

演

金融派生商品のリスク管理について

講

神 田 秀 樹

小山理事長 定刻になりましたので、講演会を始めます。

本日の講師は、東京大学教授の神田秀樹先生です。恒例に従いまして、私から、簡単に経歴等をご紹介します。

神田先生は、昭和二八年のお生まれで、昭和五二年に東京大学法学部を御卒業、同大学法学部助教授を経て、平成五年教授に就任され、現在に至っておられます。

先生の最近の著作としては、昨年有斐閣から出版されました共著の『商法Ⅱ 会社』や、当研究所から出版されました、これも共著の『コーポレート・ガバナンス』、岩波書店から一昨年出版されました『市場と企

業法』等、多数ございますが、ご専門の商法や会計学のほか、セキュリティゼーション、デリバティブ等、金融証券市場の先端的分野の研究でも、第一人者として活躍しておられます。

当研究所では、本年四月に証券会社の派生商品取引をめぐるリスク管理問題に関する研究会を設置して、このほどその研究成果を発表しましたが、神田先生には、この研究会の作業部会主査として報告書を取りまとめていただきました。

本日は、その神田先生に、「金融派生商品のリスク管理について」というテーマでお話いただくことといえました。ご清聴をお願いします。

それでは、先生、よろしく願います。

一、はじめに

ご紹介いただきました神田でございます。恐縮ですが、座って話をさせていただきたいと思います。

今、小山理事長から過分のご紹介をいただきましたけれども、皆様方、今から話を聞いていただきますとおわかりになりますように、私自身、余り知っているわけでもございません。ただ、いろいろと関心がありまして、今から10年ぐらい前から、当時は取引所のデリバティブ取引が中心で、日本でのデリバティブ取引と申しますと、ご承知のように国債の先物から始まりまして、昭和六三年の証券取引法改正で株価指数先物、それから、いわゆる東京金融先物取引所というものができたわけですが、そのあたりから勉強を始めまして、

最近では店頭のデリバティブ取引についての、いわゆるリスク管理という問題が非常にクローズアップされておりまして、その関係で、いろいろなところでお手伝いをさせていただきながら、勉強をさせていただいた次第でございます。

日本証券経済研究所には、きょうのお話と関係なく大変恐縮ですが、例えば証券取引法研究会国際部会という研究会がございまして、その一員として、前からいろいろと勉強させていただいております。しかし、このような場で話をさせていただきましますのは、研究所との関係では実は初めてでございます。そういう意味で緊張もしておりますけれども、緊張の割には内容がなくて大変恐縮でございます。しかし、そんなことをいつているうちにも時間が過ぎておりますので、話を始めさせていただきたいと思えます。

きょうお手元にお配りいたしましたものは、

「証券会社のデリバティブ取引に関する環境整備のあり方(概要)」ということで、今ご紹介がございました、日本証券経済研究所に設置されました「証券会社の派生商品取引をめぐるリスク管理問題に関する研究会」の報告書のうちの概要の部分でございます。この概要は最近取りまとめまして公表したものでございますけれども、伺ったところによりますと、本体の報告書の方も、製本されて昨日ですかでき上がったそうでした、こういう立派なものになっております。

きょうの話でございますけれども、一般論として申しますと、ここ二、三年、特に昨年あたりからですが、日本を含めまして、先進諸外国におきまして、一部の金融機関、証券会社、あるいは一般の事業会社などが、デリバティブ取引に失敗して大きな損失をこうむったということが報道されておりました、それが一つのきっかけになって、

デリバティブ取引に関連するリスク管理についての議論が、多方面で非常に盛んに行われるようになっております。

我が国では、最近で申しますと、金融制度調査会に設置されました基本問題検討委員会というのがございまして、ご承知のように、そこでは、「金融仲介機能の新たな展開」というテーマのもとで、広く今後の金融分野の活性化、あるいはそのためのインフラ整備について議論をしてまいりましたが、その中で、デリバティブ取引についても、環境整備という観点から審議が精力的に行われてまして、その成果は、ご承知だと思いますが、去る五月二六日に報告書として公表されるに至ったわけであります。

他方、証券界におきましては、まさに今ご紹介がございまして、もう一度繰り返しになって恐縮ですが、皆様のお手元に概要が配られるに

至っております。「証券会社の派生商品取引をめぐるリスク管理問題に関する研究会」、大変長い名前で、きょうは簡単に「リスク管理研究会」とでも呼ばせていただきますが、そういうものがこの四月に日本証券経済研究所に設置されました。

三カ月ぐらいでしたが、大変精力的な検討を経て、このたび証券会社におけるリスク管理のあり方などを中心として、幾つかの点について提言をまとめた報告書を公表することになった次第でございます。お手元のものはその概要でございます。

そのほかの最近のニュースといたしましては、日本で申しますと、ことしの春に、日本銀行が調査の際のチェックリストを策定しております、これも最近ですけれども、その内容について公式に発表しております。

私自身、たまたま金融制度調査会の基本問題検

討委員会と、先ほどご紹介いただきましたように、このたびの証券界の研究会の両方に参加する機会に恵まれました、両者の場における議論を通じていろいろと勉強をさせていただきましたし、また、考えさせられる点もございました。本日は、私がこれらの場で感じたことを中心として、特に証券会社のデリバティブ取引に関するリスク管理のあり方という点に重点を置いて、若干のお話をさせていただきますと思います。その中で、きょうお手元に概要としてお配りしましたリスク管理研究会の報告書の骨子みたいなものも、あわせて、宣伝と申しますか、紹介をさせていただきますと思います。

なお、時間がございましたら、最後に若干、一般の事業会社の立場から見たデリバティブのリスク管理についても、やや法律的な点に絞って、二三申し上げてみたいと思います。

二、最近の諸外国の動向

まず最初に、これも既に皆様方よくご存じだとは思いますが、最近の諸外国の動向について、簡単に復習をさせていただきますと思います。

何をもって動向というかというのは、いろいろあるかと思いますが、近年、諸外国におけるデリバティブ取引に関する動きといたしましては、欧米の先進主要国で幾つかの報告書やガイドラインが続々と発表されたということがございます。デリバティブ取引と申しまして、それが何かを定義するのはなかなか大変なことですが、ただ、ある商品を並べることは幾らでもできるわけでございます。

