

2023 年度 国際経済学会全国大会報告

「UBS によるクレディスイス買収について～スイスの視角と共に」

はじめに

1. クレディスイスの破綻につながる 3つのポイント

1-1. 相次ぐ不祥事

1-2. 中東マネーへの依存

1-3. 戦略の見直し(2015年)～投資銀行部門からウェルスマネジメント部門へ

2. 危機の局面

2-1. 危機のきっかけ

2-2. クレディスイスの資金フロー

3. 両行の合併を受けたスイスにおける主たる反応

3-1. 批判の声～政界、国民、メディア

3-2. 買収プロセスの是非～学者、連邦競争委員会、連邦検察庁、議会

3-3. 訴訟～AT1債

4. 展望～引継ぎ、悲観論と楽観論の検討

4-1. 引継ぎ

4-2. 悲観論と楽観論の検討

まとめ

はじめに

2023年3月に、クレディスイスがUBSに買収されることが発表された。クレディスイスは世界の中でも主要な金融機関の1つであったこともあり、この件については様々な報道がなされている。

もっとも、関連研究については、データの公表時期との兼ね合いで、執筆段階では概ね2023年1Qまでを対象にした分析が徐々に発表されている段階である。そうしたこともあり、今回の一件に焦点を当てた論文は今のところまだ少ない¹。

そうした中、公的機関による分析は出始めている。たとえば、BIS や²、IMF といった超国家機関³、スイスを含む各国の中央銀行である⁴。この他、スイスなど各国のシンクタンクによるレポートは多い⁵。もちろん、当事者であるクレディスイスは、詳しいデータおよびその背景を年報ならびに四季報を通じて公表している⁶。

他方、このテーマについて、クレディスイスの本拠地であるスイスに焦点を当てた検討は、とくに日本ではあまり多くないといつてよい。そこで、本報告では、スイスの視角にも触れることにしたい。

関連研究の論点はおよそ次の4つに整理できる。破綻の原因、危機の実態、スイスでの反応、合併後の展望である。本報告では、これら4つの論点について、関連研究で深く検討されていない以下の諸点を中心に述べる。

まず、破綻の原因については、対象期間を拡大する中で、相次ぐ不祥事、中東マネーへの依存、戦略の見直し(2015年)の3点を、次に、危機の実態については、クレディスイスからマネーが流出したきっかけと、その行方を、ついで、スイスにおける合併を受けた反応については、批判の声、買収プロセスの是非、および訴訟を、最後に、合併後の展望については、引継ぎと、楽観論および悲観論の検討である。

以上、これら諸課題を明らかにすることによって、今回のUBSによるクレディスイス買収について理解を深める一助になると考える。以下、各章で順に検討していくことにしよう。

注

1. たとえば、Peterson K. Ozili, 2023, Causes and consequences of the 2023 banking crisis, Central Bank of Nigeria.
2. BIS, 2023, *Annual Economic Report*. および BIS, 2023, *Quarterly Review 2023 1Q*.
3. IMF, 2023a, *Global Financial Stability Report*, April. および IMF, 2023b, *Country Report No.23/196*.
4. たとえば、Bank of England, 2023, *Financial Stability Review*, July. や Reserve Bank of Australia, 2023, *Financial Stability Review*, April さらに SNB, 2023, *Financial Stability Report*, June.
5. たとえば、PPCmetrics AG, 2023, Current Facts About Credit Suisse, 16 March.
6. Credit Suisse, *Annual Report*. ならびに Credit Suisse, *Financial Report*.

1. クレディスイスの破綻につながる3つのポイント

本章では、クレディスイスの破綻につながる3つのポイントとして、相次ぐ不祥事、中東マネーへの依存、戦略の見直し(2015年)の3点を取り上げる。

1-1. 相次ぐ不祥事

今回の危機の原因として、SNB や IMF は、クレディスイスによる不祥事を指摘している。SNB は、クレディスイスの危機の原因はマクロ経済ショックにあるのではなく、クレディスイス自身による繰り返された出来事の結果であり、それは、主に法および管理義務の不履行、リスク管理の欠点によって引き起こされたとする(SNB, 2023, p.6)。

IMF は、クレディスイスのUBSとの合併は、長期的な弱さの結果であるとしている。企業のガバナンスの失敗、リスクマネジメントの失敗、財政面の損失、監督法の不履行、財政の報告に関する国内規制の重要な弱さがあったものの、これらの欠点は、有効的に着手されなかった。(IMF, 2023b, p.7)

クレディスイスによる不祥事は、表1にあるように、これまでも相次いでいた。この表

は、代表的なもののみを掲載しているが、キアツ支店におけるスキャンダル(1977)をはじめ、脱税ほう助(2015)や、投資による巨額の損失(2021)など度々問題を起こしている。

その時々において、クレディスイスは、非を認め改善策を提示するが、不祥事はやむことがない。

今回の破綻に近い時期においてもそれは見られた<表2参照>。クレディスイスは、ここ数年、多額の取引損失や、訴訟、顧客データの大量流出、複数のトップマネジメントの退任など不祥事が続いていた。最も打撃が大きかったのは英金融サービス会社グリーンシルと、米投資会社アルケゴス・キャピタル・マネジメントとの取引で、数十億ドルに上る巨額の損失を出した問題である¹。(swissinfo、2023年2月10日)

このように、不祥事が繰り返される理由の1つに、クレディスイスの企業体質がある。ここでは、その実態と、それに対するUBSの取り組みを見ておこう。

その実態について、swissinfo(2023年2月22日)には次のようにある。スイスの金融規制当局は、クレディ・スイスは目先の利益を求めて危ない橋を渡り、100以上の警告のサインを顧みなかったと非難している。

こうしたクレディ・スイスの転落は、ブレイディ・ドゥーガンがCEOに就いた2007年に始まったと、前CEOのオズワルド・グリュエベルはみる。もともと、ドゥーガンが辞任すると後任者らはリスク管理の強化を説いたが、それが実践された形跡はなく、ドゥーガンの辞職後かなり経ってからリスクおよびコンプライアンス部門の責任者らが採用されたという。(swissinfo、2023年2月22日)

かかる実態について、UBSのコルム・ケルハー会長は、「クレディ・スイスの一部に悪い文化があったのは明らかである。我々のエコシステムに問題を起こす要素を持ち込まないよう徹底するため全員を文化的フィルターにかける必要がある」と述べている。

(swissinfo、2023年4月11日)

そこで、UBSは、買収したクレディ・スイスの事業がより保守的な自行のリスクアプローチに合致するよう様々な取り組みを行っている。(ブルームバーグ、2023年7月31日)

かくして、クレディスイスは数々の不祥事を繰り返してきた。その1つの理由に企業体質があった。UBSは合併を控えてそうした体質を変えるべく取り組んでいる。

注

1. 米ヘッジファンドのアルケゴス・キャピタル・マネジメントとの取引では、累計で50億CHFを超える損失を計上した。経営破綻した英金融会社グリーンシル・キャピタルを巡っては100億ドル規模のファンドの閉鎖に踏み切った。(日経新聞、2022年10月28日)

1-2. 中東マネーへの依存

ここでは、2023年の危機時にかけて、クレディスイスによる中東マネーへの依存が高まった状況を簡単に述べる。

1-2-1. 依存の始まり

A. 中東の富裕層によるスイスへの投資

中東の富裕層は、スイスへの投資をその機密性および安定性の魅力から進めてきた。

B. 2008年の金融危機

この際、カタール投資庁とサウジのオラヤン・グループがクレディスイスへの投資を始めて、危機時を助けた。(swissinfo、2022.11.2.)

2008年の金融危機後、カタールの政府系ファンドであるカタール投資庁はクレディ・スイスの株式の5%を取得した。(swissinfo、2022年10月31日)

中東の投資家は、2008年の金融危機の間にも相次いで投資を行ったが、その多くは損失

か、法廷闘争で終わっている。(ブルームバーグ、2023年3月24日)

C. 2010年代におけるクレディ・スイスと中東との関係

2012年に、クレディスイスは、カタール投資庁傘下のカタール・ホールディングスの間で新興市場投資の促進を狙ってアベンティタム・キャピタル・マネジメントを設立した。さらに、クレディスイスは、2014年にカタール政府が絡む案件で助言業務を幾つか獲得した。(ブルームバーグ、2014年、6月9日)。

その後、2017年に、クレディスイスは、サウジで新たにマネージャーを雇い、業務を拡張した。(finews, 2017.7.19)

1-2-2. 深化

A. 2022年10月の40億CHFの増資

サウジのソブリンウェルスファンドであるサウジナショナル銀行はクレディ・スイスに15億CHFを投資して出資比率を9.9%にすることで合意した(swissinfo, 2022.11.2.)。結果、サウジナショナル銀行は大株主となった。

B. 2023年1月、カタール投資庁がクレディスイスへの出資額を引き上げる。

カタールの政府系ファンドであるカタール投資庁はクレディ・スイスグループへの出資比率を6.87%に引き上げた。結果、筆頭株主のサウジナショナル銀行につづき2番目に大きい株主に浮上した。

長年の大株主である米投資会社ハリス・アソシエイツは今月、一時は10%程度であった保有比率が3%未満に低下したことを明らかにした。(ブルームバーグ、2023年1月24日)

