

# 投資銀行とトレーディング業務

小林 襄 治

## 要 旨

投資銀行が多義的に使われている。伝統的な投資銀行が減り、業務が変化し、世界の大手銀行が「投資銀行」化しているからである。

投資銀行（と言われてきた業者）の業務も歴史的に変化し、業界の構造（勢力図と競争関係）が変化してきた。1920年代には老舗と新興の投資銀行、商業銀行の証券子会社の競争が激しかった。投資銀行業務は投資銀行の独占業務ではなかった。1970～80年代に、新商品や新業務の開拓で投資銀行の躍進が著しかったが、80年代末以降には大手銀行に買収される投資銀行が増えた。そして、トレーディング業務が収益の柱の1つになっていった。

伝統的投資銀行業務（証券発行の引受と合併のアドバイザー）については、ランキング情報が利用できるが、トレーディング業務については定義・範囲に曖昧な点が多い。ここでは主要5社のトレーディング収入を2012年アニュアル・レポートから比較する。トレーディング収入は、売買益だけでなく、関連手数料とトレーディング資産から得られる金利収入も含めて捉えるべきである。現代の「証券」流通市場の多くでは、ディーラーないしマーケットメーカーによる売買で市場が形成されている。トレーディングはこの市場形成そのものである。各社のトレーディング収入はトレーディング資産の規模にほぼ対応する。その規模を増やすにはそのための資本力とリスク管理能力による。この資本力と資金調達力において、大手銀行は独立の投資銀行より優位に立っているようである。

## 目 次

|                              |                                 |
|------------------------------|---------------------------------|
| I. 序                         | V. 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 |
| II. 投資銀行と投資銀行業務              | VI. トレーディング資産の規模と内容             |
| III. 投資銀行の歴史概観               | VII. 「トレーディング部門」の収入             |
| IV. 1920年代の投資銀行と商業銀行の「証券子会社」 | VIII. トレーディング業務と投資銀行業務          |

## I. 序

投資銀行という表現が多義的に使われるようになってきている。投資銀行業務も曖昧な表現である。世界の大銀行が「投資銀行」化し、最近ではトレーディング業務ないしプリンシパル取引が問題視されることが多い。とはいえ、これ(ら)の実態には不明な点がある。本稿では、投資銀行についての多義的な定義を確認し、投資銀行(と言われてきた業者)の歴史を簡単に概観する。とくに1920年代における投資銀行と商業銀行の証券子会社を一瞥し、1970年代以降の投資銀行の変遷(勢力図の変化)を業務の変貌に絡めて確認する。その上で、近年の変遷を左右したトレーディング業務の実態を、アメリカ2大投資銀行(ゴールドマン・サックスとモーガン・スタンレー)と3大銀行(JP モーガン・チェイス、バンク・オブ・アメリカ、シティグループ)の2012年アニュアル・レポートにおける「トレーディング収入」の構成と規模比較を試みる。そして、この比較から得られる意味を考察する。

## II. 投資銀行と投資銀行業務

投資銀行といえ、2000年代初めには、米国の5大投資銀行(ゴールドマン・サックス、モーガン・スタンレー、メリルリンチ、ベア・スターンズ、リーマン・ブラザーズ)が想定された。しかし、2008年にリーマンは破綻し、ベア・スターンズとメリルリンチは大手銀行に吸収され、ゴールドマンとモーガン・スタンレーは銀行持株会社、金融持株会社<sup>1)</sup>になった。そして、ゴールドマンにはパフェットから、モー

ガン・スタンレーに三菱東京UFJから多額の資本が注入された<sup>2)</sup>。これらの事実は、「投資銀行の挫折」とも「独立」(大手銀行の傘下に入らない)大投資銀行の「消滅」を示唆するかもしれない<sup>3)</sup>。もっとも、バンク・オブ・アメリカやシティグループなど大銀行は公的資金の注入で救済されているから、投資銀行の「挫折」や「消滅」でなく、銀行システムの問題かもしれない。この点はともかく、これらの流れは、1980年代末の連邦準備の銀行持株会社による証券業務の解禁と、その後の範囲拡大、1999年金融制度改革(グラム・リーチ・ブライリー)法による全面解禁など規制改革の延長線上にある、とみなせよう。あるいは、金融の自由化・グローバル化の流れの中で、投資銀行業務等の強化を図る大銀行の野望の実現かもしれない。また、金融機関の総合金融グループ化ないしワンストップ・ショッピングへの対応<sup>4)</sup>とみなせるかもしれない。

しかし、投資銀行という表現は曖昧なものであり、特別に定義されているわけでない。JP モーガン・チェイスなどはアニュアル・レポートで自らを投資銀行であるとも公言している。多くの大銀行は内部に名称はともかく投資銀行部門を抱えている。投資銀行の先達であり、同様な業務を展開してきたイギリスのマーチャント・バンクはビッグバン後にほとんどが大手銀行に買収され、現在ではマーチャント・バンクは歴史的用語に過ぎず、ほぼ死語になっている。対照的に、最近のイギリスやヨーロッパ大陸では、世界の大銀行を指して投資銀行という傾向がある。たとえば、『エコノミスト』誌は「国際銀行業の特別レポート」において、「世界の13大投資銀行」といった表現を使い、世界8大投資銀行の収入で見たグローバル市場での

シェアを載せている<sup>5)</sup>。投資銀行は「減少」しても、投資銀行業務は健在であり、世界の大銀行は投資銀行化しているのである。

とはいえ、投資銀行業務についても、定義しておく必要がある。主要大銀行のアンニュアル・レポートでは、投資銀行業務は株式・債券の引受・販売、買収・合併の仲介・アレンジとしてのアドバイザーとして説明されている。この定義は明快であり、尊重するべきである。ただし、このように定義し、投資銀行業務を営む機関をすべて投資銀行とみなすと、投資銀行の範囲は非常に拡大することになる。たとえば、日本のメガバンク3行と大手証券2社や、ヨーロッパの主要ユニバーサル・バンクがすべて投資銀行となる。これも一つの定義となろうが、投資銀行業務の規模と重要度で選別し、規模が大きく重要な機関を投資銀行と定義するのが妥当となるであろう。この作業を展開する余裕はないが、既述の『エコノミスト』誌やヨーロッパにおける投資銀行という表現はそのようなものとして解釈できる。なお、イギリスの独立銀行（ヴィッカーズ）委員会はリテール・リングフェンスによる小売銀行と投資銀行の分離を提唱し<sup>6)</sup>、イギリスではその方向での法整備が進められている。ここではリング内の小売銀行の業務が預金・当座貸越、送金・決済、貸出、投信等の販売に限定され、EEA域外の活動も制限される。そして、小売銀行には禁止される業務、すなわち、証券引受、株式・債券等への投資、デリバティブ取引（組成、オリジネイティング、執行）、証券（株式・債券の他、デリバティブや証券化商品、投信等を含む）のオリジネイティング・トレーディング・貸借等が、投資銀行の業務となる。これは、投資銀行や投資銀行業務を積極的に定義することを意図

したものでないが、投資銀行の業務は非常に広いものになり、投資銀行の範囲も非常に拡大してしまう。

SIA（アメリカの証券業者協会）<sup>7)</sup>はしばらく前まで、証券業者（brokers-dealers）を、全国的総合証券、大手投資銀行、地方業者、NY市中業者、ディスクOUNTER等に分類し、集計財務データを発表していた。この分類を利用するのも便利だが、業者の業務変化をうまく反映できない欠陥がある。たとえば、メリルリンチなどは全国的総合証券となる。むしろ、最近では有力な証券業者はすべて投資銀行とみなす傾向にあるようである<sup>8)</sup>。

投資銀行ないし投資銀行とみなされる業者の業務が歴史的に変化するの当然だが、最近の投資銀行をみれば、投資銀行業務（証券の引受・販売、合併・買収のアドバイザー）の収入よりもトレーディング業務の収入が大きく、資産管理ないし投資管理業務の収入も大きい。この点は、日本証券経済研究所編『図説 アメリカの証券市場 2013年版』掲載の3大投資銀行（ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、メリルリンチ）の業務別収益（2001～09年）からも明らかである（元の表は掛下達朗氏作成<sup>9)</sup>）。21世紀初頭において最強の投資銀行といわれるゴールドマン・サックスではとくにトレーディング業務の収入が大きい。トレーディング業務の定義、中身はのちに検討するが、投資銀行といっても、投資銀行業務よりもトレーディング業務が重要なのである。しかし、トレーディング業務は投資銀行に限られた業務ではない。商業銀行と言われた大手銀行でもトレーディング業務が重要となっている。これは一部には投資銀行を買収した結果であるが、独自に形成した部分も少なくない。そし

て、トレーディング業務は伝統的商業銀行業務（預金・貸付、送金・支払い・決済業務）の枠を超えるものである。

### Ⅲ. 投資銀行の歴史概観

投資銀行という表現は、歴史的には19世紀末ごろからアメリカで証券の引受・販売を行う者を指して使われ、1912年のIBA（投資銀行協会）設立のころまでには広範に使われるようになった。この時には347社の会員が承認されたが、実態は個人銀行に加えて証券ブローカー・ディーラーの他、商業銀行や信託会社などを含んでいた<sup>10)</sup>。とはいえ、投資銀行は会員一般というより、証券の引受・販売を主要業務として大規模に行う業者を指しているようである。カロソの研究などを参考に<sup>11)</sup>、投資銀行業界の構造を超単純化してみよう。

