

# 投資銀行とトレーディング

小林 襄治

はじめに

御紹介いただきました小林です。早速、話を進めていきたいと思えます。

レジュメとしてパワーポイントで作成したものと、資料として図表を載せたものが皆さんのお手元に配られていると思えます。レジュメと、必要に応じて資料を参照しながらお話を進めさせていただきますきたいと思います。

図表をパワーポイントに取り込めれば良かった

のですが、うまく取り込めなかったので、伝統的スタイルで報告させていただくことを御容赦いただきしたいと思います。

## 一、問題意識

まず、前回、二年ちよつと前になりますが、御紹介したことを振り返りたいと思えます。イギリスの金融監督機関の改革、FPC、金融安定委員会とでも言うのでしょうか、今までのFSAにかわって金融安定のための新しい委員会をつくり、

さらに、健全性と業務行為に関してそれぞれを監督する機関を創設するというような監督体制の見直しが行われました。それから、キャメロン政権がすぐに発足させた独立銀行委員会、リター・リングフェンスという形で、預金に基づいて業務を行う銀行とそうでない銀行、つまり投資銀行とを分離させる。さらに、ペイルインボンドを活用して十分な資本を上積みさせる。それがイギリスの方針だということで、ヴィッカーズ報告とか独立銀行委員会報告と言われているものが報告されました。

イギリスでは、昨年四月にこの新しい監督体制が発足しておりますし、一二月には金融サービス銀行改革法ということで、小売銀行あるいは一般の預金を集めている銀行に関しては、リングフェンスドボディーということでその業務をかなり制限する。昔流に言えば、コアバンキングとかナ

ローバンキングに近いものとなります。法律の中ではとりあえず、預金を集めることと、その預金をもとにした送金・支払いサービス、当座貸越、それをコアサービスとする。それ以外のものは大蔵省令で定める。それから、リスクのある業務は小売銀行からエクスクルド（排除）する、そういう法律が通っております。具体的な規定はこれからになります。

ヴィッカーズ委員会では「投資銀行」という表現を使っていたのですが、さすがに法律では「投資銀行」などという表現を使うことは全くなく、リングフェンシングということだけを強調しております。ただ、一般的には、小売銀行以外が行っているホールセルの業務や証券関連の業務が投資銀行というふう言われていて、どちらかというとリスクの高い、危なっかしい業務だということな話になっております。

イギリスでは昔、マーチャントバンク、一九世紀ではロスチャイルドやベアリング、第二次大戦後ではウォーバークやシュローダー、そんな名前で行われたところがありました。一九八六年のビッグバン後一〇年余で大手銀行に大体買収されてしまいました。証券業者もビッグバン以降、主要どころは大手の銀行その他に買収されてしまうという経緯をたどりました。

(リーマンの破綻、BSとメリルの買収)

二〇〇八年、アメリカでも投資銀行は実質的に挫折したとか消滅したとか言われています。それ以前、投資銀行は五大投資銀行に集約されていたわけですけれども、ベアー・スターンズが買収され、リーマンが潰れ、メリルリンチも買収され、一応、ゴールドマンとモルガン・スタンレーは残りましたが、モルガン・スタンレーには東京三菱

から九〇〇億円ぐらいのお金が入っており、二〇%の株式をとられています。そういう意味では、投資銀行もマーチャントバンクと同じようになくなりつつあるのではないかというようなイメージがあります。

(トレーディング規制をめぐる動きの進展)

投資銀行と言われている業者が二〇世紀末から二一世紀初めに展開していた主要業務の多くが、いわゆるトレーディング業務と言われたものだったと思います。トレーディングで儲けていた。ところが、ボルカー・ルールがその典型で、実際には尻抜けで、どこまで規制できるのかわからないルールだと私は思っておりますが、何となくトレーディングというのは危険で悪いものというイメージが作られているようです。ボルカー・ルールでは、プロプライアタリー・トレーディング、

つまり自己勘定でのトレーディングを禁止するということをはっきり出して、その最終ルールが昨年一二月に制定されております。

よく読んでいくと、実際には除外されているもの、許容される範囲が非常に大きいので、規制されている部分は少ないのですが、ああいうルールだけを見ていくと、あるいはメディアの論調を見えていくと、トレーディングというのは危ないですよ、禁止しましょうと。さらに、それに追い打ちをかけるように、二〇一二年の秋、EUではリーカネン報告が出されて、トレーディングは大変危険である、リスクが高い、したがって、トレーディングを行う事業体は分離したところでやってもらいますよ、というような規制案が出ている。そして、昨年の春にドイツとフランスでは、それ以外の国については確認しておりませんが、新しい法律ができて、トレーディングをやる場所は

特別の事業体として銀行本体から分離してやってくださいというような法律ができています。ここでも何となく、トレーディングあるいは投資銀行のやる業務は非常にリスクで危なっかしい、金融システムの安定のためには、そういうものに規制を加えるべきである。このような論調が結構見られるのではないかと思います。

それに加えて、昨年秋に、バーゼル銀行監督委員会がトレーディング勘定のリスクウエート資産の計算の仕方を公表しました。一般に自己資本比率規制とかわれておりますが、これは総資産に対して計算するのではなくて、リスクウエート資産に対して七%か八%、あるいは一〇数%、そういうものに掛けるということになっております。かつては、例えばトレーディング資産に関して、ある銀行にとつてはせいぜい〇・一%ぐらいしかリスクウエート資産にならないというような

計算も許容されました。ところが、一段と厳しくトレーディング勘定のリスクウエイト資産を計算する案が出されている。そうすると、自己資本比率にすれば今までの倍とか、銀行によってかなり違うようですが、それだけたくさんの自己資本を持たないとこういう業務はできなくなる可能性が非常に強まっている。そこでも一貫して言えることは、繰り返しになりますけれども、投資銀行やトレーディングは結構危ないもので、規制しましょうというような話ではないかと思えます。

ところが、ボルカー・ルールでもヨーロッパのいろんな規制でも、よく読んでいくと、マーケットメイキングはいいですよ、引受業務はいいですよ、国債に関連してもいいですよ。アメリカでは、エージェンシー債、これには預金保険公社なども入りますけれども、証券化商品の中核を担っているGSEと言われるところ、ファニーメイと