大きくいいますと、先物、上場オプションなどのような取引所で取引されるデリバティブ取引

と、いわゆる店頭オプションですとかスワップ取引のように、取引所の外、店頭といっていますが、そこで取引されるものとございます。最近の諸外国の議論は店頭取引が中心でありますし、店頭取引の中でもいろいろございますけれども、スワップ取引と呼ばれるものが、実際にもデリバティブ取引のかなり中心部分になっております。

G 30（グループ・オブ・サートイー）という民間団体がございます。これは、世界の金融機関や証券会社のかかなり偉い方が参加されている団体でして、日本からも一応参加しておられますけれども、この団体が、九三年の七月、ちょうど今から二年前になりますが、デリバティブ取引の量的拡大、あるいは社内管理の失敗による損失の発生といったことを背景といたしまして、店頭でのデリバティブ取引のリスク管理はどうあるべきかについて、かなり具体的な幾つかの提言を發表いたし

ました。

この報告書は、後から振り返ってみると、実はその後の議論をリードした感じがございます。そのレポートの中では、金融機関や証券会社によって自主的なリスク管理が行われることが基本だと強調しているわけであります。この提言が、「デリバティブ取引に関するリスク管理の大合唱」と私は呼んでいます、それが始まる一つの大きなきっかけになりました。

もっとも、このあたりはいろいろな事情がございまして、それ以前から、既にデリバティブ取引のマーケット自体は急拡大しておりましたので、幾つかの監督当局は、デリバティブ取引について、何か監督的な対応をしなければいけないのではないのかという問題意識は強く持っておりまして、いろいろと検討を始めてきたわけであります。その意味では、このG30の報告書は、いってみれば、

そこで先手をとって、一言でいえば規制の強化は不要である、個々の金融機関、証券会社における適切な自主管理こそが重要だという提言をぱっと出したというのが、あるいは重要な点ではないかと思います。

いずれにいたしましても、G30の提言が一つのきっかけになりました、九三年の一〇月に、アメリカのOCC、いわゆる国法銀行と私どもが呼んでいるナショナル・バンクの監督官庁であります通貨監督庁と呼ばれているところが、その監督の対象になります国法銀行に対して、適切なリスク管理を行うためのガイドラインを作成し、公表しております。また、同じ一〇月には、アメリカの先物市場の監督官庁でありますCFTC、連邦先物取引委員会と訳しておりますが、これも、店頭デリバティブ取引について、かなり分厚い報告書を公表しております。

このあたりから報告書が続出したしまして、私も、下から積みますと、背の高さまでにはなりませんが、相当の量になっておりまして、読むのも大変な時期がしばらく続いたわけであります。

そのほか、幾つもの報告書が出ておりますけれども、若干だけ申し上げますと、昨年に入りまして七月に、これは日本ではBISとして知られているバーゼル銀行監督委員会と証券監督当局の世界的な集まりでありますIOSCOとが、共同というか、同時にリスク管理のあり方について、各証券会社、金融機関の自主的なリスク管理が重要であるとの報告を公表しております。

銀行サイドでは、その後、バーゼル委員会の下のユーロ・カレンシー委員会というところが、ご承知かと思いますが、昨年の九月に、デリバティブ取引についてのディスクロージャーのあり方について、日本では「フィッシャー・レポート」と呼ばれていますけれども、そういうものを公表し、各金融機関の内部のリスク管理手法を提言しました。そのあたりから、はやりの、いわゆるバリュー・アット・リスクという概念が突然日本にも輸入され始めたところですが、そういう内部でのリスク管理手法をディスクローズしなさいといった、従来とは質的、量的に多少違うディスクロージャーの仕方を提言するに至っているわけがあります。

その後、昨年の後半からは、特にアメリカにおきまして、いわゆるバンカーズ・トラストがお客様に販売したデリバティブに関して、お客さんが大変な損失をこうむったというわけで、これが大きな社会問題になりました。それを受けまして、多少系統の違う話といたしまして、年が明けると、ニューヨーク連銀が中心となりま

して、金融機関が、デリバティブをお客さん、と
いってまいわゆるホール・セール・マーケットで
すので相手は法人顧客になりますが、それに対し
て販売する場合における何らかの行動基準、
「コード・オブ・コンダクト」と呼んでいます、
そういうものを設定すべきではないかといった議
論が高まって、今日に至っているわけでありま
す。

以上、最後の方でちょっと申し上げましたの
は、主として日本的にいうと銀行界の話になりま
すけれども、証券界におきましても、そういった
議論は実はもうちょっと古くからありまして、ア
メリカで申しますと、ご承知だと思いますが、こ
としの三月に大手証券六社が、デリバティブ取引
にかかるリスク管理、あるいは、今ちょっと申し
ました販売に当たっての基本的なルール及び取引
状況の監督当局への報告について、「自主規制の

ためのフレームワーク」と題するレポートを取り
まとめて公表しております。

その後、B I Sの方では、銀行の従来の自己資
本比率規制というのは信用リスク中心だったわけ
です、これに、マーケットリスクについても
必要となる自己資本額を計算しなければいけない
という問題意識、これ自体は比較的数年前から
あったわけですが、ことしの四月に、マーケット
リスク規制の第二次案というものを公表しており
ます。ただ、その中では、主としてデリバティブ
取引を念頭に置きまして、自己資本規制にマー
ケットリスクを織り込んだ新しい提案ということ
になっております。その際、マーケットリスクに
対してどの程度の自己資本を積みばいいのかとい
う基準として、先ほどちょっと申しましたバ
リュエ・アット・リスクという概念を採用するこ
とを含んだ提案になっているわけであります。

デリバティブ取引についてのリスク管理という点については、先ほどのOCCがその例ですけれども、ほかの国でも、リスク管理のためのガイドライン、あるいはそのようなものが幾つかつくられているわけですが、日本では、こうしたガイドラインはまだありません。アメリカでは、先ほどのOCCのガイドラインと、それに基づいて、銀行検査を行う際の検査マニュアルというのをOCCはつくっております。また、先ほどの国法銀行以外の州法銀行、すなわち、州の法律に基づいてできている銀行のうちで、連邦準備制度加盟銀行、いわゆるFRB（フェデラル・リザーブ）が監督権限を持っている銀行については、FRBが検査マニュアルをつくっております。FRB自体は、OCCのガイドラインに当たるようなものは出しておりません。

