

滋賀大学経済学部研究叢書第36号

# グローバル経済下の 内外金融のリスク管理

有馬敏則 著

滋賀大学経済学部

滋賀大学経済学部研究叢書第36号

グローバル経済下の  
内外金融のリスク管理

有馬敏則著

滋賀大学経済学部

## は し が き

世界経済のグローバル化、日本経済における金融の2つのコクサイ化——金融の国際化、国債の大量累積による金融自由化への圧力——とハイテク化（デリバティブ〈金融派生商品〉取引の急拡大や、セキュリタイゼーション〈金融の証券化〉の進展）、経営者のモラルハザード〈倫理の欠如〉の増大とベンチャー精神の低下、世界規模での急速な産業構造変化への日本経済の対応の遅れ、情報のエレクトロニクス化・高度化、日本経済のバブル崩壊後の長期停滞、日本の少子化、地球規模での環境悪化、等々の状況のもとで政治、経済、経営、金融、流通、社会、情報、医療、原子力、自然現象、環境、等々で、我々を取り巻く「リスク」は増大を続け、しかも深刻化するばかりである。

特に金融リスク——信用リスク、流動性リスク、金利リスク、為替リスク、等々——の管理に失敗し、不良債権処理が遅れ債務超過に陥った金融機関の相次ぐ破綻、急速な経営環境変化に対応できず、経営者のモラルハザードの増大による経営リスクや、会計ビッグバンによる財務リスクの高まりからの企業倒産の続発、不完全情報下でリスク管理が不完全であったために破綻した生命保険会社や損害保険会社の増大、深刻な財務危機や政治危機の中でのカントリー・リスクの拡大と国家破産、高度に情報化されたインターネットのシステム・リスクやサイバーテロへの脅威、株価低迷の中での経営リスクの増大による証券会社の倒産、世界貿易センターへの同時多発テロリズムによる政治、経済リスクの高まり、環境ホルモンや廃棄物被害、地球温暖化、HIV、クロイツヘルトヤコブ病、狂牛病等々の環境リスクや健康リスクの新たな出現、阪神淡路大震災や三宅島の火山爆発、風水害等々の自然災害リスクなど、リスク管理やリスク対応の重要さが、

現代ほど認識されている時はない。

本書はグローバリゼーションの中での内外金融システムのリスク管理問題について、筆者の著作をもとに、リスクについて大幅に加筆・修正して、編集し直したものである。第1章では近年急速に進展している電子資金取引とリスク管理について考察する。第2章では国際金融情報ネットワーク、とくに SWIFT についてリスクの側面も含めて検討した。第3章では金融のグローバル化における金融機関とくに銀行と証券のリスク管理について、近年の状況変化も含めて考察した。第4章においては BIS の自己資本比率と銀行のリスク管理について、新 BIS 規制案の展望も含め検討した。第5章では公的金融とくに財政投融資の問題点と郵便貯金・簡易保険の変化とリスクについて考察した。第6章では金融機関が破綻した場合の預金者のセーフティネットである預金保険機構とペイオフについての日米比較を行い、預金者のリスク管理について検討した。第7章ではリスク管理手段そのものともいえるデリバティブの現状と問題点、第8章ではデリバティブを主要な手段とする国際的ヘッジファンドのビヘイビアと、日本の株式市場のリスク管理について考察した。なお初出は以下の通りである。

第1章「電子資金取引 (EFT) の現状と展望」『彦根論叢』第251・252号、1988年11月。

第2章「国際金融情報ネットワークとしての SWIFT」『彦根論叢』第286号、1991年1月。

第3章「金融のグローバル化と国際金融業務」『彦根論叢』第262・263号、1989年2月。

第4章「BIS 規制と内外マネーフローの変化」『彦根論叢』第279・280号、1992年12月。

第5章「財政投融資に関する若干の問題点」『彦根論叢』第292号、1995

年1月。

第6章「ペイオフと預金保険制度」『彦根論叢』 第323号。2000年1月。

第7章「デリバティブ取引の現状と課題」『彦根論叢』 第299号。1996年1月。

第8章「ヘッジファンドと国際資本移動規制」『彦根論叢』 第322号。1999年12月。

本書作成にあたり、日頃から温かい御助言を賜っている大分大学名誉教授竹村脩一先生、神戸大学名誉教授則武保夫先生、滋賀大学名誉教授・大阪学院大学教授片山貞雄先生、滋賀大学経済学部教授小川功先生、滋賀大学経済学部教授大村和夫先生、ファイナンス学科の諸先生や出版の機会を与えられた滋賀大学経済学部の諸先生、神戸大学金融研究会、現代国際金融研究会の諸先生に厚く御礼を申し上げたい。なおありうべき誤りは筆者自身のものである。

2002年1月 彦根城の見える研究室にて

有馬敏則

# 目次

はしがき

## 第1章 電子資金取引とリスク管理

I はじめに	1
II 電子資金取引移行時代の貨幣と貨幣性	2
III 決済システムの変化に関する検討	5
IV 金融サービスの変化	9
V 日米における EFT 法の検討	16
VI 日米における EFT 移行時代の金融政策の効果	20
VII 電子資金取引とリスク管理	21
VIII 若干の問題提起	24

## 第2章 国際金融情報ネットワークとリスク管理

I はじめに	27
II SWIFT 設立の背景とあゆみ	28
III SWIFT の概要と導入の効果	37
IV SWIFT と決済システム	47
V SWIFT II システム	53
VI Next Generation の導入	59
VII SWIFT の課題	60

## 第3章 金融のグローバル化における金融機関のリスク管理

I 金融のグローバリゼーション	63
-----------------	----

II	日本の銀行の国際化	65
III	日本の銀行の国際化の諸段階	72
IV	日本の証券会社の国際化	85
V	金融機関の国際業務のリスク管理	89
VI	金融機関の国際化・グローバル化の問題点と展望	90

#### 第4章 自己資本比率規制と銀行のリスク管理

I	はじめに	93
II	BIS 規制の枠組み	96
III	BIS 規制と日本の対応	100
IV	BIS 規制見直し論	108
V	BIS 規制見直しの推移	118
VI	おわりに	121

#### 第5章 公的金融とリスク管理

I	はじめに	123
II	財政投融資の概要	124
III	財政投融資の変化	137
IV	2001年4月からの郵便貯金資金の全額自主運用	149
V	郵便貯金資金運用の全額自主運用とリスク管理	152
VI	財政投融資の当面する問題	153

#### 第6章 セーフティネットと預金保険制度

I	はじめに	157
II	日本の預金保険制度	162
III	米国における預金保険制度	175

IV	預金保険制度改革とペイオフ	185
V	ペイオフ解禁と預金者のリスク管理	187

## 第7章 デリバティブとリスク管理

I	はじめに	193
II	デリバティブ取引の概要	195
III	デリバティブ取引拡大の背景	205
IV	デリバティブ取引の課題	210

## 第8章 ヘッジファンドと国際金融リスク管理

I	はじめに	217
II	ヘッジファンドの概要	219
III	ヘッジファンドの投資戦略とその実態	226
IV	国際資本移動規制とヘッジファンド	241
V	日本株投資型ヘッジファンドとリスク管理	245

# 第1章 電子資金取引とリスク管理\*

## I はじめに

近代における資金決済は、紙幣、手形、小切手の「紙」を主たる道具として行われてきた。またそれに関連する諸制度も、これを前提として形づくられてきた。その金融サービスが、電気通信技術の高度化にともなった、エレクトロニクスを主たる道具とする資金決済、すなわち「電子資金取引 (Electronic Fund Transfer)<sup>1)</sup>」さらに「金融 EDI (Electronic Data Interchange、電子データ交換)<sup>2)</sup>」へと変わろうとしている。

このような現在の状況を「電子資金取引への移行時代」と位置づけ、電子資金取引移行時代の環境変化とリスク管理を学際的な視点から考察したいというのが、本章の目的である。しかしながら、このような環境変化は、きわめて多面的で的確に理解することは困難である。いままで「電子資金取引移行への時代」の環境変化については、①銀行や証券会社、流通業界といった一業界に的を絞って考察しようというアプローチと、②社会全体

---

\* 本章は文部省科学研究費課題番号61301074（研究代表者、則武保夫教授）および電気通信普財団の助成による研究成果の一部である。

- 1) 電子資金取引 (EFT) とは、1960年代のアメリカの銀行間の資金決済を電子的（すなわちエレクトロニクス技術を利用して）に処理するところから始まったとされる。その後金融機関と預金者を、さらには小売業者も含めたネットワークへと広がっていった。
- 2) 電子データ交換 (EDI) とは、受発注などを電子的なネットワークによって行うことである。金融 EDI とは、金融機関間の決済ネットワークで、決済データ（支払指図）とともに、関連する支払データ等を取り扱うことを可能にするシステムである。

詳しくは、金融情報システムセンター編『平成14年度金融情報システム白書』財経詳報社、2001年、84ページを参照のこと。

の情報化の流れとして、金融サービスを考察していこうというアプローチの2 接近法により検討されてきた。しかし①のアプローチは視野が狭くなり、②のアプローチは焦点がぼけてくるというデメリットがある。

そこで日本よりも数年先を歩んでいる米国との比較研究により、①と②のアプローチの中間をいく分析を、以下の諸点について個別的であるが、同時に「電子資金取引 (EFT)」の観点から総合的・学際的に統一して検討し、きたるべき時代についての展望とリスク管理について若干の問題提起を行うことが、本章の目的である。すなわち

- イ、電子資金取引への移行時代の貨幣と貨幣性に関する理論的検討
- ロ、決済システムの変化に関する検討
- ハ、金融サービスの変化に対する理論的検討
- ニ、日米における電子資金取引に関する金融法の比較
- ホ、日米における電子資金取引時代の金融政策の効果分析
- ヘ、電子資金取引とリスク管理

の諸点である。なお EFT と国際資金移動、ファイナルティ問題、EFT からみた東京市場の課題等々、検討しなければならない諸問題は山積しているが、紙幅が限られているため、別稿に譲ることとする。

## II 電子資金取引移行時代の貨幣と貨幣性

### 1 貨幣の概念と機能に関する伝統的議論

貨幣の機能によって「貨幣とは何か」を議論するのが今までの伝統的方法であった。この場合、①交換手段 (medium of exchange) やこれより広範囲の支払手段 (means of payment)、②価値尺度 (measure of value) や計算単位 (unit of account)、③価値貯蔵手段 (store of value) の三機能を貨幣の基本的機能として列挙し、これらの三機能をすべて保有しているものを「貨幣」と呼んできた。

しかし、この三機能のうち㊦が㊧や㊨から派生したものであることには異論がないものの、㊧と㊨のいずれを本質的なものとするかについて多くの議論がなされてきた。

金属主義的立場の論者は、㊦を本質的機能とし、名目主義的立場の論者は、㊧を本質的機能とした。そして金属主義論者は価値尺度と計算単位〔厳密には価格（の度量）標準〕を区別するのに対し、名目主義論者はこれを区分せず、価格単位、価格標準さらに公分母（common denominator）とも呼ぶ（名目主義論者の価値尺度は、金属主義論者の価格標準に相当するものであることは指摘するまでもない）。

㊧㊦いずれを貨幣の本質的機能とするかについては、金属主義、名目主義のどちらをとるかによって異なってくる。しかし両者の背後にはマルクス経済学と近代経済学が対峙しており、それぞれ世界観、方法論、分析目的や分析用具が異なっており、貨幣本質観のみの差異をとりあげ、どちらが正論かを議論するのは的を射たものとはいえないであろう。交換が等価交換の性質をもって行われる程度に成熟した経済社会について言うかぎり、「それ自ら価値尺度ではない交換手段はなく、逆に交換手段でない価値尺度は存在しえない」ことは明白であり、<sup>3)</sup>㊧、㊦の機能の間に論理上の前後関係や上下関係は存在しないといえるであろう。

## 2 第二次大戦後の貨幣概念の争点

貨幣概念に対する戦後の理論的対立は、大きく二つに分けることができる。その一方は交換手段機能を重視する伝統的立場であり、そこでは活動残高（working balance）のみが視野にはいる。貨幣の交換手段機能は、ケインズ（J. M. Keynes）の取引動機に基づいた貨幣需要と対応している

---

3) 新庄博『貨幣論』有斐閣、1952年、p. 47.

が、これを貨幣の本質的機能にするのは名目主義論者だけでなく古典学派以来の伝統的貨幣観である。ペセック (B. Pesek) とセイビング (T. R. Saving) やニューリン (W. T. Newlyn) とイーガー (L. B. Yeager) の議論にみられるように、問題点はあるもののユニークな分析が行われた。この立場は貨幣を交換手段と考えているので、それは一般的に狭義のもの〔フリードマン (M. Friedman) と英国の制度的要因を考慮しているニューリンは例外〕となる。

他方は価値貯蔵手段機能、すなわち資産としての貨幣または遊休残高 (idle balance) を重視するケインズの立場に沿った見解である。この立場では、広義の貨幣が重視されてきた。すなわち戦後の米国における金融仲介機関の発展や英国でみられた大蔵省手形 (TB) を始めとした多様な流動資産の存在を考慮して、ガーレイ (G. S. Gurley) とショウ (E. S. Shaw) やラドクリフ報告 (Radcliffe Report) の見解が示された。これらは貨幣に代替的な種々の流動資産の存在を重視したものであった。

### 3 電子資金取引移行時代の貨幣性

このように第二次大戦後の貨幣概念は、二つの理論的分析に分けることができるが、従来、交換手段機能を果たしたのは、現金通貨プラス商業銀行への当座性預金から構成される伝統的な貨幣 (マネー・サプライ統計上の  $M_1$ ) であった。また価値貯蔵手段機能を果たしたのは、 $M_1$  以外に出現した近似貨幣 (near monies) —— 商業銀行への定期性預金や各種の金融機関への預金等 —— を含む  $M_2$  や  $M_3$  などの広義の貨幣であった。

しかし米国を中心に近年起きてきた、いわゆる「金融革命」や急速なエレクトロニクス化は、貨幣に類似の新しい流動資産を次々に生み出すとともに、これらに交換手段機能を付与するようになってきた。たとえば米国の NOW 勘定 (Negotiable Order of Withdrawal Accounts) は、貯蓄

預金に対し一種の小切手使用を認めるもので、1970年代初頭、東部の相互貯蓄銀行 (mutual saving bank) で開設され、その後全米に拡大していった。また信用供与額を設定したエレクトロマネー<sup>4)</sup>は、現金通貨の節約のみならず、新しい貨幣概念 (アリバー教授の  $M_x$  概念等) を生み出しつつある。

このように多種多様の流動資産が存在し、企業や家計の財務管理技術の発展やインフレの高進とともに、遊休残高だけでなく活動残高も近似貨幣その他の流動資産で保有されるようになると、上述の二つの理論的分析の流れのいずれをとるにしても、貨幣概念は広義のものとなり、現象面から両者の対立点は不明確になってきたといわざるをえない<sup>5)</sup>。

なお1960年代末期から、近似貨幣を中心にした貨幣性測定の実証的研究がすすめられてきたが、貨幣性を示すウエイトを何が決定するかについては、必ずしも深く議論されていない。とくに最近の急速な金融自由化やエレクトロニック・バンキングの進展による影響は無視できないといえる。結局「貨幣性とは何か」の問題は、単に統計的操作や処理で明らかにすることはできず、それらは貨幣概念の理論的考察を補強する意味をもっているにすぎないといえるようである。

### III 決済システムの変化に関する検討

#### 1 決済をめぐる業際問題

金融の自由化・国際化、コンピューターや通信技術の発展、通信の自由

4) アリバー教授によると「プラスチックマネー」と呼ばれている。

5) 片山貞雄「貨幣の概念について」『彦根論叢』206号、1981年2月、——、「貨幣の実証的概念と近似貨幣の貨幣性測定」『彦根論叢』222・223号、1983年11月、——、「金融革新と貨幣」『広島大学経済論叢』22巻1号、1998年11月、——、「貨幣の法的制限理論——論争とその検討——」『大阪学院大学流通・経営科学論集』26巻3号、2000年12月。

化拡大等々を背景に、資金決済は銀行のみの固有な業務ではなくなり、証券会社や生命保険会社、ノンバンクといわれる非預金取扱金融機関、流通業者、金融 VAN（付加価値通信網）業者（1980年代は VAN）現在は IT（Information Tecnology）業者等の非金融機関も、直接・間接に参入している。またクレジットカードやキャッシュカード、IC カードといったカード社会の発展により、貨幣により近い「汎用プリペイドカード」も出現している。

たとえば証券会社は金融機関と提携することにより中期国債ファンドと普通預金の組み合わせ商品を顧客に提供し、決済サービスを行っている。これは金融機関の顧客の普通預金が一定の残高（30万円）以上になると、その金融機関の提携している証券会社の口座へ自動的に振り替えられて、中期国債ファンドで運用され、預金残高が指定された残高以下になると中期国債ファンドが解約されて自動的に預金に振り替えられるというものである。これにより顧客は普通預金の決済機能と中期国債ファンドを金融機関の窓口で同時に手に入れることが可能となった。また近年の「証券総合口座」は証券会社の決済業務への進出ともいえるものである。

また非金融機関の参入においても、①決済サービス情報の伝達や処理と、②これに基づいた決済手段の供給や移転<sup>6)</sup>について可能性が高い。①は IT を利用した事業もその一種であり、銀行以外の分野からも進出可能である。②については VAN 加入者、現在はインターネットバンク加入者の債権・債務情報を集中し、加入者の債権・債務を一括して差額決済（ネットング）すれば、決済サービスの提供を行ったことになる。さらに NTT のテレホンカード発売を契機に出現したプリペイドカードは、その後鉄道や高速道路等種々の業界で導入が図られているが、その汎用性を高めることにより、

---

6) 鈴木淑夫〔10〕〔11〕〔12〕参照。

情報記録、伝達手段が決済手段（現金通貨）と同様な機能を果たすことも可能となりつつある。そしてオフラインの IC カードも現金ホールド方式により試行されている。

このように決済システムは銀行固有の分野といわれてきたものの、証券会社や、ノンバンクの進出とともに、業際間の問題としてクローズアップされ、決済システムの変革が迫られ、決済リスクも問題化している。

## 2 決済機能に対する銀行の主張

決済機能に対する銀行側の主張は、つぎのごとくであった。つまり決済機能はこれまで銀行に限られてきたが、それは①決済手段と②担い手の信用力を兼ね備えていたからである。①については、①決済手段は現金通貨に準じて、つねに現金に代替可能な流動性、元本の確実さ、無制限に広く受領されていることが必要であり、そのような性質を併せ持ち、決済手段として適当な金融資産は現金通貨のみである。②そして預金通貨は現金通貨より、簡便に資金移動が可能であり、それは為替決済制度などの銀行間ネットワークを裏付けとした銀行の為替機能により実現されている。③さらにこのような為替取引や預金通貨供給は法律により銀行に限定されている。

②については、銀行それ自体が経済的に強い信用力を保持しているだけでなく、預金通貨の供給者として、④銀行業法により当局から業務範囲、経営内容等の厳しい監督・指導を受けるとともに、免許制の対象となっている。⑤また金融政策の媒介機関であり、中央銀行借入資金を保有し、準備預金制度等の対象となっている。

したがって銀行は国民経済的観点から、決済システムの担い手として、高い信用力と固有の決済手段を備えており、法律的裏付けもある。そこに決済機能を銀行固有のものとして供給する最大の理由がある。銀行以外に

も決済機能提供を認めるか否かは、決済システムの安定性、信頼性の観点から前述の諸条件を十分吟味して判断すべきである。また銀行側としても、いままで決済システムを担ってきた実績を踏まえて、将来に向かって決済システムを技術進歩に対応しながら、時々刻々変化する顧客ニーズに適応するように一層弾力的・魅力的なものにすることが重要であると主張していた。<sup>7)</sup>

### 3 決済の定義に関する議論

決済の定義については各論者により必ずしも一致しているとはいえないが、昭和63年6月9日の金融制度調査会総会に提出された大蔵省内エレクトロバンキング研究会編「電子資金取引について」という中間報告での決済についての定義は一考に値する。

報告書によれば「一般に決済とは、売買取引および金融取引における貸借関係を終えること」であり、「当事者本人が取立てあるいは集金を行うことには限界があり、そこにこれを仲介する業者が介在する。決済機能とは、こうした当事者間の金銭債権・債務の清算を第三者が業として仲介する機能」であるとする。

これに対し「為替取引とは隔地者間において直接現金を送金することなく、資金の授受の目的を達成すること」であり「為替取引には必ず資金の移動を伴うが、決済には資金の移動を伴わない金銭債権・債務の相殺といった方法が含まれ」ており、「この相殺行為が情報通信技術の進展に伴い決済の方法として広がっている」と指摘している。<sup>8)</sup>

このように報告は「決済機能」と「為替取引」を明確にし、決済機能に

---

7) 都銀懇話会「決済機能について」『金融』昭和60年11月。

8) 大蔵省内エレクトロバンキング研究会〔4〕pp. 13-14.

については為替取引からはみ出した部分は、銀行以外の者でも参入可能であるとされているのは注目に値する。

#### 4 決済の公共性

決済は基本的に当事者間の相対の契約であり、現行法制に違背しない限り、どのような者を経てこれを行うかは当事者間の自由とも考えられる。すなわち決済システムのもとで提供される個々の決済サービスは私的財ということになる。しかしそのサービスの根源である決済システムの多くは公共財的存在である。その安全性維持のためには、民間経済主体の自由な競争では限界が出てくる可能性が強い。中央銀行等の公的指導性発揮への期待も必要度が高まっている。その意味で決済システムはインフラの性格を強めているといえるだろう。

### IV 金融サービスの変化

#### 1 EFT の定義

EFT（電子資金取引）と一般に呼ばれているものには、給料の自動振込や公共料金の自動引落とし、MT による手形自動交換や CD・ATM ネットワーク、オンラインでの金融情報サービス、あるいは小売業の POS(Point of Sales)システムとオンラインで結び、買物と同時にその代金を振り替えるシステムなど広範囲のものが含まれている。したがって EFT とは、一方では金融機関業務自体のエレクトロニクス化であり、他方では金融機関の顧客へのエレクトロニック・サービス化といえるだろう。

ところで日本のいわゆる「銀行 POS」は和製英語で米国にはない。米国の「EFT・POS」または「EFT」「デビットカード (Debit Card)」が日本の銀行 POS に相当するものである。

## 2 米国の EFT 発展の背景

米国で EFT が注目されるようになった主要な背景には、①小切手の氾濫、②金融機関のエレクトロニクス化、③POS システムの普及、④インターネットの急速な発展をあげることができる。

まず①については、米国の小切手流通枚数は1985年1年間で約420億枚（同年日本では手形・小切手で約4億枚）、1999年には650億枚（同年日本では14億枚）に達し、小切手のための当座預金口座保有率は全家庭の85%、個人で月20~25枚の小切手を発行している。また給料も大部分が小切手で支払われ、公共料金の自動引落しもほとんど行われず、主として小切手で支払われている。またスーパーの一週間の売上高の約60%は小切手によるといわれている。したがって米国の EFT 推進の根底には、小切手社会の弊害からの開放=小切手減らしがあるといえる。

②については、金融機関のエレクトロニクス化が、金利自由化と高金利に対する経営合理化、業際化と州際化・金融機関同士の競争激化とノンバンクの参入激化により進展してきた。すなわち企業本来の業務を越え、州を越えた業務遂行や、CMA (Cash Management Accounts) のように現金・証券の預託と小切手のための口座、クレジット・カードを組合せて資産の高率運用を図るサービスの推進をエレクトロニクス化が下支えたのである。

③については、小売業での POS システムの普及があげられる。POS システムの普及、定着は、小売業自体の情報システム化の促進とともに、小売業の企業内ネットワークも強力なものとした。そして POS システムの普及とともに、銀行による CMS (Cash Management Service)、百貨店

---

9) John R. Engen, "Checking Out E-Payments", *BAI Banking Strategies*, March/April 2001.

日本は『平成14年版金融情報システム白書』前掲書、p. 509。

での他社カード受け入れ、スーパー自身の ATM 展開といった新たなシステムを生む基礎が形成されてきたのである。

㊦については1990年代の急速なインターネットの普及によるネット取引とその代金のクレジット・カード決済があげられる。

その他にクレジット・カードの普及とカードの事故や犯罪防止対策も、EFT の推進にかかわっていると見えるだろう。

### 3 米国のエレクトロニック・バンキング

米国のエレクトロニック・バンキングの内容としては、まず CMS があげられる。これは1940年代にロックボックス・サービスとして開始されたもので、その後企業の資金管理や事務合理化のため、口座情報提供、ゼロバランス、資金移動等々のサービスが付け加えられ、さらにはこのようなサービスを前提として、予測情報を含めた金融情報サービス提供に発展している。

また米国の ATM は、店舗の補完機能の目的で、店舗外設置の24時間サービスが中心となっている。ところで前述の EFT・POS が1985年で約6000台導入され、その半数はガソリン・スタンドに設置されたものの、近年までデビットカードはあまり普及してこなかった。「デビットカード」は電子的な方法により、債務者の預金を債権者の預金口座に移転させるシステムである。デビットカードは2001年において利用度の比率はわずかであるものの、クレジットカードを保有していない若年層（18歳未満）の購買力に期待する見方もある<sup>10)</sup>。

---

10) David Routree, "For Retail Payment On The Net, Only Tradition Is Getting Traction", *Bank Technology News* (Internet version) Feb. 2001. 高月昭年「決済サービスの高度化と銀行法（上）（下）『国際金融』1064号、2001年4月15日号、1067号、2001年6月15日号。

第1表は近年急拡大しているインターネット上での買物代金支払方法を示している。インターネット上でクレジットカードを利用して支払う人が88%を占め、電話やFAXでクレジットカード情報を伝達する者が5%、小切手郵送4%、既存勘定への記帳2%、デビットカード1%である。したがってクレジットカードが93%でかかわっており、最終的にクレジットカードの決済は、現在は小切手を中心に行われており、インターネット上の買物代金の決済もつきつめると小切手に依存していることになる。

第1表の参考文献によると、2000年で全米1億2000万世帯のうち電子的支払手段利用者は、400万世帯で、3.3%にすぎないとされている。そこで米国では、あまり普及していない自動引落しや、代金を債務者が事前指定した銀行口座から引き落とすようインターネットで指示する「電子請求書」サービスに力を入れる動きも強まっている。

#### 4 欧米における EFT・POS

米国では近年までデビットカードやキャッシュカードを利用する

第1表 インターネット上での買物代金支払方法

支 払 方 法	シェア (%)
インターネット上でクレジットカードを利用	88
電話またはファックスでクレジットカードを利用	5
小切手の郵送	4
既存勘定への記帳	2
デビットカード	1

(出所) Cap Gemni Ernst & Young “2000 Special Report on the Financila Sarvices Industry” David Rountree “For Retail Payment On The Net, Only Tradition Is Getting Trac-tion” *Bank Technology News (Internet version) Feb. 2001* から引用。

EFT・POSは普及してこなかったが、ここ数年、クレジットカードも取り込んだ共同EFT・POSデビットカードは普及しつつある。これは低価格POS端末開発により、POSシステムがスーパーマーケットから小売チェーン店にまで広く普及しはじめたからである。米国では、オンラインで暗証番号(PIN)を入力して即時決済をする他に、オフラインでサインで決済を行う方式もある。

第2表は1999年における欧米主要国のEFT・POSの実施状況である。欧州諸国でもEFT・POSの普及は進みつつある。EFT・POS端末台数

第2表 欧米主要国におけるEFT・POSサービスの実施状況

(1999年末 単位：台、百万件、十億ドル、%)

	EFT・POS 端末台数			百万人当たり端末台数			EFT・POS 取引件数			取 引 高		
	1998	1999	増減率	1998	1999	増減率	1998	1999	増減率	1998	1999	増減率
ベルギー	93,061	99,624	7.1	9,124	9,748	6.8	334	394	18.1	18.9	21.9	15.9
フランス	586,000	799,530	36.4	9,949	13,528	36.0	2,165	2,444	12.9	100.1	111.4	11.3
ドイツ	230,880	300,682	30.2	2,816	3,662	30.0	363	430	18.3	28.9	34.1	18.0
イタリア	345,580	435,176	25.9	6,000	7,542	25.7	347	467	34.7	29.9	39.5	32.1
オランダ	134,479	145,575	8.3	8,566	9,214	7.6	595	700	17.6	25.9	32.2	24.3
スウェーデン	74,400	81,135	9.1	8,407	9,157	8.9	171	227	32.7	9.4	13.0	38.0
スイス	101,631	126,941	24.9	14,266	17,719	24.2	106	137	28.9	5.4	8.7	59.2
英国	610,000	700,000	14.8	10,304	11,765	14.2	—	—	—	—	—	—
欧州主要国計(A)	2,176,031	2,688,663	23.6	7,792	9,352	20.0	4,081	4,798	17.6	218.5	260.7	19.3
米国(B)	1,700,000	2,350,000	38.2	6,282	8,605	37.0	2,000	2,428	21.4	238.5	322.6	30.6
欧米主要国計(A+B)	3,876,031	5,038,663	30.0	7,112	9,014	26.7	6,081	7,226	18.8	65,218.5	85,160.7	30.6

(注1) スイスのEFT・POSはec-DirectとPostmat-Plusがあり、多くの端末は両者に接続できる。端末台数は延べ台数である。

(注2) 米国のEFT・POSはPINを入力するデビットカードを含みサインで行われるオフライン取引は含まない。

(注3) 為替換算レートは1999年12月末レートを参考に試算した。

(1ドル=9.8クローナ(スウェーデン)=1.8スイスフラン(スイス)=1.0ユーロ(その他各国))。

(出所) BIS Statics on Payment Systems in the Group of Ten countries 2000.

や取引件数は、総人口がほぼ同じ米国よりも上回っている。すなわち100万人当たりの端末台数は米国で8,605台、欧州8カ国9,352台で、取引金額は米国より下回っているものの、取引件数は米国の約2倍である。したがって欧州では米国に比べ、少額決済手段としてEFT・POSが利用されているといえるだろう。取引件数では、フランスだけで米国を上回っている。また100万人当たりの台数では、スイスだけで米国の約2倍になっている。

## 5 日本のエレクトロニック・バンキング

日本でエレクトロニック・バンキングが指向されている背景には、④経済社会の情報化、⑤技術革新、⑥金融自由化、⑦金融機関の機械化、⑧通信回線利用規制の緩和、⑨周辺業界の機械化、⑩米国でのエレクトロニック・バンキングの進展等々をあげることができる。

日本の金融機関の本格的機械化は、昭和40年代(1960年代後半)に預金・為替業務を中心にした同一行内全店オンライン・システムが導入され、いわゆる第1次オンラインといわれる事務の合理化・省力化として開始された。第2次オンラインは昭和50年代(1970年代後半)になってからで、預金・為替業務に限らず全科目総合オンライン・システムが導入され、各科目の連動処理が開始され、いくつかの金融機関グループ内で預金・為替業務が行われるようになった。またCDやATM設置も増大した。

第3次オンラインは昭和60年代(1980年代)に始まった。すなわち昭和57年10月、郵政省で公衆電気通信法が改正され、金融機関と企業、家庭を結ぶオンライン・ネットワーク設置が許可され、大蔵省も昭和58年4月、銀行と企業のコンピュータを通信回線で結び双方向の情報直送を許可することにより、ファーム・バンキングやホーム・バンキングの進展が可能となったのである。すなわち従来の金融機関内部の業務処理から離れて、通信回線の利用により、企業や家計を端末機で結び、送金・決済から取引関

連情報提供や旅行、観光、サービス等の予約から決済までを行い、企業や家計の資金の迅速な処理をしようとするものであった。また金融機関の収益管理やリスク管理、さらに戦略的営業展開を図るための情報機能強化を目的としており、現在全金融機関が採用している。

さらに一部の金融機関では「ポスト第3次オンライン・システム」への取り組みが開始されている。すなわち統合的リスク管理やデリバリチャネルの充実、新金融商品開発を目的とし、電子マネーやデビットカード、サイバーバンクの発展を視野に入れたものである。

## 6 日本の電子商取引

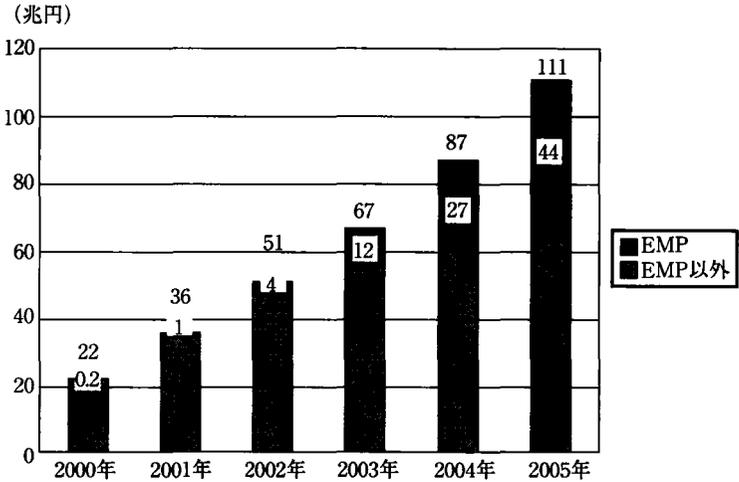
日本における企業間の電子商取引（Business to Business, B to B）や企業と不特定多数の消費者間の電子商取引（Business to Consumer, B to C）は、1999年3月と2001年1月に発表された経済産業省の『電子商取引に関する市場規模・実態調査』を見ても、予測が常に上方修正されている。第1図はB to Bの電子商取引の市場規模推移、第2図はB to Bの電子商取引比率・EMP（e-Market place、電子的な商取引市場）、第3図は日米におけるB to Cの電子商取引化率の推移を示している。

B to Bとしては①特定企業間、②複数買い手企業と特定売り手企業、③特定買い手企業と複数売り手企業、④複数企業間の各取引がある。中でも④が行うEMPが注目されており、米国を中心として、全世界で1,500を超えるEMPが立ち上げられている。日本では、B to Bの市場規模は2000年の22兆円から5年間で約5倍の111兆円規模に、EMPは0.2兆円から44兆円へ拡大すると予測されている。

---

11) 金融情報システムセンター編『平成14年版金融情報システム白書』財経詳報社、2001年12月、pp. 59-73.

第1図 B to B 電子商取引市場規模推移



(出所) 経済産業省・ECOM・アクセンチュア社「平成12年度電子商取引に関する市場規模・実体調査」2001年1月31日

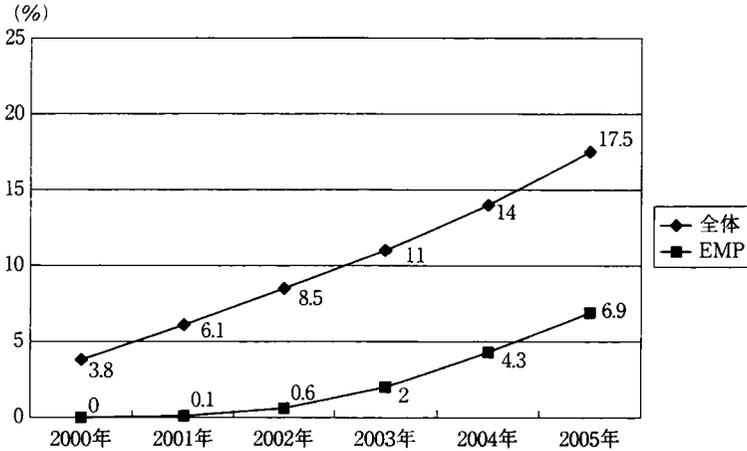
B to Cは相対的の商取引から、通信、カタログ販売、インターネット取引へと発展してきた。第3図のように日米ともその比率が急拡大すると予測されており市場規模も2003年には米国で21.32兆円、日本で5.62兆円に達するとされている。

## V 日米における EFT 法の検討

### 1 EFT 法の必要性

経済社会の進歩にともなって資金決済の方法も変化してきた。すなわち古くは物々交換から貨幣による決済、手形・小切手による決済、クレジット・カードの利用、そしてEFTといった電気通信回線による決済の時代へと移行するとともに、現在はこのような種々の決済方法が必要に応じて

第2図 B to B 電子商取引比率・EMP 率 (注) 推移



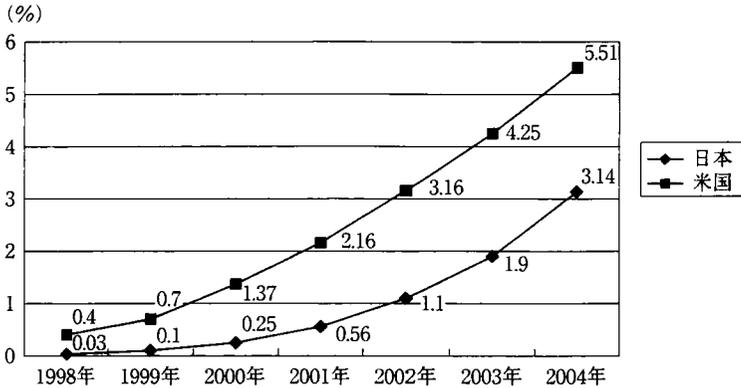
(注) 取引総額に占める電子商取引及び EMP 取引のウエイト

(出所) 第1図に同じ

混在している状況である。このように資金移動が電子的に行われるようになるにつれて、従来の「紙」を基本にした法規を適用することの妥当性について議論が生じ、国連でも国際ルールの統一、さらに各国の関連法規の調和を求める動きが出てきた。<sup>12)</sup> また各国別では、米国ですでに1980年施行の連邦「電子資金振替法 (Electronic Fund Transfer Act, EFT 法)」が、消費者保護の観点から基本的権利・義務を法定しており、さらに EFT 化を展望した統一支払法典 (Uniform New Payment Code) が策定され、その後、拡充強化されている。

12) 国連国際取引法委員会(UNCITRAL)では、1981年以降から討議を開始し、1986年7月に「EFTに関するリーガルガイド」が公表され、その後拡充されている。

第3図 日米 B to C 電子商取引化率（注）推移



(注) 取引総額に占める電子商取引のウエイト

(出所) 通商産業省 (現経済産業省)・アンダーセンコンサルティング社 (現アクセンチュア社)「日米電子商取引の市場規模調査」1999年3月と第1図の資料。

## 2 米国の EFT 法制定の経緯

1974年12月、OCC (連邦通貨監督官事務所) が国法銀行の店舗外の EFT 設備 (ATM 等) は州の銀行店舗規制法に拘束されないという解釈通達を出した。そこで翌1975年には各州で EFT 法を制定する動きが急速に広がり、今日では大半の州で EFT 法が制定されている。したがって各州の EFT 法の内容は、店舗行政の観点から POS や ATM サービスを念頭において、EFT 設備やその設置の規制、州外金融機関の規制が主たるものである。

連邦レベルでは、1974年10月に設置された EFT に関する全国委員会が、1977年10月、EFT 設備の急増に対し未解決の法律問題が山積していると指摘し、早急な立法の勧告をした。その後紆余曲折を経て1978年11月10日、カーター大統領が署名して、連邦電子振替法が成立した (施行は1980年5

月10日)。このEFT法は「連邦消費者保護法」第9編として制定されている。また同法を補完する規制として、連邦準備制度理事会（FRB）が定めた「レギュレーションE」がある。さらにEFTに関係する連邦法として、一連の消費者保護法がある。

連邦EFT法の立法趣旨としては、第1に消費者・金融機関等の権利・義務について明確なルールを作ることにより公正で効率的な社会の信認を得るシステムを確立しようというもので、第2にすでに実施されている他の消費者保護法に相応した権利と保護を消費者に確保しようとするものである。

### 3 EFT法の論点

EFT法の発展にともなって、しばしば論争になるのが、①振替完了の時点、②銀行の責任範囲、③コンピュータ記録の法的価値、④カード犯罪の取扱いである。

①については、依頼人の指図撤回可能時点が特に論争されている。米国では消費者取引に小切手と同等の権益を与えるため、支払取消権をPOS—EFTにも付与すべきであるという強い見解がある一方で、決済システムの安定性のため依頼人は指図を出した時点で、直ちに撤回不能になるとの見解も強まっている。

②については、各国とも契約の直接当事者に対して銀行法規担当者は限定的に契約上の責任のみを負うとの見解が強いようである。

③については、取引書類や政府提出書類として書面を必要とする国もあり、これらの国ではコンピュータ記録をどのように扱うかが問題となっている。

④については、米国では顧客の責任限度を、カード紛失発見後一定期間内について50ドルに限定するとしているのに対し、欧州では過失責任原則

を採用している。

このように EFT に関する顧客——銀行間の責任その他の取決めは、各国とも契約に委ねられているのが実情である。日本においては預金取扱規定はあるものの為替取引規定がないため、このような取扱を明確にするため、契約や約款で明示的にすることが必要である。このように日本では個々の取引約款や契約で処理されねばならないが、米国のように消費者保護の観点から制定された EFT 法の早急な実現が望まれるところである。

## VI 日米における EFT 移行時代の金融政策の効果

エレクトロニクス化の進展にともない新金融商品が次々と創設され、マネーサプライ統計に攪乱的影響を及ぼしている。このため金融政策の中間目標としてのマネーサプライの適確な把握やコントロールが困難となり、金融政策の有効性が疑問視されてきている。

すなわち1970年代後半の MMMF (Money Market Mutual Fund) 等の新金融商品の創設とその急増は、これらの新金融商品を含まない  $M_1$  の伸びを実際よりも低くした。このためマネーサプライが実体経済よりも過少であると判断した通貨当局は、公開市場操作等によりマネーサプライを増加させ、結果的には過大な通貨供給となり、インフレ促進の下支えをするなど、金融政策の中間目標であるマネーサプライの信頼性を低下させるにいたったのである。

米国ではその後のマネーサプライの定義改定において、MMMF 等は広義のマネーサプライ概念である  $M_2$  に入れられ、連銀のマネーサプライ・コントロールの中心指標である  $M_1$  には含まれていない。また MMMF 等は準備預金の対象外となっていたため、マネーサプライ・コントロールによる金融政策の効果を低下させるとの議論も強かった。このため FRB (連邦準備制度理事会) は近年、MMMF を含めた  $M_2$  を重視する金融政

策運営に転換している。

日本においては、マネーサプライを「M<sub>2</sub>+譲渡可能定期預金(NCD)」と広範囲に把握しているため、実体経済とマネーサプライとの関係をより安定的にとらえることが可能である(しかしマネーサプライの定義にはまだ改善する余地が残っている)。

いずれにしても、エレクトロニクス化の進展にともなって貨幣概念が変質し、これによってマネーサプライ統計が影響を受けることは避けて通れない。しかし、それは効率的で公正な金融システム作りのための対価とみるべきであろう。

またエレクトロニクス化は、規制の少ないノンバンクの活動範囲を拡大し、中央銀行の規制下でないノンバンク経由のマネーサプライを増加させる可能性があり、預金準備制度の対象にノンバンクを加えることや、従来以上の金利の自由化による金利機能の活用が必要とされるといえる。

## VII 電子資金取引とリスク管理

### 1 金融機関の抱えるリスク

金融機関の抱えるリスクは、金融庁の検査マニュアルによれば第3表に示されている。すなわち「リスクとは業務運営上で不測の損失を発生させ、資本を毀損する可能性を有する要因」といえるだろう。第3表に示されているリスク以外に各金融機関が、自行独自の視点から評判リスクや法務リスク等を管理対象に加えている場合もある。

### 2 リスク管理体制の整備

リスク管理体制を整備するためには、まず①対象となるリスクの定義を行い、リスクの特定をして、リスク種類別に管理方針の策定をする必要がある。次に②業務運営上発生する可能性があるリスクともいえるシステム

第3表 金融機関等の抱えるリスク

種別	定義	銀行 <sup>(注1)</sup>	証券 <sup>(注2)</sup>	保険 <sup>(注3)</sup>
信用リスク	信用供与先の財務状況の悪化等により、資産の価値が減少ないし消失するリスク	○	○	○
市場リスク	金利、有価証券等の価格、為替等のさまざまな市場のリスクファクターの変動により、保有する資産の価値が変動するリスク	○	○	○
流動性リスク	財務内容の悪化等により必要な資金確保が出来なくなり、資金繰りがつかなくなる、もしくは高い金利での調達を余儀なくされる資金繰りリスク、及び、市場の混乱等により取引が出来なかったり、不利な価格での取引を余儀なくされる市場流動性リスク	○	○	—
	保険会社の財務内容の悪化等による新契約の減少に伴う保険料収入の減少、大量ないし大口解約に伴う解約返戻金支出の増加、巨大災害での資金流出により資金繰りが悪化し、資金の確保に通常よりも著しく低い価格での資産売却を余儀なくされることにより損失を被る資金繰りリスク、及び、市場の混乱等により取引が出来なかったり、通常よりも著しく不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失を被る市場流動性リスク	—	—	○
事務リスク	役職員が正確な事務を怠る、あるいは事故・不正等を起こすことにより損害を被るリスク	○	○	○
システムリスク	コンピュータシステムのダウン、又は誤作動等、システムの不備等に伴い金融機関が損失を被るリスク、さらにコンピュータが不正に使用されることにより金融機関が損失を被るリスク	○	○	○
保険受引リスク	経済情勢や保険事故の発生率等が保険料設定時の予測に反して変動することにより、保険会社が損失を被るリスク	—	—	○
不動産投資リスク	賃貸料等の変動等を要因として不動産にかかる収益が減少する、又は市況の変化等を要因として不動産価格自体が減少し、保険会社が損失を被るリスク	—	—	○

(注1) 預金等受入金融機関に係る検査マニュアル

(注2) 証券会社に係る検査マニュアル

(注3) 保険会社に係る検査マニュアル

(出所) 金融庁マニュアル

リスク、事務リスク、評判リスク、法務リスク等に対しては、事故発生の未然防止や事故発生の際、リスクを最小にする適切な対応が必要となる。また発生する可能性のあるリスクから被る被害額と経営体力（自己資本）との比較をし、前者が後者より小さくなるよう対応しなければならない。これに対し③収益を獲得するために積極的にリスクを取る（risk taking positively）ことにより、発生する市場リスクや信用リスク、流動性リスク等は、定性的管理に追加して定量的指標に基づくリスク管理が必要となる。

### 3 電子資金取引とリスク対応

エレクトロニック・バンキングやコンピューターシステムによる電子資金取引の発展とともに、リスクも増大してくる。すなわちハードウェアの故障やプログラムエラー、オペレーショナルエラー、地震、風水害、落雷等の自然災害、火災、停電等の偶発事故、サイバーテロやコンピューター犯罪、インターネットとの結合による新たなリスクの発生等々である。このような広範なリスクに対するセキュリティも重要な課題となっている。またコンピューターに大量に保存されている企業や個人の情報漏洩のリスクにも対応が迫られている。

したがって、各種のリスクからデータや設備を保護するために、環境変化に対応したセキュリティ対策が必要となる。さらに事故や災害が発生した場合、一時的な最小限の業務停止にとどめ、迅速で有効な業務再開のため「災害時対応計画（コンティンジェンシープラン）」の事前の策定が不可欠である。災害時対応計画は自然災害への対応計画以外に、リスク管理が重要視されている現在においては自然災害だけでなく事故や単独災害、システムトラブルも想定すべきである。

したがって、この計画を金融機関等では取締役会や理事会の承認を受けて、全行的視点で策定し、策定後も検討や訓練を通じ、最新の計画として

維持していく必要がある。<sup>13)</sup>

## VIII 若干の問題提起

以上の検討結果を踏まえて次のような問題提起を行いたい。

(1) 本格的な EFT 時代の到来を控え、従来の貨幣概念の再検討とマネー概念への研究を推進する体制をつくる。

(2) 米国における EFT 法のような日本における消費者保護に立脚した新立法が望まれる。

(3) エレクトロニック・バンキングの進展にともなって、金融機関の自由な活動を促進するため、行政による諸規制のいっそうの緩和を行うべきである。

(4) 金利の自由化、弾力化等を含む各種規制の緩和の推進、銀行部門と非銀行部門の均衡を保ち、金融政策の機動性、有効性が阻害されないような金融行政の早急な確立を図る。

### 〔参 考 文 献〕

- (1) T. M. Belton, D. B. Humphrey & J. C. Marquardt, "Daylight Overdrafts and Payment System Risk", *Federal Reserve Bulletin*, Nov., 1987.
- (2) 浅子和美、「電子決済時代の到来とマクロ経済——電子決済研究会報告書を踏まえて——」『金融』1996年5月。
- (3) 石崎純夫『コンピュータバンキング』金融財政事情研究会、1987年。
- (4) 井上能行『電子決済システムのしくみ』日本実業出版社、2000年。
- (5) 上田英一「決済システムの方向と課題」『金融情報システム』1987年

---

13) 金融情報システムセンター編、前掲書、pp. 141-155.