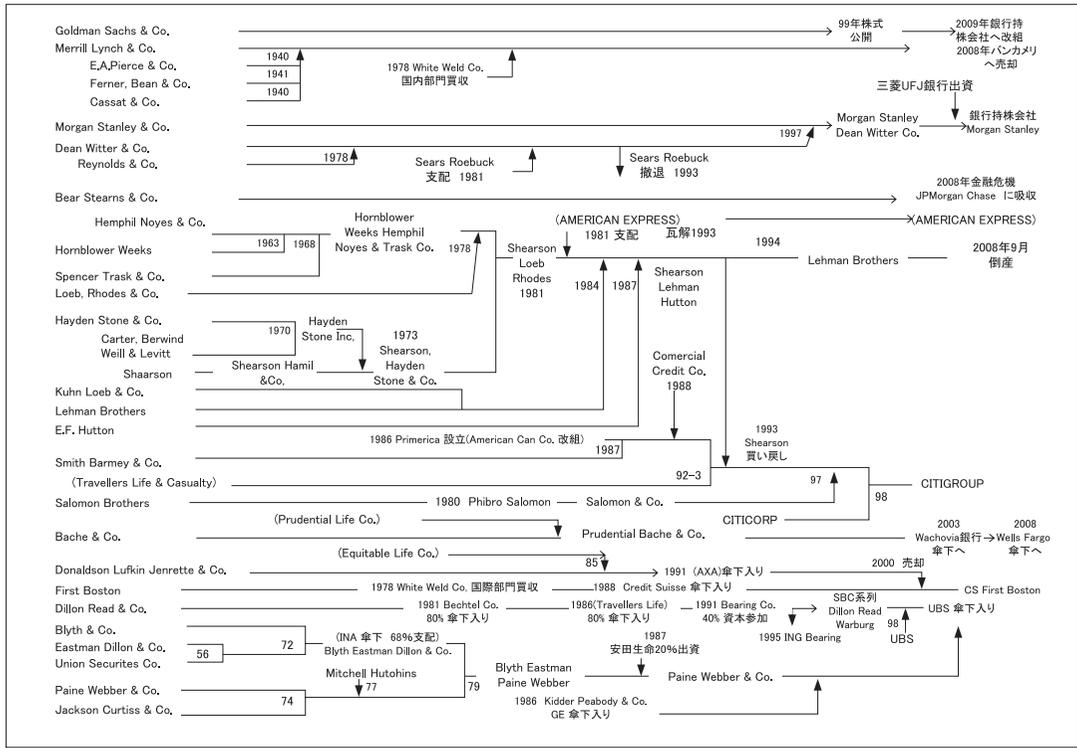
19世紀末から20世紀初めにかけて投資銀行業界に君臨したのはJP モーガン商会とクーン・ローブ商会であり、両社とも個人銀行ともいわれ、鉄道証券の引受・販売が中心であり、鉄道業の再編（合併・買収を含む）に大きく関与した。さらに、JP モーガンは、US スティールの設立などいくつかの独占企業の形成にも関与し、また1907年恐慌の「集束」に力を発揮した。20世紀初頭までには、ゴールドマン・サックスやリーマン・ブラザーズなど後に活躍する大投資銀行のほとんどが設立され、活動を開始している。同時に、商業銀行の証券引受・販売への進出が強化され、「証券子会社」が設立され始める。第1次大戦時の国債発行で投資家の裾野が広がり、1920年代には新興産業（電力、電気機械、化学、自動車等）の発展もあって、好調な経済と株式市場を背景に、銀行の「証券

子会社」の活動が飛躍的に伸び、新興の投資銀行の台頭も著しかった。投資銀行が関与する合併や買収、投機的な投資信託会社の設立も活発であった。

1929年恐慌とその後の大不況の過程で経済と証券市場は低迷し、1933年証券法、1934年証券取引所法など証券市場に対する連邦政府による規制・監督が始まる。そして、1933年銀行（グラス・ステイーガル）法によって商業銀行と投資銀行が分離され、証券ブローカー・ディーラーだけが投資銀行業務の担い手となる。この過程で、分離に伴う業界の再編も進み、モーガン・スタンレーとファースト・ボストンを頂点とする投資銀行（証券引受）業界の構造が形成される。1947年に17投資銀行<sup>12)</sup>に対する司法省による反トラスト訴訟が始まるが、1953年のメディナ判決で司法省（政府）側が敗北する。この17社と訴訟の対象に入らなかったメリルリンチとソロモン・ブラザーズ（両社は引受シェアが小さいとみなされた）、およびホルジー・スチュアート（債券専門だが、競争入札で大きなシェアを獲得していた）が当時の有力な投資銀行であった。

業界の構造は1960年代以降に、特に70年代と80年代における証券市場の拡大と機関化、金融自由化・グローバル化、規制環境の変化等の中で大きく変わる。モリソンとウィルヘルムの投資銀行業の研究<sup>13)</sup>は、20世紀前半は規制ないし国家介入の強化であったが、後半（メディナ判決以降）は自由化（規制緩和）ないし国家介入の終焉であったと指摘しつつも、情報通信技術革命の進展が投資銀行業の構造を変えたことを強調する。そして、独自の理論から、投資銀行業の変貌を論じ、その限界ないし「衰退」を論じている。彼らの議論によれば、コンピュータ

図表1 米国投資銀行業の再編成



〔出所〕 山下正明氏が各種資料から作成（注14参照）。

と情報・通信技術の発展は経営の大規模（資本）化を必要とし、可能にしたばかりでなく、金融の世界を暗黙知（アートのスキルとして伝承される知識）と人的資本に依存し、パートナーシップ組織でリレーションとレピュテーションが重視される世界から、投資・金融理論の科学的知識を利用し、取引（価格とコスト）が重視され、公開株式会社組織で、資本力とリスク管理が重要となる世界へと変えたのである。この理論から学んだものは多いが、ここではこれ以上立ち入らない。

1960年代初めの主要投資銀行は20社程度であったが、その後に業界構造（勢力図）は大きく変化する。買収・合併を伴う再編の全貌については、山下正明氏が作成した<sup>14)</sup>図表1を参照

されたい。ただし、図では示せないいくつかの点を指摘しておこう。1960年代末までには、「恐るべき4人組」と言われたメリル、ソロモン、リーマン、プライスが分売力に支えられ、引受けでも力をつける。メリルはとくにリテールの販売力が強かったが、ソロモンは機関投資家相手のトレーディングに強く、ゴールドマンやベア・スターンズ同様であった。60年代末から70年代初めにかけて、市場の拡大が業務の機械化を必要とするとともに、リテール業者の再編を促し、1975年の手数料の自由化、1980年金融制度改革法（金利の自由化等）、1982年一括登録制など規制環境が変化する。70年代からはMMMFの導入と拡大、レポ市場の拡大に加え、変動相場制への移行と金利変動の激化、商

品市況の激動もあって各種デリバティブ市場が拡大する。ソロモンやファースト・ボストンが主導する中で、モーゲージ担保商品（証券化商品）も70年代後半から急速に拡大し、さらに、ドレクセル社（ミルケン）によるジャンク債市場が加わる。加えて、M&Aが活発化し、LBOなど新手法が開発され、大型化する。また、カード会社や保険会社、商品業者などによる証券業者の買収も、業界の再編を進めた。あと知恵かもしれないが、70～80年代はアメリカ経済と金融システムは動揺した時代であり、特に株式市場は70年代に低迷したが、投資銀行は新商品や新手法の開発で飛躍的に成長できたのであった。

1987年秋のブラック・マンデー（株価暴落）を契機に、証券（投資銀行）業界は低迷する。80年代初めからS&L危機が深刻化する。1984年にすでに大手銀行コンチネンタル・イリノイが破綻したが、大手銀行の不良債権（不動産貸付、途上国貸付、LBO融資）問題も深刻化し、90年代初めにはシティコープなどの経営危機が表面化する。投資銀行でも急拡大したソロモンやファースト・ボストンは不正取引問題や「内紛」もあって勢いを失い、ドレクセルは破綻に追い込まれた。異業種から証券業に参入した企業も成果はなかった。総じて、1980年代のアメリカは金融革新を進めつつも、多数の銀行の破綻があり、金融システムの脆弱性を示していた。

1990年代のアメリカは、インフレの抑制に成功し、IT産業を軸とする「ニューエコノミー」の成長に支えられ、ITバブルの時代へと進む。ソヴィエトの崩壊と旧社会主義国の市場経済化もあって、グローバル化が加速する。この過程で、連邦準備による商業銀行の証券業務解禁と

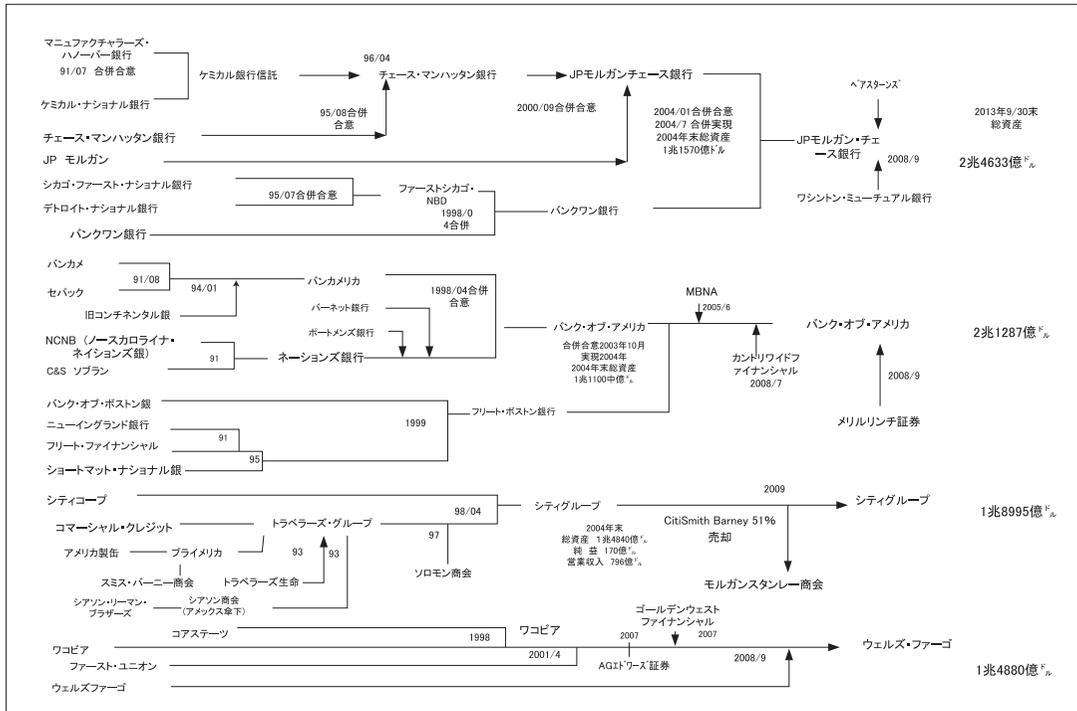
拡大、S&L処理の進展（89年金融機関改革・再建法）、連邦預金保険公社の改革（91年）、さらには95年州際銀行法、99年金融制度改革（GLB）法等の成果もあって、「米銀の復活」が進んだ。米銀の再編過程をたどる余裕はないが、それは図表2（山下正明氏作成）を参照されたい。投資銀行業界を含めて、現時点までの再編の結果をみれば、次のように特徴をまとめられる。