かジーニーメイとか、モーゲージの証券化をやっているところの取引はいいですよ。それから、地方債もいい。そうになると、実際に規制されるところはどことどこなのかという結構狭い、そういうルールになってまいります。逆に言えば、トレーディングなり投資銀行なりが実際の金融システムの中で果たしてきた役割が非常に大きい、それを制御することはできないというふうにも読み直すことができるのではないか。そういう意味では、投資銀行なりトレーディング業務も頑張つてやってもらったほうがいいのではないかという観点から、今までの議論を整理し、実態について見ていこうというのが今日の話の趣旨でございます。

## 二、多様化する投資銀行の概念

レジユメの二ページの「問題意識」は今述べたとおりですが、その際、投資銀行とかトレーディングというのは非常に曖昧な概念で、人によって言っていることが違うということをまず述べておきたいと思います。トレーディングに関しては、後のほうで規制との関係でもう一度細かく述べることにします。

では、「多様化する投資銀行の概念」というところをごらんください。

### (語源)

もともと「投資銀行」というのは、一九世紀末から二〇世紀初め、アメリカにおいて、証券の引受・販売を行っていた業者を指して使われた言葉

です。第一次大戦前ぐらいに投資銀行協会というものがあるアメリカでできますから、そのころまでにはかなり一般化していたと言われております。そして、第二次大戦後、主に一九七〇年代ないし八〇年代からは、証券のオリジネーション(引受)・販売に加えて、合併のアドバイザー業務を行うのが投資銀行だと言われるようになりました。全てを見たわけではありませんが、この銀行のアニユアルレポートを引っ張り出しても、主要な銀行を見ていけば、「投資銀行業収入」という項目に出てくるのは、オリジネーション(引受)・販売の手数料と合併のアドバイザー収入です。これが二、三〇年前ぐらいからの「投資銀行」という言葉の使い方です。

### (旧SIAの分類)

アメリカでは、旧SIA(証券業協会)が、現

在では S I F M A (証券業金融市場協会) と変わっておりますけれども、証券会社の財務データを集めて年一回公表していました。そこでは、「全国総合証券」「大手投資銀行」「地方業者」「デイスカウンター」という表現が使われていて、大手投資銀行と全国総合証券が区別されてきました。我々の世代で覚えているのは、八〇年代、メリルリンチは投資銀行か否か。メリルリンチは投資銀行ではない、S I A の分類を見ると上の人から叱られたというような経験がございます。ところが、最近では、例えば J P モルガンやドイツ銀行が典型ですけども、コーポレート・アンド・インベストメントバンクという部門を持っている、そして、我が社は投資銀行でもあるということとを公言しております。

(エコノミスト誌の分析)

資料 1 「多様化する投資銀行の概念」のところで書きましたが、最近、ロンドンで出されているエコノミスト誌が国際銀行業の分析を行い、インベストメント・バンカーズ・グローバル・マーケット・シェアを出しております。世界の大手八大投資銀行を上から順番に並べて、投資銀行業務の稼ぎ高、収入ベースを出しております。この記事では一三大投資銀行も取り上げておりますけれども、多分これ以外に、スイスの二行、フランスの二行と R B S を加えたものが一三大投資銀行ということになるのだらうと思います。

(日経新聞記事)

また、日経新聞では、モルガン・スタンレーを指して「脱投資銀へ収益多様化」という記事を掲載しています。本当かどうかは知りませんが、モ

ルガン・スタンレーはトレーディング業務をそれほど重視していないとれるような発言をしている。それをここでは「脱投資銀行」という言葉を使って表現しております。

さらに、欧州委員会やヨーロッパ一般、あるいはリーカネン報告や、イギリスの規制機関であるFSAなどが出している文書を見ても、「インベストメントバンク」トレーディングを行う銀行」というような注をわざわざ振っているケースもございませう。そういう意味では、トレーディング業務を大規模に展開する銀行を投資銀行としているようです。

また、先ほど言いましたヴィッカーズ報告のように、リテール以外は全部ホールセール、それが全部投資銀行だということが公式の文書でも使われる。イギリスでは、マーチャントバンクというものがほとんど全部消滅し、今ではほぼ使

われないことがない。ところが、投資銀行は、二〇〇八年にかなりの挫折を味わい、残っているところは大手の二行にすぎないのに、「投資銀行」という言葉だけは生き延びている。と同時に、実態も非常に変わってきている。そのあたりについてもいろいろ検討しながら、今後の規制との関係を見ていこうと思っております。

### 三、「投資銀行」の収入と投資銀行業収入

レジユメの三枚目になりますが、投資銀行について見てみようと思つた場合、エコノミスト誌では一三銀行を取り上げますけれども、ここではとりあえず、投資銀行の本場であるアメリカの二大銀行と三大元商業銀行を取り上げます。現在アメリカでは、大手の銀行として普通は六大銀



行が挙げられます。ゴールドマン、モルガン・スタンレー、JPモルガン、バンク・オブ・アメリカ、シティ・グループ、それにウエルズ・ファアゴです。旧商業銀行系の四行は資産規模が二兆ドル前後。ウエルズ・ファアゴはちよつと低いですが、最近急激に伸びていますから逆転するかもしれません。ゴールドマンとモルガン・スタンレーは現在一兆ドル弱。七位以下は五〇〇〇億ドル以下になりますので、六つを取り上げればいいのですけれども、ウエルズ・ファアゴはグローバルな存在ではない、また、投資銀行業務をやっていないわけではありませんが、それほど強くないので省かせていただきました。

(アメリカ大銀行の部門別収入)

そういうところが大体どういう部門構成をとっているかということを見たのが、資料2の図表11

「アメリカ大銀行の部門別収入」です。

名称がいろいろ違いますし、名称の違いは、それに伴ってやっていることも若干違うということでございます。しかし、単純化して言えば、アメリカの主要銀行は、投資銀行部門、トレーディング部門、資産管理部門、商業銀行部門に分けることができ、商業銀行部門以下はリテール部門ということになります。ゴールドマンとモルガン・スタンレーは商業銀行部門がなく、モーゲージやカードはやっていない。商業銀行以下の部門を除きますと、投資銀行部門、トレーディング、資産管理、この三つが一般的には投資銀行の仕事と近年まで言われてきた業務だろうと思います。そして、JPモルガンやシティ・グループ、モルガン・スタンレーのように投資銀行部門とトレーディング部門を一緒にやっているところと、トレーディングと投資銀行部門を明確に分けてやっ

