

「自己勘定取引は多くの銀行家や専門家が言うよりも重大な取引である」(2010—02)
J.クロッテイ G.エプシュタイン I.レビナ

I はじめに

ヴォルカー・ルール——銀行と銀行持ち株会社によるリスクな自己勘定取引とヘッジファンド/投資ファンド所有に対する公的金融支援を削減するための一連の提案——に対するオバマ大統領の支持は、銀行家、経済学者、政策担当者の間におおきな反発を引き起こしている。もっとも強烈で定型的な反発は銀行業界からのもので、大半のビジネスプレスや多くの共和党議員がこれに無批判に賛同している。かれらの反応は、二重である。第一は、自己勘定取引は今回の金融危機とは関係がなく、その制限は危機の再発防止に役立たないということであり、第二は、自己勘定取引は銀行の収益のごく小さな割合を占めるだけで、それほど重要ではないということである。

要するにこれら二つの主張の含意は、自己勘定取引は重要性の少ない業務であり、政治的な議論をする価値はないということである。

これらに対して、第三の議論は、多くのブログ解説者、経済学者、さらに若干の金融アナリストなどによるもので、ヴォルカーの提案は非常に限定されたもので、銀行は容易にその規制を回避できる、さらに、投資銀行と他のシャドー金融セクターは、さまざまなリスクで危険な活動を企て、その結果システムの崩壊と納税者の負担による救済を招くというものである。この主張によれば、ヴォルカー・ルールは相当程度強化・拡張され、投資銀行、ヘッジファンドその他の金融セクターをカバーし、システムのリスクを実質的に減少させ、招来の金融救済で納税者が莫大な負担を強いられる可能性を大きく低下させる必要があるということになる。

本稿では、従来の銀行界の認識が誤っていることを主張する。第一に、自己勘定取引は、正確に定義され適用される場合には、今回の危機と大いに関係している。われわれは、自己勘定投資と自己勘定取引が大規模で、危機に重大な影響を及ぼしたことを裏付けるいくつかの傍証を提示する。たとえば、2008年4月の中ごろ、大規模銀行は、監督機関も他の利害関係者も顧客取引を促進するための単なる在庫と信じていたスーパーシニアCDOの自己勘定保有で、2300億ドルの損失を被った。もしも、大雑把に、この損失が簿価の3分の1であると仮定すると、銀行はこれらの極めてリスクな資産を7500億ドル近くも保有していたことになる。したがって、明らかに、自己勘定取引は、正しく定義されるなら、今回の危機の重要な原因である。第二に、われわれは、このタイプの取引と投資が大手銀行の決算において、銀行と銀行アナリストが報告し、メディアが繰り返しているよりも、はるかに重要な要因であるという概算を提示する。

同時に、ヴォルカー・ルールが本当に役立つためには、とくに大手投資銀行とシャド

一バンキングセクターに拡大され強化される必要があるという一部の主張は確かに正当である。

Ⅱ 自己勘定取引とは何か

ヴォルカー・ルールの目的は、金融機関が高度にリスクな活動に従事し、自分自身と、金融システム、さらに最終的には全経済を納税者の保護された資金もろとも不安定化させ、その結果納税者の負担による大規模救済を招く余地を規制するためのものである。このルールは、直接・間接に納税者による保証を受けている金融機関が、投資ファンドやヘッジファンドと同類のリスク取り入れ/投機/ギャンブルに走るのを阻止することを目指している。すでに明らかにされているように、このルールは、これらの金融機関が投資ファンドとヘッジファンドを保有するのを禁じ、これによって自己勘定取引を排除することで目的を達しようとするものである。これに関連して、自己勘定取引をどう定義すべきかをめぐり、多くの混乱がある。