1月号。

- (6) NTT グループ電子マネー研究会『手にとるように電子マネーがわかる本』かんき出版、2000年。
- (7) 大蔵省エレクトロバンキング研究会編『電子資金取引について』金融財政事情研究会、1988年7月。
- (8) 片山貞雄「金融革新と貨幣」『広島大学経済論叢』第22巻第1号、1998年11月。
- (9) 金融情報システムセンター編『エレクトロニック・バンキング』金融財政事情研究会、1986年。
- (10) 金融情報システムセンター編『昭和63年版・金融情報システム白書』財経詳報社、1987年。『平成14年版・金融情報システム白書』2001年。
- (11) 銀行研修社編『エレクトロバンキング100問100答』銀行研修社、1983年。
- (12) 黒田巖・高月敏晴・長道勤三・林野宏・折戸善吾『エレクトロマネー』有斐閣、1985年。
- (13) 斎藤精一郎『「NTT 銀行」が誕生するとき』『日経ファイナンス』1987』1986年10月。
- (14) 佐藤節也「eファイナンスのグローバルな発展と政策課題」『金融財政事情』2001年11月12日。
- (15) 新宅彰「電子マネーと金融政策」『国際金融』1070号。2001年8月1日号。
- (16) 鈴木淑夫編『わが国の金融制度』日本銀行金融研究所、1986年。
- (17) 鈴木淑夫「激変する決済システム」『日本経済新聞』朝刊、1987年1月15日。
- (18) 鈴木淑夫、『実践ゼミナール——日本の金融と銀行』東洋経済新聞社、1987年。

- (19) 通商産業政策局商政課編『エレクトロニックマネー新時代』通商産業調査会、1986年。
- (20) 中島真志・宿輪純一『決済システムのすべて』東洋経済新報社、2001年。
- (21) 松尾良彦・江頭孝久『決済革命』日本経済新聞社、1987年。
- (22) 武藤清「システムリスクに対応するオブリゲーション・ネットング」『金融財政事情』1987年4月13日号。
- (23) 吉田暁「ペイメントシステムの発展と今後の問題点」『金融ジャーナル』1987年10月号。
- (24) 蠟山昌一「『決済』は銀行固有の業務か」『日経ファイナンシャル'87』1986年10月。

## 第2章 国際金融情報ネットワークとリスク管理\*

### I はじめに

1970年代、邦銀の国際業務の中心は、いわゆる貿易金融とそれに伴う決済業務やシンジケート・ローン、現地貸付であった。しかしその後の金融の自由化、国際化、セキュリティゼイション(Securitization、金融の証券化)の進展とともに邦銀は、為替や資金のディーリング、証券のトレーディングを活発に行うとともに国際証券業務にウェイトをかけてきた。また金融先物、スワップ、オプションといった新金融手法や技術の発達に伴って、銀行の国際業務も大きく変容している。

このような国際業務の多様化は銀行に、海外支店、現地法人、駐在員事務所、海外他行との提携といった形態での海外進出(国際化)を積極化させるとともに、金利リスク、流動性リスク、信用リスク、為替リスク等々のリスク増大をもたらしてきた。そこで国内本店、海外拠点を統括したりリスク管理情報の充実も強く要請されることとなった。

こうした銀行の国際化の進展に伴って、国内本店と海外拠点間や海外他行との情報伝達は多様化し、その量も増大してきている。したがってこのような情報を伝達する国際金融情報ネットワークの重要性も一層高まっている。

---

\* 本章は「第10回国際通信研究奨励金」による研究成果の一部である。本章作成にあたり、S. W. I. F. T 日本事務所、日本銀行の折谷吉治氏、鎌田沢一郎氏より資料の提供と貴重な示唆を受けた。記して謝意を表したい。なおありうべき過誤は筆者自身の責任である。

1) 銀行の国際化の過程は拙稿、「金融機関の国際化」藤田正寛編『国際金融論』所収、有斐閣、1990年や本章第3章を参照されたい。

国際金融情報ネットワークの中で重要な役割を果たしている SWIFT (The Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication, S. C.) は、国際銀行間金融電気通信協会とそのネットワークを指しており「スイフト」と略して呼ばれることも多く、1975年に設立された。日本は1976年2月に加盟が認められ、1981年3月9日に実際に接続した。2001年3月には日本での SWIFT 稼働から20年を迎えた。そこでこの節目に SWIFT の設立の背景とあゆみ、さらにその現状とリスクを中心とした課題について考察を行うことにしたい。

## II SWIFT 設立の背景とあゆみ

### 1 SWIFT 設立の背景

1960年代は国際的な貿易の急速な拡大により、国際経済が拡大し、国際間の資金移動も活発化した。それとともに金融仲介機関の国際金融業務における取扱件数・金額は著しく増加し、国際資金決済のための銀行間の情報伝達量も急増した。しかし従来の情報伝達手段はテレックスや郵便であったため、これらの手段による情報処理能力が限度を超え始めた。

このような状況から国際金融業務を取り扱う銀行にとって、迅速、安全かつ正確な資金移動手段を形成することが急務となった。そこで当初は個々の銀行が単独でコンピュータ・システムを導入し、本支店間や現地法人間をネットワーク化したものの、取引量の増大や取引形態の多様化に対応するため、より一層のグローバルな情報伝達手段の構築を図る動きが現われた。

すなわち1960年代末にヨーロッパと北米銀行グループが、このためのシステム開発を研究しはじめ、他の有力な銀行にも呼びかけを開始した。その結果1973年5月に欧米15カ国、239銀行間で合意が成立し、外国為替に関する通信をコンピュータと通信回路を使ったデータ通信によって伝達する

ことを目的に、ベルギー法に基づく、ブリュッセルに本部を置く非営利法人として SWIFT が設立されることとなった。<sup>2)</sup>

## 2. SWIFTのあゆみ

SWIFT (スイフト) の設立から日本の接続が開始された1981年3月までの動きは第1表に示されているとおりである。設立後4年を費やしてシステム開発とテストを行い、ついに SWIFT システムが1977年5月以降、フランス・ベルギー間を皮切りに、欧米15カ国で次々に稼働し始めた。そして1980年には香港、シンガポールにシステム網が延長され、既述のように1981年3月、日本にも接続された。

SWIFT への参加は1981年3月末で34カ国796行に達し、邦銀は都長銀16行、地銀18行、信託6行、商中、農中の計42行、在日外国銀行支店(米系)3行が接続を開始した。<sup>3)</sup>この時点での SWIFT の国際間ネットワークは第1図のとおりである。すなわちオランダ、ベルギー、アメリカにオペレーティング・センター (OPC) があり、相互にバックアップしつつ銀行からのメッセージを処理するリージョナル・プロセッサー (中継機、RPC) が設置され、オペレーティング・センターとはバックアップを持った二重の国際回線で結ばれていた。<sup>4)</sup>現在の正確なネットワーク図はシステムが必要に応じてしばしば変更されるために不明である。しかし、現在のオペレーティング・センターは第2図の通りで、ベルギーのオペレーティング・センターはオランダのオペレーティング・センターに統合され、オランダとアメリカの2カ所になっているものの基本的機能においては不変である。

---

2) S. W. I. F. T 発行、A S. W. I. F. T Overview, 1989年参照。

3) 中村定治「スイフトの稼働について」『金融』1981年4月号、pp. 364-367。

4) 我国では当初、中継機が KDD の大手町ビル内に設置され、アメリカのオペレーティング・センターに結ばれていたが、現在は新宿の KDDI ビル内にある。

第1表 SWIFT (スイフト) のあゆみ

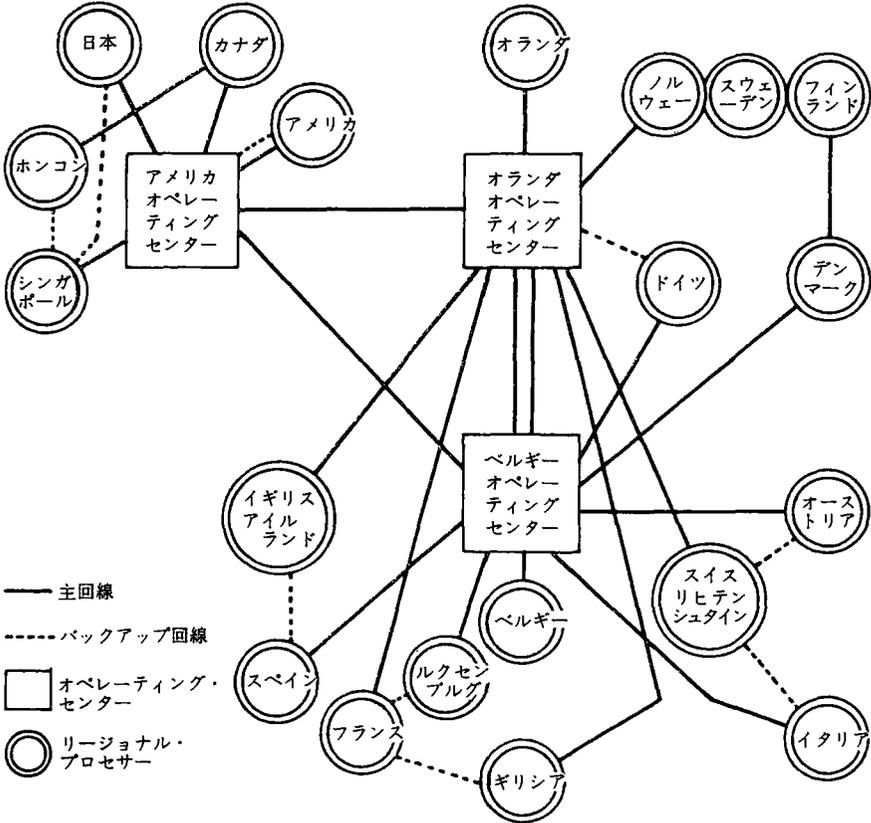
スイフト		日 本	
	ヨーロッパ主要銀行による検討開始	1969	
	アメリカの参画	1971	
5月	スイフト設立 (15カ国239行) ベルギー、フランス、デンマーク、イタ リー、ルクセンブルク、スイス、オラン ダ、フィンランド、ドイツ、イギリス、 ノルウェー、スウェーデン、オースト リア、アメリカ、カナダ	1973	
6月	スイフト理事会、SID (SWIFT INTER- FACE DEVICE) の開発を決定	1974	9月 全銀協内に16行からなる「スイフト研究 会」を設置
		1975	3月 スイフト研究会解散、「スイフト部会」(25 行)、「スイフト作業小部会」(12行)を設置 6月 海外調査団派遣 9月 スイフト本部に参加希望銀行(邦銀50行、 外銀17行)及びデータ量を提出
2月	スイフト理事会、日本へのネットワーク の延長を決定	1976	2月 スイフト理事会の決定を受けて邦銀42行 加盟申込み
4月	スイフト理事会、邦銀42行の加盟了承		7月 スイフトシステムへの日本の接続につい て全銀協から KDD へ要望 9月 KDD から直営の方向で検討する旨回答 10月 邦銀42行、加盟料・株式取得代金をスイ フトへ払込み (会員資格の取得)
	(当初加盟15カ国の稼働開始)	1977	
5. 9	ベルギー、フランス		
6. 20	デンマーク、イタリー		
7. 18	ルクセンブルク		
8. 1	スイス		
15	オランダ		
29	フィンランド、ドイツ		
9. 12	イギリス、ノルウェー、スウェーデン、 オーストリア		
26	アメリカ、カナダ (15カ国稼働完了)		
10月	スイフト公式開通式典挙行(10.19ブラッ セル)		
11月	アイルランド稼働開始	1978	3月 スイフトー KDD の交渉開始
5月	リヒテンシュタイン稼働開始	1979	4月 スイフトー KDD 会議 (日本への接続に ついて原則的に了解)
11月	アメリカのオペレーティング・センター (カルペパー) 稼働開始		6月 スイフト講習会開始
2月	ホンコン稼働開始	1980	2月 スイフトー KDD 会議(スイフトー KDD 基本合意書仮調印) 3月 スイフト接続準備室設置 4月 スイフトユーザーグループ会議に準備室 から出席 7月 最終的なデータ量調査実施 9月 スイフト視察団 (23行) を欧米に派遣、 SIBOS へ参加 10月 リージョナル・プロセッサを KDD 大 手町ビル内に設置 12月 KDD 回線設置、スイフト接続テスト開始
		1981	1月 モニター X テスト開始 3月 スイフトー KDD 正式調印 (3.9) 日本稼働開始 (3.9)
	Euro-Clear 証券決済システム、スイフト 参加	1982	4月 スイフト年次総会で日本選出理事承認
6月	スイフト・ネットワーク、アフリカへ拡張		
5月	スイフト設立10周年	1983	3月 日本スイフト・ユーザー・グループ改組 (全銀協外国為替専門委員会に NMG 協議会の運営を委嘱)
9月	スイフト・ネットワーク、東欧へ拡張		

スイフト		日本	
5月	証券メッセージ(カテゴリー5)稼働開始 スイフト本部、ブラッセル郊外 La Hulpe へ移転	1984	3月 国際銀行間データ通信システム(IFITS)契約期限延長
10月	オランダに新 OPC 建設	1985	4月 IFITS 料金引下げ (215円/千字→128円/千字、ユーザー45円/千字→28円/千字)
6月	ベルギーの OPC、オランダの新 OPC へ統合 欧米 OPC 間に衛星通信ネット導入	1986	6月 スイフト理事会、京都で開催
10月	ECU ネットティング、スイフト参加		
5月	スイフト稼働10周年	1987	3月 IFITS 契約期限延長
6月	スイフト年次総会、証券会社等非銀行金融機関のパーティシパントとしてのスイフト参加を承認	10月	IFITS 料金引下げ (128円/千字→88円/千字、ただし、ユーザー28円/千字据置き)
5月	モルガン・スタンレー、パーティシパントとしてスイフト接続	1988	3月 SWIFT II タスクフォース設置
12月	SWIFT II のパイロット・テスト開始	10月	NMG、証券会社のスイフト参加を承認
		12月	IFITS 料金引下げ (88円/千字→65円/千字、ユーザー28円/千字→20円/千字)
1月	基本メッセージ料金引下げ (BEF 17→BEF 16)	1989	3月 スイフト SWG 委員に日本代表選出
12月	SWIFT II への移行テスト開始	6月	NMG 議長と UG 議長に協会職員就任 (従来は全銀協会長銀行が輪番就任)
3月	スイフト理事会、UN/EDIFACT の EDI 標準化サポート決定	1990	2月 RGP センター、KDD 新宿ビル移転に伴う回線収容替え (~7月)
5月	SWIFT II への移行開始 (~1992年6月)		3月 IFITS 契約形態・料体系変更
12月	Accord コンファメーション・マッチング稼働開始、EDIパイロット・グループ組成 (18か国62行)		9月 SWIFT II タスクフォース改組
	ECHO (マルチラテラル・ネットティングの決済機関)、Accord マッチング機能を採用決定。	1991	4月 日本におけるスイフト稼働10周年記念講演会等開催
	フランス銀行、TBF システムに T-コピー機能を採用決定		10月 SWIFT II への移行 (~11月15日)
9月	Accord ネットティング稼働開始		
6月	スイフト年次総会、投資顧問会社のパーティシパントとしてのスイフト参加を承認	1992	
7月	IFT サービス稼働開始		7月 日本におけるスイフト参加基準決定
5月	スイフト設立20周年	1993	2月 日本のスイフト・アクセス・ポイント (SAP) の二重化 (大阪サイト設置) 決定
	CME、IFT と Accord サービス採用決定	1994	1月 SAP 大阪サイト稼働開始
3月	アジア・パシフィック向けカスタマー・サポート・センターが香港でサービス開始し (日本語を含む5か国語によるサポート)		3月 スイフト・ネットティング・セミナー開催
			6月 Accord ユーザー・グループ設置
6月	USE 稼働開始	1995	4月 SLS への移行
	BKE 開始		6月 BKE 開始
	スイフト年次総会、一般法人のスイフト利用 (MT3xx、Accord) を承認		
	イングランド銀行、証券決済システム (CREST) のネットワーク提供者としてスイフトを選択		
8月	ECHO、が Accord マッチング・システムを利用して稼働開始		
	DTC、スイフト参加決定		
	X.25への移行実施	1996	4月 X.25への移行 (~7月)
			7月 スイフト加盟20周年記念「スイフト地域会議」開催 (11日から12日)

(出所) 金融情報システムセンター『金融情報システム』1986年11月号 p. 49.

『金融』1996年4月号、p. 10.

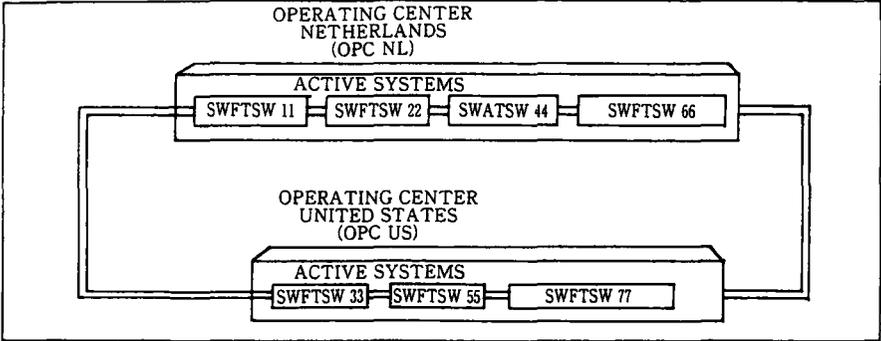
第1図 世界各国を結ぶ SWIFT (スイフト) ネットワーク (1981年時点)



(出所) SWIFT 発行 Newsletter.

すなわちオランダとアメリカに置かれた有人オペレーティング・センターの7つのスイッチング・コンピューター・システムと、各加盟国に置かれた無人のリージョナル・プロセッサーと、これらをつなぐ国際データ通信網から構成されているようである。このシステムは、加盟行間のトランザク

第2図 SWIFT のコンピューター・ネットワーク



(出所) SWIFT 発行 Newsletter.

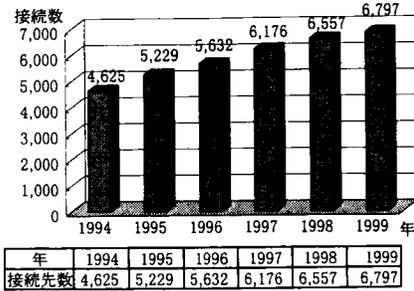
ションがオペレーティング・センターに集中する、蓄積交換方式をとる集中ネットワークといえる。

### 3 SWIFT の現状

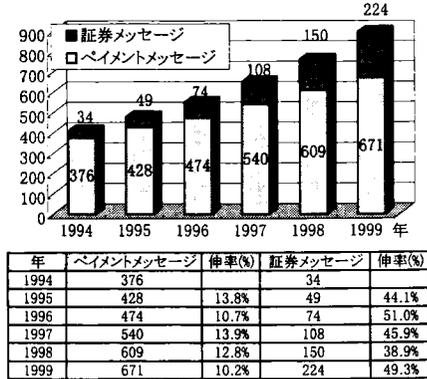
1994年から1999年の世界における加盟金融機関の推移は第3図、決済・証券メッセージの推移は第4図、種別全参加者の推移は第5図、FIN (Financial Application、金融メッセージ) の推移は第6図に示されている。2001年7月末時点で193カ国、7,233の金融機関で利用されている<sup>5)</sup>。またペイメント・メッセージ(資金付替)は金融のグローバル化のもとで毎年10~14%、証券メッセージは毎年約40~50%のペースで増加している。さらに第5図のメンバーはSWIFT加盟国で設立された銀行で、サブメンバーはSWIFT加盟国にあるメンバーの在外支店あるいはメンバーが50%超を出資し、あるいは間接的に100%出資した銀行、パーティシパント

5) 金融情報システムセンター編『平成14年版、金融情報システム白書』2001年、p. 418.

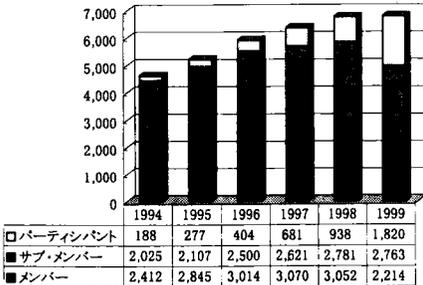
第3図 S.W.I.F.T.加盟金融機関数の伸び (1994年～1999年)



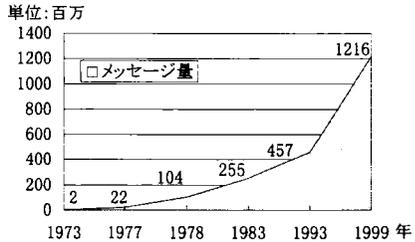
第4図 ペイメント証券メッセージ推移



第5図 S. W. I. F. T. 参加者の推移



第6図 FIN メッセージ量の推移



(出所) 第3図～第6図は S. W. I. F. T. 資料、『金融情報システム』2000年3月。

は証券会社、証券投資信託委託会社、投資顧問会社、マネーブローカー、証券決済機構、証券取引所、TC 発行機関、ETC サービス、プロバイダーである。

#### 4 日本の SWIFT 加盟の経緯と利用状況

日本では第1表に示されているように SWIFT 設立直前から非公式に邦銀のこのシステムへの対応が話題となり、1974年に全銀協会にスイフト研究会を設け、翌年これを解散して正式に全銀協内にスイフト部会とスイフト作業部会を設置して、SWIFT 加盟への是非を検討するとともに、海外調査団派遣などの活動を行った。

その結果1976年4月、加盟を希望した邦銀42行に SWIFT 理事会が承認を与え、同年10月、邦銀42行は加盟料・株式取得代金等を払込み、正式会員となった。しかし SWIFT が欧米での稼働開始に追われていたことや、日本の SWIFT の接続相手の国際電信電話株式会社 (KDD) が独自の国際データ通信網の創設を企画していたことと採算上の問題等から、1977年中は事態が進展せず、1978年3月に SWIFT と KDD の最初の会議が開かれた。

SWIFT はメッセージの秘密保持や安全性確保のため、オペレーション・センターでトランザクションを一元的に統制し、各国へセンターから SWIFT 専用線により接続する方式をとっていた。ところが日本では公衆電気通信法で、専用線により他人への通信を媒介することを禁じており、専用線を SWIFT に貸与することは不可能とされ、SWIFT と KDD の交渉は難航した。しかし両者の努力により SWIFT の日本への接続は、形式的に KDD の直営する「国際金融情報伝送サービス (IFITS)」に接続し、邦銀は IFITS に加盟することとなった。これは実質的に SWIFT システムと同一のシステムとし、各銀行の端末はオペレーティング・センターにコントロールされる無人中継機に接続するというもので、1980年2月基本的合意に達し、両者で仮調印が行われ、1981年3月ようやく日本への接続が実現した。

接続後の日本の SWIFT の利用状況は第2表のとおりで、邦銀の国際化

(単位：件)

第2表 SWIFT システム利用状況

年度・月	日本										参加国数	総送信件数	全体の件数に占める比率(%)
	参加銀行	総送信件数		銀行間付替		その他		1日平均送信量	総受信件数	参加国数			
		顧客送金	銀行間付替	顧客送金	銀行間付替	顧客送金	銀行間付替						
81年3月	45	45,995	2,706	29,568	10,487	58,195	5,940	5,055,948	22	5,055,948	0.9		
4月	45	49,804	2,264	22,853	18,498	72,717	8,453	4,775,213	22	4,775,213	1.0		
5月	45	54,209	2,464	24,144	19,221	77,270	10,844	4,882,076	22	4,882,076	1.1		
81年度	64	991,353	402,826	363,801	224,726	1,266,917	3,755	67,087,414	27	67,087,414	1.5		
82年度	86	1,773,435	650,163	635,042	488,230	2,179,824	6,718	85,933,940	33	85,933,940	2.1		
83年度	91	2,686,083	...	...	488,230	3,265,008	10,175	111,474,336	37	111,474,336	2.4		
84年度	102	3,576,081	...	...	...	4,324,735	13,546	135,672,169	39	135,672,169	2.6		
85年度	116	5,019,279	1,171,113	1,816,546	2,031,621	19,012	5,632,480	164,992,149	47	164,992,149	3.0		
86年度	132	6,989,128	1,451,027	2,614,204	2,923,897	26,474	7,611,249	200,088,965	52	200,088,965	3.5		
87年度	140	8,971,021	1,769,494	3,259,386	3,942,141	33,981	9,690,065	230,393,279	56	230,393,279	3.9		
88年度	146	10,801,128	2,218,403	3,732,460	4,850,265	40,913	11,121,031	264,693,098	63	264,693,098	4.1		
89年度	168	13,261,000	2,775,000	4,170,000	6,315,000	52,000	13,612,000	306,794,000	71	306,794,000	4.3		
90年度	178	15,376,000	3,212,000	4,708,000	7,455,000	61,000	16,011,000	340,551,000	72	340,551,000	4.5		
91年度	186	16,393,000	3,816,000	4,910,000	7,654,000	65,000	16,282,000	374,492,000	78	374,492,000	4.4		
92年度	192	18,191,000	4,297,000	4,919,000	8,965,000	72,000	16,949,000	414,867,000	89	414,867,000	4.4		
93年度	200	20,184,000	4,484,000	4,993,000	10,695,000	80,000	19,487,000	475,130,000	105	475,130,000	4.2		
94年度	217	22,477,000	4,866,000	5,052,000	12,553,000	89,000	20,898,000	538,047,000	115	538,047,000	4.2		
95年度	235	25,173,000	5,286,000	5,385,000	14,501,000	100,000	24,117,000	622,405,000	137	622,405,000	4.0		
96年度	239	27,487,000	5,522,000	5,365,000	16,599,000	109,000	26,420,000	711,946,000	150	711,946,000	3.9		
97年度	257	30,442,000	5,547,000	5,581,000	19,314,000	123,000	30,869,000	844,880,000	174	844,880,000	3.6		
98年度	264	33,281,000	5,741,000	6,073,000	21,465,000	132,000	35,574,000	970,641,000	181	970,641,000	3.4		
99年度	265	38,488,000	6,163,000	6,278,000	26,045,000	152,000	39,881,000	1,124,311,000	189	1,124,311,000	3.4		
00年度	267	40,920,000	6,398,000	6,337,000	28,184,000	162,000	41,362,000	1,322,240,000	192	1,322,240,000	3.1		

(注1) 1日平均送信量は1か月を21営業日とみなし算出した。

(注2) 顧客送金、銀行間付替には、取消依頼、照会、回答等の関連メッセージの件数を含む。

(注3) 「その他」は外貨資金売買、貸出/預金取引、荷為替手形取引、信用状、スタートメントおよびシステムと銀行間の連絡メッセージ等の合計件数である。

(出所) 全国銀行協会「金融」各号より作成。

の進展とともに参加銀行、利用件数とも急増している。すなわち1981年度は日本の参加銀行は64行であったものが2001年1月には268行で約4.2倍となっている。また総送信件数は1981年度991,353件であったものが、2000年度40,920,000件と約41.3倍に、総受信件数も1981年度1,266,917件から、2000年度41,362,000件と約32.6倍に、SWIFT全体での総送信件数に占める日本の比率も、1981年度の1.5%に対し、2000年3.1%と約2倍となっている。

SWIFTは2001年7月現在、193カ国、7,233行で稼働し、さらに証券会社にも参加の道が開かれている。すなわち加盟行（メンバー）ではないものの、加盟行に準ずる参加者（パーティシパント）としてSWIFTシステムを利用できるようになり、日本においても1989年9月から証券会社5社が利用を開始した<sup>6)</sup>。

### III SWIFTの概要と導入の効果

#### 1 組 織

SWIFTは既述のようにベルギー法に基づいて設立された法人である。SWIFTの株式は、100%加盟銀行により所有されており、各加盟銀行の出資比率は、SWIFTの利用度（発信ベースのメッセージ量）により定期的に決定・調整されている。意思決定機関は最大25名の理事から構成される理事会であり、理事は利用度の高い加盟国が推薦した人達の中から、年1回開催される総会で選出される。理事会は年3回開催され、経営に係わる重要事項が審議、決定され、これに基づき経営陣が政策を実行し、SWIFTシステムの運営に責任を負うことになる。

---

6) 金融情報システムセンター編『金融情報システム白書』1990年、p. 72. 2001年、p. 123.

## 2 提供サービス

SWIFT が取り扱うメッセージは国際金融業務に関するものであるが、現在第3表に示されているように9カテゴリと、1～9のカテゴリのメッセージに関連して生じる取消し、照会、回答などの一般群 (Common Group) が用意され、それぞれのカテゴリの中で使用すべきメッセージ・フォーマットが決められている。

### (1) 顧客送金 (Customer Transfers)

第1カテゴリは、顧客から依頼された送金をコルレス先に通知して、支払指図を行うものである。

### (2) 銀行間付替 (Bank Transfers)

第2カテゴリは、銀行間資金付替をコルレス先に指図するものである。

### (3) 外貨資金売買 (預貸金取引も含む) (Foreign Exchange & Loans / Deposits)

第3カテゴリは、銀行間外貨資金取引 (売買、貸出、預金) の成約、変更、解約の確認を行うものである。

### (4) 荷為替手形取引 (Collections)

第4カテゴリは、荷為替手形の支払い、引受等の通知を行うものである。

### (5) 有価証券 (Securities)

第5カテゴリは、株式や債券といった有価証券売買の発注、受注、約定、受渡指図や確認、ステートメントの通知等を行うものである。

### (6) シンジケート・ローン (Syndications)

第6カテゴリは、シンジケート・ローンの更新、解約等に関する通知を行うものである。

### (7) 信用状と保証 (Documentary Credits & Guarantees)

第7カテゴリは、信用状の開設や条件変更、保証の引受、変更等の通

第3表 メッセージのタイプ

COMMON GROUP	
<i>n90</i>	<i>Advice of Charges, Interest and other Adjustments</i>
<i>n91</i>	<i>Request for Payment of Charges, Interest and other Expenses</i>
<i>n92</i>	<i>Request for Cancellation</i>
<i>n95</i>	<i>Queries</i>
<i>n96</i>	<i>Answers</i>
<i>n98</i>	<i>Proprietary Message</i>
<i>n99</i>	<i>Free Format</i>
Category 1. CUSTOMER TRANSFERS	
100	Customer Transfer
110	Advice of Cheque
111	Request for Stop Payment of a Cheque
112	Status of a Request for Stop Payment of a Cheque
<i>19n</i>	<i>Common Group</i>
Category 2. BANK TRANSFERS	
200	Bank Transfer for its own Account
201	Bank Transfer for its own Account (Multiple)
202	Bank Transfer in Favour of a Third Bank
203	Bank Transfer in Favour of a Third Bank (Multiple)
205	Bank Transfer Execution
210	Notice to Receive
<i>29n</i>	<i>Common Group</i>
Category 3. FOREIGN EXCHANGE & LOANS/DEPOSITS	
300	Foreign Exchange Confirmation
320	Fixed loan/Deposits Confirmation
324	Lequidation Notice for Fixed Loan/Deposit
330	Call/Notice Loan/Deposit Confirmation
340	Forward Rate Agreement Confirmation
341	Forward Rate Agreement Settlement Confirmation
350	Advice of Loan/Deposit Interest Payment
<i>39n</i>	<i>Common Group</i>
Category 4. COLLECTION	
400	Advice of Payment
410	Acknowledgement
412	Advice of Acceptance
420	Tracer
422	Advice of Fate and Request for Instructions
430	Amendment of Instruction
450	Cash Letter Credit Advice
455	Cash Letter Credit Adjustment Advice
456	Advice of Dishonour
<i>49n</i>	<i>Common Group</i>

<b>Category 5. SECURITIES</b>	
500	Order to Buy
501	Order to Sell
510	Confirmation of Purchase or Sale
512	Securities Trade Confirmation
519	Advice of Execution
520	Receive Free
521	Receive Against Payment
522	Deliver Free
523	Deliver Against Payment
530	Confirmation of Receipt Free
531	Confirmation of Receipt Against Payment
532	Confirmation of Delivery Free
533	Confirmation of Delivery Against Payment
539	Advice of Receipt/Delivery of Securities
550	Notice of Rights
551	Notice of Event
552	Notice of Offer or Privilege
553	Instruction to a Custodian
554	Advice of Money Income
555	Advice of Income in the Form of Securities
556	Advice of Redemption
557	Advice of Securities Proceeds
559	Paying Agent's Claim
560	Notice of Bond or Shareholders Meeting
561	Proxy of Authorisation and Instructions to Vote
570	Request for Statement
571	Statement of Holdings
572	Statement of Transactions
573	Statement of Pending Transactions
574	Statement of Open Orders
577	Statement of Numbers
579	Certificate Numbers
59n	<i>Common Group</i>
<b>Category 6. SYNDICATIONS</b>	
643	Notice of Drawdown/Renewal
644	Advice of Rate and Amount Fixing
645	Notice of Fee Due
646	Payment of Principal and/or of Interest
649	General Syndicated Facility
<b>Category 7. DOCUMENTARY CREDITS &amp; GUARANTEES</b>	
700/701	Issue of a Documentary Credit
705	Pre-advice of a Documentary Credit
707	Amendment to a Documentary Credit
710/711	Advice of a Third Bank's Documentary Credit

720/721	Transfer of a Documentary Credit
730	Acknowledgement
732	Advice of Discharge
734	Advice of Refusal
740	Authorisation to Reimburse
742	Reimbursement Claim
747	Amendment to an Authorisation to Reimbures
750	Advice of Discrepancy
752	Authorisation to Pay Accept or Negotiate
754	Advice of Payment/Acceptance/Negotiation
756	Advice of Reimbursement or Payment
760	Guarantee
767	Guarantee Amendment
768	Acknowledgement of a Guarantee Message
769	Advice of Reduction or Release
79n	<i>Common Group</i>

<b>Category 8. TRAVELLERS CHEQUES</b>	
800	T/C Sales and Settlement Advice (Single)
801	T/C Multiple Sales Advice and
802	T/C Settlement Advice
810	Travellers Cheque Refund Request
812	Travellers Cheque Refund Authorisation
813	Travellers Refund Confirmation
820	Request for Travellers Cheque Stock
821	Travellers Cheque Inventory Addition
822	Trust Receipt Acknowledgement
823	Travellers Cheque Inventory Transfer
824	Travellers Cheque Inventory Destruction
	Cancellation Notice

<b>Category 9. SPECIAL MESSAGES</b>	
900	Confirmation of Debit
910	Confirmation of Credit
920	Request Message
940	Custmer Statement Message
941	Balance Report
942	Interim Transaction Report
950	Statement Messages
970	Netting Statment
971	Netting Balance Report
972	Netting Interim Statement
973	Netting Request Message
985	Status Enquiry
986	Status Report
99n	<i>Common Group</i>

(出所) SWIFT 発行、A S. W. I. F. T. Overview, 1989, p. 10.

知を行うものである。

(8) 旅行者小切手 (Travellers Cheques)

第8 カテゴリーは、旅行者小切手の売却、決済等に関する通知を行うものである。

(9) 特別通信 (Special Messages)

第9 カテゴリーは、ステートメントやデビット、クレジット・アドバイスの通知を行うものである。

このようにメッセージ本文の標準化を行うことにより、これらのメッセージがコンピューターで自動処理可能となり、SWIFT システムでは正確で迅速な事務処理ができるようになったのである。SWIFT の作業部会では、さまざまな分野や段階での標準化の検討が、現在も続けられているところである。

### 3 サポート

SWIFT は加盟銀行に次のようなサポートを行う。すなわち第1のサポートは Direct Support で、毎日の操作により問題が生じた場合の解決をするものである。第2のサポートは Terminal Interface Support で SWIFT システムとインターフェイスしている加盟銀行のターミナルについての種々の技術上のサポートである。第3のサポートは Implementation Support で、加盟した後、実際に稼働するまでのサポートである。第4のサポートは Educational Support で、新加盟銀行に対する人材の育成を行うことである。第5のサポートは System Support で、システム・メッセージの提供を行うものである。第6のサポートは Information Support で、加盟銀行への種々の広報活動を行うことである。第7のサポートは Special Projects Support で、後述する SWIFT システムを高度化した SWIFT II の開発や銀行コードの標準化などの特別なプロジェクトに対し

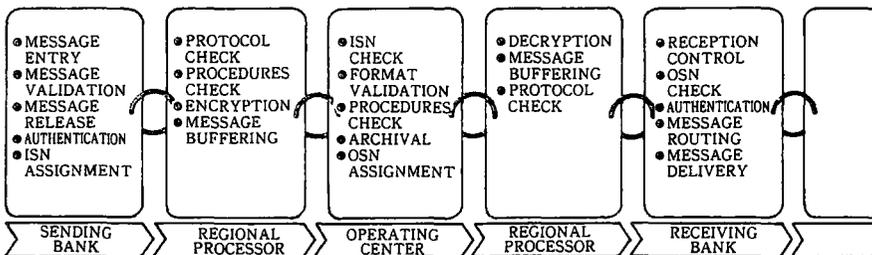
て広範囲のノウハウを持った専門家からのサポートである。第8のサポートは Regional Support で SWIFT はロンドン、香港、ニューヨーク、東京、リオ・デ・ジャネイロに地域事務所を設け、加盟行に地域的支援を行っている。また銀行業務操作の傾向と展望についての情報を提供する SWIFT 国際銀行操作セミナーが毎年異なった国で開催されるなど種々のサポートを行うことによって、加盟行がシステムから最大限の利益を得られるような環境づくりをしている。

#### 4 安 全 性

SWIFT にとって質的サービスとは、安全性、秘密性、正確さ、信頼性、迅速さを意味している。これらの中で安全性は最も重要である。SWIFT では外部からのリスクを防ぐために、システムの物理的安全性、専用回線の安全性、運用上の安全性や手続上の安全性等々、細心の注意を払っている。安全性確保のための各ポイントで行われる重層的責任分担は第7図に示されている。

すべての SWIFT メッセージについては、発信が行える資格があるターミナルから出されているか、メッセージ内容とフォーマットが一致してい

第7図 安全性確保の役割分担



(出所) SWIFT 発行 Newsletter.