イギリスは、イングランド銀行が通達のような

形でガイドラインを出しております。ドイツでも、これはちょっと情報が古くて恐縮ですが、ことしの二月に監督当局に聞いた話では、新たな通達を発出する予定だと伺っております。フランスにもガイドライン的なものがございます。

また後での話にも関連することかとは思いますが、けれども、デリバティブ取引についてのディスクロージャーについてちょっとだけ申しておきますと、日本では、先物と上場オプション等について、いわゆる時価情報の開示というものが行われています。しかし、これにはスワップ取引は全く含まれておりません。アメリカではエスファス（SFAS）、財務会計基準書と訳していますものによって、スワップを含めて、すべてのデリバティブ取引について、いわゆる想定元本、信用リスク、それから公正価値というんでしょうか、フェア・バリュー等のディスクロージャーが義務づけられ

ております。特に金融機関や証券会社の場合には、この会計基準にない項目についても自主的に開示をしております。実際、大体二月末から四月あたりにかけて各社のアニユアル・レポートが出そろいますけれども、アメリカの大手の証券会社、あるいは銀行の年次報告書を見ますと、いずれもエスファスによって要求されるディスクロージャーの基準以上のディスクロージャーを、デリバティブ取引について行っております。

そういうわけでして、特に昨年からことしにかけて、欧米先進諸外国において、デリバティブ取引についてのリスク管理大合唱という雰囲気になったといつてよろしいかと思ひます。

三、なぜリスク管理が必要か

では、なぜデリバティブ取引について、そんな

にリスク管理が必要なのかということがあろうかと思ひますが、その背景として私なりに理解しているところでは、二つの点が重要だと思ひます。

第一点といたしましては、冒頭にも申しましたように、幾つかのデリバティブ取引による失敗の事例、事件が起こったにもかかわらず、各国の監督当局の姿勢は、デリバティブ取引は、これを直接規制するなどの方法でその範囲とか量を制約することは考えておりません。それで、あくまで各企業、各証券会社、各金融機関における自主的、かつ、適切なリスク管理が基本であるという姿勢をとつていふことでもあります。実際に、若干のそういう損失を出した事件があつたにもかかわらず、マーケットで行われておりますデリバティブ取引の量は、その後も拡大の一途をたどつていふという情報がございます。

情報と申しましても、店頭のデリバティブ取引

というのは、どのぐらいの量のものが行われているのかなかなかわかりにくいんですけれども、ディーラーの世界的な団体でありますISDAというのがございます。イスダなどといっておりますけれども、昔はインターナショナル・スワップ・ディーラーズ・アソシエーションといっていましたけれども、その後名前を変えまして、インターナショナル・スワップス・アンド・デリバティブス・アソシエーションと現在と呼んでおります。そういうところが発表していますニュース、統計等によりますと、その後もデリバティブ取引、とりわけ店頭のデリバティブ取引のマーケットは、量的には拡大する一方であります。

そういうわけで、第一点としては、各国の監督当局の姿勢はデリバティブ取引を抑制する方向ではない。各自でちゃんとリスク管理しなさい、それなら自由にやってよろしいという方向になって

いるというのが、リスク管理大合唱の一つの重要な背景であります。

第二の背景は、なぜデリバティブ取引について、そんなにリスク管理が必要かということですが、デリバティブ取引に関するリスクといいますが、これも、お話をし始めますと、本当は具体的にお話ししなければいけないかもしれませんが、また、それ自体は、私のように法学部に身を置く者にとっては必ずしも直接の専門ではございませんけれども、いづれにしましても、デリバティブ取引に関するリスクといいますが、伝統的な証券取引、あるいは金融取引に関するリスクと、その本質が異なるわけではございません。ただ、デリバティブ取引の使い方によっては、それに関連するリスクが巨額になり、また多様化し、複雑化する可能性があります。その結果、適切なリスク管理を行うためには、それなりの準備と姿

勢が必要だと考えられるのが、もう一つの背景であります。

そういうわけで、今申しました二点につきまして、私自身が法律が専門であることもございますので、まず、デリバティブ取引についての規制面での動きを簡単に申し上げまして、その次に、リスク管理のあり方について、私はこういうことを考えておりますというのを申し上げてみたいと思います。

デリバティブ取引を規制すべきかどうかという議論は、諸外国にも日本にもございます。その前提となる一つの根本論は、デリバティブ取引は国の経済にとって善か悪かということでございます。そういう意味でいいますと、まだまだ日本の一部では、「デリバティブ取引悪玉論」というのがかなりあるようにも見受けられます。すなわち、デリバティブ取引自体は付加価値はない、単なる

リスクの移転取引にすぎない、かえって、それが世の中に与えるマイナス面の方が大きいという議論であります。

しかし、いうまでもないことですけれども、金融資本市場の現状というか実態を見ますと、デリバティブ取引自体はリスクの移転という面があることはそのとおりですけれども、従来の金融商品といえますか、その商品そのものを因数分解することを可能にし、その中で、いわゆるボラティリティについての評価、あるいは時間的な評価とどうか期間的な評価を異にする経済主体間で成立する取引でありまして、そういう意味では、経済的にも多くのプラスの意義があると考えられるわけであります。

証券会社や金融機関で申しますと、みずからが保有する各種のリスクのヘッジの手段として使う、あるいは、お客さんのリスクヘッジのニーズ

等にこたえるために使うということでして、いずれのためにも、各種のデリバティブ取引について前向きに取り組んでいくことが望ましいと私自身は考えておりますが、先ほど申しました金融制度調査会の基本問題検討委員会の場合でも、また、証券界のリスク管理研究会の場合でも、この点については、デリバティブ悪玉論ではなくて善玉論については、共通の認識が得られたと考えております。すなわち、そういう前提に立って、我が国におきまして、今後、証券会社や金融機関によるデリバティブ取引の健全な発展のためにも、必要なインフラの整備を行っていくことがぜひとも必要である。そういう基本認識においては、金融制度調査会の報告書も、また今回の証券界の研究会の報告書も、同じ立場にございます。

