

公正価値会計と トレーディング活動の拡大・投機化（2・完）

新 祖 隆志郎

目次

1. はじめに
2. トレーディング勘定有価証券に対する公正価値会計の導入過程
 - (1) 証券会社における公正価値会計の導入過程
 - (2) 商業銀行における公正価値会計の導入過程
3. デリバティブに対する公正価値会計の導入過程 (以上前号)
4. 証券市場の発展と自己勘定トレーディングの拡大 (以下本号)
 - (1) ストックとフローからみる大手金融機関のトレーディング活動の推移
 - (2) 1960年代以前における公正価値会計導入の意味
 - (3) 自己勘定での証券引受業務の拡大
 - (4) 大手商業銀行におけるデリバティブのトレーディング活動
 - (5) 資産証券化とトレーディング活動
5. 公正価値会計の利益平準化効果と投機助長作用
 - (1) 公正価値会計の利益平準化効果
 - (2) 公正価値会計とトレーディング活動の投機化
6. おわりに

4. 証券市場の発展と自己勘定トレーディングの拡大

(1) ストックとフローからみる大手金融機関のトレーディング活動の推移

米大手金融機関各社の年次報告書によると、2007年以降の金融危機に際して、ほとんどの金融機関がトレーディング活動から巨額の損失を計上した。各社の年次報告書によると、商業銀行では、シティグループが2007年度に121億ドル、2008年度に222億ドルのトレーディング損失を、J.P.モルガン・

チェースが2008年度に98億ドルのトレーディング損失を、バンク・オブ・アメリカが2007年度に49億ドル、2008年度に59億ドルのトレーディング損失をそれぞれ計上し、深刻な経営悪化の一因となった。また投資銀行では、メリル・リンチが2007年度に121億ドル、2008年度に272億ドルのトレーディング損失をそれぞれ計上し、最終的にバンク・オブ・アメリカに買収され¹⁾、またベア・スターンズは2007年度には前年度比マイナス73%ながら13億ドルのトレーディング収益を計上したものの、直後の2008年5月にJ.P.モルガン・チェースに救済合併される形で倒産した。そしてリーマン・ブラザーズは、2007年度には過去最高に匹敵する92億ドルのトレーディング収益を記録しながらも翌2008年9月に破綻した。さらに投資銀行の中で生き残ったモルガン・スタンレーとゴールドマン・サックスも、2008年に連邦準備制度加盟の銀行持株会社に移行し、ついに投資銀行業界そのものが消滅するに至った。

以上に示した数値からは、それだけ近年における米大手金融機関のトレーディング活動への傾斜のほどが窺えるが、このような傾向は、金融市場の質的量的拡大を背景として1970年代から80年代にかけて徐々に現れ始め、1990年代に定着し持続的に拡大してきた現象である。まずこのことをストックとフローの両面から素描しておく。表1は、大手金融機関各社の総資産に占めるトレーディング資産の割合の推移を示した表である。トレーディング資産の主な項目は、有価証券、売却目的で保有するモーゲージ、デリバティブであり、トレーディング負債は主にデリバティブと有価証券の空売りである。なお詳細は後述するが、トレーディング資産と負債は同一のポートフォリオのなかでヘッジ関係を構築している場合が多く、この場合にはトレーディング資産と負債を相殺したネット・ベースの金額がトレーディング活動の実質的な規模を表す。しかし他方で、必ずしもヘッジ取引を伴わない投機的な大量の空売りなどは、トレーディング負債残高の一方的な増加のみを生じさせるため、この場合にはトレーディング資産・負債の残高をそのまま用いる

1) ただしメリル・リンチは、買収後もバンク・オブ・アメリカの上場子会社として営業している。

ロス・ベースの数値の方が、トレーディング活動の実際の規模を計るのに有用である。そこで表1では、トレーディング資産額のグロスとネットの二つの数値を用いて、それぞれが総資産に占める比率を示した。ただし、トレーディング資産・負債の貸借対照表価額の相殺に関するFASB解釈指針第39号が適用される1994年度以前においては、トレーディング資産・負債の金額が不明確であり²⁾、また商業銀行ではトレーディング負債残高が『その他の負債』に合算されるなどで開示されていない場合も多かったため、この場合には貸借対照表上のトレーディング資産額を総資産と比較した数値のみを表示している。なお、この場合のトレーディング資産額は、各社が独自にネットィング処理を行った後の数値であるため、正確なグロスの金額を表していない。

表1をもとに、ストック面からみたトレーディング活動の推移について、まずはトレーディング業務を本業とする投資銀行からみていく。投資銀行の中でもリテール業務に特化して「証券業界のチェーン・ストア」の異名を取り³⁾、また1971年に株式公開を行い同年度から財務諸表を公表しているメリル・リンチを取り上げると、同社は1970年代に早くもグロス・ベースで総資産の20~40%、またネット・ベースでも20~30%というトレーディング資産比率の水準を定着させており、以後デリバティブや空売りの増加によってネット・ベースでは比率の低下がみられるものの、グロス・ベースでは今日までほぼ一貫して30%前後の水準を維持している。メリル・リンチ以外の主要な投資銀行はほとんどが1980年代以降に公開会社化したために1970年代の数値は不明であるが、1980年代以降についてみるならば、グロスもネットもともにメリル・リンチとほぼ同じか、もしくはそれを上回る高い水準で推移

2) デリバティブ資産と負債のネットィングに関する最初の会計指針はFASB解釈指針第39号であり、同指針が適用される以前には、各社が独自にネットィングを行って貸借対照表上のトレーディング資産額を公表していた。そのため、その貸借対照表価額はトレーディング資産のグロスの数値もネットの数値も正確に反映していないと批判されていた。なお、解釈指針第39号が適用されてことで、適用初年度の1994年には全商業銀行の総資産が2.5%増加した(Board of Governor of Federal Reserve System [1996], p. 484, footnote 2)。

3) 1970年代当時のメリル・リンチの経営戦略に関しては、松井 [1983] を参照。

表1 米大手金融機関におけるトレーディング資産の総資産比率 単位 (%)

年度	投資銀行											
	リーマン・ブラザーズ		ベア・スターンズ		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		バンク・オブ・アメリカ	
	グロス	ネット	グロス	ネット	グロス	ネット	グロス	ネット	グロス	ネット	グロス	ネット
1970	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	32.4	26.3	n.a.	
1971	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	24.7	21.1	n.a.	
1972	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	23.9	17.5	n.a.	
1973	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	38.6	2.1	0.9	
1974	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	40.9	37.8	0.7	
1975	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	32.7	27.9	0.2	
1976	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	39.3	32.9	0.2	
1977	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	38.1	32.5	0.4	
1978	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	22.3	18.3	0.4	
1979	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	20.3	16.4	0.3	
1980	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	15.5	9.6	0.4	
1981	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	23.8	16.9	0.7	
1982	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	26.0	19.8	1.8	
1983	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	26.2	18.6	1.4	
1984	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	27.6	20.0	1.0	
1985	n.a.	n.a.	33.3	0.9	31.8	17.2	n.a.	n.a.	32.0	25.2	2.7	
1986	n.a.	n.a.	31.7	11.6	32.6	21.4	n.a.	n.a.	29.3	22.9	3.1	
1987	n.a.	n.a.	35.3	16.3	25.9	8.9	n.a.	n.a.	26.3	18.7	1.8	
1988	n.a.	n.a.	27.3	7.4	22.3	6.8	n.a.	n.a.	29.6	21.1	1.4	
1989	n.a.	n.a.	26.7	4.4	30.2	12.6	n.a.	n.a.	24.6	18.0	0.6	
1990	n.a.	n.a.	27.7	14.4	43.7	25.7	n.a.	n.a.	35.8	22.9	0.8	
1991	n.a.	n.a.	22.4	13.1	41.7	27.8	n.a.	n.a.	28.9	28.2	2.4	
1992	38.9	25.5	26.6	13.1	44.4	26.3	n.a.	n.a.	29.6	16.0	1.9	
1993	44.4	34.0	26.5	10.9	41.0	21.3	n.a.	n.a.	33.7	19.5	3.7	
1994	43.2	27.7	28.8	13.8	40.4	18.7	n.a.	n.a.	32.2	10.8	6.1	3.1
1995	46.0	27.1	28.5	13.4	40.8	21.5	n.a.	n.a.	34.0	15.1	7.4	3.9
1996	47.8	27.3	31.7	14.5	36.0	17.1	n.a.	n.a.	35.5	15.0	7.9	4.9
1997	50.7	30.8	28.9	15.2	29.1	11.1	n.a.	n.a.	36.5	12.5	10.2	6.1
1998	50.0	31.3	27.3	13.3	27.1	7.7	n.a.	n.a.	33.9	12.7	6.4	1.4
1999	46.3	22.1	25.2	13.0	30.5	13.6	32.1	6.0	32.5	11.9	8.6	2.7
2000	46.8	31.1	26.4	15.3	29.7	12.1	33.1	5.6	22.5	5.6	9.1	2.4
2001	48.2	27.5	25.8	12.5	27.2	10.7	34.9	5.0	22.1	4.0	11.2	5.7
2002	45.8	19.3	28.9	15.7	32.7	16.4	36.5	10.1	24.8	7.2	14.9	7.4
2003	43.9	19.6	27.9	15.1	33.5	15.0	39.8	13.7	27.2	9.1	14.3	7.3
2004	40.4	13.5	31.7	20.2	37.3	12.4	39.9	11.0	28.1	10.3	11.2	6.2
2005	43.3	16.3	36.3	24.3	29.0	12.6	39.2	14.0	21.8	8.8	12.0	6.9
2006	45.0	20.0	35.7	23.7	33.4	17.1	39.9	15.2	24.2	12.5	12.1	6.3
2007	45.3	23.7	35.0	23.9	35.9	23.0	40.4	12.7	23.0	10.9	11.5	5.7
2008	2008年に倒産		2008年にJ.P.モ		42.2	24.2	38.2	10.5	26.3	12.9	12.2	7.4
2009			ルガン・チェース		38.9	24.9	40.3	25.1	29.3	15.6	11.8	6.9
2010			に買収		38.0	22.0	38.8	23.4	30.7	15.1	11.2	5.5

