lynchに身売りすることになったのである。

このように、95年には4社の英系商会が自力での投資銀行業務遂行をあきらめ、「第2のビッグ・バン」ともいわれる事態が生じたのであり、以後、ウインブルドン・テニス大会とのアナロジーでシティーの現状が語られるようになった<sup>44)</sup>。また、5年後の2000年におけるSchroders

とFlemingの場合も、中規模商会の存続可能性を疑問視したKleinwortと同様な理由からの撤退であった。

さて、最後に検討すべきはNatWest Marketsと、S.G.Warburgの身売り後「イギリスの正式のナショナル・チャンピオン」<sup>45)</sup>と言われたBarclays de Zoete Wedd (BZW)である。両社の親会社、National Westminster Bank (通称、NatWest Bank)、Barclays Bankとも、ビッグ・バン前の投資銀行業務に対するユーフォリアが消滅すると、高収益を挙げているLoyds TSBにならって、国内業務だけに専念し投資銀行業務から手を引くべきだと、大株主である機関投資家の圧力を受けていた。その圧力が最終的に両社の命運を決定したのである。

まず、NatWest Bankは83年当時、国内の新発行・増資分野で6、7位を占めるCounty NatWestをもっていたためと、Barclays Bankと比較して保守的であったため、ビッグ・バンに際して大手ジョバー商会としては最下位にあるBisgood、Bishopと小規模ブローカー商会を吸収したに過ぎない。しかし、87年にHill Samuelから大手ブローカー商会Wood Mackenzieを買収するなど拡大路線に転ずるが、Blue Arrowの引受失敗を隠蔽するという不祥事のため、County NatWestの経営陣は訴追を受け、その評判は地に墜ちた。その結果91年に、収益をあげていないこれまでの状況を打破し、5年以内に少なくとも17.5%のROEをあげることをNatWest Bankから要求され、不祥事を再発しないことも存続の重要課題となった<sup>46)</sup>。その後92年に、County NatWestは

42) *Ibid.*, pp.144-5,194-6. J.Wake, *op.cit.*, pp.435-7, 479, table 6.

43) J.Wake, *ibid.*, pp.438-41.

44) M.V.Weyer, *op.cit.*, p.216. D.Kynaston, *op.cit.*, vol.5, p.771.

45) M.V.Weyer, *op.cit.*, p.217.

46) D.Rogers, *op.cit.*, pp.131-3.

NatWest Marketsと名前を変えるが、図1のように、92年以降S.G.Warburgを超過する収益をあげるようになった。そして、95年にはS.G.Warburgに合併を申し出るなど、グローバルな投資銀行への野心を保持し、96年には業績を急速に回復させ、BZWを超過する利益をあげた。「1996年末までに、NatWestは一流のイギリス投資銀行であると主張できる根拠」<sup>47)</sup>をもつに至った。それゆえ、97年2月にNatWest Bankの重役会でデリバティブ部門の拡大が熱狂的に支持された。しかし、5月に金利デリバティブの不正取引で7700万ポンドの損失が発覚した。その損失額よりも、この不正取引が3年間発見されなかったことと、決算発表後に公表されたことが、不祥事の再発防止を課題とされていたNatWest Marketsを窮地に陥れた<sup>48)</sup>。この結果、6月に投資銀行業務の縮小を余儀なくされたのであった。

次に、Barclays Bankはビッグ・バン以前、自前の投資銀行Barclays Merchant Bankをもっていたが、その規模はCounty NatWestにも劣るもので、ビッグ・バンに際し、グローバルな投資銀行になるべく、大規模な買収を実施しBZWを創出した。BZWの業務拡大は87年以降も続けられ、92年までに親会社の投資額は10億ポンドを超えていた。それに対して、89-91年間の税引き後利益は5000~6100万ポンドの水準に過ぎず、投資額に見合うものではなかった<sup>49)</sup>。しかし、図1が示すように、92年にはBZWの税引き前利益はS.G.Warburgのそれを初めて超過し、3億1000万ポンドに達した。よって、「Barclaysは