このルールの目的に照らせば、自己勘定取引という名称が不適切であることを認識することが問題をはっきりさせるのに資するであろう。金融機関にとって危険なのは、取引それ自体ではなく、自己勘定でポジションをとること、および自己勘定での投資である。もちろん、これらの金融機関が顧客と自社のための取引のやり方次第では、金融全体に不安定性とリスクを引き起こす可能性がある。しかし、金融機関自体に不安定性とリスクをもたらすのは、投資とポジションテーキングである。これらの投資とポジションの価値が低落し、あるいは、流動性の枯渇によってこれらの資金が手当てできなくなれば、ポジションは急速に価値を喪失し、金融機関を危険にさらすことになる。もしも銀行が非常に大規模で高度に結び合わさっていれば、そうした事態が経済全体を危険にさらし、その結果 Too-Big-To-Fail 金融機関は政府による救済を余儀なくさせる。次節で述べるように、これこそ今回の危機で起きたことである。

現在の混乱の一部は、また、自己勘定取引と投資に関するデータ、および、こうした取引が生み出す利益に関するデータがきわめて曖昧模糊としていることによっても引き起こされている。トレーディング収益は、大抵のデータソースでは、次の三つの要素から構成されている。1) 自己勘定でのトレーディング 2) 顧客のためのトレーディング および 3) マーケット・メーカーである。実際には、これら三つの要素は密接に結びついており、それらすべてが、直接あるいは間接に、自己勘定でのなんらかのトレーディング、投資、ポジションテーキングを含んでいる。しかし、データの開示基準があまりにも緩いため、公衆が、さらにおそらくは監督機関自身も、これらの活動の性格と規模を理解することができない。たとえば、以下に述べるように、多くの自己勘定取引が、銀行のトレーディングブックでは、顧客のためのトレーディングとして偽装され、隠ぺいされているのである。

納税者と経済全体にとってのこうしたリスクを減少させるための絶対不可欠の措置は、情報開示と会計的透明性を根本的に高めなければならないことである。とくに、会計

基準を大幅に変更し、監督機関が金融機関の自己勘定取引とポジションをより良く理解できるように、帳簿をリアルタイムで調べる権限の強化を図ることである。

Ⅲ 自己勘定投資と自己勘定取引はシステムの破たん要因である

投資銀行によるリスクな自己勘定投資は、投資銀行からのアドバイスで投資決定する顧客のためのトレーディングとならんで、バブル期における証券価格の上昇圧力を維持する主要な力である。実際、巨額のトレーディングブックを管理することで、銀行は顧客の取引パターンに関するインサイダー情報を手に入れ、その情報を先回りして利用し、市場のトレンドを維持することができる。さらに、銀行は、その多くはレポ取引の方法で巨額の短期資金を借り入れ、自分の取引にレバレッジをかけ、取引の執行を銀行にゆだねているヘッジファンドその他の顧客に融資する。このような取引を支えるためにレバレッジを引き上げることは、システムリスクを作り出す。

さらに重要なことに、銀行はマーケットメーカーとして、見かけ上は取引を容易にするために、巨額の証券在庫を抱えているが、これらの在庫のかなりな割合は、マーケットメーカー在庫として隠ぺいされた自己勘定投資なのである。2008年までに、銀行のトレーディングブックには、何千億ドルもの偽装された自己勘定投資がはめ込まれていた。銀行のトレーディングブックにリスクな金融資産が積み上げられた理由の一つは、不適切な規制がそれを促進したためである。バーゼルⅠのもとでは、バランスシート上でのローンに課される自己資本比率は、銀行が自己勘定目的、つまり非長期保有と宣言した資産に対するよりもはるかに高率であった。このことから、銀行は自分が作り出した格付けAAAの債務担保証券(CDO)の80%を自社保有する強い誘因を与えられた。しかし、銀行が自社のトレーディングブックに積み上げた資産は、実際には長期保有で、流動性に欠け、危機が発生すれば価格が暴落するリスクな資産であった。フィナンシャル・タイムズの資本市場担当上級アナリストであるジリアン・テットは、この現象を次のように説明している。