(注) グロスとネットに分かれていない箇所の数値は、貸借対照表上のトレーディング資産額を総資産額で除した数値である。

(出所) 各社の年次報告書より作成。

商業銀行

シティコープ	シティグループ	J.P.モルガン	ケミカル・バンク	チェース・マンハッタン	J.P.モルガン・チェース	バンカース・トラスト
グロス ネット	グロス ネット	グロス ネット	グロス ネット	グロス ネット	グロス ネット	グロス ネット
3.5		2.9	2.7	2.2		n.a.
1.2		3.0	2.9	1.8		n.a.
1.3		1.8	2.6	1.4		n.a.
1.8		1.7	1.3	2.9		3.4
1.4		2.2	1.5	0.9		1.1
1.5		1.6	0.6	0.5		1.4
1.7		1.2	0.8	1.0		1.3
1.6		0.2	0.7	0.5		1.2
1.7		0.7	0.1	0.2		0.5
2.8		1.2	0.0	0.5		3.5
2.6		0.8	0.0	0.9		2.5
1.9		1.2	0.6	1.4		2.6
1.7		1.8	1.9	1.5		6.2
2.8		1.6	2.9	0.3		4.1
3.4		1.8	2.5	1.6		13.3
3.7		4.2	3.3	1.5		12.1
4.5		6.1	3.2	2.7		11.4
3.7		2.4	1.6	1.6		10.2
3.7		3.5	1.2	3.0		11.4
3.9		12.6	4.7	0.7		21.9 17.5
3.5		13.0	7.5	1.2		27.1 20.9
5.6		18.6	10.6	5.1		36.9 30.9
8.0		25.4	12.6	3.2		41.3 34.2
8.4		30.9	17.3	7.8		52.4 42.3
15.5	6.6	36.8	13.3	16.8	4.7	49.0 27.4
12.5	5.4	37.5	13.0	19.7	6.4	46.1 21.0
11.0	3.1	41.0	18.0			40.7 21.0
13.0	3.0	42.7	15.5			40.4 20.9
9.8	1.0	43.6	16.6			34.7 14.2
8.1	1.1	45.1	14.2			27.9 20.2
7.1	2.1	14.7	5.3			21.3 16.4
6.1	2.6	13.8	6.1			22.5 18.6
6.7	3.1	14.1	5.8			32.7 15.2
10.4	3.9	18.6	9.0			32.8 13.4
10.8	4.8	18.9	9.7			25.0 11.9
		19.8	11.7			24.9 12.7
		20.9	13.2			27.1 16.1
		24.6	16.3			31.5 21.4
		19.5	10.8			23.4 15.8
		18.5	11.1			20.2 14.1
		16.6	9.8			23.1 16.2

1998年設立

1996年にチェース・マンハッタンと合併

2000年にJ.P.モルガンとチェース・マンハッタンが合併

2000年設立

2005年にシティグループに統合

2002年にドイツ銀行に買収

している。

対して商業銀行の場合には、1980年代から1990年代にかけてトレーディング資産の比率が漸増しており、2000年代になるとその規模は投資銀行にひけをとらない程度に達している。なかでもJ.P.モルガンやバンカース・トラストは、「トレーディングの雄」と称されていたように他行に比してトレーディング資産比率が高く、早くも1990年代前半には投資銀行の水準に達するほどであった。ただし上述したように、1993年度まで商業銀行のトレーディング資産のグロスの金額からはデリバティブ負債が直接差し引かれているため、実際のトレーディング資産のグロスの比率はさらに高かったはずである。また1994年度にグロスの比率がバンカース・トラストを除くすべての商業銀行で上昇しているのは、同年度から解釈指針第39号によるネットティング条件の厳格化によるところが大きい。

このように資産面からみた場合、投資銀行においては1970年代から、また商業銀行においては1980年代から、それぞれトレーディング活動の拡大を図ってきたことが数値上みてとれるが、こうした傾向が2008年金融危機後においてもさほど変化していない点も、表1に示されている。金融危機後も依然としてトレーディング活動は大手金融機関の中核的な活動領域である。

つぎにフローの面に視点を移す。表2は、表1で取り上げた大手金融機関各社について、今度はトレーディング活動からの収益を利息費用控除後の総収益と比較したものである。なお、同表ではトレーディング収益とトレーディング関連収益という二つの利益数値を用いているが、この違いは、前者が損益計算書上のトレーディング収益（および為替トレーディング収益を区分表示している場合にはそれも含む）を差すのに対して、後者はトレーディング収益にトレーディング関連の利息収益・費用を加減した数値であるという点にある。損益計算書上のトレーディング収益額は、公正価値会計に基づく場合には、トレーディング資産・負債から生じた実現利得・損失および未実現利得・損失によって構成される。このトレーディング収益のなかには、トレーディング関連の売買手数料やその他トレーディング関連の損益項目も含まれ

ている。さらに投資銀行の場合には、トレーディング収益の中に自己勘定投資収益も含まれているのが通例である。他方で、商業銀行の会計実務慣行では、トレーディング資産・負債に係る利息収益・費用をトレーディング収益とは区分して利息収益・費用に含めて表示する方法が定着している。トレーディング資産・負債に係る利息収益・費用もトレーディング活動に関連して生じる損益項目であるため、本来ならばトレーディング収益に合算させる方が望ましい表示方法であるが⁴⁾、一般にはそのような会計実務は採用されていない。その代わりに、商業銀行の会計実務では、トレーディング収益とトレーディング関連の利息収益の合計を、『トレーディング関連収益』という名目で財務諸表注記その他の箇所を開示する方法が採用されている。しかし投資銀行ではこのような注記開示も一般的に行われておらず、トレーディング資産・負債に係る利息収益・費用の額は不明である。そこで、トレーディング活動からの実質的な収益の推移をみるために、表2では商業銀行についてのみトレーディング収益とトレーディング関連収益の二つの数値を用い、それぞれ利息費用控除後の総収益と比較した。

表2に基づいて、再びメリル・リンチを取り上げて投資銀行の状況から示すと以下の通りである。メリル・リンチでは、総収益に占めるトレーディング収益の比率は、1962年度時点ではわずか6.8%に過ぎなかった⁵⁾。しかし表2によると、それは1970年代初頭には早くも20%を超えていた。その後2000年代まで長期的にはほぼ同水準で推移している。メリル・リンチの場合、総合金融機関化という同社独自の多角化戦略を採用していたことから、トレーディング収益への依存度は他の投資銀行ほど高くないが、それでも総収益の1~2割を安定的に占める主要な収益源の一つである。これに対して、メリル・リンチと同じく1970年代時点で公開会社化しており、当時モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックスと並ぶ「御三家」の一角と称されていたファースト・ボストン（現クレディ・スイス）を取り上げると、同社のトレーディ

4) Koltveit [2008], Chapter 7, p. 12.

5) Merrill Lynch [1972], pp. 26-27.

ング収益は、1976年度1,731万5,000ドル（総収益の36.2%）、1979年度3,232万5,000ドル（同42.4%）、1980年度9,503万8,000ドル（同43.9%）と、1970年代後半にはほぼ一貫して総収益の4割前後とメリル・リンチを上回っていた⁶⁾。他の投資銀行についても財務諸表の公開初年度以降の推移をみると、資産面でみた場合と同じくメリル・リンチと同様かそれ以上の高い数値を示している。

表2 米大手金融機関におけるトレーディング収益およびトレーディング関連収益の総収益比⁵⁾

①総収益に対するトレーディング収益の割合

年度		1970	1972	1974	1976	1978	1980	1982	1984	1986	1988	1990	1991	1992
投資銀行	リーマン・ブラザーズ	n.a.	34.6	31.3										
	ベア・スターンズ	n.a.	40.1	31.6	36.7	44.1	54.0							
	モルガン・スタンレー	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	19.2	20.6	33.1	30.8	41.8	46.1	31.6
	ゴールドマン・サックス	n.a.												
	メリル・リンチ	24.4	20.5	38.1	28.3	18.9	14.4	19.2	14.3	15.8	21.8	24.9	26.1	25.3
商業銀行	バンク・オブ・アメリカ	n.a.	n.a.	5.0	3.6	3.0	3.1	5.0	2.8	3.4	2.9	3.9	4.7	4.5
	シティコープ	3.1	0.4	5.5	3.0	4.2	6.3	7.1	6.1	5.5	6.9	6.4	7.9	8.5
	シティグループ	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
	J.P.モルガン	9.7	7.1	9.5	8.3	7.5	8.3	8.2	4.7	11.5	11.2	28.8	32.3	20.6
	ケミカル・バンク	5.0	3.7	-1.0	1.5	2.0	1.9	5.7	3.2	5.7	6.0	7.4	9.7	11.2
	チェース・マンハッタン	5.4	1.4	1.9	4.6	5.1	5.2	6.0	4.6	6.1	6.9	6.4	6.0	7.9
	J.P.モルガン・チェース	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
	パンカース・トラスト	3.4	2.7	3.8	4.8	5.4	8.5	11.3	9.3	11.6	14.5	33.0	37.7	25.8

②総収益に対するトレーディング関連収益の比率

年度		1970	1972	1974	1976	1978	1980	1982	1984	1986	1988	1990	1991	1992
商業銀行	バンク・オブ・アメリカ	n.a.	n.a.	7.5	4.3	3.9	4.3	6.6	5.1	7.6	5.5	6.9	8.8	7.3
	シティコープ	5.3	1.6	8.0	5.3	5.9	10.6	13.5	17.9	12.8	23.7	14.5	14.7	20.3
	シティグループ	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
	J.P.モルガン	18.9	11.2	16.8	12.8	10.5	13.6	16.0	11.4	20.9	19.1	47.1	56.2	42.7
	ケミカル・バンク	5.0	3.7	2.7	3.1	3.6	0.5	7.0	10.6	10.5	9.5	12.4	9.7	11.2
	チェース・マンハッタン	5.4	3.4	7.5	5.8	6.1	6.9	7.9	6.0	8.4	9.3	10.0	9.6	10.2
	J.P.モルガン・チェース	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
	パンカース・トラスト	3.4	5.0	8.3	9.6	7.8	20.1	27.9	34.3	36.7	33.4	70.2	74.9	35.2

