

先物・オプションマーケット

デリバティブ規制論議とその行方

キダー・ピーボディ証券

株式部長 田中良治

今年に入ってデリバティブに絡んだ事故が続出している。特に、2月以降の国際的な金利上昇とそれに伴う債券市場の下落によって、ヘッジファンドの巨額の損失が表面化したのをきっかけに一般企業にも広くデリバティブが浸透していることが明らかとなった。また同時に、銀行部門が予想以上にデリバティブにその収益を依存するあまり必要以上のリスクを取っているのではないかとの懸念もでてきた。

この様な状況から、昨年からのデリバティブ規制を訴えていた米議会の一部の勢力を中心にして規制論議が高まりをみせ、この7月24日には国際決済銀行(BIS)のバーゼル銀行監督委員会はデリバティブのリスク管理に関する指針をまとめて発表するに至った。ここではこれまでの規制論議の経緯を米国の動向を中心に整理するとともに、規制の問題点についても言及したい。

米議会の規制論議

デリバティブの規制について94年1月までは、米議会の一部が規制の必要性を説いていたのが目立った程度であった。特に規制論者として積極的な行動をとっていたのはゴンザレス下院銀行委員長である。同委員長は93年6月にデリバティブ商品が金融システムに及ぼすリスクに懸念を表明し情報開示の強化を訴えたのをはじめ、10月にはデリバティブの規制に関する公聴会を下院銀行委員会で行っている。ただこの時証人となった米連銀(FRB)理事や米通貨監督庁(OCC)長官らはいずれも既存の資本規制等で対処できるとして新たな規制に消極的な姿勢を見せて終わった。しかし議会の懸念は消えることが無く94年1月には同委員会のリーチ議員によってデリバティブ規制に関する委員会の設置を求める法案が提出された。こういった議会の動きに対する業界サイドの動きは、93年7月にG30(ワシントンに本拠をおく民間の有力金融関係者で構成されている)がデリバティブ商品の自主規制を提言して政府の介入を牽制した程度であった。

この様に規制論議が議会の一部だけでおさまっていたのはヘッジファンドの成功が注目を集めたことに加え、

J.P.モルガンやバンカース・トラストといった米大手銀行がデリバティブ商品によって大きくディーリング益をあげるなどデリバティブそのものが今後の戦略分野として注目を集めて拡大過程にあったのと、世界的な低金利下で大きな問題が表面化しなかったことでデリバティブ取引のリスクが過小にみられていたことが背景にあったといえよう。

ところが、1994年2月米連銀が金融引締め政策に転換したのをきっかけに米債券市場が急落したことから、ヘッジファンドを中心にかなりの損失が発生した。ここで問題となったのがヘッジファンドがデリバティブを使ってレバレッジをきかせており、そのファンドの10~30倍のポジションを持っていたことである。このためマージンコールが入ると一挙にポジションをクローズせざるを得なくなった。このヘッジファンドの投げは米債券に止まらず欧州債券にも及び一時欧米の金融市場を混乱させることとなった。

この事態によって、デリバティブの持つレバレッジ機能のリスクが再認識されると同時に、欧米の銀行がデリバティブを通じて過度の信用供与をこれらヘッジファンドに行っていたことが明らかとなった。また、これら銀行自身もデリバティブ取引でかなりの損失を被っており銀行経営の健全性もとり沙汰された。ただこの時点では規制論議はデリバティブそのものではなく、ヘッジファンドや銀行の信用供与のあり方に集中しており、ヘッジファンドのレバレッジの大きさや金融機関の投機的動きが問題視されていたにすぎない。このため3月のBIS中央銀行総裁会議でもヘッジファンド規制に関して意見交換されただけであり、また3月中旬には米国の証券取引委員会(SEC)および商品先物取引委員会(CFTC)そして英証券投資委員会(SIB)がデリバティブ取引の監視のための情報交換に関して協力することを表明しているが、ここで対象となっているのは銀行、証券会社およびヘッジファンドを中心とする大手投資家の動きだけであった。またこの間には、米連邦金融機関検査協議会(FFIEC)がデリバティブ取引に関して銀行に求めるディスクロージャーのルール案を公表している。そして、4月をはじめにはゴンザレス委員長によって銀行にデリバティブ取引のすべてをディスクロージャーする事を求めた法案が提出されている(同委員長は4月下旬には金融サービスに関する国際的な規制の導入を求める法案を提出している)。また、レビットSEC委員長もヘッジファンド等大手投資家の大口取引の報告の強化を求めることを表明しているが、いずれもヘッジファンドと銀行の取引のあり