投資銀行業務で最も成功したイギリスのクリアリング・バンクであった」と評価された<sup>50)</sup>。さらに、93年にも5億100万ポンドの利益を記録し、表5で見ると投資銀行業務でS.G.Warburgに次ぐ地位を占めるようになった。

しかし、その利益の多くは、Barclays BankからTreasury Divisionの業務(外国為替、スワップ・オプション、ベンチャー・キャピタル、投資顧問)が次第にBZWに移譲されたことから生じたのであった。本来、BZWを創出することによって、新たな利益源泉と期待された株式部門と企業財務(主としてM&A)部門は全期間を通じて単年度でも全く利益をあげていなかった<sup>51)</sup>。実際、93年に記録的な利益を計上できたのは、6億ポンドを超す貨幣市場でのディーリング益のおかげであった。94年以降もこうした収益構造の改善努力は実を結ばず、利益の減少も止まらなかった。97年1月には、この間機関投資家の圧力を受けていたBarclays BankのCEO、M.テイラー(M.Taylor)がBZWの売却を重役会に提案したが、BZW側の反論が功を奏しその時点では存続が決定された<sup>52)</sup>。その後、欠陥であるアメリカ市場へのプレゼンス不足を補うためにSmith Barneyとの提携などが模索されたが、6月のNatWestの撤退発表と、9月末Travelers GroupがSalomon Brosを買収し、子会社であるSmith Barneyと合併させると発表するにいたって、Barclays Bankの重役の多くはBZWの存続は不可能と判断した。

10月2日、BZWの株式部門の売却が決定され、最終的にはイギリス・欧州の株式部門が11

47) P.Augar, *op.cit.*, p.261.

48) 富樫直記『ポスト・ビッグバン 銀行勝ち残り戦略』ダイヤモンド社、1998年、220頁。

49) M.Ackrill and L.Hannah, *Barclays: The Business of Banking 1690-1996*, Cambridge U.P., 2001, p.248.

50) *Ibid.*

51) *Ibid.*, pp.245-8. M.V.Weyer, *op.cit.*, pp.142, 237.

52) これ以降の事態の推移は、M.V.Weyer, *ibid.*, chap., 13. 参照。

月にCSFBに、12月には豪州地域の投資銀行業務がABN Amroに売却された。さて、10月の決定に対する新聞の反応は様々であったが、共通して、歴史的な事件であると捉えた。Times紙は「イギリス金融史上、Baringsの崩壊あるいはS.G.Warburgの売却よりも、はるかに重要な事件である」と述べ、一方Daily Telegraph紙はこの売却を‘Wimbledonization of the City’ と称し、以後この新語がジャーナリズムに浸透した<sup>53)</sup>。

この売却の究極の原因は株主の圧力にあったが、ハットンは『『長期的な事業の健全性を損なう』短期主義のひどい事例である』と批判した<sup>54)</sup>。

とはいえ、このようにイギリス最後の期待であったBarclaysが撤退することによって、英系金融機関のビッグ・バン実験は終わることになったのである。その結果が「ウィンブルドン化」の完成であり、21世紀初頭、ロンドンのマネーセンター・バンキング (money-centre banking) に従事している18.5万人のうち、2/3の約11万人が非英系金融機関に勤務する事態を招来したのであった<sup>55)</sup>。

#### IV 「ウィンブルドン化」の原因

ここでは、「ウィンブルドン化」の原因として、オーガーに従って5点を挙げるが、もっとも論議を惹起する国家の「決定」「非決定」については最後に検討しよう。

まず第1の原因は、ビッグ・バン世代の失敗

とまとめることができるが、失敗の種として指摘された、管理上の弱点と企業文化の衝突である。彼らの失敗により、チーム・ワークの構築や、長期的関与を促進するような報酬パッケージは無視され、「共通する金への情熱によってのみ結び付けられ、決定的な団結心を欠いた」会社となったのである<sup>56)</sup>。

