

投資銀行の業容の変化とSECの規制について

佐賀卓雄

はじめに

御紹介いただきました日本証券経済研究所の佐賀でございます。今日はどうぞよろしくお願いいたします。

お手元にパワーポイントのコピー（巻末資料①）と、余りきれいなじゃないんですが、B4の紙（巻末資料②）が一枚あるかと思えます。

(1) 主要証券業者の系譜

まず、B4の紙のほうから簡単に説明いたします。（巻末資料②参照）

「主要証券業者の系譜」ということで、左側が一九五三年時点での業者の顔ぶれです。右側の黒いシャドーがかかったところが現在の業者の顔ぶれです。さらに右側にはリーゲテーブル、要するに、債券と株式とM&Aの引き受けのランキングが出ております。

一番上に、一九五三年から始まって二〇〇一年まで年が書いてありますが、真ん中の部分、一九

七〇年から一九八八年まで少し薄いシャドーがかかっていると思います。ニューヨークの証券取引所は、それまでパートナーシップしか会員として認めていなかったんですが、一九七〇年に初めて公開会社を会員として認めました。このときの第一号がドナルドソン・ラフキン・ジェンレッタ(DLJ)です。

さらにもうちょっと右に行きまして、一九八八年と一九八九年のところから濃いシャドーがかかっていると思います。商業銀行にCPとかレベニュー債、モーゲージ・バツクト・セキュリティ(MBS)の引き受けを初めて認めたのがこの年です。ここから商業銀行が証券業務に本格的に進出していきました。

さらに右のほうに寄っていただきますと、グラス・ステイガル法が廃止されたというのが一九九九年に出てきますが、これは正確にいうと廃止

されていません。グラス・ステイガル法というのは、一九三三年銀行法の四つの条文を指してそう呼んでいるわけですけれども、そのうちの二つまで廃止されて、あとの二つは現在も残っております。銀行本体での証券業務を禁止するという条文はまだそのまま銀行法の中に残っていますので、正確には廃止ではありません。「大幅な規制の緩和」というのが正しいのだろうと思います。

いずれにしろ、一九九九年に、グラム・リーチ・ブライリー法という法律、後で出てきますけれども、その中で、金融持株会社、フィナンシャル・ホールディング・カンパニーという新しい組織形態を認めまして、それにぶら下げる形で、銀行、証券、保険の子会社でもって兼業を認める、そういう組織構造を初めて認めたわけです。皆さん御存じのように、ちょうどこのときというのは、シテイグループとトラベラーズ・グループが

一緒になった年ではありますが、実は、グラム・リーチ・ブライリー法によってこの合併にオーケーが出ております。ですから、非常に重要な法律であるのは確かなんですが、ただ、完全に撤廃といってしまうと、少し正確ではないかなという感じがいたします。

今申し上げましたように、一九七〇年から公開会社が認められ、そして、商業銀行の証券業務への本格的な進出が八〇年代の後半ぐらいから始まりました。結局、一言でいうと、ということがこの数十年の間に起きたのかという、投資銀行業というのは、それ以前であれば、発行・引受業務ということで単純に概念の定義ができました。ところが、これを機会に、つまり、競争環境が変化して激しくなっていくって、商業銀行が本格的に参入してくるとかということが起きてきますと、伝統的な投資銀行業務の収益性が非常に下がってま

いります。要は、引き受けの手数料がどんどん下がってくるような状況になりますので、それに對していろんな業務を開拓していくということで、一つの方向性はトレーディング業務、それから、八〇年代の初めぐらいから MBS という証券化商品の業務、それから、M & A のアドバイザーというのは伝統的な投資銀行業務の一つだったんですが、これにローンをかませ、ブリッジローンのような融資業務をセットで提供するという自己資本の投下が伴うような業務のウエートが非常に高くなっていきました。

となると、パートナーシップではとてもじゃないけれども資本が足りない。パートナーシップの一番の欠点は、パートナーが引退するときにその資本を持ち出すことが間々あるということです。そうすると、その持ち出された資本をどこかでカバーしなければいけないということで、いつてみ

れば、資本力の点で限界がある組織形態なわけですから。そのため、さつきいいましたように、一九七〇年あたりで公開会社を認めろという要求が業者のほうから出てまいりまして、ニューヨークの証券取引所が認める、そういう展開になりました。

右に行けば行くほど、投資銀行業務は資本力の投下を伴うようなものになってきているというのが、この数十年間の一般的な傾向といえるのではないかと思います。

(2) 問題意識

では、本題に入ります。もう一つのパワーポイントの資料に沿ってお話ししたいと思います。

(巻末資料①参照)

一枚おめくりください。今日お話しします問題意識といますか、どういうことを問題にしたいかということ、そこに四つ挙げております。

一つは、大手の投資銀行がすべて姿を消すという異常事態がなぜ生じたのかという点です。それを明らかにするためには、投資銀行の業務内容が歴史的にどのように変化してきたかということを中心系列的に見ておく必要があるということです、これが二つ目の課題です。

三点目は、そういう業務内容の変化の背後には、当然、競争環境の変化があるわけですので、その競争環境の変化と業務内容の展開との関係を取り上げてみたい。

四つ目に、今回至るところで問題にされておりましたSECの規制の特徴ということで、特に、CSEプログラムがどのような影響を与えたのかということを取り上げてみたいと思います。

一、アメリカ銀行・証券の再編

次の二ページ目をごらんください。

これはもう皆さん御存じのことだと思いが、銀行と証券の再編がこの二年間ぐらいで急激に進みました。ちょうど真ん中あたりに大手五大投資銀行がありますが、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーは、そこに書いてありますように、銀行持株会社に組織変更するという行動がとられました。メリルリンチはバンク・オブ・アメリカに買収され、リーマン・ブラザーズは、御存じのように破綻。そして、ベア・スターンズは救済合併でJPモルガン・チェースに買収されたということで、大手五大投資銀行がすべて姿を消すという歴史上例を見ないような大きな変動が起きたということがあります。

右側には日本の銀行とのかかわりということが出ていますけれども、時間の関係でこの程度にしとておきたいと思えます。

二、投資銀行をめぐる競争環境の変遷

次の三ページ目はやや歴史的な話で、これも皆さんよく御存じだと思うんですけども、戦後の投資銀行業務をめぐる競争環境の変遷ということで、主要なイベントも含めて少し説明しておきたいと思えます。

投資銀行業務は、もともと発行・引受業務ということで、「スペシャル・ブラケット」とか「バブル・ブラケット」という言葉を皆さんも一度や二度は聞いたことがあると思うんですが、そういうリーゲテールというものが、いつてみれば業界のヒエラルヒーをあらわすものでした。クラブ組織でありまして、競争がほとんど行われていないというところと怒られますけれども、人間関係

で成り立っていたような世界であったわけですから。

(1) 公益事業について競争入札を義務付け

(一九四一年)

そこで、一九四一年に、まず、公益事業について競争入札を義務づけるというルール変更が行われました。しかし、戦争中ということもありまして、証券の発行はそれほど行われなかったんですけれども、戦後になりました、俗に「恐るべき四人組」と呼ばれるメリルリンチ、ソロモン・ブラザーズ、リーマン・ブラザーズ、ブライス・イー・ストマン・ディロンという四つの業者が一種の共同行動をとりまして、当時の牙城であったモルガン・スタンレーとかファースト・ボストンに挑戦していくことが起きました。

なぜこのころにこういう行動が起きたのかというと、この中の一番いい例はメリルリンチです。

メリルリンチはもともとブローカーでありまして、投資銀行ではないんですけれども、個人投資家向けの小売販売力を武器に引受業務に進出していこうとしたのがこの時期なわけです。いつてみれば、小売販売力というものを武器に引受業務の当時のヒエラルヒーに挑戦するという果敢な行動をとったのが、この四社であったということです。

わかりやすい例でいいますと、日本ではネット專業業者がこの五年ぐらいの間に台頭してきました。個人投資家の売買の八、九割をネット取引が占めるようになりますと、発行体のほうもネット專業業者を無視できなくなります。つまり、個人に買ってもらいたいと思えば、どうしてもネット業者を使わなければいけないということで、この数年間、ネット專業業者を引受幹事団に入れるというケースがふえてきています。これはまさに、

