

# ロンドンの鯨

— JP モルガン CIO の CDS 取引 —

吉 川 真 裕

## 要 旨

2012年4月6日、JP モルガン・チェースが大量の CDS の売り注文を膨らませており、ロンドン・オフィスに所属する Bruno Iksil は「ロンドンの鯨」と呼ばれているという報道が流れた。5月10日の第1四半期決算発表に際し、CDS 取引で第2四半期に20億ドルの評価損が発生したことを JP モルガン・チェースは発表した。7月13日の第2四半期決算速報では関連する損失額が44億ドルに膨らみ、第1四半期と合わせて58億ドルに達することが発表され、10月12日の第3四半期決算速報では関連する損失額が4億4,900ドル発生し、累積で62億ドルに達することが発表された。

2013年1月14日、監督機関である FRB と OCC から JP モルガン・チェースに対する業務改善命令が発表され、1月15日には JP モルガン・チェースの取締役会が内部調査報告文書の公開を決定し、1月16日に129ページに及ぶ内部調査報告文書が公開された。さらに、3月14日には上院常設調査小委員会が301ページに及ぶ調査報告書を公表し、3月15日には上院常設調査小委員会の公聴会で Ina Drew 前 CIO CEO や Doug Braunstein CFO 等が証言をおこなった。

JP モルガン・チェースの内部調査報告文書も踏まえて作成された上院常設調査小委員会の調査報告書は現在入手できる記録や証言をほぼ網羅しており、事態の真相はほぼ明らかになっている。二流企業 CDS 指数の買いポジションの損失を一流企業 CDS 指数の売りポジションで埋め合わせようとしたのが原因であるが、損失の隠蔽や取引制限回避、当局への報告回避なども事態の発見を遅らせていた。

## 目 次

- |            |            |
|------------|------------|
| I. はじめに    | 2. その後の経過  |
| II. ロンドンの鯨 | III. 事態の真相 |
| 1. 報道      | 1. 背景      |

ロンドンの鯨

2. 経過
3. 原因
4. 隠蔽
5. 制限回避

## I. はじめに

2012年4月6日、JP モルガン・チェースの Chief Investment Office (CIO)が大量の Credit Default Swap (CDS)の売り注文を膨らませており、CIO のロンドン・オフィスに所属する Bruno Iksil は「ロンドンの鯨」と呼ばれているという報道をウォール・ストリート・ジャーナルとブルームバーグが配信した。4月13日のJP モルガン・チェースの第1四半期決算速報(8-K)に際し、会長兼最高経営責任者(CEO)の Jamie Dimon はこの報道に関する質問に対して「コップの中の嵐」と一蹴したが、その後も「ロンドンの鯨」に関する報道は後を絶たなかった。

ところが、5月10日のJP モルガン・チェースの第1四半期決算発表(10-Q)に際し、CIO の CDS 取引で第2四半期に20億ドルの評価損が発生したことをJP モルガン・チェースが発表し、もっと報道に注意を払うべきであったと Dimon 会長兼 CEO も弁明した。そして、この事件の責任をとる形で5月14日にはCIO の CEO を務める Ina Drew の退任が公表されたが、「ロンドンの鯨」と呼ばれた Iksil 自身はJP モルガン・チェースに留まっていることがJP モルガン・チェースに対する取材によって確認されていた。

アメリカでは銀行の自己勘定による取引を制限するボルカー・ルールの導入が検討されてお

6. 当局への報告

IV. 残された問題

1. 損失の処理
2. ボルカー・ルール

り、ボルカー・ルール批判の急先鋒であった Dimon 会長兼 CEO の率いる JP モルガン・チェースが自己勘定取引で大きな損失を被ったことは驚きをもって迎えられ、ボルカー・ルールの検討を進める議会からも原因究明を求める動きが強まった。そして、6月13日には上院銀行委員会、6月19日には下院金融サービス委員会で公聴会が開かれ、JP モルガン・チェースの Dimon 会長兼 CEO は2度の証言をおこなうことになった。

7月13日のJP モルガン・チェースの第2四半期決算速報ではこの事件に関する損失額が44億ドルに膨らみ、第1四半期と合わせて58億ドルに達することが発表され、「ロンドンの鯨」という異名をとった Iksil の退社報道が関係者の話として流れた。そして、10月12日のJP モルガン・チェースの第3四半期決算速報ではこの事件に関連する損失が4億4,900ドル発生し、累積で62億ドルに達することが発表された。

2013年1月14日、監督機関である連邦準備制度理事会(FRB)と通貨監督局(OCC)からJP モルガン・チェースに対する業務改善命令(Cease and Desist Order)が発表され、翌1月15日にはJP モルガン・チェースの取締役会が内部調査報告文書の公開を決定し、1月16日に129ページに及ぶ内部調査報告文書が公開された。

さらに、3月14日には上院常設調査小委員会が301ページに及ぶ Whale Trade に関する調査報告書を公表し、翌15日に公聴会を開催するこ

とを公表し、3月15日には上院常設調査小委員会の公聴会で Ina Drew 前 CIO CEO や Doug Braunstein 前最高財務責任者 (CFO) 等が証言をおこなった。

JP モルガン・チェースの内部調査報告文書も踏まえて作成された上院常設調査小委員会の調査報告書は現在入手できる記録や証言をほぼ網羅しており、今後あらたな事実が明らかになったとしても事態の真相が大幅に変わるとは考えにくいので、本稿ではこの調査報告書をもとにして JP モルガン・チェース CIO の CDS 取引に伴う損失計上の経緯を紹介するとともに、この問題を通じて明らかになった銀行の自己勘定による取引にかかわる問題について考察を加える。

## II. ロンドンの鯨

### 1. 報道

2012年4月6日、JP モルガン・チェースの Chief Investment Office (CIO) が大量の Credit Default Swap (CDS) の売り注文を膨らませており、CIO のロンドン・オフィスに所属する Bruno Iksil は「ロンドンの鯨」と呼ばれているという報道をウォール・ストリート・ジャーナルとブルームバーグが配信した<sup>1)</sup>。

