

投資銀行とトレーディング

小林 襄治

はじめに

御紹介いただきました小林です。早速、話を進めていきたいと思っています。

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

図表をパワーポイントに取り込めれば良かった

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

一、問題意識

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

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

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

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

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

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

(リーマンの破綻、BSとメリルの買収)

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

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

(トレーディング規制をめぐる動きの進展)

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

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

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

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

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

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

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

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

二、多様化する投資銀行の概念

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

では、「多様化する投資銀行の概念」というところをごらんください。

（語源）

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

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

（旧SIAの分類）

アメリカでは、旧SIA（証券業協会）が、現

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

（エコノミスト誌の分析）

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

（日経新聞記事）

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

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

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

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

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

三、「投資銀行」の収入と投資銀行業収入

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

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

(アメリカ大銀行の部門別収入)

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

「アメリカ大銀行の部門別収入」です。

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

ているところ、そういう二つのタイプがあるということだろうと思います。

(アメリカ大銀行の収入構成)

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

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

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

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

（ゴールドマンの各業務の収入と投資銀行業務の収入ウエート）

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

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

四、投資銀行の歴史概観

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

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

（一九二〇年代の投資銀行と証券子会社）

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

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

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

け、投資銀行のシェアは大きく低下していったことがわかります。

（一九三〇年代の銀行と証券の分離）

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

（一九六〇年代）

ただ、一九六〇年ぐらいになってまいります

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

（一九七〇年代～八〇年代）

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

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

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

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

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

(一九九〇年代)

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

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

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

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

五、投資銀行の理論的把握

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

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

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

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

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

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

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

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

六、アメリカ大手銀行の資産構成

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

(アメリカ大銀行の資産構成)

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

(アメリカ大銀行のデリバティブ資産・負債の構成)

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

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

例えばJPモルガンとゴールドマンを比べる

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

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

七、プリンシパル取引、トレーディング、マーケットメイキング

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

(プリンシパル取引)

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

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

うに決めております。

（トレーディング）

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

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

(ディーリング)

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

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

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

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

（マーケットメイキング）

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

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

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

(アメリカ大銀行のトレーディング収入と関連収

入)

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

(アメリカ大銀行の『トレーディング部門』の収入)

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

大銀行の『トレーディング部門』の収入」です。

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

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

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

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

ついでに、トレーディング収入だけを見ていく

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

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

八、トレーディング規制を巡る動き

(トレーディング資産所要資本の問題点)

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

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

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

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

(ボルカー・ルール)

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

これについては、レジュメ八ページの「トレーディング規制を巡る動き」というところをのぞらん

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

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

(EUリーカネン報告によるトレーディング事業体の分離)

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

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

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

九、バーゼル委員会のトレーディングブック見直し

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

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

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

(計算方式)

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

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

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

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

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

一〇、まとめ

では、今後どうなっていくのか。最後にまとめです。

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

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

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

問題もあります。

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

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

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

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

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

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

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

高坂常務理事 ありがとうございます。

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

質問者 大変懇切丁寧な御説明、解説、ありがとうございます。

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

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

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

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

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

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

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

証でできる仕組みが必要だろうと思います。

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

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

改めまして、小林先生、どうもありがとうございます。
(拍手)

(こばやし じょうじ・当研究所評議員・客員研究員)

(この講演は、平成二六年六月一〇日に開催されました。)

小 林 襄 治 氏

略 歴

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

主要論文

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

翻訳〔共訳〕

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

共著

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

投資銀行とトレーディング

公益財団法人 日本証券経済研究所

証券セミナー 2014年6月10日

東京証券会館

小林襄治(日本証券経済研究所客員研究員)

目次

1. 問題意識
2. 多義化する投資銀行の概念
3. 「投資銀行」の収入と投資銀行業収入
4. 投資銀行の歴史
5. 投資銀行の理論的把握
6. 5大銀行の資産・トレーディング資産
7. トレーディング収入:P取引・トレーディング・マーケットメイキング
8. トレーディング規制を巡る動き:禁止と分離、米英EU・バーゼル
9. バーゼル委員会のトレーディングブック見直し
10. まとめ

