

# 先物・オプションマーケット

## 1993年デリバティブ調査 (1)

本稿は、Euromoney Publications PLCが行った“Derivatives Survey 1993”と題する調査報告の一部を、同社の許可を得て翻訳したものである。

この調査は、国際的な大手機関投資家及び企業を対象にデリバティブの利用状況や利用目的等をアンケート方式により調査し、集計している。

“Translated and reprinted with the permission of the Euromoney Publications PLC (TEL.44-171-779-8679).”

本稿は、Euromoney Publications PLC (TEL.44-171-779-8679) の許可を得て、翻訳、掲載したものである。

### 目次

はじめに

#### 1 調査結果の要約

- (1) 機関投資家
- (2) 企業の資金管理者  
(以上本号)

#### 2 調査結果の詳細

- (1) 機関投資家
- (2) 企業の資金管理者

### はじめに

1993年デリバティブ調査は、機関投資家及び企業の資金管理者によるデリバティブの利用状況及びサービス提供者の実力についての詳細な調査を目的としている。

調査の基となるアンケートは、国際的な大手機関投資家及び企業等に1992年11月に送付された。アンケートへの回答と電話回答を含む調査は、匿名で行われ、1993年1月に完了した。

- ・ 機関投資家調査の対象は、大手保険会社、年金基金、ミューチュアル・ファンド、ユニット・トラスト、投資管理会社及び銀行の幹部マネージャーである。管理しているファンドの額が2億ドル超の機関投資家を対象とした。このうち118社からデリバティブを利用して

いるとの回答があり、その管理するファンドの総額は約1兆5,879億ドルであった。

- ・ 企業の調査は、欧州の大手企業の資金管理者を対象とした。うち172社からデリバティブを利用しているとの回答を得、その管理する資金の合計額は4,339億5,000万ドルであった。

### 1 調査結果の要約

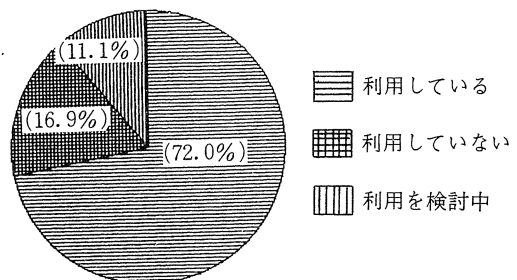
#### (1) 機関投資家

##### デリバティブを利用している会社の割合

標本調査によれば、機関投資家の大部分が投資戦略の一部にデリバティブを利用している。下図に示すように、72%がすでにデリバティブを利用しており、11.1%が利用を検討中であり、将来も利用する計画がないのはわずか16.9%となっている。

##### デリバティブを利用している会社の割合

本図は、現在デリバティブを利用している、利用していない及び利用を検討中と回答した者の割合を示している。



対象とした世界的規模の大手機関投資家300社のうち、164社からデリバティブの利用について回答を得た。このうち72%が現在デリバティブを利用しており、これらを基に以下のデータの集計が行われている。16.9%がデリバティブを利用しておらず、11.1%が将来デリバティブの利用を検討していると回答している。

機関投資家がデリバティブを利用しない理由

参加者がデリバティブを利用しない理由

本表は、参加者がデリバティブを利用しない主な理由を示している。参加者は主な理由を最大の理由から順に1から6にランク付けするよう求められた。

| 順位 | 理由                      | 点数 |
|----|-------------------------|----|
| 1  | 積極的な行動をとるほどのエクスポージャーがない | 34 |
| 2  | 顧客が禁止している               | 42 |
| 3  | コストがかかり過ぎる              | 46 |
| 3  | かわりを持つには重要性に乏しい         | 46 |
| 5  | 経験が不足している               | 53 |
| 6  | デリバティブの問題がよく取り沙汰されるから   | 59 |

回答によると、デリバティブを使わない最大の理由は、積極的な行動をとるほどのエクスポージャーがないというものである。こうした姿勢は、ファンド・マネージャーがそのポートフォリオに固有のリスクをより正確に把握するようになれば変わる可能性がある。受託者によってあるいはファンドの定款によって、デリバティブの利用が制約されていることが、多くの機関投資家の重大な障害となっている。すなわち、顧客による禁止が、デリバティブを利用しない理由の第2位になっている。