第2の原因として、短期主義的な機関投資家の圧力が挙げられる。その顕著な事例がNatWest Markets、BZWである。BZWの場合96年、Barclaysグループの他の業務では自己資本当たり24~37%を利益をあげているのに、投資銀行業務では8%しかあげてはいなかったのは事実だが、同時期のドイツとフランスの諸銀行の平均ROEがそれぞれ13.7%、9.6%であることと比較すると、BZWの利益率をさほど否定的に見ることはできない<sup>57)</sup>。この点で、ハットンが強調するシティーの短期主義がきわめてBZWやNatWest Marketsに影響した。これに関連して、S.G.Warburgに対してNatWestが買収の申し込みをした際に、イギリスの商業銀行の子会社になりたくないとして拒否したのは、「イギリスの投資銀行業の決定的な時に階級が邪魔となった」と、階級的要因が作用したからだとオーガーは嘆いている<sup>58)</sup>。しかし、それよりも、イギリスの商業銀行の大株主である機関投資家の短期主義的な圧力を恐れ、長期的な関与が期待できる大陸欧州の銀行を選好したのが真の理由であったと考えられる。

以上はいわば内的な原因であるが、次に2つ

53) *Ibid.*, pp.238-9.

54) *Ibid.*

55) R.Roberts and D.Kynaston, *op.cit.*, pp.68,102. ここでは、マネーセンター・バンキングとは、国内本店銀行業務、国際商業銀行業務、外為取引、企業財務、証券・デリバティブ、ファンド・マネジメントの諸業務をさす。

56) D.Hobson, *op.cit.*, p.267. M.V.Weyer, *op.cit.*, pp.143-4.

57) *The Financial Times*, June 18 1997. International Financial Services, London, *International Financial Markets in the UK*, June 1998, p.12.

58) P.Augar, *op.cit.*, p.265.



の外的原因が挙げられる。

第3の原因は米系投資銀行の力である<sup>59)</sup>。この点は、坂本恒夫が主張するような、英系投資銀行が米系投資銀行より商品開発の点で劣っていたことを意味するのではない<sup>60)</sup>。このような主張はきわめて皮相である。

まず、ビッグ・バン当時、ロンドンでは彼らの脅威を大きなものとは考えていなかった。次のような種々の指摘がなされていた。あるイギリスの上級マーチャント・バンカーは「アメリカ商会の経費は、取引量と比較してコントロールできる程度をまさを超えている。市場が軟化するとアメリカ人は直ちに撤退するだろう」。もう一人のマーチャント・バンカーも、「ロンドンのような場所は野心のあるニュー・ Yorkerにとって辺境に過ぎない」ので、能力のあるスタッフが配属されないと指摘する。さらに、スイスのバンカーは相手を見下して、「拡張のために熱烈なアプローチをとるが、しかしPERのために不振の1、2四半期で急ブレーキをかける」アメリカ企業のやり方について話す。さらに、「アメリカ人は意識的に控えめなアプローチを採用している……彼らは彼らの国際的な目標を脅かしえない憤慨がイギリスで生じるのを避けようとしている」との指摘もなされた<sup>61)</sup>。

しかしながら、構造的な力として、投資銀行業務には、外国商会は自国市場より小さい市場だけを支配できるというルールがあると考えられる。確かに、進出しようとする市場よりも大

きな母国市場は、規模と複雑さの経験を与え、再投資する利益の良好なフローを与えることになる。特に、94年以降のウォール・ストリート  
の活況は米系投資銀行に大きな資金フローを与え、それによって、ロンドンでリクルートをし、損をしてでもシェアを拡大することができたのであった。最高の人材には積極的に支払おうとするアメリカ人の能力とその態度は、シ  
ティの全ての金融機関に深刻な問題を惹起した。財務的意味に加えて、人材獲得戦争は企業士気を悪化させ、経営陣を悩ませ、経営者自身が経営をあきらめる方がより簡単だと思わせたのであった。