るか、SWIFT の加盟行（正当な受信人）向けであるかが最初に検証される。その結果、検証不能なものやフォーマット違いのもの、プロトコル違反のものについては受入れられない。

また SWIFT メッセージはすべて暗号化され、後日の照会用のコピーも暗号化されている。コピーは送信者か受信者のいずれか一方の正式文書による要請と SWIFT の Chief Inspector の承認があって、初めて閲覧することができる。SWIFT がメッセージについて知ることができるのは、送信者と受信者の名前、メッセージ・タイプ、優先順位のみである<sup>7)</sup>。

## 5 SWIFT メッセージの様式

次に SWIFT システムを通じて伝達されるメッセージの具体的な様式を第 8 図に従って概観してみよう。まず最初に送信銀行（Sending Bank）名が記入され、次に第 3 表に掲載されたメッセージ・タイプ（この例の場合第 1 カテゴリーの顧客送金を意味している）が記入される。

さらに仕向銀行（Destination Bank）、送信者のトランザクション参照番号（Sender's Transaction Reference Number）、取引実行日（Value Date）、通貨（Currency）、金額（Amount）、注文した顧客名（Ordering Customer）返済銀行（Reimbursement Bank）、銀行口座（Account with Bank）、受取人（Beneficiary）、支払明細（Detail of Payment）、認証決定（Authentication Result）と続いている。

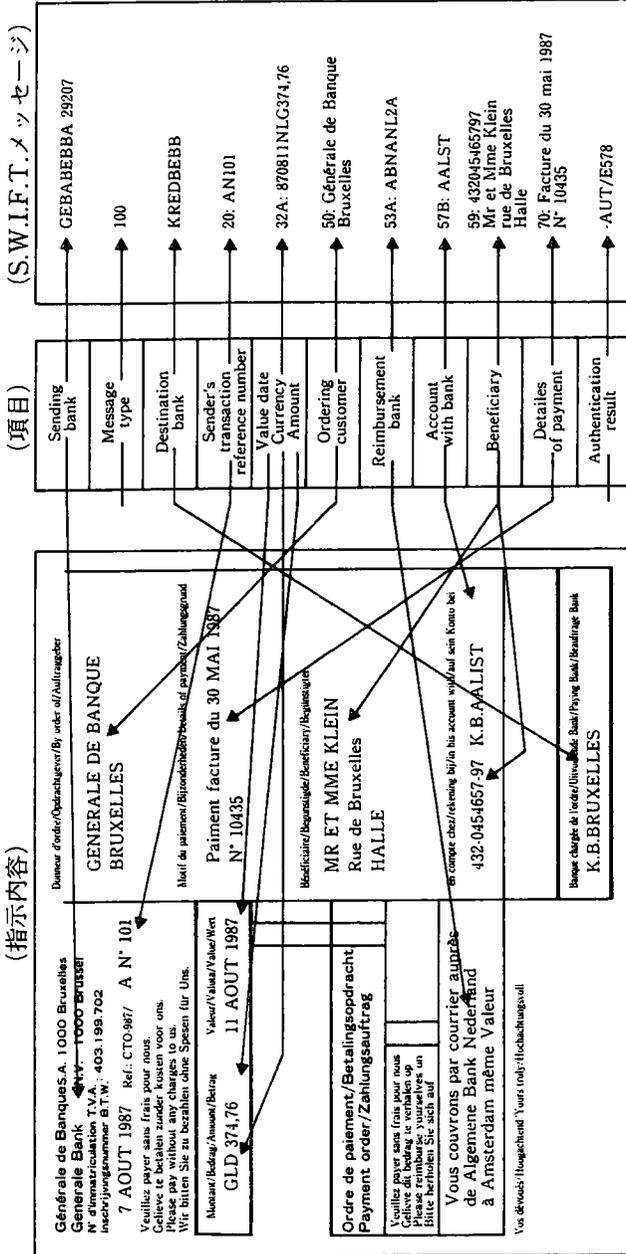
## 6 SWIFT 導入の効果

SWIFT システム導入の効果としては有形、無形の多方面に及んでいるが、まず第 1 に、形式の標準化による効果があげられる。標準化されたメッ

---

7) 梅沢邦明「S. W. I. F. T. について」『金融情報システム』No. 24、1986年11月、pp. 47-59.

第8図 指示内容のSWIFTメッセージへの交換



(出所) SWIFT 発行、A. S. W. I. F. T. Overview, 1989, p. 8.

セージ・フォーマットは送信者と受信者間のデータ取扱いの自動化と言語や翻訳問題の除去が可能となる。国際金融業務の標準化は困難で、これが合理化や機械化の妨げとなっていた。SWIFT の基準により、国際的規模で標準化が進展することで、送受信事務処理の自動化が可能となった。また使用言語の標準化により翻訳が不要で、誤訳のリスクも減少させることができる。

第2の効果は、データ通信として送受信される SWIFT メッセージは、テレックスよりも迅速、簡便、安全性・正確性の面で優れている。相手先への到達時間は、至急で20秒以内と迅速に行うことができる。またデータが蓄積可能で、相手先の繁閑や時差に無関係に発信できるようになる、さらに自動的にデータを暗号化するため、従来のテストキーの組成照合等の手続き不要にする等の利点もある。

第3の効果として物理的、技術的、手続的安全性の重層的結合は、ネットワークが他からの妨害より免がれることを確実にしている。すなわち詐欺的メッセージがシステムに入り込むことや伝達中にメッセージが修正されることを妨いでいる。また既述のように SWIFT 側はメッセージ内容を知りえないので、個々のトランザクションのプライバシーが守られている。

第4の効果として、より効率的な資金管理が可能となることである。例えばコルレス先銀行に日々のステートメントを SWIFT を通じて伝達することにより、相互に資金ポジションの迅速確実な管理を行い、支払準備の削減をすることが可能となる。また国内本店と海外支店との間で世界的財務管理や危機管理を、より低い費用と信頼性や安全性を確保しつつ行うことができるのである。

第5の効果として、直接世界中に発信できることである。既述のように2001年7月現在で、193カ国で稼働しており、加盟行、準加盟行、パーティシパントを含めると7,233金融機関の接続がなされている。

その他に自動化により生産性が高まったり、1日平均120万件(ピーク時140万件)と操作費用が逡減したりする効果も考えられる。

#### IV SWIFT と決済システム

##### 1 日・米の決済システム

SWIFT は金融機関相互間のネットワークであるが、資金決済機能を有していない。すなわち SWIFT は決済データ交換を行うのみで、決済については、コルレス銀行間の相対や各国の決済制度を通じて行われることになる。では次に日本とアメリカの決済システムと SWIFT のかわりについて概観することにしよう。

##### (1) 日本銀行金融ネットワーク・システム (日銀ネット)

第9図は日銀ネットの概要を示したものである。日銀は近年の金融取引のデータ通信化に対応し、日本の金融組織全体の事務処理の効率化、迅速化と決済システムの安全性確保のために、〔日本銀行金融ネットワーク・システム (「日銀ネット」)〕を構築し運用している。

すなわち日銀では、1988年8月同行の本支店の当座預金取引事務をオンライン化、同年10月、取引先金融機関等との当座預金取引のオンライン化に着手したのをはじめ、1989年3月には外国為替円決済制度関係事務の取扱い、1990年5月からは国債系システムを稼働させているのである。<sup>8)</sup>

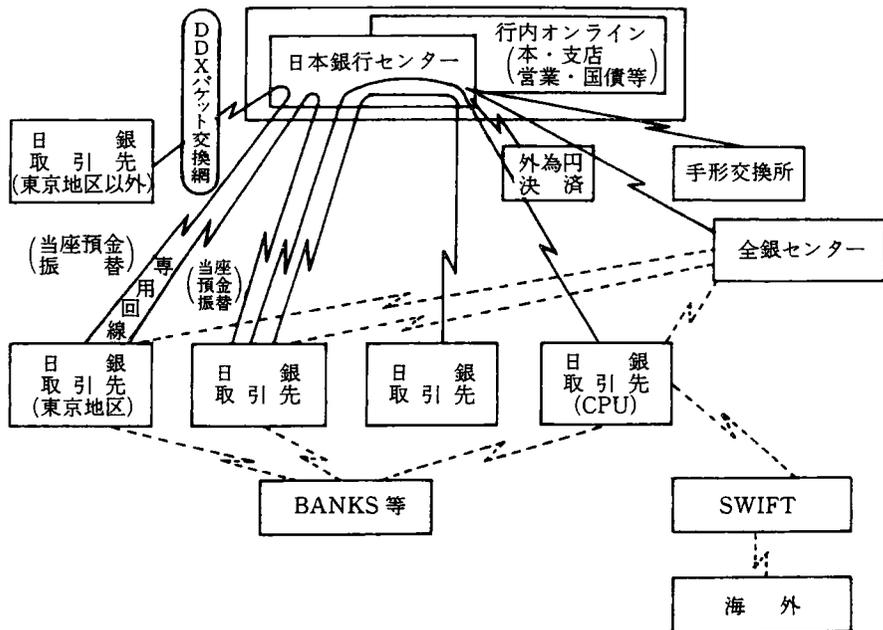
その結果、日銀ネットの内では為替円決済制度に参加し日銀のコンピューター端末 (CPU) を設置している銀行は、SWIFT を通じ海外と支払指図の送受信が行えるようになった。

為替円決済制度は「外国為替関係の円資金決済 (コルレス先円勘定の振

---

8) Sawaichiro Kamata, "Managing Risk in Japanese Interbank Payment System", *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*, Fall 1990, No. 4, pp. 18-26.

第9図 日銀ネットの概要



(出所) 金融情報システムセンター『平成3年版、金融情報システム白書』1990年、p. 71.

替、円建送金、輸出入取引代金、為替売買に伴う円代金の決済等) にかか  
る参加銀行の支払指図の交換を行い、その支払額、受取額を集中計算し、  
その差額を日銀当座預金を通じて決済する制度」であり、東京銀行協会が  
これを運営している。

為替円決済制度は、従来は参加行がペーパー・ベースで支払指図書交換

9) 日本銀行レポート『金融の自由化・国際化の下でのわが国決済システムの動向』1989年5月、p. 15.

を行っていたが、1989年3月以降、日銀ネットを利用したエレクトロニック・ベースの支払指図の送受信が可能となった。

## (2) アメリカの電子決済システム

アメリカの主要な電子決済システムとしては、第10図に示されるようにオンラインのワイヤー・トランスファーとして、銀行間の大口決済用の Fed Wire〔連邦準備通信システム (Federal Reserve Communication System) の略称で全米12の連邦準備銀行間の資金振替を円滑に行うことを目的としたシステム〕や超大口の国際金融取引決済用の CHIPS〔チップスは「Clearing House Interbank Payment System」の略称で全世界のドル建国際取引の約90%を処理しており、ニューヨーク手形交換所協会の正会員11行が管理・運営している〕がある。

またオフライン中心のものとしては、小口決済用の自動手形交換システムとしての ACH〔自動手形決済システム (Automated Clearing House) の略称で磁気テープを利用した小切手交換システムがある<sup>10)</sup>。

CHIPS はユーロダラー取引の決済をニューヨーク所在の銀行間で行うものであり、円決済とドル決済の差異はあるものの、日本の外為円決済制度に相当するものである。CHIPS での決済の約80%は SWIFT を通しての支払指図により行われていたとの推計<sup>11)</sup>もある。

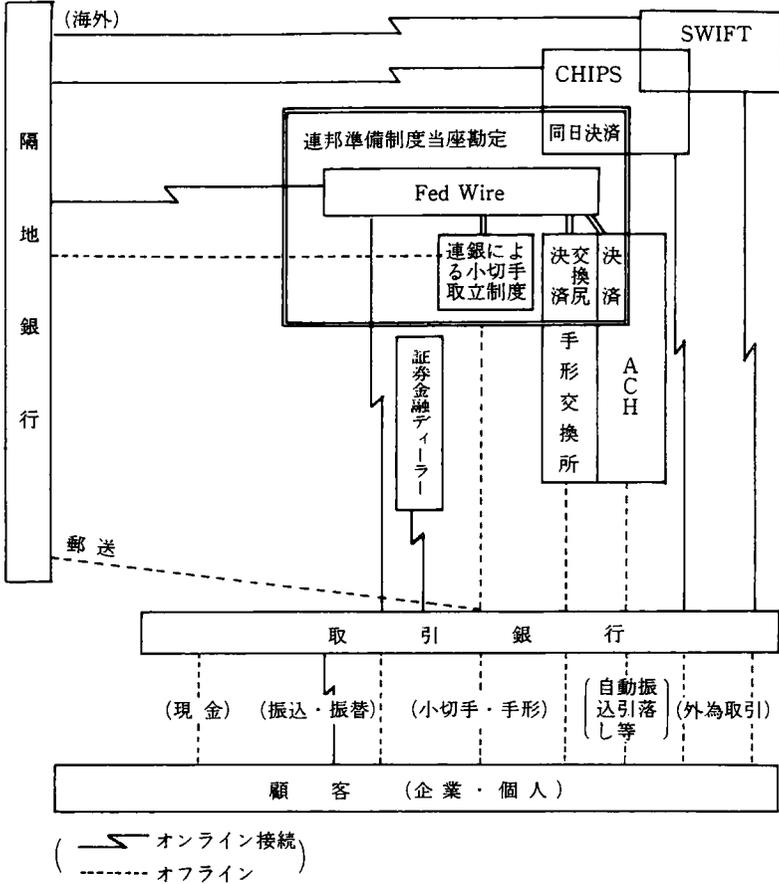
## 2 SWIFT と CHIPS を使用した国際電子資金移動

実際に SWIFT と CHIPS を使用して異なった国に住んでいる銀行顧客間の国際電子資金移動を例示したのが、第11図である。決済手続は次のよ

10) 金融情報システムセンター編著『エレクトロニック・バンキング』金融財政事情研究会、1986年、pp. 28-41.

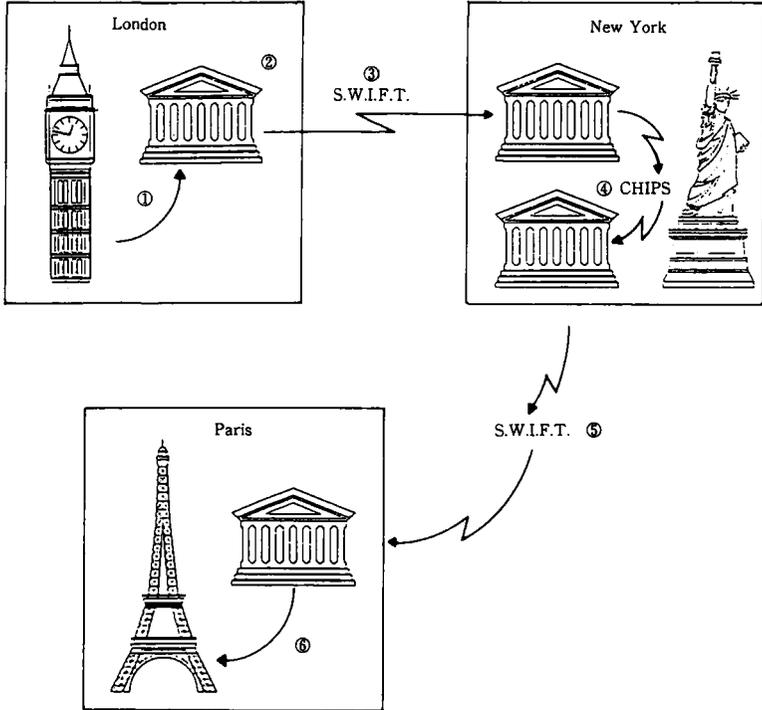
11) R. V. Carlone, *Electronic Funds Transfer*, United States General Accounting Office, Feb. 1989, p. 3.

第10図 米国の金融決済システム



(出所) 金融情報システムセンター『昭和63年版、金融情報システム白書』1987年、p. 166.

第11図 SWIFT と CHIPS を使用した国際電子資金移動



(出所) R. V. Carloan, *op. cit.*, p. 12.

うに行われる<sup>12)</sup>。

①イギリスの輸入業者はドル建てで支払う契約でフランスの製造業者に商品の注文をする。

②商品受領後、イギリスの輸入業者はロンドンの銀行にフランスの製造業者の取引しているパリの銀行に送金するよう依頼する。

12) R. V. Carlone, *op. cit.*, pp. 10-13.

③ロンドンの銀行は SWIFT システムを使用して、ニューヨーク支店に製造業者の取引しているパリの銀行に送金するよう通知する。

④電子資金移動は CHIPS システムを通して、フランスの銀行のニューヨーク支店に対して行われる。

⑤フランスの銀行のニューヨーク支店は、パリの銀行(支店)に SWIFT を通して支払いの受領を通知する。

⑥パリの銀行はフランスの製造業者に支払いを行う。

### 3 SWIFT と Fed Wire を使用した国際電子資金移動

次に SWIFT と Fed Wire を使用した国際資金移動の例が第12図である。この例は第11図の例に対して、ロスアンゼルス<sup>13)</sup>の輸入業者がパリの製造業者に支払いを行うトランザクションを除いて他の条件は同一である。支払いは次のような手順で行われる。

①ロスアンゼルスの輸入業者は、商品受領後パリの製造業者にドル建て支払いを行うようロスアンゼルスの地方銀行に指示する。

②Fed Wire に電子的に結びついているロスアンゼルスの輸入業者の取引している地方銀行は、その地域を受持っているサンフランシスコ連邦準備銀行に、資金移動メッセージを送る。

③資金移動メッセージは、自動的に Fed Wire によりサンフランシスコ連邦準備銀行からニューヨーク連邦準備銀行に引継がれる。

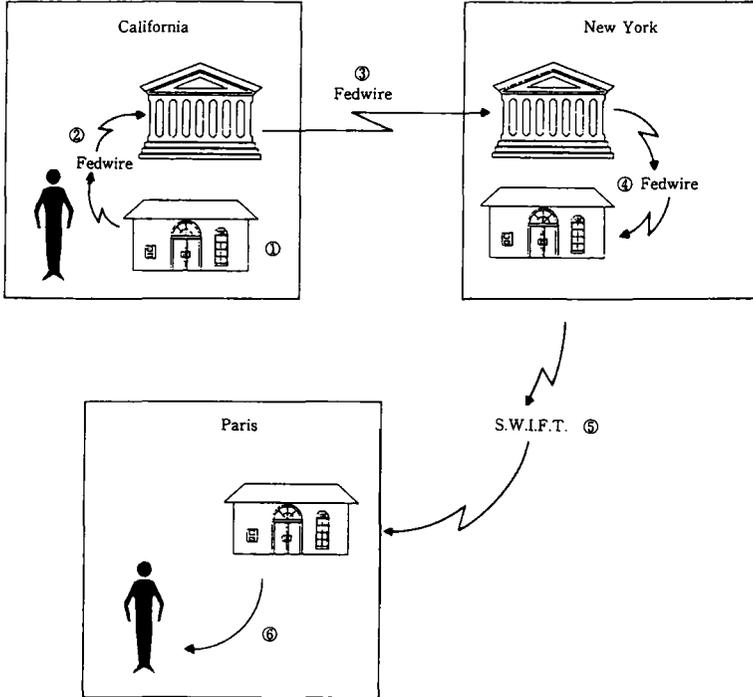
④資金移動メッセージは、Fed Wire と SWIFT システムに結びついている製造業者の取引しているパリの銀行のコレス先のニューヨークの銀行に送られる。

⑤コレス銀行は SWIFT システムを使って製造業者の取引している

---

13) R. V. Carlone, *op. cit.*, pp. 14-15.

第12図 SWIFT と Fed Wire を使用した国際電子資金移動



(出所) R. V. Carlone, *op. cit.*, p. 14.

パリの銀行に、フランスの製造業者へ支払いをするよう通知する。

⑥支払指図は製造業者の取引しているパリの銀行に受け取られ、資金はフランスの製造業者にとって要求しだい利用できる。

## V SWIFT IIシステム

### 1 SWIFT IからSWIFT IIへの展開

まず35万件/日のトランザクション取引量を想定して開発された当初の

SWIFT（今後は SWIFT I と呼ぶ）は、増加するトランザクション量に対応するため、システムの処理能力向上を図ってきた。そして1981年に当初のシステムをレベルアップした抜本的なシステム更改を目指す SWIFT II プロジェクトが発足した。

このプロジェクトは直接的動機としてトランザクション（取引）量の増加に対応したものであったが、従来の機能拡充と新機能付加により質的改善を図り、従来の取引量拡大に見合う容量と新サービス（アプリケーション）提供への能力を持ったシステムを構築するものであった。当初1987年3月から1989年4月の間に、順次、国ごとに SWIFT II に移行する予定であったが、その後開発が遅延し、一時はプロジェクトそのものが中止されそうになった。<sup>14)</sup>

しかし関係者の努力により1989年末、一部金融機関による試行が開始され、1990年5月から欧米の一部銀行から順次 SWIFT II に移行し、6カ国36金融機関（日本の金融機関は含まれていない）が試行を行い、1991年10月には日本の国内銀行も移行した。現在ピーク時には1日140万件のトランザクションが処理されており、容量も限界に近づきつつあり、1992年5月の全面的 SWIFT II 移行から、さらに新システムへの移行に向け作業が続けられているところである。

## 2 SWIFT II の概要

SWIFT II の特徴は、処理能力増大に加え、バッチ的データ伝送機能の追加、メッセージ照会機能の拡張、送信記録蓄積期間の延長に関する制約の緩和等のオンライン処理能力の強化が指摘されているが、その概要は次<sup>15)</sup>

---

14) 『金融情報システム白書』1988年、1989年、1990年版。

15) 『平成3年版金融情報システム白書』1990年、p. 141.

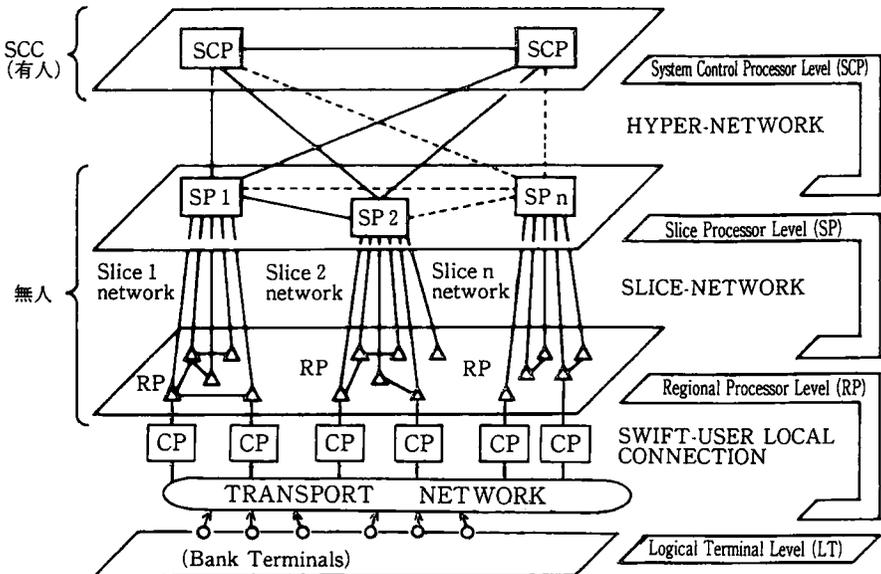
のとおりである。(その後大幅に変更された点については脚注18を参照のこと)。

(1) ネットワーク・アーキテクチャ

SWIFT Iはオペレーティング・センター中心の集中化されたネットワーク・アーキテクチャで構築されていたのに対して、SWIFT IIは分散化されたモジュラー方式のネットワーク・アーキテクチャにより構築されるのが特徴である。SWIFT IIは第13図のように4層構造を持っている。

すなわち第1層はSystem Control Center (SCC) に設置されるSystem Control Processor (SCP) であり、第2層はSlice Processor (SP)、第3層はRegional Processor (RP)、第4層はLogical Terminal (LT)

第13図 System Network Architecture Diagram



(出所) SWIFT 発行 Newsletter、全銀協【SWIFT II プラニング・ガイド】

で、各層は Hyper-network (SCP-SP) と Slice-network (SP-RP) の2つのネットワークにより結合されている。

SCP はシステム全体のコントロール機能とモニター機能を果たし、SWIFT IIの要といえる。SCP はシステムのセンター機能を持ち、必要に応じてバックアップ体制を稼働させることが可能である。

SP は SWIFT I のオペレーション・センターでのデータ処理機能の大部分を担当することになる。SP は主としてトランザクションを送受信し、これをデータとして蓄積し、後に検索できる機能も保有している。

RP は SWIFT I の RPC (リージョナル・プロセッサー) と機能的に同等のものであるが、RP には2日間のデータ蓄積機能が付加されている。RP は加盟行から受信したトランザクションの有効性検証、入出力記録の蓄積、送信すべきトランザクションを待ち行列に入れて伝達する役割を果たす。

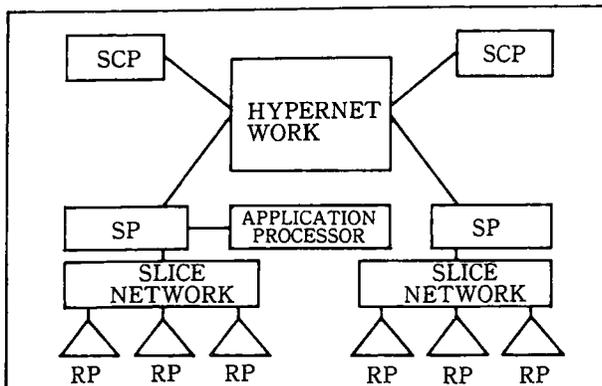
LT は加盟行の使用目的や利用度に応じて選択可能で、RP を通じてシステムと結合され、ハードウェアに依存しない理論的ターミナルとして設計されている。<sup>16)</sup>(特定の RP と通信ネットワークを結びつけるのは CP である)。

ところで SWIFT II は、SCP と SP (SP と SP の場合も含む) が光ファイバーにより結合された Hyper-network である。SWIFT II の構造は第14図に示してあるが、将来トランザクション量が増加した場合、このネットワークに SP を増設し処理能力を上げることができるとの拡張的なもので、固定的な SWIFT I とはシステム構築概念が大きく異なっている。また新しいアプリケーション導入の場合、SP に Application Processor を

---

16) S. W. I. F. T. 発行、A S. W. I. F. T. Overview, *op. cit.* pp. 24-28., 梅沢邦明、前掲論文、pp. 55-59. 『金融情報システム』No. 62、1989年5月、p. 90参照。

第14図 SWIFT IIの構造



(出所) SWIFT 発行 Newsletter.

追加して新機能を付加することができるようになっている。

(2) 機能上の改善点

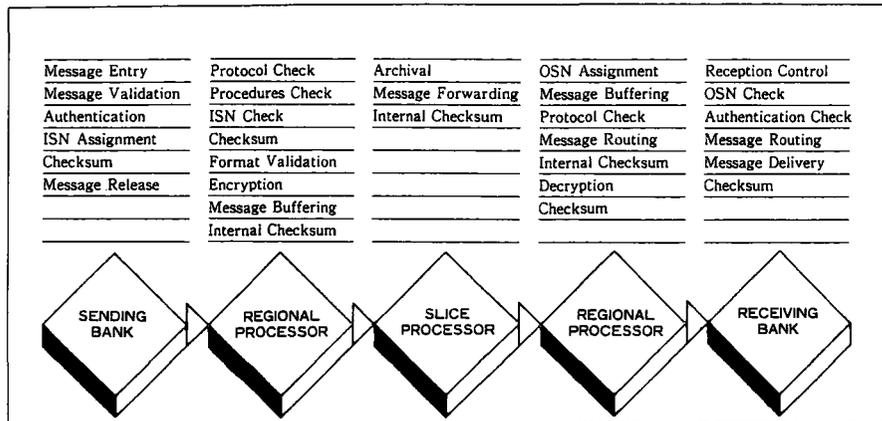
まず第1に検証機能がメッセージ・フォーマット、コードワード、ブランチ・コードやアドレスなどへも拡充された。また4カ月間、システムで処理された全トランザクションが蓄積され、遡って検索可能となった。

第2に検索できる人は当事者の送受信者に限定され、安全性とプライバシー保護を図っている。またユーザーからの正式依頼がある場合のみSWIFTの検査人が検索を行うことができる。さらに暗号化によりデータの機密が守られている。

第3に送受信者双方に当該メッセージの優先順位や進行状況をモニターし、コントロール(この場合取消しを意味)できる機能が加わるようになった。

第4に第15図に示されているように安全性確保の役割分担が、第3図のSWIFT Iの場合より増加し、チェック機能も拡大されている。

第15図 SWIFT IIの安全性確保の役割分担



(出所) S. W. I. F. T. 発行、A S. W. I. F. T. Overview, 1989年、p. 28.

第5に到着確認が伝送制御面からだけでなく、アプリケーションでトランザクションが受信者に正しく蓄積されたか否かを確認できるようになった。

第6に SWIFT Iの通信プロトコルは、BSC (Binary Synchronous Communication)、コンピュータと端末間の2進データの同期伝送)を使用しているが、SWIFT IIでは OSI (Open System Interconnection、開放型システム間相互接続) のアーキテクチャに準拠した Layered Protocol Architecture に変更され、速度面と信頼性の面で大きく改善された。

第7に ISO (International Organization Standardization、国際標準化機構) に準拠した文字セットが使用可能となり、使用文字の選択範囲が拡大した。

第8にストラタス・コンピュータ社の無停止コンピュータ導入により、1991年後期に利用可能となった大量ファイル転送サービスの基礎固めが行

われた。「銀行間ファイル転送」という名称の新サービスは、現在ほとんどがファックス、電話または郵便で送られている非常に長いメッセージの送信を可能にするものである。これは SWIFT の従来<sup>17)</sup>のメッセージ送受信サービスと並行して提供されることになった。

1990年の大幅な変更により SWIFT II の構成の中で RP と LT の間に CP (Communication Processor、通信装置) の概念が採り入れられた。CP とは全ての RP サイトに取り付けられたハードの装置を指す。CP を通して RP は SWIFT 通信ネットワークへ接続する。また CP により RP と SWIFT II システムのその他の設備とが物理的に接続されることとなった (詳しくは全国銀行協会連合会業務部『SWIFT II プランニング・ガイド』1990年11月発行、I-1 ~ VIII-25を参照されたい)。

## VI Next Generation の導入

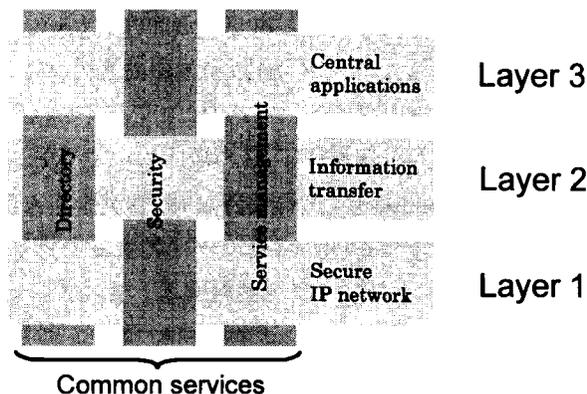
そして SWIFT II の導入後、1996年4月「X25プロトコル」が採用された。しかし、①グローバル化の進展によるクロスボーダー金融取引の拡大、②証券業務の重要性の高まり、③リスク管理の強化、④マーケットインフラの改革、⑤競争の激化、⑥コア業務の集中とアウトソーシング、⑦金融サービスの情報産業化のため Next Generation の導入が検討されている。

Next Generation は最新のインターネット技術を活用し、インタラクティブなサービスを提供するプロジェクトで、第16図のようなコンセプト<sup>18)</sup>となっている。

---

17) 『金融情報システム』No. 88、1990年11月、p. 54。

第16図 Next Generation architecture



(出所) 『金融情報システム』2000年3月、p. 67.

## VII SWIFT の課題

現在の国際金融情報ネットワークとしてのSWIFTは、国際資金移動のデータ伝達が主たる業務であり、ヨーロッパにおける「ユーロ」決済を除くと銀行間の本格的国際決済システムの構築が今後の大きな課題である。またそのような国際決済システムが円滑に運営されるには、国際通貨のより一層の安全性や信頼性の確保が必要となってくる。

とくに電子資金移動システムは、コンピュータを基礎にした通信ネットワークであり、①資金移動データの不正な変更や脱漏、重複などの操作上の誤りや、②詐欺、③信用リスク、④出力低下や設備・ソフトウェア不良、

18) 詳しくは、渡井祥一「S. W. I. F. T. 次世代ネットワークについて」『金融情報システム』2000年3月、宿輪純一「次世代SWIFTを活用した高機能決済サービス・プロジェクトの概要」『金融財政事情』2001年11月19日号、『金融情報システム白書、平成14年版』2001年を参照されたい。

天災によるコンピュータの破壊や通信サービスの崩壊、⑤テロや外国の軍隊による破壊等々<sup>19)</sup>さまざまなリスクや脅威にさらされており、リスク管理手法の一段の精緻化が求められている。

さらに国際間の電子資金移動に関して、決済時点、事故発生の場合の責任や賠償問題等々国際金融取引に関する法制や習慣の相違から生ずる問題をどのように解決していくかという課題もある。

またSWIFTのような国際間ネットワークの発展に伴い、将来的には居住者間の取引であっても、決済は外貨預金によって国外で行う場合も考えられる。このような場合、中央銀行のマネーサプライ・コントロールは自国通貨のみの監視では不十分となり、グローバルな観点からの金融政策の実施が必要となってくる<sup>20)</sup>。

このようにSWIFTの発展は、単に金融機関のみならず、国際的な経済・社会に有形無形の影響を与え、各方面の弾力的な対応がより一層要請され、そのリスク管理もますます重要となっている。

---

19) H. G. Rhile, D. L. Heim & N. P. Hely, *Electronic Funds Transfer*, United States General Accounting Office, Feb. 1989. R. V. Carlone, *op. cit.*, pp. 6-7.

20) 折谷吉治「決済ネットワークシステムにおける中央銀行の役割」金融研究会報告論文、1986年6月、片木進「決済システム変革の動向と制度上の問題点」金融研究会報告論文、1986年6月。

## 第3章 金融のグローバル化における金融機関の リスク管理\*

### I 金融のグローバル化

金融のグローバル化 (financial globalization) あるいはグローバル化については、明確な定義があるわけではない。一般的には各国の金融機関や企業、政府等が各国の金融・資本市場に参加し、各種通貨建の資金調達・運用等の金融取引を行う現象であるとされる。すなわち各国の金融・資本市場が地理的・時間的制約を乗り越え、単一のグローバル・マーケットに一体化・統一化される現象である。従来の「金融の国際化」が単に国境を越えた取引の増加や国内市場の対外開放の進展を意味するのに対し、金融のグローバル化は金融の国際化がさらに一步進んだ状態<sup>1)</sup>であるといえるだろう。

近年各国を分離をしていた国境や時差の壁は次第に低下しつつあり、国際金融の分野において金融のグローバル化が、大きな流れになろうとしている。この傾向を支えている要因として、①高度な通信・情報処理技術の発展、②主要国の規制緩和の進展、③世界的な金融ニーズの高度化・多様化、④世界的低成長移行にともなう内外市場での収益追求等々を挙げることができる。

このような金融のグローバル化の進展は、①金融機関の相互交流の増大により、内外市場での競争の激化をもたらすとともに、②リスクの増大に

---

\* 本章は「第10回国際通信研究奨励金」による研究成果の一部である。

1) 竹内一郎監修『国際金融・資本市場』有斐閣、1988年、pp. 357-361、巽外夫「グローバル化下の都市銀行経営」『金融財政事情』1989年3月13日、pp. 16-23参照。

対処するため銀行の自己資本比率規制に関する国際的統一基準にみられるような監督・規制方法の国際的統一化、③国際的資金移動の自由化にともなって各国の金融制度改革が促進され世界的な金融制度のサヤ寄せ、同質化が増大すると考えられる。

とくに主要国では金融制度改革への動きが1980年代から顕在化した。アメリカにおけるグラス・スティーガル法改正論議や、日本における金融制度調査会金融制度第二委員会中間報告で提起された「投資銀行構想」もその潮流にある。これらはいずれも銀行業務と証券業務への進出を可能とするユニバーサル・バンキング制度を指向したものである。とくに日本版金融ビッグバンの進展とともに日本においても各業務分野規制に対する緩和や撤廃により、普通銀行、信託銀行、長期信用銀行、証券会社の壁がとり除かれ、金融機関による新しい棲み分けが成立しつつある。

1980年代、邦銀や証券会社は顧客のニーズの多様化、国際化に対応するとともに、収益追求のため積極的に国際金融業務に進出した。とくに邦銀はアメリカで法人信託、証券決済、投資顧客間業務を主体とした現地法人方式による信託会社設立、買収や新設によるリース業務、LBO (leverage buyout) 業務、M & A (mergers & acquisition) 業務から、本格的な投資銀行業務や証券子会社設立による証券業務等々異業種への進出を拡大した。この結果、邦銀のアメリカでの商業貸出に占めるシェアは、1983年の7.4%から88年には13.9%と倍増<sup>2)</sup>し、アメリカ金融界で無視できない存在となった。

本章においては、このような金融のグローバル化へつながらる日本の金融機関とくに銀行と証券会社の国際化への過程を考察するとともに、金融機関の国際金融業務におけるグローバル化問題と BIS 規制の中での経営再

---

2) *American Banker*, 1989, March 6.

編の下で国際金融業務から撤退せざるを得なくなった事情も検討したい。

## II 日本の銀行の国際化

### 1 日本の銀行の海外進出状況

日本の銀行（以下邦銀）の海外進出は、1878年（明治11年）、国立第一銀行が釜山に支店を設置したのを皮切りに、第2次大戦直前の1941年（昭和16年）央まで着実に発展した。当時海外に79支店、72出張所が設置されていた。しかし1945年の敗戦により、すべての海外拠点を失った。

戦後、邦銀の海外進出は講和条約の発効とともに1952年再開されたが、この年は5行による6支店（ニューヨーク3店舗、ロンドン3店舗）と1駐在員事務所（サンフランシスコ）に止まった。その後の邦銀の海外進出は、第1表のような経過をとりながら着実にすすめられてきたが、とくに1970年代（昭和40年代後半）から、日本経済の国際化の進展を背景に急拡大した。すなわち1971年には長期信用銀行が、73年からは信託銀行が、75年には地方銀行も、それまでの外国為替専門銀行と都市銀行に加えて海外支店を開設するようになったのである。そしてバブルのピークであった1989年6月末の邦銀の海外進出状況は、267支店、246現地法人、426駐在員事務所に達しており、駐在員事務所の開設によるものを含めると、ほとんど全世界をカバーした進出状況となっていた。なお1989年6月末の邦銀の地域別海外進出状況は以下のようなものである。<sup>3)</sup>

- ①北 米……97支店、60現地法人、90駐在員事務所
- ②中 南 米……8支店、8現地法人、52駐在員事務所
- ③欧 州……65支店、88現地法人、77駐在員事務所
- ④中 近 東……1支店、1現地法人、17駐在員事務所

---

3) 小口一彦「57%増となった外銀の経営利益」『金融財政事情』1989年8月7日、pp. 88-91。

第1表 邦銀海外進出状況（開設ベース）と開設現在数の推移

年 末	支 店	現 地 法 人	駐在員事務所	計(含出張所)
1950～55	13	3	4	21
56～65	34	2	14	53
66～75	54	37	125	227
1976	6	7	23	36
1977	11	7	12	30
1978	4	10	16	30
1979	5	1	22	28
1980	12	8	24	47
1981	12	7	23	44
1982	8	14	55	80
1983	9	15	42	68
1984	10	16	34	62
1985	13	33	63	109*
1986	16	31	36	83*
1987	12	14	25	49*
1989年6月 末の数	267	246	426	939*
1996	380	426	322	1179 (51)
1997	375	416	308	1158 (59)
1998	328	389	265	1040 (58)
1999	253	321	231	857 (52)
2000	205	273	206	722 (38)
2001	187	—	184	— (33)

注1、「現地法人」とは、出資比率50%以上の金融機関をいう。また現在数と計の数字が合致しないのは、廃止、統合によるものである。なお\*は出張所の数が含まれていない。

注2、1987年までは開設ベース。1996年からは開設現在数。

(出所) 『大蔵省国際金融局年報』1985年、1987年、1988年、『金融財政事情』1989年8月7日号、2000年8月7日号、2001年8月6日号より作成。

⑤ア ジ ア……82支店、54現地法人、144駐在員事務所

⑥大 洋 州……21現地法人、33駐在員事務所

⑦アフリカ……2 駐在員事務所

⑧その他（ケイマン、キュラソー等）……14支店、14現地法人

このように邦銀は1989年6月末で939の海外拠点を持っていたが、多くの拠点があるのは、アメリカ、香港、イギリス、中国、オーストラリア、シンガポール、西ドイツ、スイス、カナダ等であり、日本との関係が深い国や国際金融市場所在国に集中していた。

しかし1990年代になってバブルが崩壊し、株価や地価が暴落するとともに巨額の不良債権が発生し、BIS規制による国際業務を行えない金融機関が相次ぎ、邦銀への国際的信頼も低下し、国際金融市場での調達金利も「ジャパンプレミアム」という上乗せ金利を支払わねばならなくなり、銀行の合併もあって第1表のように、海外に進出する邦銀数も急激し、国際業務も縮小している。

## 2 邦銀の海外進出形態

邦銀のうち1998年4月の外為法改正までは「外国為替および外国貿易管理法」第10条第1項に基づき大蔵大臣の認可により外国為替業務を営む銀行を、外国為替公認銀行（為銀）と呼んでいた。第2表は1995年12月末現在の外国為替公認銀行の現状を示しているが、邦銀953行（418信用金庫と全国信用金庫連合会を含み、外銀信託9行を除く）のうち251行が為銀となっていた。

為銀の中で外国所在の銀行その他の金融機関と業務上の取決めを行うことにつき、外為法第11条に基づく大蔵大臣の承認を受けた銀行を「コルレス為銀」と呼んでいる。コルレス契約は銀行の国際業務の基礎的なものであり、貿易・貿易外の為替取引や信用状取引において、国際金融中心地所在の銀行や相手国所在の銀行と委託契約を相互に締結し、国際間の取引を円滑に処理するものである。コルレス為銀の重要性は、他の海外進出形態

第2表 外国為替公認銀行の現状（1995年12月末現在）

銀行数	外国為替公認銀行						海外駐在員事務所を有する為銀		海外支店を有する為銀		海外現法を有する為銀		
	(為銀)		外為店数	コルレス為銀		ノンコルレス為銀	事務所数	支店数	支店数	現法数	現法数		
	1	2		3	4							5	
外国為替専門銀行	1	1	33	1	1	—	—	1	21	1	45	1	33
都市銀行	10	10(10)	1,619	10	10	—	—	10	169	10	205	10	199
長期信用銀行	3	3(3)	50	3	3	—	—	3	35	3	40	3	46
信託銀行 〔うち外資系〕	25 (9)	24(4) (9)	147 (9)	24 (9)	16 (9)	—	—	6	33	6	41	6	53
地方銀行	64	64(33)	1,135	59	57	2	5	40	65	30	62	20	28
第二地方銀行	65	60(3)	376	43	30	13	17	8	17	3	5	2	2
信用金庫 (全信連を含む)	418	94	215	16	9	7	76	1	3	1	1	1	1
信用組合 (全組連を含む)	373	1	1	—	—	—	1	—	—	—	—	—	—
農中・商中・輸銀	3	3(2)	61	2	2	—	1	2	21	2	4	1	2
外国銀行	94	94	146	94	94	—	—	—	—	—	—	—	—
計	1,056	354(55)	3,783	252	222	50	100	71	364	56	403	44	364

(注1) 為銀のカッコ書きは、外為店新設包括行数（内書）である。

(注2) 「現行数」欄は、本邦為銀による出資比率50%超の現地法人を計上している。

(注3) 開設日ベース。

(出所) 『大蔵省国際金融局年報』1998年、p. 134。

の発展により一時低下していたが、近年見直されてきた。しかし、1995年時点でコルレス契約を認められていないノンコルレス為銀のままである金融機関も数多く存在した。

ところで1995年時点で、本邦為銀251行のうち、地方銀行の約3分の2と第2地方銀行の大部分は独自の海外拠点を持たず、コルレス銀行や他の国内銀行に依存することにより国際業務を行っていた。また海外拠点を持っている全第2地方銀行と地方銀行の大部分は、駐在員事務所のみであった。さらに海外現地法人を有する為銀は、外為専門銀行である東京銀行、都市銀行10行、長期信用銀行3行、信託銀行6行、地方銀行3行に限られていた。本節での邦銀の国際業務も主として、これらの金融機関を念頭におい

て考えていくことにしたい。

なお現地法人と一部重複する例もあるが、各国の数多くの銀行が共同出資者として集まって設立される「コンソーシアム・バンク (consortium bank)」と呼ばれる銀行間の協力形態による合併銀行もある。これは西ヨーロッパで1960年代後半から70年代にかけて盛行した提携様式で、出資銀行が単一国籍の場合と多国籍の場合、営業地域が全世界的な場合と地域的な場合とがある。しかし70年代後半から80年代にかけて多くのコンソーシアム・バンクは、多国籍銀行から少数国籍銀行ないしは単一国籍銀行へと変化してきた。