ているところ、そういう二つのタイプがあるということだろうと思います。

### (アメリカ大銀行の収入構成)

それに対して、収入のほうはどうか。次の資料3「アメリカ大銀行の収入構成」をざらんにください。

大きくは金利収入と非金利収入に分かれます。非金利収入は、投資銀行業、資産管理、手数料・料金、プリンシパル取引。プリンシパル取引の身は、トレーディングと投資、もしくはプリンシパル取引と投資というふうに分けられます。証券ゲイン以下は、商業銀行の勘定、あるいは銀行勘定と言われる分野での保有証券からのゲイン。それから、貸出・預金やモーゲージに絡んだ手数料その他。こちらは当然、いわゆる三大旧商業銀行系の上に計上されるということになります。

ここで注意しておきたいことは、三大銀行系、すなわちモルガン・チェース、バンク・オブ・アメリカ、シティグループの金利収入の中にはトレーディング資産からの金利収入が計上されているということです。投資銀行業の収入、プリンシパル取引、トレーディングからの収入といったものに比べても、それに匹敵する、あるいは上回る規模に達しています。後で述べますけれども、トレーディングに関しては、単に値ざや稼ぎを目的とするというのはそのとおりなのですが、それと同時に債券を中心に展開している。債券というのは、一日でも持てば経過利息が入ってくる。したがって、長短金利差があるようなときには、債券を保有して短期資金を引いてくる。あるいはレポに回せばいいわけですが、そういう取引をするこ

とによって利ざやも稼げる。特に債券のトレーディングではそれも非常に重要な要素です。

アニュアルレポートを読んでいくと、幾つかの銀行は、我が社では金利と値ざやを区別しておりません、どちらで儲けてもいい、そういうものは一体化して捉えるべきであるとはつきり言っています。ところが、会計担当者が文句を言うので、これだけ計上しますと堂々と書いている銀行も少なくない。アメリカの銀行は書きませんけれども、ヨーロッパの銀行の一部はそういうことを公然と書いております。そういう意味で、プリンシパル取引やトレーディング収入を考える場合には、トレーディング資産からの利息も考えなければならぬ。同時に、一部の銀行では計上しておられますが、トレーディング勘定に伴う口座手数料その他、各種の手数料も含めて考えるべきだということをまず指摘しておきたいと思えます。

(ゴールドマンの各業務の収入と投資銀行業務の収入ウエート)

前のページに戻って図4をごらんください。二〇世紀末から二一世紀初頭にかけて、ゴールドマンの各業務の収入と投資銀行業務の収入ウエートを示しております。投資銀行業収入よりもトレーディング等から得られる収入のほうがはるかに多い。これは現時点でも変わりないと思えます。これに金利収入その他を上乗せすれば、この傾向はもっと顕著になる。投資銀行といっても、現在では投資銀行業務よりもトレーディングからの収入のほうが多い。銀行によっては、資産管理収入が非常に大きいところもございます。

では、投資銀行とは一体何だったのか。投資銀行の歴史も振り返りながら、幾つかの点を確認しておきたいと思えます。

#### 四、投資銀行の歴史概観

歴史について長々と話すと時間がかかりますので、レジュメの四ページに、「投資銀行の歴史概観」ということでごく簡単にまとめました。

一九世紀末から第一次大戦にかけて、鉄道証券を発行し、それをヨーロッパに売るといふ仕事を大々的に行っていた業者がJ.P.モルガンでありクーン・ローブです。この時代、これらが投資銀行の両巨頭とみなされていきました。

##### (一九二〇年代の投資銀行と証券子会社)

一九二〇年代は、さまざまな分野から投資銀行あるいは証券の発行という業務に参入が見られる。一番典型的なのが商業銀行の証券子会社です。この時期でいえば、現在のシティグループに

つながるナショナル・シティ銀行、そして、チェース・ナショナル銀行などといったところが証券子会社をつくって活躍していく。それ以外に、ゴールドマンやリーマンも、産業証券なり投資信託を利用してみずからの勢力を大きく伸ばしていきます。今までは鉄道証券が中心でしたが、特にこの時期からは、鉄道証券よりも産業証券。

それから、公益事业証券というのは電力、ガスが中心です。さらに地方債や外債。もう一つ、厄介なのは、この当時、クローズド型のミューチュアルファンドということで投資信託会社もかなりつくられ、そういうものの株式が発行されていきます。一九二〇年代の状況について、資料4「一九二〇年代の投資銀行と証券子会社」ということで幾つかのデータを出しておきました。下の図表3-1-2をごらんください。一九二九年には、発行された社債のうち半分近くを証券子会社が引き受

け、投資銀行のシェアは大きく低下していったことがわかります。

(一九三〇年代の銀行と証券の分離)

ところが、いろいろ行き過ぎもあつたり、アメリカ経済、世界経済の諸問題から一九二九年以降の大恐慌になっていく。そのために、一九三三年に銀行と証券が分離されていくという話になっていきます。こういう状況の中で銀証の分離が行われるわけけれども、それ以降、モルガン・スタンレーとファースト・ボストンが支配的地位を占めるようになりました。データをよく見ていくと、いろいろ修正すべき点はあるのですが、そこは厄介なので立ち入りません。

(一九六〇年代)

ただ、一九六〇年ぐらいになってまいります

と、アメリカでは、メリルリンチがリテールで勢力を伸ばし、引受の分売業者としても力を増してくる。さらに、ソロモンやゴールドマン、リーマンといったところが機関投資家相手のトレーディングを始め、それを契機に引受業務でもかなり力を伸ばしていく。このようにして再編が始まっていきます。

(一九七〇年代～八〇年代)

特に一九七〇年代は、御存じの方も多いと思いますけれども、アメリカでは「株式の死」ということが言われた時代です。一九六八年につけたダウ高値を一〇年間上回らないというような状況が続きました。にもかかわらず、この時期に証券業者が非常に大きな躍進を遂げていく。それが八〇年代にもつながっていきます。この当時、機関化、情報化、コンピューター化が進み、情報の伝

達スピード、取引システムが変わっていく。ナスダックができたのが一九七〇年です。また、国際化が進み、金利の自由化、変動相場制になっていきます。規制のほうも、手数料の自由化が七〇年代初めから部分的に始まっていく。そして、八〇年代には、今まで面倒くさかった登録制度が一括登録制ということで債券が発行しやすくなる。そういう中で、さまざまな新商品、新市場が生まれていく。マネーマーケットファンドもそうですし、MBSといった証券化商品が生まれたのも七〇年代で、それが大きく発展するのが八〇年代と理解しております。