メリルリンチが小売販売力を武器に参入していったのと全く同じパターンであります。

(2) モルガン・スタンレーが初めて敵対的買収のアドバイザーを手掛ける（一九七四年）

二つ目の出来事は、モルガン・スタンレーが初めて敵対的買収のアドバイザーを手がけたということです。WASP という言葉を御存じだと思いますが、WASP とは、ホワイトでアングロサクソンでプロテスタントということで、要はアメリカのエスタブリッシュメントを象徴する俗称です。このWASP 対ユダヤ系資本という対立構造が実は伝統的に引受業務の中にもありまして、当時最も格式の高かったモルガン・スタンレーが、事もあろうに敵対的買収のアドバイザーを手がけるということ、大変ショッキングなニュースでした。

当時、モルガン・スタンレーがどういう業者であったかという、販売部門が全くないにもかかわらず、モルガンが引き受けたといったら売れる、それぐらいプレステージが高い業者でした。左うちわでもそこそこの業績を残せるような業者が、なぜ敵対的な買収に最初にかかわっていったのかということで、いろんな憶測を呼んだというような話があります。

(3) 株式売買委託手数料の自由化（一九七五年五月一日、「メーデー」）

三つ目は、「メーデー」といわれる手数料の自由化であります。これをきっかけに手数料が低下し、業務が多角化していくというのは皆さん御存じのとおりであります。この自由化の落とし子として、E F ハットンというもう既に名前がなくなった業者によりラップ口座が開発されました。

ちなみに、株式の手数料というと、何となく個人向けの手数料のことをイメージされるかもわかりませんが、実は、メリルリンチは業者の中では唯一、手数料の自由化に対して一貫して賛成して

いた業者です。メリルリンチが何で賛成に回っていたのかというと、手数料を自由化すれば、自分たちの営業基盤である個人投資家向けの手数料が多分上がるだろうと予想し、手数料を自由化してくれば、むしろ自分たちにとっては有利だという判断をしていたということでありました。しかし、実際はそれほどうまくいきませんでした。

手数料を自由化して、最初に大幅に手数料が下がったのはやはり機関投資家向けの手数料でした。機関投資家は運用資金量が大きいですから、交渉力が強いということで、機関投資家向けの手数料がまず最初に下がったわけでありました。それによって、ほかのところでは収益をカバーしなければ

いけないということによって業務の多角化が進んでいったということでもあります。

(4) 一九七〇年代後半のインフレ・高金利

次のイベントは、一九七〇年代後半のインフレ・高金利です。全体的にいうと、アメリカの資本市場は一九七〇年全体を「ボックス相場」と呼んでいます。日本流にいいますと、一九七〇年代というのは、アメリカにとって失われた一〇年、要するに、ボックスから抜け出せない、低迷した時期であるということです。その当時、猛烈なインフレと、それを反映した高金利が特徴になっていました。それだけ金利が高く、しかもボラティルになりますので、トレーディング業務は利益をもたらすということ、各投資銀行がトレーディング業務のほうに乗り出していきます。トレーディング業務の比重が高くなり、そこからの収益

の割合が高くなると発言力も当然強くなるということ、投資銀行の中で、投資銀行部門、つまり引受部門とトレーディング部門の対立というものが深刻になっていきます。

その一つのケースが、そこに書いてありますように、リーマン・ブラザーズの共同 CEO であったピーター・ピーターソンの辞任です。彼は現在、ブラックストーン・グループの会長をやっており、リーマン・ブラザーズに移る前は商務長官をやっていた、大変有名な人ですけれども、伝統的な引受業務を中心とした投資銀行部門の長がこのピーターソンでした。

それに対して、トレーディング部門のトップはルイス・グラックスマンという人ですが、彼が発言力を強めてまいりまして、結局、ピーターソンを辞任に追い込むということが七〇年代の末に起きます。トレーディング部門はコンスタントに利

益を上げるのは大変難しい業務ですので、その後、トレーディングで失敗しまして、一九八四年にシエアソン・アメリカン・エクスプレスに身売りすることとなりました。

(5) リレーシヨシップからトランス

アクションへ

もう一つの事件は、リレーシヨシップからトランスアクションへということ、当時、引受業務の世界は、いわゆるアイビリーリーグといいますが、東部の名門大学を出た連中がネットワークをつくって、リレーシヨシップでもって案件をとって、それがもう伝統的なやり方でした。ところが、それがもう通用しなくなってきたということ、トランスアクションに変わっていったと当時いわれたわけです。

この象徴的な例もやはりモルガン・スタンレー

であります。IBMというのは、伝統的にモルガン・スタンレーしか使っていなかったので、モルガンが単独主幹事を務めていました。ところがIBMは、有利な条件を出したということで、ソロモン・ブラザーズとメリルリンチを共同主幹事に指名するわけです。それで、モルガン・スタンレーは、共同主幹事の地位に甘んじることはできない、単独主幹事を認めないのであればうちはおけるといふことで、引き受けを拒否するという事件が一九七九年に起きました。これも、トランスアクションに変わっていった一つの象徴的な例として引き合いに出されることであります。

(6) 一括登録制の導入（一九八二年）

次の四ページをごらんください。一九八二年、いわゆるシェルフ・レジストレーションが導入されました。日本でも同様の制度がその数年後に導

入されています。会社登録制度といわれるものです。一度SECに登録しておきますと、二年間は届け出だけで機動的に発行することができます。この一括登録制といわれるものであります。

この一括登録制が導入されることによつてどういふことが起きたかといふと、いわゆるポートフォールの世界に入つてしまいました。ポートフォールとは何かといふと、一括買い取り、要は、自己資金を投入して一遍に引き受けてしまうわけです。そして、市況を見ながら売りさばいていくというようなビジネスに変わっていきますので、引受業務がトレーディングの世界に入ったといわれました。これが一九八二年からの状況です。

(7) 資本金の強化の必要性

それから、最初に説明しましたが、資本金の強

化の必要性ということで公開会社化の動きが出てまいります。メリルリンチが最初で、その後、

次々と株式会社に変わっていくわけですが、ゴールドマン・サックスが一九九九年、最後、ラザール・フレールが二〇〇五年ということで、主要な投資銀行はすべて会社組織に変わっております。

(8) 証券化商品の企画・販売が有力な収益源に

もう一つ、七〇年代の末ぐらいから証券化商品というものが出てまいりまして、これが有力な収益源になっていきます。その結果、「バルジ・ブラケット」あるいは「スペシャル・ブラケット」という言葉は死語になってしまいました。一時、「スペシャル・ブラケット」の「ブ」とつて「スペシャル・ラケット」とばかにしていたことがあります。それが九〇年代の初めぐらいのこと、そのうち、「バルジ・ブラケット」「スペ

シャル・ブラケット」という言葉を使う人はだれもいなくなりました。

(9) 業務規制の緩和（一九九九年、グラム・

リーチ・ブライリー法の制定）

それから、一九九九年にグラム・リーチ・ブライリー法が制定されて、巨大な金融コングロマリットのシェアが増大していきます。それに対して、大手投資銀行のほうも融資業務に進出していくこととなりました。

(10) プロプリエタリー（ブロップ）取引、

プリンシプル取引の増加

もう一つは、プロプリエタリー（ブロップ）取引やプリンシプル取引の増加です。トレーディングの中で自己勘定による裁定取引のことをブロップ取引といいます。トレーディングの比重が高く

なり、それでもつて利益を上げていくために、いろんな売買の手法が開発されてきました。プロップ取引はそのうちの一つです。

プリンシプル取引は、日本の大手の業者もここ数年力を入れていきます。これは「マーチャント・バンキング業務」ともいわれます。日本の例でいいますと、野村証券がハウステンボスを買っています、それを再生してもう一度公開させる、そういうビジネスです。これも自己資本が固定化されまですので、リスクが高いビジネスですけれども、このプリンシプル取引が増加してきたということです。