最初にもちょっと申しましたが、昨今、各国、それから日本でもそうですが、デリバティブ取引

が問題を起こしたというか、そういう事件が現に起こっているわけであります。ただ、なぜ問題を起こしたかという原因を見ますと、私が見る限りの次の二つでございます。

第一は、金融機関や証券会社などが行うデリバティブ取引について適切なリスク管理を怠った、その結果として問題が生じたケースであります。

第二は、諸外国で多いケースですが、金融機関や証券会社がデリバティブ取引を行うに当たって、顧客に対して取引が内包するリスクの説明を十分に行わなかったり、あるいは英米法というか、向こうの法律上の言葉でいう詐欺というんでしょうか、「フロード」といっていますが、日本では、恐らく不正行為といった概念の方が近いと思いますけれども、そういう事実があったケースであります。

諸外国における最近の経験を見ておりますと、

デリバティブ取引について、全く規制はしないで一〇〇%当事者の契約自由だというのが適切とは思われませんが、逆に、厳格な規制をするのでは、結局、デリバティブ取引の本来のメリットを失わせる結果になってしまいうわけであります。そこで、デリバティブ取引に関する規制という観点から見た場合に、これは金融制度調査会の報告書等でも使われている表現ですが、大きくいって二通りのアプローチがございます。

第一は、私は「直接規制」と呼んでいるんですが、デリバティブ取引自体について、必要に応じて、その範囲あるいは取引量に一定の制限を設けるというやり方であります。

第二のアプローチは、「間接規制的アプローチ」とか「リスク・アプローチ」などと私は呼んでおりますが、取引の範囲や量を制限することはしない。そのかわりといつては何ですが、デリバティ

ブ取引がもたらすリスクに着目して、そのリスクに応じたルールを設定するというアプローチでございます。この第二のリスク・アプローチの例としては、デリバティブ取引がもたらすリスクの総量に、例えば一定の自己資本比率を課すといった自己資本規制がその例であります。

ただ、リスク、リスクといいますが、デリバティブ取引がもたらすリスクには、いろいろな種類のリスクがあることには注意しなければいけません。いうまでもないかもしれませんが、マーケット・リスクだけではございません。信用リスク、とりわけ店頭の場合には、相手方が仮に倒産いたしますと、これはカウンターパーティー・リスクともいいますけれども、そういうリスクを負うことになります。あるいは、狭い意味でのセッルメント・リスクというか決済リスク、あるいは、いわゆるシステミック・リスクと

いったものなど、いろいろございます。いずれにいたしましても、第二の間接規制的アプローチをとる場合には、これらすべてのリスクを視野に入れた上で、適切な対応をしなければいけないことになります。

この規制のあり方についての諸外国の状況をポイントだけ確認しておきますと、三点にまとめることができますかと思えます。

まず第一に、諸外国では直接的な規制、すなわちデリバティブ取引の範囲や取引量を制限する規制については、業界はもちろん、監督当局も、先ほど申しましたように反対しているのが現状であります。アメリカでは、一部議会で直接規制を導入しなければいかぬのじゃないかという議論が出ましたけれども、ことしに入って、そういう直接規制的なアプローチはとられておりません。

実際にも、広い意味でのいろいろな金融仲介業

を見てみますと、例えば投資信託といった資産運用業者について量的な制限が設けられているのは一般ですけれども、金融機関や証券会社につきましては、一部の国で、為替関係のデリバティブについて、為替管理との関係で規制があることを除きますと、量的な規制は存在しておりません。また、取り扱い可能なデリバティブ取引の種類や範囲につきましても、一部の例外を除いて、諸外国では制約はございません。

また、今ちょっと申しましたが、アメリカでは幾つかの事件をきっかけとして、議会のレベルでは、金融機関や証券会社が行うデリバティブ取引について、別会社で行うことを要求すべきであるという提案があります。これは、アメリカの実態を申しますと、実は店頭のデリバティブは、証券会社はもとも別会社で行っていますので、主として金融機関ということになります。が、そういう

提案があります。あるいは、ヘッジ目的でやる場合しか認めないということにすべきだという提案が出されたりもしました。これは昨年の話です。て、こういう提案に対しては、金融機関はもちろん、監督当局も、このような直接的な規制を導入することには大反対でありまして、そういう意味で、証券会社、金融機関、監督当局とも、いずれもアメリカでは適切なリスク管理ということを強調しております。

私は、ことしの二月に主要国を簡単に見て回る機会を与えられましたけれども、その際にも、結局はアメリカだけではなくて、イギリス、ドイツ、フランスにおきましても、リスク管理こそが基本で、直接規制必要なしというのが、それぞれの国の監督当局のほぼ一致した見解であって、それをもって、私は「リスク管理の大合唱」と表現しているわけであります。

第二点ですが、したがってということになるんだと思いますが、諸外国ともリスクに着目した、いわば間接的な規制を重視しているわけであります。より具体的に申しますと、各国の監督当局は、各金融機関や証券会社が、その内部において適切なリスク管理を行うためのガイドライン等を作成する一方で、検査権限を有する場合には、各金融機関のリスク管理体制が適切かどうかを中心とした検査を行うための監督体制の強化を進めております。

この「検査権限を有する場合には」というのは、やや法律的な話になりますけれども、アメリカなどの場合で申しますと、銀行は該当しますが、証券会社の場合にはもともと登録制ですし、また、別会社で行っている場合には、SECだけでなくCFTCも、直接の検査権限は持たないということ、そういうことを背景として、実は先ほど

のアメリカの場合には、証券六社で、自発的に取引の状況を監督官庁に報告しようという自主ルールができ上がった背景にもなっているわけでございます。

いずれにしても、監督当局のあり方としては、リスク管理のためのガイドラインを公表するというやり方と、リスク管理体制を、権限がある場合にはということに限られますが、検査でチェックするというアプローチをとっているわけであります。

私が二月にちょっと海外を回りましたときには、特に各金融機関、証券会社の内部の人的組織と申しますか、後でまた申し上げますけれども、経営陣が、リスクを正確に理解し、認識し、必要な場合には必要な行動をとることができる、そういう体制を確立することが重要だと、各国の監督当局は口をそろえていっておりました。すなわ