また、変動相場制で為替取引もふえていく。さらには各種のデリバティブが出てくる。レバレッジドバイアウトや大型のM&Aも展開していく。ユーロ債が発行されていく。そういう中で、証券界、投資銀行業界の再編が非常に進んでいき、規

模も大型化していく。とりわけ八〇年代半ばぐらいには、証券業者ではメリルとソロモンがトップクラスの資本規模を誇るようになりました。

その間、アメリカの一般の商業銀行は大変苦勞していました。金利自由化の影響もあり、大半のS & L（貯蓄貸付組合）が潰れかかっていくという危機的状況に陥りました。大手の銀行も、途上国への貸付、不動産への融資、レバレッジドバイアウト、合併に関する貸付などで不良債権を出し、一九八四年にはナンバーテン以内に入るコンチネンタル・イリノイが潰れる。九〇年代初めには、バンク・オブ・アメリカやシティコープが危ないという噂などが出て、一定の再編が行われるという状況でした。それに伴って、この間、さまざまな規制改革等が行われてきました。

(一九九〇年代)

そういう中で、九〇年代から言うところと  
言い過ぎかもしれませんが、連邦準備が商業銀行  
による証券業務を解禁したのが一九八七年か一九  
八八年だったと思います。いつから解禁されたの  
か。連銀が声明を出したときなのか、最高裁の判  
決で連銀を支持したときなのか、正確に確認して  
いませんが八〇年代末にそういうふうになる。そ  
して、モルガン・ギャランティ・トラストといっ  
たところが証券子会社をつくるのが大体一九九〇  
年です。一定の条件はありますけれども、最終的  
には、一九九九年のグラム・リーチ・ブライリー  
法で証券業務が全面的に解禁されるという方向に  
なっています。

九〇年代に入りますと、日本では『米銀の復  
活』という本が出たりしますが、一方で州際業務  
規制が緩和され、全国的な銀行が生まれる余地が

出てくる。それを先取りする形でスーパリー  
ジョナルが台頭してくる。九〇年代になると、ケ  
ミカルが主導してマニファニを買収し、チェース  
も買収し、それがJ.P.モルガン・チェースとい  
うふうに話は進んでいきました。

同時に、大手銀行や、外国の銀行による大手の  
証券会社あるいは投資銀行の買収が進んでいきま  
す。その過程で、二〇世紀初めまでには五大投資  
銀行が生まれてくる。リーマンショックの過程で  
さらに三つが買収されて、リーマンも見方によつ  
てはイギリスのバークレイズに買収されたという  
ことですので、二大投資銀行が生まれてくる。そ  
して、四大商業銀行系ということになってまいり  
ます。その過程は資料5と資料6で示したとおり  
です。これらの図表は、かつてカロツソの『アメ  
リカの投資銀行』を一緒に訳した元埼玉大学経済  
学部教授の山下先生からいただきました。

## 五、投資銀行の理論的把握

投資銀行に関して、もう少し理論的に考えるとどうなるのかということ、幾つかの文献を御紹介したいと思います。レジユメの五ページ、「投資銀行の理論的把握（基本的機能）」というところをごらんください。

まず、カロツツ（一九七〇年）です。彼は、貯蓄を長期投資へ振り向けていくことが投資銀行の機能であると述べました。証券を新規に発行し、販売する、それが投資銀行の基本的機能であるという観点から歴史を見ております。

ブロック（一九八六年）については、岡三経済研究所が一九九二年に『投資銀行の内幕』というタイトルで訳しております。さらに、マーシャルとエリス（一九九四年）も挙げましたが、これら

はどちらかという投資銀行の手引書です。どのようにして証券化商品をつくるのか、どのようにしてデリバティブあるいは裁定取引で儲けるのかということをかなりわかりやすく説明している教科書のような本です。この中でブロックは、あらゆるマーケットをつくり出す、そこに投資銀行の使命があり、そのマーケットメーカー機能こそが投資銀行の根幹であると述べています。その例として、ゼロクーポン債や、大きな合併ができるようなLBOといった新商品、さらには、ブロックトレーディングも含めた機関投資家との大規模な取引といったイノベティブな市場を次々につくっていくことなどを挙げています。

マーシャルとエリスも同じようなことを言っています。この時期の特徴的なこととして、レーションシップからトランザクションへ。今までの投資銀行は、さまざまな発行体とのつなが



り、投資家とのつながりを大事にしながら新規証券を発行していくという世界であった。しかし、それよりも、適正な価格で売買を行うことが重要だという観点から幾つかのマニユアルを書いています。

さらに、モリソンとウイルヘルム（二〇〇七年）、これはどちらかというと歴史的な本ですが、これまでの、暗黙知、職人的に伝えられているような知識、経験、そして人的資本に依存し、パートナーシップを組み、リレーションとレピュテーションを非常に重要視してきた世界から、情報技術の発展により情報伝達の手が非常に速くなった。また、統計学を使ってさまざまなリスクが計算できる。価格が適正かどうかも瞬時に計算できる世界へと変わっていった。そういう中で、科学的知識（投資・金融理論）を利用し、公開株式会社で資本力とリスク管理が重視され、取引（価

格・コスト）を中心として展開していく世界へと投資銀行は変わっていったと述べています。彼らによれば、このようなことは商業銀行でも起きている。今の商業銀行は、人的な審査なんてどうでもいい。要するに、信用スコアを見て、こいつには幾らで貸すか、それを決めているだけ。この間のサブプライムローンその他の話を見ても、商業銀行が変わっているということがおわかりになると思います。

## 六、アメリカ大手銀行の資産構成

では、実際にアメリカの五大銀行はどのようなになっているのか。幾つかの点を確認するため、資料7と資料8で大手銀行の資産構成を示しました。

## (アメリカ大銀行の資産構成)

図表8をごらんください。ここでは単純に、トレーディング資産の中にデリバティブも含めておられますけれども、トレーディング資産が結構大きい。二大投資銀行では半分近く、ほかの銀行でも一五%から二〇%ぐらいです。ただ、注意しておいていただきたいのは、図表9に示したとおり、トレーディング資産はどのようなもので構成されているかという点です。トレーディング資産といっても、これだけいろんなものがあり、主要な証券全てを取り扱っています。