(11) PEファンド、ヘッジ・ファンド向けの業務の比重の増大

さらに、ここ数年の傾向としては、プライベート・エクイティ・ファンド、これは再生ビジネス

とベンチャーキャピタルが典型的なものですけれども、このPEファンドと、それから、ヘッジファンド向けの業務（プライム・ブローカーレッジ）の比重の増大です。

プライム・ブローカーレッジとは、ヘッジファンド相手にあらゆるサービスを提供するということで、例えば、取引の執行、資金決済、帳簿の管理・報告、証券の保護預かりといったバックオフィス関係の業務をすべて一括して受注するというビジネスです。この分野は、モルガン・スタンレーとゴールドマン・サックスが五割以上のシェアを占めております。そして、買収されたベア・スターンズが大体一五％ということで、この三社でもって約七割のシェアを占めているといわれています。

三、スペシヤル・ブラケット業者 の変遷

次の五ページ目は、スペシヤル・ブラケット業者の変遷です。

先ほどちよつといいましたけれども、この言葉自体、一九八四年ぐらいまではあったんですけれども、一九九〇年代あたりからはもうありません。はつきりしているのは、二〇〇〇年代以降はもうないということで、一番右側はあくまで有力業者ということがあります。

「トゥームストーン」という言葉を御存じだと思えます。引き受けとかM&Aをやるとき、新聞とか専門雑誌に、例えば『インベストメント・デイラーズ・ダイジェスト』という薄い毎週出ている雑誌がありますけれども、それに案件を紹

介するような、要するに、発行主体がどこで、幾ら社債を出す、増資をする、そういう広告が載ります。これを「トゥームストーン（墓石広告）」と呼んでいますが、その墓石広告の中に業者のリストが出てきます。その一番左上に載っているのがバルジ・ブラケット業者です。俗に「トッププレフト」と呼んでいまして、黒木亮氏の小説に同名の小説があります。こういったものがいわゆるステータスシンボルであったんですが、大体八〇年代の後半ぐらいには姿を消してしまいました。

四、大手投資銀行の業務領域

次に、七ページをごらんください。大手投資銀行の業務領域です。

実は、この図は未完成であります。それぞれの業務の収益構成を入れるつもりでいたんですが、

なかなかうまく絵の中におさまらないということ
で、中途半端な絵になってしまいました。

そこに、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックス、メリルリンチ、ラザール・フレール、JPモルガンと入れています。一番下のJPモルガンは、商業銀行が証券業務に出ているケースです。JPモルガンの場合には、フルサービスの業務をやっているということで、ここには載せていませんが、カード業務も比重が高いということで、ここが一つ、商業銀行系の証券業務の特徴ということになるかと思えます。

一番上のモルガン・スタンレーは、さっきいきましたように、もともとは非常に由緒ある投資銀行であったんですが、途中でデイン・ウィッターというリテール業者を買収しており、このデイン・ウィッターが持っていたカード部門はかなり大きなものですので、モルガン・スタン

レーもカード部門が右側につけ加わるような形になっていきます。

典型的とは呼べないんですけども、下から二番目にラザール・フレールを挙げた理由ですが、恐らく古典的な形の投資銀行だろうということでここに挙げています。業務分野も、大別しますと、フィナンシャル・アドバイザリーとアセットマネジメントの二部門です。フィナンシャル・アドバイザリーといっても、中身は何かというところM&Aのアドバイザリーです。圧倒的にM&A関係の業務の比重が高く、このフィナンシャル・アドバイザリーが収益の大体五〇%以上を占めております。アセットマネジメントが大体四〇%。この二つの業務しかやっていないということです。恐らく、少なくとも四、五〇年前の投資銀行の姿というのはラザール・フレールに近いと思います。そのままの状態で現在に至っているということです。

す。

なまじリスクをとらない業者ということではラザール・フレールの評価は高いです。『ラスト・タイクーン』という本が出ています。「最後の大物」というんですか、「最後の皇帝」という意味ですか、ラザール・フレールを扱った本です。その中にフェリックス・ロハティンという非常に有名な CEO が出てきます。なぜ彼はそんなに有名なかというと、七〇年代の前半ぐらいにニューヨーク市が深刻な財政危機に陥ったときに再建のアドバイザーとして活躍し、評価が高まったということでもあります。

もともと投資銀行とはそういう仕事をするところで、今みたいにべらぼうにグリーディーな、強欲なビジネス展開というのは本来の投資銀行の姿ではないと私は思っていますけれども、ラザール・フレールは、そういう古典的な投資銀行の姿

が残っているほど唯一の業者だと思います。自己資本を投下するようなビジネスをやっているんで、規模もそんなに大きくはないんですけども、評価の高い業者です。

ちなみに、ラザール・フレールは二〇〇五年に公開しております。現在の CEO はブルース・ワツサースタインという人です。この名前に聞き覚えのある方もいらっしゃると思いますが、もともとはファースト・ボストンという投資銀行で M & A 部門のリーダーだった人です。もう一人、ジョー・ペレラという人がいまして、この二人が数十人を引き連れてファースト・ボストンから独立してワツサースタイン・ペレラという M & A 専門の会社をつくりました。ということでもともと M & A のアドバイザーには大変強い、評価の高い業者です。

ほかのところは、若干のばらつきはあるんです

けれども、ざっくりいっておきますと、左側のホールセール業務の中の一つ、発行・引受業務からの収益のウエートは大体一五%前後です。圧倒的に大きいのはトレーディングのところ。例えばモルガン・スタンレーでいいますと四五%ぐらい、半分近くを占めています。それから、資産運用業務、インベストメント・マネジメント部門ですが、これが約一〇%で、グローバル・ウエルス・マネジメント・グループが約三〇%となっております。

もう少ししきつちり数字が入ればよかったです。が、ざっくりいうと、投資銀行の業務構成は、一番ウエートが高いのはトレーディングです。その次がいわゆるブローカーレッジで、引受業務が大体一五%前後という感じ。資産運用業務は、モルガン・スタンレーの場合には一〇%ですが、その下のゴールドマン・サックスになりますと、

ちよっと数字をメモしていただけるとありがたいんですが、インベストメント・バンキング部門が二三%ぐらい、次のトレーディング・アンド・プリンシパル・インベストメントが四一%、それから、その右側のアセットマネジメントとセキュリティサービスが三六%ぐらい、そういう構成になっております。

メリルリンチの二〇〇八年の数字は異常値なので、これはいつでも余り参考にならないと思います。グローバル・マーケット・アンド・インベストメント・バンキングが大幅な赤字を出しております。グローバル・ウエルス・マネジメントがその赤字を半分ぐらい埋めるぐらい苦しいことになっております。実は、バンク・オブ・アメリカが買収するときも、このグローバル・ウエルス・マネジメントのところからねらいたったといわれています。ここは富裕層のお客さんが多いところ

で、堅実に、安定した収益を上げている部門です
ので、このところがバンカメにとつては非常に
魅力的だったといわれております。

未完成な状態で申しわけありませんが、そう
いった状況になっております。

五、ネット・キャピタル・ルール の歴史

次に、一ページ前に戻っていただきまして、
ネット・キャピタル・ルールの歴史ということ
まとめてあります。

今回、C S E プログラムが問題になったわけ
ですけれども、それを説明するためには、アメリ
カの証券業についての資本規制の歴史を振り返
っておく必要がありますので、そこを簡単に御
紹介しておきたいと思っております。

ネット・キャピタル・ルールはいつごろから
あるのかというと、取引所が独自に資本規制を
課していたという前史があるんですが、正式に
連邦証券規制の中でこれが取り上げられてくる
のは、一九三四年の証券取引所法であります。
そこでは、負債はネット・キャピタルの二〇
倍以内というルールが初めて登場しました。

それから、一九六四年、ニューヨークの証券
取引所が独自にトラスト・ファンドを創設し
ました。日本でいう寄託証券補償基金という
のが昔ありましたが、これに似たようなもの
です。業者の一種の相互扶助組織といいま
すか、相互支援組織のようなものをニュー
ヨークの証券取引所が独自につくったとい
うことでもあります。

しかし、六〇年代の末、バックオフィス危
機という大変深刻な危機が起きたときに、
トラスト・ファンドは十分なものではな
いことが明らかにな

りました。六〇年代の末に活況になり、証券取引が非常にふえてきたため、システム対応が間に合わないということ、システム投資に盛んにお金を投下したわけですけれども、その結果、そのシステムが稼働し始めるころには逆に深刻な不況に陥って、固定費負担でもって業者がバタバタつぶれたというのがバックオフィス危機といわれるものです。破綻した業者を救済するためにトラス・ファンドを使ったわけですけれども、資金が枯渇してしまふということで、結局、議会に対して救済を求めるといふことが起きました。