1. 問題意識

- ・2008年リーマン破綻、BSとメリルの買収
ゴールドマンとモルスタの銀行持株会社・金融持株会社化
:投資銀行の「消滅」・「挫折」?
- ・トレーディング規制をめぐる動きの進展
ボルカールール、英ヴィッカーズ委員会、EUリーカネン報告
バーゼル銀行監督委員会
- ・曖昧な概念:投資銀行、トレーディング
→概念を「整理」し、投資銀行の役割の再評価

2. 多様化する投資銀行の概念

- ・語源:19世紀末～20世紀初め
- ・伝統的用法:証券のオリジネーション(引受)・販売
+合併のアドバイザー
- ・旧SIAの分類:全国総合証券、大手投資銀行、地方業者等
- ・投資銀行を自称する大手銀行
- ・世界の大手銀行:Economist誌、欧州委員会
- ・トレーディング業務を大規模に展開する機関:リーカネン報告等
- ・小売(リングフェンス)でない銀行:英ヴィッカーズ報告

3. 「投資銀行」の収入と投資銀行業収入

- ・大手米銀の部門構成と収入(資料一2)

- * ホールセール

- 投資銀行部門

- トレーディング部門(投資銀行部門と一体化と分離のケース)

- 資産管理

- * リテール

- 商業銀行、モーゲージ、カード

- ・大手米銀の収入構成(資料一3)

- ・・金利収入:トレーディング資産・証券の収入あり

- ・・非金利収入:

- 投資銀行業

- 資産管理

- 手数料・料金

- プリンシパル取引:トレーディングと投資

- 貸出・預金、モーゲージ・カード等手数料

- 証券ゲイン(銀行勘定証券)

- * 「投資銀行」は部門別でみるとホールセールの投資銀行、トレーディング、資産管理の総体
- * 収入でみると、
 - ・投資銀行業収入は各社ともアニュアル・レポートでは引受・販売手数料とM&Aアドバイザリー
 - ・投資銀行業収入よりもプリンシパル取引収入(トレーディング等)や資産管理収入が大きい
 - ・21世紀初頭の投資銀行ビジネスモデル(GS主導): トレーディングで稼ぐ
 - ・トレーディング資産からの金利収入も大きい
 - ・手数料収入の扱い: トレーディング関連が多い

4. 投資銀行の歴史概観

- ・19世紀末～第一次大戦: 証券発行の引受業者(鉄道証券、JPモーガンとクーン・ローブの時代)
- ・1920年代: 商業銀行の証券子会社・新興勢力の台頭(資料-4)産業証券、公益事業証券、地方債、外債、投資信託会社
- ・1930年代: 銀行と証券の分離、連邦の証券規制業界の再編: モルガン・スタンレーとファースト・ボストンの時代
- ・1960年代～4人組の台頭・業界の再編開始
リテール分売力、トレーディング、バックオフィス問題

1970～80年代：投資銀行（証券業）の躍進と再編

機関化・情報化・国際化・金利自由化・変動相場、手数料自由化・一括登録制
新商品・新市場：レポ、MMMF、証券化商品、デリバティブ、ジャンク、LBO、
ユーロ債、シンジケートローン

1990年代～：商業銀行の証券業務解禁→99年GLB法

80年代のS&L危機、不良債権問題（途上国・不動産・LBO）→各種改革：
89年金融機関改革・再建法・92年預金保険公社・95年州際銀行法
米銀の復活、スーパーリージョナル、大手銀行・外銀による証券業者の買収、
5大投資銀行、大手銀行間の合併

リーマンショック～：2大投資銀行と4大銀行（資料—5, 6）

5. 投資銀行の理論的把握（基本的機能）

- ・Carosso(1970)：貯蓄を長期投資へ、証券のオリジネーション・販売
- ・Bloch(1986)：マーケット・メーカー機能、イノベーターな活動
機関投資家との大規模な独創的取引、M&A、新規証券発行
- ・Marshall and Ellis(1994)：リレーションシップから取引へ
- ・Morrison and Wilhelm(2007)：
暗黙知（アートのスキル）・人的資本・パートナーシップ、
リレーションとレピュテーションの世界から
科学的知識（投資・金融理論）を利用し、公開株式会社で資本力と
リスク管理が重視され、取引（価格・コスト）が中心となる世界へ

6. 米大手銀行の資産構成

- ・資産総額とトレーディング資産(資料ー7)
- ・トレーディング資産の構成(資料ー8)
 - :国債・エージェンシー債、外国国債、モーゲージ(証券化商品)、
地方債、社債、株式、商品、デリバティブ
- ・デリバティブ資産・負債の構成(資料ー9)
 - :金利、クレジット、為替、株式、商品
 - :グロスとネットで規模が大きく異なる、各社順位も異なる