## (アメリカ大銀行のデリバティブ資産・負債の構成)

資料9は、デリバティブ資産・負債の構成です。ここでも、金利、クレジット、外国為替、株式、商品等々に分かれますが、金利に絡むものが

一番多いです。ただ、ここで注意しておいたいただきたいのは、デリバティブの場合、アメリカの会計基準(GAAP)では、同一の相手方の取引については相殺が認められております。一番下に出ている保有価値はネットイングした後です。資産と負債が同額ですから、そういうものは相殺されていくということですが、また、自分が負債を負っている場合には、通常、現金担保を出しております。現金担保といっても現金とは限りませんけれども、そういう担保を出しております。そして、相手からまた逆に担保を受け取るのが一般的です。そういうものは将来相殺できますので、それを引いた額が保有価値としてバランスシートに出てくる。単純化して言いますと、バランスシートに出てくるのは、グロスと比べてせいぜい数%ということになります。

例えばJPモルガンとゴールドマンを比べる

と、グロスでは、JPモルガンはゴールドマンの倍ほどのデリバティブ取引を行っております。ところが、ネットイングした後で見ますと、バランスシートの上ではほぼ同額です。これが何を意味するのかはわかりませんが、そういうことに注意しておく必要があるだろうと思います。

ヨーロッパの銀行のように、IFRSで開示しているところはネットイングをしていません。最近は知りませんが、ちょっと前までのドイツ銀行やUBSなどを見ますと、デリバティブが総資産の三割ぐらいで出てきます。私も昔、そういうものを比較して、ヨーロッパの銀行はすごいなというのをしゃべったり書いたことがあります。すけれども、そこら辺の差があるということだけ述べておきたいと思います。

## 七、プリンシパル取引、トレーディング、マーケットメイキング

では、銀行のトレーディングはどのように比較すればいいのか、そこが非常に厄介なわけですが、資料10に「アメリカ大銀行のトレーディング収入と関連収入」という形で、各社で名称が違ってものをいささか強引にまとめてみました。そのまとめ方については、レジュメの六ページ下から七ページで説明しております。

### (プリンシパル取引)

ここで言うプリンシパル取引とは、本人としての取引のことです。これは、短期のトレーディングと、より長期の取引ないしは株式への投資に分

けることができます。また、トレーディングにつ

いては、ボルカー・ルールでは、トレーディング勘定に本人として従事する取引をプロプライアタリー・トレーディングと定義しております。ただ、現在、ほとんどのアニユアルレポートでは単に「トレーディング」と出ておりまして、特に銀行の場合には、「トレーディング」と言ったら「プロプライアタリー・トレーディング」と見ているのではないかと思います。例外的に顧客から頼まれてやっているトレーディングもありますけれども、それは顧客勘定で、ブローカー取引でもあるということだろうと思います。また、ボルカー・ルールでは、トレーディング勘定について、短期の転売目的での売買、実際または予想される短期の価格変動利益を狙った売買、短期裁定利潤を狙った取引、さらには、バーゼル委員会が定めるトレーディングポジションの取引というふ

うに決めております。

#### (トレーディング)

ところが、トレーディングに関しては、先ほど述べましたマーシャルとエリスが非常に明快に定義しています。トレーディングとは、アービトラージ(裁定)取引とスペキュレーション取引だと。裁定取引とは、異なる市場間で売りと買いを同時に行う取引で、例えば、ニューヨークで買ってロンドンで売るといふようなもの。もう一つは、時間差。特に債券の場合、一〇年物を買って一五年物を売る、あるいはその逆というような取引。株式でも、M&Aに絡んで価格が予想できるならそういう取引はあり得ます。スペキュレーション取引は、金利を予想して、金利が高くなると思ったら債券は売り、低くなると思えば買い、そういうことをいち早くやることが重要。もう一

つは、信用予測。これは、クレジットリスクを分析して、あの会社はそろそろ危ないと思つたらさっさと値段を下げる。逆に、あの会社はよくなりそうだ、格付も上がりそうだと思つたら、そういうものを早く見つけて売買する。マーシャルとエリスの本の中では、ベアー・スターンズ社の当時のシニア・マネージング・ディレクターが序文を書き、本文ではベアー・スターンズやソロモン社はこの時期にこうやって儲けたということを書いております。一般的に言うところ、アービトラージやスペキュレーションは悪いということになりませんが、必ずしもそんなことはないのではないかと思います。

(ディーリング)

トレーディングの定義として、もう一つ、一般的に「ディーリング」と言われているものがあり

ます。我々は八〇年代、銀行がディーリングに入ってくるとか入ってこないとか、そんなことをいろいろ議論しておりました。その場合には公共債のディーリング。それから、日本の証券市場の教科書の大半は、ブローカー業務とディーラー業務ということで、「トレーダー業務」とは書いておりません。いわばブローカー・ディーラー(証券業者)のディーラーとしての取引は自己勘定での取引ですから、そういうものをトレーディングと同じ意味で私は使ってきましたし、また使っている人が多いのではないかと思います。

ちなみに、日本証券経済研究所では以前に『証券事典』というものを出しておりました。その一九九二年版には「トレーディング」という事項はありません。それから、大月書店が二〇〇二年に『大月金融辞典』を出しておりますが、そこには「トレーディング」という項目も「ディーリング」

という項目も入っておりません。それが何を意味するかはわかりませんが、日本では「トレーディング」というのはそれほどなじみのなかった言葉なのかもしれません。

### (マーケットメイキング)

もう一つは、マーケットメイキング。これは、狭い意味では「マーケットメーカーの売買」という意味です。その典型がナスダックで、マーケットメーカーとして登録された業者が値段を出して売買に応じる。全く同じものが、イギリスの一九八六年のSEAOという売買システムです。マーケットメーカーが値段を出して投資家やブローカーと直接取引する。それを拡大解釈すれば、アメリカでは、国債のプライマリーディーラーとして指定された業者。これは、直接的には入札義務だけですが、一定額の売買を行わないとプライマ