クレディスイスの長年の大株主だった米運用会社ハリス・アソシエイツは2022年8月にクレディスイスの株を約10%保有していたが、同年10月に株式保有を縮小し始めて2023年1月に保有比率は5%に低下した。ハリスのCIOは、過去数か月で保有株を売却したことを明らかにした。(ロイター、2023年3月5日)

1-2-3. 危機時

2023年3月、サウジナショナル銀行が新たな出資を断った。クレディ・スイスへの出資比率を増やせないのは、同行への出資比率を10%未満に制限している規約が理由だとサウジナショナル銀行のアンマル・アル・フデイリ会長は繰り返した。(swissinfo、2023年3月28日)

かくして、クレディ・スイスは、およそ危機時に中東からのマネーを受け入れる中で依存を強めていった。それは、とくに、2008年の金融危機に始まり、2022年10月の増資以降その性格が強まった。結果として、2023年3月にそれら大株主が新たな出資を断ったことが破綻の1つの要因となった。

1-3. 戦略の見直し(2015年)～投資銀行部門からウェルスマネジメント部門へ

2015年10月に、クレディスイスは大幅な戦略の見直しを行った。その1つは、投資銀行部門からウェルスマネジメント部門に中心をシフトさせていくことであり、いま1つは、ウェルスマネジメント部門のなかでもアジア地域を重視することである。

ここでは、こうした戦略の見直しについて、次の3つの側面から実際の動きを確認したい。

1-3-1. 全体から

A. クレディスイスのネットの収益<Net revenues>、図1参照

2008年のリーマン破綻や、2010-2012年の欧州債務・銀行危機の際に減少が見られる。

その後は、ほぼ横ばいが続いたが、2022年に減少に転じた。いずれの時期も投資銀行部門により大きな減少が見られる。

B. クレディスイスの税前利益、図2参照

上記のネットの収益から引当金ないし運転費用といったコストを差し引いた税前利益<Income before taxes>を見ると、上記の動きに加えてCHFショックの起こった2015年、さらには2020年からの減少が見られる。

2015年は両部門、2020年はウェルスマネジメント部門、2021年は投資銀行部門に減少が見られる。

なお、対象期間を2015年より前と後に分けて、これら2つの指標について、投資銀行部門、およびウェルスマネジメント部門との相関係数をそれぞれ求めた¹。

ネットの収益については、投資銀行部門が0.97と0.93で、ウェルスマネジメント部門が-0.15と0.30、税前収益については、投資銀行部門が0.96と0.90で、ウェルスマネジメント部門が0.41と0.65であった。

かくして、投資銀行部門はいずれも2015年以降も0.9を超えており、強い正の相関が見られる。他方、ウェルスマネジメント部門は2015年以降、上昇が見られるものの、投資銀行部門には劣る。このことは、2015年以降も依然として投資銀行部門への依存が大きいことを示す1つの証左であるといつてよい。

注

1. データの都合上、投資銀行部門は、2005年から2014年と、2018年から2022年の2つの期間、ウェルスマネジメント部門は2005年から2011年と、2015年から2022年の2つの期間になる。

1-3-2. ウェルスマネジメント部門

A. 運用資産のマージン、図3参照

2010年代前半、グロスのマージンは低下している。2010年代後半、ネットのマージンは上昇したが、2020年代に入るといずれも低下した。

B. 新規運用資産額と、同伸び率、図4参照

新規運用資産額は、2010年代前半、減少した後、後半は横ばいに推移したが、2022年に大きく減少した。同伸び率も同様の動きが見られる。

かくして、ウェルスマネジメント部門は、その運用資産のマージン、および新規運用資産額でみると、2015年以降、増加または横ばいで推移したものの、2020年代に入ると低下した。

1-3-3. ウェルスマネジメント部門～地域別新規運用資産額、アジア・太平洋地域

A. 地域別新規運用資産額～全体、図5参照

公表されているデータの都合上、ここでは2006年から2014年を見ていこう。この期間、減少または横ばいに推移していく地域が多い中で、アジア・太平洋地域は増加している。そこで、同地域に注目しよう。

B. 地域別新規運用資産額、同伸び率～アジア・太平洋地域、図6・図7参照

アジア・太平洋地域の地域別新規運用資産額は、2017年を最後に2018年から減少が見られる。さらに、同資産の伸び率をみると、それ以前から低下し始めていたことがわかる。

かくして、2015年以降、ウェルスマネジメント部門で重視した、アジア・太平洋地域も、新規運用資産額は徐々に減少していた。

以上を見てくると、2015年に発表された2つの大幅な戦略の見直しは不十分な結果に終

わったとみてよい。

1つは、投資銀行部門からウェルスマネジメント部門に中心をシフトさせていくことであったが、ネットの収益および税前利益は依然として投資銀行部門への依存が大きかった。また、ウェルスマネジメント部門もその運用資産のマージン、および新規運用資産額で見ると、2015年以降、増加または横ばいで推移したものの、2020年代に入ると低下した。

いま1つは、ウェルスマネジメント部門のなかでもアジア地域を重視することであったが、新規運用資産額を見ると、次第に減少していた。

このように、戦略の見直しが不十分な結果に終わったことが、2023年3月の破綻を招いた1つの要因と考える。

2. 危機の局面

本章では、危機の局面について、そのきっかけ、およびクレディスイスの資金フローの2つの側面からアプローチする。

2-1. 危機のきっかけ

クレディスイスは、2022年10月と、2023年3月に危機を経験した。本節では、両危機について、それぞれのきっかけを見ておこう。

まず、2022年10月の危機について、SNBは、クレディスイスの見通しに関連した不確実性の高まりがある中で、2022年10月初めに同行の破産が迫っているという噂が流れ、預金ないし運用資産のかなりの流出をもたらしたと報告している(SNB, 2023, p.7)。

このうち、クレディスイスの見通しに関連した不確実性の高まりについて、SNBを含め他の公的機関も次のように報告している。

SNBは、2022年10月以前に、銀行はすでに市場の評価で大きなリスクがあった。新たな改革案について不確実さがあったとし(SNB, 2023, p.38)、BISは、銀行に関する市場の懐疑は、2022年を通じて悪化したとし(BIS, 2023, p.12)、Bank of Englandは、2022年の秋、クレディスイスは顧客資金の目立った流出を経験したが、これは、銀行のリスクマネジメントおよび収益性に関する長期の懸念に関連したものであったとしている(Bank of England, 2023, p.85)。

さらに、このような、銀行の見通しに関連した不確実性の高まりは、株価やCDS<Credit Default Swap>の動向からも認められる。

株価は、2021年におよそ10CHFを推移したが、2022年に入ると急低下し、6月には5CHF台、9月には3CHF台と1桁に落ち込んだ。

CDSは、2016年から2021年までは0.5%と1.0%台の間を推移していたが、2022年になると急上昇して、6月末には2%、10月末には3%、そして11月末には4%を突破した。

次に、2023年3月の危機について、オーストラリア中銀は、長年の間、高いリスクとガバナンスに関連した多数の出来事に直面していたことが銀行の利益と名声に厳しいダメージを与えていたとする(Reserve Bank of Australia, 2023, p.16)。

そうした折、2023年3月に2つの米銀の失敗でグローバルな銀行部門のストレスが増し、クレディスイスに対する市場の認識がさらに悪化したとSNBは報告している¹。

さらに、SNBは、こうした中、クレディスイスに再び出資しないという主たる株主による発言は、おそらく大きな信頼喪失の最終的な引き金を引いたこと²、この文脈上、デジタル化は触媒として動き、顧客は新しい情報に即座にアクセスを持ち、資金を他の銀行口座にすぐに移転できたことを報告している(SNB, 2023, p.38)。

かくして、本節では、2022年10月と、2023年3月の両危機について、それぞれのきっ

かけを見た。総じて言えば、いずれも、クレディスイスの潜在的な弱さが高まっている中で、トリガーとなる出来事に誘発されて危機を招いた。

注

1. なお、オーストラリア中銀は、クレディスイスは、破綻した米銀と同じ脆弱性を持ってはいなかったとしている(Reserve Bank of Australia, 2023, p.16)。

2. SNBによると、流動性バッファー(緩衝装置)によって、クレディスイスは2022年10月の巨額の流出をカバーすることができたが、2023年3月半ばのクレディスイスの流動性レベルは、巨額で例外的に急速な流出をカバーするには不十分であったという(SNB, 2023, p.39)。このように、クレディスイスは、規制で求められた義務を満たしているにもかかわらず、預金および運用資産の巨額の流出を被った。つまり、資本の必要条件に従うことは必要であるが、銀行の信頼性を確保するには充分ではなかったとしている。(SNB, 2023, p.8)

2-2. クレディスイスの資金フロー

本節の目的は、危機の局面における、クレディ・スイスを巡るマネーの動きを明らかにすることである。その際、まず流出の状況、次にその背景、最後に、危機時にクレディスイスから流出したマネーの行方に注目したい。

