

先物・オプションマーケット

1993年デリバティブ調査 (3・完)

“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
(以上第 7 巻第 3 号)
- 2 調査結果の詳細
 - (1) 機関投資家
(以上第 7 巻第 5 号)
 - (2) 企業の資金管理者
(以上本号)

2 調査結果の詳細

(2) 企業の資金管理者

本章は、アンケートに対して企業の資金管理者である参加者から寄せられた回答で構成されている。本章は、対象としたヨーロッパ企業400社からの回答を集約したものである。すべてに回答を寄せたのは172社であり、その割合は43%であった。企業の資金管理者の管理するファンドの規模及び本店所在地が異なることから、回答をファンドの規模別(4分類)及び国別(ベルギー、フランス、ドイツ、アイルランド、イタリア、オランダ、スカンジナビア、スイス、イギリス)に分類した。

最初の回答者の分布の項では、回答者の規模別及び地理的な分布を示す。次いで、参加者自身がデリバティブ商品の利用にどの程度習熟していると考えるか、デリバティブを利用する、利用を検討している、あるいは利用しないことの主たる理由は何か、サービス提供者の選択において最も重要な基準は何か、資金管理部門の業務をどのように位置付けているか、すなわち、利益センター

か、コスト・センターかあるいはその双方か、及び積極的な関係を持っている銀行の数を減らしているか増やしているかについての参加者の意見を示している。

回答者の分布

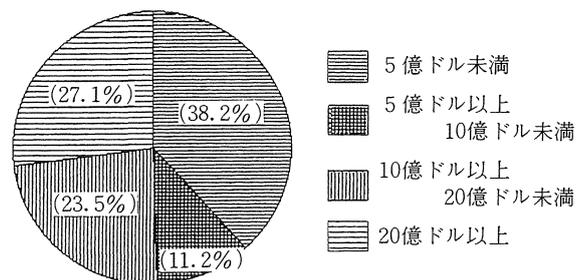
1.1 回答企業の分布—本店所在国別

本表は、企業の資金管理者である参加者を国別にみた割合を示している。すべての参加者は、本店の所在する国名を記入するよう求められたが、匿名とするために具体的な店舗名は訊ねられなかった。どの国の店舗が参加したかを正確に判断することはできないので、下表は、参加者の本店所在別にみた国の内訳である。

イギリス	38.9%	オランダ	4.7%
アイルランド	2.9%	ドイツ	14.5%
ベルギー	5.8%	スイス	2.9%
フランス	8.7%	イタリア	2.9%
スカンジナビア	15.7%	その他	3.0%

参加者172社のうち、本店所在国をイギリスとするものが67社であった。ドイツは25社、フランス15社、スカンジナビア27社(スウェーデン11社、ノルウェー10社、デンマーク3社、フィンランド2社)、オランダ8社、ベルギー10社、スイス5社、イタリア5社、アイルランド5社であった。オーストリア、ルクセンブルグ、ポルトガル及びスペインからの回答は完全なものではなかったが、個別的には有効であり、その見解は調査結果の概要には組み入れられている。

1.2 回答企業の分布—ファンドの規模別



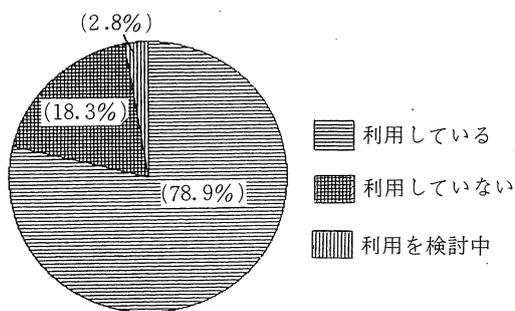
本調査の対象企業はヨーロッパ大手の企業であるが、その規模は、超大手から管理するファンドの額が5億ドル未満の比較的小さなものにまでわたる。ファンドは規模別に4つのグループに区分された。グループ1 = 5億

ドル未満のファンド(調査対象としては2億ドルが必要)、グループ2=5億ドル~10億ドル、グループ3=10億~20億ドル、グループ4=20億ドル超のファンド。調査の全参加者が管理するファンド総額は4,339.5億ドルであった。調査対象となったファンドの平均管理額は25.2億ドルであった。