デリバティブにかかるコストもまた障害となっており、多くの機関投資家は、企業の資金管理者と同様、デリバティブ戦略に必要な手数料の前払いに依然として二の足を踏んでいることがわかる。

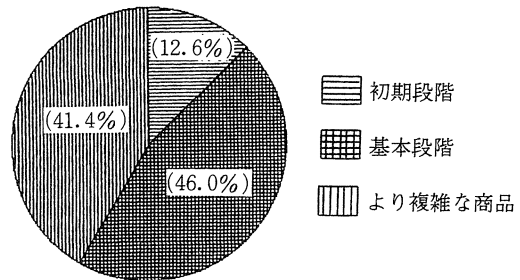
デリバティブを利用しない理由を、回答した機関の種類別及び運用するファンドの規模別にみると、必要性についての認識の欠如がすべての回答者にとって重要な要因であることが、標本全体を通じて際だっている。

機関投資家はデリバティブの利用にどの程度習熟しているか。

機関投資家は、全体として、デリバティブの学習曲線をかなり進んでいると考えている。全回答者の46%が基本的な技術を習得したとし、ほぼ同数の41.4%がより複雑な商品へ移ったとしている。初期段階にあると考えているのは12.6%に過ぎない。

参加者の考えるデリバティブ利用の習熟の程度

本図は、参加者がデリバティブの利用にどの程度習熟しているかを示すものである。回答者は、習熟の程度を1から3にランク付けするよう求められた。1は初期段階、2は基本段階、3はより複雑な商品である。



この結果は、企業の資金管理者に比べ機関投資家のデリバティブに対する理解が非常に深いことを示している。企業の資金管理者では、「より複雑な商品」を利用したことがあるとしたのは18.2%に過ぎない。

投資家を地域的にみると、いくつかの興味深い相違点が見られる。アメリカの投資家が、デリバティブの技術修得の面で非常に進んでいることは明白であり、71.4%がより複雑な商品を利用している。これに対し、イギリスが34.2%、ヨーロッパ本土が31%である。加えて、アメリカの回答者の21.9%が基本の習得を終えており、この調査でのアメリカの参加者はすべてが、デリバティブ利用の初期段階を終了している。

この結果は、アメリカの機関投資家が、この5年間に、海外市場への資産のリアロケーションを行うために、どのようにデリバティブを利用したかをかなりの程度反映しているはずである。

デリバティブを利用することによって、アメリカのファンドは、とりわけ、株式バスケットを実際に作るコストと手間をかけずに、ヨーロッパや極東の債券、株式市場へのかなりのエクスポージャーを達成することができた。これに対し、ヨーロッパ企業は、外国の株式、債券市場への投資においてより長い歴史を持ち、それに伴うエクスポージャーをより伝統的な方法で管理することで満足していることが多い。

ファンドのデリバティブ利用の習熟度については、20億ドル超のファンドがより複雑な商品の利用に進んでいる可能性が高いが(ほぼ50%)、ファンドの規模に関係なく比較的似た水準である。

同様に、業種別にみてもあまり差異がない。銀行がデリバティブの利用において他の部門より多少進んでおり、初期段階としたのは7.1%にすぎない。

#### なぜ機関投資家はデリバティブを利用するのか

デリバティブを利用する最大の理由は、リスク・コントロールであることが浮かびあがる。しかし、他の主な理由である収益率の向上やアセット・アロケーションも同程度に重要な動機である。

本表は、参加者がデリバティブを利用する主な理由の順位を示している。回答者は最も重要な3つの理由を1から3にランク付けするよう求められた。1が最も重要な理由である。

| 順位 | 理由           | 点数  |
|----|--------------|-----|
| 1  | リスク・コントロール   | 105 |
| 2  | 収益率の向上       | 113 |
| 3  | アセット・アロケーション | 115 |