まず、クレディ・スイスからのマネー流出の中心となる時期は2022年10月と、2023年3月である。FINMA<金融監督局>のCEOであるウルバン・アンゲルンによれば、クレディ・スイスの顧客流出状況について、「10月は劇的で、11月も大規模だったが10月に比べると少なかった。12月はさらに減った。1月と2月は横ばいで改善も見られるようになった。しかし、3月13日からUBSによる買収が決定した週末までは10月に匹敵する規模の流出が起きていた」という。(ブルームバーグ、2023年4月5日)

それでは、かかる時期における、クレディ・スイスのウェルスマネジメント部門から流出したマネーはどこに向かったのであろうか。これは、1つの興味深いテーマであるが、それを体系的に示すデータは公表されていない。したがって、断片的な情報を積み重ねておおよその姿を想像することになる。

結論から言えば、それらマネーは国内外の様々な銀行に向かったようである。報道によると、たとえば、外銀ではモルガンスタンレーやHSBC、スイスの銀行では大銀行のUBSのみならず、ユリウスベア、EFG、ロンバーオディエといった中位行にも向かったとされる¹。

なかでも、アナリストの試算によれば、ユリウスベアが最も恩恵を受けるという指摘がある²。

IMFも以下のように指摘している。クレディスイスは、2022年4QおよびUBSによる取得までの週に巨額の顧客預金の流出を経験したが、これは他のスイスの銀行に当てはまるものではなく、いくつかの他のスイスの銀行の預金は増加した。そこには、クレディスイスの顧客が代わりを求めたものも含まれる。(IMF, 2023, p.7)

以上の限りで言えば、クレディスイスのウェルスマネジメント部門から流出したマネーが必ずしも外銀にシフトしたわけではない。加えて、スイスの銀行でも大銀行だけでなく中位行にも向かっていた。

以上、本章では、危機の局面について、そのきっかけ、およびクレディスイスの資金フローの2つの側面からアプローチした。

まず、2022年10月と、2023年3月の両危機について、それぞれのきっかけを見た。総じて言えば、いずれも、クレディスイスの潜在的な弱さが高まっている中で、トリガーと

なる出来事に誘発されて危機を招いた。

次に、クレディ・スイスの資金フローを見たところ、同行のウェルスマネジメント部門から流出した資金は他国の銀行のみならず、国内の大銀行ないし中位行にも向かっていた。
注

1. モルガンスタンレーについては、ブルームバーグ(2022年11月24日)、HSBCについては、ブルームバーグ(2023年5月10日)、UBSについては、ブルームバーグ(2022年11月24日)、ないしブルームバーグ(2023年6月14日)、ユリウスベアについては、ロイター(2023年2月2日)、ないし finews(2023年7月24日)による。

2. シティのアナリストによる試算では、統合後のプライベートバンキング事業からの資産流出で最大の恩恵を受けるのは、同じスイスの銀行のユリウスベアになる見通しで、同行は、100億CHF以上を獲得するだろう。(ブルームバーグ、2023年4月18日)

チューリヒ州立銀行のアナリストによると、ユリウスベアは、UBSによるクレディ・スイスの引継ぎのインパクトから利益を得て、今後ネットの新規マネーの流入から利益を得るポジションにあるという。(finews, 2023.5.30.)

3. 両行の合併を受けたスイスにおける主たる反応

本章では、両行の合併を受けたスイスにおける主たる反応に注目する。かかる反応は関連研究において手薄だからである。ここでは、とくに、批判の声、買収プロセスの是非、および訴訟を取り上げる。

3-1. 批判の声～政界、国民、メディア

政界から、今回の買収に対する厳しい非難と¹、今回の救済がはらむ全リスクを1つの銀行が背負うことへの懸念が示される²。

スイス公共放送協会の世論調査によれば、この買収劇に対してスイス国民の66%が怒りを、60%が不安を感じていると答えた。また、回答者の54%はこの買収に賛成していない。さらに、大多数の国民は、国家によるクレディスイスの一時的な買収がより望ましい、またはUBSによる買収と同程度良い選択肢だったと考えている。(Swissinfo、2023年3月24日)

スイスで最も著名な経済ジャーナリストの1人である、金融メディア「ザ・マーケット」の編集長マルク・ディットリは、交渉関係者に圧力をかけるために意図的にメディアが利用されたと批判する(Swissinfo、2023年3月28日)。

3-2. 買収プロセスの是非～学者、連邦競争委員会、連邦検察庁、議会

スイスの法学者ペーター・V・クンツは、株主総会を経ずに強行した今回の買収プロセスを問題視する。この性急な行動によって、国は株式法だけでなく、金融市場法、カルテル法を無効化した。(Swissinfo、2023年3月23日)

スイスの経済学者を対象とした世論調査では半数近くがクレディスイスの買収は最善策ではなかったと回答し、金融業の中心地としてのスイスの評判を下げたと考えていることが分かった(Swissinfo、2023年4月3日)。

連邦競争委員会は、競争法との関連で今回の買収を検討する。もっとも、競争法は大規模な合併案件は連邦競争委員会が審査することを原則としているが、銀行の合併については例外としFINMAが審査を担う。連邦競争委員会は、この合併が競争法にもたらし得る影響について意見を述べるができる。(Swissinfo、2023年3月24日)

連邦検察庁は、今回の買収で政府関係者、規制当局担当者、両行幹部らによる法令違反

がなかったかを調べる(Swissinfo、2023年4月3日)。

連邦議会は、臨時議会を開き政府の公的支援を含め一連の手続きを審議する³。下院では、UBS に対する政府および中央銀行による保証枠を否決した⁴。さらに、連邦議会は、議会調査委員会を設置する方針を示した⁵。

連邦内閣は、この議会の否決は法的効力を持たないとする声明を出した。連邦内閣は憲法の緊急事態条項を発動して買収への公的資金拠出を決めた。この緊急事態条項により、議会が否決であっても政府保証は確保される。さらに政府は 6 人のメンバーで構成する連邦議会の財務代表団から政府保証について事前に承認を得ており、問題はないという姿勢である。(Swissinfo、2023年4月20日)

3-3. 訴訟～AT1債

中心となるのは AT1 債である。スイスの金融規制当局である FINMA は、3月23日に、契約上の条件を満たしており問題はないと発表した。Swissinfo、2023年3月23日

FINMA は、クレディスイスが発行した AT1 商品は契約上、企業の存続に関わる事由が発生した場合、とくに特別な政府支援が認められた場合には完全に評価減されることになっていると説明した。クレディスイスは 19 日に政府保証を担保とする緊急流動性支援融資を受けたため同行の発行する AT1 商品についてはこれらの契約上の条件が満たされたとした。(ロイター、2023年3月23日)

他方、米国から日本まで世界中の当該債券の保有者約 2500 人が FINMA を相手取り、スイスの連邦行政裁判所に提訴した(Swissinfo、2023年6月15日)。

裁判所が判断するのは、政府の緊急事態法を根拠とした AT1 債の無価値化は、クレディスイスの救済手段としてふさわしい対応だったのかという点であるという(Swissinfo、2023年6月15日)。

以上、本章では、両行の合併受けた、スイスにおける主たる反応を批判の声、買収プロセスの是非、および訴訟の 3 つの側面から述べた。

注

1. (Swissinfo、2023年3月20日)
2. (Swissinfo、2023年3月24日)
3. (Swissinfo、2023年3月23日)
4. (Swissinfo、2023年4月12日)
5. (Swissinfo、2023年5月28日)

4. 展望～引継ぎ、悲観論と楽観論

本章では、報告の最後として、展望を述べる。ここでは、クレディスイスから新生 UBS への引継ぎと、展望に際して現状見られる悲観論と楽観論に着目する。

4-1. 引継ぎ

UBS は世界トップクラスのウェルスマネジメント部門を持っている。そこに、クレディスイスの同部門が合わさることによって、かなり巨大な規模になる。

他方、UBS は、ウェルスマネジメント部門に比べると投資銀行部門は弱い。そこに、クレディスイスの強みである投資銀行部門が加わることでどのようなようになるのか。

その際、1つのポイントになるのが引継ぎの問題である。新生 UBS が、成功するか否かの1つのポイントは、端的に言えば、クレディスイスの正の遺産を引き継ぎ、負の遺産を引き継がないことである。この場合、前者に当たるのがウェルスマネジメント部門であり、後者に当たるのが不祥事を繰り返す企業体質にある。投資銀行部門も後者に近い位置にあ

る。

そのため、UBS は、ウェルスマネジメント部門、とくにアジア地域のバンカーに対しては引き留めに努めている¹。他方、投資銀行部門は主なリストラの対象になっている²。

さらに、UBS は、買収したクレディ・スイスの事業がより保守的な自行のリスクアプローチに合致するよう様々な取り組みを行っている³。

以上のごとく、クレディスイスから新生UBS への移行に際してカギとなるのは、1つは、ウェルスマネジメント部門を可能な限り受け入れ、投資銀行部門を可能な限り減らすこと、いま1つは、クレディスイスの行員に UBS の保守的な企業文化を浸透させることにある。前者は、現在進行中であり、後者は一定の時間を要する。

注

1. UBS は、クレディスイスのアジア・太平洋地域のプライベートバンカーの大半を当面は受け入れる。これにより、リレーションシップ・マネージャー(顧客担当者)の数は合計で1200人余りとなり、第2位のDBS(651人)および第3位のHSBC(526人)の合計を上回る。(ブルームバーグ、2023年6月14日)