北米の優良企業125社の CDS 価格から Markit 社が算出する CDS 指数である Markit CDX North America Investment Grade Index の Series 9 (Markit CDX.NA.IG.9) がその対象であると報じられ、ブルームバーグの記事では想定元本で1,000億ドルに達する売りポジションを抱えているのではないかという市場関係者の推計が引用されていた (ウォール・スト

リート・ジャーナルの記事では DTCC のデータによれば Markit CDX.NA.IG.9 の建て玉は年初の926億ドルから3月30日の1,446億ドルに拡大していた)。そして、数百億ドルを上回るポジションは Iksil の一存では積み上げられず、上司の監督のもとでおこなわれたと JP モルガン・チェースに詳しい関係者の話をブルームバーグは報じていた。

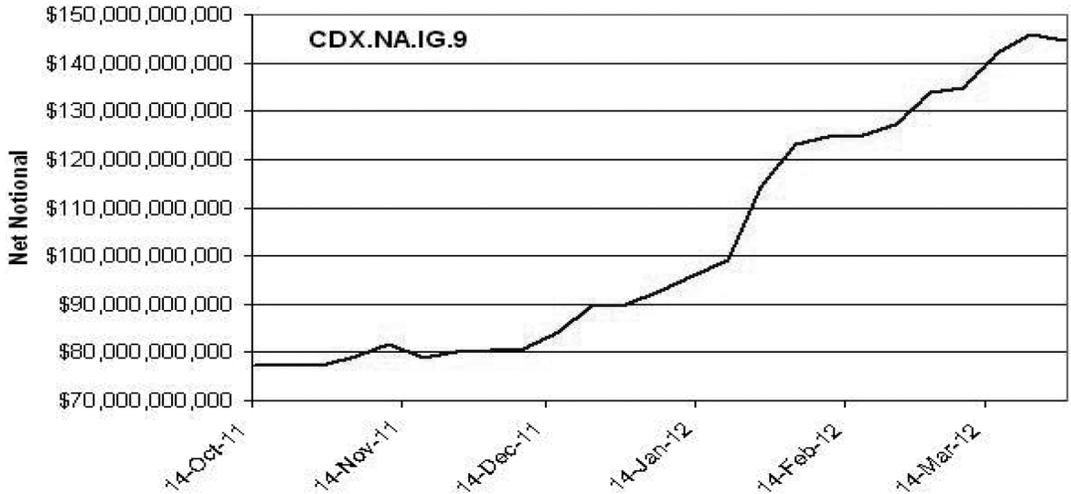
ウォール・ストリート・ジャーナルの記事では JP モルガン・チェースの話として、CIO という部署は「JP モルガン・チェースの長期にわたる構造的な資産と負債の管理にフォーカスしており、短期の利益にフォーカスしているものではない。CIO の活動は構造的なリスクをヘッジするものであり、資産と負債をバランスさせるために投資しているものである。・・・CIO の活動は四半期報告でディスクロузされており、監督当局にも隠さず報告している (fully transparent)」と報じていた。

他方、JP モルガン・チェースの大量の売り注文で割安になった Markit CDX.NA.IG.9 をヘッジファンド等が買い建て、指数構成銘柄の CDS を売り建てる形で裁定取引をおこなっているとも報じられていた。こうした報道は4月6日にフィナンシャル・タイムズ電子版に掲載されたグラフからも確認できる<sup>2)</sup> (図表1、図表2)。

### 2. その後の経過

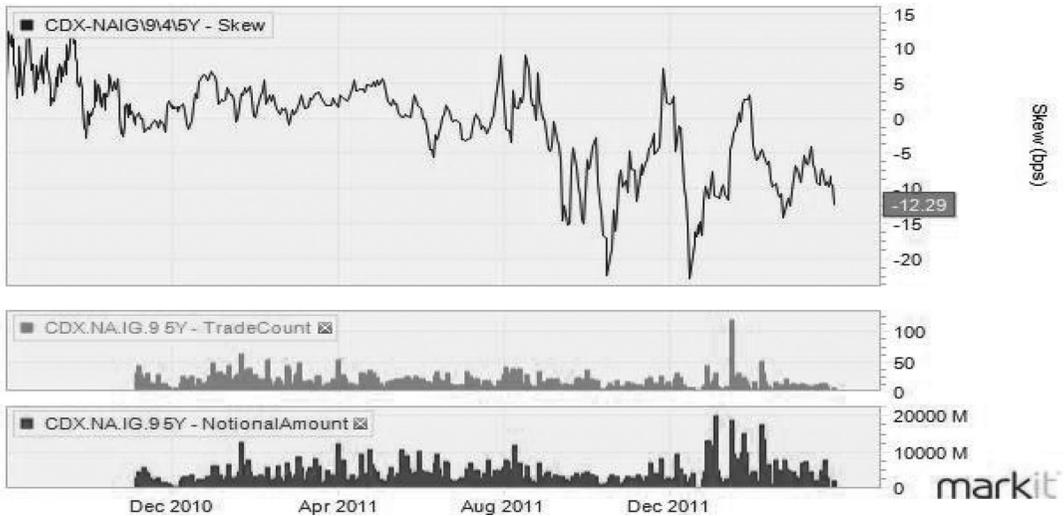
4月13日の JP モルガン・チェースの第1四半期決算速報 (8-K) に際し、会長兼 CEO の Jamie Dimon は CIO の CDS 取引に関する質問に対して「コップの中の嵐 (a complete tempest in a teapot)」と一蹴したが、その後も「ロンドンの鯨」に関する報道は後を絶たな

図表1 CDX.NA.IG.9の建て玉



[出所] Lisa Pollack, "Hedge funds and the Whale, credit index edition," 19:15on Apr 06 2012 (<http://ftalphaville.ft.com/blog/2012/04/06/951941/hedge-funds-and-the-whale-credit-index-edition>)

図表2 CDX.NA.IG.9価格の歪み



[出所] Lisa Pollack, "Hedge funds and the Whale, credit index edition," 19:15on Apr 06 2012 (<http://ftalphaville.ft.com/blog/2012/04/06/951941/hedge-funds-and-the-whale-credit-index-edition>)