(注) モルガン・スタンレーを除く投資銀行のトレーディング収益には自己勘定投資収益も含まれている。

(出所) 表1に同じ。

6) 佐賀 [1991], 162-163頁。

がトレーディング収益を上回っていたケースも決して少なくない。この利息収益も合算したトレーディング関連収益の総収益に対する比率をみると、表2のほとんどの商業銀行で、1980年代初頭までに10%前後に達した後、2000年代まで短期的な上限変動を繰り返しながら長期的には上昇傾向にある。そして2008年金融危機後の推移をみると、資産面からみた場合と同様に、トレーディング収益およびトレーディング関連収益の比率はともに危機以前の水準からあまり変化していない。このように収益面からみた場合には、商業銀行でも投資銀行と同じく1970年代から徐々にトレーディング活動への進出を本格化させていたこと、さらにそれは金融危機時にトレーディング活動から巨額の損失を計上したにもかかわらず、依然として歴史的な高水準にあることがわかる。

(2) 1960年代以前における公正価値会計導入の意味

前節までに論じたように、トレーディング活動に対する会計処理は、証券会社にあつては1970年代以前から公正価値会計が定着しており、また商業銀行にあつては1970年代から1980年代にかけて、トレーディング活動拡大化の傾向と歩調を合わせるかのように公正価値会計が浸透した。こうして1990年代初頭には、公正価値会計がトレーディング活動の会計実務慣行としてすでに定着していたのだが、FASBが1990年代にこの実務慣行を会計基準化したことで、このような公正価値会計の適用実務にはさらに制度的な承認も与えられた。このような一連の過程を経て、トレーディング活動の会計基準として公正価値会計が今日でも維持されているのだが、この間、このような公正価値会計実務の現実的な意味は、何よりもその実質的適用主体である大手金融機関において大きく変容した。すなわち、トレーディング活動に対する公正価値会計の適用は、自己勘定トレーディングが主たる活動領域ではなかった1960年代以前においては、大手金融機関にとって自身の経営活動との関連では大きな意味を持たなかったが、1970年代以降自己勘定トレーディング活

動への依存を深めるにつれて、何よりもそれをより推し進めるための条件へと化していった。以下ではこの点を明らかにしていくが、まずは1960年代以前の状況から論じていく。

金融機関のトレーディング活動は顧客勘定取引と自己勘定取引とに大別されるが、このうち公正価値会計を適用することで金融機関の財務諸表上にオン・バランスされる取引は後者の自己勘定取引である。アメリカでは、金融機関の自己勘定でのトレーディング活動が最初に全盛を迎えたのは1920年代であった。しかしその後、1929年大恐慌を契機としたグラス・スティーガル法のもとでの証券分離規制によって、証券子会社の所有や株式や社債の自己勘定トレーディングを禁止された商業銀行は、以後自己勘定トレーディング能力を著しく減退させた⁷⁾。

もっとも、このような規制が課されていなかった証券会社も、1930年代から1960年代までは自己勘定での証券引受業務にほとんど従事していなかった⁸⁾。当時の証券引受業務の主たる取引形態は、長期的な顧客関係をベースに顧客勘定で得意先からの注文を実行し、固定手数料を稼ぐブローカー取引であったからである。すでに述べたように、メリル・リンチの自己勘定での証券引受業務からの収益は、1962年度時点で総収益の1割にも達していなかったが、これに対して同年度の顧客勘定からの手数料収益は、同65.9%と総収益の過半を占めていた。しかしその後、顧客勘定からの手数料収益の比率は、1971年度には48.5%に低下している⁹⁾。このように、リテール特化型のメリル・リンチでさえ、1970年代までは証券引受業務の中心は顧客勘定取引であった。

こうした取引形態が主流であったのは、主要な顧客が小口の個人投資家であったという事情のほか、証券会社の社内文化の影響によるものであったとも指摘されている。すなわち、1970年までニューヨーク証券取引所は、会員

7) 銀行の自己勘定トレーディングに関する法規制の展開については、川口 [1989] を参照。

8) 例えば、モルガン・スタンレーが証券トレーディングの専門部署を設置して、トレーダーをはじめ社内採用したのは1971年であった (Partnoy [1997], p. 49 (森下訳 [1998], 55頁))。

9) Merrill Lynch [1972], pp. 26-27.

業者に対してパートナーシップ形態で営業することを義務化していたが、この規制が証券会社内にパートナー同士の信頼関係を重要視する社内文化の形成を促し、その結果、信頼関係の維持のために自己勘定でのリスク・テイクに慎重になっていたからである¹⁰⁾。さらにそのうえでモルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックス、ファースト・ボストンを筆頭とした伝統ある投資銀行は、優良証券を発行できる一部の大企業と長期排他的な顧客関係を基盤とした証券引受業務の独占体制を構築しており、当時はまだ新興勢力に過ぎなかったメリル・リンチやソロモン・ブラザーズなどと、引受や分売をめぐって自己勘定でリスクを背負ってまで競争を展開する必要性に迫られていなかった¹¹⁾。

このように証券業界では、1970年代初頭以前には自己勘定取引は主流ではなかった。したがって、証券会社にとって自己勘定取引をどのように会計処理するかということは、実質的な問題にはなりえなかった。原価評価、低価法、公正価値評価の違いが証券会社の財務諸表に与える影響は、無視しうる程度であったといえよう。むしろ、自己勘定で保有する有価証券の会計処理に関して、実質的な利害の点で証券会社が注視していたのは、キャピタルゲイン優遇税制の適用対象となる長期投資目的の有価証券の会計上の取り扱いであった。公正価値会計を拒否する特段の理由が証券会社側に見受けられなかったからこそ、財務報告規制の要請に順応するかのよう、公正価値会計が証券会社の実務慣行として定着するに至ったのであろう。この意味では、証券会社が財務報告規制にただ受動的に従っていたというわけではなく、証券会社の側にそれを受容することができた基盤が存在していたといえる。しかし、このことは換言すれば、証券会社にとって自己勘定取引への公正価値会計の導入は単なる外的与件にすぎず、自身のトレーディング活動を展開する上での必要性に規定されていたわけではなかった。この点が、その後も引き続き公正価値会計が採用されている現代とは本質的に異なっている。次に

10) Financial Crisis Inquiry Commission [2011], p. 61.

11) 詳細に関しては、佐賀 [1991], 139頁, および松井・西川 [1989], 260-266頁を参照。

この点を論じていく。

（3）自己勘定での証券引受業務の拡大

すでにストックとフローの両面から簡単に把握したように、大手金融機関が顧客勘定取引をベースとした証券引受業務から、今日に至る大規模な自己勘定でのトレーディングを本格的に手掛けるようになったのは、1970年代以降であった¹²⁾。CP市場を中心とした社債市場によって牽引された1960年代以降の発行市場と流通市場の双方の膨張を背景に、証券会社は、一方で大規模な証券発行による大量の資金調達を求める企業の要求に応じるために、また他方で個人投資家に代わって台頭してきた年金基金や銀行信託部など機関投資家からの大口の売買注文に迅速に応じるために、従来の小口取引を前提とした顧客勘定取引では捌き切れない大量の証券を、いったん自己勘定で保有して価格変動リスクを背負いつつ、自らのマーケティング力を駆使してそれを分売して手数料収入を稼ぐという自己勘定取引を拡大するようになった。こうした傾向はさらに、1975年の引受手数料自由化や1983年の一括登録制度の導入を契機とする証券会社間での証券引受・分売競争の激化、および後述するモーゲージや自動車ローンを代表とする貸付債権の証券化の進展、さらに事業会社による直接金融の増大といった、競争条件や市場構造の一連の変化のなかでいっそう拍車がかげられた。

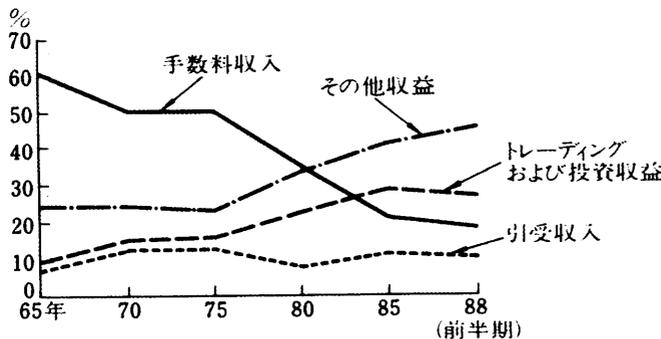
実際に当時の証券会社の収益動向からこの点を確認すると、資本力に勝る投資銀行各行についてはすでにみたとおりであるが、同様の傾向は証券業界全体で生じていた。図1に示されているように、手数料自由化に至るまで証券業界全体で総収益の50～60%を占めていた顧客勘定取引からの手数料収入は、1975年の手数料自由化以降、一貫して低下しており、他方でトレーディング収益は、この低下を補うかのように1970年代以降右肩上がりに増加して

12) 以下、証券会社による自己勘定トレーディング拡大の背景に関しては、佐賀 [1991], 139-166頁を参照。

おり、80年代前半には手数料収入を上回るようになった。このように証券業界における証券引受業務の主要形態は、1970年代以降顧客勘定取引から自己勘定取引へと移行していった。

他方で大手商業銀行の場合には、1960年代以降の金融の非仲介化の進展と金融機関間競争の激化を背景とした伝統的銀行業の低迷を打破する糸口として、投資銀行業務への進出が模索されていたものの¹³⁾、自己勘定での証券引受業務に関しては、グラス・スティーガル法のもとで社債、株式、証券化証券の引受および自己売買業務を禁止されていたため、証券会社に遅れを取った。しかしそれでも1980年代には、大手商業銀行は、当初は法解釈の抜け穴を利用してことによって、次にはそれによって出来上がった既成事実を拠り所とした法改正による規制緩和を勝ち取ることによって、次第に自己勘定での証券引受業務を拡大していった。1987年には不動産担保証券、1989年には社債、1990年には株式の引受および売買業務が一定の制限付きながらも認可されるようになる¹⁴⁾。銀証分離規制は、最終的にシティコープとトラベラーズの合併を契機に1999年に成立したグラム・リーチ・ブライリー法によって

図1 証券会社の収益構成比の推移



(出所) 佐賀 [1991], 164頁。

(原出所) Securities Industry Association [1988], Securities Industry Trends, December 7, 1988.