デリバティブの利用

2.1 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(その理由については2.2及び2.3参照)、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(その理由については2.4参照)。

2.2 参加者がデリバティブを利用しない理由

本表は、参加者が現在デリバティブを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	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

2.3 参加者がデリバティブを利用しない理由—ファンドの規模別

本表は、参加者が現在デリバティブを利用していない2.2で示された理由についてのファンドの規模別のランキングである。

理由	5億ドル未満	5億~10億ドル	10億~20億ドル	20億ドル~
エクスポージャーがない	1	5	1	1
重要性に乏しい	2	2	3	1
コストがかかる	3	1	1	4
取引量が少ない	5	6	6	5
経験が不足	6	4	4	5
デリバティブの問題	4	3	5	3

2.4 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。

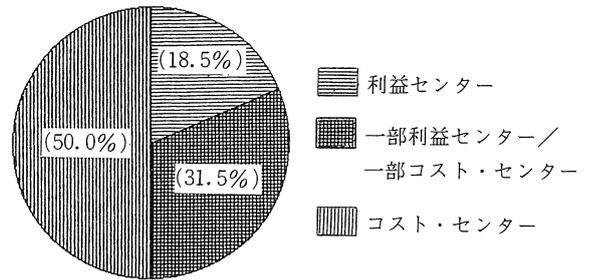
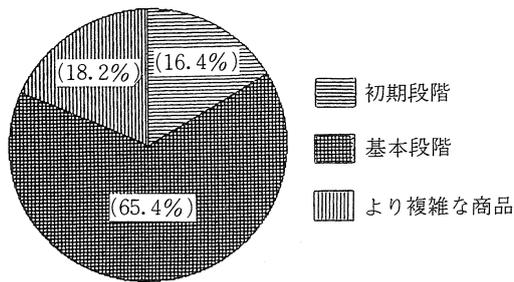
順位	理由
1	リスク・マネージメント
2	収益率の向上
3	アセット・アロケーション
4	コスト削減の機会
5	柔軟性
6	流動性

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って、である。

習熟の程度

3.1 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と考え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。



3.2 参加者の考える習熟の程度—ファンドの規模別

本表は、参加者の考える習熟の程度について、ファンドの規模別にみた割合を示している。

ファンドの規模	初期段階	基本段階	より複雑な商品
5億ドル未満	29.7	62.2	8.1
5億～10億ドル	0.0	90.0	10.0
10億～20億ドル	6.9	65.5	27.6
20億ドル～	14.7	61.8	23.5

3.3 参加者の考える習熟の程度—国別

本表は、参加者の考える習熟の程度について、国別にみた割合を示している。

国名	初期段階	基本段階	より複雑な商品
ベルギー	14.3	71.4	14.3
フランス	33.3	44.4	22.3
ドイツ	9.1	72.7	18.2
アイルランド	0.0	50.0	50.0
イタリア	25.0	75.0	0.0
オランダ	16.7	66.6	16.7
スカンジナビア	12.5	54.2	33.3
スイス	0.0	50.0	50.0
イギリス	18.2	68.2	13.6

資金管理部門の位置付け

4.1 企業における資金管理部門の位置付け

本図は、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、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）、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。

資金管理部門

伝統的に、企業の資金管理者は、資金管理部門の位置付けについてはっきりした意見を持っていた。つまり、利益センターとして機能する場合は、資金管理部門のスタッフは、もっぱらマーケットの動向を常時モニターする必要性に気を配るだけであり、又コスト・センターである場合は、ビジネスとは関係のないギャンブルの助けを借りずに資金を管理する方がはるかに安全であると論じていた。

しかし、調査結果が示すとおり、この問題はそれほど明確ではない。資金管理部門を純粹にコスト・センターと位置付けたのが最も一般的であり（回答の50%がこの選択を行っている）、資金の調達及びすべてのエクスポージャーのヘッジに専心し、決してマーケットの動向の観察には手を出さないというものであった。利益に関連する売買主体の戦略を用いている企業はごく少数(18.5%)である。しかしながら、二者択一的な選択ではなしに、両者が連続したものへと変化しているようであり、回答者の31.5%が資金管理部門を一部利益センター／一部コスト・センターとしていた。