これが、実は一九七五年の手数料自由化の引き金になりました。なぜ証券業界がそんな深刻な状態になったのかということ、議会が徹底的に調査し、その結果出てきたのが、固定手数料制に問題があるということでした。固定手数料制で一種のカルテルが結ばれているために業者の経営が非効

率になって、それが今回こういう問題を起こしたということ、手数料自由化につながっていきま

す。そうはいっても、とりあえず投資家の保護はまず先行してやらなければいけないということ、顧客資産の分離が先行して行われました。一九七二年のことです。顧客保護規則というものができ上がります。一つは分別管理で、要は、顧客のお金には手をつけないでくださいということです。もう一つは、顧客資産の利用の制限です。当時は、一時の日本もそうなんですけれども、顧客の預かり資産でキャッシュの形であるものは流用して構わないことになっていました。アメリカではこれを「フリー・キャッシュ・バランス」と呼んでいて、信用取引などに使うことが認められていました。しかし、やはりいろいろ問題があるということ、顧客資産の利用の制限が一九七二年に

同時に課せられました。ということ、まず、顧客資産保護について先行して行われたということです。

さらに、一九七五年、大幅な証券市場改革法が制定されるわけですが、このときに本格的なネット・キャピタル・ルールが導入されました。これが統一ネット・キャピタル・ルールといわれるものであります。ニューヨークの証券取引所は会員業者に対しては独自に資本規制を課していましたが、これについてもネット・キャピタル・ルールを課すことにしました。

もう一つは、ネット・キャピタルを計算するときに代替的な方法を認めるということで、大手の業者はこの代替法を使ってやるようになりました。これは現在も変わりません。ただ、その後、代替法の計算の仕方が一部訂正といいますか、変更されたりしておりますけれども、考え方として

は変わっていません。

六、顧客資産保護とネット・キャピタル・ルール

一ページ飛んで八ページに入ります。

規制上問題になるのは、顧客資産の保護とネット・キャピタル・ルールはどういう関係にあったのかということ、ずっと調べていきますと、これも今回の C S E ルールの欠陥につながる話です。SEC の監視というのは、一貫して顧客資産の保護なんです。システムック・リスクとか、そういうことは現在も余り考えていません。SEC の監視は、今いった顧客資産の保護、それから、市場の不正取引、相場操縦であるとかインサイダー取引といったところに関心がありまして、業者の破綻につきましては、金融市場への影響を遮

断して安楽死させれば良いと考えている。つまり、連鎖倒産とか、そういうことは考えていないというのがSECの規制の特徴だと私は理解しております。

となると、顧客資産の保護とネット・キャピタル・ルールはどういう関係にあるのか。これはなかなかわかりにくいんですけども、連邦証券規制が定められるときに、システムック・リスクをどういうふうに考えていたかというと、一九三三年のグラス・ステイガル法で銀行業務と証券業務を分離したことで銀行システムは証券取引のリスクから遮断されている、したがって、システムック・リスクは考えなくてもいいと思っていたのではないかというのが第一点です。

一九七二年に初めてこれが持ち込まれますので、それまでは投資家への補償とか顧客資産の分別管理については全く規定がありませんでした。

そもそも顧客資産の保護にプライオリティを置くのであれば、なぜ最初からその規制が入らなかったのかという疑問が残ります。多分それは、自己資本規制比率によって間接的に顧客資産の保護はなされると考えていたのではないかということだと思います。当時のSECのいろいろなリリースなどを読むと、そういうふうに読めるのではないかと思っております。

九ページ目です。

先ほどバックオフィス危機の話をしました、その前に、一九六七年から一九七〇年にかけて、もう一つ、ペーパーワーク・クライシスといわれる事態が起きております。取引が非常に活況を呈しますと、決済が追いつかなくて、当時は、例えば株券はもともと手渡しでやっていますので、今みたいにTプラス3とか、そんなことではありません。一部、おくれにおくられて、半月ぐらいか

かつて株券が渡されたケースもあったようです。Tプラス18というようなことを指摘している当時の文献もありますが、途中で紛失したり盗難に遭ったりということが起きますので、バックオフィスでのシステム化ということが非常に大きな課題になりました。

株券が盗まれたりなくなったりすると、顧客資産の補償ということが大きな問題になりますので、こういったところにSECの監視というのはあったということです。当時は、それで金融システムそのものが大きく揺らぐことはありませんでしたから、SECの監視はシステム・リスクには向けられていなかったことだと思いません。

では、いつごろからシステムック・リスクのことを意識し始めるようになったかという点、八〇年代の後半ぐらいからだろうと思います。一つ

は、ブラックマンデーが一九八七年の一〇月に起きました、これが、証券市場にとどまらず、金融システム全体を揺るがすような影響を与えました。もう一つは、銀行・証券業務の境界がいまになつてきまして、それを遮断することが事実上できなくなってきたということです。また、子会社を利用したデリバティブ取引の活発化ということもあります。

決定的だったのは、ドレクセル・バーナム・ランベールの破綻だと思います。一九九〇年、ドレクセルが破綻したときにいろんな影響がありました。持株会社があつて、そこにブローカー・ディーラーの証券会社がぶら下がっていますので、ここは健全だったんですけれども、持株会社が、資本が足りないのです、このブローカー・ディーラーから資本を吸い上げるといふようなことをやっていたわけです。ところが、当時、SE

Cには持株会社に対する規制の権限がありませんでした。それは気がついていたけれども、どうしようもないということで、強制的に破綻措置をとるということが一九九〇年に起きたわけです。

証券持株会社に対する規制権限はどこにあるのかということについては、実は現在まで続いています。どこの規制に服するかというのが実ははっきりしないまま現在まで続いているということがあります。それはCSEプログラムが出てくるときの一つの理由になっています。ですから、ドレクセルの破綻は規制の欠陥を初めて明らかにしたわけですが、有効な手だてがとられなかったということになります。

七、CSEプログラムの導入

次に、一〇ページ目です。

二〇〇四年にSECはCSEプログラムを導入します。その理由は三つありまして、一つは、今いったドレクセルのケースです。ドレクセルの破綻によって証券市場改革法という法律ができました、そこで規制が強化されるんですけれども、統合ベースでの持株会社を規制する権限をSECに与えませんでした。これは非常に大きなミスだったと思います。

二つ目は、グラム・リーチ・ブライリー法が一九九九年にできますけれども、ここで初めて金融持株会社が認められまして、それにぶら下げる形で銀行、証券、保険業務の兼業が可能になりました。ここでは「投資銀行持株会社」と書いています。「インベストメント・バンク・ホールディング・カンパニー」という単語が出てきたので、そのまま「投資銀行持株会社」と訳したんですけれども、普通は「証券持株会社」といっているよう

です。どちらでも間違いではないと思います。その投資銀行持株会社の監督権限はどこにあるのか明確にされなかったため、規制のギャップを埋める必要があったというのが二つ目の理由です。

三番目の理由は、EUの動きです。二〇〇二年に金融コングロマリット指令が採択され、本国内同等の規制を受けていなければEUの規制を受けることになるということで、当時、五大投資銀行がSECに対して別の扱いをしてくれということをお願いします。SECはそういう要望を入れまして、CSEプログラムというものを新たに二〇〇四年にスタートさせました。

これはどういうことをやろうとしたのかというと、持株会社はバーゼル基準に準じる規制を受けるということが一つ。もう一つは、見返りにネット・キャピタル・ルールの適用除外にしました。この結果、大手投資銀行のレバレッジは非常に上

昇することとなりました。

続いて一一ページをごらんください。

ただ、バーゼル基準に準じるといいまでも、証券持株会社は銀行とは違うところが幾つかあります。SECの説明によりますと、二つの点が違うということですが。一つは、時価会計ベースでありスク管理やガバナンス統制をやる点。もう一つは、FRBへのアクセスが認められていないので、流動性の維持を最重要視している点です。

結果的には、CSEプログラムがうまく機能しなかったということになるわけですけれども、五大投資銀行が次々と破綻したり買収されたりということ、その中でも、モルガンとゴールドマンは銀行持株会社に移行することになりました。銀行持株会社というのは昔からある組織形態です。で、当面、余り大した意味はありません。意味がないということとちょっと語弊がありますけれども。