かった。

ところが、5月10日のJPモルガン・チェースの第1四半期決算発表(10-Q)に際し、CIOのCDS取引で第2四半期に20億ドルの評

価損が発生したことをJPモルガン・チェースが発表し、もっと報道に注意を払うべきであったとDimon会長兼CEOも弁明した。そして、この事件の責任をとる形で5月14日にはCIO

の CEO を務める Ina Drew の退任が公表されたが、「ロンドンの鯨」と呼ばれた Iksil 自身は JP モルガン・チェースに留まっていることが JP モルガン・チェースに対する取材によって確認されていた<sup>3)</sup>。

アメリカでは銀行の自己勘定による取引を制限するボルカー・ルールを導入が検討されており、ボルカー・ルール批判の急先鋒であった Dimon 会長兼 CEO の率いる JP モルガン・チェースが自己勘定取引で大きな損失を被ったことは驚きをもって迎えられ、ボルカー・ルールの検討を進める議会からも原因究明を求める動きが強まった。そして、6月13日には上院銀行委員会、6月19日には下院金融サービス委員会で公聴会が開かれ、JP モルガン・チェースの Dimon 会長兼 CEO は2度の証言をおこなうことになった。

7月13日の JP モルガン・チェースの第2四半期決算速報ではこの事件に関する損失額が44億ドルに膨らみ、第1四半期と合わせて58億ドルに達することが発表され、「ロンドンの鯨」という異名をとった Iksil の退社報道が関係者の話として流れた<sup>4)</sup>。そして、8月20日には元エクソン・モービル CEO の Lee Raymond をトップとする調査パネルが JP モルガン・チェースで5月に設立され、秋から冬にかけて調査報告書をまとめる予定であることが関係者の話として報じられた<sup>5)</sup>。他方、Carl Levin 上院議員を委員長とする上院調査小委員会も JP モルガン・チェースの関係者の聞き取り調査を実施しており、HSBC のケースと同様に調査委員会報告が監督機関による処分につながる可能性があると9月6日に報じられた<sup>6)</sup>。

10月12日の JP モルガン・チェースの第3四半期決算速報ではこの事件に関する損失額が4

億4,900ドル発生し、累積で62億ドルに達することが発表された。そして、「ロンドンの鯨」という異名をとった Iksil ではなく、Iksil の上司である Javier Martin-Artajo が損失の過小報告を Iksil に指示したことに対して10月22日に JP モルガン・チェースからロンドン高等裁判所に訴えられたことが明らかになった<sup>7)</sup>。

2013年1月14日、JP モルガン・チェースの監督機関である連邦準備制度理事会 (FRB) と通貨監督局 (OCC) から JP モルガン・チェースに対する業務改善命令 (Cease and Desist Order) がそれぞれ発表され、翌1月15日には JP モルガン・チェースの取締役会が内部調査報告文書の公開と Dimon 会長兼 CEO の減給処分を決定し、1月16日に第4四半期および2012年度の決算速報とともに129ページに及ぶ内部調査報告文書が公開された<sup>8)</sup>。2012年度の JP モルガン・チェースの純利益は213億ドルで前年度より12%増加し、3年連続の過去最高益で、株価も年間32%上昇し、CIO の CDS 取引に伴う62億ドルの損失の影響は受けていないようであった。他方、JP モルガン・チェースが Martin-Artajo に対してイギリスでおこした訴訟を取り下げたという報道も1月16日には報じられた<sup>9)</sup>。

3月14日には上院常設調査小委員会が301ページに及ぶ Whale Trade に関する調査報告書を公表し、翌15日に公聴会を開催することを発表した<sup>10)</sup>。3月15日には上院常設調査小委員会の公聴会で Ina Drew 前 CIO CEO や Doug Braunstein 前最高財務責任者 (CFO) 等が証言をおこない、JP モルガン・チェースの内部資料、OCC の検査記録、eメール、通話記録といった98件 (597ページ) の関連資料が公開された<sup>11)</sup>。公聴会での証言は前日に公表された

上院常設調査小委員会の調査報告書の内容と合致しており、事件の真相はほぼ明らかになったものと考えられる。

### Ⅲ. 事態の真相

2012年4月6日の報道に始まり、5月10日の第1四半期決算発表でJPモルガン・チェースによって確認されたCIOによる巨額のCDS取引は62億ドルの損失をもたらした。このような取引がなぜおこなわれたのか、巨額の損失がなぜ予防できなかったのか等については上院常設調査小委員会の301ページに及ぶ調査報告書や597ページの関連資料からほぼ明らかになっている。以下では、これらに基づき、背景、経過、原因、隠蔽、制限回避、当局への報告という点について事態の真相を紹介する。

#### 1. 背景

JPモルガン・チェースにCIOが独立した部署として設立されたのは2005年であった。そして、CIOの設立から今回の事件の発覚までIna DrewがCEOとしてトップの座に就いていた。CIOと財務部(Treasury Office)は銀行グループ全体の資産を管理するという意味で似た役割を果たすが、財務部が短期の資産負債管理にフォーカスするのに対して、CIOは長期にわたってグループ全体の貸借対照表を守り、企業価値の創造と保持に注力すると説明されている。2012年末時点で5,500の支店と24万人の従業員をかかえるJPモルガン・チェースの中でCIOに属する従業員は412人で、140人がトレーダーとしてニューヨークやロンドンを含む数か所で活動しているという。

CIOは1枚板ではなく、Drew前CEOの説

明によれば、プライベート・エクイティ、グループの退職プラン、戦略的アセット・アロケーション、戦術的アセット・アロケーション等のさまざまなポートフォリオからなり、今回の事件を引き起こしたのは戦術的アセット・アロケーションの中のSynthetic Credit Portfolio (SCP)と呼ばれる勘定であるという。