7. 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

- ・プリンシパル取引:本人(自己)としての取引
 - 短期のトレーディング と長期の投資(株式が多い)
- ・プロプライアタリー・トレーディング:
 - * ボルカー・ルールでは:トレーディング勘定に本人として従事。
トレーディング勘定とは、
 - ・短期転売・実際または期待の短期価格変動・短期裁定利潤の
実現・これらポジションのヘッジ、を目的とした売買。
 - ・市場リスク資本ルールの対象ポジションとトレーディングポジション
にある金融商品の売買。
 - * プロプライアタリーでないトレーディングとは？

- ・トレーディングの定義1 (Marshall and Ellis, 1994)
 - * アービトラージ(裁定)取引: 場所(市場間)と時間
 - * スペキュレーション取引: 金利予想と信用予測に基づく取引
- ・トレーディングの定義2
 - * ディーラーの取引(ディーリング)
(日本証券経済研究所編『新版 証券事典』日本経済新聞社1992年、索引に「トレーディング」はない)。
- ・マーケット・メイキング
 - 狭義にはマーケット・メーカーの売買
ディーラーの売買(店頭市場)
 - 広義には、市場形成のすべて、MM・ディーラー・ブローカーの
すべての売買

- ・トレーディング収入の実態(資料ー10, 11)
- ・トレーディング(MM, プリンシパル)収入(売買益)に
トレーディング勘定純金利収入を加える
関連手数料も加えるべき
- ・トレーディング部門の収入としてみるべき
執行、販売・トレーディング収入、市場・投資家サービス等の表現で示される。
伝統的ブローカー・ディーラーの引受・資産管理を除く収入に近いもの。
- * トレーディング資産の規模に応じた収入を各社はあげている。
→大銀行の資本金・資金調達力の優位

8. トレーディング規制を巡る動き

・プロプライアタリー・トレーディングの禁止（ボルカー・ルール：2013年12月5規制機関の最終ルール）

* 原則禁止だが、除外商品・許容活動が多い

除外商品：ローン、外国為替

除外活動：レポ取引、証券貸借、流動性管理取引、清算機関取引等

許容活動：引受・分売。ただし、ポジションは顧客の需要の範囲内、管理体制の確立（取扱い商品、デスクのエクスポージャーの水準等）、報酬

：マーケット・メイキング活動。ただし、デスクの売買・ポジションに制限
顧客の需要の範囲内、管理体制（各デスクの在庫・保有期間等）
報酬

：国債、エージェンシー債、地方債、外国国債。

・トレーディング事業体の分離（リーカネン報告2012年10月）

・ドイツ銀行改革法（2013年2月）：トレーディング業務の分離、HFTやHF等へのエクスポージャーも分離。銀行での引受・マーケットメイキングは可

・フランス銀行改革法（2013年3月）：トレーディング業務・HF等への出資も分離
HFT・農産物取引等は禁止。銀行での引受・マーケットメイキングは可。

・リングフェンスによる小売銀行の隔離（ヴィッカーズ報告2011年9月）

・英国金融サービス（銀行改革）法（2013年12月）

リングフェンスによる小売銀行の隔離

プロプライアタリー・トレーディングについて独立委員会で検討後に

* 分離される業務は少ないのではないか。

9. バーゼル委員会BCBSのトレーディングブック見直し

- (参考)これまでの限界:英国FSAのファンダメンタル・レビュー等(資料ー12)
:リスクウェイトの過小評価・内部モデルに依存・銀行ごとに相違等

1)トレーディング・ブックと銀行ブックの境界確定

- ・銀行の自主的判断から委員会のガイダンス:トレーディング勘定資産、MM関連、引受関連、上場株式・ファンドへの投資、空売り、オプション
- ・勘定間の移動は認めず
- ・Tブックの日々へ洗い・損益算定
- ・同一タイプの資産は両ブックとも同一の資本要件になるように
- ・報告義務(境界方針・在庫・保有限度・流動性等)

2)内部モデル(VaR等)方式の制限

- ・当局の承認の厳格化
- ・証券化エクスポーチャーは標準化方式で
- ・モデルはデスクレベルで、日々のバックテスト
- ・標準化方式でも計算・下限に(各社を比較可能にする)