これは基本的に、二年以内、最大限五年以内なんです。標準では二年以内に金融持株会社に移行することになります。当然、モルガンもゴールドマンもそういうことを考えていまして、金融持株会社に移行するとどういうメリットとデメリットがあるのかということが問題になってきます。

彼らはなぜ、急遽、銀行に組織変更することを選択したのかということですが、一つは、預金保険制度が使えるということです。セーフティネットのもとに入るとお客さんからの信用度は高くなります。何かあっても自分たちの預金は保護されるということになりますので、まずセーフティネットに加入する、そういうことをねらったという事です。

もう一つは、ベア・スターンズが買収されてから、証券会社に対しても連銀信用の利用可能性は

かなり幅が広がったんですけれども、銀行になっておけば連銀からの信用を受けやすくなるということで、流動性リスクに対して万全の備えをするというのが二つ目の理由だと思えます。以上がメリットです。

ただし、デメリットも当然あります。FRBの監督下に入ることになりますと、ティアAというのとは狭義の自己資本ですが、ティアAに対するレバレッジ規制が証券よりはきつくなりまします。これも銀行の格付がありまして、一番高い格付を得た銀行につきましては、レバレッジの逆数で三%以上、つまり、最低三%以上の自己資本比率を維持しなければいけないことになっていきます。最上位以外の格付ですと、ティアAの自己資本比率が四%以上と規定されておりまして、

レバレッジ規制が課せられますと、今までみたいに高いレバレッジを効かせて業務展開をするこ

とができなくなりますので、ゴールドマンとモルガン・スタンレーは、この数年間、資産の圧縮をやらざるを得ないということが恐らく予想されます。このようなことが問題として起きてくるということになります。

八、CSEプログラムの内容

次の一二ページは、CSEプログラムの内容です。

そこは読んでいただくとわかるような話なんです。これは任意のプログラムだということですが、取引・市場規制局が審査してSECに推薦する。申請者は以下の点についての同意を求められるということ、一つは、内部管理システムの維持と文書化。二つ目に、バーゼル基準と整合的なグループ全体の自己資本比率の維持ということ

で、これは銀行持株会社とほとんど変わりません。

三つ目に、資金調達が困難な環境における予想されるキャッシュ・アウトフローにたえられるだけの十分な流動性が保持されているかどうか。

四つ目に、主たる監督当局を持たない持株会社。これは証券持株会社です。主たる監督当局と
いうのは「プリンシパル・スーパバイザー」という単語なんですけれども、銀行持株会社の場合にはFRBが主たる監督当局になります。主たる監督当局がある持株会社につきましては、CSEプログラムを適用するにしても、それは主たる監督者が監督してくださいということになります。で、シテイグループとJPMオルガン・チェースだったと思いますが、この二つは、一応CSEプログラムの適用にはなっていますけれども、監督はFRBのほうがやる、そういう関係になります。

す。

また、財務状態についての定期的な報告であるとか、SECの検査を受けない、主たる監督当局を持つ関連会社、つまり銀行系の持株会社については、検査報告書が閲覧できるようにしておくということがこのプログラムでいわれていることであります。

九、CSEプログラムの問題点

次の一三ページは、CSEプログラムの問題点です。

最後に参考文献がリストアップされていますので、そちらのほうで確認していただきたいんですが、SECの監査をやっているところが、CSEプログラムの問題点について検討し、報告書を出しております。この中で二六項目の改善点を勧告

しております。資本、流動性及びレバレッジについての指摘は次のとおりです。

一つは、資本基準についてのガイドラインとルールを再評価すべきだろうということです。これは、リスクを考慮して控除額を決めるわけですが、控除額の算定に当たって、内部の格付、つまり、その持株会社が持っているリスク管理システムでもって評価したものを、具体的にいうと、バー（VaR）を使って控除するリスク評価額を決めるということで、いってみれば、監督されるところにこれを任せてしまうのはいかなものかということが、アカデミックなペーパーの中でもちよつと問題にされています。規制されるほうに判断を任せるといことです。規制のアウトソースではないか。実は、バーゼル基準もそういう面がありまして、アウトソーシングはやめるべきではないかという指摘があります。要は、内部

管理システムがきちっとしていて、しかも、それで評価されたものを自動的に控除のときに使つてよいということになっていきますので、これは検討する余地があるのではないかということです。

ベア・スターンズは、CSEプログラムの流動性基準を最後まで満たしていたにもかかわらず、破綻してしまいました。時間軸、つまり、一年間の長さで資本調達が非常に厳しい環境だとか、そういう規定になっているんですけれども、これは一カ月程度で考えるべきではないか。マーケットが急激にシユリンクしたときに、それでもなおかつたえられるかどうかといったところまで絞り込んで考えるべきではないかということです。

それから、資金調達環境といっても、通常の状態であれば無担保で資金の調達ができるけれども、マーケットが異常な状態になったときにはできなくなるわけですから、そういうときにはどう

すべきかということも考慮すべきではないかということ です。

三つ目は、CSEプログラムはレバレッジ水準については何も規定していません。CSEプログラムが導入されてからレバレッジ水準がはね上がっております。ベア・スターンズが買収される前で三十三倍という状況になっております。レバレッジ水準というのは流動性リスクに影響を与えますので、上限規制が必要ではないかということです。

一〇、CSEプログラム導入前後 のレバレッジ (総資産／株主資本)

次の一四ページのグラフは、今いった二〇〇四年にCSEプログラムが導入されてからレバレッ

ジがどういふふうにながっていったかをあらわしていきまして、左側が二〇〇三年のレバレッジ、右側が二〇〇七年のレバレッジということで、軒並みレバレッジ水準が上がっているということがうかがえます。

商業銀行のほうは一五倍前後で、二〇倍を超えているところはないと思います。それと比べると、大手の投資銀行のレバレッジ水準は確かに高いんですけども、ただ、これが本当に驚くほど高いのかというと、必ずしもそうでもないのかなと思う面もあります。

例えば、一九九八年にLTCM（ロング・ターム・キャピタル・マネジメント）が破綻しました。あのとき、LTCMの最後のレバレッジ倍率は一〇〇倍までいっていました。最後、資金調達に追い込まれたということがありますけれども、それは異常に高いです。ただ、アメリカの銀行

は、ヨーロッパの銀行と比べてレバレッジがかなり低いです。例えば、ドイツ銀行のレバレッジは約七〇倍、UBSも七〇倍ですので、それと比べると、三〇倍程度のレバレッジというのは、騒ぐほど大きくないのではないかと気がしないでもありません。ただ、適正なレバレッジ水準とは何かということになりますと、なかなか判断が難しいので、とりあえず、もつともつと高いところはあるということであらうと御紹介しておきたいと思います。

まとめ

最後に、まとめです。

六〇年代の後半ぐらいから投資銀行の競争環境であるとか業界構造が変わってきましたので、四〇年間で投資銀行の業務内容は大きく変容してき

ました。簡単にいえば、伝統的な発行・引受業務からの収益性が低下し、資本を投入し、積極的にリスクをとらざるを得なくなってきたというのが、この四〇年間の変化の背景にあることだろうと思います。

それまでの投資銀行のビジネスというのは、パートナーの個人的な人脈に支えられたビジネスであったため、一度主幹事に選ばれると、何かない限りはほとんど変わらない、固定的な顧客関係が特徴だったわけですが、それがトレーディングの世界に入りますと極めて流動的になり、しかも、一人のスーパースターが案件をとってくるような世界ではなくなりました。特に証券化商品については、俗に「金融知識の総力戦」といわれるような業務分野ですので、例えば、法律、会計、金融理論、リスク管理、税務、そういったいろんな分野の知識が必要になります。したがって、一

人で商品をつくり上げることはほとんど不可能です。となると、チームで業務をこなすことになりますので、スターを中心としたチームが業績を支えることになります。これが丸ごとほかにスカウトされていなくなってしまうと、突然、その業者がだめになってしまおうというのはしょっちゅう起きることです。

さっきちょっと名前を挙げましたワツサースタインとペレラは、一時、ファースト・ボストンの収益の約四割をこの二人で稼いでいたといわれています。そのM&A部門がごっそりそのまま独立しましたので、そのせいでファースト・ボストンがおかしくなりました。