SCPは銀行自身の資金を運用し、顧客の資金を運用していないという意味では自己勘定による取引をしており、顧客の取引の成立を助けるマーケット・メイキングでもない、銀行の自己勘定取引を制限するボルカー・ルールの適用対象となるはずである。しかし、JPモルガン・チェースは事件の発覚までCIOの取引はリスク・ヘッジであってスペキュレーション(アウトライト)ではないと主張していた。JPモルガン・チェースがそう主張した理由は2012年初めまでSCPのポジションはCDSの買いが中心であり、デフォルトが発生し、銀行が損失を被る際に利益を出していたからであった。SCPの利益計上額は2008年に1億7,000万ドル、2009年に11億500万ドル、2010年に1億4,900万ドル、2011年に4億5,300万ドルであった。

SCPの取引をロンドンで監督していたのはJavier Martine-Artajoで、その下でBruno Iksilが取引をおこなっていた。そして、Iksilのもとで日々の値洗いをIksilに報告していたのがJulien Grout、Martine-Artajoから報告を受けていたのがInternational CIOのトップであるAchilles Macrisであった。この4人がSCPのCDS取引の直接の関係者であり、2012年7月にAchilles、Martine-Artajo、Iksilの3人はJPモルガン・チェースから解雇され、Groutは停職処分になったと報告書は説明して

いる。ただし、解雇・停職の理由は CDS 取引に伴う損失を正しく報告しなかったという理由だとされており、損失を発生させたという理由ではなかった。

## 2. 経過

2005年に設立された CIO は2006年にクレジット・デリバティブ取引を承認され、2008年にはそのポジションを SCP と呼ぶようになった。SCP は2011年半ばから二流企業の CDS 指数を対象とした CDS を買うと同時に一流企業の CDS 指数を対象とした CDS を売るというポジションを積み上げ、ポートフォリオの想定元本は年初の40億ドルから年末の510億ドルまで10倍以上に拡大していた。そして、11月29日の American Airline の破産申請によって、二流企業 CDS 指数買いポジションからは利益を得る一方、一流企業 CDS 指数売りポジションの損失は限られるという形で4億ドルの利益を生み出していた。

2011年12月に CIO は自己資本必要額を引き下げるために Risk Weighted Assets (RWA) を引き下げるよう指示されたが、ポジション削減には損失を伴うことから2012年1月に一流企業 CDS 指数を対象とした CDS 売りポジションを膨らませ、ポートフォリオ全体でも売り越しとなり、グループ全体のリスクを削減させるはずのポジションはグループ全体と同様にデフォルトに弱いポジションとなった。そして、SCP のネットの想定元本は2011年末の510億ドルから2012年3月の1,570億ドルまで膨らみ、アメリカ一流企業 CDS 指数を対象としたポジションが620億ドル、ヨーロッパ一流企業 CDS 指数を対象としたポジションが710億ドル、アメリカ二流企業 CDS を対象としたポジション

が220億ドルに達していたと上院常設調査小委員会報告書は説明している。

この間、二流企業 CDS 指数を買うと同時に一流企業 CDS 指数を売るというポジションは評価損を膨らませ、2012年1月には1億ドル、2月には6,900万ドル、3月には5億5,000万ドルの評価損を積み上げた。評価損の膨張は値洗い価格の操作によって過少申告されていたが、評価損の累積に恐れをなした Iksil が CIO CEO の Drew を含めた CIO 役員に宛てて3月20日に e メールで本来の評価損を報告したことから、3月23日に CIO CEO の Drew から取引を停止するよう、指示が出された。

その後は報道を通じて報じられた通りであるが、4月6日のウォール・ストリート・ジャーナルとブルームバーグによる報道2日前には JP モルガン・チェースに対してウォール・ストリート・ジャーナルから報道予告がなされており、4月6日の報道は JP モルガン・チェースにとって寝耳に水というわけではなかったことが関係者の証言から明らかになっている。しかも SCP の値洗いが大幅に悪化していたことは2012年1月から JP モルガン・チェースの経営陣にも大まかには知らされており、4月13日の記者会見で「コップの中の嵐」なのかと質問した記者から誘導されたこともあろうが、Dimon 会長兼 CEO が「全くコップの中の嵐だ」と発言したことや、Braunstein CFO が CIO の取引はヘッジであり、監督機関にも報告済みであると発言したことは事実と食い違っており、意図的に事実とは異なる情報が提供されたとして今後の行政処分の対象にもなりうることも上院常設調査小委員会の報告書から明らかになっている。

### 3. 原因

一流企業 CDS 指数を対象とした CDS 売りポジションと二流企業 CDS 指数を対象とした CDS 買いポジションの積み上げによる SCP の大幅な評価損の計上は2011年後半に買いポジションが優勢な形で大きな利益を上げることができた経験が過信となって裏目に出たようである。

2011年12月に CIO は自己資本必要額を引き下げるために RWA の引き下げを要請されたが、CIO CEO の Drew は American Airline の破産申請から利益を得た二流企業 CDS 指数買いポジションの維持を指示しており、買いポジションを削減して RWA を引き下げるといふ単純な選択肢は選ばれなかった。流動性の低い二流企業 CDS 指数取引における短期間のポジション調整は大きな損失を招く可能性が高く、しかも市況の好転から二流企業 CDS 指数買いポジションは評価損を拡大していた。そこで、1月26日の CIO の International Senior Management Group の会議で Iksil によって提案されたのが流動性の低い二流企業 CDS 指数買いポジションを好機が来るまで維持したままで流動性の高い一流企業 CDS 指数売りポジションを積み上げ、二流企業 CDS 指数の値下がり損を一流企業 CDS 指数の値下がり益で補うポジションであった。

RWA を引き下げることと流動性の低い二流企業 CDS 指数買いポジション維持することは相反する目標であり、流動性の低い二流企業 CDS 指数買いポジションを損失を少なくして手仕舞うことも困難であるのに市況の好転から二流企業 CDS 指数買いポジションの評価損が膨らむという状況の下で苦肉の策として採用さ

れた新たなポジションは結局、損失の限られた二流企業 CDS 指数買いポジションの損失を大幅に損失が膨らむ可能性のある一流企業 CDS 指数売りポジションの積み上げによって緩和するという選択をもたらし、見通しが当たる最善の結果を想定して見通しが外れた最悪の結果をもたらすことになってしまった。Iksil が会議で提示したリスク・シナリオでは債務不履行が生じた場合で2億ドルの損失、見通しが外れた場合にポジションから発生する評価損が3億ドル、最悪でも5億ドルの損失であったが、債務不履行がなかったにもかかわらず、62億ドルの損失を最終的にはもたらすことになった。