3)改訂標準方式の特徴

- ・原則:単純・透明・一貫、リスク感度の向上、信頼できる測定、
モデル依存の制限・フォールバック
- ・部分リスク要因方式の導入:一般金利リスク、為替リスク、株式リスク、
商品リスク、信用スプレッドリスク(非証券化と証券化)、
デフォルトリスク(非証券化と証券化)、オプション・ノンデルタリスク

- ・計算方式(資料－13:金利と株式)
 - ・・リスク要因ごとに資産を配分(2重・3重の計算も)
 - ・・資産をリスクバケット(最大12)に配分
 - ・・バケットごとに、委員会が定める単一のリスクウェイト、
2つの相関係数を使い公式でリスク集計
 - ・・バケット全体の合計
- 4) 開示要件の厳格化
 - 境界・デスクの構造、T資産の構成、デスクレベルで

- *** これまで計算と比べた特徴
 - ・証券化と非証券化の区別
 - ・デフォルトリスクへの追加賦課
 - ・流動性ホライゾン(エクスポージャー消滅での期間)の多様化
10日から1年間までへ
 - ・ストレス時のリスクを強調
 - ・VaRからExpected Shortfall(予想不足、損失可能性)
 - ・内部モデルより標準化モデル
 - ・ヘッジ・分散によるリスク軽減効果の限定

10. まとめ

*トレーディング規制

- ・トレーディングの禁止・分離の影響は意外と少ない。
 - 引受・マーケットメイキングの容認、除外分野も大きい
- ・マーケット・メイキングの定義は不明、トレーディングとどこで区別？
- ・バーゼル委員会のトレーディングブックとの整合性？
- ・バーゼル委員会の所要資本の影響？
 - トレーディング業務の透明性を高めるが、業者等のコストは？
- ・規制の曖昧さ(未確定部分)と低金利状態ではトレーディングへのインセンティブは小さい
- 債券(とくに社債・民間MBS)流通市場の低迷？
 - 特定業者への集中の進展、マッチング・システムへの移行？

* 投資銀行の将来:

- ・大手商業銀行系の優位
- ・リストラ中の大銀行も少なくない
- ・イノベティブな活動の縮小
- ・規制でトレーディング(マーケット・メイキング)の魅力低下
- ・新たなビジネスモデルの模索
- ・ブティック型業者の活躍？
- ・ファンド・シャドーバンクの台頭

投資銀行とトレーディング

資料・図表一覧（証券セミナー「投資銀行とトレーディング」）

資料—1 多様化する投資銀行の概念

* The Economist, Special Report on International Banking', May 11th 2013

- ① 投資銀行の収入で見た世界シェア
- ② 資本市場・投資銀行業収入
- ③ 投資銀行の総収入

* 日経新聞「13 投資銀行」（2013、7.2）。『脱投資銀行』（2014、5.3）。

資料—2 アメリカ大銀行の部門別収入

ゴールドマンの部門別収入推移（金本悠希「銀証攻防の米国金融市場 40 年史」『エコノミスト』2009 年 6.23.

資料—3 アメリカ大銀行の収入構成

資料—4 1920 年代の投資銀行と証券子会社

（森果『講座 帝国主義の研究 アメリカ資本主義』青木書店 1973）

資料—5 米国投資銀行業の再編

（山下正明氏作成・東大経済大学院ゼミ 0B 会報告）

資料—6 米国四大銀行の誕生

（山下正明氏作成・東大経済大学院ゼミ 0B 会報告）

資料—7 アメリカ大銀行の資産構成

資料—8 アメリカ大銀行のトレーディング資産の構成

資料—9 アメリカ大銀行のデリバティブ資産・負債の構成

資料—10 アメリカ大銀行のトレーディング収入と関連収入

資料—11 アメリカ大銀行の「トレーディング部門」の収入

資料—12 トレーディング資産所要資本の問題点（FSA, Fundamental Review）

資料—13 バーゼル委員会市場リスク（トレーディング勘定資本）測定方法

参考文献—1（投資銀行関連）

参考文献—2（トレーディング規制関連）

市場の状況次第で
ゴールドマンに追い風
面もあるだろう

投資銀行とトレーディング

資料—2 アメリカ大銀行の部門別収入

ゴールドマンの部門別収入推移（金本悠希「銀証攻防の米国金融市場 40 年史」『エコノミスト』2009 年 6. 23.