### 3 本邦為銀の国際業務

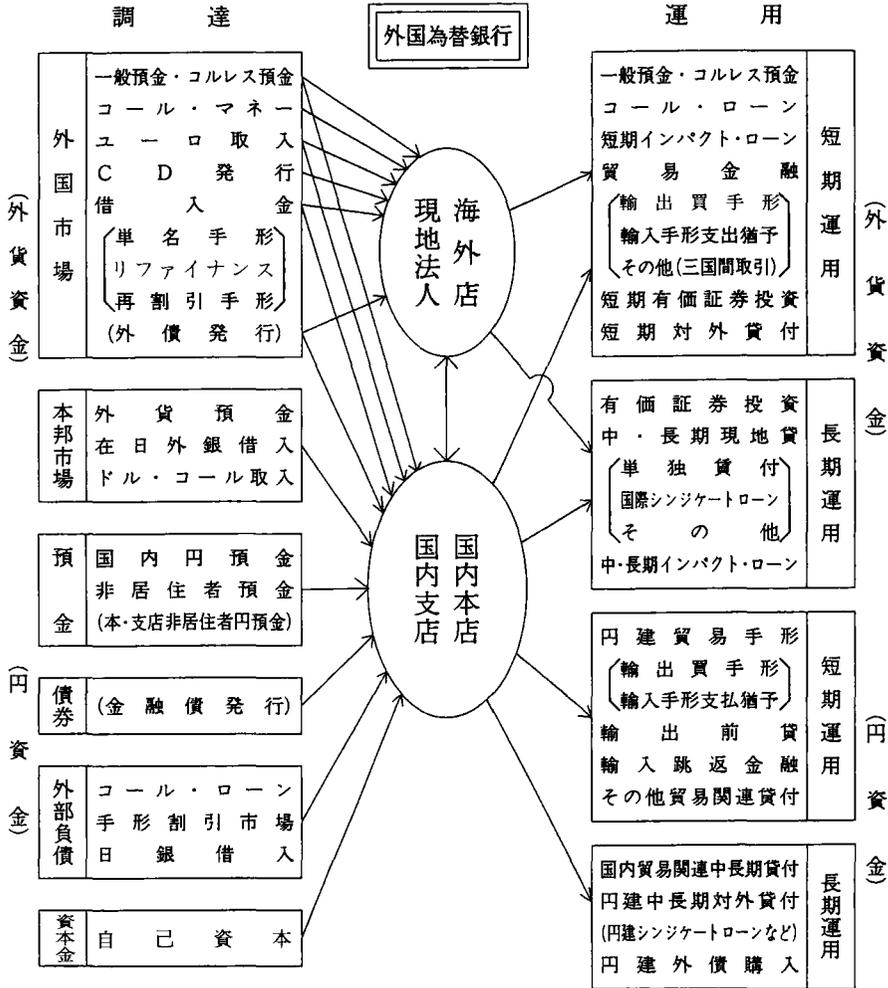
本邦為銀の国際業務は、外国銀行とのコルレス契約や自行の海外支店、現地法人、駐在員事務所と国内本支店を通じて行われる。第1図は本邦為銀の国際業務を外貨資金と円資金に分け、さらにその資金調達と運用を示したものである。

まず外貨資金は、外国市場で一般預金やコルレス銀行によるコルレス預金、コール・マネー取入、CD発行、インターバンク借入により調達され、1980年代はとくにユーロ市場からの取入が増大した。また国内市場でも外貨預金受入や在日外国銀行からの借入、東京ドル・コール市場より外貨資金を調達することができる。

このようにして調達された外貨資金の運用先としては、国内居住者への貿易・為替金融、海外での短期現地貸付や短期インパクト・ローン、さらに国際シンジケート・ローン等の中・長期対外貸付、短期・長期の有価証券投資を主としてあげることができる。そして余剰資金はインターバンク市場へ、預金やコールとして運用している。

また円資金の調達は国内業務と同様の方法で行われ、貿易金融や非居住

第1図 為銀（外国為替銀行）の資金調達・運用



（出所） 金融研究会編『国際化の進展に伴う我が国金融機関のあり方』1979年、p. 255を若干修正。

者へのシンジケート・ローン等の中長期対外貸付および円建外債購入で運用される。

さらにこのような本邦為銀の国際業務に加えて、現地日系企業の債務保証業務や現地法人（子会社）を通じて行われる証券、信託、リース、ファクタリング、コンサルティングといった周辺業務も重要である。

#### 4 銀行の国際化の要因

ところで第1表に示されているように、邦銀の国際化は1980年代著しかったが、その要因は長期的なものと短期的なものが複合している。銀行の国際化の基本的長期要因のひとつは、利潤獲得にあるもののそれ以外に、つぎのような要因を主たるものとしてあげることができる。

まず第1に邦銀の顧客（取引先企業）の海外進出に伴い、これに対する金融サービスの提供を動機に銀行が海外進出を迫られたこと。第2に第1の要因と関連があるが、銀行自らの主導的意思決定により、主として国際金融中心地での活動に参加するため海外進出したこと。これには銀行自身の経営資源蓄積により規制の多い国内市場が狭くなり海外進出をする場合や、国際金融業務に関するノウハウの蓄積、海外情報の収集、競争銀行に対するプレステージの確保・維持、銀行の国内資金の海外からの補充も含まれる。第3に日本経済が先進工業国として一定の段階に到達し、本格的資本輸出国となり、円の国際化も進む中で、好むと好まざるとにかかわらず邦銀の国際的重要性が増大したこと等々があげられる。また近年の通信技術やコンピューター技術の著しい進歩も、銀行の国際化に大きな役割を果たした。

これらの要因は密接に関連しており、どの要因が主導的なものか必ずしも明言することはできない。しかしこれらの要因は一国経済の発展過程で、長期的に現出する必然的傾向とも考えられるものの、同時に1960年代末(昭

和40年代)からの短期的または景気循環的要因により強められてきた。つまり1960年代末からの経済成長が鈍化、労働力不足、円高、公害等の環境問題等のため、日本企業の海外進出はより一層促進された。また1973年(昭和48年)末からの第1次石油危機や1979年の第2次石油危機による日本経済の不況は銀行の優良な国内融資先を減少させ、通貨当局の不況対策としての金融緩和とあいまって、銀行の国際業務進出を速めたのである。

### III 日本の銀行の国際化の諸段階

#### 1 銀行の国際化の諸段階

邦銀の国際化はアメリカ商業銀行の国際化を参考にすると、第3表のように通常3ないし4段階に分類することができるだろう。すなわち第1段階は貿易金融主体、第2段階は海外向け中・長期貸付への進出、広義の第3段階はフルサービス・バンキングの展開である。狭義では広義の第3段階を、さらに一般大衆からの預金受入や一般大衆への貸出業務を行う小売銀行業務を取り扱わない卸売業務(法人対象)中心の段階と、小売業務を取り扱う段階に分ける場合もある。第3表はイギリス系海外銀行を代表する為替銀行や植民地銀行の歴史を包括しえないという指摘もあるが、邦銀の国際化の段階を考察するには有益であるといえるだろう。

邦銀のうち上位行は、第1、第2段階を経て狭義の第4段階へ入っているといえるが、第3表に沿って第2次大戦後の邦銀の国際化と企業の国際化を関連付けながら、歴史的に検討してみよう。

#### 2 1949年(昭和24年)～60年代前半(昭和30年代後半)

1949年に\$1=¥360の単一為替レートが設定され、政府により認可された為銀により外国為替業務が再開され、1952年には戦後初めての海外支店の設置がなされた。この時期は日本にとって外貨準備に余裕がない厳しい

第3表 銀行の国際化の諸段階

段階及びその通称	第1段階 (ナショナル・バンキング)	第2段階 (インターナショナル・バンキング)	第3段階(広義) ワールド・バンキング又はグローバル・バンキング	
			第3段階(狭義) (インターナショナル・フルサービス・バンキング)	第4段階 (ワールド・フルサービス・バンキング)
企業の国際化、多国籍化段階	輸出入中心	対外直接投資の増大・本格化	多国籍企業化	
銀行の国際業務活動	貿易取引に直結した外国為替業務が中心で、資本取引は短期金融に限られる。	対外投融資業務の比重が高まり、資本取引も中長期の比重が高まる。外国金融市場での活動増大。	マーチャント・バンキング、リース、コンサルティング等の各種銀行周辺業務・関連業務をすべて取り扱う。	ただし、小売銀行業務は取り扱わない(卸売業務中心)。
扱う銀行の国際業務遂行方法	外国銀行とコルレス契約締結が主内容	直接海外拠点を増強(支店、子会社等)	自らの海外拠点だけでなく、資本参加・業務提携、周辺業務子会社設立等により、グローバルな規模で最も有利な資金の調達・運用を行う。	
銀行の国際業務の取引先	自国企業中心	自国企業中心	あらゆる国の企業を対象とする。	

(出所) 三菱銀行『調査』1973年7月号、p. 7を修正。

為替管理の時代で、長期資本の海外への移動も低水準に抑えられていた状態であった。

しかも国際業務は、取引先がほとんど日本企業に限定され、貿易取引関係の外国為替業務が中心で、対外貸付も短期現地貸付に限られていた。そして第1表にみられるように、当局の規制により海外支店数の増加は緩やかであるとともに、支店はニューヨーク、ロンドンなどの国際金融中心地に設置される場合が多かった。また海外拠点を直接設置するよりも、外国

銀行とコルレス契約を結ぶというコルレス網の整備が重視された。

しかしこの時期の輸出入貿易のための金融が、戦後の邦銀の国際金融業務の嚆矢となったのである。この時期の貿易金融は、日本銀行による制度金融（1972年3月まで続いた）と外国銀行からのリファイナンス借入に大きく依存していたが、唯一の外国為替専門銀行としての東京銀行を中心として、その充実に努めていった。たとえば1958年には、日本からの輸出金融のみに利用されていた BA（Bankers' Acceptances, 銀行引受手形）市場を、輸入金融にも適用可能なようにするリファイナンス方式による借入をアメリカの銀行に認めさせた。また1959年にはユーロ・グラマーをロンドン支店を窓口に取り入れたり、ニューヨーク連邦準備銀行から BA の再割引適格（エリジビリティ、eligibility）を取得したりしたのである。

### 3 1960年代後半から1970年代前半

ところで1965年（昭和40年）頃から1970年頃にかけて日本経済は欧米諸国へのキャッチアップに成功し、国際収支黒字の定着化にともない数次の資本自由化措置をとった。それとともに商社主導による第1次海外投資ブームの時代を迎えたが、1970年代までは邦銀の海外進出にめざましい動きは見られなかった。

ところが1970年の邦銀の現地貸付・保証の期間制限の撤廃後の1971年から74年の4年間に、この投資ブームを受けて第1次銀行業務国際化の時代といわれるような邦銀の海外進出が行われた。この期間の海外進出数は支店43、現地法人34、駐在員事務所81、出張所3の合計161にも達した。この中でもとくに駐在員事務所等の形で海外進出が本格化し、進出先も西欧、東南アジア、中南米など多極化がみられた。

このように日本経済が国際化するに伴って、邦銀の国際化も海外店舗網強化の段階から投融資業務の充実、周辺業務への進出と多様化がはかられ、

支店開設、現地法人設立、コンソーシアム・バンク、現地銀行への資本参加等の形態で進出が相次いだ。また国際金融市場としてのユーロ・グラーマ市場も1973年から74年頃にかけて急拡大し始め、邦銀もこのユーロ・クレジットに積極的に参加し、中長期対外（現地）貸付残高を急増させた。そして第4表と第5表に示されているように1973年、74年末には中長期対外貸付残高が短期対外貸付残高をやや上回るまでになったのである。

ところで1970年代の中長期対外貸付は、多数の銀行の参加により行われる「シンジケート・ローン」の形態が多かったが、これは①貸付金額が巨額である、②リスク分散のため多数の銀行が参加する、③貸付銀行は金利

第4表 短期対外(現地)貸付残高

年 末	金 額	
	外貨建	円 建
	(億ドル)	(百億円)
1973	60	—
74	80	—
75	91	0
76	92	—
77	94	2
78	119	3
79	151	1
80	225	10
81	339	14
82	403	18
83	440	21
84	566	23
85	613	*
86	743	*

(出所) 『大蔵省国際金融局年報』各号より作成。

(注) \*は不明を示す。

第5表 中長期対外(現地)貸付残高

年 末	金 額	
	外貨建	円 建
	(億ドル)	(百億円)
1973	73	—
74	86	2
75	87	5
76	82	10
77	89	17
78	181	88
79	285	189
80	324	210
81	404	271
82	523	344
83	586	450
84	664	648
85	731	884
86	948	1062
87	1274	1300

(出所) 第4表に同じ。

変動リスク転嫁のためユーロ・ダラー預金に一定マージンを上乗せして貸し付ける floating rate を採用しているものが多い等の特徴を持っていた。

このように1970年代になると邦銀は、第2段階のインターナショナル・バンキングの段階に入ったといえるものの、シンジケート・ローンやプロジェクト・ファイナンスにおいては、まだアメリカの銀行の補完的役割を果たすにとどまっており、主要取引先は日系企業で占められ、取引通貨もドルなどの外貨が中心であった。

そして1973年10月に第1次オイル・ショックが発生し、原油価格が4倍に急騰すると、日本は巨額になった原油代金の輸入決済資金を本邦為銀のユーロ資金取入や外国銀行からの借入で賄った。為銀の非居住者に対する短期（1年以内）の資産・負債状況を、為銀の対外短期ポジションまたは対外ポジションと呼ぶが、本邦為銀が対外貸付資金や貿易金融資金をユーロ資金取入や外銀借入に依存した結果、第6表に示されているように為銀の対外ポジションは急激に悪化し、1974年6月末に116億ドルの負債超過となった。

さらに同年6月、西ドイツのヘルシュタット銀行の外為取引失敗による倒産を契機に、ユーロ・ダラー市場は信用不安に陥り、3カ月物ユーロ金利は14%超と史上最高となり、順調に拡大してきたユーロ・ダラー市場は初めて縮小した。本邦為銀はこのため資金調達が困難となり、通常の調達金利に1～2%程度上乗せしたいわゆるジャパン・プレミアムを払っての資金調達を強いられた。

このような本邦為銀の対外ポジションの急速な悪化やユーロ・ダラーからの資金調達難に対処するため、当局は短期対外貸付残高を1974年6月末残高を上回らないよう指導した。また中長期対外貸付は、その大部分の原資を、短期資金に依存しているため、銀行の健全運営上問題があり、中長期の新規貸付はやむをえないものを除き、原則不許可の規制措置がとられ

表6 外国為替公認銀行対外短期資産負債残高(単位:100万ドル)

年 末	資 産		負 債		純 資 産		
	外貨建	邦貨建	外貨建	邦貨建	外貨建	邦貨建	合 計
1970	6,586	13	4,998	541	1,588	-528	1,060
1971	5,963	57	6,556	935	-593	-878	-1,471
1972	8,734	130	7,461	895	1,273	-765	508
1973	9,559	404	12,840	628	-3,241	-224	-3,465
1974	12,143	942	23,821	855	-11,678	87	-11,591
1975	11,929	1,018	24,948	1,470	-13,559	-533	-14,092
1976	13,047	1,248	26,606	1,781	-13,559	-533	-14,092
1977	12,880	1,577	23,663	3,202	-10,783	-1,625	12,408
1978	19,455	1,909	29,502	7,233	-10,047	-5,324	-15,371
1979	26,542	3,404	45,767	4,441	-19,225	-1,037	-20,262
1980	40,524	4,634	67,840	10,134	-27,316	-5,500	-32,861
1981	54,084	6,990	87,060	13,559	-32,798	-6,188	-38,986
1982	53,230	7,887	86,028	14,075	-32,798	-6,188	-38,986
1983	63,504	8,583	93,611	13,697	-30,107	-5,114	-35,221
1984	64,556	13,006	104,319	25,779	-39,763	-12,773	-52,536
1985	77,945	21,774	121,988	38,996	-44,043	-17,222	-61,265
1986	131,126	63,587	243,444	78,719	-112,318	-15,132	-127,450
1987	162,643	157,528	349,452	180,620	-186,809	-23,092	-209,901
1988	259,881	242,375	500,506	264,859	-240,625	-22,284	-262,909

(出所) 日銀調査統計局『経済統計年報』1980年、1987年、1988年、『経済統計月報』1989年より作成。

た。

#### 4 1970年代半から1980年まで

第1次オイル・ショックを契機とした世界的不況のため日本企業の海外進出は一時停滞したものの、1970年代後半から1980年頃にかけて第2次海外投資ブームを迎え多国籍企業化が促進された。この海外進出は貿易摩擦による各国の保護主義への対応や研究開発強化を目指した海外生産拠点づ

くりのため、企業自らの意志で行われた。進出先はアジアの他にアメリカが新たに加わり、中小企業も近隣のアジア市場に進出したのである。

銀行も1975年から79年までの5年間に支店29、現地法人25、駐在員事務所100、出張所1の合計155の海外進出を行った。そして短期対外貸付も貸付枠が徐々に拡大され、1977年には国際金融情勢が比較的平穩に推移していたことや日本の国際収支が黒字基調を続けていたため、同年5月末から規制が撤廃された。

他方中長期対外貸付は、1976年に日本の国際収支が黒字に転換したのを背景にして同年11月、円建貸付については原則自由に、外貨建貸付については中長期対外貸付残高の範囲内で新規貸付が許可された。そして1977年7月以降は調達した中長期外貨資金額を基準に一定範囲内で中長期貸付が認められるようになった。これは極端な短期借・長期貸を是正するため、フロー・ベースで中長期貸付の60%の原資を中長期資金で調達しようとするもので、1979年にはストック・ベースに切り換えられた。また1978年7月、海外と自由に取引が可能で安定的に外貨資金調達のできる主要為銀に、包括許可が与えられた。

その結果1978年、79年に邦銀の中長期対外貸付（主体はシンジケート・ローン）は急増し、79年末に第5表のように外貨建で285億ドル、円建で1兆8900億円に達したのである。そしてシンジケート・ローンの世界ランキングでも東京銀行が78年1位、79年2位となったほか、両年には都銀各行が上位に勢揃いした。これは①国際的シンジケート・ローンのブームに日本の中長期対外貸付自由化措置が重なった、②日本国内の貸付伸び悩みを海外の貸付増で埋め合わせようとした、③アメリカの国内資金需要増とユーロ市場の利鞘低下からアメリカの銀行貸出が自国に向けられた事も大きく影響したといえるだろう。

しかし1978年9月のイギリス電力庁向けの5億ドルのシンジケート・

ローンをはじめとする低利貸付に、邦銀が市場進出を急ぐあまり積極的に参加したため、「バンザイ・ローン」「ハラキリ・ローン」との批判が欧米からなされた。また1979年12月のイラン革命等による政治的不安化や第2次オイル・ショック、同年秋からのアメリカの高金利による国際金融情勢悪化、日本の国際収支悪化等々のため、79年10月から円建融資と同様、再び新規外貨建貸付は禁止された。

その後資金流入を要請する発展途上国のため、1980年4月から中長期貸付が再開されたが、80年上期の成約額を50億ドル以内とし、邦銀がシンジケート団の幹事となる案件は融資比率20%以内と大蔵省により制限された。そして同年10月、翌年4月と徐々にそれらの規制は緩和されていった。

こうした国際金融市場での邦銀の不安定な立場は、非基軸通貨国であるがために国際収支動向とドル資金調達安定化の制約の下、極端な規制と断続的行動がもたらした結果といえるだろう。すなわち基軸通貨国であるアメリカの銀行の場合、短期資金により長期貸付の原資であるドルを調達しても金融逼迫期には、国内預金や国内金融市場、最後の貸手としての連邦準備銀行に依存することができるのに対し、邦銀の場合国際金融市場での債務の借換えで対応しなければならない。このような不安定性の回避のためには円建貸付の比重を高めるか、外貨建中長期負債の比重を高める必要がある。円建貸付は第5表、第6表に示されるように拡大しつつあったものの日本の国際収支動向に左右されやすい弱点があった。また外貨建中長期資金調達のため邦銀は、ユーロ市場やアメリカ市場での定期預金獲得、長期借入、CD発行、債券発行等を行ってきた。

しかしながら外貨建対外貸付における邦銀の不安定な基盤と、その反映としての貸付額の大幅な変動は、1970年代の邦銀の国際金融業務における大きな特徴であったといえるだろう。

ところで日本ではアメリカと同様、銀行の証券業務兼営を禁止していた

が、ヨーロッパでは証券業務兼営が可能であるために、1970年代になると邦銀は現地に証券業務を行う子会社を設立した。なかでも70年代後半からは日本企業のヨーロッパにおける起債が増大したため、積極的に業務を拡大した。これは、①1973年12月、外国で調達した資金を海外で運用できる外—外の外貨債発行の認可、②74年11月、国内で利用できる外—内の外貨債認可、③低成長下での企業の海外での低金利起債の選好、④企業の海外資産増大に伴う為替リスク回避のための債権に見合う債務確保、⑤無担保社債発行が可能なユーロ市場の簡便さ、⑥日本国内での国債の大量発行による民間債のクラウディング・アウト、⑦日本の主要取引銀行による保証等々が、その背景にある。ところが大蔵省の指導によりヨーロッパに証券業現地法人を設立した邦銀は「日本企業の公募外貨債の幹事について証券会社系現地法人を銀行系現地法人より上位におくこと（三局合意）」とされているため主幹事にはなれなかった。しかし銀行からすれば証券業務開始は国際業務の幅を拡大したことにもなり、収益の機会も増大したといえる（国内の業際問題の反映である「三局合意」は、1984年からのユーロ円債の起債基準緩和やカレンシー・スワップ取引を組み込んだ起債において、邦銀系証券会社現地法人の競争力の増大により見直しの気運がたかまった）。

以上のことから1970年代後半には、広義の第3段階に銀行の国際化がすすんだといえるだろう。

## 5 1980年～1990年初頭まで

1980年12月、日本は外為法を改正し、居住者の対外貸付は事前に届出をすれば平時は自由に行うことができる（ただし届出受理日から20日を経過するまで貸付してはならないが、特に支障がないときはこの期間を短縮できる）ことになった。また海外支店のある本邦為銀と外国銀行在日支店の

行う円建および外貨建対外貸付、ならびに地相銀の行う円建対外貸付（中長期単独ローンを除く）および短期外貨建対外貸付については届出を必要としないこととなった。

このようにそれまで原則禁止例外許可の法体系から原則自由例外禁止の法体系へと移行し、金融機関の国際業務も大きく拡大することとなった。すなわち1970年代までの邦銀の国内における企業向け国際業務は、外貨建（後では輸出金融では円建も含んだ）貿易金融が中心で、例外的に外国銀行より日本の企業が導入する中長期のインパクト・ローンに関連した代理業務や保証業務、企業の外債発行に伴った保証業務を行っていた。中長期インパクト・ローンは従来より外銀在日支店等からの導入が認められていたが、80年3月より邦銀からの導入も許可されるようになった。また短期インパクト・ローンは原則として禁止されてきたが、79年6月から外銀、邦銀とも個々の申請により許可されることとなった。そして80年12月に施行された新外為法により、日銀の窓口規制の対象外である長短の外貨建インパクト・ローンの供与や、臨時金利調整法に基づく金利規制を受けず預入期間も為銀の自由裁量で設定できる居住者外貨預金受入が自由となったのである。

第7表と第8表に示されているように1980年以降、短期インパクト・ローンおよび外貨預金の実行額と残高は急増した。これは①短期インパクト・ローン貸出金利水準が資金調達先のユーロ市場金利プラス0.5%に対し、輸出入ユーザンスはニューヨークBA市場金利プラス2～3%のため、インパクト・ローンのほうが銀行のユーザンスを利用するより有利である、②インパクト・ローンが一般化・小口化、借手として大企業や貿易関連業者から中小企業や個人にまで裾野が拡大した、③証券会社等のように内外金利差を利用した金利裁定取引としてインパクト・ローン導入を活発に行ってきた、④外貨預金は金利規制から逃れられるのでより高利を得る機会が

第7表 インパクトローン実績（フロー）と残高（百万ドル）

年 末	短期インパクト・ローン			中長期インパクト・ローン		
	邦 銀	外 銀	残 高	邦 銀	外 銀	残 高
1977					1,484	—
78					1,208	—
79	380	100	376	1,776	—	
(80年1～11月)	(1,246)	(262)	2,588	(1,471)	(2,154)	8,100
12月)	(1,345)	(73)		(265)	(162)	
81	38,741	16,284	13,641	1,207	1,344	6,702
82	96,112	105,636	18,876	2,329	2,172	8,553
83	154,974	118,223	27,564	2,631	1,744	9,122
84	244,403	160,923	38,014	3,594	1,091	8,558
85	300,477	202,381	42,406	6,331	1,020	10,330
86	529,426	208,782	99,571	14,133	1,358	19,787
87	961,727	198,154	1,159,881	23,204	1,863	25,067

(注) —は不明、1980年1～11月までは認可ベース、80年12月以後は実行ベース。

(出所) 【大蔵省国際金融局年報】各号から作成。

第8表 居住者外貨預金残高

年 末	百万ドル
1980	3,763
81	4,792
82	7,187
83	12,931
84	16,723
85	21,243
86	23,464
87	24,618

(出所) 第7表に同じ。

多い、⑤円貨を対価とした外貨預金は金利裁定取引が大宗で先物予約を同時に行うことによりできあがる実質利回りが、国内CDや現先の利回りを上回る場合、円資金が外貨預金にシフトした、⑥インパクト・ローンの70%、

外貨預金の90%以上は最終的に円を調達するための取引で、円建取引に課せられる預金金利規制や窓口規制を外貨建により免がれ、実質的には円建取引を行っている等々の要因によるものであった。

また第4表と第5表に示されているように邦銀の対外貸付は1982年まで順調に拡大してきた。ところが82年夏以降、メキシコ、ブラジル等の大口債務国の対外支払困難問題が相次いで発生したのを契機に為銀の与信態度は、一般に慎重となったが1984年以降は先進国向け貸付を中心に再び増加した。しかし82年から84年にかけてカントリー・リスク問題や自己資本比率規制強化への対応等のため、70年代後半から80年代初頭にかけてユーロ市場の主役であったシンジケート・ローンは変動利付債（FRN）や短期証券の引受ファシリテイ（NIF）といった証券形態の新しい金融商品に主役を奪われ、ユーロ市場における「金融の証券化（セキュライゼーション）」が急速に進んだ。このような大変動の流れの中で邦銀の対外中長期貸付残高は、円建、外貨建を合計すると1987年9月末で約2030億ドルに達し、銀行の粗利益全体に占める国際業務部門内収益のシェアも86年度で都銀19%、長信銀22%、信託銀で16%程度になっていた（国際業務収益のシェアを明確に算出することは費用や収益の配分が困難なため確定することはできないという限界がある）。

さらに86年度の本邦為銀の外為取扱高は8兆90億ドルで前年度より69%の増加を示し、都銀が全体の41%を占め、都銀、長信銀、信託の合計で61%を占めていた。また85年度の本邦為銀の外為部門収益（営業粗利益）は、1兆3209億円で前年度より20%増加しているもの外為取扱高の69%増加に対し外為収益20%の伸びに止まっていたのは、外為取扱高の増加が利ザヤの薄いインパクト・ローンや証券為替の増加のためである<sup>4)</sup>といえる

---

4) 『大蔵省国際金融局年報』1989年、pp. 145-161。

第9表 都銀13行の海外支店に係る預金・貸出金状況

(単位、億円、%)

年度末 下半期	預 金			貸 出 金		
	海外支店(A)	国内・海外 の合計(B)	構成比 (A/B)	海外支店(C)	国内・海外 の合計(D)	構成比 (C/D)
1977下期	69,407	757,268	9.2	34,605	617,639	5.6
1978下期	93,321	857,846	10.9	50,685	684,090	7.4
1979下期	149,393	969,812	15.4	82,252	759,153	10.8
1980下期	196,633	1,089,724	18.0	90,030	817,077	11.0
1981下期	338,100	1,342,716	25.2	139,963	947,672	14.8
1982年度末	393,311	1,447,096	27.2	159,326	1,047,347	15.2
1983年度末	452,705	1,586,567	28.6	178,235	1,162,708	15.3
1984年度末	584,054	1,819,858	32.1	223,631	1,340,795	16.7
1985年度末	608,228	1,991,384	30.6	193,823	1,453,591	13.3
1986年度末	701,117	2,174,650	32.2	226,194	1,672,764	13.5

(出所) 『金融財政事情』1983年8月1日、1987年8月3日号より作成。

だろう。

ところで第9表は都銀の海外支店に係る預金・貸出状況の推移であるが、これによっても海外支店のウェートが高まっていたことが明白である。なお国際業務部門収益の50%以上が海外支店によるものとされていた。海外拠点設立については1984年6月の金融の国際化に関して行われた金融制度調査会の報告を踏まえ大幅に弾力化が図られ、地銀による駐在員事務所設立は大幅に増加するとともに、第2地方銀行による駐在員事務所の設立も増加した。このように邦銀の海外拠点は世界各国に相当整備されており、各拠点国における業務範囲や規模も急速に拡大し、狭義の第4段階に到達している銀行も数多く存在するようになったのである。

## 6 1990年代から現在まで

銀行の円建対外貸付は、円の国際化の進展や逐次の自由化措置に伴い、

1980年代は年々増加傾向を示していたが、1990年以降は伸びが鈍化し、バブルの崩壊とともに、円の国際化も後退し、減少傾向にある。外貨建対外貸付も BIS 規制による自己資本比率向上に向けての経営健全化対策等で、1990年代は貸付残高が減少傾向にある。さらにバブル崩壊による株価や地価の暴落と景気低迷により、巨額の不良債権が発生し邦銀の対外的信用も低下した。そのため国際金融資本市場での資金調達においても高率の「ジャパンプレミアム」を支払わざるを得なくなり、国際金融業務から邦銀は相次いで撤退することとなった。また銀行の相次ぐ合併・統合で海外拠点数も急激している。

他方、外国為替に対する自由化は着々と進展した。1990年7月、日本での金融・証券取引の国際化にかんがみ、居住者の対外取引の一層の円滑化のため、個人、法人を問わず居住者が海外金融機関との間で行なう残高3000万円相当額以下の外貨建預金を開設する場合は許可を要しないとされた。

さらに1996年4月から始まった日本版金融ビックバンのフロントランナーとして、1998年4月から外国為替管理法の全面改正で外国為替取引の原則自由化がスタートした。そこで従来、外国為替公認銀行のみに認められていた外国為替業務が、個人や法人でも可能となり、海外での預金口座開設も可能となり、銀行にとっても新たな段階を迎えている。

#### IV 日本の証券会社の国際化

##### 1 日本の証券会社の海外進出状況

本邦証券会社の海外進出状況は第10表に示されているが、証券業における国際業務は、とくに初期では本邦企業の国際化とは独自に進展してきた。すなわち非居住者である外国投資家の国際的分散投資にどのように対処するかという観点からスタートし、それを満たすための国際的流通市場の活用、国内市場より有利な発行市場や発行状況の模索といった方向で進んで

第10表 本邦証券会社海外進出状況

年 末	支 店	現地邦人	駐在員事務所	計 (現地邦人支店を含む)
1972年以前	4	17	15	36
1973	2	5	7	14
1974	—	4	4	8
1975	1	3	4	8
1975	1	3	4	8
1976	—	—	3	3
1977	2	6	—	8
1978	—	5	2	7
1979	1	3	4	8
1980	2	2	7	11
1981	—	4	5	9
1982	1	7	3	11
1983	—	4	7	11
1984	—	3	9	12
1985	—	6	22	28
1986	—	19	21	40
1987	—	11	19	30
1987年12月末 現在数	0	93	73	188

(注) 現地法人とは本邦証券会社の出資比率が50%超である外国法人をいう。

支店、駐在員事務所は開設ベース、現地法人は届出ベース。

(出所) 『大蔵省国際金融局年報』1988年版『金融財政事情』1989年8月7日号より作成。

きた。この点では伝統的な取引関係をテコにして本邦企業の国際化の後追いの形で発展してきた銀行の国際業務とは性格を異にしている。

そして1970年代にはいり、日本国内の金融市場の長期間の緩和傾向、日本の貿易収支の大幅黒字や外貨準備増大とともに、証券業の国際業務にも新分野が生まれたのである。本邦投資家による外国証券取得や本邦資本市場の積極的な非居住者への開放がそれである。

本邦証券会社の国際化は、対内・対外証券投資の活発な取引や本邦企業

による海外での資金調達とくに外債発行の増大を背景に、これらの証券投資の取次業務に係るアンダーライター（引受）業務を中心に急速に進められた。それとともに本邦証券会社の海外拠点も1972、3年頃から大きく整備され、80年以降は毎年全体で10拠点以上の進出が続いてきた。1987年7月1日時点で海外拠点を持っている本邦証券会社は28社に達し、海外拠点の内訳は現地邦人93（出資比率50%超）、現地邦人支店22、駐在員事務所73で、合計188拠点となっていた。また進出国数22カ国、都市数で32都市に上っていたが、進出先は国際資本市場の中心であるロンドン、ニューヨーク、チューリッヒおよび香港に集中していた。

しかしバブルが崩壊し、株価が低迷した1990年代からは日本の証券会社の海外進出も様変わりし、減少している。2000年6月末時点で海外拠点（支店、駐在員事務所、現地法人）は77ヶ所と前年比20減となっている。各社別では野村証券が27ヶ所と全体の35%となっている。また、以前はニューヨーク、ロンドン、スイス、香港が主要拠点であったが、近年はこの4都市からの撤退も増加しており、10社以上の本邦証券会社が拠点を置いているのは、ロンドンと香港のみで、ニューヨーク5社、スイス3社となっている。

2001年6月時点では、海外拠点は75ヶ所に減少している。引き続き野村証券が全体の35%を占め、大和証券、日興証券となっている。日本国内の株価低迷による取引手数料の減少による経営圧迫、日本版金融ビックバンでの競争激化による淘汰や統合の進展等々で、不採算の海外拠点は縮小傾向にある。とくに中小証券会社の海外撤退傾向が鮮明になっている。

## 2 本邦証券会社の海外進出形態と国際業務

本邦証券会社の海外進出形態は第10表にあるように①現地法人（本社出資比率50%超）およびその子会社・支店、②駐在員事務所があるが、各社

とも最初に駐在員事務所を設置し、基盤がある程度固まった段階で現地法人に昇格させて、営業活動を開始するのが一般的である。

また本社および現地法人を通じての国際業務としては、①外債発行に係る引受業務、②非居住者である外国投資家の対日証券投資や本邦投資家の対外証券投資の取扱いを中心とするブローカー業務およびこれを補完するディーラー業務、さらに現地法人のうち現地の法制上銀行業免許を有するものは③証券業に密接な関連を持つシンジケート・ローンへの参加や斡旋等の銀行業務も行っている。

まず第1の引受業務は、本邦企業が相対的に通貨が安定し低金利が維持されているスイス市場での起債を選好したため、この地域を中心に展開してきた。しかし1982年の累積債務問題を契機として前述したようにシンジケート・ローンからユーロ債への証券化移行が急速に進んだ。ユーロ円債市場の発達やカレンシー・スワップ等高度な資金調達技術の発達を背景に、近年は本邦企業だけでなく外国債も引受の対象にするようになり、引受手数料の収益に占るシェアが増加してきた。1987年のユーロ債引受世界ランキングでは、同年9月までの東京市場の株高による本邦企業のユーロ・ドル建ワラント債（新株引受権付社債）のため、発行ラッシュとユーロ円債の起債増加のため、野村証券のロンドン現地法人が1位となったのをはじめ他の3証券現地法人も4位、5位、6位に躍進し、邦銀系も日本興業銀行のロンドン現地法人が11位に食い込んだ。また日本における円建外債の引受けも国際業務に含まれる。

つぎに第2のブローカー、ディーラー業務のうち対日証券投資に係るものについては、従来から大部分の本邦証券会社現地法人の中心的業務となっていた。とくに第2次オイル・ショック以降、アメリカの年金基金やヨーロッパの機関投資家などによる対日証券投資活発化とともに本邦証券会社現地法人の円証券手数料は増加した。また本邦投資家による対外証券

投資の増大に伴い、ニューヨーク、ロンドン等の主要な国際資本市場での現地法人の対外証券投資関連業務の比重も大きくなった。

第3の銀行業務については、フランクフルト、アムステルダム、ブラッセル、ルクセンブルグ、チューリッヒ、ジュネーブ、香港、シンガポール、シドニー、そしてバーレーンで銀行業免許を持っている現地法人に限られていた。各社とも銀行業務は証券業務の補完業務として行っているところが多かったため、銀行取引の比重は小さかった。しかし1986年、野村証券がロンドンの既存の証券現地法人とは別に銀行現地法人を設立し、ロンドンでの銀行業務を本格的に行うようになったことは、歴史的にも初めてで注目された（この現地法人は証券会社現地法人数に入っていない）。

## V 金融機関の国際業務のリスク管理

国際金融業務において、債務累積問題とカントリー・リスク管理問題の重要性は広く認識されるようになり、各金融機関で、リスク管理対策も確実に整備されつつある。具体的には各国毎にカントリー・リスクの評価を行ない、各国毎の与信枠を設定することにより、リスク管理対応を行っている。それは絶対額だけでなく、増加額の限度枠や当該金融機関全体の与信に対する当該国の割合の限度枠を設定する場合もある。

カントリー・リスクの評価方法としては、金融機関が当該国の①デッド・サービス・レイシオ等の債務指標、②政治・経済・社会情報、③金融市場での評価、④外部専門分析機関の評価等々を総合的に評価して算出している<sup>5)</sup>と考えられている。ただ自行でのカントリー・リスク専門のスタッフは限られており、外部の専門的評価機関の分析結果を利用する機会が多いようである。

---

5) 【大蔵省国際金融局年報】1999年版、pp. 138-139。

しかし邦銀の国際金融業務からの相次ぐ撤退や規模縮小に伴って、デフォルトが現在発生している国やリスクスケジュールが過去に行なわれた国に対しては、当該国以外の保証がある場合や国際金融支援が行なわれる場合以外、新規融資に消極的な邦銀が多いといえる。

## VI 金融機関の国際化・グローバル化の問題点と展望

1980年代になって本邦銀行・証券会社は、70年代初頭に次ぐ新たな国際化を進めた。とくに85年のG 5以降の急速な円高を契機とした本邦企業の本格的多国籍化と生保などの本邦機関投資家の対外投資増大は、都市銀行と4大証券会社（当時）を中心とした本邦銀行・証券会社の国際化を一層促進し、「オーバー・プレゼンス（目立ちすぎ）」を生じさせ、諸外国との金融摩擦を引き起こした。84年5月の「日米円・ドル委員会」報告以降のアメリカおよびヨーロッパ諸国の対日金融開放要求は「相互主義」に基づくものであるが、それも本邦銀行・証券会社の国際金融資本市場での競争力の強化を反映しているといえるだろう。

ヨーロッパではユニバーサル・バンキング制度のもとで証券業務と銀行業務の兼営が認められ、本邦銀行は証券現地法人を、証券会社は銀行現地法人を通じて銀行・証券業務を行っている。そのためヨーロッパ銀行の対日証券進出を日本政府は認可することとなった。またニューヨークやカリフォルニアで本邦銀行が信託業務を兼営しているため、85年3月までに参入を申請した外国銀行9行に信託参入を許可した。このような相互主義に基づく日本の金融資本市場の開放は、ユーロ市場等からの新しい金融ノウハウの移転、国際資金移動の活発化、各国金融機関の相互進出の増大、主要通貨や金融商品の24時間取引体制の整備等々、世界的な金融資本市場の同質化、多様化の流れの中でグローバル化を一層推進することになった。また「金融の証券化」の増大により金融市場と資本市場、国内市

場と国際市場、銀行と証券の業務分野といった垣根は混然一体化しながら、金融の総合化、ハイテク化が進展している。

本邦金融機関のグローバル化については、このような新しい金融ノウハウの開発や吸収、深化していく金融テクノロジーの充実、本邦企業や機関投資家との取引関係の維持・拡大にとどまらず、外国の地場産業・機関投資家との取引強化といったより一層の現地化が、今後の競争力を左右すると考えられる。それとともに債務累積問題の円滑な解決や複雑多岐にわたるリスク管理の体制づくりと、国際的水準からみても十分と判断される自己資本の充実を図ることが本邦金融機関の課題であろう。

#### 〔参 考 文 献〕

- (1) Aliber, R. Z., "International Banking : A Survey", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 16, No. 4, Nov. 1984.
- (2) Johnston, R. B., *The Economics of Euro-Market-History, Theory and Policy*, MacMillan, 1983.
- (3) 安東盛人・土屋六郎編『現代の国際金融』有斐閣、1985年
- (4) 有馬敏則『国際通貨発行特権の史的的研究』日本学術振興会、1984年。
- (5) ——、『内外金融システムの変化と対外不均衡』滋賀大学経済学部研究叢書第14号、1987年。
- (6) 藤田正寛他、「わが国の銀行国際化に関する実態研究」『金融研究』第5巻、神戸大学経済経営研究所、1982年。
- (7) 片木進「金融のグローバル化と制度的対応」『金融研究』1987年9月。
- (8) 保坂直達『金融革命と銀行の国際化』有斐閣、1986年。
- (9) 『金融ジャーナル』各号。
- (10) 金融研究会『国際化の進展に伴う我が国金融機関のあり方』金融財政事情研究会、1979年。

- (11) 『金融財政事情』各号。
- (12) 三井銀行調査部「金融と円の国際化」『調査月報』1982年6月。
- (13) 日本経済新聞社編『金融の国際化』日本経済新聞社、1980年。
- (14) 西村閑也・小野朝男編『国際金融論入門（第2版）』有斐閣、1989年。
- (15) 岡正生『金融グローバル化と銀行経営』東洋経済新報社、1989年。
- (16) 『大蔵省銀行局年報』各号。
- (17) 『大蔵省国際金融局年報』各号。
- (18) 『大蔵省証券局年報』各号。
- (19) 関下・鶴田・奥田・向『多国籍銀行』有斐閣、1984年。
- (20) 館龍一郎・蠟山昌一編『日本の金融〔II〕国際化の展望』東京大学出版会、1987年。
- (21) 森見誠良編『金融のグローバリゼーション I、II』法政大学出版局、1988年。
- (22) 館龍一郎監修『国際金融市場 TOKYO』有斐閣、1988年。

## 第4章 自己資本比率規制と銀行のリスク管理\*

### I はじめに

#### 1 金融機関の直面するリスク

近年における金融の自由化、国際化、証券化の進展は、金融機関の資金仲介機能の効率化を促進する一方で、金利や為替相場の変動幅拡大、業務多様化による金融機関相互間や他業態との競争激化により、各金融機関の経営を不安定化させる側面を持っている。

現在金融機関が直面するリスクとしては、第1章の第3表に示されている。具体的には①金融機関の信用供与（貸出、有価証券等）が受信者の業況悪化から当初約定どおりに返済されなくなる「信用リスク」、②資産と負債の金利改訂時期が異なる時、金利変動に伴う損失が発生する「所得リスク」と金利変動による債券価格変動から損失が発生する「投資リスク」を含んだ「金利リスク」、③外国為替相場変動に伴う「為替リスク」、④金融機関に運用と期間のミスマッチや予期しない資金流出により流動性不足が発生し、市場での調達が可能となったり、著しく高金利で調達をせざるを得なくなる「流動性リスク」、⑤金融機関の事務処理の過程で発生する「事務リスク」、⑥支払決済システムで構成員の支払不能が他に波及して、システム全体が混乱する「システム・リスク」等に分類される<sup>1)</sup>。

このようなリスクの増大とともに金融機関にとっては、リスク管理の整備体制強化が重要な課題となっている。また貸倒れなどの最終的なバツ

---

\* 本章は財団法人『簡易保険文化財団』の助成による研究成果の一部である。

1) 横山昭雄監修『金融機関のリスク管理と自己資本』有斐閣 1989年、pp. 37-89.