13) 松井・西川 [1989], 256-257頁。

14) 詳細に関しては、川口 [1989], 第3章-第5章, および河西 [1989] を参照。

撤廃されたが、その頃にはすでに有名無実化していた。こうした一連の規制緩和路線を経て、大手商業銀行の自己勘定での証券トレーディング業務は、現代では証券会社のそれに勝るとも劣らない規模に達している。

（4）大手商業銀行におけるデリバティブのトレーディング活動

銀証分離規制のために証券引受分野で証券会社に遅れを取っていた大手商業銀行が、その代わりとなるトレーディング活動の中核として早くから目をつけたのがデリバティブであった。デリバティブは、金利高騰、変動相場制への移行、1970年代中葉の米株価の乱高下など1970年代における金融市場のボラティリティの増大に対処する手段として、金融技術革新のもとで生み出された金融商品である¹⁵⁾。1970年代に上場デリバティブ市場が、その後1980年代に店頭デリバティブ市場が相次いで誕生すると、以後デリバティブ市場は店頭市場を中心に急速な成長を遂げていく。

大手商業銀行は店頭デリバティブ市場の生成期から、中核的ディーラーとしての機能を独占してきた。店頭デリバティブの主力商品である金利スワップについてみると、1985年末から1993年末にかけて、米商業銀行全体の取引残高は想定元本ベースで1860億ドルから2兆9460億ドルに激増したが、その7割以上はディーラー銀行7行（バンク・オブ・アメリカ、J. P. モルガン、ケミカル・バンク、チェース・マンハッタン、ファースト・ナショナル・バンク・オブ・シカゴ、シティコープ、バンカース・トラスト）が占めていた¹⁶⁾。また、米財務省通貨監督局が1995年より公表している商業銀行のデリバティブ取引残高に関する報告書によると、1995年から2010年まで、わずか数行の大手商業銀行だけで全商業銀行保有分のほぼ全てを占めている（表3）。また同報告書によると、この大手商業銀行の取引分のほぼ全額が、外部顧客への金融サービスとして提供しているディーリング目的のデリバティブ取引であ

15) 大庭 [2008], 191-192頁。

16) Gorton and Rosen [1995], p. 308.

表3 アメリカ商業銀行におけるデリバティブ期末想定元本残高の推移

		1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	
上位行	銀行数	9行	8行	8行	7行	7行	
	期末想定元本残高 (10億ドル)	トレーディング目的	15,082	17,925	22,743	30,193	31,768
		上記以外	697	819	920	727	853
上位行以外の全商業銀行の期末想定元本残高 (10億ドル)		1,080	1,290	1,345	1,934	1,909	

(出所) Office of the Comptroller of the Currency, *Quarterly Derivative Fact Sheet*, より作成。

る¹⁷⁾。

このような大手商業銀行による店頭デリバティブ市場の独占状態や取引残高の急増は、それだけ大手商業銀行が店頭デリバティブのディーリングに傾注してきたことの反映であるが、彼らにとってデリバティブのディーリングは、伝統的銀行業の収益性の低下を補って余りある格好の収益源泉であった。デリバティブのディーリングは、金融市場のボラティリティの増大に対処するリスク・ヘッジ手段を求める事業会社や、あるいはハイリスク・ハイリターン投資を選好する機関投資家からの大量の潜在的需要を宿す、将来性の高い魅力的な新分野であるだけでなく¹⁸⁾、金利スワップにみられるように信用拡張機能を果たしながら¹⁹⁾、初期投資が不要であるためにレバレッジが働く結果、直接融資よりも自己資本比率の上昇に効果的である²⁰⁾など、デリバティブのディーリングは大手商業銀行に多様な経済的便益をもたらしてきた。

また競争条件の面でも、大手商業銀行はすでに店頭市場の成立当初から、中核的ディーラーとしての機能を独占できる要素を備えており、このことがデリバティブのディーリング業務の独占化に大きく影響していた。すなわち、

17) 「米上位商業銀行が保有するトレーディング目的デリバティブは主として顧客サービス取引である」(Office of the Comptroller of the Currency [1995], p. 3)という記述は、通貨監督局が1995年第4四半期から毎四半期毎に公表しているデリバティブ報告書のなかにつねに存在する。

18) 高田 [2009], 136頁。

19) Das [1994], p. 955.

20) 1980年代における初期の自己資本比率規制とデリバティブとの関係について、田中 [1989]、および日本銀行国際局 [1993]、36-38頁を参照。

2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
7行	7行	7行	7行	5行	5行	5行	5行	5行	5行	5行
37,836	42,001	51,812	66,203	80,717	90,750	116,943	143,654	174,954	191,727	208,499
636	1,074	1,322	1,142	1,403	1,219	1,461	1,350	1,014	1,240	1,011
1,644	1,915	2,305	2,735	3,414	3,687	4,076	4,780	8,884	6,624	7,521

デリバティブ市場の参入障壁は、デリバティブの開発や管理に必要な知的能力・物的資本・資金の確保、高格付けの取得などディーラーとして認知されるための評価の獲得、デリバティブの有力な需要先である大企業との顧客関係など多岐にわたっており、これらを一通りクリアできる金融機関はおのずと資本力のある大手に限定されるからである²¹⁾。さらにそのうえで投資銀行に対する大手商業銀行の競争上の優位として、販路拡大に有利な大量の人員や広大な支店網、預金という安価で巨大な資金調達源、事業会社の決済業務や融資関係を通じた企業の財務情報の蓄積といった点が指摘されている²²⁾。

このようなデリバティブの開発と供給の双方における圧倒的な競争上の優位を發揮して、大手商業銀行は、J.P.モルガンやバンカース・トラストを筆頭に、伝統的銀行業務に替わる新たな収益源の一つとして、店頭デリバティブのディーリング業務を積極的に展開してきた。このような姿勢は、ときに大手商業銀行同士の合併を促し²³⁾、ときにはハイリスクなデリバティブから生じた巨額損失の責任を巡る訴訟事件に発展するほどの過激なトレーディングを誘発してきた²⁴⁾。こうした事例も、大手商業銀行におけるデリバティブ

21) デリバティブ市場の参入障壁に関しては、Sinkey and Carter [2000], p.433を参照。

22) 高田 [2009], 115頁。

23) 1991年にケミカル・バンクとマニュファクチャラーズ・ハノーバーの大手同士の銀行合併が起きたが、この合併の狙いの一つは、デリバティブ市場での躍進を目論むケミカル・バンク側が、マニュファクチャラーズ・ハノーバーを取り込むことで格上げを実現することであったといわれている。この点に関してはHilder [1991] を参照。

24) なかでも有名な事件は、1994年にプロクター&ギャンブル社とギブソン・グリーディングス社がそれぞれデリバティブ損失の責任を巡ってバンカース・トラストを訴えた事件である。この詳細についてはトムソン [1999], 183-209頁を参照。

のトレーディングへの傾注のほどを物語っていた。

(5) 資産証券化とトレーディング活動

以上にみてきた自己勘定での証券引受業務とデリバティブのトレーディングは、実際のトレーディング活動のなかでは混然一体となって一つのポートフォリオを形成している。そもそも証券会社が価格変動リスクを自己負担する自己勘定の証券引受業務への本格的な進出が可能になった一因は、リスク・ヘッジ手段として最適なデリバティブの誕生にあった²⁵⁾。

複数の金融商品の一つのポートフォリオ内で管理運営して行うトレーディング活動の典型例の一つが、資産証券化に関連する自己勘定トレーディングである。また今次の金融危機からも明らかなように、資産証券化はとりわけ近年の金融市場の膨張を促してきた中心領域であり、金融機関にとってはデリバティブと並ぶ最先端のトレーディングの主戦場である。そこで本節の最後に、資産証券化のトレーディングについて触れておく。

資産証券化のはじまりは、貯蓄金融機関によるモーゲージ供給機能の限界打破のために、1970年代初頭にアメリカで導入された官民一体によるモーゲージの流動化政策であった²⁶⁾。その後1980年代には資産証券化の対象範囲が自動車ローン、コマーシャル・ペーパー、リース債権、銀行貸付など多様な債権に広げられるとともに²⁷⁾、あわせてその仕組みが高度化し複雑な証券化プロセスが生成されるようになる。1980年代初頭にはキャッシュ・フロー・パターンとリスクが異なる複数のトランシェで構成された不動産抵当債券(Collateralized Mortgage Obligation: CMO)が開発され²⁸⁾、その後も1980年代末から1990年代前半にかけて途上国債権を原資産とした複雑な仕組み債が

25) 佐賀 [1991], 164頁。

26) アメリカにおけるモーゲージ流動化政策については、井村 [2002], 第2章第2節および第3章を参照。

27) 詳細に関しては、松井 [1986], 第2章を参照。

28) CMOの開発と普及過程については、井村 [2002], 第3章を参照。

相次いで開発されたり²⁹⁾、さらに近年ではサブプライムローンの証券化にみられたように、証券化証券の二次、三次の再証券化を経た複雑な金融商品の造成まで手掛けられている³⁰⁾。さらに民間企業による資産証券化活動の拡大は、証券化証券に対する信用補完への需要を高め、それがクレジット・デリバティブ市場の急成長を促した。

大手金融機関は資産証券化活動において証券化プロセスの全体を主導する中核的ディーラーとしての役割を担ってきたが、この点については米金融危機調査委員会（Financial Crisis Inquiry Committee）が2011年1月に公表した報告書のなかで詳細に述べられている。そこで以下ではこの報告書を参考に、近年の資産証券化プロセスにおける大手金融機関のディーラーとしての活動実態を整理する。

報告書では、シティグループが2006年に販売したCMLTI 2006-NC2という名称の証券化証券が取り上げられている。CMLTI 2006-NC2は、総額9億7400万ドルのモーゲージ4,499件を原資産とした資産担保証券である。証券発行までの資産の流れは以下の通りである。まずモーゲージ・バンカーのNew Century Financial社が原資産モーゲージをオリジネートし、それをシティグループが買い取った³¹⁾。シティグループは買い取った原資産モーゲージを会計上非連結扱いの特定目的子会社に譲渡し、この子会社にCMLTI 2006-NC2を発行させ、シティグループ本体はディーラーとしてCMLTI 2006-NC2の販売を担い、推計で販売総額10億ドルの1%程度の手数料収益を得ていた。各トランシェの構成とその主な買い手は表4のとおりである。またシティグループ本体はCMLTI 2006-NC2のエクイティ部分を自ら保有した。エクイティ部分は、証券全体の元本の1~3%に相当する損失が発生した時点で無価値になるような仕組みのトランシェであり、通常証券化主体は投

29) 例えば、モルガン・スタンレーにおける当時の途上国債権の仕組み証券化を通じたトレーディング活動の実態について、Partnoy [1997], chapter 4-7（森下訳 [1998], 第4章-第7章）で詳しく紹介されている。

30) サブプライムローンの証券化手法に関しては、みずほ総合研究所 [2007], 第3章を参照。

31) Financial Crisis Inquiry Commission [2011], p. 115.