方に関するものであった。

しかし、4月中旬の94年1-3月期の業績発表が行われる時期になると、デリバティブ取引による損失が、金融機関や大手投資家といったプロだけでなく一般企業にもかなり及んでいることが明らかとなった。

まず、米家庭用品大手のプロクター・アンド・ギャンブル(P&G)がいわゆるレバレッジスワップで1億5,700万ドルの損失を出していたことを発表したのをはじめ、グリーティング・カード大手のギブソン・グリーンティンクス、紙パ大手のミードがそれぞれデリバティブ取引で1,670万ドル、1,210万ドルの損失を被り、他にかなりの企業がデリバティブ取引で損失を計上していたことが判明した。ここで問題になったのは、大半のデリバティブ取引がオフバランス取引のため企業の発表している財務諸表等ではそれらデリバティブ取引がまったく把握できないことで、これらの企業に株式投資している一般投資家が被害を被ったことである。また、これらのデリバティブ取引では銀行や証券会社の勧めるままに取引をしており、仕組みを理解していなかったと思われる点も問題視された。事実、プロクター・アンド・ギャンブル社はスワップの相手方であったバンカース・トラストに対し何らかの法的措置を講ずると発言している。

このような事態を受けて4月下旬には、米財務会計基準審議会(FASB)が、デリバティブ取引のディスクロージャーを金融機関だけでなく一般企業にも求める会計基準案を公表している。また、米下院銀行委員会も公聴会を開きOCC, FRB, SEC, CFTCの監督官庁の代表およびヘッジファンドの雄であるジョージ・ソロスが出席した。当局側の代表はOCCが銀行のデリバティブ取引の資本規制強化の必要性を強調したが、他の代表のいずれもディスクロージャーの強化を唆しただけでデリバティブ取引の規制については消極的な態度をみせた。そういったなか、ジョージ・ソロスがプロの投資家もデリバティブにかかわるリスクを完全に理解するのは困難だとしてデリバティブ市場について警告する発言をしたことが注目された。

一方米議会内でもデリバティブ取引に対する懸念が広がり、5月には下院の証券業務を管轄するエネルギー商業委員会もデリバティブ取引に関する公聴会を開催している。この公聴会では、まず業界関係者として前ニューヨーク連銀総裁で現在ゴールドマン・サックス顧問のジェラルド・コリガン、前SEC委員長で米会計事務所クーパーズ&ライブランドのファイナンシャル・アドバイザーであるリチャード・フリーデン、そしてJ. P. モルガン

会長のデニス・ウェザーズが出席したが、3人ともデリバティブの規制について反対の意見を表明した。理由としては現行法で十分な対処が可能であり、すでに巨額の取引があるところに新たな規制を導入するとかえって混乱を招く恐れがあること、また投資家から効果的なリスク管理手段を奪いかねない点を指摘している。特にジェラルド・コリガンはかつてニューヨーク連銀総裁時代にデリバティブの規制を訴えていただけに反対の立場を取ったことは意外視されたが、この点について彼は、すでに業界内ではデリバティブのリスク管理について自主的に改善が行われており、また新たな規制を設けても早急な改善は難しく、取引が規制の及ばないオフショア市場等に逃げる可能性があると述べた。

ここでの業界関係者の発言がいずれも規制手段に反対の立場を強く取っているのは、この公聴会後発表される予定の米会計検査院(GAO)の報告書が新たな規制の導入を勧告していると見られており、そういった動きが強まるのを牽制する目的があったためである。なおGAOの調査開始は、ジェラルド・コリガンがかつてニューヨーク連銀総裁の時にデリバティブのリスクを指摘したことがきっかけとなっている。

GAO報告書

米会計検査院(GAO)は1994年5月18日に2年間にわたるデリバティブの調査報告を発表した。この報告書では、デリバティブの有用性を認めながらも、その市場規模がすでに17兆ドルと巨大になっているにもかかわらずこのデリバティブ市場が一部の大手銀行、証券会社、そして保険会社によって構成されており、しかもこの参加者間での互いのリスクヘッジは全取引の38%に達しているため、もしたとえ1社でも問題を起こすと、市場参加者全体に影響が及ぶことになることを指摘している。このためデリバティブ取引がグローバルな金融システムに対して新たなリスク要因となっているとして、デリバティブ取引に関してすべての機関を監督する統一的な委員会の設置と統一的基準の導入を図る必要性があることを提案している。また、銀行についてはすでに連銀を中心とする政府当局の厳しい監督下にあるが、証券会社および保険会社が子会社を通じて行っているデリバティブ取引にはほとんど規制や監督する機関がないため、SECがより強く証券会社・保険会社を監督出来るようにその権限を強化することを提唱している。