第4の原因は、グローバル化と金融機関の規模の拡大である。90年代多くの産業で、メガ・マージャー (Mega-Merger) が行なわれ、金融サービス業も例外ではなかった。Citigroup/ Travelers/ Salomon Smith Barney、Morgan Stanley/ Dean Witter、Bank of America/ Nations Bank/ Montgomery Securities などの事業規模の拡大は、限界質量 (特定の結果を得るための十分な量) の概念を大きく変え、金融サービス業のトップの地位を狙う他の銀行に対して難題を突き付けたのであった。グローバルな投資銀行になるための限界質量が増加し、トップ・ランナーがロンドンに進出するにつれ、中規模銀行は苦しむことになった。世界規模の競争者となろうとしたビジョンを、90年代には中規模銀行はもつことができなくなったわけである。彼らは自らを売るか、市場での役割を見直さざるをえなくなったのである。

さて、最後に検討すべきは第5の原因、国家の「決定」「非決定」、すなわち金融当局の「決定」「非決定」の影響である。

「ウインブルドン化」に大きな影響を与えた

59) R.Roberts and D.Kynaston, *op.cit.*, p.101.

60) 坂本恒夫「英国4大銀行はなぜ投資銀行業務から撤退したか」『証券経済学会年報』第36巻、2001年、164頁。

61) The Financial Times, *Financial Times Survey: City Revolution*, October 27 1986, p.XLIII.

金融当局の「決定」は、市場原理主義に固執し、安易な市場開放を行ない、さらに、緩やかな規制体制を導入したことであった。IIで述べたように、Goldman SachsやMorgan Stanleyなどが1930年代から試行錯誤を通じて、50年間かけて構築した体制に追いつくには、オーガーが言うように、少なくとも30年は必要だったのかもしれない。そのような長期間にわたる一種の保護政策を採らずとも、英系金融機関の脆弱性を認識していたならば、適宜に公然あるいは秘密裡に援助の手を差し伸べることはできたはずであった。しかし、83年以降、政府とイングランド銀行は自由な市場競争の教義を信奉し、未熟な国内金融機関をequal footingとして米系投資銀行との競争に曝したのであった。オーガーは「これは過失に近い楽観主義であり、イギリスの銀行が失敗することを保証した怠慢な行動であった」と当局を批判する<sup>62)</sup>。

さらに、この間違いは非常に緩やかな規制体制を構築することによって倍加した。この点に関して、79年に貿易産業大臣であったJ.ノットは、ビッグ・バンの開始時に、「シティーは無分別にも自主規制の考えを推し進めた。イングランド銀行はその考えを促進するという点で、一層浅はかであった。次の弱気市場がやってきた時に、倒産する商會がでてくるだろう。……。システムを監督できなかった責任はシティーの自主規制者や必ずイングランド銀行に降りかかるであろう。……。最終的に司法権を有する法定機関をもたねばならないであろう」<sup>63)</sup>と予測していた。その指摘は正鵠を得ていた。そうした事態が現実に生じたのであった。参加者に高い

資格要件をもとめ、リスク・ポジション報告のより厳格な要件、より頻繁かつ全面的な監査を実施していれば、管理体制の確立は早期に生じたであろう。これにより、Baringsの崩壊とNatWest Marketsの撤退は避けられたかもしれないとオーガーは主張する。

Iで述べたように、金融覇権戦略としてのビッグ・バンのもう1つの目的はグローバルな英系投資銀行の創造にあったが、この点をまず明確にしておかなければならない。というのは、「イギリスの政府指導者は、ロンドンがその金融上の卓越した地位を保持できるように努力した。規制緩和の決定をもたらしたのは、特定のイギリスの金融機関を保護したいとする希望よりも、むしろこの目的のためであった」<sup>64)</sup>と、グローバルな投資銀行の創造という目的を否定はしないが、副次的なものであったとする指摘が見られるからである。さらに、90年代に入って、イングランド銀行は、グローバルな英系投資銀行の創造は、ビッグ・バンの所期の目的ではないとの態度をとるようになっていくからである。

しかし、われわれの主張を裏付ける多くの証拠がある。まず、83年12月、貿易産業省の企業・消費者問題担当長官 (Minister for Corporate and Consumer Affairs) であった、A.フレッチャー (A.Fletcher) は*The Financial Times*のインタビューに対して以下のように答えている。

「Q: イギリス人の所有する証券会社をもつことはどの程度重要ですか?