全国的大銀行ないし総合金融グループの成立である。アメリカでは州際銀行業の規制が厳しく、全国的に営業する銀行は存在できず、NYの大手マネーセンター・バンクなどがアメリカを代表する大銀行であった。しかし、80年代からのスーパー・リージョナル銀行の台頭や90年代以降の大型合併・買収を経て、現在では4大銀行が（JPモーガン・チェイス、バンク・オブ・アメリカ、シティグループ、ウェルズ・ファーゴ）、規模で他を圧倒し、全国的にも営業基盤を有し、投資銀行部門も抱える総合的金融グループとして成立した<sup>15)</sup>。

投資銀行は、図表1に示されるような合併・買収を伴う再編を経て、2000年代初頭には5大投資銀行に集約されたが、2008～9年に破綻・買収を経て、独立の存在としてはゴールドマン・サックスとモーガン・スタンレーのみとなった。両社とも「銀行持株会社」であり、総資産規模では4大銀行に次ぐ地位にあり、7位以下の銀行には水をあけている<sup>16)</sup>。

ヨーロッパの大銀行に買収された投資銀行も少なくない。ファースト・ボストンは1974年にクレディ・スイスと合併でロンドンにCSFBを設立し、初期のユーロ債市場に君臨したが、80年代末にはクレディ・スイスに買収された。ディロン・リードは97年にSBCに買収され、

図表2 米国4大銀行の誕生



〔出所〕 山下正明氏が各種資料から作成 (注14参照)。

98年に SBC がイギリスの最大手マーチャント・バンクのウォーバグを買収していた UBS と合併し、UBS となり、さらに2000年にペイン・ウェーバーが UBS に買収された。ドイツ銀行はビッグバン後にイギリスのモーガン・グレンフェルを買収し、99年には投資銀行化していたバンカーズ・トラストを買収した。リーマンは破綻したが、アメリカ部門は英国のバークレイズに買収された。これらの事実は、ヨーロッパの大銀行にとって、グローバルに競争するうえでアメリカ市場と投資銀行のノウハウの重要性を示唆する。

1990年代には IT 企業の躍進などを背景に、IPO 専門のブティック型投資銀行 4 社 (アレックス・ブラウン、ハンプレヒト・クイスト、モンゴメリー、ロバートソン・スティーヴ

ンズ) が活躍していたが、4 社とも2000年までには大銀行に買収された。

大手 2 社を除く投資銀行のほとんどが大銀行に買収された事実は、投資銀行の限界を示唆するように思える。変動の激しい業務内容とそれに見合う資本力・リスク管理の問題が影響しているであろう。この点を見極めるためには、投資銀行と商業銀行ないし大手銀行の業務内容を比較する必要があるだろう。伝統的な投資銀行業務 (証券の引受・販売と合併・買収のアドバイザー) については、メディアによってランキングが発表され、どの機関が強いのかをうかがうことができる<sup>17)</sup>。しかし、近年において投資銀行の収入と利益の中核を担ったのはトレーディング業務である。トレーディング業務の定義・範囲は必ずしも明らかでないし、またすで

図表3-1 1920年代の投資銀行：8大投資銀行と8大証券子会社（1921～29年）

| 投資銀行             | 発起量<br>(100万ドル) | 発起件数  | 商業銀行証券子会社             | 発起量<br>(100万ドル) | 発起件数 |
|------------------|-----------------|-------|-----------------------|-----------------|------|
| J.P.Morgan & Co. | 4,786           | 183   | National City Co.     | 2,183           | 189  |
| Kuhn Loeb & Co.  | 2,819           | 162   | Guaranty Co.          | 1,453           | 105  |
| Harris Forbus    | 2,230           | 279   | Chase Securities      | 733             | 57   |
| Dillon Read      | 2,166           | 200   | Bankers Trust         | 477             | 42   |
| Halsey Stuart    | 1,582           | 258   | Continental Illinois  | 308             | 34   |
| Lee Higginson    | 1,130           | 139   | Union Trust           | 302             | 23   |
| Blair & Co.      | 1,059           | 90    | Equitable Trust       | 119             | 16   |
| Bonbright & Co.  | 777             | 113   | First Nat. Old Colony | 108             | 69   |
| 計                | 16,549          | 1,424 | 計                     | 5,683           | 485  |

〔出所〕 森杲「第2章第一次大戦～1920年代のアメリカ資本主義」, 表33より。  
 宇野弘蔵監修『講座 帝国主義の研究 3アメリカ資本主義』青木書店 1973。  
 元資料は, T.Moore, 'Securities Affiliates versus Investment Bankers', *Harvard Business Review*,  
 Vol.12, p480).

図表3-2 社債の引受額（引受業者分類）

|      | 投資銀行<br>(100万ドル) | 比率 (%) | 証券子会社<br>(100万ドル) | 比率 (%) | 商業銀行<br>(100万ドル) | 比率 (%) | 総計<br>(100万ドル) |
|------|------------------|--------|-------------------|--------|------------------|--------|----------------|
| 1927 | 4,567            | 78.0   | 755               | 12.8   | 541              | 9.2    | 5,862          |
| 1928 | 2,924            | 70.5   | 970               | 23.3   | 259              | 6.2    | 4,153          |
| 1929 | 1,586            | 54.5   | 1,204             | 41.5   | 115              | 4.0    | 2,906          |

(注) 年間引受量2,000万ドル以上の機関のみ。  
 〔出所〕 前表3-1に同じ。  
 元資料は, Hearing before TNEC, Pt.22, p11611.

に投資銀行を買収している大手銀行のデータから意味のある情報が得られるかも懸念がある。それでも、とりあえず、ここではアメリカの2大投資銀行とアメリカ3大銀行<sup>18)</sup>をとりあげ、各社のトレーディング業務の規模を比較してみる。だが、その前に、投資銀行が商業銀行の証券子会社と激しく競争した1920年代の状況を一瞥しておこう。

#### IV. 1920年代の投資銀行と商業銀行の「証券子会社」

1920年代にアメリカ証券市場は大きく拡大す

るが、証券発行についてみれば、新興勢力の台頭が著しかった。とくに商業銀行の「証券子会社」の成長はすざましく、投資信託会社を利用した新興グループも活躍した。森杲 [1973] の研究から、1920年代の8大投資銀行と8大証券子会社の社債引受シェア、および社債引受業者の分類を転載しておけば、図表3のとおりである。1920年代にはナショナル・シティ社やチェイス・セキュリティーズなど商業銀行の証券子会社が社債引受のシェアを急速に伸ばし、投資銀行に肉薄していたのであった。

商業銀行の「証券子会社 securities affiliate」には、持ち株会社として他の銀行を支配する手

図表4 アメリカの新規債券発行におけるナショナル・シティ社の役割  
(1921-29年, 100万ドル)

| 債券種類   | 総発行額   | ナショナル・シティ社の発行 |       |       |
|--------|--------|---------------|-------|-------|
|        |        | 合計            | 主幹事   | 参加    |
| 鉄道     | 6,195  | 1,854         | 100   | 1,754 |
| 公益事業   | 11,065 | 1,529         | 395   | 1,134 |
| 産業     | 9,210  | 1,581         | 511   | 1,070 |
| 国内会社合計 | 26,470 | 4,964         | 1,006 | 3,958 |
| 州・地方債  | 11,892 | 1,422         | 1,016 | 406   |
| 連邦機関   | 1,643  | 564           | 2     | 562   |
| 国内合計   | 40,005 | 6,950         | 2,024 | 4,926 |
| 外債     | 10,267 | 3,783         | 1,195 | 2,588 |
| 総額     | 50,272 | 10,733        | 3,219 | 7,514 |

(注) 主幹事は Originations, 参加は Participations.

(出所) Harold Van B. Cleveland and Thomas F. Huertas, *Citibank 1812-1970*, Table 8.1. Harvard U.P., 1985.  
各種資料から原著者が作成。

段であったり、州法銀行や信託会社に比べて厳しい国法銀行に対する規制を回避したり、支店設置の制約を回避する手段であったりもしたようである。この点とはもかく、当時のアメリカの最大手銀行の1つ、ナショナル・シティ銀行(現シティグループの前身)の証券子会社、ナショナル・シティ社は、1911年に設立され、1919年までに51の市(cities)に支店(offices)有する会社となり、1927年までは株式の引受は行わない債券専門業者であった<sup>19)</sup>。1920年代の同社の証券発行における実績は図表4に示されるとおりである。1920年代の同社はアメリカにおける債券発行全体の20%に関与する最大手業者の1つであった。しかし、主幹事として(Origination)の地位に限定してみれば、この期間の発行総額500億ドルのうち、約6%の32億ドルである。国内社債に限定すれば、発行総額260億ドルのうち、約4%の10億ドルの主幹事であった<sup>20)</sup>。債券の種類別にみれば、鉄道債

では主幹事となることはほとんどなかった(この分野はJP モーガンとクーン・ローブが支配し、参入の余地が限られていた)が、州・地方債や外債では10%程度と高いシェアの主幹事を取っている。なお、参加は、他社が主幹事を務める証券発行に引受・販売業者として参加した意味であり、参加額はナショナル・シティ社が販売した額を意味するわけでない(と筆者は解釈している)。