2. その対象は数百人規模になるという(swissinfo、2023年7月9日)。ただし、UBS は、アジアにおけるトップのクレディスイスの投資バンカーは歓迎するという報告もあり(finews、2023.8.8.)、厳選している印象がある。

3. UBS は、クレディ・スイスの従業員に対して統合手続き完了後に高リスク諸国からの新規顧客の引き受けや、複雑な金融商品販売の禁止など厳格な制約を課す構えである。さらに、UBS は、クレディ・スイスの従業員に対して様々な活動を禁止する約20数項目からなるリストを作成した。(ロイター、2023年6月11日)

4-2. 悲観論と楽観論

悲観論は、概して言えば、クレディスイスの破綻を受けて、世界の金融センターとしてのスイス、およびスイスの金融機関の今後に対する悲観的な見通しが主張の柱である。その際、たとえば、次の2つのコンサルティング会社によるレポートが利用される。1つはBCG、いま1つはKPMGによるレポートである¹。

BCGによるレポートは、2025年末までに世界最大の金融センターとしてスイスが香港に追い抜かれると予想しており²、この予測を基に悲観論を展開するケースがある³。

また、KPMGによるレポートは、スイスのプライベート・バンク73行への2022年のネットの新規マネーが450億CHFと、前年の1310億CHFから大きく減少したと指摘しており、これを基に悲観論が展開されるケースがある⁴。

ただし、これらのレポートは悲観的な側面ばかりを強調しているわけではない。たとえば、BCGによるレポートでは、以下のようにスイスを評価している側面もある⁵。

スイスは、ウェルスマネジメントの伝統的な強さを維持している。その深い経験と、運用資産の大きな水準がある。スイスは、高い魅力的な金融ハブであり続け、いまだ混乱時にセーフヘイブンと認識されている。ウェルスマネジメントの製品、投資の専門性、顧客ベースの深さと多様性の点で、基準を設定している。

他方、KPMGによるレポートについても、BCGによるレポートと同様、ポジティブな側面も指摘している⁶。

まず、収入・利益に関しては以下のごとくである。プライベート・バンクの収入は昨年比べて増加した。これは、主に、目立った金利所得の増加によるものであった。驚くべきは、中規模および小規模のプライベート・バンクのグロスの利益の目立った増加である。前者は17%増、後者は28%増であった。

さらに、上記のように、2022年に全体では前年に比べて大きく減少したネットの新規マネーについても、小規模行にはうれしい驚きがあったという。それらは運用資産全体の6%のシェアだが、昨年、ネットの新規マネーの17%を生み出した。これは、おそらく、小規模行が、ここ数年、独自のブティック・ビジネスモデルを改良し、市場と地政学的な混乱にもかかわらず顧客の信頼を維持することで独自の強みを形成したことによるものである。

かくして、悲観論を見ていくうえで、以上の点を留意しておこう。

他方、楽観論は、概ね、これまでのスイスの強みや実績は、クレディスイスの破綻を経ても変わらないというのが主張の柱である⁷。

たとえば、欧州ファミリーオフィス・ネットワーク会長フランソア・モラ・ジュ・ジョルダン以下のように述べている⁸。

まず、政治的に不安定な国で成功した起業家にとって、最優先事項は、自分の富を確実に保全することだ。ウェルスマネジメントにおいて、スイスほど高度な専門知識を備え、政治的安定と規制の確実性を保証できる法域は他にない。

ついで、先述のシンガポールと香港の台頭については、シンガポールにはスイスほどのノウハウはなく、中国本土からの監視の目が厳しくなる香港は政治的安定に疑問符が付くと否定的なスタンスを示す。

最後に、30年前、スイスのウェルスマネジメントモデルは脱税目的の未申告マネーを預かることで成り立っていたが、近年は真の付加価値を持ったサービスを顧客に提供し、富を引き寄せる透明性と競争力を高めようと大きな変化を遂げていると、スイスの魅力の変化を指摘する。

以上、本章では、新生UBS誕生に至るクレディスイスからの引継ぎと、展望について現状見られる悲観論と楽観論に着目して述べた。

引継ぎについては、UBSがクレディスイスから正の遺産を引き継ぎ負の遺産を引き継がないことがカギとなる。悲観論と楽観論については、進行中の出来事であり、判断を下すにはもう少し時間を要するが、カギとなる要素は、クレディスイス破綻のダメージをスイスの強みがどれくらい抑制できるかである。

注

1. Boston Consulting Group, 2023, *Global Wealth Report 2023* および KPMG, 2023, *Privatbanken in der Schweiz dank Zinsgeschäft erfolgreich*.

2. BCGのレポートについては、これまでもBCGの予測が外れることも珍しくなかった。実際、BCGは昨年、2023年末までに香港がスイスを追い抜くと予測していたが、その時期は2025年末に持ち越しとなった。中国が最近まで新型コロナウイルス感染症対策として厳しい封鎖体制を敷いていたため見込みほど中国本土から香港に富が流入しなかったことが理由という。

3. たとえば、(ブルームバーグ、2023年3月24日)、(swissinfo、2023年8月7日)。

4. たとえば、(finaews, 2023.6.20.)、(swissinfo、2023年7月6日)。

5. 実際、レポートの作成者もスイスを評価している。レポート執筆陣の1人であるBCGチューリヒのパートナーミヒャエル・カーリツヒは、スイスが存在感を失うとは見ていない。スイスは商品の品揃えや投資の専門知識、サービスの深さ・多様性という点で(ウェルスマネジメントの)スタンダードであり続けると述べている。(swissinfo、2023年7月6日)

6. KPMGの作者らによれば、2022年における顧客資産の流出は、スイスの金融センターの名声がクレディスイスの混乱の結果を被ったものであるが、この信頼の喪失が長引くかどうかは不確かである。とにかく、スイスのプライベート・バンクの顧客の大部分はまだ高い競争力を持ったスイスの金融産業の顧客志向で信頼のおける銀行サービスに料金を払

っている。(finews, 2023.6.20.)

7. 本文中のジョルダン以外にも、たとえば、スイス連邦工科大学のヤン・エグバート・シュトゥルムは、長い伝統やCHFの強さという要素のほかに、投資家はその経済金融の安定性ゆえにスイスを資金の振り向け先として選び続けると述べる(ロイター、2023年3月22日)。また、PWCのマーチン・シリングは、次のように述べる。2023年をあまり悲観的に見ていない。新規マネーの流入はまだあり、その額もより良い株式市場のパフォーマンスによって回復し得る。スイスのプライベート・バンクのブランドは変わらない。危機の際にはロケーションとしてスイスは伝統的に外国からの資金に対するセーフヘイブンとして求められる、と。(Finews, 2023.6.5.)

8. (swissinfo, 2023年8月7日)

まとめ

以上の検討から、以下の諸点が明らかになった。第1章では、破綻の原因について、相次ぐ不祥事、中東マネーへの依存、戦略の見直しを取り上げた。今回の破綻の原因について、直近の出来事に焦点を当てたものが多いが、対象期間を拡大することで、そうした原因はそれ以前から続いていることを明らかにした。

まず、クレディスイスが数々の不祥事を繰り返してきたことを年表から振り返り、その1つの理由に同行の企業体質があったことを指摘した。UBSは合併を控えてそうした体質を変えるべく取り組んでいる。

ついで、クレディ・スイスは、およそ危機時に中東からのマネーを受け入れる中で依存を強めていった。それは、とくに、2008年の金融危機に始まり、2022年10月の増資以降その性格が強まった。結果として、2023年3月にそれら大株主が新たな出資を断ったことが破綻の1つの要因となった。

最後に、2015年に行われた大きな戦略の見直しの1つは、投資銀行部門からウェルスマネジメント部門に中心をシフトさせていくことであったが、ネットの収益および税前利益は依然として投資銀行部門への依存が大きかった。また、ウェルスマネジメント部門の運用資産のマージン、および新規運用資産額でみると、2015年以降、増加または横ばいで推移したものの、2020年代に入ると低下した。

いま1つの見直しは、ウェルスマネジメント部門のなかでもアジア地域を重視することであったが、新規運用資産額を見ると、次第に減少していた。

このように、戦略の見直しがいずれも不十分な結果に終わったことも、2023年3月の破綻を招いた1つの要因と考える。

第2章では、危機の局面について、そのきっかけ、およびクレディスイスの資金フローの2つの側面からアプローチした。

まず、2022年10月と、2023年3月の両危機について、それぞれのきっかけを見た。総じて言えば、いずれも、クレディスイスの潜在的な弱さが高まっている中で、トリガーとなる出来事に誘発されて危機を招いた。

次に、クレディ・スイスの資金フローを見たところ、同行のウェルスマネジメント部門から流出した資金は他国の銀行のみならず、国内の大銀行ないし中位行にも向かっていた。

第3章では、両行の合併を受けたスイスにおける主たる反応に注目した。かかる反応は関連研究において手薄だからである。ここでは、とくに、批判の声、買収プロセスの是非、および訴訟の3つの側面から述べた。

第4章では、報告の最後として、新生UBS誕生後の展望を述べた。その際、クレディス

イスから新生 UBS への引継ぎと、展望に際して現状見られる悲観論と楽観論に着目した。

引継ぎについては、UBS がクレディスイスから正の遺産を引き継ぎ負の遺産を引き継がないことがカギとなる。悲観論と楽観論については、進行中の出来事であり、判断を下すにはもう少し時間を要するが、カギとなる要素は、クレディスイス破綻のダメージをスイスの強みがどれくらい抑制できるかである。

なお、今後、今回の破綻に関連した十分なデータや研究が揃ったらいま 1 度詳しい分析を試みたいと考えている。

引用文献

1. 論文

Bank of England, 2023, *Financial Stability Review*, July.