A: 非常に重要だと考えます。われわれがロンドンを優れた市場として維持したいならば、ロンドン証券取引所やロンドン

62) P.Augar, *op.cit.*, p.311.

63) *The Financial Times*, *op.cit.*, p.XV. C.Cathy and P.Thompson, *op.cit.*, pp.160-1.

64) J.K.Sebenius and D.T.Kotchen, *op.cit.*, (A), p.4.

の金融機関の大多数が確固としてイギリス人の手にあることが非常に重要であると考えます。」<sup>65)</sup>

さらに、84年3月、イングランド銀行総裁R.リーペンバートン (R. Leigh-Pemberton) は、「外国人の参加がもたらす利益を認めることは、われわれの市場において主要な参加者の支配権がどこにあるかということに無関心であることを意味しない。われわれは、イギリス人の所有する会員商会在従属的役割を果たすような証券取引所を落ち着き払って静観することはできない。……イングランド銀行としては、世界市場で十分競争しうるように、イギリス証券界の能力が発展することを積極的に促進し続けるつもりである」<sup>66)</sup> と述べた。

実際、この構想を実現するために、当時シティーの組織に責任があったイングランド銀行の専務理事であったD.ウォーカー (D. Walker) は、商業銀行、マーチャント・バンクとLSE商會を結合させることが、ビッグ・バンを生き残るばかりでなく、外国企業との競争に追い付くビッグ・プレーヤーの創出に役立つと信じ、83年の9月から11月の間、40社以上のLSE会員商會に対して、英系金融機関との提携を考慮するように奨励したのであった<sup>67)</sup>。当時、「種々の政府当局は、ウォール・ストリートや日本の巨大企業と競争しうる、強力なイギリス証券会社の出現を切望して」いたし、「イングランド銀行は、アメリカの支配という脅威を打ち破るようなイギリス人所有の強い証券グループの形成を進んで奨励していることを秘密にはしなかつ

た。米銀から申し出を受けた数社のブローカー商會は、イングランド銀行からそれを受け入れないように説得された」のである<sup>68)</sup>。

そして、以上の事実を踏まえ *The Financial Times* は、ビッグ・バン当日の特集号で、「イングランド銀行は2つの広範な目標を持っていた。1つはLSEの改革であった。もう1つは、その改革の過程で、世界の証券市場を次第に支配するようになった外国の巨大商會と競争しうる、巨大で十分な資本をもつ英系投資銀行の出現を確保することであった。それゆえ、イングランド銀行は、LSEでのそうした検討を喚起し、その後、イギリスの銀行に取引所会員と提携し新しい投資銀行グループを作り出すように……多くの場合強く督促する必要はなかったが……迫った」<sup>69)</sup> と、ビッグ・バンの2つ目的を明確に指摘している。

ところで、ウォーカーの努力の結果、グローバルな投資銀行を志向する有力な金融グループが形成され、資本不足が補われた時点で、それらの将来を楽観的に考えたのは筆者ばかりではなかった。すなわち、N.ローソン (N. Lawson) 蔵相は、ビッグ・バン直前に「イギリスのプレーヤーが不釣り合いに多くの犠牲者を占めることを怖れる悲観主義を共有はしない。というのは、競争条件を均等にしても、国内チームに優位がないわけではない。イギリス商會は迅速に動き新しい資本を引き付けているからである」<sup>70)</sup> と、事態を楽観視していた。

しかし、それ以後、この楽観主義に反して、

65) *The Financial Times*, December 13 1983.

66) *Bank of England Quarterly Review*, March 1984, pp.40-5. *The Financial Times*, March 7 1984.

67) M. Reid, *op. cit.*, pp.43, 52-3, 223. D. Hobson, *op. cit.*, pp.203-4. J. Wake, *op. cit.*, p.422.

68) *The Financial Times*, September 12, November 15, 1983. 野村証券の場合は、イングランド銀行によってLSE会員商會を買収することを公式に拒否された (D. Hobson, *op. cit.*, p.211).

69) *The Financial Times, Financial Times Survey: City Revolution*, October 27 1986, p. XXVIII.