資金管理部門を利益センターとして位置付けるのと企業の本資産リスクを管理する部門とするのでは、概念的に大きな違いが存在する。これをさらに複雑にしているのが、回答者が指摘する2つの要因である。まず第一に、企業の中には、ある程度利益指向型の行動様式をとっていても、応々にして利益センターの考え方を容認しようとしないうことであり、第二に、実際に何を利益指向型の業務とするかが難しいということである。

オプションを利用している企業を例にとると、資金管

理者は、下方リスクを回避することを目的としているかもしれない。しかし、前払いコストを、将来手に入れることができる利益とトレード・オフの関係にすることから、本質的には、これは利益指向の方法をとっているといえる。同様に、資金管理者は、外国為替のエクスポージャーすべてをヘッジするのではなく、おそらく30~40%のエクスポージャーをリスクにさらしたままにしておくかもしれない。これらは投機的な為替ポジションをとっているとみえないかもしれないが、実際には投機的なものとそれほど違いはない。

多くの多国籍企業は、混合的な資金管理部門へと進みつつあり、そこでは、利益指向型の業務を行っている。しかしながら、一部利益センターが、応々にして企業組織の中でコスト・センターとして分題され、かつ、経営陣が、本来の業務とは関係のないポジションを持っていることから、コスト・センターの機能を持っているとの見解をとる可能性があることを考えれば、コスト・センターと利益センターとの違いを線引きすることは不可能かもしれない。

しかし、資金管理部門のとりリスク水準の増加を考えれば、より利益指向の強いやり方に変えるよう、財務担当役員が経営責任者を説得することには問題があるかもしれない。したがって、より利益指向の強い資金管理部門を作るための重要な要因は、この種の変化がもたらすリスクと機会について上層の経営陣に理解させることである。彼らのリスクに対する受け止め方が基本である。最後に、利益センターを作るうえで挙げられたその他の問題にコストがある。

4.2 企業における資金管理部門の位置付け—ファンドの規模別

本表は、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ファンドの規模別に示している。

ファンドの規模	利益 センター	利益/コスト・ センター	コスト・ センター
5億ドル未満	8.3	33.3	58.3
5~10億ドル	20.0	10.0	70.0
10~20億ドル	10.7	35.7	53.6
20億ドル~	35.2	32.4	32.4

4.3 企業における資金管理部門の位置付け—国別

本表は、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国別に示している。

国名	利益 センター	利益/コスト・ センター	コスト・ センター
ベルギー	42.9	42.9	14.2
フランス	11.1	55.6	33.3
ドイツ	8.3	25.0	66.7
アイルランド	0.0	66.7	33.3
イタリア	33.3	33.3	33.3
オランダ	0.0	16.7	83.3
スカンジナビア	40.6	34.4	25.0
スイス	50.0	50.0	0.0
イギリス	4.5	25.0	70.5

デリバティブの利用

5.1 デリバティブを利用する主な理由

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	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、負債コストの縮小及びキャッシュ・フローの確定である。

5.2 デリバティブを利用する主な理由—ファンドの規模別

本表は、参加者がデリバティブを利用する主な理由についてのファンドの規模別のランキングである。

ファンドの規模	収益率の 向上	リスク・ コントロール	アセット・ アロケーション
5億ドル未満	2	1	3
5億ドル~10億ドル	2	1	3
10億ドル~20億ドル	2	1	3
20億ドル~	2	1	3

5.3 デリバティブを利用する主な理由—国別

本表は、参加者がデリバティブを利用する主な理由についての国別ランキングである。

国名	収益率の 向上	リスク・ コントロール	アセット・ アロケーション	基準	5億ドル	5億ドル～	10億ドル～	20億ドル
					未満	10億ドル	20億ドル	～
				一貫性	9	3	8	8
				幅広い商品の品揃え	11	8	11	11
				効率的なリスク管理	10	6	7	7
				アイデア	3	10	6	5
				値付けの速さ	8	7	5	6
				効率的な執行	2	9	3	3
				構築へのアドバイス	5	10	10	9
				コスト効率性	3	3	2	4
				プロ意識	1	1	1	2
				質の高い市場情報	6	5	9	10
				ファンド資産の分析	12	12	12	12
				高い信用力	7	2	3	1
ベルギー	2	1	3					
フランス	1	3	1					
ドイツ	2	1	3					
アイルランド	2	1	3					
イタリア	2	1	3					
オランダ	2	1	3					
スκανジナビア	2	1	3					
スイス	2	1	3					
イギリス	2	1	3					