図表5は、ナショナル・シティ社が関与した、他社が主幹事の国内会社証券の産業別発行額を見たものである。同社が関与した国内会社債券40億ドルの約半分はJP モーガンが主幹事を務める鉄道と公益事業証券であり、JP モーガンとの密接な協力関係がうかがわれる。クーン・ローブとも密接な関係にある。ナショナル・シティ社はJP モーガンとクーン・ローブが主幹事を務める証券発行には必ず参加する方針であった。なお、JP モーガンとクーン・

図表5 主幹事別のナショナル・シティ社が関与した国内会社証券  
(1921-29年, 100万ドル)

| 主幹事            | 合計    | 鉄道    | 公益事業  | 産業    |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| J.P.Morgan     | 1,963 | 1,160 | 739   | 64    |
| Kuhn Loeb      | 493   | 483   | 0     | 10    |
| Dillon Read    | 248   | 0     | 0     | 248   |
| Guarnty Trust  | 301   | 0     | 0     | 301   |
| Lee, Higginson | 177   | 0     | 0     | 177   |
| Bankers Trust  | 85    | 0     | 0     | 85    |
| その他            | 691   | 111   | 395   | 185   |
| 合計             | 3,958 | 1,754 | 1,134 | 1,070 |

(注) 合計は図表4のナショナル・シティ社の参加した国内会社合計。  
(出所) 図表4と同じ。

ローブは主幹事を握り、引受は行うが、販売はシンジケートに任すのが一般的であった。図表4と合わせてみれば、鉄道債が全米で62億ドル発行され、JP モーガンが12億ドル、クーン・ローブが5億ドルの主幹事を務め、ナショナル・シティ社がこれの販売に関与したことになる。公益事業証券はこの期間に鉄道債の2倍近い110億ドルが発行されているが、JP モーガンの主幹事は7億ドルに過ぎず、ナショナル・シティ社も4億ドルの主幹事となっている。産業債は全体では鉄道債以上の92億ドルが発行されているが、ナショナル・シティ社は5億ドルの主幹事を務め、11億ドルの販売に関与している。そして、JP モーガンやクーン・ローブが産業債の主幹事を務めることは非常に少なく、ナショナル・シティ社はギャランティ社やデロン・リードなどとの関係も強めていたことがうかがえる。

図表6は同社を含む主幹事別外債発行額を見たものである<sup>21)</sup>。図表4からはこの時期に100億ドルの外債が発行され<sup>22)</sup>、このうちナショナル・シティ社が12億ドルの主幹事を務め、26億

ドルの販売に参加し、合計38億ドルに関与したことが示される。図表6は、この合計を主幹事別に分類し、かつナショナル・シティ社のそれぞれの引受、販売額を示している。主幹事としてナショナル・シティ社は金額ではJP モーガン(14億ドル)に近い地位を獲得していたことが確認できる。そして、自らが主幹事の場合には50%を引き受け、残りを他社に与え、約3分の1を自ら販売したと推察される。JP モーガン主幹事の外債では25%をナショナル・シティが引き受け、約10%を販売したのであろう。それ以外の業者の主幹事では、引受や販売のシェアにバラつきがあるが、10~20%のシェアを握っていたようである。そして、おそらく、このような引受・販売シェアは外債以外の分野でも同じようなものであり、参加した債券発行(国内債総額50億ドル)のうち10%程度が実際の販売額とみなせよう。

図表3~6のデータには限界がある(株式の欠落、ナショナル・シティ社の側から見たデータ)が、この時期の投資銀行業界の特徴(勢力図と競争関係)を示唆している。いくつかの点

図表6 外債発行におけるナショナル・シティ社の役割  
(1921-29年, 100万ドル)

| 主幹事                   | 総発行額  | ナショナル・シティ社の役割 |        |
|-----------------------|-------|---------------|--------|
|                       |       | 引受グループ        | 販売グループ |
| National City Company | 1,195 | 624           | 393    |
| J.P.Morgan            | 1,406 | 355           | 141    |
| Kuhn Loeb             | 215   | 30            | 39     |
| Dillon, Read          | 346   | 55            | 32     |
| J and W Seligman      | 105   | 31            | 18     |
| その他                   | 516   | 68            | 50     |
| 合計                    | 3,783 | 1,163         | 673    |

(注) 引受グループは引受シェア、販売グループは販売シンジケートのシェアで実際の販売額を示す。

合計の総発行額は図表4のナショナル・シティ社の外債発行額合計。

[出所] 図表4と同じ。

を確認しておこう。投資銀行業務はいわゆる投資銀行に固有の業務ではなく、商業銀行や信託会社も行い、特に1920年代には商業銀行の「証券子会社の」躍進が顕著であった<sup>23)</sup>。JP モーガンとクーン・ローブが君臨したのは鉄道証券であるが（外債でも両社の存在は無視できない）、1920年代には鉄道債よりも公益事業（電力・ガス等）債や産業債、州・地方債、外債の発行が増えてくる。これらの分野では、証券子会社を含む新興勢力が活躍していた。ナショナル・シティ社は、いぜんとして力を持つ旧勢力（JP モーガンとクーン・ローブ）と友好関係を保ちつつ、多くの新興勢力とも関係を結び引受・販売力を強化し、また自らが主幹事を務める分野（発行体）を増やしていったのである。

なお、付言しておくが、ナショナル・シティ銀行は1928年にニューヨーク証券取引所への上場をやめ、ナショナル・シティ社が同銀行株のトレーディングを行うようになる。NYSEでは取引が少なく、価格変動が激しい、周期的に投機の波にさらされる、などが上場をやめた理

由のようである<sup>24)</sup>。店頭市場形成の試みとも解釈したいが、同社が親銀行株の取引や価格を管理しようとしたものであろう。チェイス・セキュリティーズ（チェイス・ナショナル銀行の証券子会社）も同様であった。

## V. 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

トレーディングの概念について、掛下[2011]が考察を加え、アメリカ大手金融機関の動向を分析している。これに啓発され、参考にしたが、のちに検討することにして、まずは主要5社の2012年アニュアル・レポートの連結損益計算書（Consolidated Statements of Income）から収入構成を見ておこう。図表7に示すとおりである。各社ごとに分類項目や名称に異なる部分があり、まずは概念を比較・整理することから始めよう。

収入は非金利収入と金利収入に大きく分けら

図表7 アメリカ大銀行の収入構成

(2012年末, 100万ドル)

|             | ゴールドマン・<br>サックス (GS) | モーガン・<br>スタンレー (MS) | JP.モーガン・<br>チェイス (JPMC) | バンク・オブ<br>アメリカ (BA) | シティグループ<br>(CG) |
|-------------|----------------------|---------------------|-------------------------|---------------------|-----------------|
| 投資銀行業       | 4,941                | 4,758               | 5,808                   | 5,299               | 2,991           |
| 資産管理 1)     | 4,966                | 9,008               | 13,868                  | 11,393              | 4,012           |
| 手数料・料金 2)   | 3,161                | 4,257               |                         |                     | 5,189           |
| プリンシパル取引    |                      |                     | 5,536                   |                     | 4,781           |
| トレーディング 3)  | 11,348               | 6,991               |                         | 5,870               |                 |
| 投資 4)       | 5,865                | 742                 |                         | 2,070               | -4,971          |
| 証券ゲイン       |                      |                     | 2,110                   | 1,662               | 3,251           |
| 貸出・預金手数料等   |                      |                     | 6,196                   | 7,600               | 1,220           |
| モーゲージ手数料等   |                      |                     | 8,687                   | 4,750               |                 |
| カード         |                      |                     | 5,658                   | 6,121               | 3,526           |
| その他         |                      |                     | 4,258                   | -1,892              | 95              |
| 保険          |                      |                     |                         | -95                 | 2,476           |
| 非金利収入合計     | 30,263               | 26,311              | 52,121                  | 42,678              | 22,570          |
| 金利収入        | 11,381               | 5,725               | 56,063                  | 57,400              | 68,138          |
| トレーディング資産5) |                      |                     | 9,039                   | 5,094               | 6,802           |
| 証券 6)       |                      |                     | 7,939                   |                     | 7,525           |
| 金利費用        | 7,501                | 5,924               | 11,153                  | 16,744              | 20,535          |
| トレーディング勘定   |                      |                     |                         | 1,763               |                 |
| 純金利収入       | 3,880                | -199                | 44,910                  | 40,656              | 47,603          |
| 純収入合計 7)    | 34,163               | 26,112              | 97,031                  | 83,334              | 70,173          |

- (注) 1) GSは投資管理, CGは管理・信託料。  
 2) CGはトレーディング関連2,296, 取引サービス1,441, その他1,452の合計。  
 3) GSはマーケット・メイキング, BAはトレーディング勘定利潤。  
 4) GSはその他プリンシパル取引, BAは株式投資収入。  
 5) BAとCGはトレーディング勘定  
 6) CGは投資  
 7) 純収入の純は金利費用控除後の意味。

〔出所〕 各社の2012年 Annual Report より作成。

れ、そして非金利収入が細分化される。3大銀行では預金やモーゲージ、カード関連の手数料収入が多い。この点を除くと、各社で名称が異なり、範囲にも差があるが、「投資銀行」として共通の部分が多い。投資銀行業、資産管理、手数料・料金、プリンシパル取引やトレーディング、投資、証券ゲインである。投資銀行業は証券の引受とアドバイザーの料金収入であ

り、直接に比較可能である。資産管理収入には一部に他の業務が絡むかもしれないが、資産管理の手数料・報酬と理解する。手数料・料金収入の中にはトレーディングと関連するものが含まれると思われるが、シティグループを除き連結のデータからは実態が分からない。残りの4つについてはトレーディング収入の規模を比較するために、詳しく見ておく必要がある。