表4 CMLT2006-NC2の各トランシェの主な買い手

	トランシェ	発行時点の元本残高 (百万ドル)	発行時点の格付 (S&Pによる)	スプレッド	購入者 (一部)
シニア	A1	154.6	AAA	0.14%	FNMA
	A2-A	281.7	AAA	0.04%	Chase Security Lendings Asset Management社 投資ファンド7社
	A2-B	282.4	AAA	0.06%	シカゴ連邦住宅貸付銀行 外国銀行3行 (ドイツ, イタリア, フランス) 投資ファンド11社 リテールの投資家3名
	A2-C	18.3	AAA	0.24%	国内銀行1行 外国銀行1行 (ドイツ)
メザン	M-1	39.3	AA+	0.29%	投資ファンド1社 外国銀行2行 (イタリア) Cheyne Finance Limited社 アセット・マネージャー3社
	M-2	44	AA	0.31%	Parvest ABS Euribor社 アセットマネージャー4社 外国銀行1行 (中国) CDO 1体
	M-3	14.2	AA-	0.34%	CDO 2体 アセットマネージャー1社
	M-4	16.1	A+	0.39%	CDO 1体 ヘッジファンド1社
	M-5	16.6	A	0.40%	CDO 2体
	M-6	10.9	A-	0.46%	CDO 3体
	M-7	9.9	BBB+	0.70%	CDO 3体
	M-8	8.5	BBB	0.80%	CDO 2体 銀行1行 (国籍不明)
	M-9	11.8	BBB-	1.50%	CDO 5体 アセットマネージャー2社
	M-10	13.7	BB+	2.50%	CDO 3体 アセットマネージャー1社
	M-11	10.9	BB	2.50%	購入者不明
エクイティ	CE	13.3	格付		シティグループ (子会社含む) が継続保有

(出所) Financial Crisis Inquiry Commission [2011], p. 116より作成。

資家に発行証券の安全性をアピールために、最もリスクの高いトランシェであるエクイティ部分を自ら保有するという行動を取っていた³²⁾。

以上は証券発行のプロセスだが、そのための資金の流れはこのプロセスの終点から逆算的に生じていた。すなわち、New Century Financial社は原資産モーゲージのオリジネートに要した資金のほぼ全額を、レポ取引を通じて商業銀行と証券会社計8社から調達されていたが、オリジネートする原資産

32) Financial Crisis Inquiry Commission [2011], p. 118.

モーゲージはあらかじめこのレポ取引の担保として設定されていた³³⁾。原資産モーゲージのような長期債権がレポのような短期債務の担保となり得たのは、オリジネートした原資産モーゲージをシティグループが買い取ることが前提となっていたからである。さらにシティグループは、この買い取り資金をCMLTI2006-NC2の販売代金で充当していた。シティグループが子会社に原資産モーゲージを実際に譲渡したのは、子会社がCMLTI2006-NC2を発行した後の時点であった³⁴⁾。つまり資金の流れからみた場合、最初にCMLTI2006-NC2の発行ありきでシティグループが投資家から資金を集め、ついでその資金が原資産モーゲージの買取原資や、レポの返済資金として上述の証券化プロセスをいわば逆流して最後にプロセスの始点である原資産モーゲージのオリジネートに投じられていた。そしてこのプロセスの成功の是非は、ディーラーの証券化証券の販売力に全面的に依存している。

CMLTI2006-NC2に関わる証券化プロセスへのディーラーの関与は、再証券化の段階にもみられる。CMLTI2006-NC2全体の21%を占めるAAA格未満のメザニン・トランシェは、その大部分が債務担保証券（Collateralized Debt Obligations: 以下CDOs）と呼ばれる第二次、第三次証券の原資産として充当されることを前提として発行されていたが、このCDOsの組成と発行を実質的に主導していたのも、シティグループのようにCDOsの引受業務を担当する商業銀行や投資銀行のトレーディング部門であった。例えば、CMLTI2006-NC2のメザニン・トランシェを原資産の一部として組み込んでいたCDOsの一つであるKleros Real Estate Funding III（以下Kleros III）の場合には、UBSがディーラー業務を担当していた³⁵⁾。

以上のように、証券化の出発点となる原資産のオリジネートのための資金の創出から、証券化や再証券化のための原資産の確保やそのリスク・ヘッジ、商品設計、証券化証券の分売まで、一連の証券化プロセスの中心に位置してきたのは、ディーラーとして君臨する大手金融機関であった。大手金融機関

33) Financial Crisis Inquiry Commission [2011], p. 115.

34) Financial Crisis Inquiry Commission [2011], p. 70.

35) Financial Crisis Inquiry Commission [2011], pp. 132-133.

は、一方で金融市場の質的量的拡大を前提としながら、他方では自らがそうした市場の成長を生み出す原動力となることで、デリバティブや資産証券化のトレーディング活動を拡大させ、すでに表2でみたようにそこに収益の相当部分を依存するようになっていく。

5. 公正価値会計の利益平準化効果と投機助長作用

(1) 公正価値会計の利益平準化効果

デリバティブにしる有価証券にしる、そのディーラーが自己勘定トレーディングを通じて獲得する収益の中心は、短期的な価格変動に起因する売買差益を求める純粋な投機的行為を別とすれば、手数料収入である³⁶⁾。とくに複雑な仕組みのハイリスク・ハイリターン証券やテラー・メイドのデリバティブのディーリングほど手数料収入も増えるため、これらはディーラーに旨味の多いトレーディング分野である。しかしその反面、それらに付随する価格変動リスクはディーラー自らが負担しなければならず、このリスクはディーリング対象の仕組みの複雑さに比例して増大する。高度なリスク・ヘッジ技術の確立は、自己勘定トレーディングの拡大の条件である。

自己勘定でのトレーディング・ポジションをヘッジするためには、理論的には反対取引を構築すればよい。例えば、満期、利払い日、指標金利など取

36) このことは決して、金融機関による投機的トレーディングが主たる利益源泉ではないことを意味しない。むしろ、今日における実需取引を圧倒的に上回る金融取引の規模を前提とすると、事業会社のリスク・ヘッジ目的のデリバティブや事業投資用の資金調達目的での証券発行をはるかに凌駕する金融取引が行われており、その一部分が投機的取引であると推測される。この点に関しては、高田 [2009]、141-142頁を参照。ただし、数分や数時間単位の短期的な価格変動を企図した純粋な投機的取引の場合には、それに対して公正価値会計を適用する場合と原価主義会計を適用する場合とで、会計利益数値に与える影響は差して変わらないものと思われる。公正価値会計を適用すれば未実現利得の早期認識が可能になるが、それに依拠しなくてもいわゆる決算対策として期末直前に取引を手仕舞うことで、原価主義会計のもとでも公正価値会計と同様の増益効果が得られるからである。以下本稿では、このような短期売買を目的とした純粋な投機的行為は、分析対象としていない。

引条件が完全に同一である固定金利受け取り・変動金利支払いの金利スワップと固定金利支払い・変動金利受取りの金利スワップとを同時に締結するような場合である。実際に店頭デリバティブ市場の生成期におけるディーラーの主たる取引は、このような相殺型の仲介取引を手掛けることであった³⁷⁾。

しかし、このような完全な反対取引を構築できることはむしろ例外的である。一口に金利スワップといっても、その仕組みは個々の顧客のヘッジ要求に応じて多種多様であるだけでなく、当然のことながら顧客の求めるポジションが常に顧客にとって有利なポジションに集中するため³⁸⁾、顧客同士の取引をマッチさせて反対取引を成立させることには困難が多い。

さらに、テラー・メイド型のデリバティブや仕組み証券など複雑な商品設計の金融商品がトレーディングの主流を占めるにつれて、一つの取引に対して複数のヘッジ手段を組み込み、複数取引間でリスクを相殺するポートフォリオを構築し、かつポートフォリオ内のヘッジ効果を維持するため市場状況に応じて頻繁にヘッジ取引を組み替えるようなトレーディング戦略が求められるようになる。一例をあげると、モルガン・スタンレーが1990年代初頭に手がけたPERLSと名付けられた仕組み債は、元本返済額が米ドル、英ポンド、スイス・フランの為替変動を基礎変数とした計算式で算出される仕組み証券であったが、モルガン・スタンレーはこの証券に係る全ての為替リスクをヘッジしていたという³⁹⁾。このPERLSやシティグループのCMLTI2006-NC2のような高度な仕組証券やデリバティブのトレーディングとなると、実質的には1単位の取引でありながら、リスク・ヘッジのためのさまざまな派生的取引がそれに付随することで、トレーディング・ポートフォリオは、ネットでは相殺しあうもののグロスで計ると実質取引の何倍にも膨張し、ポートフォリオ内の個別取引間の損益の絡み合いもいっそう重層的になる⁴⁰⁾。

37) Das [2006], p. 40 (柏野訳 [2009], 73頁)。

38) Gorton and Rosen [1995], p.327.