ち、デリバティブを実際に取り扱っている現業部門というか、トレーディング部門とは別の部門、俗にミドルオフィスなどと呼んでいます。そういうものを設けて、そこがデリバティブを独立した立場から監視する、その結果を経営陣に報告する。そうすると、その経営陣が、例えば各企業、各証券会社、各金融機関の内部で定めるリミットを超えている場合には、それ以上やるなという指令をすぐ出せる体制でございます。

その際のリスクの把握としては、これは一つの統計的手法ですけれども、先ほどちょっと申しましたバリュエーション・リスクといったリスク管理方法を使って、リスクを一元的に認識する必要がある、そういった内部管理体制を構築することを各国とも強調されておりましたが、現に、大手の証券会社、銀行においてはそういう方向にありまして、それも監督当局が推奨しているというこ

とでございました。

第三点ですが、今申し上げました二つのことは異なる局面として、先ほどちょっと申し上げましたが、金融機関あるいは証券会社が、顧客との間でデリバティブ取引を行う場合の行動基準のあり方についての議論が、特にアメリカで盛り上がっております。この場合の顧客というのは、法人顧客で、いわゆる不特定多数の一般の投資家を念頭に置いているわけでは必ずしもございません。したがって、例えば法人相手に適合性の原則というものがあるのかないのか、そういった議論が非常に盛り上がりまして、そのような雰囲気の中で、先ほどちょっと申し上げました、大手証券六社の「自主規制のためのフレームワーク」という報告書が発表されるに至ったわけであります。

四、今後のあり方についての視点

以上のような諸外国の動向をも勘案いたしますと、では日本はどうしたらいいかということですが、これもやや重複いたしますが、ポイントは三つだろうと思われます。

第一のポイントは、繰り返しになりますが、デリバティブ取引について一番重要なことは、各証券会社及び金融機関における適切なリスク管理である。したがって、個々の証券会社、金融機関がその内部で、デリバティブ取引にかかわるすべてのリスクについて適切な管理体制を確立するようなインセンティブを与えるインフラ整備を検討していくべきであるということになります。

第二点としては、その考え方を推し進めていき

ますと、一般論としては、適切なリスク管理体制を有する証券会社や金融機関については、デリバティブ取引の範囲とか取引量についての制約は設けないという方向が適切だということになります。このことは、逆に申しますと、各証券会社及び金融機関の管理体制の整備状況に応じて、取り扱うデリバティブの量的範囲や業務範囲の制約が問題になり得るということも示唆しているわけがあります。私自身は、理屈の上ではそういうふうを考えるべきではないかと思っております。

一方では、リスク管理体制をきちんとしているところについては、量とか範囲という制約はあるべきではない。現在あるなら取り除くべきである。あらゆる銀行、あらゆる証券会社に道を開くのではなくて、今申しましたようなリスク管理体制との関係で考えていくということで、これは日本にとっては極めて新しい考え方であります。反

対論もあるかもしれませんが、私は理屈の上ではそういうふうに考えております。

ただ、現在の制度との関係で申しますと、若干法律的な話になりますが、当該監督当局の法律上の権限との関係で、やや、ややこしい話になります。若干横道にそれるかもしれませんが、具体的に申しますと、例えば監督当局が、当該監督当局の法律上の権限ないし地位との関係で、デリバティブ取引をやるに当たって適切なリスク管理体制を持っていることという条件をつけることができるかという問題であります。

より具体的に申しますと、日本の現在の証券取引法あるいは銀行法等を見ますと、証券会社の場合には、従来は、金利のスワップ取引、あるいは通貨のスワップ取引は、証券取引法上の付随業務と理解されておりました。

証券取引法上は「付随業務」という条文はござ

いません。二条八項に「証券業」という本業の定義がございまして、本業以外のものは、ご存じのように、四三条の条文で、兼業ということで大臣の承認を受ける、いわゆる「兼業承認」と呼ばれております。法律上は、本業か兼業か、つまり、本業か本業でない業務かしないわけですが、これも、解釈上付随業務というカテゴリーが承認されております。伝統的な例では、有価証券の保護預かりは付随業務で、法律的にいいますと、四三条の兼業承認を受けなくてもできる業務というふうに理解されてきたわけですが、店頭のデリバティブ取引につきましては、今申し上げました金利スワップ、為替スワップは、いずれも解釈上付随業務と理解されてきたわけであります。

それが、このたび、金利スワップの方は、「解禁」という言葉がいいのかどうかよくわかりませんが、昨年の秋にFRAという取引を日本

でもやるようにしたときに、あわせて兼業と位置づけまして、兼業承認通達が変わりました。正式に変わったのはことしの四月一日だと思っていますが、いずれにしても、金利スワップ取引については、兼業という形で承認を与えることになりました。

私が今申し上げている話との関係で申しますと、兼業承認ということになりますと、承認に当たって条件をつけることができます。現に兼業承認通達をごらんいただきますと、内部のリスク管理体制がちゃんとしていることが一つの条件になっております。

監督当局が権限との関係で今のような条件をつけられる場合は、そういう形の運用ができるわけですが、うるさいことをいえば、理屈の上では免許の条件とあり得るかもしれませんが、本業について条件をつけるわけにはいきません。

したがって、そういう意味では、例えば証券会社は、本業として行っている取引所のデリバティブ、例えば株価指数先物取引について、内部の管理体制がしっかりしていることを条件とすることを認めるわけにはいきません。

銀行については、銀行法上付随業務もございませけれども、こちらは四三条とは違ひまして、付随業務としましても、法律上付随業務がやれることになっているわけですから、今のような条件がつけにくいということになるわけであります。

全く同じ事情がアメリカにもございまして、アメリカでは、証券会社の場合は登録制でございしますので、監督当局がそういう条件をつけることはできません。銀行の場合につきましては、金利スワップとか通貨スワップについては条件をつけることはできません。これに対して、いわゆるコモディティ・スワップとかエキティ・スワッ

プにつきましては、先ほどのOCCとかFRBが承認をする権限を持っているので、今申しました内部管理体制がしっかりしていることを重要な条件にして承認を与えることになっているわけであります。

今後のあり方の基本的な視点としての第三点は、証券会社や金融機関がお客さんとの間で取引を行う場合に、何らかの行動基準を設けるべきかどうかという点を議論する必要があるということでございます。