### 4. 隠蔽

SCP による二流企業 CDS 指数買いポジションと一流企業 CDS 指数売りポジションの積み上げは1月末の実行直後から予想に反して評価損の拡大をまねくことになった。上院常設調査小委員会報告書によれば、1月31日の時点で CIO はすでに仲値による値洗いをおこなっていないという Iksil の Martine-Artajo 宛ての e メールに言及しているし、1月末までには CDX IG9 7年物と CDX IG9 10年物で仲値によらない値洗いをおこなっていたことが OOC による後の標本調査からも確認されている。そして、3月15日の時点で仲値による値洗いとの差は4億3,200万ドル（CDX IG で1億4,300万ドル、iTraxx で1億3,000万ドル、CDX HY で1億700万ドル）にまで拡大しており、CIO の評価損は報告されている1億6,100万ドルに4億3,200万ドルを加えた5億9,300万ドルにまで拡大していた。

評価損はポジションの積み増しに伴ってさらに拡大し、仲値による値洗いとの差も拡大を続

けた。自分の提案した取引が評価損を拡大させ続けることを危惧した Iksil は値洗い価格の操作による評価損隠蔽を減らし、より大きな評価損を計上するよう、部下の Grouit に指示した。この指示を受けて Grouit は3月20日に4,300万ドルという過去最大の1日の評価損を計上し、6億ドルから8億ドル (CDX IG9で4億5,000万ドルから5億ドル, iTraxx Main S9で6,000万ドルから8,000万ドル, Kodak と Rescap の債務不履行に伴う CDX HY の損失が1億ドルに加えて CDX HY10と HY11で1億ドルから2億ドル) にまで SCP の評価損が拡大する見通しを Drew, Macris, Martine-Artajo をはじめとする20人近くの CIO の関係者に eメールで送付した。

3月23日に Drew の指示で SCP の CDS 取引は停止されたが、評価損の拡大は止まらず、評価損の計上も進まなかった。3月23日の1日だけで有利な価格で値洗いしても3億ドル、仲値で値洗えば6億ドルの評価損が発生すると Iksil がインスタント・メッセージで危惧していたが、当日の CIO の評価損計上額は1,250万ドルに過ぎなかった。ところが、四半期決算期末を控えた翌週の3月26日には3,200万ドル、27日には4,500万ドル、28日には5,100万ドル、29日には5,000万ドルの評価損が計上され、3月30日には3億1,900万ドルの評価損が1日で計上され、第1四半期の損失は7億1,900万ドルに達した。しかし、これだけ損失を計上してもまだ値洗いを有利な価格でおこなっていたことが3月30日の Iksil と Grouit の電話記録から確認されている。

5月10日の JP モルガン・チェースによる20億ドルに上る SCP の損失発表を受けて、5月13日に CIO CEO の Drew は辞任したが、他の

関係者の処分はおこなわれなかった。しかし、7月12日に JP モルガン・チェースは Macris, Martine-Artajo, Iksil の3人に対して3月と4月に損失報告をゆがめたことを理由として解雇通知を送付した。Gout は上司に強制されたかどうかが不明なため、処分を見送ったと JP モルガン・チェースは上院常設調査小委員会に説明していた。

## 5. 制限回避

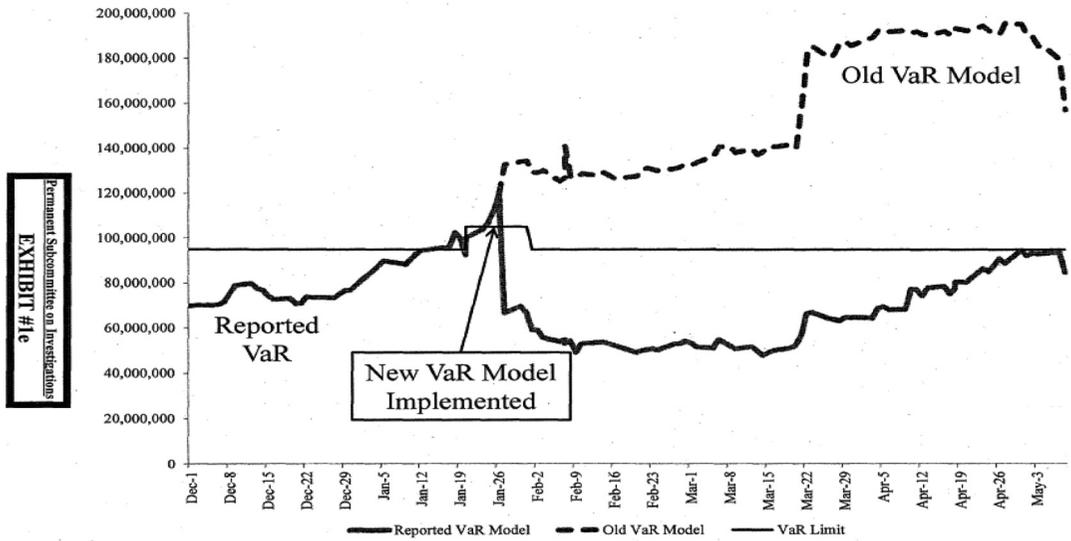
CIO はバリュア・アット・リスク (VaR), Credit Spread Widening 01 (CS01), Credit Spread Widening 10% (CSW10%), ストレス・ロス, ストップ・ロスという5つの指標に基づくポジション制限を定めていたが、SCP の取引は2012年の第1四半期に5つの指標すべてにおいてポジション制限に違反していた。上院常設調査小委員会報告書によれば2012年1月1日から3月30日までの間に延べ330回以上の制限違反があったという。

その中でも VaR 制限については VaR の計算式を変更することで制限違反を隠蔽していたことが確認されており、VaR の計算式変更による制限の緩和を見越して、それまでであれば困難なポジションの積み上げをおこなっていた疑いがある。

2011年の初夏に新たな VaR 計算式の開発は開始されていたが、従来の保守的な計算式では必要以上のリスクを想定しているとして新たな計算式が RWA の引き下げにつながることを多くの関係者は期待していた。2012年には新たな VaR 計算式の導入決定を前にして1月19日から4日連続で JP モルガン・チェースは VaR 制限を上回っていたが、ポジションを減らすのではなく、一時的に制限値を1億2,500万ドル

図表3 バリュー・アット・リスクの推移

Value-at-Risk for the CIO (10Q VaR)



Source: Subcommittee chart created from data provided by JPMorgan Chase, JPMC-Senate/Levin 000155-6.