39) Partnoy [1997], pp. 56-57 (森下訳 [1998], 65-66頁)。

40) 高田 [2009], 186頁。

このようなヘッジ構造を前提とした場合、公正価値会計は、このリスク・ヘッジ効果を会計利益計算に反映させる機能を果たす。この点について、我が国でデリバティブに対する公正価値会計の導入に際してよく取り上げられ、また商業銀行が最も多く取引している金利スワップのディーリングを事例に説明すると、以下の通りである⁴¹⁾。

例えば、ディーラーが設定しているスワップ・レートが7.30% - 7.25%のとき、ある顧客とビッド・レートで満期5年の金利スワップを締結すると同時に、この取引に対するヘッジ手段として、5年物金利先物をロングしたとする⁴²⁾。その後、金利が0.25%低下し、スワップ・レートが7.05% - 7.00%の時点で、他の顧客とオファー・レートで別の金利スワップを締結した。この結果、二つの金利スワップが上述の相殺型の関係を形成したとすると、最初の金利スワップのヘッジ手段である金利先物はこの時点で不要となるため、ポジションを清算することになる。このときの実質的な損益は、金利スワップに関して、金利の低下分0.25%からディーラーのスプレッド収益0.05%を差し引いた0.2%の損失が5年分、計1%の損失（割引率は無視）が生じるが、ヘッジ手段に関しては、同じく年率0.25%の5年間分、計1.25%の価格上昇益（割引率は無視）が生じており、取引全体ではディーラーのスプレッド分だけ利益が生じる。ただし、それぞれの損益を表すキャッシュ・フローの発生時点は、金利スワップについては毎回の利息の受払時点であるが、金利先物の場合はポジションを解消した時点である。

したがって、このような取引に対して実現主義に基づく会計処理を適用すると、金利スワップと金利先物に係るそれぞれの損益の認識時点は、乖離することになる。上記の事例では、金利先物に係る利益だけが、ポジション清算時に実現利得として早期に収益認識され、金利スワップに係る損失は、5

41) 日本における金融機関のトレーディング勘定に対する公正価値会計の導入論議は、欧米金融機関とのトレーディング活動における競争上の遅れを挽回するために、公正価値会計のこのような機能を前面に押し出したものであった。この点については全国銀行協会連合会 [1995] を参照。

42) この設例の詳細については、大塚 [1997] を参照。

年に渡って毎期利息費用の一部として認識される。取引開始時点からポートフォリオ全体が解消されるまでの全期間を通してみると、ヘッジ対象とヘッジ手段のキャッシュ・フローは相殺されるものの、会計期間ごとに認識される損益にはヘッジ関係が反映されない。その結果、会計利益数値の期間変動が生じる。ディーラーがこのような利益のボラティリティを回避しようとするれば、その根本的な原因である自己勘定トレーディング自体を抑制せざるを得ない⁴³⁾。

公正価値会計はこの問題を解消する。公正価値会計に基づくと、損益認識はキャッシュ・フローの実現時点ではなく、公正価値の変動時点で行われるため、ヘッジ手段とヘッジ対象の双方に係る実現利得・損失と未実現利得・損失は、ともに同一の認識時点で損益として認識される。公正価値会計も原価評価も、キャッシュ・フローの配分計算という点では同質だが⁴⁴⁾、その配分方法の違いが、ここではヘッジ効果の会計利益計算への反映を左右する。

実際にどの程度未実現利得・損失が大手金融機関の会計利益計算に影響しているか示そう。現行の会計基準では、損益計算書その他注記において、トレーディング収益に含まれる未実現利得・損失と実現利得・損失を区分表示する必要がないため、トレーディング勘定資産・負債に係る未実現利得・損失の期間発生額を直接把握することができない⁴⁵⁾。そこで以下では、トレーディング目的デリバティブだけを取り上げてその未実現利得・損失を推計し、トレーディング収益に含まれる実現利得・損失と未実現利得・損失の絡み合いを示すことにする。デリバティブだけを取り上げたのは、つぎの理由による。未実現利得・損失の額を直接把握することができない以上、それは貸借対照表のデリバティブ資産・負債額のそれぞれの期首と期末の残高をもとに計算するしかない。しかしこの方法によると、取得時に初期投資を要し取得

43) 大塚 [1997], 21頁。

44) 斎藤 [2007], 77頁。

45) むしろ概念フレームワークの論理のもとでは、トレーディング収益の未実現利得・損失と実現利得・損失の業績指標利益としての同質性が強調されるため、両者を区分表示の方が不合理ということになる。この点に関しては草野 [2005] を参照。

価額が生じる売買目的有価証券の場合には、期末時点の取得原価（償却後原価）が判明しないと、資産額に含まれている未実現利得・損失額を計算することができない。しかしこの取得原価（償却後原価）は注記等でも開示されていない。したがって、現行の会計実務のもとでは、売買目的有価証券に係る未実現利得・損失を計算することはできない。これに対して、デリバティブは基本的に初期純投資額がゼロであるような金融商品であると会計上定義されており⁴⁶⁾、貸借対照表上のデリバティブ資産・負債額はすべて未実現利得・損失の累積額で構成されており、そのなかに取得価額は存在しない。したがって、少なくともデリバティブ資産・負債のそれぞれの期首残高と期末残高の差額を相殺した純額は、当期の未実現利得・損失の発生額ということになる。

ただし、決済等によるデリバティブ資産・負債額の増減の影響を考慮に入れると、単純に期首残高と期末残高の差額（純額）をそのまま当期の未実現利得・損失額の総額とみなすことはできない。貸借対照表上のデリバティブ資産・負債額から未実現利得・損失の当期発生額を計算するためには、期首残高からそこに含まれている当期決済分を控除しなければならない。あるいは同じことだが、期末残高からそこに含まれている前期より継続保有している部分の期首残高を差し引かなければならない。しかし、これら控除すべきいずれの金額も開示されていない。そこで決済に関しては、期首残高がすべて当期に決済されたと仮定して、各期のトレーディング目的デリバティブ資産・負債の期末残高の純額の全額を、当期に発生した未実現利得・損失とみなすことにした。この仮定に基づくと、期末時点でデリバティブ資産額がデリバティブ負債額を超過している場合には当該超過額の全額が未実現利得となり、逆の場合には未実現損失となる。

このような仮定と計算方法によって、損益計算書上で実際に公表されているトレーディング収益に、まずトレーディング目的デリバティブ資産・負債の当期末残高の純額が未実現利得の場合は減算、反対に未実現損失の場合は

46) FASB [1998], par. 8.

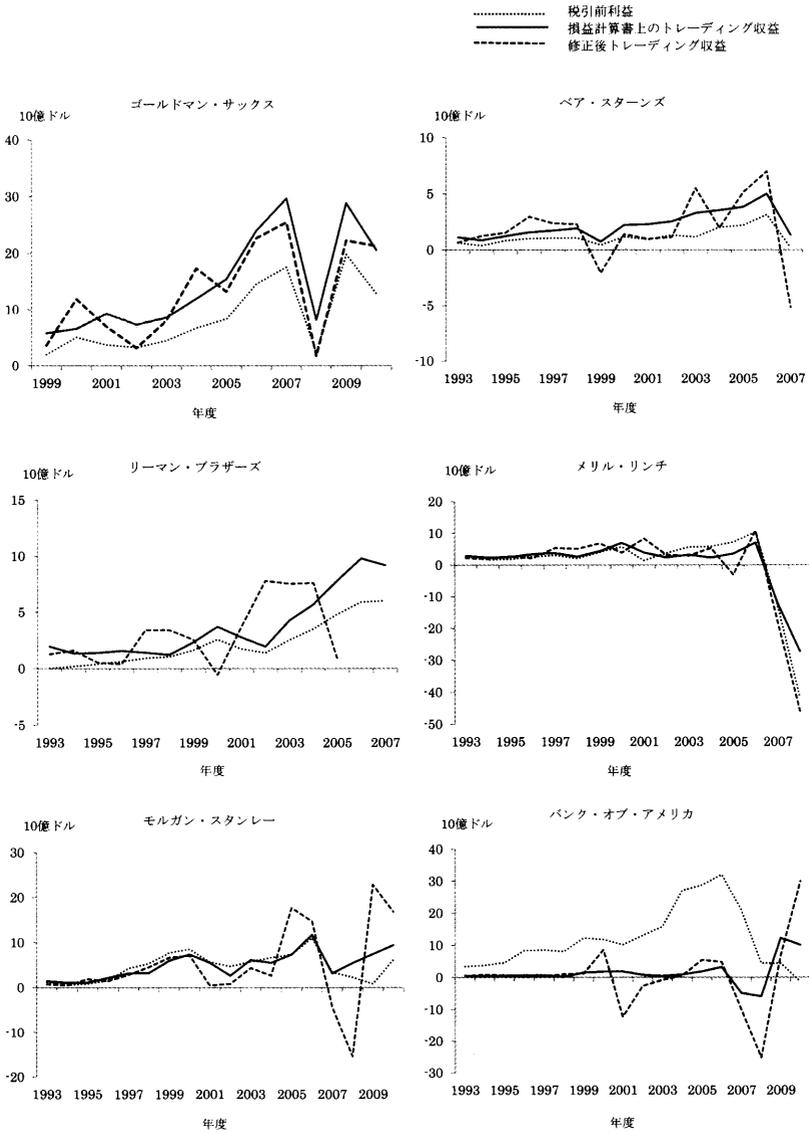
加算し、ついで前期末残高の純額が未実現利得の場合は加算、反対に未実現損失の場合は減算して、損益計算書上のトレーディング収益を原価評価に修正したトレーディング収益を算出した。