リーディーラーの指定が取り消されますので、プライマリーディーラーの売買というような意味でも使われています。

さらに、債券市場を見ていけば、誰でも知っているように、店頭市場です。そこではディーラーが売買しております。それは一般に「ディーラー」とも言いますし、「トレーダー」と言ってもいいでしょう。それ以外に、取引所につないで売買するというブローカーの取引があるわけですが、ブローカーの委託取引も含めて市場がつくれる。そういう意味では、「マーケットメイキング」という言葉は、こういうもの全部を含めた使われ方しております。例えばアメリカでは時折、発行市場での活動のことを「プライマリーマーケットメイキング」と言うことがあります。このように、人によって使い方が違うということをまず注意しておきたいと思えます。

(アメリカ大銀行のトレーディング収入と関連収

入)

そういうことを前提にして、アメリカのトレーディング収入の実態がどうなるか、資料10で見えています。マーケットメイキング、トレーディング、プリンシパル取引、トレーディング勘定利潤などと表現される各社の項目に、トレーディング資産の純金収入や関連手数料などを加えてみると、そこで示したような小計が出てきます。トレーディングやプリンシパル取引だけの勘定とは違い、各社の間でそんなに差はありません。

(アメリカ大銀行の『トレーディング部門』の収入)

ところで、セグメント情報というのがあります。各社のセグメントの中ではどういうふうに表示されているのかを見たのが、資料11「アメリカ

大銀行の『トレーディング部門』の収入」です。

これで見えていきますと、各社、名称は違いますが、どこの会社も、債券取引からの収入が幾らか、株式取引からの収入が幾らかという項目を立てております。ゴールドマンの例でいえば、FICC (Fixed Income, Currency and Commodities) が九九一四。残りの三つを合わせたものが株式合計で八二一〇。モルガン・スタンレーも同じように、確定利付と株式を出しております。それ以外に投資銀行業収入等も入っていますけれども、それを除くと上のほうがトレーディング収入ということになります。モルガン・チエースでも、バンク・オブ・アメリカでも、シティ・グループでも、同じようなことが行われていますが、細かなデータは正確には比較できません。それから、モルガン・スタンレーのように、グローバルウエルスマネジメント、いわゆる投資銀行部

門以外の資産管理部門でも、一定の投資銀行業なりトレーディングを行っているとところもありま  
す。

正確な比較をする気もありませんし、しても意味がないと思いますが、このように株式や債券取引から得られる収入ということでトレーディング収入を見ますと、伝統的に言う証券業者のブローカー・ディーラーとしての収入ということになります。それが大体この程度の数字になってくるということ  
です。

こういうことを言いたかった意味というのは、トレーディング収入というのは単に売買益だけではない。金利収入や関連手数料も含め、マーケットを形成していることに伴う収入であるということとをまず押さえておく必要があるということが一つです。

ついでに、トレーディング収入だけを見ていく

と、ゴールドマンだけが儲かっている。これが先ほど図4でゴールドマンの収入構造を示した理由です。実際、私も一時期そう思っていました。ただ、こういうふうに部門の収入で見ると、必ずしもそうとは言えない部分があるということを通じておきたいと思います。そして、トレーディング（部門）収入を比較してみると、基本的には、トレーディング資産の規模に比例しているという印象を受けます。ここでやっているのは一年だけの比較です。何でも言えませんが、そう考  
えるのが非常に合理的だろうと思います。そういう意味で、大銀行の持っている資本力、資金調達力が非常にきいている。それにより伝統的な投資銀行は苦勞している。そのために、イギリスのマーチャントバンクであれ、アメリカの投資銀行であれ、大銀行の前に屈服せざるを得なかったという側面もあるのではないかと思っております。



このように、アメリカの大銀行はトレーディングで稼いでいるわけですが、最近、トレーディング規制を巡る動きが非常に顕著になっていきますので、それを幾つか見ておきたいと思います。

## 八、トレーディング規制を巡る動き

(トレーディング資産所要資本の問題点)

何が問題なのかということで、私が一番わかりやすいと思っている例を挙げました。資料12をごらんください。これは数年前の「証券セミナー」でイギリスの話をしたときに御紹介したものと同じで、イギリスのFSAの文書やターナー・レビュー等にも引用されておりますが、BISの推計として「トレーディング資産所要資本の問題点」という表を出しております。これは、四行の

銀行のトレーディング資産に対してどれだけの資本が要求されていたかということと比較したものです。

ここではバンク3が典型ですけれども、総資産のうちの五七%がトレーディング資産です。これは途方もない数字だとも思いますが、IFRS基準でやっている銀行ですので、先ほど示したように、アメリカ流にやれば、デリバティブ資産はたった数%しかバランスシートに計上されません。この点はともかく、トレーディング資産に必要な資本は〇・一%で済んでしまったというのがこのバンク3ということになります。全体としては、必要資本のうち四%がトレーディング資産にかかわる所要資本であった。ところが、バンク1と比べると余りにも数字が違い過ぎる、計算方法にいろいろ問題があるのではないかという話が提起されたことで、部分的な改定をはじめ、ト

レーディング資産の見直しが行われるようになりました。それがバーゼル委員会のやっていることです。

(ボルカー・ルール)

アメリカではかなり早くから、プロプライエタリー・トレーディング、あるいは単にトレーディングの禁止ということが言われていましたが、昨年末に、連邦準備やSEC、預金保険公社、先物委員会等々の五規制監督機関共同で最終ルールが発表されました。そこでは大々的に禁止と断言していますけれども、よく読んでいくと、一体何を禁止しているのか。例外規定、除外規定が多過ぎで、規制が好きな人から見ると抜け穴だらけという気がします。

これについては、レジユメ八ページの「トレーディング規制を巡る動き」というところをごらん

ください。原則禁止ですが、ローンや外国為替は除外される。レポ取引や証券貸借、流動性管理取引は一切除外する。許容活動としては、アンダーライティングとそれに伴う分売、マーケットメイキングのための活動。ただし、それらは顧客の需要範囲内にとどめる。中には、銀行間での取引を規制するような項目もなきにしもあらずです。それから、報酬に関する規制が入っておりますが、これは額の制限といったことではなく、リスクーナ取引を奨励するような報酬構造であってはならないという意味です。それと同時に、トレーディングデスクの管理体制、すなわち在庫の把握や保有期間など、そういったことに関する規制等を開きます。国債や地方債等は、多少条件がつくものもありますが、許容される。そうすると、基本的には社債と民間のモーゲージ債が規制の対象です。私の理解では、アメリカではモーゲージ債の