上記以外に挙げられた理由は、顧客の求め、商品の構築、新しい資産の構築、裁定取引、ファイナンシャル・エンジニアリングとビジネス・ライン、スペシャリストのファンド、及び仕組みポートフォリオであった。

#### 機関投資家がファンド・マネージャーを選定する基準はなにか

デリバティブの提供者を選ぶ主な基準は、次節の企業の資金管理者の回答とおおむね似通っている。デリバティブ業者の顧客になろうとする者は、とりわけ、業者の手腕と効率性を最も重視しているようである。効率的な執行の順位が最も高く、次いでプロ意識である。高い信用力及び質の高い市場情報も重要な要因である。

企業の資金管理者の回答と同様、アドバイス・サービスは順位が低く、構築についてのアドバイスやファンド資産の分析は、機関投資家、企業のいずれにおいても、下位3項目のうちの2つを占めている。デリバティブを利用しようとする者は、自分のニーズを分析する能力を

#### デリバティブ・サービス提供者の選定基準

本表は、参加者がデリバティブを利用するため銀行又は投資銀行を選定する際、重要と考える基準をランク付けしたものである。回答者は1から12にランク付けするよう求められた。1は最も重要な基準、12は最も重要性の低い基準を示す。

| 順位 | 基準        | 点数  |
|----|-----------|-----|
| 1  | 効率的な執行    | 208 |
| 2  | プロ意識      | 242 |
| 3  | 高い信用力     | 295 |
| 4  | 質の高い市場情報  | 299 |
| 5  | コスト効率性    | 303 |
| 6  | 値付けの速さ    | 306 |
| 7  | 一貫性       | 317 |
| 8  | アイデア      | 323 |
| 9  | 効率的なリスク管理 | 336 |
| 10 | 構築へのアドバイス | 369 |
| 11 | 幅広い商品の品揃え | 410 |
| 12 | ファンド資産の分析 | 468 |

有していると考えているのは明らかであり、したがって、デリバティブ業者には効率的な執行を期待している。これは、上位のデリバティブ業者のとしているアプローチとは際だった対照をみせている。これら業者は、問題を抱えてやってくる顧客を待つのではなく、マネージャーが気づかないかもしれないポートフォリオの潜在的なエクスポージャーや機会の分析を試みることによって、ファンド・マネージャーと基礎から協力し、その後戦略を編み出すことを目指していると強調している。このことは、それぞれの役割について、投資家とデリバティブの提供者とで見解にずれがあることを示している。

#### 機関投資家は何行の銀行と取引しているか

全体的には、機関投資家は取引する銀行を増やす(24.6%)よりも、減らしつつある(31.4%)が、この傾向は、企業の資金管理者の場合ほどには顕著でない。最も印象的なのは、小口の機関投資家が極めて限られた数の銀行と取引していることである。ファンドの額が5億ドル以下は平均3行、5億から10億は6行、10億から20億は2.7行である。このことは、こうした機関との関係の確立を狙う銀行の可能性に限度のあることを示唆して

いる。

かなりの数の銀行と関係を持っているのは大型のファンドに限られている。調査によれば、20億ドル超の規模のファンドは平均16.7行と取引している。銀行が大型のファンドにマーケティングの努力を集中しても不思議ではない。取引の量が大きいことの他に、すでに取引のある銀行との関係が多少とも薄くなる可能性があることから、新しくこの魅力的な分野にはいることが容易だからである。

また、ファンド・マネージャーを業種別にみると、銀行との関係へのアプローチで際だった差異がみられる。保険会社、年金基金及びミューチュアル・ファンドとユニット・トラストは、比較的限られ数の銀行と取引している(それぞれ、6.4行、7.7行、2.3行)。投資管理会社と銀行は、多くの銀行(14行と10.2行)と取引する傾向にあった。もっとも、投資管理会社、とりわけプロのアドバイザーは、他に比べて管理するファンドが大きい(平均8億2,560万ドル)という事実によって一部説明することができる。銀行については、ファンド・マネージャーと仲介者という二重の機能を考えれば、カウンター・パーティーとの取引でネットを広げようとするのは驚くにはあたらない。