ファーとしての、自己資本の充実の重要性も再認識されるようになってきた。

## 2 バーゼル合意（BIS 規制）の成立

自己資金充実は業種や規模、国を問わず経営の健全性確保のため不可欠なものである。とくに1974年のヘルシュタット銀行倒産以来、各国は従来以上に銀行等の自己資本充実に努めてきた。

このような状況下で1987年1月、アメリカ、イギリスからの銀行の自己資本比率規制について共同提案が発表されたのを契機に、国際的統一化の動きが本格化し、スイスのバーゼルに1930年設立された国際決済銀行（Bank for International Settlements, 以下 BIS）の「銀行規制監督委員会」の場を中心に検討が加えられた。

この結果、同委員会は「自己資本比率の測定と基準に関する国際的統一化」と題した報告書を1988年6月完成させ、同年7月この報告書をG10諸国中央銀行総裁会議に提出し、全会一致でこの案が了承され、同年7月15日、各国監督当局から公表された。これがいわゆる「バーゼル合意(BIS 規制)」と呼ばれるものである。各国監督当局は、合意された自己資本比率規制の枠組を早急に実施するものとされ、日本では1988年12月22日、国内適用のための大蔵省通達<sup>2)</sup>が各金融機関に対して発出された。

## 3 BIS 規制合意の背景

BIS 規制合意の背景には、銀行業務の自由化、国際化が進展する中で、まず第1にイギリスでは70年代、アメリカでは80年代、銀行の支払不能や倒産が増加したため、各国ともに自己資本比率向上による健全性確保を目

---

2) 大蔵省銀行局『大蔵省銀行局年報（平成3年版）』1991年12月、p. 27.

指したこと、第2に金融のグローバリゼーションによる内外金融市場の一体化により、一国の銀行破綻が国際的に波及するようになったため、国際的な銀行システムの安定性の向上を図る目的で、国際業務に従事する銀行に同一の自己資本比率規制をする必要が生じたこと、第3に国際的に活動している銀行間の競争条件を平等化することを狙いとしていたことがあげられる。

とくに邦銀がユーロ市場で高金利による資金調達、低金利による資金供給といった薄利多売により著しくシェアを拡大していた反面、自己資本比率は国際的にも低水準であったため、「オーバー・プレゼンス(目立ちすぎ)」となり、いわゆる「ジャパン・バッシング(日本たたき)」も相まって、邦銀と欧米銀行の競争条件の平等化が強く意識された結果といえるだろう。

確かに国際金融市場における邦銀資産は BIS 年報によると1984年は5,179億ドルで世界合計の23%に過ぎなかったのが、88年38.2%とピークに達し、BIS 規制実施後の89年38%、90年35.5%と停滞し始めた。世界の総資産は84年の2.2兆ドルから90年の5.9兆ドルと2.3倍の伸びに対し、邦銀は2.1兆ドルと約4倍の増加を示しており、欧米銀行が競争条件をイコール・フットングにしようと考えたのも、ある意味では当然といえるだろう。

#### 4 本章の目的

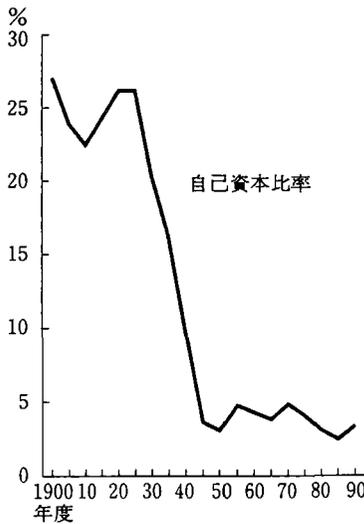
本章においては日本の自己資本比率規制の推移、BIS 規制の枠組み、BIS 規制に対する大蔵省、日銀の対応、バブル経済下の銀行の自己資本比率の推移、バブル崩壊後の BIS 規制に対する銀行の対応、日本における BIS 規制見直し論の検討、第2次、第3次 BIS 規制案を、内外マネーフローの変化とリスク管理に留意しつつ考察していくことにしたい。

## II BIS 規制の枠組み

### 1 日本における自己資本比率規制の推移

日本では自己資本の充実についての意欲が従来希薄であったかというところではない。第1図によれば昭和初期までは、狭義の自己資本〔(資本勘定+引当金)/総資産期末残高〕は20%を上回っており、戦後の混乱期を除けば、その比率が最も低下したのは1970年代<sup>3)</sup>以降である。

第1図 自己資本比率の推移



(注1) 自己資本比率とは (資本勘定+引当金)/総資産期末残高

(注2) 1950年度までは財閥系大銀行、それ以降は都市銀行合計

(出所) 大蔵省資料

3) 西村吉正「緩和・延期こそ疑心暗鬼を助長する」『週刊東洋経済』1992年5月号、pp. 92-97.

日本でも自己資本充実の必要性が大蔵省通達でしばしば強調されていたものの、自己資本比率規制として最初に具体的目標が示されたのは、第1表のように1954年の通達においてであった。この通達では広義自己資本(貸借対照表上の資本金、法定剰余金、剰余金と諸引当金を加えたもの)を期末預金残高の10%以上にすることが要請されていた。その後82年、86年に改正されて現在にいたっている。

88年のバーゼル合意を受けて日本でも従来の自己資本比率規制に関する大蔵省銀行局長通達を改正する形で、前述の国際的統一基準による自己資本比率規制に関する通達が88年12月発出された。この通達で第4表の従来

第1表 わが国の自己資本比率規制の推移

実施期間	規 制 の 内 容
昭20 (1954年)	「昭和29年度下期決算について」 自己資本比率 = $\frac{\text{広義自己資本}}{\text{預金期末残高}} \geq 10\%$
昭57 (1982年)	「普通銀行の業務運営に関する基本事項等について」 自己資本比率 = $\frac{\text{広義自己資本}}{\text{預金および譲渡性預金期末残高}} \geq 10\%$
昭61 (1986年)	「普通銀行の業務事項等について」の一部改正 自己資本比率 = (本則) $\frac{\begin{array}{l} \text{資本勘定} + \text{諸引当金勘定} + \text{税効果相当額とし} + \text{その他別に} \\ \text{(外部流出金)} \quad \text{(債券償却特別)} \quad \text{て別に定めるもの} \quad \text{定めるもの} \\ \text{(分を除く)} \quad \quad \quad \text{勘定を除く} \end{array}}{\begin{array}{l} \text{総資産} - \text{支払い承諾見返勘定} - \text{債権償却特別} \\ \text{(期中平均残高)} \quad \text{(借入保証、債権発行保証、)} \quad \text{勘定相当額} \\ \quad \quad \quad \text{(その他別に定めるものを除く)} \end{array}} \geq 4\% \text{程度}$ (補則) 海外支店を有する金融期間の追加基準 $\frac{\text{本則の分子} + \text{有価証券の時価と帳簿価格の差額} \times 70\%}{\text{本則の分母}} \geq 6\% \text{程度}$ 本則、補則とも昭和56年度までに達成することを目標。

(出所) 横山昭雄『金融機関のリスク管理と自己資本』有斐閣 p. 103を修正

の「海外支店を有する金融機関の追加基準」の代わりに「BIS 基準」が適用され、海外支店がない銀行の場合は、国際的な BIS 基準か従来の国内基準かを選択できるようになった。

## 2 BIS 規制の概要

G10諸国およびルクセンブルグの国際業務を営む銀行（12か国）に统一的に適用される BIS 規制による自己資本比率は次のとおりである。すなわち以下の算式で、91年3月末から93年3月末の期間では中間目標基準7.25%以上、93年3月末以降の経過期間終了後は最終目標基準の8.00%以上が達成されなければならないことになっていた（子会社を含めた連結決算ベース）。

$$\text{自己資本比率} = \frac{\text{自己資本 (Tier I + Tier II - 控除項目)}}{\text{リスク・アセット総額 (リスクウェイトによる加重総資産)}} \geq 8\%$$

(リスク・アセット・レシオ)

### (a) Tier I

まず「Tier I（第1次自己資本）」は中核となる資本で無制限に算入可能である。具体的には資本金、資本準備金、利益準備金、任意積立金、次期繰越利益金等で、連結ベースでは100%出資できない子会社の外部株主持分を含む。また普通株式（非累積配当型優先株式）、内部留保も含まれる。これらの合計額から営業権相当額を控除して計上するのが「基本的項目」といわれる Tier I の内容である。

### (b) Tier II

つぎに「Tier II（第2次自己資本）」は「補完的項目」といわれ、非公表準備金、資産再評価準備金、一般引当金、一般貸倒引当金、負債性資本調達手段、期限付劣後債が含まれる。各国の金融・会計制度の違いから Tier II の自己資本への算入は、各国の監督当局の裁量に委ねられ、細部では各

国毎に異なる部分が存在する。

日本の場合、Tier IIとしてとくに有価証券（投資有価証券勘定中の上場有価証券のみを対象）含み益の45%相当額が算入可能で、貸倒引当金（債権償却特別勘定を除く）は、資産評価損や特定しえない潜在損失を反映する金額を含んでいる場合、リスク・アセット・レシオベースで1.25ポイントを上限として算入可能（特例で2.0ポイント以下）であり、負債性資本調達手段としての累積配当型優先株式、永久劣後債、転換義務付証書等も算入可能で、期限付劣後債は Tier I の50%が算入限度で、残存期間5年以内の場合、毎年20%ずつ割引算入されることになっている。

また経過期間（日本の場合87年度末スタートで92年度末までの5年間）中は、第2表に示されているような範囲で、Tier II算入対象の一部を Tier I に加算できる「みなし Tier I」を設定していた。さらに Tier IIは Tier I と同額まで自己資本に組み入れ可能とされていた。

また総資産から非連結金融小会社への出資が控除され、資本の持ち合い分の控除は各国の裁量に委られ、控除しなければ100%リスク・ウェイトとされている。日本の場合、自己資本総額から自己資本比率引き上げを狙っ

第2表 経過措置

年	目標基準比率 (うち Tier I)	Tier IIから Tier Iへの 算入(みなし Tier I)	Tier IIへの算入		営業権担当額の Tier Iからの控除
			貸倒引当金	期限付劣債権	
当初	1987年末時点の レベル	Tier I の25%	無制限	無制限	裁量
90年度末	7.25%(3.6%*)	Tier I の10%	リスク・アセット の1.5 or 2.0%	無制限	裁量
92年度末	8.0%(4.0%)	無	1.25 or 2.0%	Tier I の50%	控除

(注) \* 「Tier 2から算入された Tier 1」を除くベースでは最低約3.25%。

た他行との意図的な資本の持ち合い分は控除しなければならない。<sup>4)</sup>

### (c) リスク・アセット

銀行の保有する資産を信用リスクやカントリーリスクに応じてウェイトづけしたものがリスク・アセットで、第3表のようにバランスシートに表示されるオンバランス資産だけでなく、債務保証や手形引受、先物取引等のオフバランス資産も含んでいる。

リスク・アセット算出についてのリスク・ウェイトの一部には、各国の制度上の違いもあり、各国独自に適用される項目もある（例えば日本の場合、地方公共団体への債権は10%、抵当権付住宅ローンは50%、モーゲージ担保証券は100%適用が見込まれていた等である）。また第3表では87年12月の協議案から変更された部分は下線を付してあり、協議の過程での論点が浮かび上がってくる。

バーゼル合意では、主として「信用リスク（貸倒リスク）」を規制の対象としているが、これでカバーできない金利リスク、証券（株式）保有リスクおよび外国為替リスクに係る規制のあり方についての検討が、バーゼル委員会で行われている。

## III BIS 規制と日本の対応

### 1 大蔵省、日本銀行の対応

BIS 規制の過渡的期間が終了する93年3月末以降、国際業務を営む銀行は8%以上の自己資本比率の維持が義務づけられることになった。たとえば8%の場合、その内訳は第1次自己資本（Tier I）の資本金や公表準備金等が4%以上、第2次自己資本（Tier II）の準備金、引当金、劣後債、

---

4) Committee in Banking Regulations and Supervisory Practices, *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, Basle, July 1988, pp. 1-22.

第3表 リスク・アセット (87年12月の協議ペーパーからの変更点には下線)

(1) オンバランス資産

算出方法	リスク・アセット＝資産額×資産カテゴリー別リスク・ウェイト
リスク・ウェイト	資 産 カ テ ゴ リ ー
0%	①現金、②中央政府、中銀向け現地通貨建債権、③OECD 諸国の中央政府、中銀向けその他債権 ④現金もしくは OECD 諸国の中央政府債権によって担保されるか、あるいは OECD 諸国の中央政府によって保証された債権
0,10,20ないしは50% (各国裁量)	①中央政府以外の自国公共部門向け債権、および同部門により保証された貸付
20%	①国際開発銀行（世界、米州開銀、アジア開銀、アフリカ開銀、欧州投資銀行。なお他のG-10諸国出資銀行は各国裁量）向け債権およびこれら銀行の発行債権によって保証された債権 ②OECD 諸国の銀行向け債権、および OECD 諸国の銀行によって保証された貸付 ③残存期間1年以内の OECD 諸国以外の銀行向け債権および原契約期間1年以内の OECD 諸国以外の銀行によって保証された貸付 ④自国を除く OECD 諸国の中央政府以外の公共部門向け債権、および同部門によって保証された貸付 ⑤取立未済手形
50%	賃貸されているか、もしくは、債務者が現在または将来居住する住宅に対し設定された抵当権により完全に保全された貸付
100%	①民間部門向け債権、②残存期間1年間の OECD 諸国以外の銀行向け債権、③OECD 諸国以外の中央政府向け債権、④公共部門所有の事業会社向け債権、⑤営業用土地・建物・動産およびその他の固定資産、⑥不動産投資およびその他の投資、⑦他の銀行の発行した資本調達手段（自己資本から控除されていない場合）、⑧その他すべての資産

\*OECD 諸国＝OECD 加盟国および IMF との間で GAB 締結国（OECD 加盟国およびサウジアラビア〈25か国〉）。

## (2) オフバランス資産

算出方法	リスク・アセット＝信用リスク相当額（取引額×掛目）×上記資産カテゴリー別リスク・ウェイト
掛目	取引手段
0%	原契約期間1年以下あるいはいつでも無条件で取消し可能なコミットメント
20%	短期かつ流動性の高い貿易関連偶発債務（荷為替信用状等）
50%	①取引に係る偶発債務の一部、②NIF および RUF、③原契約期間1年超のコミットメント（正式のスタンドバイ契約とクレジットライン）
100%	①直接的な信用供与代替取引（債務保証、手形引受等）、②買戻条件付売却および求償権付資産売却、③確実な実行を伴うコミットメントである先物資産購入、先渡し預金および部分払込株式または債権

(出所) 日銀資料

株式の含み益等が4%以内となる。国内業務を続けるためには4%以上の自己資本比率が必要となる。

したがって BIS 規制の下で銀行は自行の市場シェア減少につながる貸出を縮小させたくないならば、自己資本増加を図る以外に道がないことになる。そこで BIS クック委員会での BIS 規制の内容を詰める交渉の過程で、大蔵省、日銀は日本の銀行が保有している株式の含み益をできる限り多く自己資本の中に取り込み、BIS 規制をクリアさせようとした。これは第4表の86年の通達にみられるように大蔵省の行政指導で銀行が第2次自己資本に保有株式の含み益の70%を組み入れていたことに由来する。大蔵省、日銀は株価の右上がり神話を信じ、日本の銀行の保有株式の含み益はリスクでないと主張した。そこで最終的には欧米中央銀行当局も日本に妥協し、保有株式の含み益の45%を組み入れてよいことが決定されたようである。<sup>5)</sup>

第4表 自己資本比率の推移 (単位 %)

業 態 別	適 用 行	最 終 べ ー ス									
		88、3	88、9	89、3	89、9	90、3	90、9	91、3	91、9	92、3	
都 銀	11	7.17	7.44	7.97	8.06	8.14	7.66	8.52	8.59	8.20	
長 信 銀	3	6.92	7.90	8.00	8.35	7.84	7.49	8.12	8.33	8.31	
信 託	7	8.04	9.20	11.05	11.28	10.86	8.71	10.37	10.33	8.82	
地 銀	56	9.43	9.27	9.61	9.79	8.76	7.77	9.13	9.06	8.69	
第二地銀	13	6.94	7.11	8.00	8.22	8.23	7.54	8.68	8.70	8.31	

業 態 別	適 用 行	経 過 措 置 べ ー ス									
		88、3	88、9	89、3	89、9	90、3	90、9	91、3	91、9	92、3	
都 銀	11	9.35	9.17	9.87	9.98	8.50	7.67	8.82	8.72	8.19	
長 信 銀	3	9.22	10.54	10.67	11.13	9.54	7.49	9.03	9.21	8.31	
信 託	7	10.72	11.81	14.07	14.51	11.56	8.71	10.46	10.11	8.66	
地 銀	56	10.02	9.68	10.13	10.36	8.82	7.78	9.16	9.09	8.54	
第二地銀	13	7.84	7.68	8.70	8.96	8.24	7.54	8.68	8.70	8.32	

(出所) 『大蔵省銀行局年報』平成3年版。『金融財政事情』92年3月16日号、9月7日号。

## 2 バブル経済下の銀行の自己資本比率

1988年3月末以降の日本の銀行の自己資本比率の推移は第4表のとおりである。国際的統一基準導入後、日本の株式市況は活況を呈し、88年度から89年度までの銀行のエクィティ・ファイナンス（時価発行増資等）の額は11兆円となり、88年3月末の銀行のリスク・アセット合計436兆円の2.6%に相当した。<sup>6)</sup>

5) 関師三郎「自己資本に株含み益を入れた愚かさ」『エコノミスト』1992年11月9月号、pp. 120-121。なお現行税制で株式含み益売却により利益を出した時、売却益の55%に課税されるため45%の組み入れとなった。

6) 『大蔵省銀行局年報』平成3年版、pp. 27-28。

また第2図のように、この期間の株価の高騰で銀行の株式含み益は大幅に増大し、自己資本額は33.6%増加した。さらにこの期間の円安で海外資産のリスク・アセットが増え、88年度から89年度の都銀のリスク・アセット平均伸び率は約20%となった。

この結果90年3月期決算までは、エクイティ・ファイナンスによる資本金増加（Tier Iの充実）や保有株式含み益増加（Tier IIの充実）もあり、自己資本比率を順調に高め、多くの銀行が最終目標である8%を達成することができた。この期間はバブル拡大過程にあり、不動産融資等の「財テク融資」への貸出資産の増加や業容拡大を継続することが可能であった。

### 3 バブル崩壊後の銀行の対応

ところが90年当初からはバブル崩壊、湾岸戦争、ソ連邦崩壊といった悪

7) 銀行が外貨建て資産と負債を保有している時、持高がスクエア（資産・負債同額）であっても円安になると円で測った資産増加により自己資本比率が低下することになる。

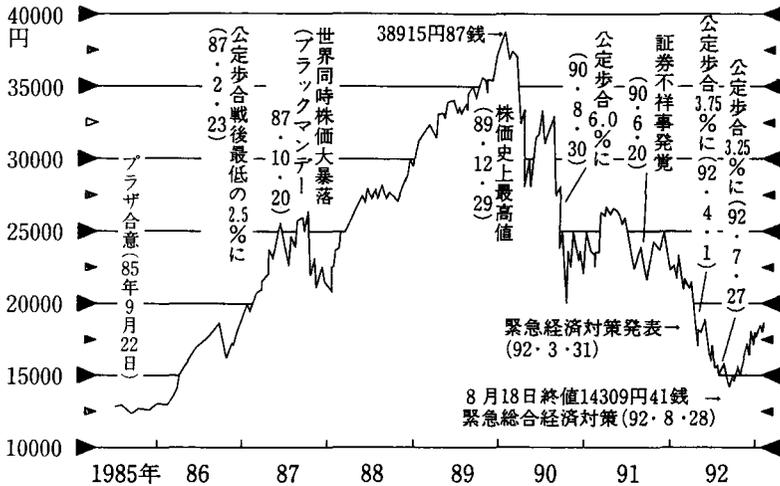
例えば総資産の20%がドル建て、自己資本比率10%の邦銀の円表示の貸借対照表1の例では、ドル持高はゼロとなる。

ドル資産	20	ドル債務	20
円資産	80	円債務	70
		資本	10
合計	100	合計	100
自己資本比率	10% (=10÷100)		

このような場合に円がドルに対し100%下落する（切り下がる）と、貸借対照表2のように変化し自己資本比率は10%～8.33%に低下する。もし円高になると円で測った外貨建資産の減少から、自己資本比率は上昇する。詳しくは深尾光洋「為替相場変動と金融機関の自己資本比率」【金融研究】第10巻2号、1991年7月を参照されたい。

ドル資産	40	ドル債務	40
円資産	80	円債務	70
		資本	10
合計	120	合計	120
自己資本比率	8.33% (=10÷120)		

第2図 東証の平均株価の推移



材料続出で第2図に示されているように株価は暴落し続け、エクイティ・ファイナンスの事実上の停止や株式含み益の減少・含み損の増加と、銀行にとり状況が一変することとなった。

さらに証券・銀行不祥事、地価の下落、「財テク」失敗による大型倒産が続発し、90年9月中間期以降銀行の自己資本比率最終目標8%達成は容易なものではなくなった。第4表の90年9月末時点での自己資本比率は多くの銀行で8%を下回ることとなり、91年3月末では一時的株価回復や円高で8%を達成し、以後一進一退であったものの、92年9月末にはどうにか8%を達成した。

とはいうもののバブル崩壊以降銀行は、今まで以上に積極的に既存債権の流動化・証券化策や新たな資本調達手段の導入、急速に拡大してきた海外資産や市場性資産を中心にリスク・アセットの削減・抑制を図らざるを

えなくなった。

まず既存債権流動策として88年11月の住宅ローン債権信託、89年7月の地方公共団体向け貸付債権、90年3月の一般貸付債権の流動化が実施されたものの金額としては小さく、あまり自己資本比率上昇には結びつかなかった<sup>8)</sup>。

新たな資本調達手段として90年6月の Tier II に一定額が組み込める劣後ローン(劣後特約を付したローン)、90年9月の海外子会社を通じた劣後債が導入され、決算期前には都銀各行が相当額の駆け込み的劣後ローンの取り入れに走った。劣後ローンの借入先は大部分が生保であり、生保から事業会社に資金が流れにくくなり、なりふり構わぬ銀行の対応に批判が出るほどであった。

また91年5月に金融制度調査会で国内劣後転換社債の発行、一般貸付債権流動化のための諸制約の撤廃等についての報告がとりまとめられ、行政当局が具体化の検討を進めた。さらに今後海外子会社による優先株の発行や永久劣後債、永久劣後ローンの実施も予想され、BIS 規制対応のための多様化が図られている。しかし劣後債務の拡大は銀行にとり資金調達のコストの上昇を招き、銀行経営圧迫要因となるといえよう。

8) 住宅ローン債権信託は住宅金融専門会社を中心に利用されているが、一般金融機関の利用はローン債権を活用した資金調達ニーズが低いためほとんど活用されていない。また住宅ローン債権流動化は都銀の場合4分の1程度しか占めていない固定金利物のみを対象としている。さらに住宅ローンのリスク・ウェイトは50%で BIS 対策として流動化する動機が乏しいことや収益的にも良質の資産で、流動化が進まない原因となっている。

一般債権流動化は住宅ローン債権に比べ対象債権の範囲が広く自己資本比率対策としては大きな効果があるものの流動化する場合、債務者から包括承諾を得る必要があり、債務者の有価証券報告書の銀行借入欄に流動化された分を含むとの注記が必要である。メインバンク関係を重視する企業にとっては、このことがディスクロージャーされることを好まず、一般債権流動化があまり進展していない原因ともなっている。

さらにリスク・アセット対策として、国内業務より利益率が一般に低下している国際業務の見直しが進んでいる。邦銀はまず最初に利鞘が小さく妙味の少ない短期外貨資産の圧縮に乗り出した。特にユーロのインターバンク（銀行間）市場で放出していた資金回収を積極化するとともに、インターバンク市場での資金運用も決算期をまたがない短期にシフトする傾向がある。また短期の外貨の現地貸の削減や利鞘の薄いポートフォリオ運用の圧縮、リスク・ウェイトの高い発展途上国融資や東欧への慎重化も目立ち、世界的マネーフローにも変化を生じさせている。

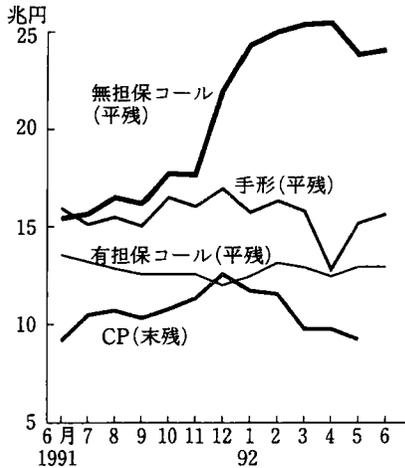
また国際業務の見直しとともに国内貸出市場においても銀行貸出の伸び率低迷が顕著になっている。銀行が BIS 基準達成に苦しみ、貸出を抑制する「クレジット・クランチ（貸し渋り）」が発生しているのではないかとの論議もさかんである。一般には銀行が意図的に貸出を抑制しているのではなく、景気低迷による資金需要のなさと地価下落による担保価値の低下で不動産融資の抑制が、貸出の伸びの鈍化の要因と主張されているが、銀行自身も審査基準を厳しくしていることは事実である。

さらに1990年代初頭国内のインターバンク市場において資金の出し手が貸付先の絞り込みを始めたのは明白である<sup>9)</sup>。第3図には国内短期金融市場（インターバンク市場）の推移であるが、インターバンク市場の中核は無担保コールで、有担保コールの約2倍の規模となり、インターバンク市場の約半分を占めていた。無担保コールは資金の出し手と取り手が直接「出会い」をつける市場で、相手の信用を担保に貸し付ける市場であり、それだけに出し手はリスクに敏感にならざるをえない。コール市場最大の出し手である投資信託も取り手の銀行の選別を厳しく与信枠の引き下げが相次ぎ、銀行間クレジット・クランチが発生した。

---

9) 山崎豪敏「銀行間クレジット・クランチ」『金融ビジネス』1992年10月号。

第3図 国内短期金融市場  
(インターバンク市場)



(出所) 日銀『経済統計月報』より作成。

以上のような BIS 規制達成のための分母、分子対策は、バブル崩壊後いずれも決定力を欠き、各銀行は株価の動向や外国為替市場の推移に一喜一憂している（既述のように円高になると銀行の海外資産が圧縮され、分母の総資産が減少し自己資本比率が上昇するのに対し、円安の場合はその逆になるからである）。そして果てしない不良債権処理の中で1999年4月には、自己資本比率を上昇させるため政府による優先株や劣後債購入による公的資金注入が行なわれた。

#### IV BIS 規制見直し論

##### 1 国際的マネーフローへの概念とリスク・ウェイト問題

BIS 規制は銀行経営の健全性確保の手段として導入されたのに対し、自己資本比率 8% 達成が経営の安定をさしおいても至上命題となった感のす

る今日、BIS規制見直しが事ある毎に提唱されている。この背景にはBIS規制が合意された当時と現在ではかなりの国際経済環境の変化があるからである。

すなわち東西統一後のドイツではBIS規制が復興や再建の足かせとなったり、ソ連邦崩壊後のCISや東欧への金融支援、発展途上国への経済開発資金、先進主要国の財政赤字補填資金需要にBIS規制が大きな阻害要因になっているという批判である。

「ジャパンマネーの還流による対外貸付の収縮に伴う世界的な資本不足と世界不況の長期化を緩和するという立場から、BIS規制の見直しを日本が提案すべきだ<sup>10)</sup>」という主張もこれに分類され、世界同時不況を引き起こしかねない銀行の貸し渋りの国際的拡大を阻止するため、早急にBIS規制緩和、できれば廃止に向けて取り組むべきだというものである。

これに対して「BIS規制の存在が金融市場を不必要な逼迫状態に陥らせていると誇大に評価すべきではない。銀行の貸出行動抑制はここ数年間の銀行経営の悪化によるもので、BIS規制の有無に関係ない。中央銀行間の公的ネットワークの整備や預金保険制度の導入で、逆に今は銀行経営の規律が弱まり銀行の過度のリスク選択を生み出しかねない状況だ。そこでBIS規制のような銀行経営に規律を与える装置が必要なのだ<sup>11)</sup>」という強力な反対論もある。

しかしBIS基準で定められたリスク・ウェイトは各国政府、各種機関、民間企業等の実際の信用状態とは乖離した形で決められている。例えばカントリー・リスクは、OECD加盟国政府や中央銀行向け債権のリスク・ウェイトがゼロに対し、OECD以外の政府や民間企業債権のリスク・ウェイト

---

10) 石山嘉英「ジャパンマネー還流と世界同時不況」『週刊東洋経済』1992年9月12日号。

11) 堀内昭義「BIS規制—規律ある与信へ依然重視」『日本経済新聞』1992年5月12日付朝刊経済教室。

は100%であるという具合である。

金融機関は「OECDのメンバーであるトルコ政府への貸出しリスク・ウェイトがゼロで、IBMなどの超優良企業のリスク・ウェイトが民間企業であるというだけで100%という非合理的なことが起こっている<sup>12)</sup>」と批判しているが、確かにそのリスク・カテゴリーは非常におおまかで多様な資産のリスクの程度を反映する余地が乏しいといえる。

BIS規制では資産の質に応じたリスク・ウェイトを掛けるリスク・アセットレシオが採用され、単純に自己資本を総資産で除するギアリングレシオに比べ合理的であるが、依然として荒削りである。リスク・ウェイトの高い債権は銀行の量的拡大を抑制するように作用し、現実には邦銀は貸付先をリスク・ウェイトの低い国や低い資産へシフトさせる動きをみせている。

BIS規制により、導入当時経済のファンダメンタルズが悪くなかったにもかかわらず、タイやマレーシア、インドなど発展途上国の一部は資金調達が困難になりつつあったり、資金調達できても金利が従来より大幅に上昇するケースが続出した。発展途上国向け貸出しの100%リスク・ウェイトを再考するか、国際機関の積極的融資がなければ、一部の発展途上国は流動性危機に直面する危機が高まっている。また国別のリスク・ウェイトの再検討も必要である。

国際情勢の大変革下で資本還流円滑化のためのシステムを構築すべきときに、国際金融市場での円滑な取引を阻害するこのような諸懸念がBIS基準の中に見受けられ、国際的マネーフローへの影響を考慮した基準が今後検討されるべきであろう。

---

12) 駒橋憲一他「“悪魔の循環”が呼ぶ選別の時代」『週刊東洋経済』1991年2月2日号、p. 46。

## 2 自己資本比率の適正水準への疑問

自己資本比率が高いに越したことはないが、BIS 規制で自己資本比率がどのような根拠から算出されたかについては合理的説明がない。そこで「実体経済へのマイナスを含めて大きな犠牲をあえて払ってまで維持すべき数字はどうかは疑問である。少なくとも7%であれば絶対に問題があり、8%にすれば大丈夫だということには決してならないのではないか<sup>13)</sup>」という疑問が当然出てくることになる。そこで「あまり厳格性を求めず、若干上下のラチテュードを持ったものとして扱ってもよいのではないか<sup>14)</sup>」という主張となる。

適正な自己資本比率がどのようなものであるかは、規制の目的や銀行経営の環境的諸条件にも依存する。例えば米国の大規模銀行の自己資本比率は「70年代の中頃には3%台という低い水準に低下していたが、この水準をこれらの金融機関の経営者の多くが低すぎると考えていた兆候はない。これに対し FDIC（連邦預金保険公社；筆者注）等は、計算方式は異なるが、10%の自己資本比率を求める考えを表明<sup>15)</sup>」したことがある。

一般に適正自己資本比率は、その金融機関の負担しているリスクの大きさと公的なセイフティ・ネットのあり方に依存する。個々の金融機関によりリスクが異なるので一律に下限を決める自己資本比率規制は妥当ではない。その意味で現行の BIS 規制は、リスクを測定して満たすべき自己資本比率の下限を決定しようとしており、従来より前進した方法といえる。しかし前述のようなリスク・ウェイトの問題点の他にリスク・ウェイトを用いた加重合計額をリスクの尺度にすることの疑問も出されている。

13) 徳田博美「BIS 基準は経営の健全性を必ずしも担保はしない」『金融財政事情』1991年11月10日号、p. 20。

14) 徳田博美「BIS 規制は妖怪、見直せ」『週刊東洋経済』1992年7月4日号、p. 24。

15) 高田太久吉「BIS 規制の意義と問題点」『金融ジャーナル』1991年4月号、p. 17。

すなわち「BIS方式はリスクについては加法性（足し算）は成立しないという資産選択理論の初等的な認識を無視したものとなっている。」つまり「個々の資産の収益率が完全に正相関しているのではない限り、ポートフォリオのリスクの大きさは、リスクの相殺という分散投資の利益が働くことから、それを構成する資産のリスクの総計よりも小さくなる。しかるに BIS方式は、リスクの加法性を仮定し、分散投資の利益を認めない形になっている<sup>16)</sup>」という指摘である。

もしそうであれば BIS 規制は、金融機関の真のリスクとは異なった自己資本水準を要求している可能性もある。また現行の BIS 規制は信用リスクを中心に考慮しており、流動性リスクや金利変動リスク等が明示的に取り込まれていない。ただ個々の金融機関の真のリスクの大きさを評価することは困難である。BIS 規制も実務的に実行可能な範囲でリスク評価のアイデアを実現しようとしたものであり、絶対的なものではないはずである。その意味で絶えず運用面での再検討が必要であるといえるだろう。

さらに預金保険制度や公的当局による金融機関への監督や検査体制によるセイフティ・ネットにより適正自己資本比率水準の高低も異なり、各国一律の自己資本比率適用も大いに論議のあるところである。また OCC（通貨監督官）による銀行経営破綻の理由の分析をみても大部分は乱脈な経営や貸出内容の悪化となっており、そのような場合どんなに高い自己資本を積んでも経営は急速に破綻する。自己資本比率の高さだけでは銀行経営の健全性に役立たないといえるだろう。

ただ近年においては、国際金融市場では BIS 基準による自己資本比率が

---

16) 池尾和人「社会的に望ましい適正自己資本比率とは何か」『金融財政事情』1991年1月21日、pp. 26-27。

17) 上田昭三「金融機関、一層の競争を」『日本経済新聞』1992年9月1日付朝刊経済教室。

金融機関の健全性を測る尺度として定着している。したがって国際的に活動している銀行の場合、自己資本比率をクリアしていなければ①格付けの低下、②市場での資金調達レート上昇、③クレジットライン（与信）枠削減等々市場取引で不利益を被ることが予想される。また外国の監督当局が銀行の健全性の基準として BIS 基準を採用している場合、低い自己資本比率しか達成していない銀行は、当該国での新たな業務に制約を受けている。

現在のところ欧州のみならずクレジット・クランチに悩まされているといわれていた米国当局からも BIS 規制緩和論は持ち出されていない。むしろこれを強化しようとする方向に進みつつある。91年秋米国で「FDIC インプールブメント・アクト・オブ91（連邦預金保険公社改善法）」が成立し、自己資本水準により銀行を5ランクに分け、規制・監督の程度を変えている。最上位のAランクの自己資本比率10%以上を達成しなければ新規の証券業務の申請が却下されることもであるとされた。またBランクは自己資本比率8%以上の銀行で、8%の基準割れをしたC、D、Eランクの銀行には、米金融当局が経営介入し、Eランク銀行には早期清算を勧告する内容となっている。<sup>18)</sup>

その意味で自己資本比率は8%から10%へ、緩和されるよりも強化される方向で世界的には見直しが進んでいるといえそうである。

### 3 諸リスクの総合的規制

既述のように現行の BIS 規制は「信用リスク」中心で、金利リスク、証券（株式）保有リスク、および外国為替リスク等の市場リスクについてはカバーされていない。オフバランス取引が急速に拡大しつつある今日、市場リスクに積極的に取り組む必要があり、事実この方向でバーゼル委員会

---

18) 山崎豪敏「『第二の BIS』ショック到来」『金融ビジネス』1992年11月号。

は第二次、第三次規制案の検討を行っているところである。

具体的には貸借対照表全体についての金利リスク捕捉にマチュリティー・ラダーによる資産・負債のミスマッチを計測する方法を検討中である。また債券および株式のディーリング（トレーディング・ポートフォリオ）の市場価格変動リスクに対する規制については、銀行・証券の両業態に共通するものであり、トレーディング・ポートフォリオに関する銀行・証券規制の統一が検討されている。さらに外国為替リスクについても、銀行の為替リスクを計測したうえで、自己資本比率規制に取り込む方法の検討が行われ<sup>19)</sup>きた。

#### 4 対象金融機関の拡大

BIS 規制国際業務規制対象金融機関は、日本については91年12月末で都市銀行11行、長期信用銀行3行、信託銀行7行、地方銀行64行中56行、第2地方銀行68行中13行、農林中金、商工中金となっている。そして2001年10月では都市銀行7行、長期信用銀行1行、信託2行、地方銀行64行中13行、第2地方銀行64行中0行、農林中金、商工中金と変化している。証券会社、保険会社、協同組織金融機関は BIS 規制の対象から除外されてきた。しかし協同組織や金融機関はともかくとして、国際的に金融業務活動を展開している証券会社等を適用除外するのは不公平であり、各国ですでにその適用について検討が始められ、証券会社については大蔵省通達に基づき90年4月から自己資本比率規制が導入され、保険会社についても検討されている。さらに最近金融業務に積極的に参入しているノンバンクについても金融不安を生じさせない何らかの歯止めが必要といえるだろう。

---

19) 大蔵省銀行局『平成3年度大蔵省銀行局年報』pp. 28-29。

## 5 Tier IIへの疑問

自己資本の内容とくに Tier IIの有価証券含み益についての疑問や懸念は数多く出されている。例えば「BIS 規制には銀行の倒産の確率を決める自己資本比率自体が、資本市場の評価によって決定されているという問題も存在する。もしも資本市場が銀行が保有している有価証券をファンダメンタル以下に評価するならば、そのように評価された有価証券の価値に基づいて自己資本比率を計算することは重大な欠陥が存在することになる<sup>20)</sup>」という批判である。

確かに時々刻々変動する株価が長い将来にわたって邦銀の健全性の絶対的な鍵であり続けるというのも奇妙なことである。サウンドバンキングを達成するために導入された BIS 規制にとって皮肉な結果をもたらしている。BIS 規制見直しにあたっては、銀行の保有有価証券含み益の自己資本組み入れを廃止することを含めて再検討すべきであろう。

また劣後債権等他の Tier IIの資本拡充要素も種々の問題点を有しており、本来ならば実施までの期間をもっと長期にとり、万国共通の中核的部分の自己資本比率で、国際的統一を図ったほうが良かったのではないだろうか。今後の見直しでは、Tier IIが重要なポイントのひとつとなるであろう。

## 6 内外におけるクレジット・クランチ

最後に BIS 規制は銀行の分母対策である資産圧縮を通じて「クレジット・クランチ」を発生させるのではないかという批判である。すなわち「自己資本比率を高めるには増資によるか、劣後ローン取り入れによるか、そ

---

20) 岩田規久男「実体経済をマヒさせる BIS 規制を再検討せよ」『週刊東洋経済』1991年9月28日号、p. 88。

のいずれも困難な場合には貸付金の圧縮が不可避となる。劣後ローン取り入れは、日本の銀行の長期債格付けの低下によって条件が不利となったし、株価低迷のためにエクイティ・ファイナンスも制約されている。そこで余儀なく貸出金の圧縮を行わなければならなくなろう。いわゆる日本型クレジット・クランチ<sup>21)</sup>とあってよいだろう」という主張である。この懸念は邦銀独自のものではなく、海外当局を含め広範囲に投げかけられている BIS 規制への批判であり、BIS 規制緩和や見直し論への強力な理論的根拠とされるものである。

第5表 マネーサプライ増減と信用面の対応（増加寄与度）

(単位：%、年率換算)

期 間	1982-85	1986-90	1991-92*
(M <sub>2</sub> + CD) 増加率	7.94	9.90	0.46
対 外 資 産	▲0.64	▲1.08	2.80
国 内 信 用 計	10.01	11.96	2.79
財政部門向け計	0.82	1.22	▲1.09
国 債	0.53	0.99	▲1.09
貸 出 等	0.29	0.23	▲0.83
地方公共団体向け計	▲0.07	0.01	0.15
地 方 債	▲0.11	0.02	0.05
貸 出 等	0.04	▲0.01	0.11
民 間 向 け 計	9.26	10.73	3.51
貸 出	8.85	9.44	2.96
事業債・株式	0.41	1.29	0.55
そ の 他 計	▲1.43	▲0.97	▲5.13
金 融 債 増 減	▲1.12	▲1.11	▲0.97
そ の 他	▲0.31	0.14	▲4.16

\*印92年6月末まで

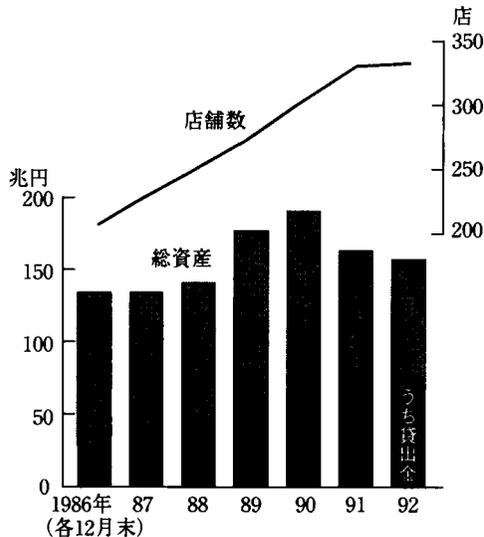
(出所) 日銀『経済統計月報』

21) 宮崎義一「『複合不況』の病理をさぐる」『エコノミスト』1992年5月12日、p. 28。

第5表はマネーサプライ増減と信用面の対応（増加寄与度）を第2次オイルショック後の81年末から85年末までの期間、プラザ合意後の円高期でバブル発生・拡大・崩壊の期間、マネーサプライ（ $M_2+CD$ ）の伸びが異常に低下した90年末から92年6月末までの3期間に分割したものである。

バブル拡大期の80年代後半、10%近かったマネーサプライの伸びは、90年代前半になると急激に低下しゼロに近づいている。さらに第5表で対外資産がそれまでの2期間に比べて高い伸びを示していることが注目される。これは銀行部門が海外から取り入れていた短期資金を、BIS規制対策関連もあり1000億ドルを超える規模で返済したからである。既述のように利鞘の小さい海外資産の圧迫を図ったわけで、第4図からも海外資産の縮

第4図 縮小する在外支店資産  
——全国銀行——



(出所) 日銀『経済統計月報』

小が明白である（2001年末で在外支店資産は62兆円に急減している）。

また民間向け貸出の伸びがそれまでの10%近い伸びから3%にも満たない水準へ鈍化するとともに、銀行による株式や社債引受けも80年代前半の水準に戻っている。最近のマネーサプライの伸びの低下は主として銀行貸出が停滞しているからだといえることができるだろう。

第6表は全国銀行貸出残高の業種別増減寄与度であるが、70年代後半から生じた大企業や製造業の銀行離れが80年代後半から急速に進んでいるのは明らかである。80年代全国銀行貸出残高は2ケタの伸びを示したものの、製造業はそれにほとんど寄与していない。90年代になると逆に銀行借入が減少に転じている。すなわち銀行貸出の90年代の停滞は大企業や製造業の銀行離れと中小企業に対する融資の審査・管理の厳正化に起因するといえそうである。すなわち「健全・優良貸出先については『借り洩り』、そうでない先については『貸し洩り』<sup>22)</sup>という構図」になっているのである。

## V BIS 規制見直しの推移

### 1 BIS 規制見直しのスケジュール

1988年7月に現行 BIS 規制が導入され、1999年6月新 BIS 規制の第1次市中協議案が公表された。この間に金融市場のグローバル化がさらに進展し、銀行業務も多様化・複雑化し、銀行の持つリスクも内在化し、拡大している。