過半はエージェンシー債ですので、民間MBSが多少制約を受ける。そして、社債も制約を受けるということになります。ただし、マーケットメーカーキングはいいわけですから、純粋なトレーディングがどのくらい制約を受けるのかとなると、結構少ないのではないかと思います。これは私の直感で、それほど売買には精通しておりません。

(EUリーカネン報告によるトレーディング事業体の分離)

もう一つの考え方として、EUでは、リーカネン報告でトレーディング事業体の分離ということを言っております。トレーディング事業は危険だから分離しなさい、別勘定でやりなさいと。そこでは「トレーディング・エンティティー」という表現を使っています。フランスとドイツではそういう法律が通りました。ところが、マーケット

メーカーキングや引受はいい、これは本体で自由にやってくださいと言っています。そうすると、どこまで分離されるのか。フランスの銀行などは、せいぜい資産の二、三％に影響するだけで、実質関係ないと言っております。規制論者からはざる法だという批判もありますが、そうでない人から見れば、一体何なのかということになります。

イギリスでは、リングフェンス以外のものは別の部隊でやるということになっていて、禁止という発想は今のところ出ておりません。ただ、バーゼル委員会などの動きを見て、今度の法律では、新たな独立委員会を設けて、トレーディングについて一年かけて検討する。それを受けて、どうするか考えるということになっています。

## 九、バーゼル委員会のトレーディングブック見直し

別の点として、昨年一〇月、バーゼル委員会はトレーディングブックの見直し案を決定しました。ここで注目しておきたいのは、トレーディングブックと銀行ブック、銀行勘定とトレーディング勘定と言ってもいいですが、これを明確に分けなさいと言ったことです。今までは銀行が勝手に入れかえることができましたけれども、今後は、各国当局が指定して、勝手な入れかえは認めないということを決めております。それから、各トレーディングデスクが何をどういう方針で扱うのか等々を明確にする。これはボルカー・ルールで言われております。さらに、上場株は全てトレーディング勘定に入れる。これがもしそのとお

りになると日本の銀行ではどういう問題が出てくるのか、考えるべきかもしれません。また、これは当たり前のことですが、毎日値洗いして損益計算をする。

同時に、今までは、各銀行がリスク管理の目的でバリュエーション・アット・リスクなどと言われる内部モデル方式をつくり、承認が得られれば、それに応じた形で資本を積みよかったです。今回は承認基準を厳しくするということを言っています。バーゼル委員会が定め、各国の当局が決めた標準の計算方式でも計算する。そして、その標準方式のほうが厳しければ、それに従う。自社のモデルで計算したほうがより厳しいなら、それに従うのは結構ですが、バーゼル委員会の標準方式よりも緩いものであれば、バーゼル方式を下限にすると言っております。

(計算方式)

標準方式で計算するとどうなるかについては、レジュメの一〇ページと資料13で示したとおりです。

基本的には、リスク要因、すなわち、金利リスク、株式のリスク、商品のリスク、為替のリスク、デフォルトのリスク、それから、ちよつと厄介ですがクレジットスプレッドのリスクといった幾つかの要因に分け、そのリスク要因ごとに必要なりスクウエートを計算し、資産を分配することになっていきます。債券の場合には、一般的な金利リスク、金利スプレッドリスク、デフォルトリスク、この三通りの計算を行うということになります。また、株式であれば、新興国と途上国、大型と小型、それから業種ごとといった形で一二ぐらゐに分け、それをリスクバケットに入れて、それぞれのリスクバケットごとに委員会が決めたリス

クウエートを掛ける。委員会が定める相関係数を置いてたくさんのバケットを持てば、あるいはたくさんの株式を持てば、分散化されてリスクが減る。その効果は公式に基づいて計算し、バケット全体を合計する。そして、バケット間のヘッジ・分散は相関係数で考慮するということになります。言葉で言うところのようになりますが、複雑な計算になりますので、詳しくは元資料をご参照してください。

ここで強調されていることは、証券化商品と非証券化商品を区別し、証券化商品に関してはより厳しい見方をするということです。また、今までリスクウエート等の算定に当たっては一〇日間のデータで済んでいましたが、今度は最大二五〇日、営業日で見ますので一年ということになります。一年間のデータで変動率、変動性を見ていく。それから、ストレステスを非常に強調していま

す。また、内部モデルよりも当局が指定する公式でリスクウエート資産を計算する。さらに、開示要件の厳格化。どういう方針でトレーディングをやっているのか、リスクウエートアセットが計算されているのか、自己資本比率をどうやって計算したのかといったことについては、当局への報告義務も開示義務も厳格化するということを言っています。

## 一〇、まとめ

では、今後どうなっていくのか。最後にまとめです。

トレーディング規制に関しては、正直なところ、ボルカー・ルールや、フランスやドイツで言っているトレーディング事業体の分離、これは、トレーディングとか投資銀行というのは危な

いですよという宣伝にはなっても、実質的な規制がどこまでいくかというところ、抜け穴だらけで、余り実害はないのではないかと思います。現にマーケットメイキングや引受は許容されています。むしろ問題なのは、マーケットメイキングと引受がどこにも定義されていないということです。実際には、国債や地方債といったかなりの部分は規制の対象外ですので、そうすると、民間の社債とMBSが対象になる。したがって、マーケットメイキングと区別されて規制されるものは一体どれだけあるのかというと、意外と少ないのではないかと思います。

厄介なのは、バーゼル委員会がトレーディングブックをきちんとつくれ、独自につくれと言っていることです。これはまだ決まったわけではありませんが、そうなると、ボルカー・ルールなりEUの規制と整合性がとれたものになるのかという

問題もあります。

また、トレーディング資産のリスクウエート資産をどうやって計算するのか。今までのものに比べれば、少なくとも二倍、三倍、あるいはそれ以上になる可能性が非常に強い。それから、トレーディングデスク、トレーディング勘定の管理、案件の報告といったものに非常にコストがかかるようになる。そうになると、余り儲からないものにコストをかけるのは嫌だということ。当然業者は出ていく。それならこの部分は減らそうということも少なからず出てくるのではないかと思います。二〇一九年まではバーゼルⅢの試行ということで、そこから辺まではいろいろな駆け引きがあるでしょうから、どうなるかはわかりません。