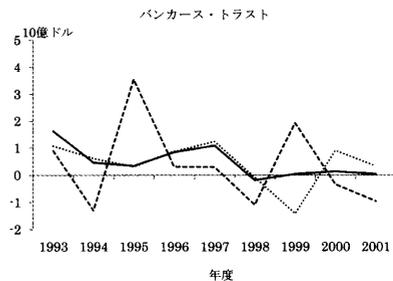
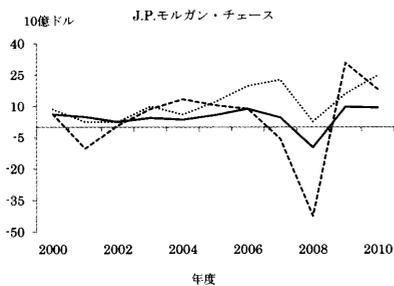
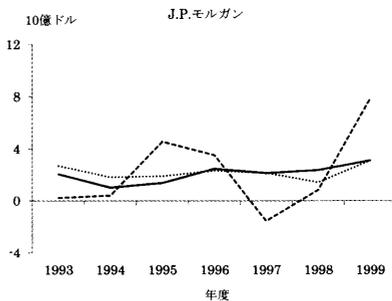
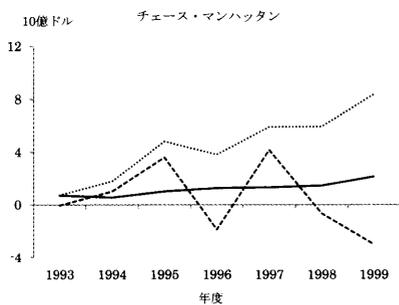
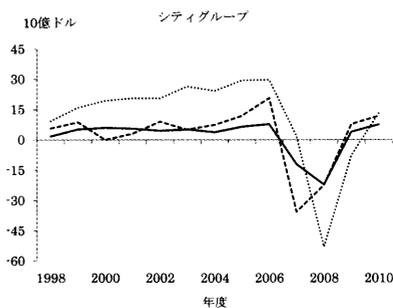
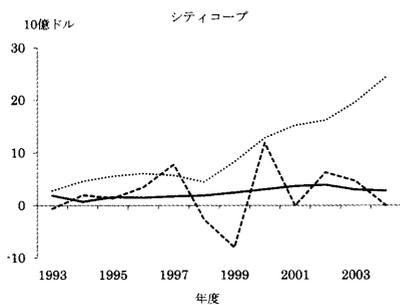
以上の計算結果を、表1および表2で取り上げた大手金融機関各社について示したものが図2である。同図は、FASB解釈指針第39号の適用前年度にあたる1993年度を起算点として、損益計算書上のトレーディング収益、修正後トレーディング収益、税引前（かつ会計処理変更の累積的影響および特別損益計上前）利益の三つの利益数値の期間推移を表したものである。同図から読み取れることは、第一に、ほとんどの金融機関において、修正後トレーディング収益の方が損益計算書上のトレーディング収益よりも期間変動幅が大きく、それに比べると実際のトレーディング収益がはるかに安定推移している点である。ここから、公正価値会計を適用することで、実際のトレーディング収益の中では、デリバティブの未実現利得・損失が、デリバティブ以外のトレーディング資産・負債の実現利得・損失および未実現利得・損失と相殺関係にあることがわかる。公正価値会計がトレーディング収益の平準化につながっていることがここに表れている。

第二に、公正価値会計によって平準化している実際のトレーディング収益は、当期純利益の平準化、さらには会計利益計算の成立そのものの基盤にもなっていることがわかる。大手金融機関の多くで、実際のトレーディング収益と税引前利益の額が接近しており、かつ両者の期間変動の形跡も近似している。しかも、修正後トレーディング収益をみると、それが税引前利益を大幅に下回っている年度が少なからず見受けられる。ここから、トレーディング活動への公正価値会計の適用は、損益計算書のボトムラインである当期純利益の平準化をもたらしているだけでなく、会計利益の計上自体の基盤として機能していることが見て取れる。それだけに大手金融機関の中では公正価値会計の重要性がいっそう高まっているといえる。

かつてSFAS115が公表されたとき、売買目的有価証券に対して公正価値会計が導入された現実的背景として、売買目的有価証券に関しては「そもそ

図2 大手金融機関各社のトレーディング収益と修正後トレーディング収益の推移





（出所）表1に同じ。

も短期間のうちに売買される証券に、利益操作に使えるような含み益がどれほど生じているものかは疑問である。原価法と時価法とで、利益測定の結果はさして変わらない可能性が高い⁴⁷⁾という指摘もみられたが、もし現実がそうであるならば、そもそもそのような価格変動リスクがほとんど存在しない資産にヘッジを行う必要はない。これまで取り上げてきた諸事例から明らかのように、ディーラーはトレーディング活動に係る自己勘定資産の価格変動リスクを無視できないからこそヘッジを要する。先ほどディーリング取引の事例として取り上げた金利スワップの取引における非常常に単純なヘッジ構造でさえ、それに対して公正価値会計を適用するのとならないのでは、ディーラーのトレーディング能力に著しい格差をもたらすと指摘されてきた⁴⁸⁾。ましてPERLSやCMLTI2006-NC2, CDOsの原資産となる各種メザン・トランシェなど、仕組みの複雑な有価証券やデリバティブとなると、複雑なポートフォリオの内部で実現利得・損失と未実現利得・損失の重層的な絡み合いが生じているはずである。このようなヘッジ関係を前提とした場合、大手金融機関にとって公正価値会計は、このヘッジ関係を会計利益計算に反映させることでトレーディング収益の平準化を実現するための手段となっているだけでなく、さらにトレーディング活動の規模拡大に応じて、当期純利益の平準化や会計利益計算そのものを成立させるための不可欠の条件となっている。この意味で、トレーディング活動が事業展開の中核を占めるほど大規模化した近年の大手金融機関にとって、それへの公正価値会計適用の意味は、以前は外的与件にすぎなかったものが、今では何よりも大手金融機関自身の経営戦略を支える内的条件へと転化している点にあるといえよう。

47) 川本 [1995], 204頁。

48) 星野一郎氏は、このような金融機関側の経営上の都合を日本におけるトレーディング勘定への公正価値会計導入の論拠とするのは、会計基準設定をめぐる議論のあり方としては本末転倒であると批判している (星野 [2001], 288頁)。

（2）公正価値会計とトレーディング活動の投機化

ところで、トレーディング・ポートフォリオにおけるヘッジ構造の複雑化という現象は、見方を変えれば、完全なヘッジがよりいっそう困難になるというヘッジ・リスクの増大を意味する。トレーディングの仕組みが複雑化するにつれてヘッジ対象に直接対応したヘッジ手段は限定される。そのため、ディーラーは代替的なヘッジ手段を用いてヘッジ構造を構築せざるをえなくなるが、それが今度は、ヘッジ対象とヘッジ手段との価格変動の相関関係の不完全さに起因したヘッジの失敗の可能性、すなわちヘッジ・リスクを生み出すことになる⁴⁹⁾。以下にこのヘッジ・リスクの一例を、資産証券化活動におけるCDOsの組成に従事する大手金融機関の事例を用いて示す。

CDOsの引受業務を担う大手金融機関のトレーディング部門は、CDOsの原資産プールの組み合わせやその収集、CDOsの各トランシェの加工、発行されるCDOsの投資家への販売など、CDOsの組成や発行に必要な作業をすべて自身の権限と責任のもとで行っていた。このときディーラーが担う重要な役割が、原資産となるBBB格以下のトランシェを、それを直接保有してCDOsを発行する発行主体（第4節（5）で触れたKleros IIIの場合には、Cohen & Company社の子会社のStrategos Capital Management社）に移管するまでの通常約6～9ヶ月の間、当該トランシェをディーラー自身が自己勘定で保有し続けることである。保有期間中はディーラーが原資産の価格変動リスクを背負うことになるため、市場の不利な変動に対してつねにリスク・ヘッジを行わなければならなかった。それは現場責任者から言わせれば、何とかして（somehow）ヘッジするといった作業であったという⁵⁰⁾。この「何とかして」という表現に、原資産トランシェのリスク・ヘッジの難しさが表れている。

ほかにも、例えばシティグループでは、次のような特殊な事情によって

49) Das [2004], p. 672.

50) Financial Crisis Inquiry Commission [2011], pp. 130-131. and p. 196.

CDOsのリスク・ヘッジに支障をきたしていた。すなわち、シティグループのCDOs担当のトレーディング部門があるCDOsをオリジネートしたとき、社内の他の諸部門が独自にこのCDOsに対して様々なポジションを張ったことから、CDOsの原資産価値が下落した場合には部門間で錯綜的な支払流れが発生するような複雑な取引構造が自社内で形成され、さらにこのことを経営陣が把握していなかったために、結果的に全体的なエクスポージャーに対するリスク・ヘッジが困難になっていた⁵¹⁾。

このようなヘッジの不完全さに起因するヘッジ・リスクの増大は、ポートフォリオ全体のヘッジ構造の脆弱性とその投機性の高さを反映したものにほかならない。しかし、公正価値会計のもとでは、ヘッジ・リスクそのものは財務諸表上には反映しない。同一ポートフォリオ内のヘッジ・リスクは、ヘッジ関係を形成する個々の資産・負債の公正価値の測定には組み込まれない。そしてヘッジが成功している間は、その成功が必然的か偶然的かは会計上問われない。公正価値会計が適用されることで、ヘッジ・リスクが高いポートフォリオも低いポートフォリオもその違いは一切無視されて、ともにポートフォリオ内の実現・未実現の様々な損益が相殺認識される結果、利益平準化という同じ会計現象が生じる。つまり、網渡りの危ういヘッジを繰り返していても、財務諸表上ではまるで完全ヘッジを構築しているかのように映る。ただしそのかわりに、予測不能な市場変動などを受けてヘッジ・リスクが発現した場合には、公正価値会計のもとでは、一挙にポートフォリオ内に生じた損失が損益計算書上に反映することになる。このように公正価値会計は、常時におけるヘッジ・リスクの存在をいわば捨象する。「公正価値会計がヘッジ会計を不要にする」とはこのような意味を含む。

これに対して原価評価の場合には、そもそもヘッジ会計が成立しないために、ヘッジ・リスクもまた、実現利得・損失と未実現利得・損失の相関関係の乖離に起因するトレーディング収益の期間変動の増大、あるいは実現損失を未実現利益でヘッジしている場合には巨額のトレーディング損失の早期認

51) Financial Crisis Inquiry Commission [2011], p. 197.