証券経済研究 第85号（2014. 3）

図表11 アメリカ大銀行の部門別収入

（2012年、100万ドル）

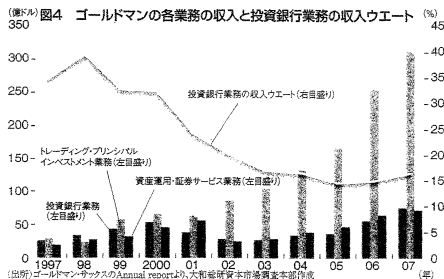
	ゴールドマン・サックス	モーガン・スタンレー	JP モーガン・チェイス	バンク・オブ・アメリカ	シティ・グループ
投資銀行部門	Investment Banking 4, 926 Investing & Lending 5, 891	Institutional Securities 10, 553	Corporate & Investment Bank 34, 326	Global Banking 17, 307	Securities and Banking 19, 743
トレーディング部門	Institutional Client Services 18, 124	Institutional Securities	Corporate & Investment Bank	Global Markets 13, 519	Securities and Banking
資産管理	Investment Management 5, 222	Global Wealth Management Group 13, 516 Asset Management 2, 219	Asset Management 9, 946	Global Wealth & Investment Management 16, 517	Transaction Services 10, 857
商業銀行			Consumer & Business Banking 17, 212	Consumer & Business Banking 29, 023	Global Consumer Banking 40, 214
モーゲージ			Mortgage Banking 13, 963	Consumer Real Estate Services 8, 759	
カード			Card 18, 770		
本社・調整項目		-176	-1, 152 Private Equity 796	-1, 691	192 Citigroup Holdings -833
純収入合計	34, 163	26, 112	97, 031 (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。



資料—3 アメリカ大銀行の収入構成

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・ 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	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。

投資銀行とトレーディング

資料－4 1920年代の投資銀行と証券子会社

(森果『講座 帝国主義の研究 アメリカ資本主義』青木書店 1973)

投資銀行とトレーディング業務

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 (100万ドル)	発起件数	商業銀行証券子会社	発起量 (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.	1,069	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〕 森果『第2次第一次大戦～1920年代のアメリカ資本主義』表33より。
宇野弘藏監修『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 (100万ドル)	比率 (%)	証券子会社 (100万ドル)	比率 (%)	商業銀行 (100万ドル)	比率 (%)	総計 (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.

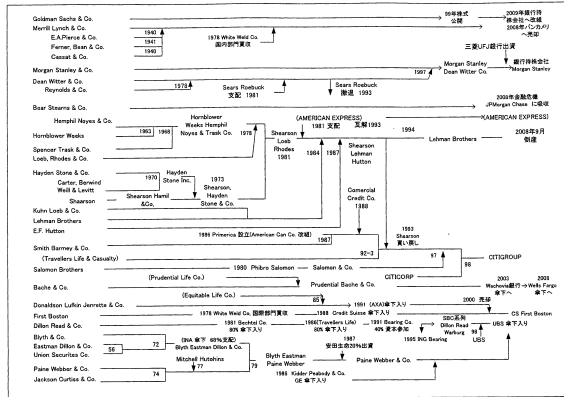
資料—5 米国投資銀行業の再編

(山下正明氏作成・東大経済大学院ゼミ 08 会報告)

資料—6 米国四大銀行の誕生

証券経済研究 第85号 (2014.3)

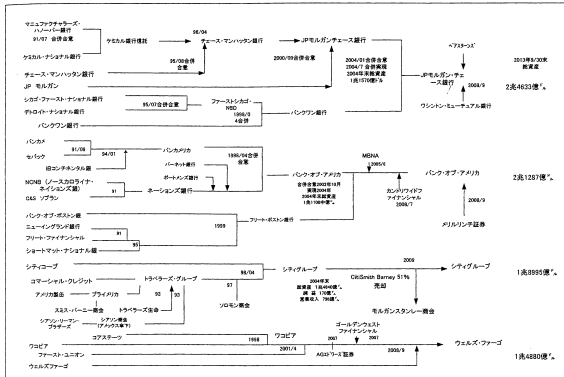
図表1 米国投資銀行業の再編成



(出所) 山下正明氏が各種資料から作成 (注14参照)。

証券経済研究 第85号 (2014.3)