さらに2001年1月、邦銀で国際業務が出来るのは1行もなくなるといわれる程の厳しい内容の第2次市中協議案が公表された。これに対し日独の銀行業界の強い反対論と、9月11日の米国での同時多発テロで最も急進的であった米銀も、自国企業の急激な業績悪化に直面し、BIS 当局は、第2

---

22) 丸山純一「BIS 規制と銀行の貸出姿勢」『金融財政事情』1992年1月27日、p. 40。

第6表 全国銀行貸出残高の業種別の増減寄与度（単位：％、年平均）

	1981-85	1986-90	1991-92*
貸出合計増加率	10.68	13.98	1.56
設備資金	1.94	7.06	2.73
その他の	8.74	6.92	▲1.17
製造業	1.63	0.09	▲0.16
設備資金	0.13	0.45	0.36
その他の	1.50	▲0.36	▲0.52
建設業	0.68	0.67	0.29
設備資金	0.04	0.27	0.17
その他の	0.63	0.39	0.11
金融・保険業	1.60	1.91	▲0.24
設備資金	0.02	0.06	0.04
その他の	1.57	1.85	▲0.28
卸・小売業	1.78	1.50	▲0.63
設備資金	0.18	0.80	0.25
その他の	1.60	0.69	▲0.88
不動産業	1.26	2.30	0.59
設備資金	0.34	1.21	0.16
その他の	0.91	1.09	0.44
運輸・通信業	0.36	0.48	0.19
設備資金	0.08	0.24	0.16
その他の	0.28	0.23	0.03
電気・ガス・水道等	0.26	▲0.04	0.06
設備資金	0.16	▲0.04	0.01
その他の	0.05	0.00	0.05
サービス業	1.84	3.12	0.56
設備資金	0.44	1.47	0.71
その他の	1.40	1.65	▲0.14
個人	0.62	3.70	0.77
設備資金	0.44	2.53	0.74
その他の	0.18	1.18	0.03
海外円借入金等	0.59	0.19	0.01
設備資金	0.09	0.00	0.02
その他の	0.51	0.19	0.00
その他	0.13	0.06	0.12
設備資金	0.02	0.06	0.12
その他の	0.10	▲0.01	0.00

(出所) 日銀『経済統計月報』

案より緩やかな第3次案〈最終案〉を2002年前半をメドに公表し、新 BIS 規制の適用開始を1年間延期して2005年<sup>23)</sup>にすると、発表した。

## 2 第2次新 BIS 規制案

第2次新 BIS 規制案の骨格は第7表に示されている。具体的には現行8%基準は動かさないとはいふものの、従来リスクウエイト100%とされてきた企業融資のリスク計算を20、50、100、150%の四段階に細分化し、借り手の信用リスクを内部的に評価（それが出来なければ、格付け機関等の外部格付）し、デフォルト確率やそれ以外の入力情報からリスク分析をして

第7表 第2次新 BIS 規制の骨格

第1の柱 (最低所要自己資本)	信用 リスク	標準的手法 (格付け機関等の外部格付を利用)	
		内部格付手法 (銀行の内部 格付を利用)	企業向け
			ソブリン向け
			銀行向け
			リテール
			特定資産のみを 返済源とする融資
			株式
	引当金等		
	資産証券化		
	オペレーショナル・リスク		
第2の柱 (監督上の検証プロセス)			
第3の柱 (開示を通じた市場規律)			

23) 斎藤裕「邦銀を悩ます新 BIS 規制の行方」『エコノミスト』2002年1月8日号、鈴木雅幸「構造不況の邦銀に迫る『新 BIS 規制』の衝撃度」『金融ビジネス』2002年 JAN。

いくと、実質的に12%以上の自己資本比率が必要とされていた。

すなわち企業向け融資に対する内部格付けの際に使用される「リスクウェイトカーブ」では、業績不振企業への融資は、リスクウェイトが最大62.5%に高まるというもので、金融機関平均では現行8%基準より24%も自己資本の積み増しが要求されていた。

また抵当権第2順位以下の不動産担保は適格物的担保とは認めず、担保カバー率30%までは無担保扱いとした。そして中小企業向け融資に対する標準的手法での不動産担保や個人保証への基準も定まっていなかった。

そして邦銀の長期保有株式（政策投資）も短期保有株式と同じように「価格変動リスク」として評価し、最大1250%のリスクウェイトを掛けるべきと、第2次案では米国当局を中心に主張した。また自行債権の原資産を証券化する場合、回収が懸念される劣後部分を自行が保有すると、最大1250%のリスクウェイトがかかるとされた。

そしてオペレーショナル・リスクとはコンピュータ故障や契約不備、不正行為により損失を受けるリスクで、従来考慮されてきた市場リスクや信用リスクに追加されたもので、当初案では、リスク全体の20%とされたが、実証分析は困難である。

今後 BIS 規制を口実とした銀行の貸し渋りが発生しないようにするためには、「従来改革が叫ばれながら手つかずのまま聖域化されてきた国内の社債市場を自由化し、企業の資金調達を容易に、廉価に行えるよう<sup>24)</sup>」な抜本的改革や銀行保有の資産再評価も必要となるであろう。

## VI お わ り に

BIS 規制は1993年3月に経過期間を終えてスタートした。しかし BIS 規

---

24) 函師三郎、前掲論文、p. 123。

制はもともと銀行の健全性を判断するための重要ではあるものの一要素に過ぎない。仮にこの基準を達成できなかったからといって銀行経営自体が成り立たなくなるという性格のものではない。積極的な銀行のディクロージャー（特に不良債権の）等、銀行の実体が総合的に示されれば、自己資本比率の微々たる違いで銀行評価が地に落ちることはないであろう。したがってどのような犠牲を払ってまで BIS 規制をクリアするという考え方は不自然であり、BIS 本来の目的ではない。しかし銀行経営上発生する可能性のあるリスクに対応するためには、一定以上の自己資本が必要なことも事実である。要は国際的な信用秩序維持のため、そして究極的には全世界の預金者のため、全世界的な観点から絶えず議論をし、日本のみが孤立することのない妥当な政策を実行に移していく精神の保持が必要とされているといえるだろう。

## 第5章 公的金融とリスク管理

### I はじめに

財政投融資は、「財政投融資計画に基づいて資金の運用と、資金運用部資金による国債の引受け<sup>1)</sup>からなっている。財政投融資は昭和28年度にその編成が開始されてから約50年を経た現在も、国の財政活動の重要な一翼を担い、国民生活と密接な関連を持つ制度である。財政投融資は「国の制度・信用を通じて集められる各種の公的資金を財源にして、国の政策目的実現のために行われる政府の投融資活動<sup>2)</sup>」であり、戦後復興期や高度経済成長期には、基幹産業の復興・近代化や産業基盤整備に貢献するとともに、昭和40年代以降は中小企業や住宅等に重点的な資金配分を行うことにより、国民生活の安定向上を目指した。また国や地方の財源不足にも弾力的に対応するため、財政投融資への期待は大きいものがある。

しかしながら日本経済の安定成長への移行と国債の大量発行、金融自由化の進展等々により、公的金融に対する金融経済環境も大きく変化しており、財政投融資の役割や機能にも変化が生じ、種々の問題点がクローズアップされている。

本章においては、金融自由化の下での財政投融資(以下、財投と略する)について考察していきたい。とくに、公的金融見直し論議の中で、資金運用部に全額預託を義務づけられていたものが、2001年4月から全額自主運用となった郵便貯金資金と従来から自主運用していた簡易保険を中心とし

---

1) 大蔵省『財政金融統計月報』平成6年7月号。No. 507, p. 1。

2) 斎藤・白石・森田編『図説・財政投融資』平成4年版、p. 2。

て、若干の問題点をリスクの観点も踏まえ検討することにした。

## II 財政投融资の概要

### 1 財政投融资の基本的仕組みと原資（2001年3月迄）

財投の基本的仕組みは第1図に示され、その原資は第1表に示されている。

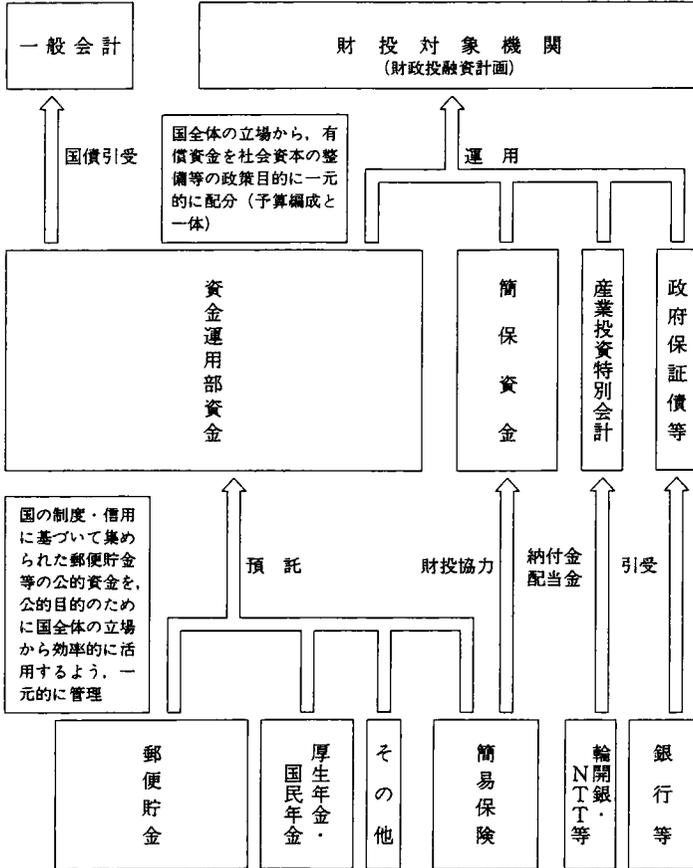
財投の原資となる公的資金は資金運用部資金、簡保資金、産業投資特別会計からの資金、政府保証債・政府保証借入金からの4種類で、その中でも中心的役割を占めていたのは、郵便貯金資金、厚生年金・国民年金、回収金から構成される資金運用部資金である。以下4種類の公的資金について概観しよう。

#### (ア) 資金運用部資金

第1表から明らかなおと、財投原資の中で4分の3以上を占める資金運用部資金を構成しているのは、前述のように郵便貯金、公的年金（厚生年金・国民年金）資金、回収金等である。郵便貯金は、日常の払出しや「ゆうゆうローン」等預金者への貸付けに必要な資金以外は、昭和62年6月まですべて資金運用部に預託されることになっており、これが資金運用部資金の約3分の1を占めていた。また厚生年金や国民年金は、厚生年金特別会計における年金勘定と、国民年金特別会計における国民年金勘定の保険料収入等の歳入と保険給付費や国民年金給付費等の歳出との差額が資金運用部へ預託されていた。そして「回収金」とは過去に資金運用部から財投対象期間へ貸し付けられた資金が回収された分、または取得した債券が償還されて再投資される分、郵便貯金、厚生年金・国民年金以外の政府の特別会計の積立金や余裕金が含まれる。

資金運用部では、このようにして集められた資金を一元的に統合し、資金運用部資金として管理運用し、財投対象機関への貸付け並びに国債の引

第1図 財政投融資の基本的仕組み (2001年3月まで)



(出所) 尾原榮夫『図説・日本の財政』平成6年版、p. 86より作成。

受けを行い、いわば「国営の金融機関」として機能していたといえる。資金運用部の資金残高（ストック）は平成12年度末で439兆6,635億円に達しており、郵便貯金資金の預託金残高は247兆79億円となっており、資金運用部資金の56%を占めている。運用残高は第2表に示されているとおりである。

第1表 財政投融资原資の推移（フロー）

年度	財投原資	産投会計		簡保資金		政府保証債 政府保証 借入 証金	
S28	3,374	1,042	30.9	201	6.0	385	11.4
29	2,858	375	13.1	454	15.9	344	12.0
30	2,978	451	15.2	482	16.2	516	17.3
31	3,268	249	7.6	564	17.3	858	26.2
32	3,968	378	9.5	780	19.7	452	11.4
33	4,252	277	6.5	891	21.0	536	12.6
34	5,621	382	6.8	1,098	19.5	959	17.1
35	6,251	398	6.4	1,199	19.2	1,183	18.9
36	8,303	478	5.8	1,430	17.2	1,641	19.8
37	9,513	532	5.6	1,496	15.7	1,922	20.2
38	12,068	694	5.7	1,580	13.1	2,592	21.5
39	14,305	810	5.7	1,495	10.4	3,020	21.1
40	17,764	430	2.4	1,095	6.2	4,367	24.6
41	20,854	485	2.3	1,689	8.1	6,138	29.4
42	24,968	662	2.7	2,185	8.7	6,094	24.4
43	27,833	689	2.5	2,652	9.5	5,452	19.6
44	31,805	885	2.8	3,354	10.5	5,150	16.2
45	37,990	1,035	2.7	4,069	10.7	4,973	13.1
46	50,087	853	1.7	5,048	10.1	6,706	13.4
47	60,378	763	1.3	6,026	10.0	6,292	10.4
48	74,134	802	1.1	7,548	10.2	4,300	5.8
49	94,578	669	0.7	9,793	10.4	3,998	4.2
50	113,437	655	0.6	10,141	8.9	4,639	4.1
51	122,317	705	0.6	11,515	9.4	8,043	6.6
52	144,142	571	0.4	13,529	9.4	10,360	7.2
53	140,207	297	0.2	14,620	10.4	13,732	9.8
54	176,746	289	0.2	15,505	8.8	15,223	8.6
55	232,109	167	0.1	16,887	7.3	15,666	6.7
56	235,402	185	0.1	18,866	8.0	16,004	6.8
57	242,236	189	0.1	19,764	8.1	22,199	9.2
58	249,381	48	0.0	23,479	9.4	29,059	11.7
59	272,831	40	0.0	25,765	9.4	30,325	11.1
60	294,321	310	0.1	25,774	8.8	31,814	10.8
61	295,792	611	0.2	30,986	10.5	29,958	10.1
62	326,361	1,438	0.4	38,994	11.9	22,121	6.8
63	322,239	824	0.3	42,211	13.1	22,460	7.0
H元	352,050	843	0.2	55,815	15.9	18,047	5.1
2	378,139	638	0.2	60,333	16.0	18,993	5.0
3	495,284	629	0.1	62,879	12.7	18,998	3.8
4	480,862	716	0.1	60,236	12.5	17,990	3.7
5	554,037	990	0.2	69,769	12.6	23,462	4.2
6	503,237	832	0.2	84,569	16.8	26,115	5.2
7	529,392	773	0.1	72,276	13.7	32,292	6.1
8	508,770	575	0.1	81,332	16.0	29,806	5.9
9	572,001	550	0.1	70,155	12.3	28,581	5.0
10	656,202	4,472	0.7	67,532	10.3	25,993	4.0
11	458,264	2,020	0.4	64,157	14.0	27,185	5.9
12	436,760	1,100	0.3	63,800	14.6	38,811	8.9

(注1) 12年度は当初計画。

(注2) 産業投資特別会計には、一般会計、見返資金、余剰農産物資金を含む。

(注3) 政府保証、政府保証借入金の47年度以前は公募債借入金等である。

(出所) 【財政金融統計月報】(大蔵省)

(単位：億円、%)

資金運用部資金							
		郵便貯金		厚生年金		回収金等	
1,746	51.7	811	24.0	162	4.8	773	22.9
1,685	59.0	1,012	35.4	290	10.2	383	13.4
1,529	51.3	817	27.4	314	10.5	398	13.4
1,597	48.9	1,120	34.3	400	12.2	77	2.4
2,358	59.4	1,025	25.8	574	14.5	759	19.1
2,548	59.9	852	20.0	572	13.5	1,124	26.4
3,182	56.6	1,327	23.6	620	11.0	1,235	22.0
3,471	55.5	1,493	23.9	918	14.7	1,060	16.9
4,754	57.2	1,766	21.2	1,460	17.6	1,528	18.4
5,563	58.5	2,280	24.0	1,826	19.2	1,457	15.3
7,202	59.7	2,920	24.2	1,999	16.6	2,283	18.9
8,980	62.8	3,890	27.2	2,462	17.2	2,628	18.4
11,872	66.8	4,575	25.8	3,697	20.8	3,600	20.2
12,542	60.2	5,930	28.5	4,652	22.3	1,960	9.4
16,027	64.2	7,953	31.9	5,566	22.3	2,508	10.0
19,040	68.4	9,838	35.3	6,420	23.1	2,782	10.0
22,416	70.5	12,029	37.8	7,780	24.5	2,607	8.2
27,913	73.5	14,211	37.4	10,243	27.0	3,459	9.1
37,480	74.8	18,847	37.6	12,022	24.0	6,611	13.2
47,297	78.3	25,932	42.9	14,124	23.4	7,241	12.0
61,484	82.9	30,610	41.3	15,946	21.5	14,928	20.1
80,118	84.7	39,099	41.3	20,069	21.2	20,950	22.2
98,002	86.4	50,401	44.4	21,321	18.8	26,280	23.2
102,054	83.4	58,197	47.5	24,203	19.8	19,654	16.1
119,682	83.0	71,662	49.7	29,580	20.5	18,440	12.8
111,558	79.6	72,517	51.7	29,919	21.3	9,122	6.6
145,729	82.4	65,490	37.1	26,319	14.9	53,920	30.4
199,389	85.9	94,734	40.8	46,604	20.1	58,051	25.0
200,347	85.1	75,883	32.2	45,513	19.3	78,951	33.6
200,084	82.6	83,138	34.4	42,437	17.5	74,242	30.7
196,795	78.9	83,138	33.3	40,262	16.2	73,395	29.4
216,701	79.4	77,970	28.6	51,988	19.1	86,743	31.8
236,423	80.3	87,394	29.7	53,254	18.1	95,775	32.5
234,237	79.2	75,472	25.5	44,916	15.2	113,849	38.5
263,808	80.8	79,572	24.4	43,335	13.3	140,901	43.2
256,744	79.7	84,633	26.3	58,699	18.2	113,442	35.2
277,345	78.8	60,444	17.2	47,925	13.6	168,976	48.0
298,175	78.9	45,947	12.2	68,026	18.0	184,202	48.7
412,778	83.3	187,067	37.8	77,895	15.7	147,816	29.8
401,920	80.5	140,116	29.1	78,526	16.3	183,278	38.1
459,818	83.0	128,253	23.1	74,131	13.4	257,434	46.5
391,721	77.8	137,596	27.3	69,205	13.8	184,920	36.7
424,051	80.1	163,925	31.0	77,297	14.6	182,829	34.5
397,057	78.0	115,220	22.6	73,192	14.4	208,645	41.0
472,715	82.6	155,970	27.3	76,966	13.5	239,779	41.9
558,205	85.1	122,220	18.6	56,665	8.6	379,320	57.8
364,902	79.6	41,400	9.0	45,472	9.9	278,030	60.7
333,049	76.3	0	0	27,200	6.2	305,849	70.0

第2表 資金運用部資金運用残高 (単位:億円)

	60年3月末	61.3	62.3	63.3	平成元.3
長期国債	296,007	395,199	479,838	536,731	586,774
短期国債	3,827	930	386	611	738
一般会計及び特別会計	160,254	162,184	223,704	249,471	260,674
政府関係機関	597,004	624,610	593,108	543,477	586,460
地方公共団体	214,948	232,048	251,107	270,927	297,529
特別法人	221,439	226,714	235,416	337,092	376,872
金融債	18,476	20,550	21,697	25,352	28,740
その他の	75,440	8,441	8,244	9,375	10,326
現金	8	5	6	5	5
合計	1,519,510	1,670,681	1,813,506	1,973,041	2,148,118

	2.3	3.3	4.3	5.3	6.3
長期国債	555,961	568,672	636,147	647,889	616,707
短期国債	19,769	228	31,608	28,120	7,907
一般会計及び特別会計	284,177	315,866	348,510	423,603	499,298
政府関係機関	636,329	694,659	749,808	819,142	928,007
地方公共団体	316,88	333,003	350,940	370,370	404,717
特別法人	426,319	473,036	537,945	619,875	701,671
金融債	50,864	52,211	91,355	100,515	89,909
その他の	10,948	11,466	11,865	13,178	14,638
現金	5	5	5	2	5
合計	2,301,260	2,449,143	2,758,183	3,026,652	3,262,859

	7.3	8.3	9.3	10.3	11.3
長期国債	559,068	623,927	645,499	815,118	930,258
短期国債	9,255	42,740	13,348	29,725	16,095
一般会計及び特別会計	587,646	683,582	764,843	830,522	928,851
政府関係機関	1,786,284	1,804,196	1,867,023	1,880,831	1,851,078
地方公共団体	453,635	489,573	543,048	585,254	620,132
特別法人	—	—	—	—	—
金融債	70,630	86,611	86,540	40,353	12,992
その他の	721	885	824	1,062	958
現金	6	6	6	8	9
合計	3,467,244	3,734,030	3,921,131	4,182,874	4,360,373

(注) 本表は出納整理期間を含まないので、決算の計数とは一致しない。

平成7年3月からは政府関係機関に特別法人を含む。

(出所) 日本銀行『経済統計月報』各号より作成。

ところで、財投原資に占める郵便貯金（フロー）の占有率は、昭和53年度（1978年度）の51.7%をピークとして長期低落傾向にあり、平成12年度には0.0%となっている（当初予算）。公的年金資金も同様に昭和45年度の27.0%をピークに、昭和50年度18.8%に急落して以来低下傾向にあり、平成12年に6.2%となっている。人口高齢化に伴う年金制度成熟化とともに、公的年金資金の財投原資に占める比率も低下していくと予想され、それが現実化している。

資金運用部資金を構成する郵便貯金や公的年金等の財投原資に占める比率低下とともに、資金運用部資金総額が財投原資に占めるフローの比率も低下傾向にある。ピーク時の昭和50年度は、86.4%であったものが長期的に低下し、平成12年度は76.3%となっている。

#### (イ) 簡易資金

簡易生命保険特別会計（平成2年度以前は簡易生命保険および郵便年金特別会計）においては、加入者から払い込まれる保険料等が歳入となっている。歳入はその年度の保険金等の支払いに当てられる以外、大部分が将来の保険金や年金、配当金に備えて積み立てられる。この積み立てられた資金が「簡保資金」といわれる。

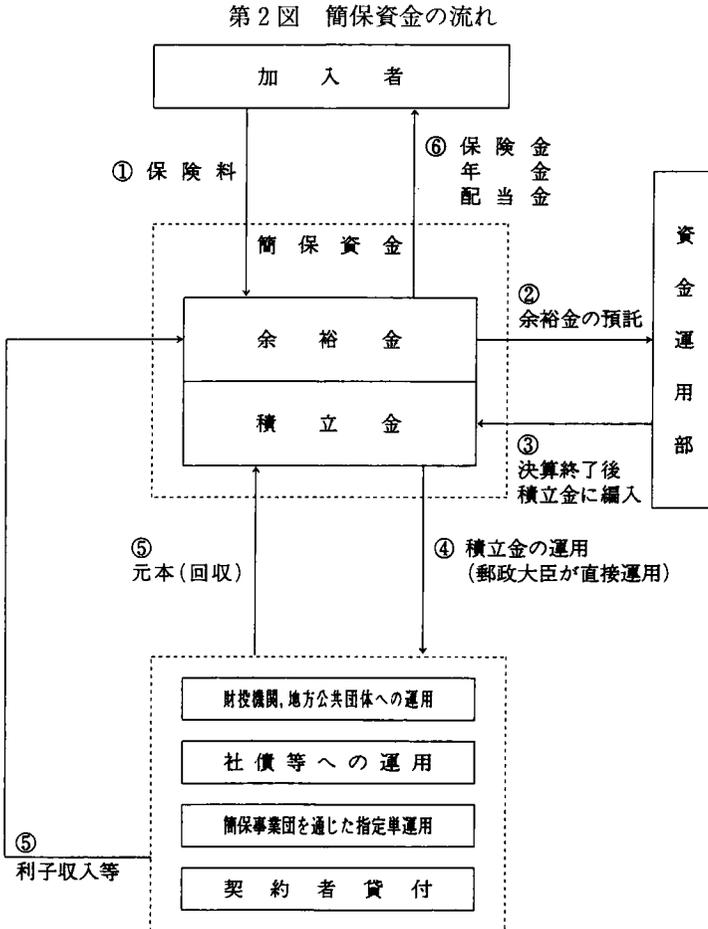
「簡保資金」は簡易生命保険特別会計法第7条と第8条により、会計区分上「余裕金」と「積立金」に分類される。「余裕金」は日々収納される歳入金（保険料等）から日々支出される歳出金（保険金等）を差し引いた余裕現金で、資金運用部資金法第3条第2項により、全額資金運用部への預託が義務付けられていた。その金額は昭和61年度3.58兆円、62年度4.26兆円、63年度4.66兆円、平成元年4.90兆円、2年度5.37兆円、3年度6.03兆円<sup>3)</sup>に上っている。余裕金は、毎年度決算後取り崩されて積立金に組み入れ

---

3) 簡易保険局「簡易保険の資金運用に関する調査報告書」平成3年6月、p. 32。

られる。簡保資金の流れは第2図に示されているとおりである。

次に「積立金」は「簡易生命保険の積立金の運用に関する法律」により、郵政大臣が直接管理・運用することになっていた。実務上は郵政大臣は資



(出所) 郵政省簡易保険局資料。

金運用審議会に毎年度の積立金の運用計画を諮問するとともに、各年度終了後、同審議会に積立金運用についての報告書を提出しなければならない。運用期間が5年以上のものは特別会計予算総則に計上され、国会の議決対象となる。積立金の規模は昭和61年度29.00兆円、62年度32.59兆円、63年度36.85兆円、平成元年度41.51兆円、2年度46.41兆円、3年度51.78兆円、4年度65.53兆円に上っている。なお簡保資金の財投協力は法的に義務付けられているわけではない。

積立金が運用可能となる投資対象は、第3表に示されているが第4表は平成13年12月末の簡保資金運用残高である。積立金は、第3表の投資対象へ運用されるまで資金運用部へ預託することが出来ることになっていた。平成12年度の簡保資金の運用原資は5兆2,260億円で、そのうち1兆1,412億円が財政投融資計画に組み込まれ、2,109億円が有価証券等に運用され、120億円が契約者貸付けへ振り向けられることになっている<sup>4)</sup>。

第1表の財投原資に占める資金運用部資金の比率が低下しているのに対し、簡保資金はその比率を高めている。昭和44年から昭和61年までは10%前後で推移していたものの、昭和62年からは上昇に転じ平成6年には16.8%に達している。ここで注意しなければならないのは、この16.8%の比率は「積立金」のみの財投原資に占める比率であり、「余裕金」は資金運用部への預託が義務づけられていたため、資金運用部資金として財投計画に組み入れられているということである。したがって簡保資金（積立金+余裕金）が実際に財投原資に占める比率は16.8%よりも高いといえることができる。

#### (ウ) 産業投資特別会計

産業投資特別会計は昭和28年8月に米国対日援助見返資金特別会計の廃

4) 総務省郵政企画監理局『簡易保険2001』2001年、p. 66。『郵便貯金資金運用の概説』平成12年版、p. 8。

第3表 簡保積立金の運用対象(簡易生命保険の積立金の運用に関する法律第3条)

投 資 対 象	投 資 限 度 等
契約者貸付	
地方債	
地方公共団体等に対する貸付	
政府関係機関等の発行する債券	
政府関係機関等に対する貸付	
金融債	積立金の20%以下
国債	
国に対する貸付	
民間出資のない特殊法人の発行する債券	
民間出資のない特殊法人に対する貸付	
電源開発株式会社の発行する社債	
電源開発株式会社に対する貸付	
社債	資本金60億円以上の上場企業の発行する社債等。積立金の20%以下
外国債	外国政府、外国の地方公共団体、国際機関、特別法によって設立された法人の発行する債券、資本金60億円以上の上場企業の発行する社債等。積立金の20%以下
金銭信託	元本補填の契約があるもの。積立金の20%以下
預金	
簡易保険福祉事業団に対する貸付	簡易保険福祉事業団は指定単で運用
債券の貸付	

第4表 簡保資金運用状況（ストック）

平成13年12月末

（単位：億円、％）

運用種目	運用額	構成比
有価証券	693,354	56.2
国債・政府関係機関債等	552,185	20.4
地方債	71,801	5.8
金融債・社債等	42,564	3.4
外国債	26,803	2.2
貸付金	304,943	24.7
国・政府関係機関等	95,627	7.7
地方公共団体	180,111	14.6
契約者	26,404	2.1
預金	79,581	6.4
資金運用部預託金	130,311	10.6
余裕金	26,364	2.1
資金総額	1,234,553	100.0

（注） 四捨五入のため、計算上不一致のところがある。

（出所） 日本銀行「金融経済統計月報」2002年2月、p. 230。

止による資産等を承継したもので、「経済の再建、産業の開発及び貿易の振興のために国の財政資金をもって投資を行う<sup>5)</sup>」ことを目的として設置されたもので、昭和28年度より策定された財投計画の1部を占め、財投の「投資」部分の機能を分担し、今日に至っている。

当初は承継した資産を財源としていたため財投原資に占める比率は、昭和29年度13.1%、昭和30年度15.2%と大きく、しかも大部分が無償資金で

5) 大蔵省理財局編『財政投融资ハンドブック』平成5年版、p. 35。

あったため、財投で大きな役割を果たしているものの、昭和49年度以降現在まで1%以下に縮小している。

産業投資特別会計は、最近では昭和60年度から日本たばこ産業(株)や日本電信電話(株)の配当金収入の1部をこの会計に帰属させ、資本の充実に資している。また日本輸出入銀行、日本開発銀行の国庫納付金、昭和55年度までは一般会計からの繰入金等々を財源に産業の開発、技術振興等への資金供給を行っている。平成11年度末の財投計画残高は3兆6,980億円で、平成12年度は1,100億円が財投計画に組み込まれることになった。

#### (二) 政府保証債・政府保証借入金

政府保証債(政府保証借入金)は、公庫、公団等の財投対象機関が発行する債券(借入金)に対し、政府(一般会計)が、それらの元利払いを保証したものであり、資金運用部資金等の補完的役割を果たしている。

政府保証債(政府保証借入金)は資金運用部資金や簡保資金のように政府資金そのものではないが、財投対象機関が政策目標達成のため、政府保証により民間から資金を調達するもので、政府の信用を媒介し、政府が最終責任を負うという財政に裏づけられた資金であり、財投原資として扱われる。特に政府保証債については、発行条件、資金量等の条件も政府が一括して行い、国の資金に準じたものとみなされている。なお政府保証借入金は政府保証債に比べると少額にとどまっている。第1表によれば平成11年度2兆7,185億円、平成12年度3兆8,811億円の政府保証債発行、政府保証借入金が行われることになっていた。

## 2 財政投融资計画

財投のために集められた公的資金は、国の財政金融政策との整合性を図りながら、公共目的のために有効に使用される必要がある。実際には第5表に示されている国の特別会計、公社、公庫、公団・事業団等、地方公共

第5表 財政投融資対象機関の推移

区 分	30年度	40年度	50年度	62年度	63年度	
特別会計	3	5	7	9	9	
公 社	2	2	2	—	—	
公 庫 等	6	9	11	11	11	
公団・事業団等	2	25	28	35	36	
地方公共団体	1	1	1	1	1	
特殊会社等	6	6	3	9	9	
計	20	48	52	65	66	
年 度	30～39	40～49	50～59			
財投対象となった機関	新設機関	日本道路公団 北海道東北開発公団 首都高速道路公団 年金福祉事業団 等38機関	新東京国際空港公団 本州四国連絡橋公団 沖縄新興開発金融公庫 等25機関	地域新興整備公団 関西国際空港株式会社 等6機関	日本国有鉄道清算事業団 新幹線鉄道保有機構 東日本旅客鉄道株式会社 東海旅客株式会社 西日本旅客鉄道株式会社 日本貨物鉄道株式会社 民間都市開発推進機構 医薬品副作用救済 ・研究新興基金	
	既設機関	日本輸出入銀行 等8機関	海外経済協力基金 日本私学振興財団 等9機関	石油公団 住宅・都市整備公団 日本育英会 等4機関	郵便貯金特別会計 簡易保険郵便年金 福祉事業団 産業基盤整備基金	通信・放送衛生機構 新エネルギー・産業 技術総合開発機構 動力炉・核燃料開発事業団 農用地整備公団
財投対象から外れた機関	道路整備特別会計 特定港湾工事特別会計 等19機関	海外移住事業団 石炭鉱害事業団 等23機関	大阪国際空港周辺整備機構 京浜外資埠頭公団 等13機関	日本国有鉄道 日本航空株式会社	労働福祉事業団 産業基盤整備基金 農用地開発公団	

区 分	元年度	2年度	3年度	4年度	5年度
特別会計	9	9	9	9	9
公 社	—	—	—	—	—
公 庫 等	11	11	11	10	10
公団・事業団等	36	36	37	36	36
地方公共団体	1	1	1	1	1
特殊会社等	9	9	9	5	5
計	66	66	67	61	61
財投対象となった機関	新設機関		鉄道整備基金		
	既設機関	労働福祉事業団			産業基盤整備基金
財投対象から外れた機関	動力炉・核燃料開発事業団			中小企業信用保険公庫 新幹線鉄道保有機構 東日本旅客鉄道株式会社 東海旅客鉄道株式会社 西日本旅客鉄道株式会社 日本貨物鉄道株式会社	新エネルギー・産業 技術総合開発機構

(注) □内は産役対象機関、◻内は国鉄民営化関係機関、◻内は資金運用事業機関。

(出所) 大蔵省理財局『財政投融資ハンドブック』平成5年、P. 26。

団体、特殊会社等々といった財投対象機関へ運用され、そのための運用計画が毎年度の予算編成作業に合わせて策定されてきた（平成6年度からは減少が加速している）。これが「第二の予算」とも呼ばれている財政投融资計画（財投計画）である。

財投計画は実際に以下のような3方法で運用される。すなわち①政府（特別会計）または政府関係機関自ら事業を実施するところに直接資金の供給を行うもので、国営土地改良事業特別会計、日本道路公団、住宅・都市整備公団等が該当する。つぎに②地方公共団体への貸付け、そして③民間に対する資金供給で、日本開発銀行、日本輸出入銀行、各公庫等を仲介することにより間接的に行われるものである。とくに民間への投融资は、重要産業強化、貿易振興といった一般産業部門以外にも、中小企業、農林漁業、住宅部門等への民間金融機関の採算にのりにくい長期・低利の資金供給を行っている。第6表は財投の担当分野例であるが、財投資金は国の財政の租税収入による歳出のように使い切ってしまうのではなく、金利を付して返済してもらう有償資金である。

政府がこのような有償資金を政策手段として利用するのは、①受益者負担を求めるべき分野、②本来自助努力が期待される分野、③民間に任せておくと資金が供給されなかったり、本来望ましい事業が行われない分野、④政策的に民間を奨励・補完すべき分野へは、有償資金活用が効率的・効果的に事業推進が可能であると考えているからである。また財投資金活用で限られた租税により、より多くの事業が遂行可能となる。例えば、平成6年度において日本道路公団は1464億円程度の租税で2兆円の有料道路事業を行おうとしていたが如くである。

このように財投計画は日本の経済発展や国民生活向上のために、一般会

---

6) 郵貯資金研究協会編、前掲書、p. 11。

第6表 財政投融資の担当分野例

	一般行政	社会資本 整備 本 備	国際協力	中小企業 対 策
租税 (一般会計)	・国防、外交 ・司法警察	・一般道路 ・公営住宅	・無償援助	×
租税 (一般会計) + 財政投融資	×	・有料道路 〔道路公団等〕 ・公団住宅 〔住都公団〕 ・住宅金融 〔住宅公庫(一般 住宅貸付等)〕	・円借款 〔協力基金〕	・特別貸付 (経営改善貸付) 〔国民公庫〕、 ・中小企業環境規 制対応貸付 〔国民公庫、 中小公庫〕
財政投融資	×	・住宅金融 〔住宅公庫(大型 住宅貸付等)等〕	・輪銀貸付 〔輪銀〕	・一般貸付 〔国民公庫、 中小公庫〕

(出所) 尾原榮夫編『図説・日本の財政』平成6年版、p. 272。

計予算と密接な関係を持ちながら運営されてきた。第7表のように昭和58年頃から一般会計の対前年伸び率に比べ、財投計画伸び率が上回るようになり、その規模も近年では一般会計の税収不足とも相まって、一般会計規模の約6割強と重要性を増してきたが、経済環境の変化とともに財投計画も変容を迫られている。

### III 財政投融資の変化

#### 1 財政投融資を取り巻く環境変化

昭和28年4月からの簡保資金分離運用など政府の投融資ルートが多様化し、政府の投融資活動を一括して検討・把握するため、昭和28年度から政府の各種投融資を「財政投融資資金計画」として国会審議の参考資料として公表するようになったが、財政投融資は公的金融部門における財政的資

第7表 一般会計と財投融資計画の規模の推移

(単位：億円、%)

区分 年度	一般会計 A		財投計画 B		B/A
		対前年 伸び率		対前年 伸び率	
S53	342,950	20.2	148,876	18.7	43.4
54	386,001	12.6	168,327	13.1	43.6
55	425,888	10.3	181,799	8.0	42.7
56	467,881	9.9	194,897	7.2	41.7
57	496,808	6.2	202,888	4.1	40.8
58	503,796	1.4	207,029	2.0	41.1
59	506,272	0.5	211,066	1.9	41.7
60	524,996	3.7	208,580	△ 1.2	39.7
61	540,886	3.0	221,551	6.2	41.0
62	541,010	2.3	270,813	22.2	50.1
63	566,997	4.8	296,140	9.4	52.2
H元	604,142	6.6	322,705	9.0	53.4
2	662,368	9.6	345,724	7.1	52.1
3	703,474	6.2	338,056	6.5	52.3
4	722,180	2.7	408,022	10.9	56.5
5	723,548	0.2	467,706	12.2	63.3
6	730,817	1.0	478,582	4.6	65.5
7	709,871	△ 2.9	481,901	0.7	67.9
8	751,049	5.8	491,247	1.9	65.4
9	773,900	3.0	513,571	4.5	66.4
10	776,692	0.4	499,592	△ 2.7	64.3
11	818,602	5.4	528,992	5.9	64.6
12	849,871	3.8	436,760	△ 17.4	51.4

(注) 一般会計、財投計画とも当初予算(政府原案)である。

(出所) 大蔵省『財政金融統計月報』各号より作成。

金配分を担当し、昭和30年代後半からの高度経済成長期にそのメカニズムは有効に機能して、日本経済の発展を下支える役割を担うことになった。

すなわち民間金融部門が旺盛な企業の資金需要に対応する一方で、公的金融分野が道路、港湾、橋といった産業基盤整備はもちろんのこと学校、病院といった生活基盤整備など拡大する社会資本整備のためのニーズに対応しようとした。そのため、政府は第5表のように各種の財投対象機関を相次いで設置し、財投が各種社会資本へのニーズを充足し、産業経済発展と国民生活環境の向上に大きく貢献したのである。財投が有効に機能した背景には、民間部門への量的・質的補完機能が働いたためであった。量的には恒常的な資金超過需要に対応し、質的には郵便貯金の資金運用部への預託利率等が市場実勢とかけ離れた低位に固定され、財投原資のコストが低かったため、財投対象機関を通じて低利資金を供給できたからである。

ところがオイルショック後の日本経済の安定成長への移行、租税収入を補うための国債の大量発行や、昭和54年のCD（Certificated Deposit, 譲渡可能定期預金）に始まる金融自由化の進展とともに、公的金融を取り巻く金融経済情勢にも大きな変化が生じ、財投の役割や機能にも変化が見られるようになったのである。

## 2 財投資金における不用額の大量発生

既述のように資金運用部への郵便貯金の預託金利は長期の市場金利よりも低いケースが多く、例えば預託金利は利付金融債利回りより、昭和20年代後半の5年間平均で年1.4%ポイント、30年代後半でも同じく5年間平均で0.8%ポイントも低い状態が続いていた<sup>7)</sup>。これが公的金融による民間金融への質的補完を可能にさせていたが、昭和40年代後半からの金利弾力化や、

---

7) 松田修「公的金融の抜本改革急げ」『日本経済新聞』昭和60年4月12日。

50年代の低金利への移行とともに借り手にとって公的金融の魅力が次第に薄れることとなった。すなわち財投対象機関の貸出金利は長信銀の長期プライムレートを基準にしてきたが、民間金融機関では短期融資と長期融資との組み合わせ等で実質的に長期プライムレートを下回る金利で融資を行う場合が多くなり、財投対象機関金利が市中金利よりも割高になってきたのである。

このため財投対象機関では計画どおりの執行が困難となり、第8表のように昭和52年から53年、54年にかけて財投計画で多額の未消化・不用額が顕在化し、他方で郵便貯金特別会計の赤字増大と相まって財投のもつ矛盾が拡大することとなった。

第8表は昭和50年代からの財投資金の消化状況を示しているが、「繰越額」は財投計画額の次年度への繰越で制度上認められてはいるものの、50年代後半からは毎年度3兆円から4兆円の繰越しが生じ、平成4年からはさらに増大している。「不用額」は不用として執行を見合わせた金額であり、53年、59年、平成5年以降の不用額は著しい。これらは財投計画策定後の金融情勢変化や海外事情の変化により、財投対象機関の貸付けが計画を下回ったために生じたものといえる。平成3年から財投資金の未消化率 $[(B+C)/A]$ は増大傾向にある。

このような昭和52,53,54年の未消化額の大量発生に対し、野口悠紀雄教授をはじめとして財投の存在意義が問われることとなった。すなわち①財投計画の対象となる機関の事業または機関そのものが時代の要請に合わないために、財投資金の未消化・不用・公的金融による民間資金のクラウドディング・アウト、そして一般会計からの補助金への依存という非効率や負担が発生している。②財投計画外への資金運用部による交付税特別会計や厚

---

8) 野口悠紀雄「財投融資計画解体のすすめ」『エコノミスト』昭和54年12月11日号。

第8表 財政投融资資金の消化状況 (単位：億円、%)

年度	計画額 (A)	繰越額 (B)	不用額 (C)	$(B+C)/A$	$C/A$
S50	122,561	17,080	1,027	14.8	0.8
51	130,952	18,865	1,651	15.7	1.3
52	158,152	26,493	5,313	20.1	3.4
53	181,905	32,418	15,465	26.3	8.5
54	201,271	29,456	7,284	18.3	3.6
55	212,023	31,190	1,529	15.4	0.7
56	196,234	32,190	2,058	17.5	1.0
57	24,553	33,547	2,297	14.9	1.0
58	242,790	33,942	2,217	14.9	0.9
59	243,461	35,700	13,464	20.2	5.5
60	244,413	38,366	3,786	17.2	1.5
61	260,639	41,433	6,550	18.4	2.5
62	323,968	49,895	6,896	17.5	2.1
63	351,748	39,997	6,758	13.3	1.9
H元	374,777	37,906	4,490	11.3	1.2
2	398,313	38,519	2,456	10.3	0.6
3	428,672	39,656	8,577	11.3	2.0
4	506,930	55,545	5,958	12.1	1.2
5	601,037	72,907	20,736	15.6	3.5
6	594,223	71,121	15,661	14.6	2.6
7	592,369	96,617	101,289	17.1	17.1
8	587,774	89,188	32,546	20.7	5.5
9	618,541	80,938	60,851	22.9	9.8
10	684,884	94,746	62,693	23.0	9.2
11	637,874	84,766	85,050	26.6	13.3
12	527,613	68,529	93,060	30.6	17.6

(注) 「計画額」は追加後計画額に前年度繰越額を加えたもの。

(出所) 大蔵省『財政金融統計月報』各号より作成。

生保険特別会計への短期運用（貸付け）も赤字発生メカニズムのそれぞれの特別会計の根本対策をなおざりにするもので、確実に有利な運用方法ではない。したがって③財投計画の時代遅れの運用対象機関を整理すると