これも非常に難問でありまして、私も二月に行きましたときに、ハイマンさんという元OCCの長官とお会いする機会がありました。先ほど申しました大手証券六社の自主規制のためのフレームワークをまとめたときの共同チェアマンで、もう一人はコリガンという有名な方ですが、そのとき彼は、「このコード・オブ・コンダクトはザ・モ

スト・デیفイカルト・クエスチョン」と最上級で表現しておられました。

何がザ・モスト・デیفイカルトなのか。いろいろありますけれども、彼が特に強調していたのは、例えばニューヨークでこういう行動基準をつくったところで、ロンドンでは自由、東京は自由ということになったら、取引はみんなそっちに行ってしまう、したがって、世界の主要マーケットで同時に行動基準をつくって、守ってもらわなければいけない、それはほとんど不可能に近いことであって、それがザ・モスト・デیفイカルト・クエスチョンだとおっしゃっていました。そのときは大手六社の報告書が出る直前で、この問題は非常に難しい問題ですけれども、私は個人的には、何らかの行動基準があつてしかるべきだと考えております。

五、証券会社のリスク管理のあり方

以上、デリバティブとその規制という観点からお話しいたしましたが、次に、我が国の証券会社のデリバティブ取引についてのリスク管理はどうあるべきかということについてお話をさせていただきます。

まず、リスク管理という場合の管理するリスクの範囲ですが、市場リスク（マーケット・リスク）だけではなく、信用リスク、その他のリスク等を全部管理しなければいけません。

証券会社について申しますと、もともと証券業務は市場リスクをとる業務ですから、そういう意味では、市場リスクの管理は昔から行ってきたはずであります。先ほど銀行について申しました

が、銀行は、もともと信用リスクをとるのが本業だったのが、市場リスクにもさらされてきたわけで、銀行の自己資本比率規制の場合は、信用リスク中心になされていたものが市場リスクを取り込もうということであります。これに対し、証券業はもともと市場リスクをとる業務で、信用リスクはむしろとらないということですので、証券会社に対する自己資本規制は、もともと市場リスクは十分織り込んであるわけであります。

いずれにしても、証券会社は市場リスクの管理は昔から行ってきたはずであります。ただ、デリバティブ取引を積極的に行うようになりますと、同じ市場リスクでも、先ほど申し上げましたように、それが複雑、多様、巨額になる可能性が出てくる。したがって、それに応じて適切なリスク管理が必要となるわけでございます。

この点につきましては、次にもう少し敷衍して

申し上げますが、その前に、市場リスク以外のリスク、特に信用リスクについて一、二点強調しておきたいと思えます。

特に証券会社の場合は、信用リスクの管理については、従来はなじみありませんし、その必要もそれほどはなかったと考えられますだけに、スワップ取引がその典型ですが、とりわけ取引所の外で相対で行われる店頭のデリバティブ取引を積極的に行っていくためには非常に重要な点になります。

信用リスクというのは相手方が契約を履行しないというリスクですが、取引所のデリバティブの場合は、欧米においては、取引所ないしそれにかわる第三者がいわゆる清算機関として取引の当事者になるので、そういうリスクがございません。

日本の東京証券取引所のデリバティブ取引におきましても、余り表現は正確ではありませんが、東

京証券取引所が保障しているような形になっていきますから、取引所で行われるデリバティブ取引については信用リスクの問題はありません。

それに対して、外で相対で行われる店頭デリバティブの場合は、だれとスワップ取引を行うかというところで、相手がその契約を履行しなければ、「カウンターパーティー・リスク」といっていますが、リスクはもろに自分にかかわってくるわけであります。

そこで、どうやって信用リスクを管理するかということになりますが、抽象的にいうと、ポイントは二つではないかと思われるわけです。

第一は、これもいわれてみれば当たり前ですが、既に行われていることだと思いますが、取引先ごとにリミットを設ける必要があらうかと思えます。そのリミットは、各社それぞれにに応じて、体力とか、いろいろな方針のもとで決められるも

のだと思います。

第二に、各種のマスター・アグリーメントと呼ばれる標準基本契約書がございまして、そういうものを活用していくことになろうかと思えます。やや法律的な話になりますが、いわゆるネットィング条項と呼ばれる取り決めを含んだ各種の基本契約書が、ISDAその他によって次々と作成されております。

ただ、ISDA等で作成される各種のマスター・アグリーメントに含まれておりますネットィング条項につきましては、それが法律上有効でないと話になりません。法律上の有効性はそれぞれの国において多少濃淡がございしますので、その意味において、多少マスター・アグリーメントを修正して使う必要が出てくる場合もございします。実際には、この種のものは、ニューヨーク版、ロンドン版、東京版ができたりしている分野もご

ざいます。

すなわち、ネットینگ条項その他が法律上有効であることが前提になりますが、マスター・アグリーメント等で信用リスクに十分対応した内容の契約を最初から結ぶ、そういう契約書を利用するということです。本来であれば私はそちらの方が専門ですが、きょうはこれ以上は立ち入りません。

次に、市場リスク（マーケット・リスク）についてお話ししたいと思います。

先ほど、証券会社は従来から市場リスクをとるのが専門で、したがって、そのリスク管理も当然行ってきたはずだと申し上げました。それはいうまでもないことかと思えます。ただ、証券会社とデリバティブ取引とのかかわりはどういう関係にあるのか、実は私も興味を持って見てきて、いまだにややよくわからない面があります。

と申しますのは、先ほども申し上げましたように、スワップ取引の中では、金利スワップ、通貨スワップが二大スワップで、これは世界的にもそうでございます。ただ、仮に「証券」という言葉を使うとすると、店頭物でいわゆる個別株のオプション、あるいはエキイティ・スワップ、あるいはエキイティ・インデックス・スワップといったものは、少なくとも現在は、証券取引法に二〇一条という条文がございます関係で、行われていないことになっているわけであります。

そうだといたしますと、証券会社とデリバティブ取引のかかわりといっても、取引所のものは、国債の先物から始まって株価指数先物ということ、これはわかるわけですが、取引所外のもの、金利、為替ということになりますと、為替の方は外為法からの制約もございますし、金利の方は、今回兼業ということで、兼業ならかえって幅広く

行える。昔は付随業務でしたから、本業に付随する限りで行えたということかもしれないけれども、いずれにしても、証券会社とデリバティブ取引のかかわりは、私は非常に関心はあるけれども、いまひとつうまく理解できていなかったわけです。