「プリンシパル取引」は、ブローカーとしての委託取引と区別される、プリンシパル（本人ないし自己勘定）による取引であり、収入は売買益で構成される。「トレーディング」も自己勘定取引という点では「プリンシパル取引」と同じである。モーガン・スタンレーは「プリンシパル取引」の小項目の中に「トレーディング」と「投資」をおき、「投資」をより長期のものであり、売却に制約があることも少なくないとしている。ゴールドマン・サックスはしばらく前までは、「トレーディングとプリンシパル投資」の項目を設けていたが、現在ではこれを「マーケット・メイキング」と「その他プリンシパル取引」に分けている。その他プリンシパル取引は、ファンドやプロジェクトなどへの戦略的投融資を含む中長期的投資（株式も多い）を意味する。バンク・オブ・アメリカは「トレーディング勘定利潤」という表現を使い、株式投資収入をグローバル・プリンシパル投資と戦略的・その他投資から得られる収入（本社部門が過半）としている。シティグループの投資損失は主にスミス・バーニー社の売却にかかわるものであり、戦略的投資に伴う収支が計上されている。JP モーガン・チェイスには「投資」の項目がなく、そのプリンシパル取引に長期的ないし戦略的投資の要素がどこまで含まれるかは断定できないが、多くは短期のトレーディングとみてよいであろう。

なお、「証券ゲイン」の項目が3大銀行に計上されて紛らわしいが、これはトレーディング資産と区別される保有証券（債券がほとんど）の売買・評価にかかわる収入である。言い換えれば、この部分は「商業銀行」業務にかかわり、「投資銀行」の業務やトレーディング収入には入らない。3大銀行ではトレーディング勘

定資産と区別されて、保有証券が示されている。

したがって、次のように各概念を理解しておこう。プリンシパル取引が広い概念であり、自己勘定での取引を意味する。これらは、短期取引となるトレーディングまたはマーケット・メイキング取引と中長期的な要素も含む投資取引に分けられる。あるいは、トレーディング部門ないし勘定での短期取引と、それ以外に分けられる。このように理解して、本稿では「トレーディング」に焦点をあてる。「マーケット・メイキング」は「トレーディング」より広く、委託取引を含む<sup>25)</sup>が、プリンシパル取引のように長期的な投資は含まない。とすると、「トレーディング収入」の比較としては、図表7のプリンシパル取引の行に計上した2社（JP モーガン・チェイスとシティグループ）、および、トレーディングの行に計上した3社（ゴールドマン・サックス、モーガン・スタンレー、バンク・オブ・アメリカ）の数字が比較される。

だが、このような比較は妥当であろうか。シティグループの数字は手数料・料金収入の内訳に「トレーディング関連」項目を挙げている。他社では明示的にこの項目は存在しないが、トレーディング担当部門に手数料・料金や証券サービスの項目がある。マーケット・メイキングやトレーディングは売買差益を狙うものとしても、口座管理料や証券貸借料を取るであろう。また、委託取引として執行し、手数料を受け取ることもあると考えられる。これらはトレーディング収入とみなすべきであろう。この問題は部門情報を見たうえでのちに再検討する。

より問題なのは、金利収入の扱いである。債券を中心とするトレーディング資産は金利を稼

図表8 アメリカ大銀行の資産構成

(2012年末、100万ドル)

|               | ゴールドマン・<br>サックス (GS) | モーガン・<br>スタンレー (MS) | JP モーガン・<br>チェイス (JPMC) | バンク・オブ<br>アメリカ (BA) | シティグループ<br>(CG) |
|---------------|----------------------|---------------------|-------------------------|---------------------|-----------------|
| 現金等           | 72,669               | 46,094              | 175,537                 | 129,446             | 138,587         |
| 分別現金・証券       | 49,671               | 30,970              |                         |                     |                 |
| レボ・FF・貸付証券    | 141,334              | 134,412             | 296,296                 | 219,924             | 261,311         |
| 貸付証券          | 136,893              | 121,701             | 119,017                 |                     |                 |
| 受取債権・帰属利子     | 91,354               | 64,288              | 60,933                  | 71,467              | 22,490          |
| 受取担保          |                      | 14,278              |                         |                     |                 |
| トレーディング資産 1)  | 407,011              | 307,472             | 450,028                 | 290,723             | 320,929         |
| (内) デリバティブ 2) | 71,176               | 36,167              | 74,983                  | 53,497              | 54,620          |
| 証券            |                      |                     | 371,152                 | 336,387             | 312,326         |
| 貸出 3)         |                      | 29,046              | 711,860                 | 883,640             | 630,009         |
| その他           | 39,623               | 26,890              | 174,318                 | 278,387             | 179,008         |
| 資産合計          | 938,555              | 780,960             | 2,359,141               | 2,209,974           | 1,864,660       |

(注) 1) MS では、AFS (available for sale) 証券39,869をここに加えた。

2) CG では、他に含まれる1,857がある。

3) 貸出は損失控除後の数字。

[出所] 各社の2012年 *Annual Report* より。

いでおり、この部分はトレーディング収入を構成するとみるべきであろう。3大銀行はこれを開示しており、図表7にものせた。2大投資銀行の場合では、ローンは少ないので、その金利収入はほとんどがトレーディング資産からの収入とみてよいであろう。ただし、両社では、金利費用が全体の数字であるから、トレーディング資産の純金利収入の算定は困難である。

以上のように、トレーディング関連手数料収入と金利収入の処理に問題を残すが、図表7にしたがって、各社のトレーディング(マーケット・メイキング)収入やプリンシパル取引収入を比較すると、ゴールドマンが100億ドルを越し、抜きん出た地位にあり、他社は50~70億ドルの規模である。しかし、純金利収入を加えると、ゴールドマン・サックスとJPモーガン・チェイスが150億ドルでならば、シティグルー

プ110億ドル、バンク・オブ・アメリカ90億ドル、モーガン・スタンレー70億ドルの順となり、異なったイメージが得られる。

なお、投資銀行業(引受とアドバイザー)収入では、シティがやや少ないが、他社は50億ドル前後であり、あまり差がない。

## VI. トレーディング資産の規模と内容

各社のバランスシートを比較すると図表8のとおりである。3大銀行では貸出と証券で資産総額の約半分を占め、伝統的な商業銀行としての側面を示し、総資産規模では2大投資銀行のほぼ2倍以上と圧倒している。しかし、トレーディング資産に限定すれば、JPモーガン・チェイスの4,500億ドルを最大にして、ゴール

図表9 アメリカ大銀行のトレーディング資産の構成

(2012年末, 100万ドル)

|                                  | ゴールドマン・サックス (GS) | モーガン・スタンレー (MS) | JP モーガン・チェイス (JPMC) | バンク・オブアメリカ (BA) | シティグループ (CG) |
|----------------------------------|------------------|-----------------|---------------------|-----------------|--------------|
| CP・CD・貨幣市場                       | 6,057            |                 | 4,759               |                 |              |
| 国債・エージェンシー債                      | 93,241           | 54,015          | 22,425              | 86,974          | 20,356       |
| 外国国債等                            | 62,250           | 43,162          | 68,688              | 52,197          | 89,239       |
| モーゲージ・資産担保証券                     |                  |                 | 41,682              | 16,840          | 37,069       |
| 商業不動産                            | 9,805            |                 | 2,772               |                 |              |
| 住宅                               | 8,216            |                 | 2,172               |                 |              |
| エージェンシー                          |                  |                 | 36,738              |                 |              |
| 資産担保証券                           |                  |                 | 7,878               |                 |              |
| 銀行貸出・ブリッジ                        | 22,407           |                 | 41,541              |                 |              |
| 社債                               | 20,961           | 49,157          | 38,692              | 37,970          | 35,224       |
| 州・地方債                            | 2,447            |                 | 18,162              |                 | 3,806        |
| その他債務                            |                  |                 |                     |                 | 18,265       |
| 株式・転換社債                          | 96,454           | 69,427          | 110,699             | 43,315          | 56,998       |
| 商品                               | 11,696           | 7,299           | 16,173              |                 |              |
| デリバティブ                           | 71,176           | 36,197          | 74,983              | 53,497          | 54,620       |
| 投資                               |                  | 8,346           |                     |                 |              |
| 合計                               | 407,001          | 267,603         | 450,028             | 290,723         | 320,929      |
| (参考) 非トレーディング勘定の AFS 証券 (公正価値評価) |                  |                 |                     |                 |              |
|                                  |                  | 39,869          | 371,145             | 286,906         | 288,695      |

〔出所〕 各社2012年 Annual Report より。

ドマン・サックスが4,100億ドルで次ぎ、他の3社は3,000億ドル前後でありあまり差がない。資産総額に対する割合では、投資銀行が40%前後なのに3大銀行は20%以下である。ただし、3大銀行はトレーディング資産としては計上されていないが、ほぼそれに匹敵する規模の証券(ほとんどが債券)を保有していることに注意しておこう。それでも、トレーディング資産の絶対規模順位と前項で見たトレーディング収入の規模順位の相違は大きい。

この点は後に検討するが、その前にトレーディング資産の中身を確認しておこう。図表9に示されるとおりである。分類項目に多少の差

はあるが、各社とも国債、エージェンシー債、外国国債、モーゲージ担保商品、社債、株式、商品、デリバティブなど多様な商品を取扱っている。金額の相違に各社の力点の相違を見ることが出来るかもしれないが、この表だけから見るのは危険であり、ここでは各社の規模と多様な商品を確認するにとどめる。ただし、デリバティブについては各社の中身も見ておこう。図表10に示すとおりである。金利スワップ(固定金利と変動金利の交換)を中心とする金利デリバティブ取引が圧倒的に多いが、クレジット、外国為替、株式、商品などを各社とも幅広く取り扱っている。確認しておかねばならない