もに、資金運用部資金の不確実な短期運用を止め、基本的には資金運用部による国債引受けを探ることが望ましい（もちろん国債引受けに厳しい節度が必要である）。また④財投対象機関の整理にあたっては従来の行政改革に見るべき成果がなかったことや特殊法人の存在意義に公共性を主張できる根拠が現状では弱いことから、最善の策ではないものの財投対象機関の存立は現行財投計画の解体すなわち市場メカニズムの判断に委ねざるをえないと主張し論議を起こした。ところが財投の未消化・不用額問題は昭和55年度までに、ほとんど通常の水準にまで是正されてしまった。これは世の中の強い批判を受けて、財投計画策定が慎重になされたことも一因ではあるものの第9表に示されるように、資金運用部資金の財投計画外運用とくに国債引受けによるものである。しかし近年、繰越額はまた急増しつつある。

資金運用部による国債引受けは、①資金運用部資金の流動性を長期に失われしめ、預託金の増加状況しだいでは財投計画を削減させざるをえなくなる。②政府資金の財投運用が削減された場合、政府保証債発行によって資金調達を行っている財投対象機関にとっては、それだけ利回りの高い資金調達を余儀なくされることになる、③国債引受けが巨額化すると本来の意味での資金運用部の余裕金の運用対象として保有していた有価証券の額を超過して、長期運用の形で保有している国債等を日銀に売却せざるをえないという、資金の流動化に追い込まれ、インフレ的通貨供給に結びつく危険性がある、④資金運用部の保有国債の累増とともに、財政資金の需要に対応するため、対市中売却等を通じて民間金融市場との接触が頻繁になり、国債管理の負担を資金運用部が担わされることになる、等々の問題点を抱えることとなった。

財投の未消化は、財投対象機関が事業・融資活動を行い、効率的な資金調達をするうえで、ある程度はやむを得ず発生する現象である。しかしそ

第9表 資金運用部国債保有状況の推移 (単位：億円、%)

年度末	区分	資産残高 (A)	国債保有残高 (B)	(B/A)
S51		519,014	53,839	10.4
	52	628,524	86,720	13.8
	53	743,876	112,425	15.1
	54	847,180	103,313	12.2
	55	1,000,953	153,208	15.3
	56	1,131,615	182,173	16.1
	57	1,269,311	209,479	16.5
	58	1,389,924	233,655	16.8
	59	1,519,510	299,836	19.7
	60	1,670,681	396,129	23.7
	61	1,813,505	480,224	26.5
	62	1,973,039	537,342	27.2
	63	2,148,116	587,512	27.4
	H元	2,301,262	575,729	25.0
	2	2,452,006	568,900	23.2
	3	2,758,180	636,147	23.1
	4	3,026,652	647,889	21.4
	5	3,262,856	624,614	19.1
	6	3,467,240	568,323	16.4
	7	3,739,348	666,667	17.8
	8	3,921,127	658,847	16.8
	9	4,182,869	844,843	20.2
	10	4,360,367	946,353	21.7
	11	4,430,658	765,975	17.3
	12	4,396,635	674,370	15.3

(注) 資金運用部貸借対照表ベース。

(出所) 大蔵省『財政金融統計月報』各号より作成。

れが余りにも巨額になると問題は別である。財投資金に対応する国民経済の真のニーズを把握するための財投改革が求められることになる。その過程で多額の未消化が生ずれば、資金運用の非効率を解消するため財投外運用＝自主運用もやむをえないという機運が生じてきた。

### 3 郵便貯金資金の一部自主運用の開始

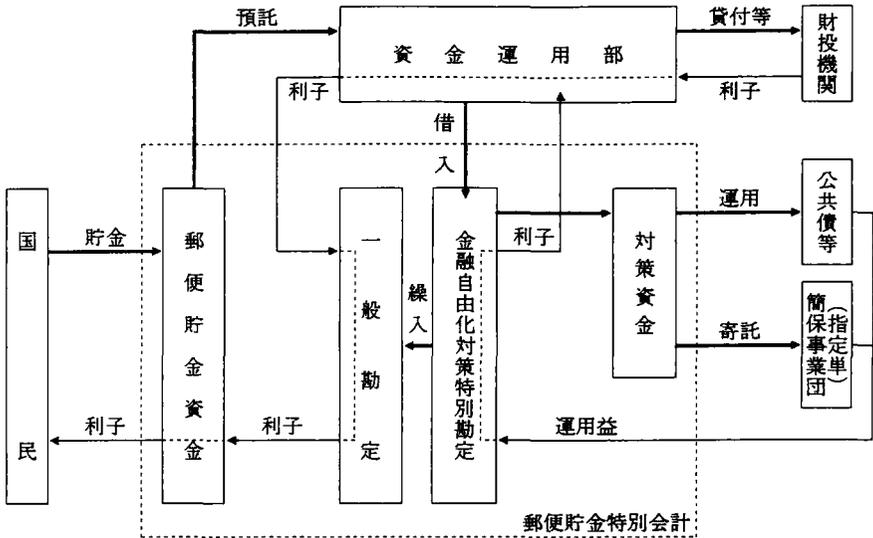
金融自由化の進展の中で自由金利商品が出現し、郵政省としてもこれに対応して、低利に抑えられていた郵貯資金の有利運用にせまられ、昭和57年度予算以降、郵貯資金の自主運用（国債等の公共債の引受け）の要求が行われたものの、政府部内での協議は進まなかった。このような中、昭和59年5月の日米円・ドル委員会報告書により金融自由化は決定的流れとなり、郵便貯金の金利（資金調達面）から貸出金利（資金運用面）まで市場金利が一貫して反映する仕組みが必要不可欠となった。

これを実現する方策として郵便貯金資金の一部自主運用と、預金金利の市場金利連動化を郵政省が強く要求した。その結果非課税貯蓄廃止合意の大蔵省との交渉を経て、昭和62年6月30日から一部自主運用が開始された。

### 4 郵便貯金自主運用の概要

郵貯自主運用である金融自由化対策資金は第3図のように郵便貯金の資金運用部預託金の一部を原資として資金運用部から融資を受け、郵政大臣が市場原理に基づき、直接管理運用することになっていた。対策資金の運用額は第10表のとおりであるが、各年度の新規運用額のうち2分の1以上は、新規国債の引受けに充当することとなっている。また資金運用対象は昭和63年度末では、国債、地方債、公庫公団債、金融債、譲渡性預金・大口定期預金等の金融機関への預金、特定の社債、外国債、元本保証のある金銭信託、郵便局の窓口で販売した国債等を担保とした預金者へ貸付けを

第3図 資金運用の仕組み図



(注) 郵便貯金資金の資金運用部への預託利率と金融自由化対策資金の借入比率は同じである。

行う国債等担保貸付けとなっていた。

これに加えて平成元年度からは、新たに簡易保険福祉事業団を通じて単独運用指定金銭信託（指定単）への運用を開始した。また平成2年度から債券の貸付けや大型私募事業債への運用開始、平成3年度から4月にかけては社債の運用範囲の拡大を行い、平成5年度からは外国社債の運用範囲の拡大やコマーシャル・ペーパー（CP）への運用を開始するなど、運用対象の多様化を図ってきた。

### 5 郵便資金と簡保資金の指定単運用

前述のように郵便資金の有利運用のため平成元年度「指定単」を追加し、

第10表 自主運用額の推移 (単位：兆円)

年 度	昭和62	昭和63～平成 3	4	5	6	7	8
新 規 運用額	2.0	前年度新規運用額に 5,000億円を加算	5.4	4.75	5.0	5.0	5.0
運用額	2.0	4.5～15.0	20.4	25.15	30.15	35.15	40.15

年 度	9	10	11	12
新 規 運用額	7.5	12.0	6.7	2.0
運用額	45.65	55.15	58.85	57.35

(出所) 郵政省資料。

その規模は第11表に示されているが、平成4年度からは低迷する株価対策の意味も込められることになった。すなわち、BIS規制では平成5年3月までに資本比率8%を達成していない金融機関は国際金融業務を行うことが困難なために、各金融機関は8%達成に懸命であった。株価含み益の45%は自己資金に繰り入れ可能であったが、株価が低迷しているとその含み益が減少し、基準達成のために、「民間への貸し渋り」が顕在化したため、国民経済的立場から公的資金による株価対策を行うことにしたのである。

「指定単」とは金融自由化対策資金から簡易保険福祉事業団に資金を「寄託」し、同事業団を通じて、信託銀行に運用を委託するものであるが、次に簡保事業団による指定単運用について考察しよう。

簡保資金の積立金による財政投融资協力分は一般財投(国・公庫公団等、地方公共団体への資金運用)と資金運用事業分とに大別される。第12表は簡保資金の一般財投と資金運用事業の推移である。後者の資金運用事業とは、簡易生命保険特別会計から簡易保険福祉事業団へ融資を行い、当該事業団が資金運用を行うもので、昭和62年度から開始されたものである。

簡易保険福祉事業団の投資対象は簡易保険福祉事業団法第19条の2にお

第11表 郵貯資金の指定単運用規模 (単位:億円)

年度別	信託額			
	指定単 (従来型)	新指定単	年度計	累計
平成元年度	2,500	—	2,500	2,500
2年度	5,000	—	5,000	7,500
3年度	7,500	—	7,500	15,000
4年度	6,000	10,000	16,000	31,000
5年度	4,500	5,000	9,500	40,500
6年度	4,500	5,000	9,500	50,000
7年度	2,500	5,000	7,500	57,500
8年度	4,000	3,500	7,500	65,000
9年度	7,000	4,401	11,400	76,401
10年度	12,000	5,000	17,000	93,401
11年度	11,500	3,000	14,500	105,401

(出所) 郵政省資料。

いて、㉓国債、地方債その他确实と認められる有価証券、㉔預貯金、㉕金銭信託で運用方法を特定しないもの、となっているが実際はすべて㉔、具体的には「単独運用金銭信託(指定単)」によって運用されている。

指定単とは「信託の委託者が信託銀行に対して金銭の運用対象を指定し、信託銀行はその運用対象の範囲内で運用の裁量権を認め、信託銀行は、受託した金銭を他の委託者の金銭とは区別して運用する信託<sup>9)</sup>」のことである。

平成3年までの旧指定単の運用対象は、株式、国債、地方債、社債、外国債等となっており、運用割合は株式30%以下、外貨建資産30%以下、そ

9) 郵貯資金研究協会編、前掲書、p. 26。

第12表 簡保資金の財政協力分（当初計画ベース）（単位：億円）

年 度	昭和62	63	平成元	2	3	4
一般財投	35,912	39,094	42,140	44,050	46,550	46,550
資金運用	3,500	5,000	14,000	16,500	16,500	14,000
計	39,412	44,094	56,140	60,550	63,050	60,550

年 度	7	8	9	10	11	12
一般財投	13,218	13,416	6,359	3,557	8,080	△11,656
資金運用	14,279	△34,153	7,605	△8,052	△28,900	13,699
計	27,497	△20,737	13,964	△4,495	△20,820	25,355

（出所）大蔵省『予算及び財政投融资計画への説明』、『簡易保険2001』

他の資産50%以上の制限が付いていた。その後平成4年に、総合経済対策の一環として株式の組み入れ制限のない「新指定単」の運用が実施され今日に至っている。

現行法の下で簡保資金を直接「株式」に運用することは認められていない。ただし戦時体制下の昭和15年から17年までは簡保資金による株式投資が認められていた。当時の投資対象は朝鮮殖産銀行や日本勧業銀行といった特別の法令や条約によって設立された株式会社で、昭和17年度には「積立金」の4.6%が株式に投資されていた<sup>10)</sup>。株式投資が認められたのは、戦費調達のための年利3.5%の国債購入に新規編入積立金の半分が振り向けられたため、簡易保険事業維持のための必要利回り4.1%を確保するためであった。

低迷する株価は、BIS規制におけるTierIIの有価証券含み益の45%を自己資本への組み入れる事を困難にし、自己資本比率8%達成のため、内外マ

10) 新郵便年金研究会『新しい郵便年金』第一法規、昭和57年。

ネーフローにも影響をおよぼしている。

平成4年、当時「買い手不在」の株式市場で、買い手になりうる存在として、財政投融资の資金運用事業に注目が集まった。簡易保険金や郵便預金で集めた公的資金の株式運用は前述したように信託銀行の指定単で行われている。そこで政府は、郵貯・簡保資金による貢献策として「公的資金（郵貯・簡保等）による簡易保険福祉事業団等を通じる単独運用指定単金信託（指定単）への運用について、その株式組み入れ比率の制限を設けない新たな指定単を設けるとともに、財政投融资計画の資金運用事業の資金に1兆1200億円の追加を行う。これに平成4年度財政投融资計画に資金運用事業として計上されている分から設定されるものを併せ、新たな指定単へ運用される額は2兆8200億円となる」という株価対策を平成4年8月28日、経済対策閣僚会議で決定した。

このような公的資金による株価対策や公定歩合引下げ政策により、平成4年8月18日東証平均株価の終値14309円41銭を底に株価は持ち直し、平成5年3月31日時点で国際金融業務を行う主たる邦銀は BIS 規制をクリアすることができた。しかし平成5年10月9日の日本経済新聞朝刊によれば株価低迷と低金利により平成4年度の郵便貯金の指定単収支は約100億円の赤字、簡保資金の指定単収支も490億円の赤字となり、平成5年度も赤字予想と報じた。

このように「安全・確実」をモットーとする郵便貯金や簡保資金による株価対策には自と限界があるとともに、今後ますます自己資本比率の上昇が予想される BIS 規制に対しては、各金融機関が有価証券含み益に依存しなくてもよい資産構造に改善していく必要が大であるといえるだろう。

#### IV 2001年4月からの郵便貯金資金の全額自主運用

郵便貯金資金は、2001年4月から財務省財政融資資金への預託が廃止さ

れると、第4図のように郵政事業庁の全額自主運用がスタートし、その際の資産構成イメージは第5図のようになるとされている。資産構成は国債等が30～40%、財投債・財投機関債等が30～40%、地方債・地方公共団体貸付が10～20%、社債等が5～10%、指定単・特金信（投資顧問会社の活用）が5～10%、外国債が～5%、預金等が～5%とイメージされている。

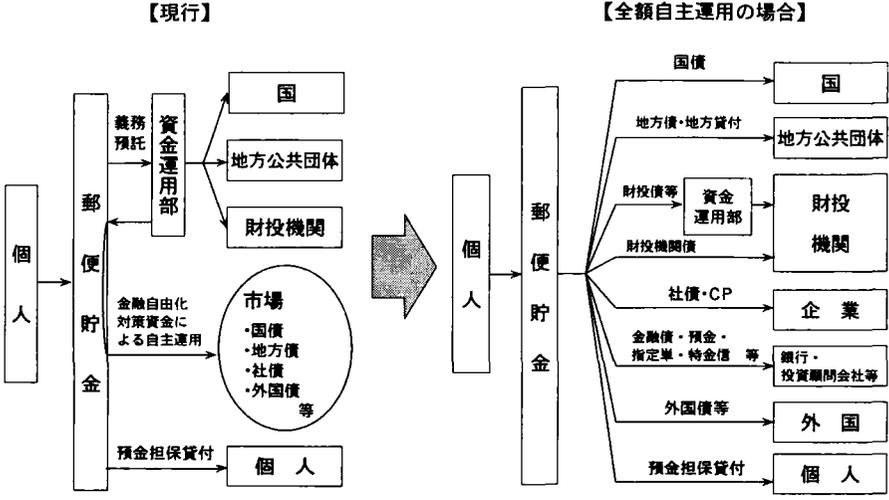
第5図のように、全額自主運用移行後の予想資産構成は現行の自主運用の資産構成と大差はない。国債の一種ともいえる財投債や財投機関債を加えると広義の国債運用は60～80%に拡大する。その場合、景気回復とともに金利が上昇に転換すると、buy and holdされた低金利長期国債の価格は下落し、資本損失も巨額のものとなる。仮に満期まで保有するとしても運用利回りの低下に悩まされることになる。

また外国債投資は、高い利子収入が期待されるとともに国際的にリスクを分散することが可能となるが、為替リスクも存在する。社債も格付の変化により価格変動し、指定単での株式運用もリスクにさらされている。さらに日本版金融ビッグバンの進展に伴い金融自由化が加速され、郵便貯金も資金調達コスト上昇や預入期間短期化により資金調達に大きな影響を受けるとともに、自由金利商品の増加からリスク管理の重要性も増大している。

このような状況下で郵便貯金資金も、より一層有利で確実な運用のため、リスクをヘッジする種々の運用手法、とくにデリバティブによるヘッジについて十分な検討を進めるとともに、ポートフォリオの組み替えが必要である。

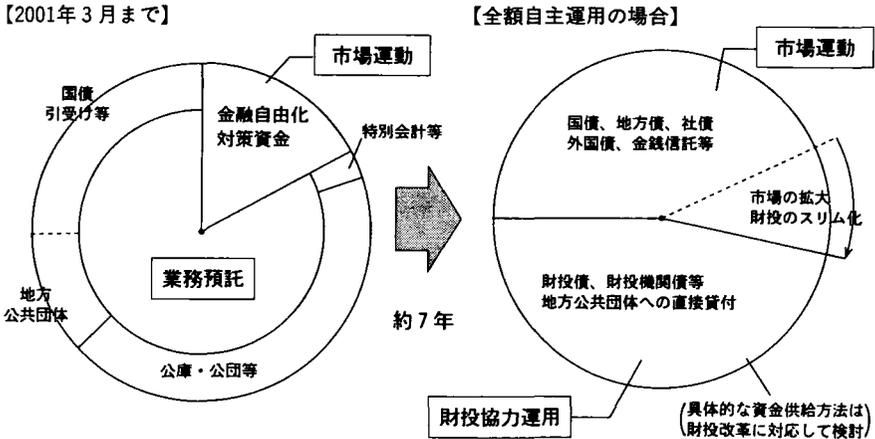
郵便貯金法第10章金融自由化対策資金の運用、第68条の3項の1号で、債券先物取引のための標準物国債、3項の15号で債券オプション（当事者の一方の意思表示で当事者間で債券——第1号と第8号に規定する標準物を含む——の売買取引を成立させることができる権利）、3項の16号で先物

第4図 全額自主運用の仕組み



(出所) 郵政省資料

第5図 全額自主運用の資産構成イメージ



外国為替（外国通貨で表示される支払い手段で、その売買契約に基づく債権の発生、変更または消滅に係る取引を当該売買の契約日後の一定の時期に外国為替相場により実行する取引——金融先物取引所の開設する市場で行われる取引）といった種々のデリバティブに郵貯資金の運用が可能なことが明示されている。

しかし1994年度より債券先物・オプション取引の開始、1995年度より先物外国為替への運用開始と郵便貯金資金の運用範囲が拡大されたにもかかわらず、2001年度末現在、上記デリバティブへの運用はゼロである。2001年4月からの全額自主運用開始で、運用法制、会計法制等の法的枠組みのいっそうの整備、運用計画決定の迅速化、運用成績等の一層のディスクロージ、運用責任の明確化を進めるとともに、リスクヘッジ手段としてのデリバティブ理論の習得と今後の金融技術革新の成果を郵便貯金資金の運用に速やかに取り込むことが必要であり、その動向について常に研究が必要となっている。

## V 郵便貯金資金運用の全額自主運用とリスク管理

郵貯資金運用の基本的方針は、①資金運用に伴う各種のリスクを分散し、相対的に低いリスクでより高い収益を、毎年度安定的に得ることができるよう、最適なポートフォリオの構築に努める、②ポートフォリオ構築にあたっては、運用における金利変動を適切にコントロールするため、ALM（資産負債総合管理）手法強化を一層強め、調達・運用期間のミスマッチの改善をはかる、③債券先物、オプション、証券会社を通じた先物外国為替といったデリバティブをリスクヘッジ手段として有効活用するとともに、その運用にあたっては、リスク管理に特に配慮する、④資金運用状況を客観的・定量的に把握し、収益目標達成を確実化させるため、運用評価を導入し、その評価に基づいて資産内容の改善に着手する。また信用リス

ク増大に備えるため、内外の社債等への運用にあたっては、格付動向を注視するなど債権保全に十分努力する<sup>11)</sup>、となっている。

すなわち、郵便貯金資金運用は零細な預金者の利益の確保と郵便貯金事業の健全経営の確保のため、長期債を中心とした安定的な運用 (buy and hold) や、適切なポートフォリオ管理と ALM により、リスクとリターンをコントロールするといった安全・確実かつ有利な運用が求められる。

## VI 財政投融资の当面する問題

民間部門における資金需要の伸び悩みにより、財政投融资が従来からの融資分野において民間金融を量的に補完する必要性は低下し、前述のように財投資金の未消化・不用額の増大、財投計画に組み込まれない短期運用の拡大、財投対象機関と民間金融機関、あるいは財投対象機関同士の競合が発生している。

また租税収入の伸び悩みにより国の財政が逼迫し、大量の国債発行が続行され、財投資金配分において財投計画外の国債引受けが増大しているが、公共投資の資金調達に占める財投独自の役割が崩壊している現れともいえるだろう。

このように公的金融仲介システムとしての財投は量的にも質的にも変化を迫られつつあり、とくに郵便貯金資金や国民年金・厚生年金の保険料が従来資金運用部に預託されていたものが、2001年4月から預託義務がなくなり、全額自主運用となってからは、さらに変革を迫られている。とくに財投機関が資金調達のために財政機関債を発行するにあたっては、市場の評価が反映されることになる。消化が困難になり、政府保証が付与されるようになると財投改革に逆行することになる。

---

11) 郵貯資金研究協会編『郵便貯金資金運用の概説、平成13年版』pp. 33-34。

また簡保資金の「余裕金」の資金運用部（2001年4月からは財政融資資金）への預託の見直しや公的資金による株価対策における損失補填をどこが負担するかリスク管理対策についての再検討が当面、解決を迫られることになるであろう。

### 〔参 考 文 献〕

- (1) 伝田功「資金運用部論」『彦根論叢』第240号、昭和61年10月。
- (2) 藤原隆編『図説・日本の税制、平成5年版』財経詳報社、平成5年。
- (3) 石弘光・飯野靖四編『現代財政のフロンティア』東洋経済新報社、平成4年。
- (4) 岩田規久男「公的資金導入は信用秩序を守る時だけ」『エコノミスト』平成4年、11月9日号。
- (5) 河野惟隆「いまこそ財政投融资の再編強化を」『エコノミスト』昭和55年、12月23日号。
- (6) 貝塚啓明・植田和男編『変革期の金融システム』東京大学出版会、平成6年。
- (7) 貝塚啓明・小野英裕編『日本の金融システム』東京大学出版会、昭和61年。
- (8) 金子秀明『郵貯・郵便局の未来』東洋経済新報社、平成5年。
- (9) 西村重幸「簡保資金の運用動向」『大和投資資料』平成4年8月号。
- (10) 野口悠紀雄『日本財政の長期戦略』日本経済新聞社、昭和59年。
- (11) ——、『財政』教育社、昭和59年。
- (12) ——、『財政危機の構造』東洋経済新報社、昭和55年。
- (13) 佐藤進・宮島洋『財政』東洋経済新報社、昭和58年。
- (14) 鈴木淑夫「公的金融はかくリストラスべし」『エコノミスト』平成6年、12月24日号。

- (15) 横山信孝「資金運用部資金の研究〈上〉〈下〉『エコノミスト』昭和55年10月13日号、10月20日号。
- (16) 和田八束・鶴川多加志編『現代の財政』世界書院、平成2年。
- (17) 『図説・日本の財政』東洋経済新報社、各号。
- (18) 『図説・財政投融资』東洋経済新報社、各号。
- (19) 郵貯資金研究協会編『平成13年版、郵便貯金資金運用の概説』2001年。

## 第6章 セーフティネットと預金保険制度

### I はじめに

#### 1 ペイオフの規定

ペイオフ (pay off) とは、本来「直接預金戻し」という破綻金融機関の処理方法のひとつを意味している。我が国では、1971年3月預金保険法が成立し、同法に基づいて同年4月、金融システム安定化のための「セーフティ・ネット」としての預金保険機構が創設された。ペイオフは、この預金保険制度のもとで、保険対象預金に対し、付保限度内で保険金の直接支払いを行う、預金保険の実施行為を指している<sup>1)</sup>。換言すれば金融機関が破綻した場合、「取り付け騒ぎ」や「連鎖倒産」等を防止するため、預金保険機構に加盟金融機関が積み立てた保険料で、破綻金融機関の預金者に保険金を支払うことである。

#### 2 預金保険機構とペイオフ

1971年発足当初、保険金支払限度額100万円・保険料率0.006%であったものが、74年保険金支払限度額300万円、82年保険料率0.008%、86年保険金支払限度額1,000万円・保険料率0.012%、96年破綻処理財源確保のため、一般・特別保険料を設定し、一般保険料率を0.048%、特別保険料率0.036%、合計0.084%として現在に至っている。

しかし、71年4月に預金保険制度が発足して以来、ペイオフが実施され

---

1) 預金保険機構「預金保険制度に関するQ & A (<http://www.dic.go.jp/qa/qa.html>)」、——、『預金保険機構年報 (平成12年度版)』2001年7月、経済法令研究会編『ペイオフ解禁 Q & A』経済法令研究会、1999年、を参照されたい。

たことは一度もない。大蔵省は「護送船団行政」により、経営が悪化した金融機関を、体力のある金融機関に吸収・合併させることで、金融機関の破綻の表面化を避けてきた。その意味で預金保険機構は、「火事のない国の消防車」とも言われてきた。

ところが、金融の自由化、国際化、エレクトロニクス化、セキュリタイゼーションの進展、バブルの崩壊による不良債権の増大とともに、「銀行不倒神話」は崩れ去り、ペイオフ実施が現実のものとなってきた。とくに1995年には、コスモ信用組合、木津信用組合、兵庫銀行等々の破綻が相次ぎ、金融システム不安が増大した。そこで政府は、同年12月、金融制度調査会の「2001年4月までペイオフ実施を延期」の決定を受け、2001年3月末まで預金等を全額保護すると宣言した。そして正式に96年6月預金保険法を改正して、2001年3月末まではペイオフを実施せず、公的資金を投入することにより、預金者も金融市場における決済システムも同時に保護することとなった。しかし、後述のようにさらに2002年3月まで1年延期された。

### 3 預金保険法改正の歴史

最初の預金保険法の改正は1986年5月で、破綻金融機関の救済金融機関に資金援助制度（金銭贈与、資産買取）を導入したり、保険金支払限度額を1,000万円に増額するなどの機能拡充が図られ、92年4月、東邦相互銀行を吸収した伊与銀行に初の5年間の資金貸付が行われた。そして、96年6月の預金保険法の改正は、相次ぐ金融機関の破綻や住宅金融専門会社問題に対処するためであったが、預金保険機構に①ペイオフが実施された場合の、費用を上回る支援（贈与）、②破綻信用組合の受皿金融機関としての整理回収銀行に対する支援、③住宅金融債権管理機構への支援といった機能が新たに付け加えられることになった。それとともに預金保険機構の勘定は、一般勘定に加えて一般金融機関特別勘定、信用組合特別勘定、住宅金

融専門会社債権処理勘定が設置された。

その後97年12月には再び預金保険法が改正され、経営が悪化した金融機関を合併する場合に資金援助する「新設合併」と「特定合併」に対する資金援助制度が創設された（99年3月廃止）。

そして、98年2月、政府は金融システムへの信頼回復と経済が危機に陥るのを防止するため、預金保険法改正により預金者保護を強化することと、13兆円の公的資金投入により金融機関の自己資本比率向上を図った金融機能安定化法の「金融二法」を成立させた。

この預金保険法改正で、①整理回収銀行を信用組合だけでなく、その他の金融機関の受け皿として活用する、②17兆円の公的資金を預金保険機構に投入することにより、預金全額保護の徹底を図る、③そのために種々の特別勘定を「特例業務勘定」に一本化することとなった。

また金融機能安定化法による、金融機関の自己資本比率を充実させるための、優先株や劣後債等を引き受けるための資金は、預金保険機構に創設された「金融危機管理勘定（98年10月廃止）」に投入された公的資金の13兆円から支出されることになった。実際に98年3月、都市銀行、長期信用銀行、信託銀行と地方銀行の合計21行に、預金保険機構から2兆円弱の劣後債等の引き受けが行われた。

しかし、各行横並びの資金投入や、長銀の経営危機の表面化により、個別銀行救済はしないという公約が守られなかったことに対する批判、優先株発行より劣後債や劣後ローンによる公的資金投入が大部分で、金融機関の自己資本比率向上に限界がある等々により、金融機能安定化法は短期で廃止された。

そして、与野党の長期間の折衝の末、98年10月、預金保険法改正・金融再生法・早期健全化法が成立した（いずれも、ペイオフが始まる予定の2001年3月までの時限立法だった）。これにより①金融整理管財人業務、特別公

的管理業務が預金保険機構業務に追加された。また、②整理回収機構が健全行より不良債権を買い取る原資となる「金融再生勘定」に18兆円、金融機関への資本増強の原資となる「金融機能早期健全化勘定」に25兆円の公的資金を投入し、98年2月の預金者保護のための17兆円と合計して、総額60兆円のセーフティ・ネットが確立した。

これらの法律が成立した98年10月、日本長期信用銀行が、同年12月、日本債券信用銀行が金融再生法に基づいて、特別公的管理銀行に移行した。さらに、99年3月、「早期健全化法」に基づき金融再生委員会は、大手15行に「金融機能早期健全化勘定」から7兆4,592億円の資本注入を実施した<sup>2)</sup>。

このように概観してみると、日本の預金保険制度・機構は朝令暮改によって次々に改正されてきたことが明らかとなってくる。すなわち、金融機関の破綻処理にあたっては、ペイオフを実施せず、預金保険制度・機構が便利な受け皿として使用されてきたということが可能で、政府に金融システム問題での一貫した考え方が欠如していたといえるだろう。

そして、預金保険制度・機構の機能が段階的に拡張されてくる裏返しとして、本来の機能ともいえる預金者保護の機能が相対的に縮小してきており、預金保険制度・機構の位置づけが不明確になりつつあるとともに、付け加えられた機能の体系が非常に複雑化している。

#### 4 ペイオフ解禁の1年延長

日本の金融業界の大部分は、2001年4月のペイオフ解禁に向けて、金融機関の合併・再編、リストラの実施と、内外に信頼される体制づくりに向けて対応策をとってきたはずであった。しかし1999年12月29日、与党3党

2) 『預金保険機構年報』平成10年度版、1999年7月、今井激『ペイオフとマネー大移動』東洋経済新報社、1999年、日本経済新聞社編『どうなるペイオフ』日本経済新聞社、1999年、重松政男『金融再生のしくみ』1999年、日本実業出版社、を参照。

は「地方の信用組合や取引先の中小企業の経営健全化がスケジュール通りに進まず、遅れている」との理由をつけて、ペイオフ実施を1年延長し、2002年4月からにすると決定した。

2001年4月のペイオフ凍結解禁は、事実上の国際的公約となっており、1年延期は5年間で日本の金融システム改革が十分できなかった事を内外に示すこととなり、日本の金融システムの信頼を、さらに低下させることになった。そこで、個別金融機関の「格付け」引き下げを検討する格付機関も出てきた。

ペイオフに備えた対策がスケジュールより遅れているなら、その対応策として、本来は決済性預金の保護だけで足りたのではないだろうかとの疑問も発生した。ペイオフ解禁の1年延長は、預金全額保護のコストを最終的に国民に負担させることになることは明白である。1年延期を実施する以上は、金融機関の健全化努力をスローダウンさせないよう、国・預金者一体で監視することで強化し、内外から信頼される早急な金融システムの安定化を十分に図るべきであったが、2002年4月の解禁が近づくにつれ、再延期論が高まったのは遺憾である。

## 5 本章の目的

本章においては、複雑化した日本の預金保険制度・機構を資金面・勘定面・機能面から再整理するとともに、金融機関の倒産リスクから預金者を護るセーフティネットとしての預金保険機構の位置づけと、ペイオフを実施しているアメリカの預金保険制度との比較検討を行い、それらを基礎に、預金のリスク管理とペイオフ論議の検討を通じて、今後の日本の金融システムの展望を行いたい。

## II 日本の預金保険制度

### 1 預金保険機構の資金源と収支

#### (1) 預金保険対象金融機関

日本の預金保険制度は、預金保険機構が運営を一括して担当している。預金保険機構は既述のように、1971年（昭和46年）4月に公布・施行された「預金保険法」に基づいて、同年7月に設立された特殊法人で、政府・日銀と民間金融機関から現在54億5,500万円の出資を受けている。

預金保険機構発足当初、第1表に示されているように保険金支払対象金融機関は銀行（ここでは全国銀行の意味で使用され、都銀、地銀、信託銀、長信銀、相銀（1988年からは第2地銀に転換）等が含まれる）、信金、信組であったものが、86年5月労働金庫も預金保険機構に加入が認められた。金融機関の中では、都銀、地銀II（第2地銀）、信金・信組の急激な減少が著しく、合併や破綻による消滅を意味している。その中でも信金・信組が3ケタの減少となっている。なお、85年から信託銀行数が増大しているのは、金融制度改革により、子会社形態での信託業務への参加が認められたのを反映している。

今後も預金保険対象金融機関は減少傾向にある。まず都銀は、99年8月、第一勧業銀行、富士銀行、日本興業銀行のいわゆる「みずほグループ」の1年後の事業統合発表、同年10月の東海銀行と三和銀行の共同持株会社による1年後の経営統合、同年10月、財閥の系列を超えた住友銀行とさくら銀行の1年後の合併発表と合従連衡が加速している。第2地銀も2000年度中に3行が減少し、今後かなりの数の破綻が予想される。信金・信組はさらに破綻・統合が進むのは必至である。

#### (2) 預 金 保 険 料

つぎに預金保険制度の保険料率は、第2表に示されているように1996年

第1表 預金保険対象金融機関数の推移

年度末	銀 行						信金	信組	労金	合計
	都銀	地銀	地銀Ⅱ	信託銀	長信銀	その他共計				
1971	14	61	71	7	3	156	483	524	-	1,163
72	14	63	72	7	3	159	484	508	-	1,151
73	13	63	72	7	3	158	484	498	-	1,140
74	13	63	72	7	3	158	476	492	-	1,126
75	13	63	72	7	3	158	471	489	-	1,118
76	13	63	71	7	3	157	469	488	-	1,114
77	13	63	71	7	3	157	468	490	-	1,115
78	13	63	71	7	3	157	466	486	-	1,109
79	13	63	71	7	3	157	462	484	-	1,103
80	13	63	71	7	3	157	461	476	-	1,094
81	13	63	71	7	3	157	456	474	-	1,087
82	13	63	71	7	3	157	456	469	-	1,082
83	13	63	71	7	3	157	456	469	-	1,082
84	13	64	69	7	3	156	456	462	-	1,074
85	13	64	69	11	3	160	456	449	-	1,065
86	13	64	68	16	3	164	455	447	47	1,113
87	13	64	68	16	3	164	455	440	47	1,106
88	13	64	68	16	3	164	455	419	47	1,085
89	13	64	68	16	3	164	454	415	47	1,080
90	12	64	68	16	3	163	451	408	47	1,069
91	11	64	68	16	3	162	440	398	47	1,047
92	11	64	66	16	3	160	435	394	47	1,036
93	11	64	65	21	3	164	428	384	47	1,023
94	11	64	65	23	3	167	421	374	47	1,009
95	11	64	65	30	3	174	416	370	47	1,007
96	10	64	65	33	3	176	410	364	47	997
97	10	64	64	33	3	176	401	352	47	976
98	9	64	61	34	3	173	396	323	41	933
99	9	64	60	33	3	171	386	292	41	890
00	9	64	57	31	3	167	372	282	40	861

(注) 地銀Ⅱは、第二地方銀行協会加盟の地方銀行で、91年度までは相互銀行を含む。

87年度までは第2地方銀行の前身の相互銀行の計数

(出所) 『預金保険機構年報』平成10年度版、1999年7月、p. 85、平成12年度版、2001年7月、p. 83を修正。

に改定され、現在一般保険料0.048%、特別保険料0.036%の合計0.084%となっている。本来預金保険の財源は、金融機関の預金残高に応じて徴収されるこの保険料が主体となっている。なお特別保険料は、預金等債権の特別買取りや特別資金援助等の特別業務遂行のため、当初ペイオフが凍結さ

第2表 金融機関の預金保険料負担割合の日米比較（単位：％）

日 本	保険料率	負担割合	米 国	保険料率	負担割合
90年度	0.012	1.57	90年度	0.1200	4.96
91	0.012	1.35	91	0.2150	8.32
92	0.012	1.14	92	0.2300	7.58
93	0.012	1.23	93	0.2440	7.20
94	0.012	1.16	94	0.2360	6.64
95	0.012	0.83	95	0.1240	3.24
96	0.084	5.72	96	0.0024	0.08
97	0.084	6.46	97	0.0008	0.02

(注) ・日本の保険料負担／（業務純益＋一般貸倒引当金繰入額＋保険料負担）・  
米国の保険料負担／(Pfe-taxnet operating income＋貸倒引当金繰入額＋保  
険料負担)・米国は、93年以降可変保険料率を採用しているため、実効料率  
ベースの保険料率を算出。97年度の金融機関業態別の負担割合は、都市銀行  
5.21%、長期信用銀行0.75%、信託銀行6.22%、地方銀行8.21%、第二地方  
銀行9.03%、信用金庫8.45%、信用組合8.62%、労働金庫9.03%となってい  
る。

(出所) 『日本工業新聞』1999年3月19日号。

れている2001年3月末までの期間、設けられ、預金保険法の改正で2002年3月までに延長された。

全金融機関一律の保険料率については、米国のように個別金融機関の自己資本比率等経営内容に応じた「可変料率制」を導入すべきとの意見も強い。しかし経営が悪化した金融機関の料率や負担増が公表されると、信用不安を増幅するとの反論もある。なお米国の可変料率は、金融機関の自己資本比率と検査結果を基礎に4ランクに料率が分かれており、経営が健全化された米国金融システム下で、97年以降の保険料率は平均0.0008%とゼロに近い。

### (3) 預金保険機構の収支

預金保険機構の一般勘定および特例業務勘定の年度別収支状況は第3表

に示されているように、金融機関の相次ぐ破綻による資金援助等により収支が悪化している。そして保険料収入だけでは賅いきれず、公的資金注入に依存しているのが実情である。98年2月の金融機能安定化法により、「特例業務基金」に政府から7兆円の国債が交付され、資金が必要となる毎に現金化できることになっており、第3表の責任準備金等の赤字補填のため、すでに約1兆2000億円が使用されている。このように保険金等として使用された公的資金は国庫に戻ることはなく、国民負担となってしてしまうことになる。

しかし、公的資金に頼らず収支改善のため保険料の引き上げを行うことは、金融業界に強い抵抗がある。たとえば97年度に全国の銀行が支払った保険料は、平均すると利益の6.11%となっており、利益の10%超を保険料として支払ったのが41行、20%超が3行になっている<sup>3)</sup>。低金利下で保険料負担比率はさらに増大している。

2000年5月の預金保険法改正により、2002年3月末までは破綻金融機関の預金は全額保護されるため、債務超過分は預金保険機構の資金で賅うことになっている。預金者保護のために公的資金で17兆円〔7兆円の交付国債と10兆円の政府保証付借入金枠〕が、預金保険機構の「特例業務勘定」に用意されているものの、99年6月時点で、98年10月の金融再生法施行後の金融機関の債務超過総額は、すでに6兆2,000億円近くに上っており、公的資金枠の3分の1に達している。

第4表は預金保険機構の資金援助の実績を示したものであるが、1998年度から件数、金額とも急増している。この中には北海道拓殖銀行を救済した北洋銀行や中央信託銀行への金銭贈与1兆7,947億円、資産買取1兆6,

---

3) 『預金保険機構年報』平成12年度版、前掲書、経済法令研究会編『ペイオフ解禁 Q & A』前掲書、pp. 95-102。

第3表 年度別収支状況（一般勘定および特例業務勘定）（単位：百万円）

年度末	収 入			支 出	差引剰余金	責任準備金等 (年度末)
	保 険 料	運 用 収 入	その他共計			
1971	2,800	89	3,090	23	3,066	3,066
72	4,560	320	5,030	43	4,987	8,053
73	5,638	629	6,369	40	6,328	14,381
74	6,364	1,091	7,563	57	7,505	21,887
75	7,214	1,639	8,958	61	8,896	30,784
76	8,402	2,227	10,739	69	10,670	41,454
77	9,401	2,805	12,252	78	12,174	53,629
78	10,571	3,289	14,024	105	13,919	67,548
79	11,818	4,186	16,084	95	15,988	83,536
80	12,767	5,551	18,392	104	18,288	101,825
81	13,631	6,598	20,314	127	20,187	122,012
82	20,107	7,939	28,209	119	28,090	150,103
83	21,624	9,727	31,519	123	31,396	181,500
84	23,232	11,374	34,769	118	34,651	216,151
85	25,274	13,206	38,569	134	38,435	254,586
86	40,739	14,398	55,236	140	55,096	309,683
87	44,195	15,989	62,015	155	61,860	371,543
88	48,759	17,509	68,021	143	67,878	439,421
89	53,757	20,445	74,333	145	74,187	513,608
90	60,381	27,371	87,944	156	87,788	601,396
91	63,202	31,540	95,154	165	94,987	696,384
92	63,149	30,639	94,411	20,169	74,241	770,626
93	63,792	32,005	96,081	46,137	49,944	820,570
94	64,972	32,773	98,140	42,680	55,459	876,030
95	66,643	29,626	111,581	601,033	△489,452	386,578
96	461,993	70,711	532,744	1,314,429	△781,685	△395,107
97	462,956	413	464,318	163,229	301,089	△94,018
98	465,004	226	1,675,820	2,769,430	△1,093,610	△1,187,628
99	480,736	3,645,679	4,216,932	4,926,059	△709,127	△1,896,755
00	482,837	3,640,683	4,204,983	5,453,792	△1,248,809	△3,145,565

(注1) 1996年度以降の計数は勘定間収支を除く。

(注2) 各計数は単位未満四捨五入。

(注3) 99年、00年の運用収入欄は、特例業務基金受入れ。

(出所) 『預金保険機構年報』平成10年度版、p. 83、平成12年度版、p. 81を修正。

第4表 預金保険機構資金援助実績

年 度	件数	援 助 方 式	金額 (億円)
1995年度まで	9	貸 付 金 銭 贈 与	80 7,092
1996年度	6	金 銭 贈 与 資 産 買 取	13,449 900
1997年度	7	金 銭 贈 与 資 産 買 取 債 務 引 受	1,546 2,394 40
1998年度	30	金 銭 贈 与 資 産 買 取	26,849 26,815
1999年度	20	金 銭 贈 与 資 産 買 取	46,367 13,044 <sup>(注1)</sup>
2000年度	20	金 銭 贈 与 資 産 買 取	52,562 8,501 <sup>(注2)</sup>
2001年度	6	金 銭 贈 与 資 産 買 取	13,259 2,565

(注1) 日債銀からの資産買取りは、99年2,987億円、99年824億円に分割して実施された。

(注2) 2001年度は6月20日現在の数字。

(出所) 『預金保険機構年報』各号より作成。

6166円も含まれている。そして2001年度は6月20日までに破綻処理が決定したもののみを計上しているが、東京相和銀行を救済した東京スター銀行への金銭贈与7,626億円、資産買取り1,242億円、新潟中央銀行を救済した大光銀行他5行への金銭贈与3,817億円、資産買取り1,021億円に達し、6月段階でまだ破綻処理が未処理の案件が、多数ある。このように公的資金に対する需要は、今後も巨額になり、17兆円に対応できるか否か危惧され、預金者保護対策の再検討が迫られている。