[出所] United States Senate PERMANENT SYBCOMMITTEE ON INVESTIGATIONS, "EXHIBITS: Hearing On JPMorgan Chase Whale Trades: A Case History of Derivatives Risks and Abuses," 15 March 2013 (<http://www.hsgac.senate.gov/download/?id=6BB34BFA-4874-A6CD-5740264BC957>)

から1億4,000万ドル（CIOについては9,500万ドルから1億500万ドル）に引き上げる決定が1月23日におこなわれ、1月27日には新たなVaR計算式の導入がおこなわれた。そして、1月27日のVaR制限値は旧計算式による1億3,200万ドルから新計算式による6,600万ドルへと半減していたのである（図表3）。前日の1月26日には前述の二流企業CDS指数買いポジションの損失を一流企業CDS指数売りポジションの積み上げによって緩和するという提案がおこなわれており、この提案は新たなVaR計算式の導入によってリスク許容度が高まることを見越しての提案であった可能性は否定できない。

6. 当局への報告

JPモルガン・チェースの監督機関である通貨監督局（OCC）には（CDS取引のおこなわれていたロンドンを含めて）65人の担当職員がおり、3週間から6週間にわたる検査を年間60回実施していたと上院常設調査小委員会報告書は述べているが、2012年4月6日の報道までSCPによる取引に対する検査や問い合わせはおこなわれていなかった。

JPモルガン・チェースがCIOの中にSCPが存在することをOCCに報告したのは2012年1月27日であり、2008年にSCPがCDS取引を開始し、2011年にはCDSの想定元本が40億ドルから510億ドルに拡大していたにもかかわらず、JPモルガン・チェースはSCPの存在を

OCCに明らかにしていなかった。他方、2011年前半にCIOがストレス・リミットを8回オーバーしていたにもかかわらず、そして第4四半期にはCIOがCDS取引に伴う4億ドルの利益を計上していたにもかかわらず、OCCはCIOに対して特別な調査をおこなっていなかった。さらに、2012年1月27日のVaR計算式の変更でVaRの値が1億3,200万ドルから6,600万ドルに半減した報告を受けていたにもかかわらず、そして2012年2月と3月にはCIOのパフォーマンス・データが提出されていなかったにもかかわらず、OCCはCIOに対して特別な調査をおこなってはいなかった。

2012年5月10日のJPモルガン・チェースによる20億ドルの評価損発表に先立つ5月4日にOCCはSCPで16億ドルの評価損が発生していることをJPモルガン・チェースから知らされたが、OCCの情報提供要求に対してJPモルガン・チェースは非協力的であり、役に立たない情報や誤った情報が提供されたこともあったと上院常設調査小委員会報告書は述べている

#### IV. 残された問題

2012年4月6日の報道に始まり、5月10日の第1四半期決算発表でJPモルガン・チェースによって確認されたCIOによる巨額のCDS取引は62億ドルの損失をもたらした。このような取引がなぜおこなわれたのか、巨額の損失がなぜ予防できなかったのか等については上院常設調査小委員会の301ページに及ぶ調査報告書や597ページの関連資料からほぼ明らかになった。以下では、上院常設調査小委員会の調査報告書や関連資料では明らかにはならなかった残された問題について考察する。

#### 1. 損失の処理

2012年5月10日の第1四半期決算発表でJPモルガン・チェースが公表したSCPの損失額は20億ドルであり、ポジション解消にはさらに10億ドル以上の損失が発生する可能性があるとしてDimon会長兼CEOは述べていた。6月20日にはJPモルガン・チェースがCDX IG9のポジションの65%から70%を手仕舞ったという関係者の話が報じられ<sup>12)</sup>、ブルーマウンテン・キャピタル・マネジメントというヘッジファンドがポジション解消に協力したという報道もあらわれた<sup>13)</sup>。しかし、DTCCが公表する残高データにはそれほど大きなポジションの減少は見られなかった<sup>14)</sup>。

7月13日の第2四半期決算速報でJPモルガン・チェースが公表したSCPの損失額は累積で58億ドルであり、①CIOの合成ポジションは110億ドルの買いポジションを除いて解消した、②CDX IG9のポジションの70%は削減した、③CDS指数のトランシェ等の残りのポートフォリオはJPモルガン・チェースの投資銀行部門が引き取った、とDimon会長兼CEOは述べていた<sup>15)</sup>。しかし、DTCCが公表する残高データにはやはりそれほど大きなポジションの減少は見られなかった<sup>16)</sup>。

上院常設調査小委員会報告書では7月2日にCIOからJPモルガン・チェースの投資銀行部門にCDSのポジションは移転され、その後の投資銀行部門での評価損益は不明であると簡単に述べられているにすぎない。CDSはもともと流動性の低い取引対象であり、対象に債務不履行が発生しない限り、値洗い評価損益によって生じる担保の移転がキャッシュ・フローを生み出すに過ぎない。したがって、債務不履行が

発生しなければ最終的に生じる損益はCDSの買い手が支払った代金が売り手に移転されるだけである。SCPの損失はポジションが手仕舞われるまでは値洗いが悪化した評価損に過ぎず、値洗いが改善すれば回復可能な評価損であった。ところが、大きなポジションが発覚したためにポジションを手仕舞わせようとしてSCPに不利な方向に（気配値を含めた）価格が動き、評価損を大幅に悪化させていたのである。