そして、もともとトレーディングというのは、金利が下がる過程において安心して在庫保有できますので、こういう低金利の状態では儲かっています。

る。加えて、競争状態が低いときに新商品なり新しい証券を引き受けて販売して顧客を囲い込む。

この二つが大きく儲けるための条件です。日本の証券会社が国債のディーリングで儲けたのは、銀行が本格参入する前の一九八五年と一九八六年です。それから、例えばはよくないですが、アメリカでのジャンク債。ドレクセル・バーナムはいつ儲かったのか。ジャンク債を独占していた時期ということでも御理解いただけると思います。それが一体どうなるのか。規制が強まる中で、下手すれば流通市場が低迷するのか。あるいは、債券店頭ディーラー市場からマッチング方式的な市場へ移行していくということになるのかもしれない。

投資銀行の将来という意味では、先ほど、大銀行の支配下に入って個人的には非常に残念だと、どちらかという悲観的な感想を述べましたが、

それはともかく、今度の規制でまた一つ魅力がなくなつたから今後何か新しいものが見つかつていくのか。あるいは、そういう中で新しいブティック型の業者が活躍するようになるのか。それよりも、ファンドや資産管理業者が金融システムを大きく揺さぶる時代になるのか。あるいは、規制の外にあるシャドーパーンクが活躍していく時代になるのか。そこら辺はこれから見ていきたいと思ひます。

時間を大分オーバーしてしまいましたが、話はこちらまでにしておきたいと思ひます。

**高坂常務理事** ありがとうございます。

予定の時間になりましたけれども、せっかくでございませうので、もし御質問のある方がいらつしやいましたら、挙手いただきますればマイクをお回しいたしますが、いかがでございませうか。

**質問者** 大変懇切丁寧な御説明、解説、ありがとうございます。うございませう。

一つ、とても疑問に思うのは、金融機関に対する規制を強化することによつて、トレーダーがヘッジファンドを揺すつて、ヘッジファンドがどんどん膨れ上がつて、ヘッジファンドを規制するはずだったのが登録だけに終わつてしまつて、指導が何も行われていない。確かに、ヘッジファンドに対してパブリックマネーは使わないかもしれませんが、ヘッジファンドが巨大化することによつてシステムリスクが起きたときには、市場が混乱して、結局、経済に大きな損失をもたらすということ、私程度の間が考えても明白であるにもかかわらず、レギュラトリーな方々はその辺についての認識はあると思ひます。この裏にも、進まないというのは大変疑問です。この裏にはどういふからくりがあるんでしようか。



小林 からくりというよりも、ヘッジファンドと  
いうものをどういうふうに定義するのか。ヘッジ  
ファンドといっても実態は非常に多様です。した  
がって、ヘッジファンドの何を、あるいはどうい  
うヘッジファンドを規制するのか、まずそれを明  
らかにしていく必要があるだろうと思います。

現在でも、ヘッジファンドというのはたくさん  
つくられ、たくさん潰れております。金融システ  
ム全体に影響を及ぼすようなヘッジファンド、こ  
れは一九九八年に破綻したLTCMが有名です  
が、そういう大規模なヘッジファンドに対してだ  
け監視を強めればいいのか。そこら辺の議論をも  
う少し整理していく必要があるのではないかと思  
います。これは大いに議論のあるところですが、  
ヘッジファンドの何を規制するのか。それを抜き  
にして、ヘッジファンドが金融システム全体を動  
かしていると言いきれるのか。そういうこと

が一般には言われていますけれども、まだ検証さ  
れていない問題だと私は理解しております。

そういう意味では、この間のリーマン後の規制  
の中で、破綻処理制度の構築ということが非常に  
強調されております。ほかに影響を及ぼさない形  
で整理できるような構造ですね。銀行だって、  
ヘッジファンドと取引する場合、全てきちんとし  
た「担保」をとっているはずなのです。リーマン  
ショックのときには、追い証が入れられないこと  
ろが全部潰れたわけです。ということは、健全な  
担保をとっているのかどうなのか。

**質問者** そこは余り心配していらつしやらないと  
いうことですか。あるいは、心配しなくてもいい  
ということでしょうか。

小林 今は規制の枠外に置いていますから、検証  
もできないわけです。ですから、少なくとも一定  
規模以上のファンドに関しては、実態を分析、検

証できる仕組みが必要だろうと思います。

今回のトレーディング規制の話を見ていくと、今までですと、こういう業務を規制したらこれだけの影響が出ますよと。今のトレーディングのうち、何%がマーケットメイキングで、何%がトレーディングだとか、そういうデータが昔なら出たはずなのです。それが今は出ていないのです。そういう意味で、ヘッジファンドを含めてもいいと思いますが、検証をした上で規制を行うべきだと私は考えております。

**高坂常務理事** それでは、時間も多少超過いたしました。以上をもちまして、本日の「証券セミナー」をお開きとさせていただきます。

改めまして、小林先生、どうもありがとうございます。(拍手)

(この講演は、平成二六年六月一〇日に開催されました。)

(こばやし じょうじ・当研究所評議員・客員研究員)

小林 襄 治 氏

略 歴

- 1967年 京都大学経済学部卒業  
1973年 東京大学経済学研究科博士課程単位取得退学  
1973年 日本証券経済研究所研究員  
1986年 青山学院大学経済学部助教授  
1998年 専修大学経営学部教授  
2007年 専修大学経営学部教授 退職  
1986年以降、日本証券経済研究所非常勤・客員研究員  
2007年4月以降、日本証券経済研究所評議員

主要論文

- 「英国証券取引所の改革」  
「英国マーケットメーカー制の一考察」  
「証券ブローカーとマーチャントバンク」  
「英国銀行危機とシステムリスク」  
「英国の銀行改革（独立銀行委員会報告）」  
「投資銀行とトレーディング業務」  
いずれも 『証券研究』、『証券経済研究』、『証券レビュー』

翻訳 [共訳]

- 『ウィルソン委員会報告』 日本証券経済研究所  
カロッソ 『アメリカの投資銀行』（『証券研究』55・56巻）  
『金融サービス法』、『金融サービス市場法』 日本証券経済研究所  
トマス 『イギリスの金融・証券革命』 東洋経済

共著

- 『図説 イギリスの証券市場』 日本証券経済研究所  
『機関投資家と証券市場』 日本証券経済研究所  
『東京証券取引所50年史』 東京証券取引所  
『イギリスの金融規制』 日本証券経済研究所  
『山一証券100年史』 日本経営史研究所