

JP Morgan Chaseの損失事例に学ぶ

リスクテイクは、金融業のビジネスプロセスに内包されており、目標収益を達成するためには避けて通れない。先例に学び、足もとの変化に常に細心の注意を払うと共に、過ちを犯したときは、直ちに過ちを正し、株主価値の向上に結び付けていくという姿勢もまた経営にとって重要なことなのである。

JP Morgan Chaseは2012年5月10日に開催した緊急電話会議で、2012年第二四半期前半に、銀行全体の信用リスクをヘッジするためのポートフォリオで20億ドルの評価損失が生じたこと、今後、損失額が更に10億ドル程度増える可能性があることを公表した。

損失事例の共通点

多少の違いはあるものの、損失は、新しい業務を始めたとき、急速に業容が拡大したとき、そして事業が軌道に乗り始めたときなどに生じている。今回のJP Morgan Chaseの損失事象は、様々な管理・運営上の不備が複雑に絡み合った結果と思われるが、損失が生じるタイミングについては先例に合致する点がある。

第一に、今回の損失は、JP Morgan Chaseの長期的な資産・負債管理を担当するChief Investment Office（以下、CIO）で生じた。CIOは、銀行全体の有価証券ポートフォリオ運用とバランスシートから生じる構造的なリスクを管理するミッションを負っている。CIOにおいて全社の信用リスクを管理するようになったのは、2007～8年頃のことである。年次報告書によれば、それ以前は、外国為替リスクと金利リスクの管理が主であり、CIOにとって全社の信用リスク・ヘッジは相対的に新しいミッションであったと言える。

今回JP Morgan Chaseが損失を負ったクレジット・デリバティブズは、与信ポートフォリオ・マネジメントのツールの一つである。JP Morgan Chaseは、商業ローン、住宅及び商業資産担保ローン、デリバティブ債権の信用リスクをヘッジするために、クレジット・デフォルト・スワップ、トータル・リターン・スワッ

プ、クレジット・リンク・ノートなど多様なクレジット・デリバティブズを利用していた。ヘッジ対象の信用リスクの特性の違いや、デリバティブズの商品性の複雑さを考えると、ヘッジ・ポートフォリオの構成はかなり複雑になっていた可能性がある。またヘッジの有効性を担保するためにヘッジを重ねた結果、多額のポジションを抱えるに至った可能性も考えられる。ヘッジの複雑さ故に、ヘッジ・ポジションで多額の損失をかかえるということは信用リスク・ヘッジの失敗にはよく見られることである。それだけ信用リスクの評価は難しく、それが信用リスクのヘッジを困難なものとしている。なお、2012年6月に行われた米国通貨監督庁長官による上院銀行委員会に対する証言によれば、JP Morgan Chaseは2011年末から2012年初めにかけてヘッジ戦略を変更、その際に選択した取引が当初のポジションの取引と一致しておらず、その結果、ベーススや流動性などのリスクを招いたとのことだ。

第二に、CIOにおいて全社の信用リスクを管理する機能が高まった時期は、ベア・スターンズ及びワシントン・ミュージアルの買収によりバランスシートが急激に拡大した時期とほぼ合致している点である。バランスシートが急激に拡大した場合、往々にしてリスク管理体制が追いつかず、大きな損失を抱えてしまうケースがあることは、リスク・マネジャーのあいだでもよく知られている。更に、JP Morgan Chaseは、この時期にモーゲージ担保証券などのクレジット投資商品の持ち高を大きく増やしている。買収以前のJP Morgan Chaseは、有価証券ポートフォリオ運用では金利リスクテイクが中心であったことを考えると、バランスシートの拡大と共に、新たに拡大するクレジット投資を管理する体制を整備する必要にも迫られてお

NOTE

- 1) Value-at-Risk.
- 2) 2012年6月6日に行われた通貨監督庁長官の上院銀行委員会での証言によれば、CIOのグローバルなオペレーションをニューヨーク本社で管理するという組織体制、監視と統制についても、OCCの精査の対象となっているとのことだ。なお、OCCは、JP Morgan Chaseの米国銀行子会社の監督機関として、問題となっているポジションに対するリスク管理及びリスク・ガバナンスの十分性を評価しているとのこと。
- 3) 2012年6月6日に行われた通貨監督庁長官の上院銀行委員会での証言によれば、JP Morgan Chaseが