BIS, 2023, *Quarterly Review 2023 1Q*.

BIS, 2023, *Annual Economic Report*.

Boston Consulting Group, 2023, *Global Wealth Report 2023*.

Credit Suisse, *Annual Report*.

Credit Suisse, *Financial Report*.

KPMG, 2023, Privatbanken in der Schweiz dank Zinsgeschäft erfolgreich.

IMF, 2023a, *Global Financial Stability Report*, April.

IMF, 2023b, *Country Report No.23/196*.

Peterson K. Ozili, 2023, Causes and consequences of the 2023 banking crisis, Central Bank of Nigeria.

PPCmetrics AG, 2023, Current Facts About Credit Suisse, 16 March.

Reserve Bank of Australia, 2023, *Financial Stability Review*, April

SNB, 2023, *Financial Stability Report*, June.

2. ウェブサイト

ブルームバーグ<ホームページ><http://www.bloomberg.co.jp/>

Finews<ホームページ><https://www.finews.com/news/english-news>

ロイター<ホームページ><https://jp.reuters.com>

Swissinfo<ホームページ><http://www.swissinfo.ch/jpn/index.html>

3. 新聞

日本経済新聞

表1. クレディスイスの歴史、1856年から2023年

1856年 エッシャーが他の実業家たちと設立

1870年 事業を拡大し、ニューヨークとウィーンに支店を開設

1876年 チューリッヒ市中心部に支店を開設

第二次大戦後、資産は膨れていく。管理する有価証券は 39 億 CHF(1945)から 470 億 CHF(1970)になる。

1977年 「キアツ・スキャンダル」に揺れる¹。

1978年 投資銀行業務に参入し、姉妹会社として、クレディ・スイス・ホールディングスを設立。

1988年 米国の投資銀行である、ザ・ファースト・ボストン・コーポレーションを買収。

1997年 クレディ・スイス・ホールディングスからクレディ・スイス・グループに名称を変更。

1990年代 バンク・ルーを皮切りに、スイス・フォルクスバンク、ノイエ・アールガウアー・バンクを次々と買収。

2000年代初め 短期間、深刻な不況にあう。

2008年 危機時はカタールの投資家の助けで生き延びる。

2013年

- ・モルガンスタンレーの欧州・中東・アフリカ地域のウェルスマネジメント部門を買収(3月)。

- ・ドイツのプライベートバンキング部門を売却(12月)。

2014年 米国人顧客の脱税ほう助の罪で多額の罰金を支払う²。

2015年

- ・大幅な戦略の見直し、投資銀行部門からウェルスマネジメント部門に中心をシフト。とくにアジア地域に注力する(10月)。

- ・米国のウェルスマネジメント部門を売却(11月)。

2020年 有能な社員が UBS に転職することを恐れ、私立探偵を雇ってこの社員を内偵していたとして取締役会が批判を浴びる。

2021年 グリーンシル、アルケゴスの2つの投資ファンドが経営破綻し、クレディ・スイ

スは数億 CHF の損失。

2022 年末 サウジ・ナショナル・バンクがクレディ・スイスの大株主になる。

2023 年 UBS によるクレディ・スイスの買収決定。

(出所)Swissinfo, 2023 年 3 月 20 日をベースに作成。

注

1. キアツツ支店は、長年、イタリアの富裕層からリヒテンシュタインの偽装金融機関を通じて総額 20 億 CHF 超に上る無申告の資金を受け入れ、さらに、それを不適切に投資していた。

2. クレディ・スイスは、2014 年に、米国人の脱税を数十年にわたりほう助したと認め、米当局に 25 億ドルの罰金を支払うことで合意した。しかし、2023 年 3 月 29 日に、米上院財政委員会は、クレディ・スイスが 2014 年の司法取引に違反し、米国の富裕層の脱税ほう助を継続し、7 億ドルを超える資産を隠ぺいしたとする報告書を公表した。

表 2. クレディ・スイスを巡る最近の主な出来事、2020 年から 2023 年 6 月

2020 年 2 月 銀行が私立探偵を雇って元役員を秘密裏に内定していたというスキャンダルが発覚し、CEO が退任に追い込まれる。

2020 年 8 月 ベルギーでマネーロンダリングに関する捜査に直面する。

2020 年 12 月

- ・スイスの捜査当局、麻薬組織のマネロン阻止を怠ったとしてクレディスイスを起訴する(18 日)。
- ・米国にマネロンのコンプライアンスを引き締めるよう求められる(23 日)。

2021 年 3 月 グリーンシル・キャピタルと、アルケゴス・キャピタル・マネジメントの破綻により、巨額の損失が発生する。

2021 年 4 月

- ・債券取引で共謀したとして欧州委員会から制裁金を科される(28 日)。
- ・2011 年から会長の座にあった W・ローナー氏が退任。

2021 年 10 月 モザンビークの汚職事件に関連して米英当局に 4.75 億ドルの罰金を科される。

2021 年 11 月 クレディスイスが組織再編を発表。投資銀行部門を縮小し、富裕層向けサービスに注力する。

2022 年 1 月

- ・アントニオ・オルタ・オソリオ会長、新型コロナウイルス感染拡大防止の隔離規制に違反して辞任。

- ・FINRA(米金融取引業規制機構)、法規違反でクレディ・スイス子会社に罰金 900 万ドル(21 日)。

2022 年 2 月 「スイス・シークレット」と呼ばれるリーク事件で、内部告発者により 1 万 8 千件に上る顧客口座の詳細がメディアに流出する。

2022 年 5 月 S&P、およびフィッチはクレディ・スイスの格付けを引き下げる。

2022 年 6 月

- ・英金融行動監視機構(FCA)は、クレディ・スイスを重点的な監視が必要な金融機関のリストに加える(12 日)。
- ・ブルガリアの麻薬密輸組織に関連して、マネーロンダリングによりスイス大手銀行として初めて刑事上の有罪判決を受ける(27 日)。

2022 年 7 月

- ・クレディ・スイスのアジア地域で新規顧客の口座開設最長 8 ヶ月待ち(4 日)。
- ・トーマス・ゴットシュタイン CEO が退任を迫られ、ウルリッヒ・ケルナー氏が後任に就任する。

2022 年 8 月

- ・クレディ・スイス、人材慰留に 7 月だけで 3 億ドルの支払い(2 日)。
- ・クレディ・スイス、投資銀行の縮小と、ウェルスマネジメント部門への注力を強めることを決める(23 日)。
- ・投資銀行の規模をめぐる取締役会で意見分裂(31 日)。

2022 年 10 月

- ・米国の顧客による資産隠しを手助けした疑いで捜査(11 日)。
- ・RMBS をめぐる訴訟について、和解金 4.95 億ドルの支払いで合意(17 日)。
- ・フランスで税務不正とマネロン疑惑の調査、2.38 億ユーロの支払いで合意(24 日)。
- ・ケルナーCEO と、レーマン会長が 9 千人の人員削減、投資銀行部門の分離と、40 億 CHF の増資を発表する(27 日)。

2023 年 2 月

- ・アジアの資金洗浄リスク管理を昨年末近くに緩和(8 日)。
- ・報酬などの個人情報流出(14 日)。

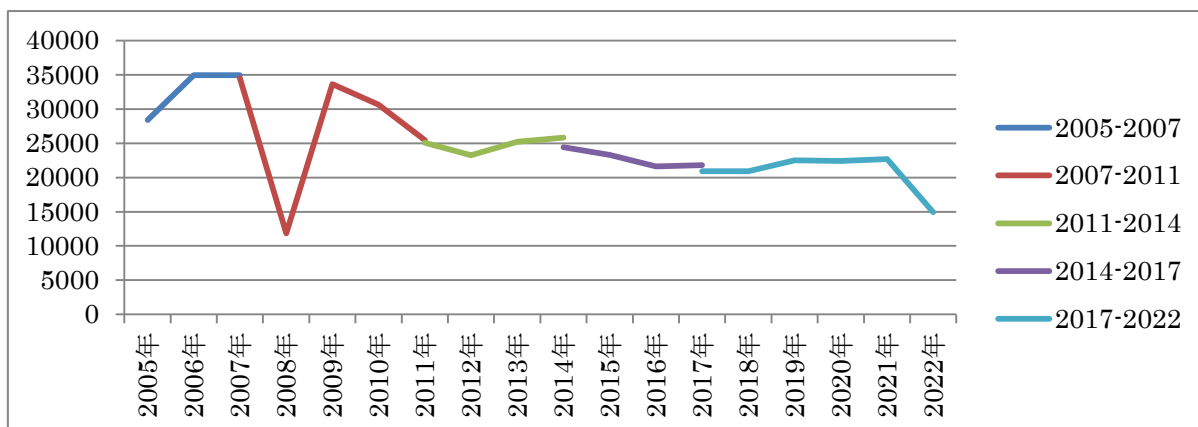
2023 年 3 月

- ・年報で過去の財務報告の内部管理に重大な弱点があったと認める(14 日)。
- ・筆頭株主であるサウジナショナル銀行が追加出資を見送る(15 日)。
- ・UBS によるクレディスイスの買収決定(19 日)。