図表10 アメリカ大銀行デリバティブ資産・負債の構成

(2012年末、100万ドル)

|               |    | ゴールドマン・<br>サックス (GS) | モーガン・<br>スタンレー (MS) | JP モーガン・<br>チェイス (JPMC) | バンク・オブ<br>アメリカ (BA) | シティグループ<br>(CG) |
|---------------|----|----------------------|---------------------|-------------------------|---------------------|-----------------|
| 金利            | 資産 | 584,584              | 823,801             | 1,329,248               | 1,197,500           | 895,726         |
|               | 負債 | 545,605              | 794,104             | 1,287,614               | 1,176,000           | 890,405         |
| クレジット         | 資産 | 85,816               | 68,267              | 100,310                 | 61,300              | 54,275          |
|               | 負債 | 74,927               | 64,494              | 100,027                 | 57,900              | 52,300          |
| 外国為替          | 資産 | 72,128               | 52,794              | 148,259                 | 87,200              | 76,291          |
|               | 負債 | 60,808               | 56,413              | 161,642                 | 93,600              | 80,771          |
| 株式            | 資産 | 49,843               | 38,600              | 40,938                  | 23,000              | 18,293          |
|               | 負債 | 43,691               | 41,870              | 42,810                  | 23,200              | 31,867          |
| 商品            | 資産 | 23,320               | 20,646              | 43,625                  | 14,500              | 10,907          |
|               | 負債 | 24,350               | 21,831              | 47,465                  | 14,100              | 12,142          |
| ヘッジ目的・他       | 資産 | 23,793               | 143                 |                         |                     | 8,136           |
|               | 負債 | 152                  | 61                  |                         |                     | 3,613           |
| グロス総額         | 資産 | 839,124              | 1,004,251           | 1,662,380               | 1,383,500           | 1,063,628       |
|               | 負債 | 749,523              | 978,773             | 1,639,558               | 1,364,800           | 1,071,098       |
| ネットイング<br>相手方 | 資産 | 668,460              | 895,420             |                         | 1,271,900           | 975,695         |
|               | 負債 | 668,460              | 895,420             |                         | 1,271,900           | 971,715         |
| 現金担保          | 資産 | 99,486               | 72,634              |                         | 58,100              | 33,313          |
|               | 負債 | 30,636               | 46,395              |                         | 46,900              | 47,632          |
| 保有価値          | 資産 | 71,176               | 36,197              | 74,983                  | 53,500              | 54,620          |
|               | 負債 | 50,427               | 36,958              | 70,656                  | 46,000              | 51,751          |

(注) CG はトレーディング勘定のみ、他に資産1,857、負債2,910あり。

BA は10億ドル単位のデータから。

〔出所〕 各社 *Annual Report* より。

点は、バランスシートに示される数字はネットイング（同一の相手方との取引、および現金担保を控除した）後の数字ということである。したがって、グロスの額（契約上の取引の現在価値）と比べると、バランスシート上の価額は数%にしかっていないのである。資産価値と負債価値の差が利益につながるのか否か、デリバティブ取引の「利益」がどのように生まれ、示されるのかは厄介な問題であり、立ち入れない。ただ、グロスの数字で見る規模順位とネット

イング後の規模順位が異なることを指摘しておこう。

## Ⅶ. 「トレーディング部門」の収入

トレーディングは主に特定の担当部門で執行されているので、その部門の数字がトレーディング収入を表すものとみなすことができるかもしれない。各社の部門構成をみておくと図表11のとおりである。各社ごとに相違がある。ト

図表11 アメリカ大銀行の部門別収入

(2012年, 100万ドル)

|           | ゴールドマン・サックス   | モーガン・スタンレー  | JP モーガン・チェイス                          | バンク・オブ・アメリカ                                     | シティ・グループ                          |
|-----------|---|---|---------------------------------------|---|-----------------------------------|
| 投資銀行部門    | Investment Banking<br>4,926<br>Investing & Lending<br>5,891 | Institutional Securities<br>10,553                                    | Corporate & Investment Bank<br>34,326 | Global Banking<br>17,207                        | Securities and Banking<br>19,743  |
| トレーディング部門 | Institutional Client Services<br>18,124                     | Institutional Securities  | Corporate & Investment Bank           | Global Markets<br>13,519                        | Securities and Banking            |
| 資産管理      | Investment Management<br>5,222                              | Global Wealth Management Group<br>13,516<br>Asset Management<br>2,219 | Asset Management<br>9,946             | Global Wealth & Investment Management<br>16,517 | Transaction Services<br>10,857    |
| 商業銀行      |   |   | Consumer & Business Banking<br>17,212 | Consumer & Business Banking<br>29,023           | Global Consumer Banking<br>40,214 |
| モーゲージ     |   |   | Mortgage Banking<br>13,963            | Consumer Real Estate Services<br>8,759          |                                   |
| カード       |   |   | Card<br>18,770                        |   |                                   |
| 本社・調整項目   |   | -176  | -1,152<br>Private Equity 790          | -1,691  | 192<br>Citi Holdings -833         |
| 純収入合計     | 34,163  | 26,112  | 97,031<br>(93,835)                    | 83,334  | 70,173                            |

(注) 部門は作成者が主要業務にしたがって分類、各部門が他の業務を営むこともある。

シティグループの Securities and Banking と Transaction Services は Institutional Client Group に入る。

JP モーガン・チェイスの純収入合計は部門合計 (93,835) と一致せず。

[出所] 各社 Annual Report より。

レーディング部門が独立しているのは、ゴールドマン・サックスとバンク・オブ・アメリカの2社であり、他の3社は投資銀行部門と一体化している。しかし、部門(セグメント)情報からトレーディング収入や関連収入についての情報が得られる。もとより、他の部門でもトレーディング収入等をあげている場合があるが、金額が少ないのは無視しても大きな影響はないであろう。そこで、トレーディング担当部門の収入構成を示すと図表12-B のようになる(図表7などと重複するが、図表12-Aとして、連結ベースのトレーディング収入、関連金利収入

と手数料収入も示しておいた)。

ここでは、収入が株式と債券の商品(ないし市場)別に示され、あるいはそれらが販売・トレーディング収入として示され、会社によってはそれがさらに業務別(トレーディング・手数料等に)にも示されている。そこで、これらより「トレーディング収入」を商品別データがまとめられた「販売・トレーディング収入」(金利は純収入)または「市場・投資家サービス」などとみなして比較すると次のようになる。ゴールドマン・サックスは、Institutional Client Services 部門の純収入合計180億ドル。

図表12 アメリカ大銀行の「トレーディング部門」の収入

(2012年, 100万ドル)

A) トレーディング収入と関連収入

| ゴールドマン・サックス (GS) |        | モーガン・スタンレー (MS) |        | JPモrgan・チェイス (JPMC) |        | バンク・オブ・アメリカ (BA)  |        | シティグループ (CG)      |        |
|------------------|--------|-----------------|--------|---------------------|--------|-------------------|--------|-------------------|--------|
| マーケット・メイキング      | 11,346 | トレーディング         | 6,991  | プリンシパル取引            | 5,536  | トレーディング勘定利潤       | 5,870  | プリンシパル取引          | 4,781  |
| 手数料・料金           | 3,161  | 手数料・料金          | 4,257  |                     |        |                   |        | トレーディング<br>関連手数料  | 2,296  |
| 純金収入             | 3,880  | 純金収入            | -199   | トレーディング資産<br>金収入    | 9,039  | トレーディング勘定<br>純金収入 | 3,337  | トレーディング勘定<br>純金収入 | 6,612  |
| 小計               | 18,387 | 小計              | 11,049 | 小計                  | 14,575 | 小計                | 9,207  | 小計                | 13,609 |
| (参考資料：金収入の構成)    |        |                 |        |                     |        |                   |        |                   |        |
| 金収入              | 11,381 | 金収入             | 5,725  | 金収入                 | 56,063 | 金収入               | 57,400 | 金収入               | 68,138 |
|                  |        |                 |        | 貸出                  | 35,832 | 貸出・リース            | 38,880 | 貸出 (料金を含む)        | 48,544 |
|                  |        |                 |        | 証券                  | 7,939  | 債務証券              | 8,776  | 投資 (配当を含む)        | 7,525  |
|                  |        |                 |        | トレーディング資産           | 9,039  | トレーディング資産         | 5,094  | トレーディング勘定         | 6,802  |
|                  |        |                 |        | FF・レボ・他             | 3,253  | FF・レボ・他           | 4,650  | FF・レボ・他           | 5,267  |
| 金利費用             | 7,501  | 金利費用            | 5,924  | 金利費用                | 11,153 | 金利費用              | 16,744 | 金利費用              | 20,535 |
|                  |        |                 |        |                     |        | トレーディング負債         | 1,763  | トレーディング勘定         | 190    |
|                  |        |                 |        | 損失引当                | 3,385  |                   |        | 損失引当              | 10,848 |

(注) シティグループのトレーディング勘定金収入は金利費用控除後。

## B) トレーディング部門の収入

| Institutional Client Services  | モーガン・スタンレー (MS)          |                             | JP モーガン・チェイス (JPMC) |              | バンク・オブ・アメリカ (BA)       |             | シテイグループ (CG) |  |
|--------------------------------|--------------------------|-----------------------------|---------------------|--------------|------------------------|-------------|--------------|--|
|                                | Institutional Securities | Corporate & Investment Bank | Global Markets      |              | Securities and Banking |             |              |  |
|                                | 販売・トレーディング純収入            | 6,210                       | 22,977              | 販売・トレーディング収入 | 11,826                 |             |              |  |
| FICC 顧客執行                      | 確定利付・商品                  | 2,358                       | 15,412              | FICC         | 8,812                  | 確定利付市場      | 13,961       |  |
| 株式顧客執行                         | 株式                       | 4,347                       | 4,406               | 株式           | 3,014                  | 株式市場        | 2,418        |  |
| 手数料・料金                         | その他                      | -495                        | 4,000               | 証券サービス       |                        |             |              |  |
| 証券サービス                         |                          |                             | DVA/CVA 調整等         | -841         |                        | DVA/CVA 調整等 | -2,487       |  |
| 株式合計                           |                          |                             |                     |              |                        | プライベート・バンク  | 2,314        |  |
|                                | 投資銀行業                    | 3,929                       | 投資銀行手数料             | 5,769        |                        | 投資銀行業       | 3,641        |  |
|                                | 投資                       | 219                         | 貸出                  | 1,331        |                        | 貸出          | 997          |  |
|                                | その他                      | 195                         | トレジャリー・サービス         | 4,249        |                        | その他         | -1,101       |  |
| 純収入合計                          | 純収入合計                    | 10,553                      | 純収入合計               | 34,326       | 純収入合計                  | 純収入合計       | 19,743       |  |
|                                | トレーディング                  | 5,853                       | プリンシパル取引            | 9,510        | トレーディング勘定利潤            |             |              |  |
| *****                          | 純金利収入                    | -1,786                      | 純金利収入               | 11,222       | 純金利収入                  |             |              |  |
| MS Global Wealth Management G. | 手数料・料金                   | 1,999                       | 貸出・預金関連             | 1,948        | 投資プロカー・サービス            |             |              |  |
| 資産管理等                          | 資産管理等                    | 144                         | 資産管理                | 4,693        |                        |             |              |  |
| 投資銀行業                          | 投資銀行業                    | 3,929                       | 投資銀行業               | 5,769        | 投資銀行業                  |             |              |  |
| その他                            | 投資・その他                   | 414                         | その他                 | 1,184        | その他                    |             |              |  |
| トレーディング                        |                          |                             |                     |              |                        |             |              |  |
| 純金利収入                          |                          |                             |                     |              |                        |             |              |  |
| 手数料料金                          |                          |                             |                     |              |                        |             |              |  |
| 純収入合計                          |                          |                             |                     |              |                        |             |              |  |