「バーゼル規制は、銀行が貸し出しのデフォルトリスクに備えて巨額の資本準備を保有することを義務付けているが、トレーディングブックで保有する資産については、銀行がいわゆるVAR(ヴァリュー・アト・リスク 見積もりリスク 高田)にもとづいて低リスク資産として分類するだけで、わずかの資本準備しか要求しない。監督機関の専門家によれば、近年銀行のトレーディングブックに保有される資産の割合が急激に上昇しており、その割合はしばしば50%以上に達しているが、これはこうした保有に好都合な規制運用に原因がある…。2008年4月、FSF(金融安定化フォーラム)は、グローバルに活動する銀行のトレーディング資産は近年二桁の速さで増大し、いくつかの事例では、銀行の総資産の半分以上を占めている、と述べた」

これに続く記事で、テットは、大手銀行がリスクな自己勘定投資を積み上げるためにトレーディングブックをどれほど無分別に利用するようになっているかを明らかにし

ている。

「(スイスの銀行 高田)UBSの苦境は、とりわけ悲惨な警告となっている。UBSは、いわゆるスーパーシニアトランシュのCDOを、おそらく投資家に売りさばく目的で(本当に売りさばけると考えていたか否かは明らかではないが)ひそかに何百億ドルもトレーディングブックに積み上げていた。同行は、これらの証券の市況が悪化した場合に備えてほとんど準備の積み立てをしていなかったが、それは、自社のモデルによれば、損失が発生するリスクは無視できるほど小さかったからである。昨年末にこれらスーパーシニアトランシュが30%もの価格下落を被ったとき、トレーディングブックには100億ドルを超える損失が発生したが、同行はこれに対して何も準備していなかった。

2008年4月中旬までに、銀行全体で、自己勘定保有のスーパーシニアCDOから約2300億ドルの損失を被ったが、これらの証券は、監督機関と他の利害関係者が、単に顧客取引を容易にするための在庫とばかり信じていたものであった。この損失は、7500億ドルのリスクな資産から発生したものである。明らかに、自己勘定取引は、今回の危機の主要な原因である。

IV 自己勘定取引・投資は考えられているよりも大きい

この莫大な損失にも関わらず、ヴォルカー・ルールが公表されて何日もたたないうちに、メディアは、自己勘定取引は非常に少額で心配にはあたらないとする銀行アナリストのデータにもとづく話を撒き散らしている。

ゴールドマン・サックスのCFOであるデイビッド・ヴィーニアは、ロイターによれば、次のように述べている。「ゴールドマンは自己勘定取引を行っているが、それは収益全体の10%程度である」2010年1月21日付けウォールストリートジャーナル紙は典型的であるが、それによれば、自己勘定取引はゴールドマンでほぼ10%、シティは5%、モルガン・スタンレーは5%以下、バンク・オブ・アメリカとJPモルガンは1%以下となっている。ジェイソン・ツバイグは、ウォールストリートジャーナルに、「それは、銀行にとって小さなジャガイモ(金銭の意 高田)にすぎない」と記したとき、大方の見方を反映していたのである。

銀行がこの見方を広めたい気持ちは理解できる。第一に、かれらは先日ヴォルカー・ルールが公表されたときに打撃を受けた銀行株価を維持したいのである。第二に、かれらは自己勘定取引が非常に少額で心配する必要がないと言いたいのである。

これらの広く引用されている数値が低すぎることを示す強力な証拠がある。前節でわれわれは銀行のトレーディングブックに莫大な自己勘定投資が隠されていること、また実際には、それらが銀行のバランスシートの多くの項目に分散されている可能性があることを示唆した。もっと最近になって、優秀な金融ジャーナリストが銀行家とのインタビューで得た個別情報も存在する。たとえば、アンドルー・ロス・ソーキン、ダボス

からつぎのように伝えている。「グローバルに活動する銀行のトップ経営者が私に述べたところでは、「君たちが耳にしている金額はわれわれが顧客にからんで行っている投資の全額を含んでいない。誰もそれについて語らない。それははるかに巨額である」

すでに指摘したように、データの中のたくさんの顧客がらみの取引を区別するのは不可能で、やろうとしても無駄である。多くの顧客取引は、自己勘定取引とからんで、そして、自己勘定取引の促進のため、および手数料目的で行われる。多くの場合、これは、原理的にも、データの評価としても、虚偽の区別である。