**(2) 企業の資金管理者**

デリバティブを利用している企業の割合

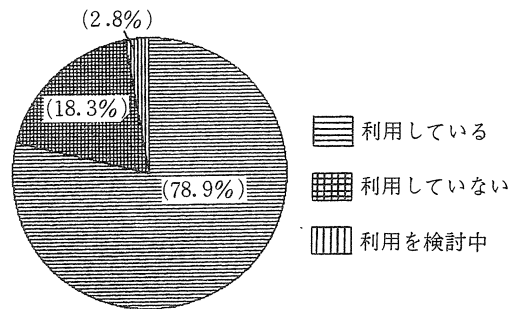
企業の資金管理者に対する1993年の調査は、デリバティブの世界が発展していることを強力に裏付けている。実に回答者の78.9%がすでに何らかの形でデリバティブを利用している。デリバティブを利用していない21.1%のうち、2.8%がその利用を検討していると答えているが、18.3%の勢力はその利用に反対しているようである。デリバティブがヨーロッパ企業の資金管理者の間に深く浸透していることは明らかである。

企業がデリバティブを利用しない理由

デリバティブを今なお利用していない企業の回答から何を学ぶことができるのか。デリバティブを利用しない理由は、大きく2つのグループに分けられる。すなわち、自身のニーズについての企業の認識に関する理由と、提供される商品の認識に関する理由である。

**デリバティブを利用している企業の割合**

本図は、現在デリバティブを利用している、利用していない及び利用を検討中と回答した者の割合を示している。



対象としたヨーロッパの大企業400社のうち、218社からデリバティブの利用について回答を得た。このうち78.9%が現在デリバティブを利用しており、これらを基に以下のデータの集計が行われている。21.1%は現在デリバティブを利用していないが、このうち2.8%は将来デリバティブの利用を検討している。

**参加者がデリバティブを利用しない理由**

本表は、参加者がデリバティブを現在利用していない主な理由を示している。参加者は、主な理由を最大の理由から順に1か6にランク付けするよう求められた。

| 順位 | 理由                      | 点数 |
|----|-------------------------|----|
| 1  | 積極的な行動をとるほどのエクスポージャーがない | 26 |
| 2  | かわりを持つには重要性に乏しい         | 33 |
| 3  | コストがかかり過ぎる              | 36 |
| 4  | 会社の取引量が少ない              | 37 |
| 5  | 経験が不足している               | 47 |
| 5  | デリバティブの問題がよく取り沙汰されるから   | 47 |

企業の資金管理者にデリバティブを売り込もうとする金融仲介業者が、まず、会社に基本的なニーズのあることを資金管理者に納得させ、そのあとでそのニーズをうまく満たす手段を含むデリバティブの数々を提供すべき

参加者がデリバティブの利用を検討している理由  
 本表は、参加者が近い将来デリバティブの利用を検討している主な理由を示している。

| 順位 | 理由           |
|----|--------------|
| 1  | リスク・マネージメント  |
| 2  | 収益率の向上       |
| 3  | アセット・アロケーション |
| 4  | コスト削減の機会     |
| 5  | 柔軟性          |
| 6  | 流動性          |

上記以外に挙げられた主な理由は、現在の金利水準、既存のカバーの満期、機会損失の縮小、ショート・ポジションを利用できる、使い易さ、企業の為替バランスの改善及び付加価値がコストを上回る場合に限る、である。

かどうかは、議論のあるところである。

確かに、理由の第1のグループ(積極的な行動をとるほどのエクスポージャーがない、かかわりを持つには重要性に乏しい、企業の取引量が少ない)は重要に思われ、それぞれ1位、2位、4位を占めている。調査に回答した企業の資金管理部門の標本が大手の有力な企業から構成されていることを考えれば、これらの企業が、金利、外国為替はもちろん商品についてもエクスポージャーがないとは考えられない。