デリバティブ・サービス提供者の選択

6.1 デリバティブ・サービス提供者の選択基準

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択する際、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にランクするよう求められた。1は最も重要、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

6.3 デリバティブ・サービス提供者の選択基準—国別

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択する際、重要と考える基準を国別にランク付けしたものである。

基準	ベルギー	フランス	ドイツ	アイルランド	イタリア	オランダ	スκανジナビア	スイス	イギリス
一貫性	9	8	8	8	10	3	5	5	10
幅広い商品の品揃え	11	8	9	10	7	10	12	9	11
効率的なリスク管理	10	10	10	6	4	8	4	2	7
アイデア	5	2	5	6	1	1	9	11	8
値付けの速さ	7	10	4	5	2	4	7	5	9
効率的な執行	2	4	6	2	4	7	6	4	3
構築へのアドバイス	7	6	11	4	9	6	10	7	5
コスト効率性	3	3	3	1	3	2	2	8	4
プロ意識	1	1	1	3	4	4	1	2	1
質の高い市場情報	6	7	7	9	8	11	8	12	6
ファンド資産の分析	12	12	12	12	12	12	11	10	12
高い信用力	4	4	2	11	11	9	3	1	2

6.2 デリバティブ・サービス提供者の選択基準—ファンドの規模別

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択する際、重要と考える基準をファンドの規模別にランク付けしたものである。

減少か増加か

7.1 参加者が積極的な関係を持っている銀行の数は減っているのか増えているのか

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、FRA及び中期フォワードで行数を減らしているとし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、カナダ等があり、新興地域に関してである。その主な理由は、資産管理、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。

7.2 積極的な関係を持っている銀行の数—ファンドの規模別

本表は、現在参加者が積極的な関係を持っている銀行の数の2年前との比較及び銀行の数を減らしているあるいは増やしているとした参加者の割合をファンドの規模別に示している。

ファンドの規模	減少	増加	2年前	現在
5億ドル未満	73.3	26.7	10.9	10.2
5億ドル～10億ドル	75.0	25.0	10.6	9.7
10億ドル～20億ドル	73.1	26.9	12.9	13.2
20億ドル～	63.0	37.0	9.4	9.2

7.3 積極的な関係を持っている銀行の数—国別

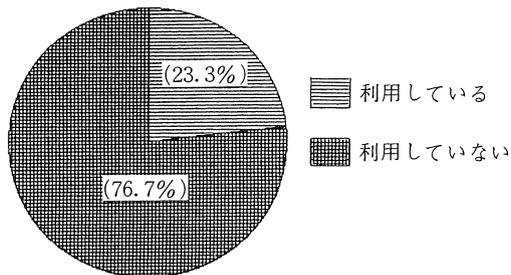
本表は、現在参加者が積極的な関係を持っている銀行の数の2年前との比較及び銀行の数を減らしているあるいは増やしているとした参加者の割合を国別に示している。

	減少	増加	2年前	現在
ベルギー	50.0	50.0	6.8	8.6
フランス	50.0	50.0	7.3	8.6
ドイツ	66.7	33.3	11.8	12.6
アイルランド	66.7	33.3	11.3	14.3
イタリア	100.0	0.0	14.0	10.0
オランダ	66.7	33.3	8.8	9.7
スカンジナビア	62.5	37.5	8.0	8.1
スイス	100.0	0.0	10.0	10.0
イギリス	77.8	22.2	12.7	11.0

金利先物

8.1 金利先物の利用

本図は、金利先物を利用する参加者の割合を示している。



金利先物を利用する参加者のうち、25.9%はファンドの規模が5億ドル未満であり、3.8%は5億ドル～10億ドル、29.6%は10億ドル～20億ドル、そして40.7%は20億ドル以上である。地理的にみると、29.6%がスカンジナビアの企業(最大の利用者はスウェーデン企業)、ついで22.2%がイギリス、14.8%がフランスとドイツであった。(Y.S.)