(注) モーガン・スタンレー Institutional Securities の販売・トレーディング収入は DVA 調整前10,612である。

バンク・オブ・アメリカ Global Markets の販売・トレーディング収入と純収入合計は一致していない。

バンク・オブ・アメリカ Global Markets の販売・トレーディング収入は DVA 調整前14,274である。

[出所] 各社の2012年 Annual Report より。

モーガン・スタンレーは Institutional Securities 部門の販売・トレーディング純収入の60億ドル（GWMG 部門のトレーディング収入10億ドル、純金利収入と手数料収入を加えると110億ドル）、JP モーガン・チェイスは Corporate & Investment Bank 部門の市場・投資家サービスの230億ドル（業務別データから、プリンシパル取引<sup>26)</sup>に純金利収入を加えると210億ドル）。バンク・オブ・アメリカは Global Markets 部門の販売・トレーディング収入120億ドル（同部門のトレーディング勘定利潤と純金利収入、投資・ブローカー・サービスの合計では110億ドル）。シティグループは Securities and Banking 部門の市場収入（確定利付と株式の合計）160億ドル（図表12-A データから、プリンシパル取引とトレーディング関連手数料、トレーディング勘定純金利収入を合計すると140億ドル）。銀行によっては、幅のある数字となるが、ここで示した数字は、図表8に示した各銀行のトレーディング資産の規模にもほぼ対応するものになっている。資産内容、トレーディング技術・能力等も影響するとしても、資産規模に応じて収入が得られるのである。

## VIII. トレーディング業務と投資銀行業務

「トレーディング収入」はたんなる売買益としてみるより、関連手数料収入やトレーディング資産からの純金利収入も含めた「トレーディング部門の収入」としてみるべきであり、その収入はトレーディング資産の規模に比例する傾向にある（時に取引の失敗による巨額損失がこの傾向を隠すが）。これが本稿における筆者の

発見であり、主張である。同時に、付け加えておきたいのは、2大投資銀行と3大銀行では、トレーディング資産から得られる純金利収入に大きな差があることである。いわゆる商業銀行部門が大きく、大規模な貸付と証券投資のある3大銀行で金利収入が大きいのは当然だが、金利収入に対する金利費用（支出）の割合は20～30%である。これに対して、モーガン・スタンレーの純金利収入がマイナスなのは特殊要因によるとしても、ゴールドマン・サックスでは70%近くに達している。これは、2大投資銀行と3大銀行では資金調達コストに大きな差があり、3大銀行が優位に立っていることを示唆する<sup>27)</sup>。

掛下達郎 [2011] (pp198～200) はトレーディング業務と引受・アドバイザー業務の関連を考察し、後者が「直接・間接的にトレーディング業務を強化する効果がある」と指摘し、さらに、トレーディング業務が果たすマーケット・メイクの生産的役割を強調する<sup>28)</sup>。この指摘は重要である。歴史的に見ても、引き受けた証券の販売ないし嵌め込み先を確保するために流通市場の形成が必要とされ、トレーディング業務が生まれたのかもしれない。1980年代前半のファースト・ボストンはすでにトレーディング収入が投資銀行業務の収入に匹敵していた<sup>29)</sup>。資産管理業務にも同じことが言えるかもしれない。これらの業務は、利益相反や内部情報の問題からブレーキがかかるかもしれないが、このような要素があることは間違いないであろう。しかし、出自はともかく、それ自体の業務に存在根拠があり、利益を生むから存続しているのである。引受業務の収入を比較すると図表13のとおりである。債券引受業務の規模では大手銀行が優位に立っているが、これからト

図表13 投資銀行業の収入

(2012年 100万ドル)

|                      | ゴールドマン・サックス (GS)   | モーガン・スタンレー (MS)          | JP モーガン・チェイス (JPMC)         | バンク・オブ・アメリカ (BA)                 | シティグループ (CG)           |
|----------------------|--------------------|--------------------------|-----------------------------|----------------------------------|------------------------|
| 投資銀行業料金<br>(連結損益計算書) | 4,941              | 4,758                    | 5,808                       | 5,299                            | 2,991                  |
| 部門情報                 | Investment Banking | Institutional Securities | Corporate & Investment Bank | Global Banking<br>Global Markets | Securities and Banking |
| 引受                   |                    |                          |                             |                                  |                        |
| 株式                   | 887                | 891                      | 1,026                       | 1,026                            |                        |
| 債券                   | 1,964              | 1,669                    | 3,290                       | 3,362                            |                        |
| アドバイザー               | 1,975              | 1,369                    | 1,497                       | 1,066                            |                        |
| 合計                   | 4,926              | 3,929                    | 5,808                       | 5,299                            | 3,641                  |
|                      |                    |                          |                             | 自社                               | -155                   |

(注) MSにはGWMG部門に836、AM部門に17あり。

BAでは、Global Bankingが2,745、Global Marketsが2,214。数字は連結のもの。

〔出所〕 各社 *Annual Report* より。

レーディング業務との直接的関連性を見るのは難しい。大手（商業）銀行の側から見れば、伝統的預金・貸付業務が低迷する中で、ローンセールや為替・金利のデリバティブ取引を増やし<sup>30)</sup>、それらの延長線上にトレーディングや引受があったのかもしれない。しかし、大手銀行は投資銀行の買収を必要としたことも事実である。

重要な点は債券流通市場が店頭（OTC）市場もしくはディーラーズ市場として存在することである。投資家の多様なニーズに対応するディーラーないしマーケット・メーカーの存在が流動性と効率性を提供しているのである。歴史的には、NYSEでは鉄道社債や国債が取引されていたが、現在は株式市場である。また、1960年代ごろまでは債券は多くが満期まで保有するものであった。新形敦 [2010] は、「欧米大手金融機関の成長戦略」を論じ、フロー・ビジネスとなるプライマリー（引受等）業務と比べてストック・ビジネスとなるセカンダリー（流通市場）業務の規模・収益性に注目し、トレーディング業務の重要性を指摘している。

株式市場でもディーラーの役割が強まっている。かなり前から、ブロック取引が増え、市場の「分裂」やATSやECN等の存在が目され、規制の枠組みも変化してきた。この過程はともかく、現在では、NYSE上場銘柄でも、NYSE市場で取引されるのは30%程度にまで低下している。新興の取引所市場や場外のクロッシング・ネットワーク、ダーク・プールにシェアを奪われている<sup>31)</sup>。この過程を誰が推し進めたのかは断定できないが、情報通信技術の発展がこのような傾向を促進したことは間違いない。そして、これらもトレーディング業務を拡大させる要因である。

トレーディングを売買益を求めるリスクの高い業務とみるのは皮相な見方である。流通市場のあり方と結び付け、トレーディング収入は利子や手数料と一体化してみるべきなのである。伝統的な投資銀行業務ではないし、伝統的商業銀行業務でもない。トレーディングを支えるのは、各社の「在庫保有」力であり、そのための資本力とリスク管理能力である。

リーマンショック以後の規制改革で、自己資

本の強化や流動性規制等が強化されている。加えて、ボルカー・ルールのようなプリンシパル取引の規制も導入されている。これらには立ち入らない<sup>32)</sup>。トレーディング業務に関しては、金利高騰ないし金融引き締め時に失敗するケースが多いし、時にリスク管理体制の不備から莫大な損失を生み出すリスクはある（95年ベアリングズ、2012年 JP モーガン・チェイス等）。また、競争の激化で、既存優良商品のスプレッドが低下し、独自の新品やリスクの高い商品への志向が強まり、破綻したケースが少なくない（サブプライム・ローンを原資産とする MBS 等）。これを避ける工夫が必要としても、競争の圧力が何を生み出すかはわからない。金融は破綻と復活の歴史でもある。投資銀行の歴史を見れば、新分野や新品で新興勢力が急速に台頭し、どこかで破綻する。そして旧勢力が形を変えて生き残るか、あるいは、新たな勢力が台頭して次の時代を担うことになる。

注

- 1) 銀行持株会社は1956年銀行持株会社法に基づく規定。金融持株会社は1999年金融制度改革法に基づく規定。
- 2) ゴールドマン・サックスはパートナーシップ時代の1980年代に住友銀行から、2003年には三井住友銀行から資本参加を受けている（2010年解消）。
- 3) 独立の投資銀行としてまだ2社が残っている点を強調すべきかもしれない。なお、世界的には野村ホールディングスも加えるべきかもしれない。
- 4) 総合金融グループ化とワンストップ・ショッピングの概念については、白石渉 [2004] 参照。
- 5) 'Special Report: International Banking', *The Economist*, May 11<sup>th</sup> 2013. なお、ここでの8大投資銀行は、JP モーガン・チェイス、ゴールドマン・サックス、シティグループ、バンク・オブ・アメリカ、ドイツ銀行、パークレーズ・キャピタル、モーガン・スタンレー、HSBC である。この他スイスの2社（UBS とクレディ・スイス、BNP パリバ等）が大投資銀行に入る。
- 6) Independent Commission on Banking, *Final Report*, September 2011. この紹介として、拙稿「英国の金融構造改革—大きすぎて救えない：リングフェンスと17%の損失吸収資本」法政大学経済学部学会『経済志林』79巻3号（2012年3月）。