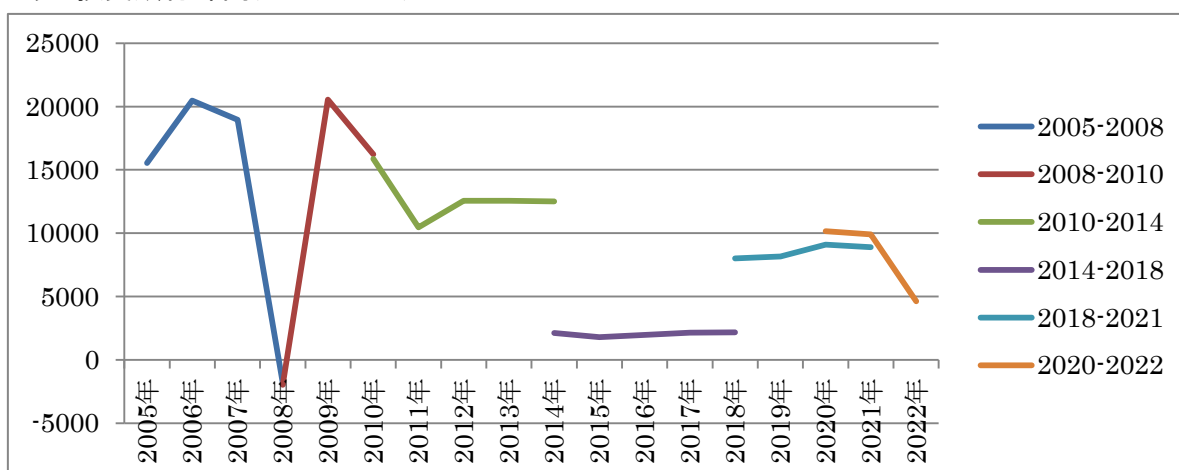
2023 年 6 月 UBS によるクレディスイスの買収完了。

(出所)Swissinfo, 2023 年 2 月 22 日をベースに作成。

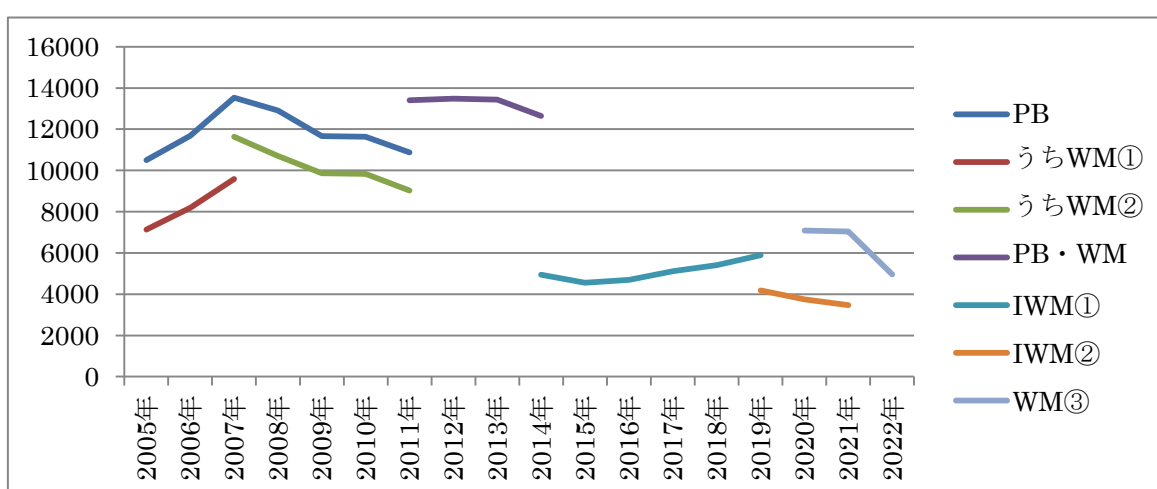
図1. クレディスイスのネットの収益(100万 CHF)、2005年～2022年



A. うち投資銀行部門(100万 CHF)



B. うちウェルスマネジメント部門(100万 CHF)

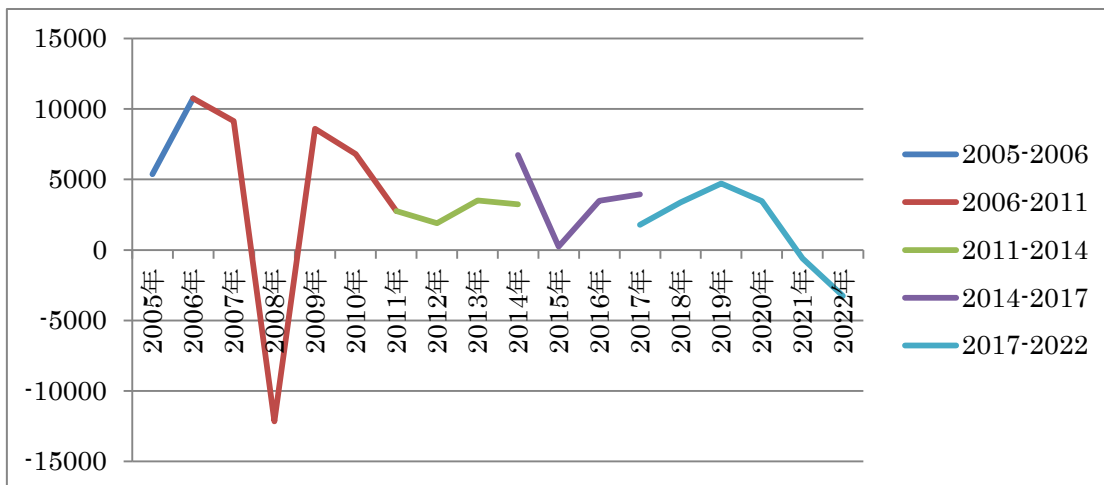


(出所)Credit Suisse, Annual Reportより作成。

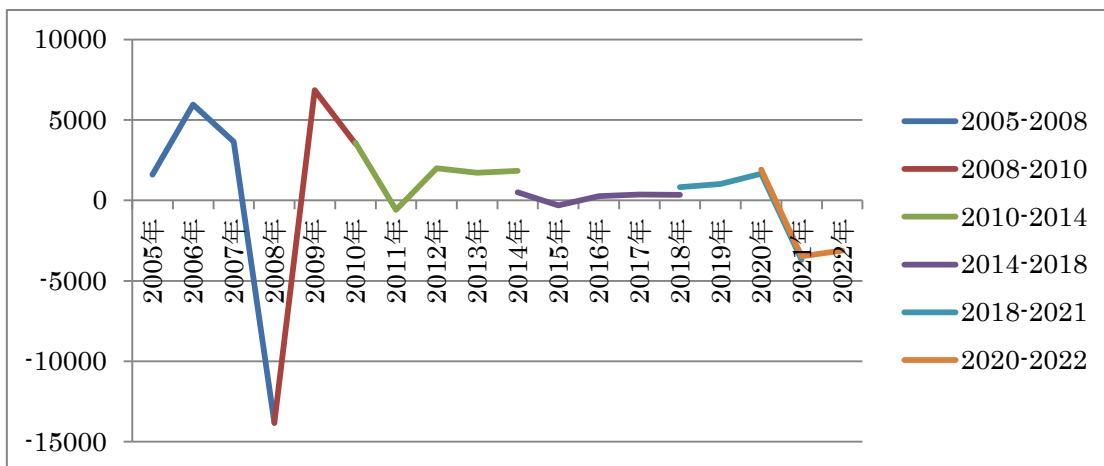
注

1. PB: Private Banking、WM: Wealth Management、IWM; International Wealth Management.の略
2. 投資銀行部門の2014-2018年は、資本市場部門も含めたものである。