多分以外なことに、デリバティブ商品のコスト及びしばしば付きまとう悪評は、あまり障害になっていないようであり、3位と最下位タイになっている。銀行やブローカーは、とりわけ、オプションに基づく戦略を売り込もうとする場合、企業の資金管理者が前払いプレミアムの支払いを渋ることで、失敗することが多いと言われてきた。

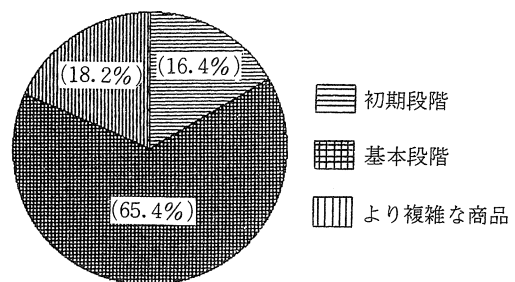
デリバティブを利用しない理由は、企業の規模によって異なっているが、全体的には、ニーズの認識の欠如が目立っている。デリバティブの利用を検討している企業にとって、リスク・マネージメントが主な誘因であり、次いで収益率の向上とアセット・アロケーションである。

企業はデリバティブの利用にどの程度習熟しているか  
 企業の資金管理部門にどの程度デリバティブの利用が

浸透しているかを示したのが下図である。デリバティブを利用している資金管理者の65.4%が基本的な技術を得ており、さらに18.2%がより複雑な商品を利用していた。初期段階にあると考えているのは、16.4%にすぎなかった。

より複雑な商品の利用は、目立って大手企業に集中している。管理すべき負債と資産が多いほど、その資金管

参加者の考えるデリバティブ利用の習熟の程度  
 本図は、参加者がデリバティブの利用にどの程度習熟しているかを示すものである。回答者は習熟の段階を1から3にランク付けするように求められた。1は初期段階、2は基本段階、3はより複雑な商品である。



理部門は、デリバティブのような複雑な商品の利用に必要な労働力や技術への投資を得ている可能性が高い。

国別に習熟の程度をみると、おしなべて同じ水準にあるが、いくつかの興味ある結果が浮び上がる。例えば、伝統的に金融イノベーションへの対応が保守的であり、消極的とすら考えられているドイツ企業の間において、回答者全てがすでにデリバティブの学習曲線の最初の部分を終えていると考えていた。

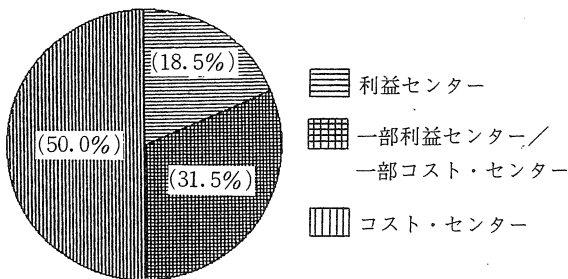
資金管理部門は利益センターか

企業が資金管理部門の機能をどのように位置付けるかは、デリバティブの利用についての質問に明白に関係する。調査対象企業の優に50%が資金管理部門をコスト・センターと位置付け、さらに、31.5%が一部利益センター/一部コスト・センターとしている。例えば、ヘッジがコストとして扱われるか、あるいは、オープン・ポジ

ションとして扱われるか等、實際上多くは企業の資金管理部門で採用されている精緻な内部管理会計システムに基づいているが、一般原則としては、資金管理部門の利益センターとしての位置付けが強いほどデリバティブの利用の可能性が高まるはずである。

企業における資金管理部門業務の位置付け

下図は、資金管理部門を利益センター、コスト・センターあるいは一部利益センター／一部コスト・センターと位置付けている参加者の割合を示している。



参加者のその他の回答としては、資金管理部門をサービス・センター（スウェーデン企業）、リスク・マネージメント・センター（ドイツ企業）及びコスト削減センター（イギリス企業）として位置付けていた。

大企業は、資金管理部門を利益センターとして位置付ける傾向が顕著である。20億ドル以上の企業の資金管理部門の3分の2以上は、たとえ部分的ではあっても、送金中の利益を含めている。この方法は、ベルギー及びスイスで最も顕著に見られる。