しかし、この辺は、今回の日本証券経済研究所の研究会に参加させていただき、関係の方から教えていただきました、だんだんわかってきたつもりであります。もっとも、わかったふりをしているだけで、実はわかっていないのかもしれないですね。

大手証券会社の場合で申しますと、歴史的に見ますと、始まったのは、お客さんの外債投資に伴って為替予約をアレンジするというあたりではないかと思います。一九八〇年代以降、日本の企業が盛んに外債を発行するようになった。ユーロ

債だけでなく、スイス・フラン債等もあります。日本の企業ですから当然、外債発行に当たって発行コストを円で確定することがニーズでありまして、それが慣行化していった。外でドルで発行すれば、あるいはスイス・フランということもあろうかと思いますが、これを円で確定するため、そこにスワップ取引を組むことになります。

実際にスワップ取引の当事者は、日本の企業の場合はメインバンク、いずれにしても銀行の方が多かったのではないかと思います。外債発行の引き受けをする証券会社としては、その陰でのアレンジという事でかかわっていったのではないかと思います。

しかも、大手の証券会社の場合は、私の推測も入って恐縮ですが、アレンジはしたものの最終的には銀行に紹介するような形になったのでは、ノウハウも輸出しますので、結局外国にスワップハ

ウスみたいなものをつくるようなことになったのではないかと思います。

そういうわけで、お客さん中心に始まったデリバティブ取引とのかかわりが、その後は、証券会社自身の運用あるいは在庫のヘッジに使われるようになっていった。それと相前後して、デリバティブ市場そのものが非常に大きくなっていったということがあるわけであります。

ISDA（以前の名称で言う国際スワップディーラーズ協会）ができたのは、今からわずか一〇年前、一九八四年にすぎません。最初にスワップ取引が世の中に登場したのはIBMと世銀の案件だとかいわれていますが、まだスワップと呼ばれていないような原形体みたいなものは一九八一年に登場したといわれているので、まだほとんど歴史がない。その間にこれほど大きく育ったというのは信じられない話ですが、いずれにし

ましても、証券会社はその後自分自身の運用とか在庫のヘッジに使い、そこで得たノウハウを生かして、現在はもうちょっと一般的に、大手の証券会社の話ですが、お客さんの投資、ポートフォリオのリスク管理のためにデリバティブを利用する提案をしているということではないかと思っています。

リスク管理という観点から見た場合のポイントは三つではないかと思っています。第一は、どのような方法でリスクを把握するかということです。第二の点は、どのような人的組織で対応するか。第三点は、どのような形で社内で意思決定を行うか、すなわち、社内的に限度、リミットを設定し、それをどう実行するかという三本柱ではないかかと思っています。

第一は、どのような統計的手法、数学的手法を使うかということで、これはいろいろあるのです

が、二月に諸外国を回ったとき、イギリスのバンク・オブ・イングランドの人が、統計的手法、数学的手法を自分で開発する人材を持っている会社はいいけれども、そうでない会社にとっては、どこの開発したソフトウェアを買うかが問題である、特に人の開発したソフトウェアを買うときは、優秀なソフトウェアを買ったからといって安心するのが一番怖い、ソフトウェアで何ができるかではなくて、何ができないかを理解することが大事であると強調しておりました。

この際の把握すべきリスクは、例えば金利スワップ取引をしているとして、それだけのリスクでは困るわけで、すべてのデリバティブ取引、あるいは現物取引を含めてすべての種類についてのリスク、マーケット・リスクであれば、トータルとして、あるいは相関的に、一方が動けば、他方はどっちへ動くということを含めて把握する必要

がございます。最終的には、すべての取引についての市場リスクを総計的、相関的に把握した上で、さらに信用リスク等を加えていかなければいけません。

そういう把握の仕方の中で急に脚光を浴びてきたのが、最終的な数字が一元的でわかりやすいという意味で、その内容についてのご説明は一切しておりませんが、先ほど申しましたバリュート・リスクという手法でございます。

もちろん、バリュート・リスクも、先ほどのソフトウェアを買ったという話と同じで、これさえあればいいというものではなくて、これできないことを認識することは大事なことであります。ただ、わかりやすさという意味で、諸外国において圧倒的な支持を得ています。

リスクを把握する頻度の問題ですが、ヨーロッパ諸国では、これを経営陣に報告するのは週一回

といっているところもありましたけれども、アメリカでは毎日経営陣がこれを把握しておりますし、日本でも、大手の証券会社は、もうそういうところまで来ていると思います。把握の頻度は、本当は毎秒かもしれませんけれども、少なくとも毎日、独立した監視管理部門から経営者へ報告をすることが必要になるかと思えます。

第二のポイントのどのような人的組織という点ですが、現業であるトレーディング部門と特に現物の場合の決済受け渡し部門、収益計算をする経理部門は別で、その上に経営陣があるという形ですが、現業と、経営陣と、決済受け渡し、経理等を一元的にコントロールできるようなミドルオフィスというか、独立した部門を設ける必要があるというのが諸外国での議論で、諸外国の証券会社、銀行ともそうっております。現に日本でも、大手の金融機関は、ここ数カ月でそういう方向へ

急速に動いておりますし、私の理解では、証券会社もそういう方向へ動いているのではないかと思います。そういう人的組織の構築が極めて重要であります。

リスクは把握した。組織はつくった。そこで第三のポイントの意思決定の問題が当然あるわけでありまして、社内基準を設定しなければいけません。先ほども申しましたが、信用リスクの場合は、取引先ごとのリミットが必要ですし、市場リスクの場合も、いうまでもありませんが、ある基準を設定して、それを超えたらやるなという指令が上から出せる状態をつくらなければいけません。そして、その社内基準は不断に見直していく必要があります。

以上のことは、いわれてみれば当たり前ということかとは思いますが、そういうことが日本でも求められていますし、また、そういうこと

をきちんと備えたところについては、今後、範囲とか量の制約はなくしていくべきだと私は主張しておりまして、多少時間はかかるかもしれませんが、実際に日本もそういう方向へ動くことは間違いないと思っています。