英系投資銀行が次々と外資の傘下に陥るようになると、特に、E.ジョージ (E.George) がイングランド銀行総裁となった93年以降、ビッグ・バンがグローバルな英系投資銀行の創造を一方の目的としてきたことは意識的に放擲された。この変節は、金融覇権戦略の失敗の責任を回避するためであったし、金融当局が自由競争の利益を信奉し、重要なのは場所であって所有ではないという確信をこの時期一層強めたからでもあった<sup>71)</sup>。「市場に介入しないでなりゆきに任せ、自由にさせるという消極的な決定(つまり非決定)」<sup>72)</sup>がシティの「ウインブルドン化」を加速したのであった。この点に関して、政府の介入があれば事態は変わっていたとの信念をオーガーは抱いているが、この信念の正否は不可知である。ここで、筆者が主張しておきたいことは、市場原理主義に固執し、安易な市場開放を行ない、さらに、緩やかな規制体制を導入したという80年代初頭の金融当局の「決定」と、90年代の金融当局の上述の「非決定」が「ウインブルドン化」の無視できない重要な原因であったことである。

70) *The Financial Times*, October 17 1986. 同時に、シティが「証券市場の世界で沈滞してしまう恐れのある」ことを彼が懸念していたことはいうまでもない (N.Lawson, *The View from No.11: Memoirs of a Tory Radical*, Bantam Press, 1992, p.399.)。

71) この事は、イングランド銀行がシティ・エリート擁護者であることを止め、自由競争を信奉する専門的スタッフによってコントロールされる独立の機関となったことを意味する。このような変化は70年代から生じていた。さらに、90年代においては、市場圧力によって92年ERMからの離脱に追い込まれた経験や、その後イングランド銀行の独立性が政策論議の俎上に載せられたことなどが、自国の金融機関の命運に対して不干渉主義を採る傾向に影響した。こうしたイングランド銀行の変化についての詳細な検討は別稿に譲るが、差し当たり M.Moran, *The Politics of the Financial Services Revolution*, Macmillan, 1991, chap.3. 参照。

72) S.Strange, *op.cit.*, p.26. (訳書、37頁)

以上、こうした、5つの包括的な原因が作用して、One mistake and out、一度失敗すると立ち直れなくなったのがシティの現状である。

## V おわりに——シティの「ウインブルドン化」

前節で述べたように、現在シティの「ウインブルドン化」を懸念していないのは、当のイングランド銀行を中心とする人々である。「ウインブルドン化」を懸念する主張に対して、ジョージ総裁は「シティが衰退していることを示す統計を1つでも示してみなさい」とシティの現状に自信を見せる<sup>73)</sup>。確かに、現在その証拠はない<sup>74)</sup>。その意味で、金融覇権戦略としてのビッグ・バンの1つの目的「シティの国際金融市場としての国際競争力の強化」は、現時点では成功している。

しかし、著名な金融ジャーナリストであるH.マクレイ (H.McRae) は「かつてイギリス人が所有していた銀行や証券会社の将来に関する重要な決定がフランクフルトやNYでなされ、……事態が困難になった時、外国の所有者がイギリス人よりも投資を引き揚げがちであるという恐れは明白である」と懸念する。2000年3月、Deutsche BankがDresdner Bankを吸収し、Dresdner Kleinwort Bensonを閉鎖し、6000人ものリストラが実施されるとの噂が生じたが、実際にこの事態が生じていたならマクレイの懸念が現実

73) P.Augar, *op.cit.*, p.322. また、ジョージ総裁は「ロンドンでは自由な市場競争から利益を得ることを受け入れなくてははいけない。これは勝者と敗者のいるワールド・カップの決勝ではない。これはゼロ・サム・ゲームではなく、合計するとプラスになるゲームである。全産業は大いに拡大するであろう」と主張している (*ibid.*, p.324.)。

74) R.Roberts and D.Kynaston, *op.cit.*, p.106.