なぜ企業はデリバティブを利用するのか

リスク・コントロールが、企業のデリバティブ利用の主たる誘因として抜きん出ており、次いで、収益率の向上とアセット・アロケーションである。このことは、資金管理者を管理するファンドの規模別及び国別にみた結果と整合していることで補強される。

特定のデリバティブ・サービス提供者を使う理由として、企業の資金管理者が挙げたものは、基本的な項目が大勢を占めている。プロ意識が最も重要な要因として抜

本表は、参加者がデリバティブを利用する主な理由の順位を示している。回答者は、最も重要な理由を1から3にランク付けするよう求められた。1が最も重要な理由である。

| 順位 | 理由           | 点数  |
|----|--------------|-----|
| 1  | リスク・コントロール   | 134 |
| 2  | 収益率の向上       | 206 |
| 3  | アセット・アロケーション | 266 |

上記以外に挙げられた理由は、柔軟性、コスト削減、負債管理、バランス・シートのヘッジ、不確定部分の縮小及びキャッシュ・フローの確定である。

デリバティブ提供者の選定基準

本表は、参加者がデリバティブを利用するために銀行又は投資銀行を選定する際、重要と考える基準をランク付けしたものである。回答者は、1から12にランク付けするよう求められた。1は最も重要な基準、12は最も重要性の低い基準を示す。

| 順位 | 基準        | 点数  |
|----|-----------|-----|
| 1  | プロ意識      | 297 |
| 2  | コスト効率性    | 416 |
| 3  | 高い信用力     | 437 |
| 4  | 効率的な執行    | 440 |
| 5  | アイデア      | 501 |
| 6  | 値付けの速さ    | 516 |
| 7  | 効率的なリスク管理 | 547 |
| 8  | 一貫性       | 557 |
| 9  | 質の高い市場情報  | 564 |
| 10 | 構築へのアドバイス | 571 |
| 11 | 幅広い商品の品揃え | 694 |
| 12 | ファンド資産の分析 | 891 |

きん出ており、コスト効率性、高い信用力がこれに続く。資本構築へのアドバイスやファンド資産の分析といったより複雑なものはリストの下位に落ちている。

この結果から得られる大きな教訓の1つは、デリバティブ・サービスを提供しようとする業者にとって、高い信用格付けが重要であるということである。資金管理部門の規模が大きいほど、カウンター・パーティーを選ぶ重

要な基準として信用力を選択する可能性が高い。実際、20億ドル超を管理している企業は、これを最も重要な要因として挙げている。

この理由としては、これら企業は、一般的に、高い格付けを得ていることが考えられる。そして、デリバティブ取引のかなりの量を提供すると思われるのがこれら企業であることから、信用に対する意識の高い顧客へのサービスができるように、一部大手ブローカー／ディーラーが、倒産の恐れのないトリプルAの特別目的ビークルを設立しているのも、驚きにはあたらない。信用格付けの高いドイツやスイスに本拠を置く企業が、信用力に高い重要性を置いていることは注目すべきことである。

銀行との関係

|  |       |
|--|-------|
| 本表は、積極的な関係を持つ銀行の数が減っているあるいは増えているとした参加者の割合を示している。 |       |
| 減少   | 45.1% |
| 増加   | 19.0% |

積極的な関係を持つ銀行の数を、具体的にどの分野で減らしているかを質問したのに対し、現在の経済状態及びデリバティブ商品への需要の減少のために、全体にわたって減らしており、その結果、過去の実績の高い少数の銀行にまとめているというのが最も一般的な回答であった。現在、企業は平均10.6行と積極的な関係を持っているが、2年前は平均10.9行であった。回答者が分野を特定した場合、キャッシュ・マネージメント、外国為替、金利先渡し取引及び中期フォワードで行数を減らしていたのが圧倒的であった。地理的には、オーストラリア及びアメリカの減少が大きかった。

回答者が行数を増やしているとした地域には、ベルギー、日本、カナダ等がある。その主な理由は、資産管理及び、とりわけ、外国為替及びオプション関連商品でのヘッジの増加であった。

(Y.S.)