ほかの業務分野でもそういうことが頻繁に起きるようになってくると、引きとめるためには、お金を積んでとどまってもらうということになりますので、報酬が青天井の状態になったというのが現

在に至る状況だろうと思います。

投資銀行業務はどのように変化してきたわけですが、それに対する規制はどういうふうになってきたか。SECの規制は基本的に、顧客資産の保護と不正行為の防止に重点が置かれてきたということがいえるだろうと思います。そのため、システミック・リスクの予防であるとか、業者の経営の健全性の維持という問題意識は、全くないとはいいませんけれども、かなり希薄だったのではないかとということが指摘できるかと思えます。

CSEプログラムは、業者の経営の健全性の維持という点では問題があったということは認めざるを得ないだろうと思います。ただし、これを一部のマスコミとかジャーナリスティックな記事では、ビジネスモデルの破綻だというんですけれども、私は必ずしもそうは思っておりません。破綻

したのは何も投資銀行だけではなくて、商業銀行も、フアニメなどのGSE（ガバメント・スポンサード・エンタープライズ）も、保険会社も次々と破綻しているような状況です。これは別に特定の業者にのみ起きたことではありませんので、個々の金融機関の経営の問題ではないと思っています。むしろそれはマクロ・ブルーデンスの問題だということです。

マクロ・ブルーデンスとは「信用秩序の維持」という意味ですけれども、一つは、事前規制としてバランスシート規制があり、CSEプログラムもある意味では事前規制の一つのタイプだと思います。もう一つは、何か市場で不信感を持たれたときには、最後は救いますということで、セーフティネットは事後的な規制です。

この二つがセットされてマクロ・ブルーデンス政策というのがあるわけですけれども、今回、C

SEプログラムには、そのセーフティネットのところ
が欠けているわけです。商業銀行が経営危機に
追い込まれたときには、連銀からの資金供給と
預金保険制度により、少なくとも預金者は自分た
ちの預金は守られると判断するわけですけれど
も、投資銀行の場合はそれがありません。つま
り、セーフティネットが弱い。例えば投資者保護
基金があるといっても、それは小口の投資家の保
護ということですから、今回のような大手の機関
投資家等の間での不安感を除去する効果はありま
せん。いつてみれば、マクロ・プルーデンスの欠
点といえますか欠落点が、今回こういう問題を起
こしたのではないかと考えております。

以上で終わりたいと思います。どうもありがた
うございました。(拍手)

若林常務理事 佐賀さん、どうもありがとうございます

いました。

大変難しい、複雑な問題を、全体をよく見通せ
るように解説していただきまして、有難うござい
ました。

お時間をいただいておりますので、ここで御質
問、御意見をお受けしたいと思いますが、いかが
でしょうか。

それでは、私のほうから一点質問をさせていた
だきます。

SECの規制はあつたけれども、それが十分に
はなかったということですが、今後の方向とし
て、アメリカでどういう形で規制を整備してい
くというんですか、欠陥があつた部分を埋めてい
くということになると思いますが、一般にいわれる
ような規制強化とか、そういう意味ではなくて、
もうちよつと質的な面での規制としてどうい
うふうになつていくのかということをお聞きかせ

だければと思います。

佐賀 参考文献の一覧の真ん中から下にG A Oのペーパーを二本挙げていまして、そのうち、ことしに入ってから、議会向けの証言ですけれども、二〇〇九年のものがあります。「フィナンシャル・レギュレーション」です。これ以外にもいろいろあるんですけども、G A Oが指摘しているのは、監督機関が非常に複雑で、規制の重複が目立っている。ですから、それをもう少し整理する必要がありますだろうということです。多分、そういう方向性に行くと思います。

全体の雰囲気からいうと、今のような事態が起きますと、当然、S E Cに対する風当たりが非常に強くなります。となりますと、C F T C（商品先物取引委員会）というデリバティブを規制している監督機関があるんですが、このC F T CとS E Cと一緒にさせるというのはかなり可能性が高

いと思います。ただ、S E CそのものをなくしてF R Bに監督権限を一本化させるというのは、多分いろんな議論がありますので、なかなかそこまではいかないと思います。

その後、特に銀行についても、今いったF R B、O C C、F D I C（預金保険公社）、こういった三つか四つぐらいの監督機関が入り組んでいますので、それをどのように整理していくかというところ、そう簡単には進まないのではないかと思います。

若林常務理事 ありがとうございます。

ほかに御意見ございませんでしょうか。

質問者 先ほどのレバレッジのお話で、アメリカの大手商業銀行は三〇倍だというお話でしたが、U B Sやドイツ銀行は七〇倍、僕も勉強不足で知らなかったんですけども、そういう観点からいうと、今現在ストレステストがあつて、あすの朝

にも日本ではわかるという話ですけれども、ヨーロッパの銀行は結構深刻な面があるんじゃないかというのは、前からマスコミ等でいわれていますが、そこまでレバレッジが高いと、ヨーロッパの大手の銀行は相当深刻じゃないかという感じがします。この点は、アメリカはそれなりのストレステストをやって資本を投入するというですけれども、ヨーロッパについては余り心配しなくてもいいんでしょうか。

佐賀 よくわからないとしかいいようがないんですが。特に日本にいと、アメリカの情報はずごく入ってくるんですが、ヨーロッパの情報はそれと比べるとかなり少ないですから、ヨーロッパのほうが深刻なんじゃないかなという感じを持っています。だからこそ、かなり機敏に中央銀行がいろんな政策をアメリカよりも先手先手で打っていましたよね、去年、一昨年ぐらいから。多分それ

があるんだと思うんです。済みません、ちょっとお答えになっていません。

若林常務理事 ほかにございませんでしょうか。

それでは、最後に一点だけ、私から質問をさせていただきます。

日本が今日のお話の中で学ぶべきことがあるとすれば、どういうことを一番念頭に置いておけばいいのか。そういう視点からのアドバイスはございますでしょうか。

佐賀 日本はアメリカを手本にしていろんな規制を導入してくるということがありまして、今いたネット・キャピタル・ルールを参考にして日本でやっているのが、自己資本規制比率といわれるものです。もう一つは、五年ぐらい前にディーリングについてのポジション規制をやりました。特定の業務についてポジション規制をやるというのは、ちょっとどうなのかなという印象がないわけ

でもないのですが、個別の業務に規制をかけるということまでやりますので、恐らくアメリカよりもきめ細かな規制のやり方をしていると思います。

今回も、例えば、BIS基準によるサブプライム絡みの証券化商品のポジションを開示させたりとか、そういったことを先行して結構やっています。バーゼルⅡの一つの柱はディスクロージャーによる規制ということですが、その辺を前取りしてやっていますので、多分、規制の面からいうと、日本はアメリカより進んでいるんじゃないかという気がしております。実際、金融機関がおかしくなったりということは、日本ではまだ今のところ起きていませんので、監督行政としては比較的うまくいっているほうではないかと思えます。

若林常務理事 どうもありがとうございます。
それでは、時間も参りましたので、本日の「証

券セミナー」はこれで終了させていただきますと思います。

佐賀主任研究員には、有意義なお話をいただき、ありがとうございました。(拍手)

(さが たかお・当研究所理事・主任研究員)

(この講演は、平成二十二年五月七日に開催されました。)

資料①

日本証券経済研究所「証券セミナー」
日時:2009年5月7日(木) 午後3時10分~4時30分
場所:東京証券会館 9階

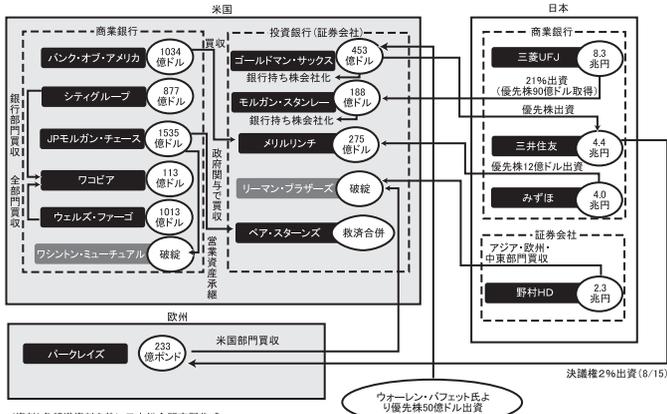
投資銀行の業容の変化と SECの規制について

(財)日本証券経済研究所 佐賀卓雄

はじめに

- 今回の危機で、大手投資銀行がすべて姿を消すという異常事態はなぜ生じたのか
- 投資銀行の業務内容はどのように変化してきたのか
- 競争環境の変化とその業務内容の展開との関係
- SECの規制の特徴、また今回問題になったCSEプログラムはどのような影響を与えたのか