ところが、この報告書を受けて行われた下院エネルギー商業委員会の公聴会では、FRBのグリーンズパン理事

長およびSECのレビット委員長は依然として新たな規制の導入には慎重な姿勢をみせた。グリーンSPAN理事長は、米国内でデリバティブ取引の規制を強めてもオフショア市場等に取引が逃げ、かえって監督するのが困難になるだけであると指摘するとともに、SECの権限拡大についてもデリバティブのように急拡大している市場ではあまり意味が無く規制の柔軟性を失いかねないとして反対した。またレビット委員長も基本的にはグリーンSPAN理事長と同様の発言をしたが、もしSECと証券会社の間で協議しているデリバティブ取引の内部リスク管理体制の強化等で合意が出来ない場合には、何らかの規制の導入も考慮しなければならないとして規制の可能性に含みを持たせた。他の監督官庁もほぼ同意見であり、現行の規制のもとでデリバティブ取引のディスクロージャーの徹底を図ることでリスクを回避できるとして、新たな自己資本基準等の規制導入には反対している。

また業界サイドはこのGAOの報告書には一斉に反発しており、米銀行協会、米公共債協会など業界六団体は「デリバティブはリスク管理の手段としてきわめて重要であり金融システムの安定にも貢献しており、新たな規制の導入は取引コストを高めヘッジ手段をせばめるだけである。」との共同声明を出して、規制導入に強く反対していく姿勢を示した。

こういった監督官庁や業界の反応に対して、議会側はGAOの報告書によって規制の必要性が認識されたとの立場から規制の導入に積極的になっており、5月下旬にはゴンザレス下院銀行委員長とリーチ下院議員が各々提出していた法案を一本化したデリバティブ監督法案を新たに提出した。この法案は、監督官庁の動きにも配慮して、デリバティブ取引そのものを制約するような規制ではなくディスクロージャーの強化および監督体制の整備を求めており、ほぼGAOの勧告に沿ったものとなっている。この法案以外にもその後、リーグル上院銀行委員長が銀行本体のデリバティブ取引を制限する法案を、またマーキー下院議員が証券・保険業界への規制導入を促す法案を提出している。

一方、監督官庁サイドでも新しい規制に反対の立場を表明しているものの、現行法下でのデリバティブの監視強化の方向を打ち出して、監督の強化と海外を含めた他の監督機関との協調体制の整備に取り組み始めている。なかでもGAOの報告書でその権限強化が提唱されたSECでは、上場企業数十社に対し現在保有しているデリバティブ商品についてどの程度のリスクがあるのか報告を求め、デリバティブ取引のリスク管理を一般の上場企

業にも徹底するよう要請したほか、投信会社に対してもデリバティブ取引の際、商品特性を完全に理解したうえで行うように注意を喚起する手紙をそれぞれの投信の最高経営責任者宛に送っている。さらにSECでは、大手証券会社6社とデリバティブ商品の取引および販売にあたり業界で自主規制的な何らかの基準を設けるように協議を始めている。

この様に、議会ではGAOの報告書に力を得てデリバティブの規制法案の成立を目指しているが、監督官庁側は出来るだけ現行法のもとでディスクロージャーの強化を中心にしてデリバティブ取引を監視していくとの姿勢を取っている。特に、FRBが新しい規制の導入に反対の立場を取っているため、議会でのデリバティブ規制法案の成立は難しいとみられている。FRBがGAOの勧告にもかかわらず、反対の立場を取っているのは先のグリーンSPAN理事長の発言でもわかるように、米国だけで規制を導入してもデリバティブ取引が規制の緩い他国の市場に逃げるため監視がより一層難しくなることに加え、デリバティブ商品のように日進月歩の進化をみせている分野では新しい規制下でより一層複雑なものが考案され規制が無意味になる可能性が高いためである。このような事態を防ぐには一国の規制より世界的なガイドラインを設けて、リスク管理を徹底させる方が効果的と考えられる。また、議会に提出された法案も世界的な管理体制の必要性を説いているが、この点で94年7月に発表されたBISのデリバティブに関する指針が注目されている。

BISのリスク管理指針

国際決済銀行(BIS)の銀行監督委員会(バーゼル委員会)は94年7月27日にリスク管理指針を発表、個別金融機関にリスク上限の設定およびリスク管理組織の設定等を求めてデリバティブ取引の指導強化に乗り出した。