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)。

投資銀行とトレーディング

資料—7 アメリカ大銀行の資産構成

資料—8 アメリカ大銀行のトレーディング資産の構成

投資銀行とトレーディング業務

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・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)
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・滞滞利子	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。

証券経済研究 第85号 (2014.3)

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
その他債券					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。

資料－9 アメリカ大銀行のデリバティブ資産・負債の構成

投資銀行とトレーディング業務

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・ 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)
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
ネットティング						
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。

投資銀行とトレーディング

資料—10 アメリカ大銀行のトレーディング収入と関連収入

投資銀行とトレーディング業務

(2012年、100万ドル)

図表12 アメリカ大銀行の「トレーディング部門」の収入

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)	モロガン・スタクレー	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)	
マセック・マイキング	トレディング	プリシパルの取引	トレディング勘定期間	5,870	プリシパルの取引
手数料・料金	手数料・料金	4,257		トレディング	関連手数料
3,161					2,296
純金収入	純金収入	-199	トレディング勘定	3,337	トレディング勘定
3,880			純金収入	9,207	純金収入
小計	小計	11,049	14,575	小計	13,600
(参考資料：金利収入の構成)					
金利収入	金利収入	5,725	金利収入	57,400	金利収入
11,381			56,063		68,138
	貸出		35,832	貸出 (料金を含む)	48,544
	証券		7,959	債券証券	7,525
	トレディング資産		9,039	トレディング資産	6,802
	FF・レボ・他		3,253	FF・レボ・他	5,267
7,301	金利費用	5,924	11,153	金利費用	20,535
				16,744	
				1,763	トレディング勘定
			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利収入は金利費用控除後。

資料—11 アメリカ大銀行の「トレーディング部門」の収入

証券経済研究 第85号 (2014.3)

B) トレーディング部門の収入		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)	
ゴールドマン・サックス (GS)		Institutional Securities		Corporate & Investment Bank		Global Markets		Securities and Banking	
Institutional Client Services		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	
		証券・トレーディング収入		市場・投資家サービス		証券・トレーディング収入		証券・トレーディング収入	
FICC 顧客執行	9,914	固定・トレーディング収入	6,210	市場・投資家サービス	22,977	固定・トレーディング収入	11,826	固定・トレーディング収入	13,961
株式顧客執行	3,171	固定・トレーディング収入	2,358	固定・トレーディング収入	15,412	FICC	8,812	固定・トレーディング収入	2,418
手数料・料金	3,053	株式	4,347	株式市場	4,406	株式	3,014	株式市場	
証券サービス	1,986	その他	-495	証券サービス	4,000				
株式合計	8,210			DVA/CVA 調整等	-841			DVA/CVA 調整等	-2,487
		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	トレージャー・サービス	4,249			その他	-1,101
純収入合計	18,124	純収入合計	10,553	純収入合計	34,326	純収入合計	13,519	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	トレーディング調整利益	5,706		
MS Global Wealth Management G.		純金収入	-1,786	純金収入	11,222	純金収入	3,310		
資産管理	7,288	手数料・料金	1,999	貸出・預金関連	1,948	貸付・ローカー・サービス	1,820		
投資銀行業	836	資産管理	144	資産管理	4,693				
その他	326	投資銀行業	3,929	投資銀行業	5,769	投資銀行業	2,214		
トレーディング	1,193	投資・その他	414	その他	1,184	その他	469		
純金収入	1,612								
手数料料金	2,261								
純収入合計	13,516								

(注) モーガン・スタンレー Institutional Securities の調整、トレーディング収入は DVA 調整前10.02である。

バンク・オブ・アメリカ Global Markets の調整、トレーディング収入は DVA 調整前11.27である。

シティグループ Global Markets の調整、トレーディング収入は DVA 調整前11.27である。

(出所) 各社の2012年 Annual Report より。

投資銀行とトレーディング

資料—12 トレーディング資産所要資本の問題点 (FSA, 2010)

Figure 3.5 Trading book assets and capital 2007: examples

	Market risk capital requirement as percentage of trading assets	Trading assets as percentage of total assets	Trading/Market risk capital as percentage of total capital requirements
Bank 1	0.4	34.0	11.0
Bank 2	0.4	28.0	7.0
Bank 3	0.1	57.0	4.0
Bank 4	1.1	27.0	7.0