識という形で、損益計算書上に表現されることになる。

トレーディング活動からの手数料収入は、ヘッジ・リスクの高い投機的証券やテラー・メイドのデリバティブほど高額になるため、ヘッジ・リスクを捕捉しない公正価値会計は、投機的なトレーディング活動に積極的なディーラーほど追い風になりやすい。利益平準化効果によるトレーディング収益の安定計上を可能としながら、その背後にある投機性を財務諸表から遠ざけるからである。そして投機的なトレーディングへのいっそうの傾斜は、トレーディング・ポートフォリオ内のリスク・ヘッジの必要性をさらに高め、それが公正価値会計の必要性も高めることになる。大手金融機関はトレーディング活動の拡大と投機化に応じて公正価値会計をよりいっそう必要とするが、同時に公正価値会計がそのような大手金融機関に投機的なトレーディング活動の拡大を誘発するようになる。このように公正価値会計と投機的なトレーディング活動とは相互依存の関係にある。

トレーディング活動に対する公正価値会計の適用は、歴史的には大手金融機関の会計実務を通じて導入され定着した会計処理であったが、導入当初の時期と現在とでは、大手金融機関にとって公正価値会計を適用する意味は大きく変容している。導入当初の時期は、一般的に自己勘定トレーディング活動が主要な活動領域でなかったことから、税法の影響や証券会社の財務報告規制といった外的影響を受容したものにすぎなかったといえるが、自己勘定トレーディングが主要な活動領域となるにつれて、公正価値会計はヘッジを前提とした自己勘定トレーディング活動の拡大のための内的条件へと転化している。それだけでなく、公正価値会計は収益性の向上を追求した投機的なトレーディング活動を助長する機能も果たしうるのであり、この点では公正価値会計が金融危機の一因であったと評価できる。ここに現代におけるトレーディング活動に対する公正価値会計の現実的機能が見出される。

6. おわりに

SECは2008年に今次の金融危機と公正価値会計との因果関係の有無を検討した報告書を公表したが、そのなかで両者の因果関係を否定している⁵²⁾。いまその主張の一つを取り上げると、SECは、現行の公正価値会計は、例えば、今回の調査対象金融機関50社（うち30社の大半は総資産上位30位以内の金融機関）に含まれる銀行の場合で、総資産の31%に適用されているに過ぎず、さらに公正価値会計の対象となっている金融資産は、そのうちのわずか22%（したがって総資産のわずか7%程度）であったという結果から、公正価値会計の適用拡大が2008年金融危機の原因となりまたその深刻化を招いたという見方を否定した⁵³⁾。

しかし、公正価値会計の適用範囲が限定的であることと、この限定された範囲での公正価値会計の適用がサブプライム証券市場に代表される投機的な金融市場の成長に貢献したかどうかは、別問題である。SECはこの点を分けて検討していない。そもそもトレーディング活動への公正価値会計の浸透過程を主導したのは、第2節および第3節で論じたように金融機関の会計実務であり、またそれは商業銀行において顕著であったように、トレーディング活動の拡大化と並行して生じた会計現象であった。このような事実経過を踏まえると、公正価値会計の現実的機能を明らかにするためには、何よりも金融機関のトレーディング活動との関連から公正価値会計適用の意味を問うという視点が浮かび上がってくる。まして、大手金融機関のトレーディング活動こそ、今次の金融危機の原因となった金融市場の膨張と投機化の発信源であったのだから、金融危機と公正価値会計との因果関係の有無を評価するためには、何よりもトレーディング活動の拡大、投機化と公正価値会計との因果関係を検討しなければならないはずである。本稿の課題はまさにこの点の分析にあった。結論として、本稿は両者の因果関係を肯定的に捉えた。

52) この点の詳細に関しては、SEC [2008] を参照。

53) SEC [2008], pp. 45-50 and 125.

一般に会計理論の領域においては、トレーディング目的の金融商品に対する公正価値会計の適用は、その整合化の論理こそ学説によって異なるものの、認識対象の経済的実態を反映した「あるべき会計」であるというほぼ同じ結論に達している⁵⁴⁾。しかし本稿が問題にした点は、その「あるべき会計」が、現実には投機的なトレーディング活動を通じて巨額の利益獲得をもくろむ大手金融機関の意向にも沿いながら金融市場の投機化を助長し、ひいては未曾有の金融危機の一因にさえなったという点である。公正価値会計が現実的にはこのような機能を果たしてきたのであれば、今後も公正価値会計を「あるべき会計」として推奨するというのであれば、それが健全な金融経済の実現に寄与するような枠組みを、そうした措置を会計基準内に用意するかあるいは他の法制度を通じて会計外的に導入するかは別として、同時に模索していくことが必要ではないかと思われる⁵⁵⁾。

最後に、今後の課題として二点を提示しておく。一つは、現行の金融商品会計基準と金融危機との総体的な把握についてである。本稿はあくまで大手金融機関のトレーディング活動と公正価値会計の連関だけを取り上げた。しかし、金融危機との因果関係に関して拙稿 [2009] では、米商業銀行による証券投資に焦点を当て、現行の金融商品会計基準のもう一つの側面である売却可能有価証券や満期保有目的債券の会計処理、すなわち本稿でいうところの未実現利得・損失を当期純利益に計上する意味での公正価値会計とは別の会計処理が果たした現実的機能を分析し、その結論として、証券投資に対する本稿でいうところの公正価値会計の非適用が証券投資の拡大と投機化に貢献したのではないかと指摘し、このかぎりではSECの調査報告書の見解を支持した。つまり、現行の金融商品会計基準を総体で捉えるとは、いわゆる二元的利益構造に基づく公正価値会計の二形態およびそれに原価評価も加えた三元的構造と、金融危機との因果関係の把握、という意味である。この点の検

54) この点に関しては、石川 [2000] を参照。

55) この点で言えば、じつはSFAS115における満期保有目的債券に対する罰則規定は、会計基準がその認識対象である証券投資行動を一定の形態（バイ・アンド・ホールド）に直接的に制約するという、会計による直接規制の代表例である。

討は今後の課題としたい。

もう一つは、2008年金融危機後の金融・会計制度環境の変容と公正価値会計論の新たな動向についての分析である。周知のように、金融危機を契機に金融商品会計基準を巡る論議がアメリカで活性化している。すでにFASBもIASBも従来のものとは異なる新たな金融商品会計基準ないしその公開草案を公表しているが、その落ち着き先は依然として不透明である。他方でアメリカの金融規制法における商業銀行のトレーディング活動に対する直接的規制の導入など、新たな金融規制の導入もみられる。さらに公正価値会計論との関連では、包括利益計算書を争点とする財務諸表の報告様式に関する会計基準の改正論議もまた、金融商品公正価値会計の今後の展開に大きな影響を与える重要な論点である。これら金融危機後の一連の金融規制・会計制度の変化のなかでの公正価値会計論の今日的展開についての考察も今後の課題としたい。

参考文献

- Das Satyajit [1994], *Swap & Derivative Financing*, McGraw-Hill.
- Das, Satyajit [2004], *Swaps/Financial Derivatives—Products, Pricing, Applications and Risk Management*, (Third Edition), Singapore, Wiley.
- Das, Satyajit [2006], *Traders, Gens & Money—Knowns and Unknowns in the Dazzling World of Derivatives*, Harlow, Financial Times Prentice Hall (『トレーダー、デリバティブ、そして金—デリバティブ業界裏事情』 柏野零訳, エナジクス, 2009年).
- Board of Governor of Federal Reserve System [1996], “Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 1995”, *Federal Reserve Bulletin*, June.
- FASB [1998], Statements of Financial Accounting Standards No. 133, *Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities*.
- Financial Crisis Inquiry Commission [2011], *The Financial Crisis Inquiry Report—Final*

Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States.

Gorton, Gary, and Richard Rosen [1995], "Banks and Derivatives", *NBER Macroeconomics Annual*, Vol. 10.

Hilder, David B. [1991], "Chemical, Manufacturers See Deep Cost Cuts", *The Wall Street Journal*, July 22, 1992.

Koltveit, James M. [2008], *Accounting For Banks*, LexisNexis.

Merrill Lynch [1972], *Annual Report*.

Office of the Comptroller of the Currency [1995], *Quarterly Report on Bank Derivatives Activities*.

Partnoy, Frank [1997], *F. I. A. S. C. O.—Blood in the Water on Wall Street*, London, W. W. Norton & Company (『大破局（ファイアスコ）—デリバティブという「怪物」にカモられる日本』森下賢一訳，徳間書店，1998年）。

SEC [2008], *Report and Recommendations Pursuant to Section 133 of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008—Study on Mark-To-Market Accounting*, December.

Sinkey, Joseph F., Jr., and David A. Carter [2000], "Evidence on The Financial Characteristics of Banks That Do And Do Not Use Derivatives", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol.40, No. 4.

石川純治 [2000], 『時価会計の基本問題—金融・証券経済の会計』，中央経済社。

井村進哉 [2002], 『現代アメリカの住宅金融システム—金融自由化・証券化とリーテイルバンキング・公的部門の再編』，東京大学出版会。

大塚宗春 [1997], 「トレーディング勘定への時価評価導入の意義」『企業会計』，第49巻第4号。

大庭清司 [2008], 「グローバル化と金融技術革新」，田中素香，岩田健治編『新・国際金融テキスト3 現代国際金融』，有斐閣。

川口恭弘 [1989], 『米国金融規制法の研究—銀行・証券分離規制の展開』，東洋経済新報社。

河西宏之 [1989], 「米銀の特定証券の限定的引受・ディーリング業務問題」(上下)『亜細亜大学経済学紀要』，第13巻第3号。

川本淳 [1995], 「現物証券の評価と業績測定：基準書第115号—第1節 持分証券の評価と開

示」米国財務会計基準（金融商品）研究委員会『金融商品をめぐる米国財務会計基準の動向—基準の背景と概要』（下巻），企業財務制度研究会。

草野真樹 [2005]，『利益会計論』，森山書店。

斎藤静樹 [2007]，「利益と資本」斎藤静樹編著『財務会計』（第5版），有斐閣。

佐賀卓雄 [1991]，『アメリカの証券業—変貌過程と規制緩和』，東洋経済新報社。

全国銀行協会連合会 [1995]，「デリバティブ取引についての銀行界の考え方」『金融』，1995年8月号。

高田太久吉 [2009]，『金融恐慌を読み解く—過剰な貨幣資本はどこから生まれるのか』，新日本出版社。

田中建二 [1989]，「銀行の自己資本比率規制と会計問題」『経済修志』，第59巻第1号。

トムソン・リチャード [1999]，『デリバティブの非情な世界』前田俊一訳，TBSブリタニカ。

日本銀行国際局 [1993]，「オフバランス取引の拡大とわが国金融市場の課題」『日本銀行月報』，1993年2月号。

星野一郎 [2001]，『金融機関の時価会計—背景・役割・影響』，東洋経済新報社。

松井和夫 [1983]，「世界のトップ企業研究15—メрил・リンチ」『Will』，第2巻第8号。

松井和夫 [1986]，『セキュリタイゼーション—金融の証券化』東洋経済新報社。

松井和夫・西川純子 [1989]，『アメリカ金融史—建国から一九八〇年代まで』，有斐閣。

みずほ総合研究所 [2007]，『サブプライム金融危機—21世紀型経済ショックの深層』，日本経済新聞出版社。