この指針では金融機関の内部におけるリスク管理のあり方に重点をおいて、具体的な内部管理についてガイドラインを示している。まず金融機関内部においてリスク管理のために、各機関でリスク管理指針とその手続きを明文化することおよび取締役会および上級管理職の責任を明確化して監督責任体制を整えるよう求めている。さらに、この取締役会・上級管理職に対しリスク・エクスポージャー等の報告を行う独立したリスク管理部署の設置を促している。

またリスク管理の方法については、デリバティブ取引に伴うリスク・エクスポージャーは十分な自己資本に裏打ちされなければならないことを明確にするるとともに、

リスクの計測のためにはデリバティブ商品の係わる市場を最低でも日次ベースでモニターする体制を整え、そのリスクを計算する際には最悪のシナリオも考慮すべきだとしている。さらに、全体としてのリスクがあらかじめ決められたリスク・リミットを超えた場合には管理職の注意を喚起するシステムを構築するように求めており、そして少なくとも1年ごとにこれらのリスク管理システムおよび採用しているリスク計測モデルが適切であるかどうか見直すように提言している。

さらにこの指針ではリスクそのものについても、信用リスク、マーケットリスク、流動性リスク、オペレーションリスク、リーガルリスクに区別した上で各々のリスクの管理のあり方にも言及している。

この様にバーゼル委員会の指針は、金融機関のリスク管理体制のあり方と、どの様なリスクを管理すべきかといったことに関してガイドラインを示したものであり、このガイドラインの徹底によって金融機関が過度のリスクを取って破綻しないように内部管理体制を充実させることを狙ったものである。ただ、具体的にどの様な理論を用いてリスクを計測するかは金融機関自体に委ねられている。また、証券監督者国際機構(IOSCO)でも同様の指針を発表することになっている。いずれにせよこの指針が今後各国のデリバティブ取引に関する銀行行政の雛形となっていくことになろう。

規制の問題点と今後の方向

これまでみた規制論議の経緯から、デリバティブ取引には次の問題点があることが指摘できよう。まず、デリバティブ市場の急拡大とそのレバレッジ効果のために金融市場全体に及ぼす影響が無視できないこと、またその商品特性が複雑化しておりプロである金融機関内部でもリスクが十分に理解されているとはいいがたく、まして一般企業ではかなりの企業がそのリスクを理解せず取引していること、そしてこれらデリバティブ取引がオフバランス取引もしくは仕組み債のかたちでなされるために監督官庁や一般投資家からは実体が把握しにくい点がある。

これらの問題点はいずれも、いかにデリバティブ取引の参加者がリスク管理の体制を整備させていくか、また

ディスクロージャーをいかに徹底させるかによって解決されることは明らかであろう。特にデリバティブ商品のように商品開発が複雑化している場合には、規制によって取引を制限しようとしてもデリバティブ商品の範囲を特定することはますます困難になっており、デリバティブに係わるリスクの計測も第三者では難しく商品設計者自身でなければ不可能なケースも生じている。また規制を強めることがかえって金融システムから有効なヘッジ手段を閉め出すことになりかねない事態も想定される。確かに、今年になって表面化した問題の多くがデリバティブのレバレッジ効果によるものであったためにこの面が強調されているが、レバレッジがきくからこそヘッジ手段としてもコストが低くなる点も見逃してはならない。

この点からみて、バーゼル委員会の指針の実現やSECおよびFRBが既に業界と進めている自主規制および内部管理の整備が、デリバティブ取引の金融システム全体への影響を軽減していく上で必要不可欠であり早急な対策が望まれる。この点については、すでに米議会から年内にはっきりとした成果を出すようにとの圧力がかかっており、進捗状況が思わしくない場合には議会で再度規制法案成立への動きが強まることになろう。またディスクロージャーについても、既に一部の企業がデリバティブ取引の詳細をその財務諸表に明記しはじめており、今後このような動きが広まっていくことが期待されているが、一般投資家に被害が及ばないようにするにはFASBが進めている会計基準の見直しが重要な役割を担っていこう。

この様にデリバティブ取引については、監督官庁や市場参加者が自主的にリスク管理体制を強化することによって、新たな規制を導入することなくデリバティブ市場と金融システムの安定を図っていく方向が進められつつあるが、この方法を押し進めることによってデリバティブ取引のヘッジ手段としての有用性と柔軟性を確保していくことが可能になっていくものと思われる。また、今後我が国でも金利先渡し取引等のデリバティブ取引が解禁されるにつれ規制の論議が高まっていくものとみられるが、金融機関が米国の動きを先取りしてリスク管理の内部体制の整備を急ぎ、業界としてのガイドラインを早急に示していく必要があるだろう。