アメリカ銀行・証券の再編



2

投資銀行をめぐる競争環境の変遷(1)

- 一公益事業について競争入札を義務付け(1941年) → 「恐るべき4人組」(メリルリンチ、ソロモン・ブラザーズ、リーマン・ブラザーズ、プライス・イーストマン・ディロン)の台頭(1963年頃より)
- 一モルガン・スタンレーが初めて敵対的買収のアドバイザーを手掛ける(1974年)
- 一手数料の株式売買委託手数料の自由化(1975年5月1日、「メーデー」) → 手数料の低下、業務の多角化
・ラップ口座の登場(EFハット)
- 一1970年代後半のインフレ・高金利を背景に、トレーディング業務の比重増大、投資銀行部門(引受業務)との軋轢が深刻化
例、リーマン・ブラザーズの共同CEOであったピーター・ピーターソンの辞任。その後、トレーディングの失敗によるシェアソン・アメリカン・エクスプレスへの身売り(1984年)
- 一リレーションシップからトランザクションへ
例、モルガン・スタンレー、IBMの起債にあたって、単独主幹事を主張し、引受けを拒否(1979年)

3

投資銀行をめぐる競争環境の変遷(2)

— 一括登録制の導入(1982年) → 買取引受(bought deal)の普及

— 資本金の強化の必要性 → 公開会社化の動き

・最初はメリルリンチ、その後、パートナーシップからの組織変更が相次ぎ、ゴールドマン・サックス(1999年)、ラザール・フレール(2005年)により、主要投資銀行はすべて公開会社化

— 証券化商品の企画・販売が有力な収益源に

・引受業界のステイタスを表す「バルジ・ブラケット」(あるいは、「スペシャル・ブラケット」という言葉は死語に(遅くとも1990年頃には)

— 業務規制の緩和(1999年、GLB法の制定) → 金融コングロマリットのシェア増大

・対抗上、大手投資銀行も融資業務に進出

— プロプライエタリー(プロップ)取引、プリンシプル取引の増加

— PEファンド、ヘッジ・ファンド向けの業務(プライム・ブローカーレッジ)の比重増大

・一部の大手業者では、プライム・ブローカーレッジ業務からの収益が投資銀行業務収益の2割前後を占める

4

バルジ(あるいはスペシャル)・ブラケット業者の変遷

戦後から1960年代まで	1971年	1978年	1984年	2000年代以降(有力業者)
モルガン・スタンレー ファースト・ボストン クーン・ロブ ディロン・リード	モルガン・スタンレー ファースト・ボストン クーン・ロブ ディロン・リード メリルリンチ・ピアス ・フェンナー&スミス ソロモン・ブラザーズ	モルガン・スタンレー ファースト・ボストン メリルリンチ ソロモン・ブラザーズ ゴールドマン・サックス	モルガン・スタンレー ファースト・ボストン メリルリンチ ソロモン・ブラザーズ ゴールドマン・サックス シエアソン・リーマン	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 シテイグループ JPモルガン・チェース CSファースト・ボストン ドイツ銀行 リーマン・ブラザーズ UBSウォルバーク ベア・スターンズ

注. 1990年までにはバルジ(あるいはスペシャル)・ブラケットという言葉は死語になっている(Schack[2001])ため、その後は有力業者のリストである(Auger[2005], p.39).

5

ネット・キャピタル・ルールの歴史

—1934年証券取引所法

- ・負債はネット・キャピタルの20倍以内
- ・ネット・キャピタル・ルールの導入(同法第15条(C)(3))

—NYSE、トラスト・ファンドを創設(1964年)

—顧客保護規則(Rule 15c 3-3)を採択(1972年)

- ・顧客資産の分別管理
- ・顧客資産の利用の制限

—統一ネット・キャピタル・ルール(Rule 15c 3-1)の採択(1975年)

- ・NYSE会員業者にも適用
- ・ネット・キャピタル計算の「代替的」方法を導入
⇒ マーケット・メーカー能力の強化が目的

6

大手投資銀行の業務領域

	ホールセール業務				資産運用業務	リテール業務
	企業 貸出	発行・引 受業務	トレーディ ング	ブローカレッジ	ファンド運用、プライベ ート・バンキング	ブローカレッジ
モルガン・スタンレー	Institutional Services				Investment Management	Global Wealth Management Group
ゴールドマン・サックス	Investment Banking	Trading & Principal Investment	Asset Management and Securities Services			
メリルリンチ	Global Market & Investment Banking				Global Wealth Management	Investment Management Global Private Client
ラザール・フレール	Financial Advisory				Asset Management	
JPモルガン	Commereial banking	Investment Securities Services	Banking/Treasury &	Asset Management	Retail Financial Services	

(出所)各社資料より作成

7

顧客資産保護とネット・キャピタル・ルール(1)

- 1930年代連邦証券規制制定の際の議会の目的は、投資家保護にあった。システミック・リスクについては、銀行部門を証券市場のリスクから隔離することによって達成されると考えられていた。
- したがって、投資家への補償や、顧客資産の分別管理についての規定がないのは、整合性に欠ける(1970年代になってこれらについての規定が定められる)。投資家は自己資本規制比率により間接的に保護されると考えられていたようである。

8

顧客資産保護とネット・キャピタル・ルール(2)

- 1967-70年のペーパーワーク危機の際の関心は、顧客資産の補償と証券業の安定に向けられ、全体としての金融システムの安定性ではなかった。
- 1980年代末まで、システミック・リスクについての議論はなかった。
 - ・ブラック・マンデー(1987年)の衝撃
 - ・銀行・証券業務の境界の曖昧化
 - ・子会社を利用したデリバティブ取引の活発化
 - ・ドレクセル・バーナム・ランベール社の破綻(1990年)

9

CSEプログラムの導入(1)

- 1990年、ドレクセル・バーナム・ランベール社の倒産 ⇒ 証券市場改革法の成立(the Market Reform Act,証券取引所法17(h)条を追加)。しかし、SECに統合ベースでの持株会社を規制する権限を与えなかった。
- グラム・リーチ・ブライリー法(1999年)により、金融持株会社(FHC)にぶら下げる形での銀行、証券、保険業務の兼業が可能になった。しかし、投資銀行持株会社の監督権限の所在は明確にされなかった。この規制のギャップを埋める必要があった。
- 2002年、EUで金融コングロマリット指令が採択されると、同地域で業務を展開する金融機関が本国で同等の規制を受けていなければEUの規制を受けることになるため、SECは大手投資銀行に対してCSE(Consolidated Supervised Entities)プログラムにより監督の新たな枠組みを導入するとともに、ネット・キャピタル・ルールの適用除外にした。これが、その後、大手投資銀行のレバレッジが大きく上昇する契機になった。

10

CSEプログラムの導入(2)

- CSEプログラムの下で、証券持株会社に対する規制はFRBの銀行持株会社に対する規制に準じるが、二つの点で異なる。一つは、リスク管理およびガバナンス統制が時価会計(mark-to-market accounting)ベースによる。もう一つは、FRBの窓口へのアクセスが認められていないため、流動性の維持を最重要視していることである。
- 今回、大手投資銀行の相次ぐ破綻によりSECの監督規制のあり方が問題にされた。さらに、モルガン・スタンレーとゴールドマン・サックスが銀行持株会社に移行することになったため、CSEプログラムの対象となる5大投資銀行がすべて姿を消し、2008年9月26日に終了することになった。