化したわけである<sup>75)</sup>。

また、オーガーがビッグ・バンに関する金融当局の対応を厳しく糾弾しているのは、実は、彼が「ウィンブルドン化」はイギリス経済にとって看過できない問題であると強く考えるからである。ここでは、彼の懸念を紹介し、本論文の残る課題を提示しておこう<sup>76)</sup>。

彼の懸念は、スポーツのアナロジーを使って的確に表現される。いわゆる「ウィンブルドン化」である。しかし、このアナロジーは正確ではないと指摘する。ウィンブルドン・テニス大会はイギリスの所有物であり、運営権はイギリスにあり、プレーヤーは外国人である。しかし、シティーは外国人に所有され、運営権は彼らの手中にあり、プレーヤーがイギリス人である。よって、スポーツのアナロジーを探すなら、テニスではなく、ウィンブルドン・フットボール・クラブ (Wimbledon Football Club) が適切であるという。このクラブは長く地域社会に根付いていたが、クラブ所有者は経費を節約するために、住民の反対にも拘わらず、ウィンブルドンと遠く離れてしまった。しかし、今でもウィンブルドンの名前を冠している。よって、テニスではなく、サッカー・クラブがシティーに関する正しいウィンブルドンのアナロジーの使い方であると主張する<sup>77)</sup>。われわれも「ウィンブルドン化」よりも、例えば「シティーの支店経済化」と言った方が、正確にシティーの現状を表現することができることになるが、「ウィンブルドン化」をこの意味で使ってきたのである。

さて、「ウィンブルドン化」の1つの擁護論と

して、Rothschild、Warburg、Schroderだってもとと外国人ではなかったのかとの反論がだされる。しかし、彼らは次第にイギリス化し、イギリスに住み、ロンドンに本店をもったのであって、ロンドンにいる多国籍な投資銀行は世界中に広がっているが、NYや大陸欧州に司令部をもち、それをロンドンに移そうとはしないであろう。この点で、Rothschildとは大きく違っている、とオーガーは反論する。

さらに、現代企業は国籍をもたないという見解がある。国籍は、会社の所有権がグローバルな資本家に広がり、事業が国際的になるに従って、消滅するであろうと、この議論は主張する。しかし、彼は、「所有は影響力をもたらず」として、現代企業は国籍をもたないという見解に反論する<sup>78)</sup>。確かにGoldman Sachs、Morgan Stanleyはロンドンで多くのイギリス人を経営陣に据えているが、いかなる組織でさえ司令部をもつ。そしてこの司令部が事業政策の重要な決定を行ない、企業スタイル、職業倫理、職業価値に関する企業文化を決定する。ロンドンに関する重要な決定は、フランクフルト、チューリッヒ、NYでなされる。この意味で、多国籍企業であっても国籍をもっていると断定する。

そして、世界の金融構造は、NYを中心とするハブ・アンド・スポーク・モデル (hub-and-spoke model) となり、情報化によってNY以外の全ての金融センターの地位は危うくなると予想する。すなわち、次の弱気市場がロンドンにとって真の試金石となり、投資銀行は多数のスタッフを削減し、ロンドンは手荒い扱いを受けるであろう。生ずるものは、車輪の外周に多数の2次センターをもち、NYから操作されるハブ・アン

75) *Ibid.*, p.105. *The Financial Times*, March 9 2000.

76) P. Augar, *op.cit.*, chap., 27, 28. 参照

77) *Ibid.*, p.321.

78) *Ibid.*, p.324.

ド・スポーク・モデルであろう。ロンドンがスポークの端にあるもう1つのセンターにすぎなくなろう。ロンドンがフランクフルト、パリ、チューリッヒよりは悪くはないであろうが、現在のNYに次ぐ世界第2としての、その相対的地位は非常に減少するであろうとして、シティーの将来を危惧する。

この懸念が現実となるのか、あるいは、「沈

滞が生じた時、首切りの矢面に立つのはNYであろう。活動はヨーロッパで行なわれ、取引はロンドンで行なわれる」<sup>79)</sup>とのアメリカの投資銀行家の予想が正しいのか、注視しなければならない。

[九州大学大学院経済学研究院教授]

---

79) R.Roberts and D.Kynaston,*op.cit.*,p.106.