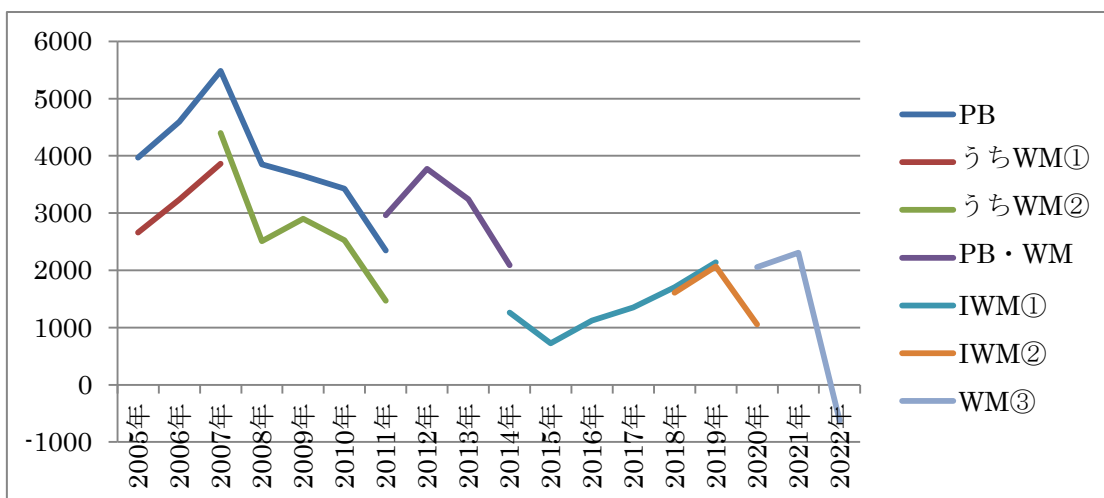
図2. クレディスイスの税前利益(100万 CHF)、2005年～2022年



A. うち投資銀行部門



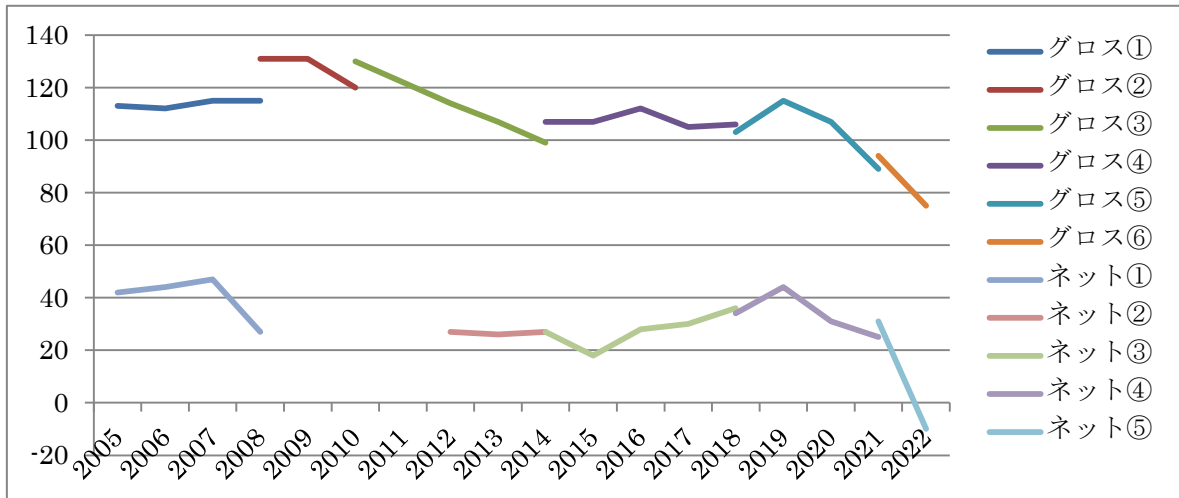
B. うちウェルスマネジメント部門



(出所)Credit Suisse, Annual Reportより作成。

注 図1に同じ。

図3. ウェルスマネジメント部門の運用資産のマージン(bp)、2005年～2022年



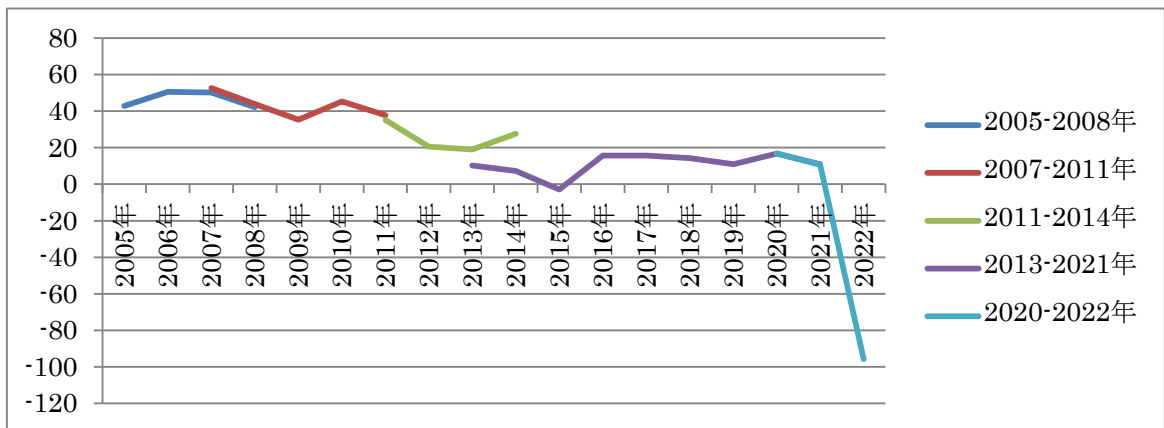
(出所)Credit Suisse, Annual Reportより作成。

注

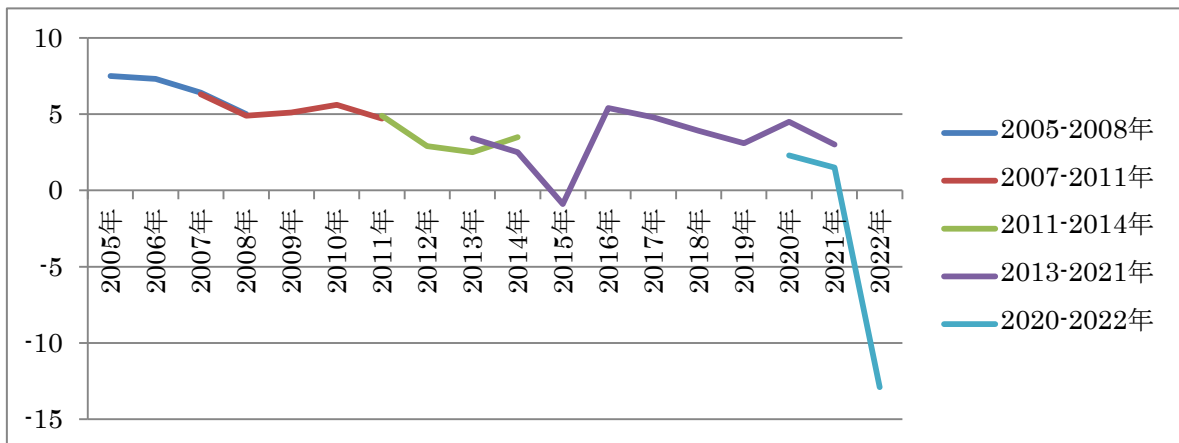
1. 100bp=1%

2. 2009年から2011年のネットのマージンはデータが欠如している。

図4. ウェルスマネジメント部門の新規運用資産額(10億CHF)、2005年～2022年

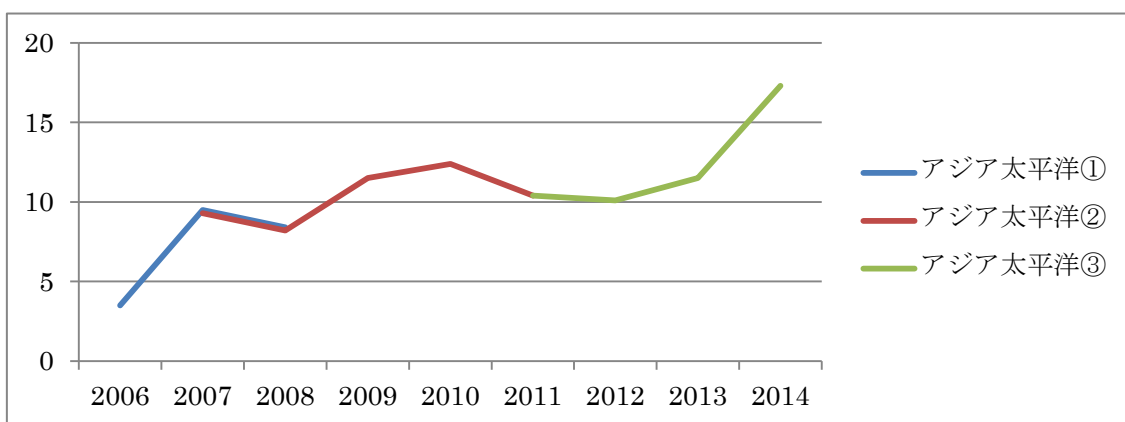
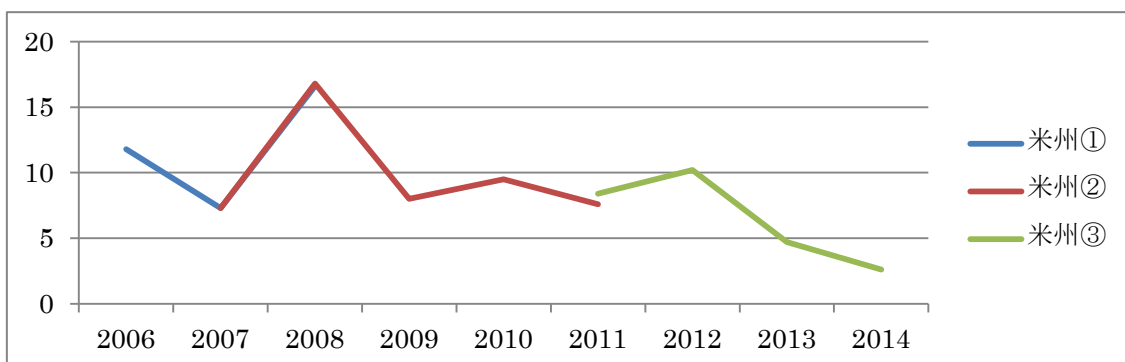