トレーディング収益

他の人も指摘しているように、公に利用可能なデータはまったく不明朗なものである。このために、ゴールドマン・サックスのような大手投資銀行や、シティのような商業銀行が自己勘定取引でどれほどの収益をあげているのか正確に算出することは不可能である。しかし、十分に詮索してみると、いくらか大雑把な推計が可能である。トレーディング収益は、ほとんどデータソースで、三つの要素から構成されると定義されている。1) 自己勘定でのトレーディング 2) 顧客のためのトレーディング 3) マーケット・メーカーである。実際には、これら三つの要素は密接に関連し、いずれもが、直接・間接に、銀行の自己勘定でのトレーディング、投資、ポジション・テーキングを含んでいる。あるロイターのブログが、明らかな事例を提示している。「多くの場合、顧客取引はとくにトレーディング収益を増進するために行われる。たとえば、投資銀行がヨーロッパで資産担保証券やモーゲッジ担保証券を引き受ける最大の動機は、うま味のある通貨・金利スワップを販売するためである」グレッチェン・モーゲンソンとルイズ・ストーリーがニューヨークタイムズに寄稿した、AIGを最終的に破滅に追い込んだ、ゴールドマン・サックスとAIGの間でのCDS払い戻しに関する記事が、具体的な事例を提供している。「これらのCDS取引では、多くの場合、ゴールドマンは第三者のために取引をして手数料をとっていた。モーゲッジ市場が変調をきたすと、ゴールドマンはこれら第三者に幾分の支払いをなし、AIGが約束を果たすのを待っていた」両者は、この取引をしながら、同時に自己勘定でのCDS取引も行っており、これらはどうしようもないほど絡まりあっていた。

二次資料からとったデータが、しばしば引用されるパーセンテージが低すぎることを明らかにしている。たとえば、モリソンとウィルヘルムは、2007年にゴールドマン・サックスがトレーディングと自己勘定投資からの収益が310億ドルにのぼり、これはこの年の純収益の68%に相当すると報じている。したがって、ゴールドマンがいうところの10%という数値には首をひねらざるを得ない。

データをより立ち入って吟味すると、どこからこんな小さな数値が引き出されたのかがうかがわれる。そうすることでまた、この種の活動が収益に占める割合を評価するた

めの基準が提供される。まず第一に、後述するように、広く報じられているデータはバブル最盛期ではなく、2008年あるいは2009年という危機の年から取られている。しかし、厳格な基準の設定が将来の問題を予防する効果を評価したいのであれば、データは危機以前から取った方がより適切であろう。第二に、参照されている収益シェアは、租収益であり、純収益ではない。租収益は金額が大きいから、シェアが小さくなるのは当然である。しかし、俸給、ボーナス、利潤などに分割され、銀行家と株主が本当に関心を払うのは純収益であるから、純収益に照らした方がはるかに適切である。第三に、広く引用されている評価は、まず間違いなく、自己勘定取引を可能な限りもっとも狭義に見積もっており、トレーディング、ポジション・テーキングおよび投資に関して、自己勘定、顧客勘定、マーケット・メイキングの間の線引きがしばしば恣意的であるという事情には、目をつむっている。

データ

これらの点を例証するために、ここで三つの銀行（ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、シティ）のトレーディングについて大雑把な計算を試みたい。元データの解析がきわめて難しいので、この計算はまったくの概算と見てほしいが、われわれの論点の例証としては正確なものとして信じている。

まず、モルガン・スタンレーから取り上げる。データが示すところでは、2008年モルガン・スタンレーのトレーディングおよび投資収益は、メディアが広く報道しているように、全収益の約2%となっている。われわれは、この数値がまさに狭義に定義された自己勘定取引であると言おうとしているのではない。しかし、モルガン・スタンレーの2008年の租収益が2%という基本的数値は、他の推計値同様、われわれのデータがメディア報道のもとになっている推計と食い違っていないことを示している。

さて、この2%という数値は、金融システムが崩壊した2008年の数値であることに注意してほしい。これに対して、バブル最盛期の2006年では、この数値が19%以上であったことにも注意が必要である。