CDS取引のポジションの解消はスワップ取引と同様、当初の契約相手と契約解消交渉をするか、満期が同じ反対ポジションを持ってポジションを両建てにしてリスクを相殺するかのいずれかであり、前者であれば建て玉は減り、後者であれば建て玉は増えるはずである。DTCCに報告されているCDSの建て玉残高は6月から減少しているが、SCPのポジションの65%から70%がすべて解消されるほど減少してはいない。CIOがJPモルガン・チェースの投資銀行部門と新たなCDS取引をおこなってポジションを両建てにしたのか、CDS取引という形をとらずにポジションを移転する契約を結んだのかは明らかではないが、不利な価格で大量に契約を解消した可能性は高くはないと考えられる。おそらくCDSの一部を組み込んだ証券化商品を顧客に販売する形で引き受けたCDS売りのポジションの削減をはかっているのではないかと推測される。

SCPのCDS売りに買い向かったと報道されているヘッジファンドはブルーマウンテン・キャピタル・マネジメント、サバ(Saba)・キャピタル・マネジメント、ブルークレスト・キャピタル・マネジメント、ハッチン(Hutchin)・ヒル・キャピタル、ブレバン・ハ

ワード(Brevan Howard)であり、利益額についてはブルーマウンテン・キャピタル・マネジメントの3億ドルだけが報じられている。JPモルガン・チェースの損失額が62億ドルであるのに対して3億ドルはあまりに小さい<sup>17)</sup>。ちなみに、上院常設調査小委員会報告書の中で2012年4月にCIOと担保評価額を争った16件の事例が紹介されていた。このうち15件はモルガン・スタンレーが相手であったが、モルガン・スタンレーがCIOを相手にしてCDS取引をして利益を上げたという報道は見られない。CIOの62億ドルの損失の一部はポジションを引き受けたJPモルガン・チェースの投資銀行部門の利益となり、62億ドルの損失を負いながらも2012年度の純利益は213億ドルの過去最高益になったのではないだろうか。

## 2. ボルカー・ルール

2012年4月13日の記者会見でBraunstein CFOがCIOの取引はヘッジであり、監督機関にも報告済みであると発言したことは事実と食い違っていたが、CIOの取引はボルカー・ルールとも整合的であるという発言までおこなっていた。この点については上院常設調査小委員会の調査報告書も取り上げており、問題としている。

ボルカー・ルールは銀行の自己勘定によるリスクのある取引を制限しようとしており、リスク・ヘッジのための取引は対象とはならないはずである。したがって、SCPの取引がリスク・ヘッジのための取引であればボルカー・ルールの対象とはならないはずである。しかし、リスク・ヘッジといってもヘッジ対象が明確なマイクロ・ヘッジと、銀行グループ全体のポジション・リスクをヘッジするといったマク

ロ・ヘッジでは性質が異なっており、グループ全体のポジションが特定されていなければならずしもヘッジ・ポジションとして認められるとは限らない。CIOのポジションは本来グループ全体のリスク・ポジションをヘッジするマクロ・ヘッジを目指していたはずであるが、グループ全体のリスク・ポジションを正確に知らなければ正確なリスク・ヘッジはできないし、グループ全体のリスク・ポジションを精査していた形跡も見られない。

とりわけ2012年1月にCDSの売りポジションがCDSの買いポジションを上回ってからはSCPのポジションはマクロ・ヘッジにもなっていない。したがって、CIOの取引はボルカー・ルールとも整合的であるというBraunstein CFOの発言は誤りであり、上院常設調査小委員会の報告書によればBraunstein CFOもそのことを知っていたはずであるから事実と異なる発言を意図的にしたとしか考えられない。ただし、上院常設調査小委員会の報告書によれば4月12日にDrew CIO CEOは想定問答回答例としてボルカー・ルールはいまだ不明確であり、資産負債管理(ALM)には必ずしも適合していない(poor hit)という回答をおこなうことを勧めていたが、Zubrowチーフ・リスク・オフィサー(CRO)はCIOの取引は①短期のものではないこと、②グループ全体のポートフォリオを長期的にヘッジするものであること、③議会の作った法律や提案の精神に反するものではないこと、を付け加えることを示唆しており、Braunstein CFOはZubrow CROの提案を受け入れたものとも考えることができる。なお、Zubrow CROは2012年12月に退職し、Braunstein CFOも2012年12月にCFOの地位を離れている。

JPモルガン・チェースにはOCCの担当職員が65人、FRBの担当職員が40人いたと上院常設調査小委員会の報告書は説明しているが、先に「当局への報告」でも見たように監督当局が活動を十分に把握できていたわけではない。SCPのような取引は他の金融機関には見られないと報じられているが、定かではない。銀行のリスクをとった自己売買取引を規制するボルカー・ルールが導入されたとしても実際に監督することは可能なのであろうか。ボルカー・ルールの細目を踏まえて判断せざるを得ないのであろうが、経営が傾き、再建が難しくなった時、あるいは特定部署の業績が悪化したとき、一か八かの行動を抑えるには厳しい刑事罰でも課さない限り、抑えられないのではないだろうか。

一般論としては預金を受け入れる銀行に大きなリスクをとらせないということに反対する人は少ないであろう。しかし、預金を受け入れない金融機関との競争において銀行が不利になるとすれば、貸付業務がますます銀行の利益源ではなくなりつつある状況においてはボルカー・ルールは銀行の経営を圧迫することになるかもしれない。行き過ぎた銀行のリスク・テイクを抑制することは重要であろうが、角を矯めて牛を殺してしまっただけでは元も子もないであろう。JPモルガン・チェースのSCPによるCDS取引はボルカー・ルールを後押しすることになるのは間違いなく、行き過ぎた振り子が逆方向に行き過ぎることが懸念されるところである。しかし、振り子は振れすぎることによってはじめて行き過ぎを是正する方法が模索されることになるのかもしれない。

大きすぎて潰せない金融機関にはリスクをとらせず、潰れても影響の小さい金融機関には

スク・テイクを認めるというのも一法であろうし、大きすぎる金融機関の活動を制限することで小さな金融機関の間の競争を後押しするというものも考えられる。巨大金融機関の破綻が国家の破綻にもつながりかねない時代になって、金融行政はますます難しくなっていることだけは間違いのないだろう。