11

CSEプログラムの内容

- CSEは任意のプログラムで、SECへの申請でネット・キャピタル・ルールの適用除外となることができる。取引・市場規制局(TM, Division of Trading and Markets)が審査し、SECに推薦する。申請者は以下の点についての同意を求められる。
 - ・グループ全体の内部リスク管理システムの維持と文書化
 - ・パーゼル基準と整合的なグループ全体の自己資本比率の維持。CSEは健全な銀行持株会社に対して適用されるFRBの自己資本比率10%未満となることはできない
 - ・少なくとも1年間、資金調達が困難な環境における予想されるキャッシュ・アウトフローに堪えられる十分な流動性の保持
 - ・主たる監督当局を持たない持株会社とその関連会社の文書と記録のSECによる検査
 - ・持株会社あるいは重要な関連会社の財務および業務リスクを評価するのに必要な財務および業務状態についての定期的な報告
 - ・SECの検査を受けない、主たる監督当局を持つ関連会社についての検査報告書の閲覧

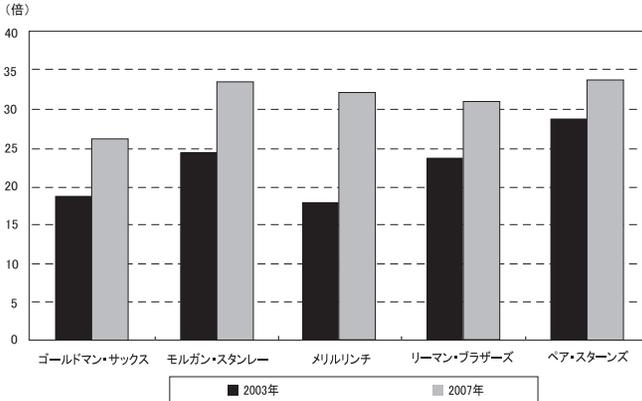
12

CSEプログラムの問題点

- OIG[2008]はCSEプログラムの問題点について検討し、26項目の改善点を勧告している。この内、資本、流動性およびレバレッジについての指摘は次の通りである。
 - ・CSEプログラムの資本基準についてのガイドラインとルールの再評価
 - ・ベアはCSEプログラムの流動性基準を満たしていた → その基準は、時間軸、および資金調達環境についての条件について適切ではなく見直しが必要である。
 - ・CSEプログラムはレバレッジ水準については何も規定していない。このため、大手投資銀行のレバレッジは大手商業銀行のそれに較べれば高レバレッジが特徴になっている(ベアが買収される直前で、33対1)。レバレッジ水準は流動性リスクに影響を与えるので、その上限規制が必要である。

13

CSEプログラム導入前後のレバレッジ(総資産/株主資本)



資料:各社10-K
出所:小立 敬「ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーの銀行持株会社化と監督規制のあり方」、『資本市場クォーターリ』2008年秋号

14

まとめ

- 一この40年間に投資銀行の業務内容は大きく変容した。簡単にいえば、伝統的な発行・引受業務からの収益性が低下し、資本を投入し積極的にリスクを取らざるをえなくなってきたのである。
- 一パートナーの個人的な人脈に支えられたビジネスから、スターを中心としたチームが業績を支えるようになり、その流動化を防ぐために次第に報酬が青天井の状態になった。
- 一歴史的にみて、SECの規制は顧客資産の保護と、(相場操縦やインサイダー取引などの)不正行為の防止に重点が置かれてきた。このため、システミック・リスクの予防や業者の経営の健全性の維持という問題意識は希薄であった。
- 一確かに、CSEプログラムは業者の経営の健全性の維持という点では問題があった。しかし、(独立系(stand-alone)の)投資銀行がすべて消滅するという事態は規制のあり方やそのビジネス・モデルが原因ではない。
商業銀行、GSE、保険会社など、他の大手金融機関も同様に経営危機に追い込まれたのを見れば、個々の金融機関の経営の問題ではなく、マクロ・ブルーデンス政策の問題とみるべきであろう。

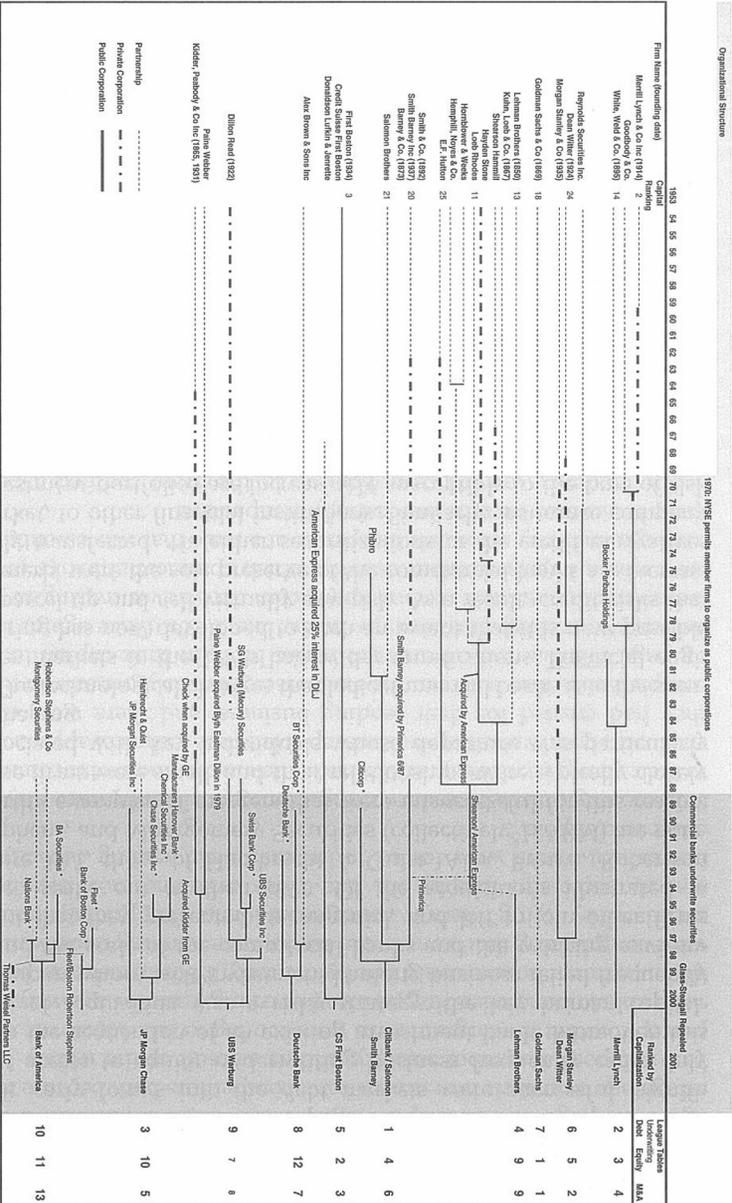
15

参考文献

- ・大山 剛[2009]、『グローバル金融危機後のリスク管理』金融財政事情研究会
- ・日本政策投資銀行ニューヨーク駐在員事務所[2005]、『米国の投資銀行の状況にみる金融・資本市場の流れ』
- ・日本総合研究所[2008]、『投資銀行危機の実相と今後の方向性～デレバレッジと原点回帰のビジネスモデル～』、10月22日
- ・Augar P.[2005], *The Greed Merchants*.
- ・Morrison A.D. and Wilhelm, Jr.W.J.[2007], *Investment Banking: Institutions, Politics, and Law*
- ・Schack J.[2001], "The New Battle for the Bulge", *Institutional Investor*, Aug.
- ・Tully S.[2008], "What's Wrong with and How to Fix it ", in *Fortune*[2008], *Wall Street Special Report*, Apr.14.
- ・US General Accountability Office(GAO)[2008], *Risk-Based Capital*(Report to the Subcommittee on Financial Institutions and Consumer Credit, Committee on Financial Services, House of Representatives), Sep.
_____[2009], *Financial Regulation*(Testimony before the Subcommittee on Securities, Insurance, and Investments, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, US Senate), March 18.
- ・US Securities and Exchange Commission(SEC)[2004], *Final Rule: Alternative Net Capital Requirements for Broker-Dealers That Are Part of Consolidated Supervised Entities*, Release No.34-49830, File No.S7-21-03, June.
_____. Office of Inspector General[2008], *SEC's Oversight of Bear Sterns and Related Entities: The Consolidated Supervised Entity Program*, Report No.446-A, Sep.25.

② 証券

(出所) Morrison & Wilhelm [2007], p.298.



主要証券業者の系譜