次の論点は、総収益あるいは租収益というのは適切な数値ではないということである。金利費用を計算にいれない総収益と、金利費用を差し引いた純収益を区別することが重要である。株主の利潤と銀行家の俸給は、租収益ではなく、純収益から支払われる。純収益こそ、銀行が本当に気にしている数値である。純収益に対するトレーディング収入の割合は、2008年には5.1%で、これは2006年のブーム期の数値の45%以上である。

モルガン・スタンレーの事例のさらに興味深い点は、投資収入とトレーディング収入を仕分けできるデータが含まれていることである。注意すべきことは、同社の2008年の大きな損失が、投資勘定から発生しているということである。

同様のことが、ゴールドマン・サックスについてもいえる。2008年、租収益に対するト

レーディング収入の割合は、同社がメディアを通じて公表しているように、10%台である。われわれの数値にもとづいてもっと正確に言えば、それは約15%である。しかし、ブーム期の2006年では、それは租収益の約3分の1、ほとんど35%である。さらに、もっと適切な基準、すなわち純収益に対する割合で言えば、2008年で36%、2006年と2007年では、64%というとても高い高さである。

シティの場合、われわれの数値は、モルガン・スタンレーやゴールドマン・サックスにくらべてやや大雑把になるが、興味深い点を明らかにできる程度には正確である。バブル期である2006年の、租収益に対するトレーディングおよび投資収益の割合はわずか5%であり、この数値は多くのメディアが報道している。もし、より適切な純収益を分母にすれば、数値は9%以上に跳ね上がる。

興味深いことに、トレーディングおよび投資損益は、金融崩壊期におけるシティの収益の落ち込みに大きく貢献している。たとえば2008年、トレーディングと自己勘定投資で発生した損失は、租収益の20%、純収益の40%以上に達している。もしもこれらのトレーディング関係の損失を租収益と純収益の減少額と比較すると、その割合はさらに高くなる。たとえば、2007年から2008年の間、シティ・グループの総収益は500億ドル近く減少し、純収益は260億ドル近く減少した。2008年、同グループは220億ドルの損失を出し、それは、租収益の減少の44%、純収益の減少の80%に相当する。自己勘定取引は危機の原因ではなかったという銀行家や専門家の言説とは逆に、今回の納税者による救済を余儀なくし、また、われわれ多くが金融危機と呼ぶ事態が意味する問題を引き起こしたのは、まさしくこの損失に他ならないのである。

V 結論

トレーディングと自己勘定投資は、銀行の収益及び損失にとって、銀行家やメディアが指摘するよりもはるかに大きな重要性をもっている。自己勘定でのトレーディングと投資を、しばしば銀行の自己勘定投資やポジション・テーキングと絡み合っているマーケット・メーカーおよび顧客のための取引から区別することは事実上不可能である。自己勘定取引をきわめて限定的に定義することによって、銀行は容易に、投資、ポジション・テーキングおよび収入を、規制によって制限をうけないどこかに移転することができる。したがって、ヴォルカー・ルールは、成功をおさめようとするのであれば、これらについて、広義の定義を適用しなければならない。

さらに、多くの論者が指摘しているように、ヴォルカー・ルールは、本当にシステミックな危険性を減少させようとするなら、他の面でも拡張されなければならない。なかでも重要なことは、規制を投資銀行本体に拡大することであり、さらに、銀行家や専門家の言説とは逆に金融崩壊の要因になったシャドバンキングとそれに類する金融分野にも拡大することである。

しかしながら、会計基準と情報開示制度について徹底的な改革がなければ、これらど

れ一つとして可能にはならないであろう。われわれも監督機関も、金融機関の投資とポジションの量及び質に関して、十分な情報を持っていない。この情報を得るためには、会計基準と情報開示義務を大幅に強化し、それを、監督機関による綿密かつ直接的な財務検査によって補完することが必要である。これなしには、銀行は、事実上どのようなルールがつくられようとも、トレーディング、投資、ポジションに関するデータを恣意的に操作することができるであろう。