注

- 1) Gregory Zuckerman and Katy Burne, "London Whale' Rattles Debt Market," *The Wall Street Journal*, 1:19 p.m. ET 6 April 2012 (<http://online.wsj.com/article/SB10001424052702303299604577326031119412436.html>), Stephanie Rühle, Bradley Keoun and Mary Childs, "JPMorgan Trader's Positions Said to Distort Credit Indexes," *Bloomberg*, 6 April 2012 (<http://www.bloomberg.com/news/2012-04-05/jpmorgan-rader-iksil-s-heft-is-said-to-distort-credit-indexes.html>). なお、この2つの記事は後述の米国上院常設委員会の公聴会資料のPDFファイルにも採録されている (Exhibit #24a, #24b)。
- 2) Lisa Pollack, "Hedge funds and the Whale, credit index edition," *FT Alphaville*, 19:15 Apr 06 2012 (<http://ftalphaville.ft.com/blog/2012/04/06/951941/hedge-funds-and-the-whale-credit-index-edition>)
- 3) David Henry and Gerald E. McCormick, "JPMorgan still employs 'Whale' trader," *Reuters.com*, 2:02 pm EST 16 May 2012 (<http://www.reuters.com/article/2012/05/16/us-jpmorgan-bruno-idUSBRE84F11Q20120516>)
- 4) Dan Fitzpatrick and Gregory Zuckerman, "At J.P. Morgan, Whale & Co. Go," *The Wall Street Journal*, 13 July 2012 (<http://on.wsj.com/OhwjRp>)
- 5) "Cold Eye Over 'Whale' Probe," *The Wall Street Journal*, 12:07 a.m. ET 20 August 2012 (<http://online.wsj.com/article/SB10000872396390444508504577595260927581438.html?KEYWORDS=Raymond>)
- 6) Emily Flitter, "Senate committee launches probe of JPM's 'Whale' losses," *Reuters.com*, 10:28 p.m. EDT 6 September 2012 (<http://www.reuters.com/article/2012/09/07/us-jpmorgan-whale-senate-idUSBRE88515720120907>)
- 7) Jessica Silver-Greenberg, "JPMorgan Sues Boss of 'London Whale' in Trading Loss," *The New York Times*, 1:15 PM 31 October 2012 (<http://dealbook.nytimes.com/2012/10/31/jpmorgan-sues-boss-of-london-whale>)
- 8) *Report of JPMorgan Chase & Co. Management Task Force Regarding 2012 CIO Losses*, 16 January 2013 ([http://files.shareholder.com/downloads/ONE/2288197031x0x628656/4cb574a0-0bf5-4728-9582-625e4519b5ab/Task\\_Force\\_Report.pdf](http://files.shareholder.com/downloads/ONE/2288197031x0x628656/4cb574a0-0bf5-4728-9582-625e4519b5ab/Task_Force_Report.pdf)). なお、この文書は後述の米国上院常設委員会の公聴会資料のPDFファイルにも採録されている (Exhibit #98)。
- 9) Kirstin Ridley, "Exclusive - JPMorgan settles lawsuit against 'Whale' boss - source," *Reuters.com*, 1:15 pm EST 16 January 2013 (<http://www.reuters.com/article/2013/01/16/jpmorgan-whale-settlement-idUSL6N0ALFVC20130116>)
- 10) United States Senate PERMANENT SYBCOMMITTEE ON INVESTIGATIONS, *JPMorgan Chase Whale Trades: A Case History of Derivatives Risks and Abuses*, 14 March 2013 ([http://www.mondovisione.com/\\_assets/files/REPORT---JPMorgan-Chase-Whale-Trades-\(3-15-13\)2-\(1\).pdf](http://www.mondovisione.com/_assets/files/REPORT---JPMorgan-Chase-Whale-Trades-(3-15-13)2-(1).pdf))
- 11) United States Senate PERMANENT SYBCOMMITTEE ON INVESTIGATIONS, *EXHIBITS: Hearing On JPMorgan Chase Whale Trades: A Case History of Derivatives Risks and Abuses*, 15 March 2013 (<http://www.hsgac.senate.gov/download/?id=6BB34BFA-4874-A6CD-5740264BC957>)
- 12) Kate Kelly, "JPMorgan Has Sold Off Majority of Losing Position," *CNBC.com*, 9:19 AM ET 20 June 2012 (<http://www.cnbc.com/id/47888364/>)
- 13) Mary Childs, Stephanie Rühle and Shannon D. Harrington, "BlueMountain Said to Help Unwind JPMorgan's Whale Trades," *Bloomberg.com*, 10:53 PM GMT 21 June 2012 (<http://www.bloomberg.com/news/2012-06-21/bluemountain-said-to-help-unwind-jpmorgan-s-london-whale-trades.html>)
- 14) Lisa Pollack, "Unwind? What unwind? -Part 1," *FT Alphaville*, 5:52 27 June 2012 (<http://ftalphaville.ft.com/2012/06/27/1061071/unwind-what-unwind-part-1/>), Lisa Pollack, "Unwind? What unwind? -Part 2," *FT Alphaville*, 8:20 27 June 2012 (<http://ftalphaville.ft.com/2012/06/27/1061281/unwind-what-unwind-part-2/>)
- 15) Mary Childs, "JPMorgan Moves Whale's Trades to Investment Bank as Loss Grows," *Bloomberg.com*, 11:11 PM GMT 13 July 2012 (<http://www.bloomberg.com/news/2012-07-13/jpmorgan-moves-whale-s-trades-to-investment-bank-as-loss-grows.html>)
- 16) Lisa Pollack, "Unwinding with an invisibility cloak" *FT Alphaville*, 12:20 20 July 2012 (<http://ftalphaville.ft.com/2012/06/27/1061281/unwind-what-unwind-part-2/>)
- 17) Shannon D. Harrington, Mary Childs & Stephanie Rühle, "Ex-JPMorgan Trader Feldstein Wins in Betting Against Bank," *Bloomberg.com*, 10:06 PM GMT 03 July 2012 (<http://www.bloomberg.com/news/2012-07-02/ex-jpmorgan-trader-feldstein-biggest-winner-betting-against-bank.html>)

(当研究所客員研究員)