ヘッジ戦略を実施後、数年間は、リスクの水準は、銀行が承認したストレス限度枠などの限度枠内に収まっていたとのことだ。

- 4) 2012年4月13日に行われた第一四半期決算発表でダイモンCEOは、CIOのポジションに関する一連の報道についてコップの中の嵐と答えていた。
- 5) 2012年5月10日に行われた緊急電話会議では、今回の損失による自己資本比率への影響は、ほとんどないとのことであった。なお、2012年6月6日に行われた通貨監督庁長官の上院銀行委員会での証言でも、銀行自体の支払い能力の問題やシステミック・リスクを引き起こ

す事象ではないとの見方が示されている。

り、CIOの管理負担増につながったと思われる。

今回の損失を契機に、JP Morgan Chaseが第一四半期に変更したリスク計測指標¹⁾を元に戻したことからリスク計測指標のみを問題視する向きもあるが、前出の緊急電話会議では、ヘッジ戦略の複雑さ、取引のエクセキューション、モニタリングや牽制機能など一連の管理プロセス全てに不備があったことが明らかにされている。また、今回の損失はCIOのロンドン・オフィスで生じており、グローバル・ガバナンスの難しさをあらためて認識させる事象となった²⁾。

第三に、ヘッジが上手くいっていると思っていた矢先の損失という可能性がある点である。事業が上手く行き始めたときに、わずかな気の緩みから大きな損失を被ることは間々あることである。前出の緊急電話会議でジェームス・ダイモンCEOは、信用ストレス下においてヘッジが上手くいっていたこと³⁾、第一四半期に僅かな損失が生じており、この時点でトレーディング損失にもっと注意を向けるべきであったと答えている。

ヘッジが上手く行っているという気の緩みがあったことは、ヘッジのエクセキューションからもうかがわれる。CIOが一方向にポジションをとっていたことが、市場参加者の知るところとなっていたのである⁴⁾。全社のリスク管理を担当する部署がポジションを入れ替える場合やヘッジをする場合は、注意深く行うのが常である。それは、ある方向へポジションを動かしていること、つまり自分自身のリスク・ポジションを他の市場参加者に知られることや、その結果、取引コストの上昇や取引が完結できないリスクが生じるからだ。短期間に組織体制が変化し、業務が拡大する中で、基本となるこうした価値観、つまり用心深さがCIO内で共有化できていなかっ

た点も損失の一因となった可能性は否めない。

繰返される失敗

今回の損失はJP Morgan Chaseの屋台骨を揺るがすものではないにもかかわらず⁵⁾、センセーショナルに受け止められた。それは、JP Morgan Chaseが先の金融危機を上手く乗り切った数少ない金融機関であり、ダイモンCEOの現場主義の徹底と共に、そのリスク管理に定評があったという理由による。

しかし、金融業の歴史において損失事象は途絶えることがない。それは、新しい業務分野だけでなく、銀行がよく理解し、上手く管理してきたリスクでさえも、内外環境の変化によりその質が変化し、時に管理方法が合わなくなるためである。どのようなリスクをとるかは金融機関の戦略によるが、金融業は、リスクテイクし、それを上手く管理することが重要な仕事である。つまりリスクテイクは、金融業のビジネスプロセスに内包されており、目標収益を達成するためには避けて通れない。先例に学び、過ちを犯さないように足もとの変化に常に細心の注意を払うことも重要であるが、それと同時に、今回の損失に際して、ダイモン氏が繰返し述べているように、過ちを犯したときに、過ちから学び、直ちに過ちを修正し、株主価値の向上に結び付けていくという姿勢もまた経営にとって重要なことなのである。

Writer's Profile



川橋 仁美 Hitomi Kawahashi

金融ITイノベーション研究部
上級研究員
専門はリスク管理、内外金融機関経営
focus@nri.co.jp