- 7) NASD が我が国では一般に全米証券業会と訳されているので、SIA (Securities Industry Association) を証券業者協会とした。現在はSIFMAとなっている。
- 8) たとえば、Allan D.Morrison and William J.Wilhelm Jr. [2007] Figure10.1.
- 9) 掛下達郎 [2011] なお、同氏はここで3大銀行（JP モーガン・チェイス、バンク・オブ・アメリカ、シティグループ）の業務別収益も示されている。
- 10) V.P.カロロン [1978]:序文。なお、Jerry W. Markham [2002] Vol. II p8によれば、世紀転換期に約1000社の投資銀行が存在した。このうち全米的な販売システムを有するのは5社（Lee Higginson & Co., N.W. Harris & Co., N.W. Halsey & Co., Kidder Peabody & Co., William Salmon & Co.）であった。
- 11) V.P.カロロン [1978]。なお、その他の主要文献は参考文献参照。
- 12) 17社の名称、引受シェアは、V.P.カロロン [1978] 表22（下巻731ページ）。
- 13) A.D.Morrison and W.J.Wilhelm Jr. [2007].
- 14) 東大経済大学院、旧鈴木ゼミ有志の研究会（2014年1月26日）における、山下正明氏の報告（「古典的金融資本と現代資本主義の変容」）資料。同氏の承諾を得て掲載。
- 15) 銀行持株会社の総資産規模で見て4社の総資産合計は全体の約50%を占める（2013年9月）。規模順位4位のウェルズ・ファーゴの総資産規模は約1.5兆ドル。
- 16) 総資産規模（2013年9月）ではゴールドマン・サックスが約9,000億ドル、モーガン・スタンレーが約8,000億ドル。なお、総資産規模順位7位のアメリカン・インターナショナルの総資産額は約5,000億ドル。
- 17) 日本証券経済研究所『図説 アメリカの証券市場』隔年刊行（最新版は2013年）で主要データを見ることが出来る。
- 18) 大手銀行としてウェルズ・ファーゴも取り上げるべきかもしれないが、同社のグローバルな存在としての希薄さ、および投資銀行部門があまり強いとは思えないので省いた。
- 19) ナショナル・シティ社については、Harold van B. Cleveland and Thomas F. Huertas [1985] Chap.4 and Chap.8による。他にカロロン [1978] 14章参照。
- 20) 10億ドルの数字は図表3に示された数字の半分である。データの期間が相違することにもよるが、1930~32年の数字がこれだけの相違をもたらすとも思えない（長・短社債の発行額は28年42億ドル、29年31億ドル、30年39億ドル、31年22億ドル、32年6億ドル——森果 [1973] p261, 316の数字）。おそらくデータの収集範囲・定義等に相違があるが、これには立ち入らない。
- 21) なお、原書では同社が引き受けた州・地方債の内訳（主要州・地方の数字）と国別外債の数字も別の表で示されている。
- 22) この時期の外債発行額としてカロロンは、62億ドルと83億ドルになる2種類のデータを提示している（カロロン [1978] 12章, pp382~3）。
- 23) アメリカの当時の法律から見てこれが違法か否か、法的問題は別としてもリスク管理や利益相反の観点からみ

て望ましいか否か、トラストや独占を巡る問題については立ち入らない。

- 24) Jerry W. Markham [2002] pp117～8.
- 25) マーケット・メイキングは狭義には、ビッグバン後の英国証券取引所の売買システムやNASDAQシステムにおけるマーケット・メーカーのように、制度的に気配提示と売買義務を負う業者の売買を意味する。しかし、債券市場は一般に店頭市場であり、ここでは業者がディーラーとして顧客の注文に応じることで売買が執行される。店頭デリバティブ取引でも同じである。株式取引でも、大口取引などではディーラー取引が多い。以上はいずれもプリンシパル取引である。顧客の注文を取引所等で執行するのがブローカー（委託）取引である。しかし、マーケット・メーカーであれ、ディーラーであれ、ブローカーであれ、売買が執行され、市場が形成されるので、これらすべてを含めてマーケット・メイキングといわれる。アーネスト・ブロック [1992] 第2章も参照。なお、プロプライアタリー（プロップ）取引として、相場観に基づく（顧客の注文への対応と区別して）ディーラー主導型の取引をいうこともあるが、トレーディングとの区別は曖昧である。
- 26) 図表7の連結データのプリンシパル取引の数字55億ドルと大きく異なるが、これは同社が2012年に本社部門のデリバティブ取引で巨額の損失をだしたことによる。この点について、詳しくは、吉川真裕「ロンドンの鯨 JP モルガン CIO の CDS 取引」『証券経済研究』第82号、2013年6月。
- 27) もっとも、これは金利の高い消費者向け貸出の多い大手銀行の収入によるかもしれない。しかし、バンク・オブ・アメリカではトレーディング資産の金利収入51億ドルに対し、同負債の金利費用は18億ドルと計上されている（図表7）。なお、掛下達郎 [2011] (pp201～2) は、大手銀行の投資銀行に対する優位を、貸付のオリジネイト（証券化）とディストリビュート、決済業務に見ているが、一面に過ぎないであろう。
- 28) 掛下達郎 [2011] (pp198～200)。ただし掛下はプロップ取引（相場観に基づくディーリング）には否定的である。
- 29) 松井和夫 [1988] (pp340～41)
- 30) 1990年代半ばのバンカーズ・トラストでは収入の半分はデリバティブ取引によるといわれる (Jerry W. Markham, [2002] Vol.3 p240) .
- 31) 日本証券経済研究所『図説 アメリカの証券市場』2013年版、第6章参照。
- 32) 付言しておけば、ゴールドマン・サックスは「遺言状」（破綻処理計画）において、コアビジネスは投資銀行業とマーケット・メイキングとしている。同社にとって、その他プリンシパル取引（ファンド等への中長期投資）や資産管理業務はコアではないのである。

## 参 考 文 献 (刊行年順)

- M.H.ウォーターマン [1965], 志村嘉一訳『アメリカの資本市場』東洋経済。(M.H. Waterman, *Investment Banking Functions*, University of Michigan 1958).
- 森泉 [1973], 「第一次大戦～1920年代のアメリカ資本主義」, 宇野弘藏監修『講座 帝国主義の研究 アメリカ 3 アメリカ資本主義』第2章, 青木書店。
- 日本証券経済研究所『図説 アメリカの証券市場』1977～ほぼ隔年, 最新版2013年。
- 井出正介・高橋由人 [1977], 『アメリカの投資銀行』日本経済新聞社。
- V.P.カロソ [1978], 小林襄治他訳『アメリカの投資銀行』, 『証券研究』55, 56巻。(V.P. Carosso, *Investment Banking in America: A History*, Harvard University Press 1970).
- ヘイズ／スベンス／マルクス [1984], 宮崎幸二訳『アメリカの投資銀行 ピラミッド構造と競争』東洋経済。
- ケン・オーレック [1987], 永田永寿訳『ウォール街の欲望と栄光 リーマン・ブラザーズの崩壊』日本経済新聞社。
- 小畑二郎 [1988], 『アメリカの金融市場と投資銀行』東洋経済。
- 松井和夫 [1988], 『シリーズ世界の企業 金融』日本経済新聞社。
- ヘイズ／アーバック [1988], 佐合絃一・入江恭平・佐賀卓雄訳『投資銀行業の変貌 一括登録制の導入とその影響』同文館。
- マイケル・ルイス [1990], 東江一紀訳『ライアーズ・ポーカー ウォール街は巨大な幼稚園』角川書店。
- ヘイズ／ヒュッパード [1991], 細谷武男訳『世界三大金融市場の歴史 インベストメント・バンキングの起源と発展, その世界戦略』TBSブリタニカ。
- R.G.エックルズ／D.B.クレイン [1991], 松井和夫監訳『投資銀行のビジネス戦略 ネットワークにみる強さの秘密』日本経済新聞社。
- 佐賀卓雄 [1991], 『アメリカの証券業 変貌と規制

投資銀行とトレーディング業務

- 緩和』東洋経済。
- アーネスト・ブロック [1992], 箱木禮子・岡三経済研究所訳『投資銀行の内幕』勁草書房。
- 掛谷健郎 [1993], 『米銀の崩壊と再生』日本経済新聞社。
- 御代田雅敬 [1994], 『米銀の復活 リスクマネジメント革命への挑戦』日本経済新聞社。
- 遠藤幸彦 [1999], 『ウォール街のダイナミズム 米国証券業の軌跡』野村総合研究所。
- 三谷進 [2001], 『アメリカ投資信託の形成と展開』日本評論社。
- 白石渉 [2005], 『金融のワンストップ・ショッピング 銀行, 証券, 保険の垣根がなくなる』清文社。
- チャールズ・エリス [2010], 斎藤聖美訳『ゴールドマン・サックス 王国の光と影』日本経済新聞社。
- 新形敦 [2010], 「欧米大手金融機関の成長戦略」『みずほ総研論集』2010年Ⅲ号。
- 掛下達郎 [2011], 「アメリカ大手金融機関の引受業務とトレーディング業務」, 証券経営研究会編『金融規制の動向と証券業』第7章, 日本証券経済研究所。
- Harold van B. Cleveland and Thomas F. Huertas [1985], *Citibank 1812-1970*, Harvard University Press.
- Robert Sobel [1991], *The Life and Times of Dillon Read*, Penguin Books.
- Jerry W. Markham [2002], *A Financial History of the United States*, 3Vols, M.E.Sharpe.
- Allan D. Morrison and William J. Wilhelm, Jr. [2007], *Investment Banking: Institutions, Politics, and Law*, Oxford University Press.
- 'Special Report: International Banking', *The Economist*, May 11<sup>th</sup>, 2013.
- (当研究所評議員・客員研究員)