Source: BIS estimates from bank annual reports

資料 - 13 BCBS の市場リスク測定方法

* 一般金利リスク

- (1) 利回り曲線を用いて割引キャッシュフローの計算
- (2) 割引キャッシュフローを各測定時点 (vertex) に配分
測定時点 : 3 か月、6 か月、1、2、3、5、10、20、30 年。
リスクウェイト (%) : 0.4、0.8、1.5、2.5、3.5、10、15、20、30。
- (3) 各時点のロングとショートとの相殺
- (4) 各通貨ごとに公式にしたがって、所要資本の計算 : ヘッジ・分散は相関係数で考慮
- (5) 通貨全体の合計、相関係数 0.5

* 株式リスク

- (1) 同一銘柄のロングとショートとの相殺
- (2) 10 のバケットに分類、リスクウェイトをかける
- (3) 各バケットごとに公式にしたがって計算。ヘッジ・分散は相関係数で考慮。
- (4) バケット全体の合計。バケット間のヘッジ・分散は相関係数で考慮。

主要参考文献-1 (投資銀行関連)

*金融資本分析・通史等

- 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).
呉天降 (1971)、『アメリカ金融資本成立史』有斐閣。
森果 (1973)、「第一次大戦～1920年代のアメリカ資本主義」、宇野弘蔵監修『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.カロッソ (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)。
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.
Tian-Kang, Go(1999), *American Commercial Banks in Corporate Finance 1929-1941*, Carland Publishing, Inc.
エドウィン・J・パーキンス (2001)、野尻哲史訳『ウォール街を蘇らせた男 チャールズ・メリル』東洋経済。
三谷進 (2001)、『アメリカ投資信託の形成と展開』日本評論社。
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.

*1970, 80年代の発展と変貌

- ヘイズ / スペンズ / 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・オーレッタ (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。
柴田武男「アメリカ資本市場におけるジャンクボンド発行の意味—委員会報告を中心に」『証券研究』80巻、1987年。
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。

投資銀行とトレーディング

マイケル・ルイス（1990）、東江一紀訳『ライアーズ・ボーカー 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。

（Ernest Bloch, *Inside Investment Banking*, D.J.I.1986, Second Ed.,1988）

John F. Marshall and M.E. Ellis, *Investment Banking and Brokerage*, Kolb Publishing Company, 1994.

*90年以降の再編～

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。

佐賀卓雄（1998）、『メリルリンチの真実一動き出したウォール街の対日戦略』日本短波放送

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。

リサ・エンドリック（1999）、斎藤聖美訳『ゴールドマン・サックス 世界最強の投資銀行』早川書房。

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。

‘Special Report: International Banking’, *The Economist*, May 11th, 2013.

小林襄治「投資銀行とトレーディング業務」『証券経済研究』第85号、2014年3月。

*その他

証券団体協議会・野村総研等の証券・銀行系研究所のレポート

参考文献—2 (トレーディング規制)

Financial Services Authority, *The prudential regime for trading activities: A fundamental review (Discussion Paper 10/4)*, August 2010.

小林襄治「英国の銀行改革(独立銀行委員会報告)ー大きすぎて救えない、リングフェンスと最低17%の損失吸収資本」『証券レビュー』第52巻第3号、2012年3月。

High Level Expert Group on reforming the structure of EU banking sector, *FINAL REPORT*, Brussels, October 2012.(田中素香監訳「エルッキ・リーカネンを座長とするハイレベル・エキスパートグループ著 EU 銀行業部門の改革に関する報告書ーリーカネン報告」中央大学経済学研究会『経済学論纂』第55巻第1号)。

中川辰洋「フランス銀行改革の意義と問題点ー銀行規制・監督体制は強化されるか」『証券経済研究』第82号、2013年6月。

藤澤利治「国際金融危機とドイツ銀行制度改革ー金融危機再発防止の試み」『証券経済研究』第82号、2013年6月。

高橋和也「欧州の投資銀行業と銀行構造改革ーリーカネン報告へのドイツ銀行の対応」『証券レビュー』第53巻第11号、2013年11月。

Basel Committee on Banking Supervision, *Fundamental review of the trading book: A revised market risk framework*, Consultative Document, October 2013.

All Agencies, *Text of the Final Common Rules* (the Volker Rule), December 2013.