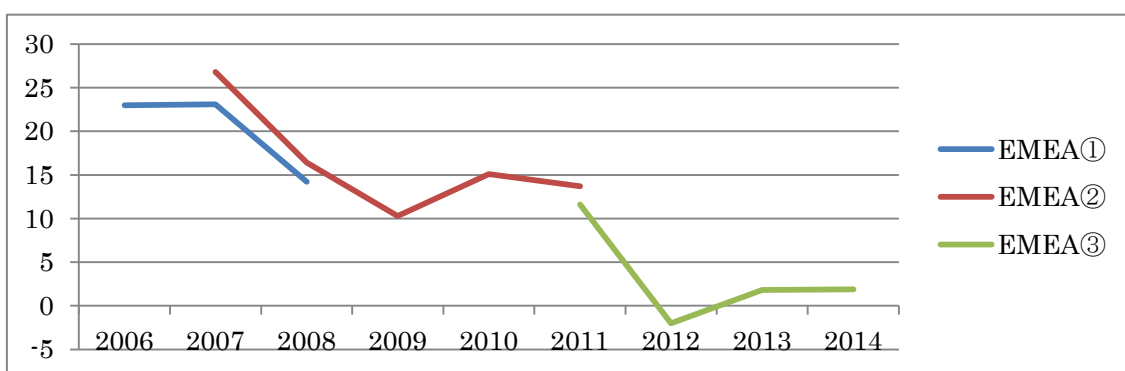
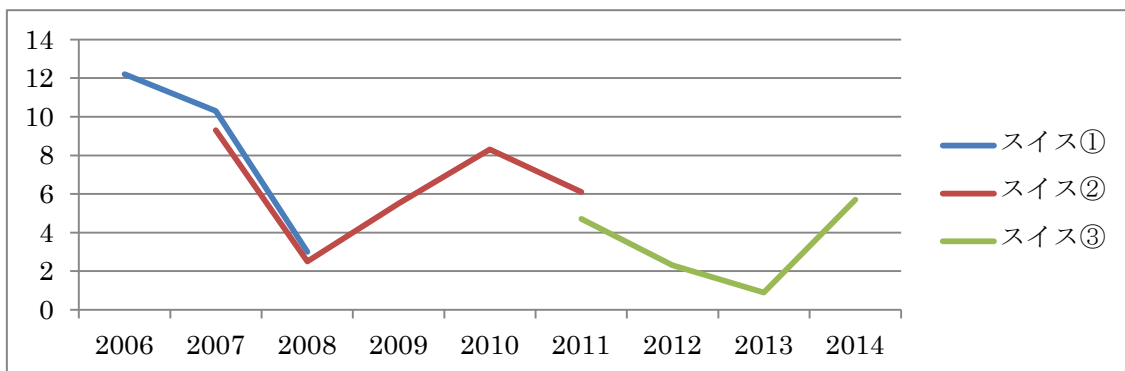


A. 同伸び率(%)



(出所)Credit Suisse, Annual Reportより作成。

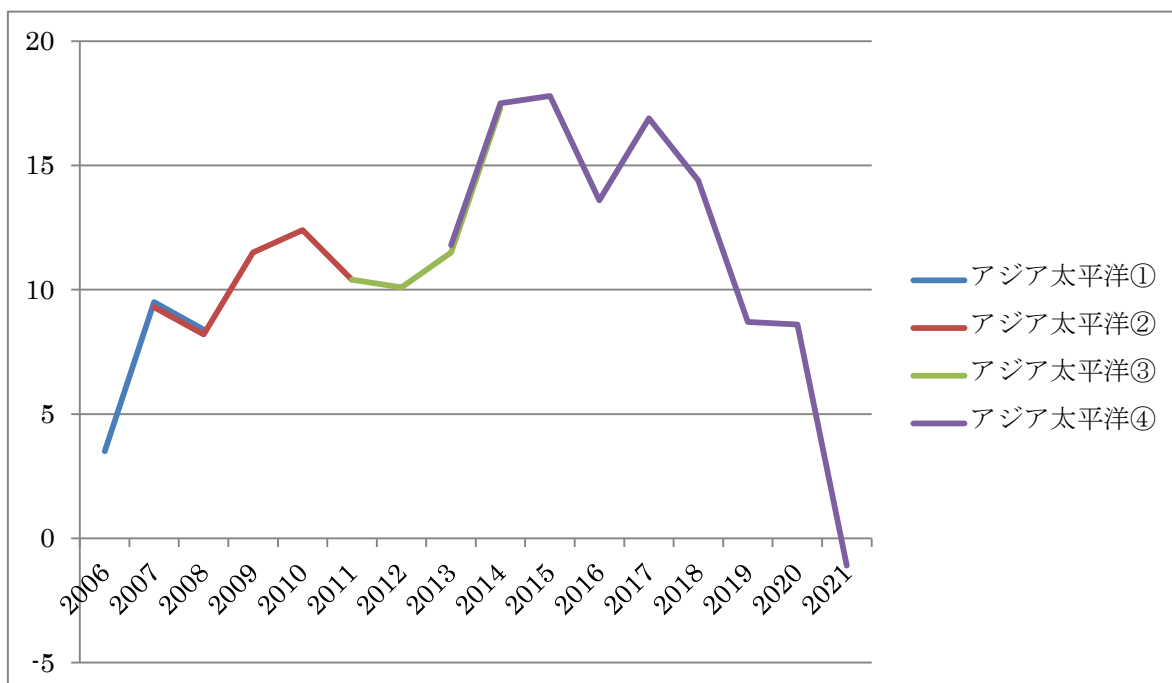
図5. ウェルスマネジメント部門の地域別新規運用資産額(10億 CHF)、2006年～2014年



(出所)Credit Suisse, *Annual Report*より作成。

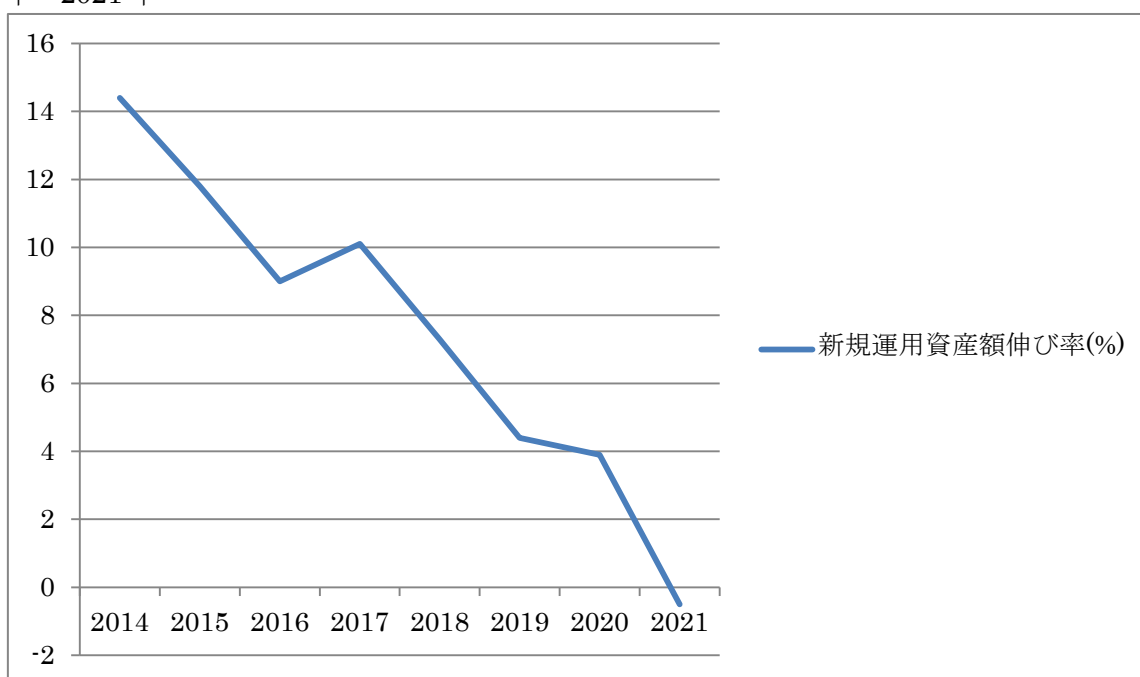
注 EMEA は、欧州・中東・アフリカ部門を指す。

図6. ウェルスマネジメント部門の新規運用資産額(10億 CHF)、アジア・太平洋地域、2006年～2021年



(出所)Credit Suisse, *Annual Report*より作成。

図7. ウェルスマネジメント部門の新規運用資産額伸び率(%), アジア・太平洋地域、2014年～2021年



(出所)Credit Suisse, *Annual Report*より作成。