六、行動基準、ディスクロージャー、会計処理

以上はリスク管理の話ですが、これに付随して、行動基準の話と、ディスクロージャー、会計の話について一言ずつ申し上げたいと思います。

行動基準の話は、証券会社の立場から見ますと、デリバティブ商品をお客さんに売する場合の話ですが、広い意味では証券会社にとってリスク管理の一環でもございます。先ほどから、ザ・モスト・ディファイカルト・クエスションと申し上げて

おりますが、これはポイントは二つでありまして、一つは、やや表現に語弊があるかもしれませんが、ある商品売るにふさわしいお客さんかどうかという顧客管理、第二点は、売ることとしてはよしとして、売る際に、商品の内容、とりわけリスクについてどこまで説明をするかということでございます。

法律的に申しますと、伝統的な株その他の分野で、相手が一般投資家の場合は、前者の問題は「適合性の原則」、後者の問題は「説明義務」と呼ばれている問題であります。これは法律的な表現で、問題の所在は同じであります。

デリバティブ取引の場合、お客さんが一般投資家であることは極めてまれと考えられて、大手の法人ということになるかと思えます。ただ、法人、事業会社だから何を売ってもいい、あるいは、説明さえすれば、どんな危ないものでも

売っていいということにはもちろんならないわけです。

その辺が難しいところで、アメリカの場合は、バンカーズ・トラストのケースは非常にリスクが大きいというか、レバレッジド・デリバティブスと呼ばれているようなものだったわけですが、私が伺った限りでは、日本ではある大手証券会社は、乗数が二けたになるようなデリバティブ取引はお客さんに対して提案しませんといっておられまして、何らかの行動基準が必要になることは間違いないと思われます。

次にディスクロージャーですが、デリバティブ商品についてのディスクロージャー自体は、きょうの私の話の中心的なテーマではございません。ただ、いろいろな意味で重要なトピックでございますので、一言で申しますと、時価情報についてのディスクロージャーを一層進めていく必要がある

ろうかと思えます。

ご存じのように、野村証券は、この三月期について、デリバティブ取引についてのディスクロージャーを自発的に行っております。「自発的に」という意味は、法律で要求されていないのという意味であります。ほかの会社も、将来はこれになったディスクロージャーを行うことが望まれます。

また、ディスクロージャーの制度のあり方としては、取引、資産、負債のディスクロージャーに加えて、やや抽象的な言い方ですが、リスクのディスクロージャーにもっと重点を置くべきであると考えられます。

もう一点ついでに申し上げますと、ディスクロージャーと並んで会計処理という大問題がございます。実際のところ、内部管理の面におきましては、日本でも多くの証券会社が既に時価基準で

会計を行っているはずで、そうでないと収益計算ができないはずであります。ところが、外部会計といえますか、財務会計におきましては、ご承知のように、我が国では取得原価基準に基づく資産及び負債の評価が原則となっておりますため、時価基準での会計処理は行われておりません。

この点はなかなか難しい問題がありますけれども、結論めいたことだけ一言で申しますと、いわゆるトレーディング勘定に属するデリバティブ取引については、アメリカ、イギリス、フランス等で既に採用されておりますような時価会計が採用されるべきではないかと考えられるわけであります。

蛇足になりますが、時価会計と申しますと、日本の場合、商法がどうか、税法がどうかとか、これらとの調整という問題があるからで

ないという指摘がございます。そのこと自体はそのとおり、面があるのですけれども、だからできないのではなくて、商法や税法との調整が必要であれば調整をしてでも、そういう方向を検討していく必要があるのではないかと私自身は思っております。

最後に、一般の事業会社について、法律的な観点から一、二だけ申し上げておきたいと思えます。一般の事業会社の場合は、純粹な意味でのエンドユーザーということになります。デリバティブ取引については、株式会社であることを前提としますと、法律的には商法に二つ関連する条文がございます。

一つは商法二五四条三項で、いわゆる取締役の善管注意義務であります。デリバティブ取引に限らず、昔からある話ですが、例えば財テクに走る

ことは善管注意義務に違反しないかとか、そういう問題であります。

もう一つは、商法四八九条という条文がございまして、六法では「会社財産を危くする罪」という変な題名がついていますが、取締役や監査役が会社の営業の範囲外において投機取引のために会社財産を処分したときは、五年以下の懲役または二〇〇万円以下の罰金という罰則が科せられることになっています。

戦前は、先物取引をやったらこれに当たるといったケースもあったようですが、この条文を厳密に読みますと、「会社ノ営業ノ範囲外ニ於テ」ということですので、営業の範囲内において先物取引とかデリバティブ取引を行った場合は、この条文には触れないということになるわけであります。

そこで、何が範囲内か、範囲外かということが

問題になるわけですが、範囲内であっても、第一点で申しました善管注意義務が問題になりますので、この違反があるということになりますと、最近一部で出されておりますいわゆる株主代表訴訟の対象になりまして、取締役は会社に対する損害賠償責任を問われる可能性があります。

以上は商法の規定ですので、そういう意味におきましては、一般の事業会社だけではなく、株式会社形態をとる証券会社、あるいは銀行にもひとしく適用される話であります。

最後の方を大分はしりましたが、日本ではデリバティブ取引についての環境の整備が諸外国に比べておくれぎみであるという声を、私自身よく聞きます。もしそうだとすれば、一日も早く、少しずつでも具体的にインフラの整備を進めていかなければいけないわけであります。その際の基本

は何かといえば、各証券会社、各金融機関、各事業会社における適切なリスク管理体制の樹立と適切なリスク管理の励行、実施ということでございます。

ここ数カ月を見る限り、我が国でも既に、大手の証券会社を中心に、急速にリスク管理体制が充実していると感じます。そういう意味では、きょうお手元に概要をお配りいたしましたリスク管理研究会の報告書をきっかけとして、証券界においても、広く隅々までリスク管理の重要性についても、共通認識が得られ、かつ、それが広く実践に移される日がもうすぐ来ることを期待しているわけでございます。

まとまりのない話で、知っていることばかりじゃないかと思われるかもしれませんが、時間が参りましたので、ここで終わりにさせていただきます。

どうも長い時間ご清聴ありがとうございました。(拍手)

小山理事長 まだ若干時間が残っているようですので、もしご質問等ありましたら、ご発言願います。——よろしゅうございますか。

それでは、これで本日の講演会を終わります。

(かんだ ひでき・東京大学教授)

本稿は、平成七年七月二〇日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。