## 2 預金保険機構の勘定と資金の流れ

第5表は預金保険機構の現行勘定と資金の流れを概観したものであるが、大別して預金者保護のための通例措置（ペイオフコスト以内の資金援助等を経理する一般勘定と、ペイオフコストを超える特別資金援助等を経理する特例業務勘定）、金融システム危機対応としての特別措置（特別公的管理銀行や承継銀行に対する資金貸付け、損失補填、金融機関からの資産買取等を経理する金融再生勘定と、金融機関等の株式引受け等を行う協定銀行への資金貸付けや損失補填等を経理する金融機能早期健全化勘定）、住専処理のための措置（住専会社から譲り受けた貸付債権等の財産管理、回収や処分等を行う債権処理会社への助成金交付借入れに係る債務保証、納付金収納を経理する特定住宅金融専門会社債権債務処理勘定）に係る5勘定が浮び上がってくる。

以下5勘定について検討していくことにする。

### (1) 一般勘定

この勘定は1971年に預金保険法に基づいて預金保険機構が設立されて以来設置されている。第1図は一般勘定と特例業務勘定との相互関係を示したものである。この図によれば一般勘定の資本金4.55億円は、政府、日銀、民間金融機関からほぼ均等に拠出されている。通常の運営資金は民間金融機関より徴収された一般保険料や政府の債務保証に裏付けられた日銀・民間金融機関からの借入れや預金保険機構債券発行で賄われることになっている（借入れと債券発行合計で2兆円、ただし債券発行の実績は無）。一般保険料を積み立てた責任準備金は、借入金返済や債券償還のための原資であり、収支悪化により返済困難となれば、一般保険料引上げが避けられなくなる。

2000年度、資金援助事業費（金銭贈与）239億円、日本債券信用銀行等の大型破綻処理に係る特別資金援助に係る特別資金に伴うペイオフコスト相

第5表 預金保険機構の勘定と資金の流れ

	勘定名	目的・機能	運営時	最終処理・負担
預金者保護のための 全額保護の 特例措置	①一般勘定 (71年7月設置) 資本金：4億5,500万円 (政府1.5+日銀1.5+民間1.5)	[預金の保護を通じた信用秩序維持] ①ペイオフコスト内の破綻処理費用 (保険金支払費用、預金等債権買取費用、資金援助費用 (=損失補填・資産買取代金等))	①民間からの一般保険料(年0.048%。年間約2,600億円) ②日銀等からの借入金・預金保険機構債券発行(政府保証可能)(合算で2兆円)	恒久的に存続 ○借入金返済・債券償還が困難と認められる場合、運営委員会の議決を経て一般保険料率を引き上げ。
	②特例業務勘定(96年6月設置) 特例業務基金：7兆円 (全額政府。特例業務国債を交付)	[預金の全額保護を通じた信用秩序維持] ①ペイオフコスト超の破綻処理費用 (預金等債権特別買取費用、特別資金援助費用 (=損失補填・資産買取代金等)) ②整理回収銀行*の設立出資(当初1,200億円。現在は160億円) (*…現在は整理回収銀行) ③整理回収機構による破綻金融機関の資産等の管理・回収に要する資金貸付・借入金債務保証・損失補填	①民間からの特別保険料(年0.036%。年間約2,000億円) ②日銀等からの借入金・預金保険機構債券発行(いずれも政府保証付)(合算で10兆円) ③特例業務基金の取崩し(7兆円)	2003.3.31に廃止 ○特例業務基金：繰上処理に充当。未償還分は政府に返還。剰余金は国庫納付。 ○特例業務勘定：政府に保証債務履行請求して繰上処理。剰余金は国庫納付。残るB/Sは一般勘定に帰属。
金融システム危機対応としての 特例措置	③金融再生勘定 (98年10月設置) 資本金等：なし	[金融仲介機能維持(債務者保護等)] ①ブリッジバンク関連(設立出資、資金貸付、債務保証損失補填) ②特別公的管理関連(株式取得、資金貸付、損失補填) ③整理回収機構による被管理金融機関・ブリッジバンク・特別公的管理銀行・一般金融機関からの資産買取り ④破綻金融機関・ブリッジバンク・特別公的管理銀行から営業等を譲り受ける金融機関等に対する資本注入 ⑤旧安定化法に基づく資本注入分の管理	①日銀等からの借入金・預金保険機構債券発行(いずれも政府保証付)(合算で18兆円)	将来の政令で規定する ○政府に保証債務履行請求して繰上処理。剰余金は国庫納付。 (参考：各手法の実施期限) ・新規処理：2002.3.31発生まで ・金融整理管財人管理：最長2003.3.31 ・ブリッジバンク：最長2004.3.31 ・特別公的管理：最長2001.3.31
	④金融機能早期健全化勘定 (98年10月設置) 資本金等：なし	[金融システムの健全化] ①健全金融機関への資本注入 ②過少資本行等への資本注入(早期是正措置とリンク) ③破綻金融機関から営業等を譲り受ける金融機関等に対する資本注入	①日銀等からの借入金・預金保険機構債券発行(いずれも政府保証付)(合算で25兆円) → 整理回収機構に転貸し	将来の政令で規定する ○政府に保証債務履行請求して繰上処理。剰余金は国庫納付。 (参考：各手法の実施期限) ・新規引受け等：2002.3.31申込みまで ・株式等の処分：できる限り早期に
住専処理のための 措置	⑤特定住宅金融専門会社債権債務処理勘定 (住専勘定) (96年6月設置) 資本金：50億円(全額政府) 金融安定化拠出基金：1兆70億円(民間) 緊急金融安定化基金：6,800億円(全額政府) 日銀の拠出金：1,000億円(基金に組み入れず勘定をパスルー)	[住専処理] ①住宅金融債権管理機構*の設立出資(日銀1,000億円+金融安定化拠出基金1,000億円) (*…現在は整理回収機構) ②住管機構による旧住専資産の譲受けのバックファイナンス ③②の譲受けに伴うロス処理(一次ロス6,800億円) ④整理回収機構による譲渡資産の管理・回収に要する運転資金等の貸付借入債務保証 ⑤④に伴うロス処理(二次ロス)	①整理回収機構における民間からの借入金(預金保険機構の保証付)(保証原資は金融安定化拠出基金) ②整理回収機構における民間からの借入金(上限50億円) → 整理回収機構に転貸し ③二次ロス処理は金融安定化拠出基金からの拠出と政府支出で折半)	住専処理完了時(2011年ごろ?) ○預保の保証債務履行等は金融安定化拠出基金を取り崩して実行。 同基金残高が拠出額を下回る場合は一般勘定より補填。残金は拠出割合に応じて返還。 ○緊急金融安定化基金と住専勘定の残金は国庫納付。 ○資本金は全額減額。 ○日銀拠出金は全額返還

(注) ⑤は預金保険機構とは別。住専処理の政府支出6,850億円を賄うための社団法人新金融安定化基金がある(日銀1,000億円+民間8,000億円拠出。民間分の運用益15年分を預金保険機構を通じて国庫納付)。

(出所) 『預金保険機構年報』各号、『金融財政事情』1999年6月7日号、pp. 22-27。



兆円の国債が交付されている。

運営資金は、民間金融機関より徴収された特別保険料や、日銀・民間金融機関から政府保証が付いた借入れ・債券発行枠<sup>5)</sup>10兆円、特例業務基金の取り崩しにより賄われる。本勘定は、2003年3月で廃止されるが、特別保険料で対応できない累積欠損金があれば、政府が補填することになっている。

この勘定から整理回収機構<sup>6)</sup>、破綻金融機関を救済する金融機関、ブリッジバンク、特別公的管理銀行等に特別資金援助が行われる。本勘定での2000年度当期損失金は982億円、次期繰越欠損金は前事業年度からの繰越欠損金5,825億円と合算して6,807億円となっている。

### (3) 金融再生勘定

この勘定は98年10月の「金融再生法」により設置されたもので、第2図に金融再生勘定の現状が示されている。運営資金は、合計18兆円の政府保証付借入れや債券発行（債券発行実績無）により賄われる。なお金融再生法に基づく、特別公的管理やブリッジバンクに対する特別資金援助は、金融再生勘定ではなく一般勘定から拠出される。また98年2月の金融安定化法（98年10月廃止）により行われた公的資本注入1兆8000億円は本勘定により承継・管理されている。本勘定における2000年度の当期損失金は1,865億円、次期繰越欠損金は前年度繰越欠損金4,522億円を加えて6,387億円となっている。

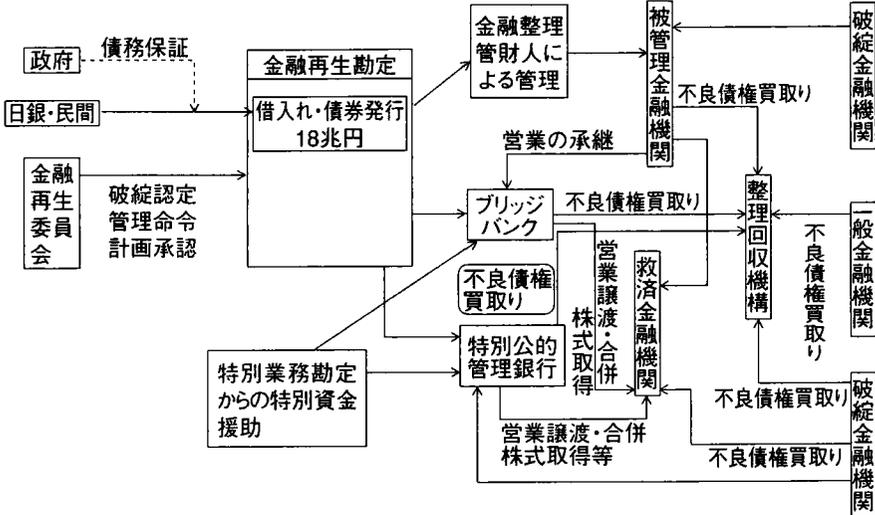
### (4) 金融機能早期健全化勘定

この勘定は、98年度10月の「金融機能早期健全化法」により設置された

5) 政府保証は98年2月より付与された。債券発行の実績は無。

6) 1998年10月の預金保険法と特定住宅金融専門会社の債権・債務の処理の促進等に関する特別措置法改正により住管機構と整理回収銀行を一体とした株式会社組織として「整理回収機構」創設が決定し、1999年4月発足した。

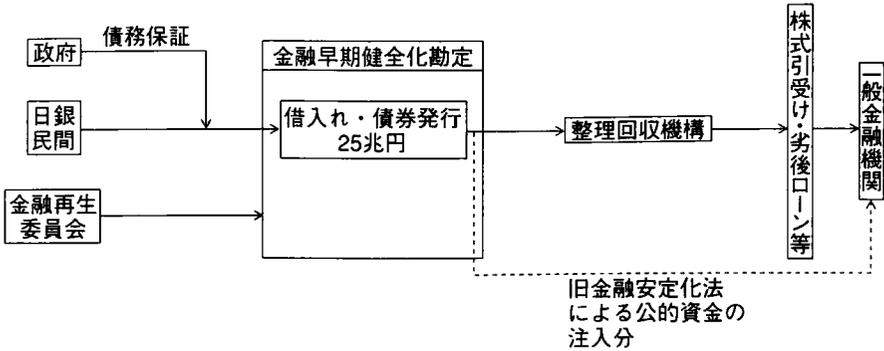
第2図 金融再生勘定



が、第3図に、この勘定の現状が示されている。運営資金は、総額25兆円の政府保証が付いた借入れや債券発行（債券発行実績無）で賄われる。整理回収機構を通じて、株式引受けや劣後ローン受け入れにより、一般金融機関の自己資本比率を向上させ、早期に健全化を図るための勘定である。この勘定の2000年の当期利益金は244億円、次期繰越金は前年度繰越欠損金1億円を掘り、243億円の余剰金となっている。

以上の①②③④の勘定のうち、①は民間金融機関の資金で賄い、②も政府資金の援助を受けつつも、民間金融機関の資金をまず使用するという意味で、①②の勘定は預金者保護を目的とした「民」主体の勘定といえる。これに対し③④の勘定は、政府資金のみで賄われ、金融システム危機対応のための「官」主体の勘定といえることができる。その意味で③④は実質上政府が管轄しており、預金保険機構は記帳を担う役割に専念しているとい

第3図 金融早期健全化勘定



える。

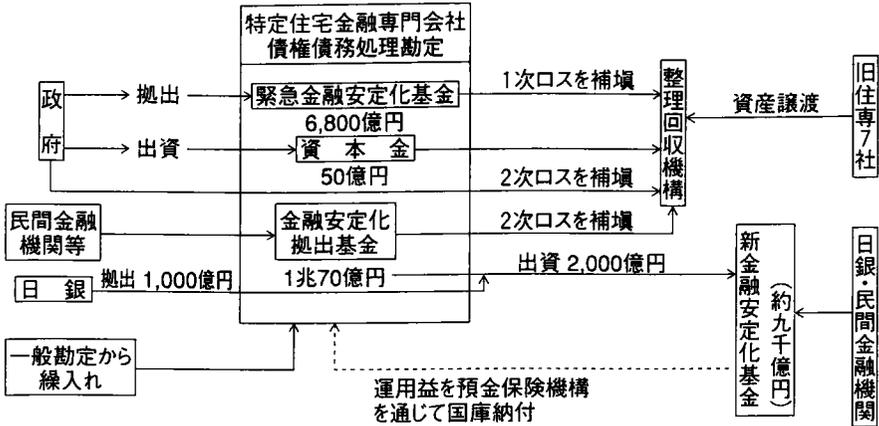
(5) 特定住宅金融専門会社債権債務処理勘定

この勘定は、96年6月の「特定住宅金融専門会社の債権債務の処理の促進等に関する特別措置法」により設置されたもので、第4図にこの勘定の現状が示されている。まず資本金50億円は、政府が出資している。そして政府拠出の「緊急金融安定化基金」と、民間金融機関が拠出した「金融安定化拠出基金」があり、前者は旧住専7社からの資産譲渡で発生した1次ロス処理のため全額使われている。また譲り受けた資産回収で生じる2次ロスについては、政府交付補助金と民間拠出基金の運用益で2分の1ずつ負担することになる。

さらに民間金融機関が拠出した「金融安定化拠出基金」を原資として預金保険機構が保証した借入れで、資産譲渡のバックファイナンスが行われる。そして日銀が拠出した1,000億円は金融安定化拠出基金の1部と合計して、住宅金融債権管理機構（99年4月からは整理回収機構）の設立のための出資金に使用されている。

発足当初からこの特定住宅金融専門会社債権債務処理勘定（住専勘定）

第4図 特定住宅金融専門会社債権債務処理勘定



(注) 金融安定化拠出基金の金額は当初拠出額

は、15年間で処理を終える予定になっている。そして1997年度住宅金融債権管理機構で発生した2次ロス252億円の2分の1の126億円を、金融安定化拠出基金を原資とした運用収入で、同機構に業務推進助成金として交付している。また同機構から2次ロスの2分の1を超える債権回収益91万円の納付を受けて、同額を国庫に納付している。一般管理費12億円は、政府出資金50億円の運用収入や住宅金融債権管理機構の特例業務負担収入で賅われた。この結果、本勘定の2000年度の当期損失金は334億円となり、次期繰越欠損金は99年度からの繰越欠損金230億円を加え、565億円となっている。なお2000年度末の金融安定化拠出基金残高は、運用益収入見込み17億円を含め1兆87億円となっている。

このように本勘定⑤は、政府と民間金融機関の資金で賅われ、住専処理を目的とした「半官半民」の勘定といえることができる。

### 3 預金保険機構の機能

預金保険機構は、前述のように5勘定によりA、「民」主体もしくは「民と官との接点」に位置される預金者保護措置（勘定①②）、B、「半官半民」に位置づけられる住専処理措置（勘定⑤）、C、「官」主導の金融システム危機対応措置（勘定③④）の機能を果たしている。

また我が国の預金保険制度では、預金保険機構の100%子会社としての99年4月に設立された整理回収機構も、上記ABCの機能を果たすため、預金保険機構との間で協定を締結することによって資産・負債の管理・回収の集中による効率化を図っているのが特徴的といえるだろう。また回収困難なケースについては、預金保険機構と連携するものの、個々の回収については独立性を確保した運営となっている。

組織面で預金保険機構は、現在金融庁長官と財務大臣の監督下におかれている。意思決定機関としては役員等（理事長、理事、監事）と運営委員会があるが、後者は一般保険料率決定やペイオフの実施、住専処理の2次ロス<sup>7)</sup>の民間金融機関負担に関する決議機関である。したがって運営委員会には、金融再生法や金融早期健全化に係る勘定③④や機能Cについては、全く関与しないことになる。ただ資金の流れをブッキングする役目を担っているという意味では、金融庁等を補完することとなる。

## III 米国における預金保険制度

### 1 連邦預金保険公社（FDIC）の変遷

米国における預金保険制度の起源は、1829年ニューヨーク州が州内銀行の預金や発券銀行券の保証のため設立した銀行安全基金制度（Safety Fund Banking System）に遡るといわれている。その後連邦預金保険制度は、①商業銀行（Commercial Banks）、②貯蓄貸付組合（Savings and Loan Association, S & L）、信用組合（Credit Unions）をそれぞれ対象とした

3 基金により運営されてきた。

主として商業銀行を対象とした預金保険制度としては、第6表に示されているように、1933年6月の連邦預金保険公社（Federal Deposit Insurance, FDIC）の設立に始まるといえる（業務開始は1934年）。FDICは、1929年からの3年間に9,755行の大恐慌に伴う銀行破綻により、数百万人の預金者が損失を被り、金融システムへの信認低下の状況下で、小口預金保護を、預金取付け防止により信用秩序を回復するため設立された。設立当初、連邦準備銀行と財務省から2億8900万ドルの出資を受けたものの、1948年までに全額償還され、1950年の「連邦預金保険法」により、FDICは無資本の独立した政府機関となった。

またS & Lを主対象とする基金も、1934年6月の連邦貯蓄貸付保険公社（Federal Savings and Loan Insurance Corporation, FSLIC）の設立により発足した。FSLICは連邦住宅貸付銀行制度に属する機関であり続けた。

信用組合対象の「全国信用組合保険基金（National Credit Union Share Insurance Fund）」は、比較的最近の1970年10月に創設された。

ところが1980年代になると、金融自由化の流れの中でS & Lの大量破綻が生じ、FSLICの資金は枯渇し、その機能を果たせなくなった。<sup>8)</sup>そこで1989年には「金融機関改革救済執行法（Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act, FIRREA）」が制定され、破綻S & L整

7) 日本銀行信用機構局「米国の預金保険制度改革を巡る最近の動向」『日本銀行月報』1992年12月号、p. 3。井出野敦弘「わが国の預金保険制度の概要—米国の制度との比較」『金融』1995年5月号。

8) この事情については拙著『内外金融システムの変化と対外不均衡』滋賀大学経済学部研究叢書第14号、1987年、pp. 131-156。拙稿「米国金融機関の経営危機と金融制度改革」『彦根論叢』270・271号、1991年7月を参照されたい。

第6表 FDIC の破綻金融機関処理制度の変遷

1933年	1933年銀行法によって、連邦預金保険基金が暫定的に設立される。 ——同法では、FDIC に、ペイオフを行う権限のみを付与。
35年	1935年銀行法によって、独立行政機関としての連邦預金保険公社 (FDIC) が設立される。 ——同法によって、FDIC に、預金承継に対する資金援助および付保預金の移転を行う権限が付与される。
44年	FDIC は同年の年報において、破綻処理方式として非閉鎖型の預金承継を優先する方針を明確化。 ——1945～54年までペイオフは実施されず。
50年	連邦預金保険法の制定。 ——FDIC に、自立再建に対する資金援助を行う権限を付与。
55年頃	FDIC は1935年銀行法の解釈に基づき、ペイオフとその他の処理方式との処理コストを比較し、FDIC にとってコストのかからない方式を選択する原則 (コスト・テスト) を確立。 ——1955～64年までの30件の破綻ケースのうちペイオフは27件を占めた。
65年頃	FDIC は、破綻金融機関の出資者に損失負担を転嫁することができる閉鎖型の預金承継方式を導入。
66年	FDIC は、承継金融機関に対してプレミアムの徴求を開始。
68年	FDIC は、入札によって健全資産と全負債を売却・承継させる方式 (健全資産 P & A) を開始。
78年	FDIC による一部債権者の差別的な取り扱いを違法とする控訴審判決が最高裁で支持される。 ——以後1989年まで、FDIC は付保対象外預金者を保護する場合、一般債権者も保護する方針をとった。
82年	1982年ガン・セントジャーメイン預金取扱金融機関法によって、コスト・テストの基準が明確化される。
87年	1987年銀行競争条件平等化法によって、FDIC に、ブリッジ・バンクを設立する権限が付与される。
〃	FDIC は、不良資産にも評価額を付して破綻金融機関全体を売却、承継させる方式 (全資産 P & A) を開始。
89年	1989年金融機関改革救済執行法 (FIRREA) の制定。 ——FDIC に、系列金融機関への損失補填請求権を付与。 ——FDIC に、一部債権者に対して清算配当以上の追加弁済を行う権限を付与。
91年	1991年連邦預金保険公社改善法 (FDICIA) の制定。 ——コスト・テストの厳格化 (最も処理コストの低い方式の選択を義務付け)。 ——早期処理の導入。 ——FDIC に、他の連邦監督当局に対して監督上の勧告を行い、また勧告が容れられない場合は自ら必要な措置をとる権限 (バックアップ権限) を付与。 ——管財人としての FDIC に、付保対象預金者以外の預金者、債権者に対して予想される清算配当を先払いする権限を付保。
93年	1993年包括予算調整法によって、預金者優先弁済が立法化される。

(資料) FDIC, “Annual report” Federal Deposit Insurance Corporation : The First Fifty Years,” 1984

(出所) 『日本銀行月報』1995年8月号、p. 54を修正。

理のための大規模な財政支出と、S & L への監督制度や預金保険制度の大幅な改革が行われた。そして FSLIC が解散され、FDIC に S & L を対象とした「貯蓄機関保険基金 (Savings Association Insurance Fund, SAIF)」が創設された。また従来からあった商業銀行の預金保険基金も、「銀行保険基金 (Bank Insurance Fund, BIF)」と改組され、SAIF とは厳密に分離して管理されている。このようにして、FDIC は商業銀行、S & L の預金保険機関として、約14,000行の加入 ( BIF 加入12,000行、S & L 加入2,000機関) がなされている。

## 2 銀行保険基金 (BIF) の保険料と保険限度額

BIF の1934年1月から1993年1月の保険料率は、第7表に示され、それ以降は第2表に示されている。1934年発足当初保険料率は0.5%だったが、36年以降89年までは0.083%で据置かれた。この間、預金者1人当りの保険

第7表 BIF の保険料率および保険限度額推移

	保険料率 (%)	保険限度額* (ドル)
1934年1月	0.5	2,500
7月	↓	5,000
36年1月	0.083(1/12)	↓
50年9月	↓	10,000
66年10月	↓	15,000
69年12月	↓	20,000
74年11月	↓	40,000
80年3月	↓	100,000
90年1月	0.012	↓
91年1月	0.195	↓
7月	0.23	↓
93年1月	0.23~0.31**	↓

(注) \* 預金者1人当りの付保枠。共同口座、信託口座、個人年金口座等は別途付保。

\*\* リスク・スペースの預金保険料率制度を導入。

(出所) 『日本銀行月報』1992年12月号、p. 7。

限度額は5,000ドルから10万ドルに引き上げられ、BIFの収支悪化の原因ともなった。

さらに1980年代になるとBIF加入銀行の破綻数が急増した。とくに85年以降は、第8表に示されているように、閉鎖処理や健全銀行に吸収合併された銀行は、毎年100行を超え、88年には221行となった。

第8表の1934年から1979年の破綻処理件数は562件あった。その処理内訳はペイオフおよび預金移転が307件、P & A 251件、資金援助4件であった。1933年6月のFDICの設立により、破綻金融機関数は激減し、預金保険制度設立の目的の第1は達成されたといえる。第6表に示されているように1933年当初、FDICにはペイオフを行う権限のみが付与されたが、35年には預金承継に対する資金援助および付保預金の移転を伴う権限が追加された。そして1945年から54年までペイオフは実施されず、非閉鎖型の預金承継を優先する方針が出された。55年にはペイオフとその他の処理方式コストを比較して、FDICにとって最もコストのかからない方式を選択する原則である「コスト・テスト」を確立するに至った。

このような状況下で、BIFの基金収支は、84年以降保険料収入を上回る保険損失が発生し、遂に88年、準備比率ベースのみならず、残高ベースでも減少に転じた。この事態に対応するため、90年から91年にかけて3回も保険料率が引き上げられたものの、基金残高減少に歯止めがかからず、91年末には遂に70億ドルの債務超過にBIFは転落した。そしてFDIC加入の金融機関の預金者保護のため、800億ドルの連邦予算が投入されることとなった。

1993年以降は倒産件数も減少し、95年からは1ケタの倒産件数となり、それに伴って第2表に示されているように、96年からは保険料率が0.0024%、97年には0.0008%へと急低下している。

第8表 FDIC の破綻処理件数の推移

年	閉鎖型処理		非閉鎖型処理	合 計
	ペイオフおよび 預金移転	P & A	資金援助	
1934～79	307	251	4	562
1980	3	7	1	11
1981	2	5	3	10
1982	7	26	9	42
1983	9	36	3	48
1984	16	62	2	80
1985	29	87	4	120
1986	40	98	7	145
1987	51	133	19	203
1988	36	164	21	221
1989	31	175	1	207
1990	20	148	1	169
1991	21	103	3	127
1992	24	96	2	122
1993	5	36	0	41
1994	0	13	0	13
1995	0	6	0	6
1996	0	5	0	5
1934～96 累 計	601 (28%)	1,451 (68%)	80 (4%)	2,132 (100%)

(注) BIF 加入銀行の倒産件数

(出所) FDIC 統計。

### 3 FDIC の金融機関破綻処理

FDIC の破綻処理方式には、第8表、第9表に示されるように破綻金融機関について清算手続きを開始する「閉鎖型 (closed bank transaction)」と清算手続きを伴わない「非閉鎖型 (open bank assistance)」に分類できる。閉鎖型処理には、ペイオフ、付保対象預金の他の金融機関への移転 (insured deposit transfer)、健全銀行への資産・負債の承継 (Purchase <資産買い取り> and Assumption <負債引き受け>、P & A)、ブリッジバンク等の方式がある。

また非閉鎖型処理には、破綻の危機にある金融機関に直接資金援助することにより、自立再建を支援する方式と、他の金融機関との合併や営業譲渡を支援するための資金援助方式がある。

1989年のFIRREAと、1991年連邦預金保険公社改善法 (Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991, FDICIA)」により、米国預金保険制度の抜本的改革が行われたが、銀行閉鎖処理方式にも大きな変化があった。すなわち、従来は、当該金融機関が債務超過になっていることを立証して、閉鎖宣言をしなければならなかったが、FDICIA では、破綻金融機関の早期処理のため、自己資本比率2%を下回った金融機関は、連邦監督当局から資本再構築命令を受け、達成できなければ、当該金融機関を閉鎖することが義務づけられた。

第8表からいえることは、1934年から1996年までの閉鎖型破綻処理累計で、ペイオフおよび付保預金移転は601件、P & A (資産・負債承継) 1,451件、非閉鎖型破綻処理 (資金援助) 累計80件となっており、P & A が最も多用されている破綻処理であるということである。FDIC 統計によれば、破綻の第1のピークの1934年から1939年にかけて、処理された金融機関312件のうち約66%の207件が、ペイオフにより処理された。これに対し1980年から1993年にかけての破綻の第2のピーク時に処理された1,546件のうち、

第9表 各種破綻処理方式の特徴点

閉鎖型処理	FDIC のコスト	預金者保護	地域経済への影響	モラル・ハザードの防止	処理方式選定における現実的な優先度
ペイオフ	プレミアム収入が得られない分、FDIC の負担は増大する。	金融機関が消滅するため、付保対象預金者にも一時的に不便が生じる。	金融機関の営業継続によってもたらされる経済価値（営業権等）が消失する。	付保対象預金者以外のすべての債権者、出資者および経営者は、応分の責任を負担する。	他の方式が不可能な場合にのみ実施する。
付保預金の移転	プレミアムが付く場合も多いが、移転先に支払う事務代手手数料の分だけ P & A より割高になる可能性。	付保対象預金者の流動性は保護される。	金融機関は閉鎖されるが、営業継続によってもたらされる経済価値（営業権等）は、ある程度維持される。	同上。	ペイオフ以外の他の方式が不可能な場合にのみ実施する。
P & A	付保預金 P & A	同上。	金融機関は閉鎖されるが、営業継続によってもたらされる経済価値（営業権等）は、概ね維持される。	同上。	通常、コスト面ですべての処理方式に優先する。
	全預金 P & A	付保預金 P & A のプレミアムに、付保対象外預金者の（決算時の）ロス負担額以上のプレミアムが上乘せされれば、FDIC のコスト負担が付保預金 P & A よりも減少する。	全預金者の流動性が保護される。	同上。	付保対象外預金者に対する責任追及は不十分。
ブリッジバンク ブリッジバンクへの承継方法は、付保預金 P & A ないし全預金 P & A	P & A と同じ。ただし、ブリッジバンクの運営・管理費用が高む可能性。	P & A と同じ。	P & A と同じ。	P & A と同じ。	P & A による承継先がほぼ確実に現れ、かつ他の方式よりコストが低くなるとみられる場合にのみ実施する。
非閉鎖型の資金援助	破綻先の経営継続や一般債務者の救済にかかるコストが高む。	全預金者の流動性が保護される。通常、一般債権者も救済される。	金融機関が営業を継続するため、これによってもたらされる経済価値（営業権等）はすべて維持される。	出資者責任は一応追及されるが、必ずしも経営者責任は追及されない。通常、一般債権者は救済される。	十分な外部支援が得られ、かつ他の方式よりコストが低くなるとみられる場合にのみ実施する。

(注) プレミアムとは、フランチャイズ・バリュー等を意味している。

(出所) 『日本銀行月報』1995年8月号、p. 69を修正。

ペイオフは7.9%の122件、被保険預金の範囲内で補償され、ペイオフと同様の性格を持つ預金移転も11.3%の174件にすぎない。残りの80%以上は、ペイオフ以外の P & A 等により破綻処理が行なわれているのである。

### (1) ペイオフによる破綻処理

第2のピーク時に、ペイオフが行われた金融機関の1口座当り平均金額は、9,982ドルと保険限度額10万ドルの10分の1にすぎない。そして、ペイオフが実施されると、被保険預金のみが補償されるが、第2の破綻ピーク時のペイオフと預金移転296件では、預金残高に対する FDIC の補償額比率は94.0%に達しており、預金の大部分が被保険預金の場合、ペイオフや預金移転が選択されている<sup>9)</sup>。

また FDIC 年報によると、1991年から93年にかけてペイオフと預金移転で処理された金融機関の資産規模は、97%が資産残高5億ドル以下で、さらに、その75%が資産残高5,000万ドル以下の小規模金融機関である。

ペイオフには、預金者に破綻金融機関の店頭へ出頭を求める方法と、FDIC が預金者に払い戻し相当額小切手を郵送する方法がある。しかし、最近では前者が時間的制約など預金者に負担がかかるため、後者が一般的となっている。ペイオフはコスト・事務管理両面で FDIC の負担が大きいと共に、破綻金融機関のフランチャイズ・バリュー<sup>10)</sup>がゼロになる問題も発生する。さらに決済の安定性の観点からも、ペイオフは問題がある。破綻後に支払呈示された小切手や支払期日が到来した手形は、不渡りとなってしまい、別途の方法を講じて債務者に支払いを求めねばならず、手間もかかることになる。

9) 『FDIC 年報』各号、井出野敦弘、前掲論文、pp. 46-49。

10) 例えば被保険預金移転では、破綻金融機関の預金者が、エージェント（代理人）金融機関に口座を開設する可能性は高く、取引基盤拡大に結がる。このメリットに対する対価がフランチャイズ・バリューである。

また被保険預金移転もペイオフの一手法であるが、ペイオフの窓口業務を健全銀行に委託するものである。受託銀行がFDICのエージェント（代理人）として被保険預金支払いに対応するため、FDICの事務負担が軽減される。この場合、破綻金融機関の資産・負債はFDICが取得し、エージェント金融機関に預金払い出しに必要な資金を支払う。このコストは被保険預金と一致し、FDICの負担はペイオフと同一である。ただエージェント金融機関が支払うフランチャイズ・バリュー分は、FDICのコストが軽減される。このためFDICは、ペイオフ実施の場合、被保険預金移転を優先させている。

## (2) P & A による破綻処理

資産・負担の承継を意味するP & Aは、FDICではなく、健全金融機関が破綻金融機関の資産・負債の全部または一部を継承することを指している。したがってP & Aでは、破綻金融機関の小切手がそのまま使用可能で、預金者にしてみれば金融機関合併と変わらない。さらに融資の全部または一部が引き継がれるため、債務者にとっても好都合である。なお入札によって、資産売却と預金承継が行われるが、その場合、地域経済や金融システムの安定性を損なう恐れが、ペイオフに比べると小さくて済み、承継金融機関が支払うフランチャイズ・バリュー等のプレミアムにより、FDICにとっても、処理コストが軽減される。このため、実際には、FDICは破綻処理の選択をする場合、まずP & Aの可能性を検討するのが通例といわれている。

P & Aには、その内容にいくつかの変遷がみられるが、現在では、全預金P & A (Whole Bank P & A) と付保預金P & A (Insured Deposits only P & A) がある。前者は1987年から採用されたもので、全資産・負債を承継金融機関に承継させ、当該承継先に不良債権の管理と処理を任せるものである。後者は、1992年に付保預金だけを保護するものとして導入さ

れ、最近では後者が頻繁に採用されている。後者導入の背景には、1991年の FDICIA 施行と密接な関係がある。同法により FDIC は、破綻処理をする場合、コストが最も低い方法を採用することを義務づけられ、従来、付保対象外預金者の保護も試みられていたのが、付保対象外預金者保護を認めないケースが発生したためである。ただ最小コスト原則は、連鎖倒産の恐れ等システミック・リスクが予想される場合は、例外的に適用されない。

#### IV 預金保険制度改革とペイオフ

##### 1 預金保険制度改革

日本の預金保険制度と預金保険機構の改革についての論議も現在、数多く行われているが、大きく2つの論点に分類することが可能であろう。第1点は預金保険制度の位置づけと運営主体は誰かということである。第2点は預金保険制度や預金保険機構のディスクロージャー（情報の開示）の充実問題である。

第1点については、①預金保険制度を思い切って本来的機能ともいえる預金者保護のための制度に戻す方法、②連邦預金保険公社 (FDIC) のように、金融再生委員会や財務省が保有する権限をも含め破綻処理に関することは、すべて預金保険機構に集中し、運営は公的部門とする方法、③現行体制のように金融再生委員会、金融庁、財務省の監督下の状況を維持しつつ、それぞれの手法については、時限的措置として導入されている現行手法の一部を、恒久化したり強化する方法が考えられる。

①の方法は、破綻処理手法として、ペイオフ、預金等債権買い取り、旧来のような資金援助に限定されることになる。また運営主体も、民間金融機関の相互扶助的性格が強い、発足当初の預金保険機構となる。②の方法は、公的部門のリーダーシップのもと、破綻処理手法は多様な方法を採用

することが可能となる。③の方法は、現行体制是認の、理念がない「ツギハギ」破綻処理が続くことになる。

本章では預金保険機構の在り方にとり、①、②、③、いずれの方法が最善かについての結論づけは行わないが、採用する方法により、預金保険制度、預金保険機構が保有すべき機能や処理手法は、大きく変わることになる。これは2001年の省庁再編後も、財務省が保有する破綻処理の権限とも関係をし、「金融と財政の分離論」にも少なからず影響を与えた。

第2点のディスクロージャー問題については、現在あまり議論されていないが、将来、日本も米国で多用されている P & A の破綻処理手法を導入する際に重要となってくる。既述のように P & A 採用の場合、事前入札を行うことになるが、最初に与えられる情報が正確で詳細であるほうが、事務手続きを迅速に行うことも可能となる。また概算払い率と最終確定配当率に大きな乖離が生ずれば、制度そのものに対する信頼も失われることになるだろう。

現行の預金保険機構のディスクロージャーも、近年は飛躍的に改善されているものの、破綻処理に当って資金援助額算定根拠や取得資産回収見込み等々の諸データがあまり明らかにされていない。事前の情報開示は、システミックリスクにも結がりがねないので慎重にすべきであるが、事後的なディスクロージャーを正確に行うことにより、効率的預金保険制度運営が可能となり、預金者等の信頼も高まるといえるだろう。

## 2 破綻処理とペイオフ

ペイオフ解禁論議も、2002年4月が近づくにつれ再延期論が声高に主張されてきた。しかし、今迄検討してきたように破綻処理は、ペイオフ以外にも多様な方法がある。従来 of ペイオフ論議は、必ずペイオフという破綻処理手段を実施するべきであるということではなく、従来の護送船団方式

的「ぬるま湯金融行政」と訣別し、預金者にも応分の負担を求めつつ、国内外における競争の中で生き残れる金融機関となるよう体力をつけるべく努力すべきだという趣旨であった。

破綻処理としてペイオフは米国の例では、比較的小規模で、1口当り預金残高も少額な金融機関に適用される傾向があるものの、コストが高くなる傾向があり、ペイオフよりも、ペイオフのカテゴリーにはいる付保預金移転が選好され、さらに付保預金移転よりもP & Aを採用しようとする傾向が強い。日本政府も金融機関の破綻処理としては、ペイオフよりもP & Aを実施したい（『朝日新聞』朝刊、1999年7月6日号）との基本的立場を表明している。

しかし、P & Aにしても保証限度を超えた預金は、ペイオフと同様にカットされることになり、預金者の自己責任も厳しく問われることになり、金融機関と同様に日々の努力が試されることになる。預金保険制度もモラル・ハザード（金融倫理の欠如）問題を発生させることなく善良な預金者を守り、内外金融システムのセーフティネットとして、今以上に期待されているときはない。

## V ペイオフ解禁と預金者のリスク管理

今後のペイオフ実施のスケジュールは第10表に示されているが、預金者の金融機関破綻によるリスク対応は以下の通りである。

(1) 預金保険金は1金融機関ごとに預金者1人当たり1000万円を限度とする元本とそれに対する利息が支払われる。そこで同一金融機関に1000万円以上の預金を集中させないようにする必要がある。例えば、3000万円ある場合、1000万円ずつ3金融機関に預金すれば全額保護される。

しかし同一の金融機関の支店に1000万円ずつ預金しても預金の名寄せが行なわれ、合計で1000万円とその利息しか保証されない。さらに合併予定

第10表 ペイオフ実施スケジュール

商品の分類		期 間	平成14年3月末 まで (注1)	平成14年4月～ 15年3月末	平成15年4月から
預金保険の 対象商品	【決済性預金】 当座預金、普通預金、別段預金(注2)	全額保証		元本100万円までとその利息等を 保護(注3)	100万円を超える部分は破たん金融機 関の財産の状況に応じて支払われるの で一部カットされることがある。
	【決済性預金以外の預金等】 定期預金、定期積金、貯蓄預金、通知預金、元 本補てん契約のある金銭信託(ビックなどの貸 付信託を含む)、金融債(保護預かり専用商品に 限る)納税準備預金、掛金や預金保険の対象預 金を用いた積立商品・財形商品				
預金保険の 対象外商品	外貨預金、譲渡性預金、元本補てん契約のない 金銭信託(ヒット、スーパーヒットなど)、金融 債(保護預かり専用商品以外のもの)、オフショ ア預金、無記名預金、架空名義預金、導入預金				

(注1) 法令によれば、預金等全額保護の特例措置については、平成14年3月末までに資金援助の申込み等の手続きが必要とされている。

(注2) 別段預金とは、振込資金等の一時的な管理を行うための預金である。

(注3) 1つの金融機関に同じ預金者が複数の口座を持っている場合は、それらの残高を合計して計算する。

(出所) 預金保険機構ホームページより作成。

の金融機関にそれぞれ預金がある場合、合併すると、それらが名寄せされることになる。

(2) 100万円までは保護されるとはいえ、保険金受け取りには手間と時間がかかる。そこで取引金融機関の経営状態については、日頃から株価や格付けでチェックし、自分の預金を守る対策づくりが必要となる。ところで預金保険機構は保険金支払いに長時間かかると見込まれる場合、金融機関破綻から1週間以内に機構の運営委員会の議決で、普通預金に限り、請求すれば1口座につき60万円を限度に保険金の前払いといえる仮払金支払制度を設けている。

(3) 破綻金融機関に住宅ローンや借入金、担保預金がある場合、預金と相殺される場合がある。したがってローンを組む金融機関と預金する金融機関は分けた方が良い場合もある。しかし預金とローンを積極的に相殺することにより、1000万円を超えた預金を保護する方法も考えられる。

### 〔参 考 文 献〕

- (1) Goodhart, C. A. E, *The Central Bank and the Financial System*, MacMillan Press, 1995.
- (2) Kaufman, Gerge G, *The U. S. Financial System, Money Markets and Institution*, 6th. ed., Prentice Hall, 1995.
- (3) 池尾和人、「先送りの敗北主義招くペイオフ解禁延期論」、『金融ビジネス』、1999年7月号。
- (4) 岩橋昭廣、「連邦預金保険公社改革法(FDICIA)と金融構造の変化」、『国際金融』1006号、平成10年6月1日号。
- (5) 岩村充「セーフティネット議論のねじれを正せ」、『金融財政事情』1999年10月25日号。
- (6) 賀来景英、「『預金者に負担を求めることを想定するか』が原点である」、『金融財政事情』1999年6月7日号。
- (7) 片山敦嗣、「預金保険法改正と日本版RTCの誕生」、『ジュリスト』、1999年3月1日号 (No. 1151)。
- (8) 神田秀樹、「後世にツケを回さない平時の預金保険制度をつくる」、『金融財政事情』1999年9月6日号。
- (9) 及能正男、「九〇年代のパターンとは異なる二一世紀の金融破綻」、『エコノミスト』、2001年1月11日号。
- (10) 小林信幸、「指定金融機関を脅かすペイオフ解禁」、『金融ビジネス』、1999年7月号。

- (11) 四島司、「ペイオフ解禁後」、『金融財政事情』1999年5月17日号。
- (12) 須田慎一郎、「『取り付け』と「モラルハザード」の間で揺れるペイオフの決断」、『エコノミスト』、1999年5月18日号。
- (13) 高月昭年、「ブリッジバンクの有効性と限界」、『国際金融』1012号、平成10年9月15日号。
- (14) ——、「米国はP & Aが主流、特例で連鎖破綻回避」、『金融ビジネス』、1999年7月号。
- (15) 高橋勉、「預金を守るほどに赤字が膨れる預金保険機構のジレンマ」、『エコノミスト』、1999年5月18日号。
- (16) 武井正直、「ペイオフ解禁はセーフティネットの整備が前提」、『金融財政事情』1999年8月2日号。
- (17) 中山裕介、『経団連が提言する「小さな預金保険制度」論』、『金融財政事情』1999年10月25日号。
- (18) 浪川攻、「破綻認定問題で不透明、ブリッジバンクの今後」、『金融ビジネス』、1998年9月号。
- (19) ——、「出任せの処理策の限界が生むモラルハザードの蔓延」、『金融ビジネス』、1998年11月号。
- (20) 中北徹、「米英の金融監督システムに学べ」、『週刊東洋経済』、1998年3月7日号。
- (21) 日本銀行、「米国預金保険制度の概要と運用」、『日本銀行月報』、1995年8月号。
- (22) 西村政雄、「預金者保護は公的資金でも自己資本増強は民間資金で」、『金融ビジネス』、1998年2月号。
- (23) 日野正晴、「2001年3月末までに強固な金融システムを再構築する」、『金融財政事情』1999年5月3日号。
- (24) 平成金融問題研究会、「ソフトランディングへの条件——合併、再編

支援こそ本筋』、『金融ビジネス』、1998年10月号。

- (25) ——、『「資産・負債の継承」方式を大手銀行処理に活用せよ』、『金融ビジネス』、1998年11月号。
- (26) 山家悠紀夫、「預金者自己責任論への疑問』、『金融財政事情』、1999年6月28日号。
- (27) 山口善行、「慎重論これだけの理由』、『中央公論』、1999年10月号。
- (28) 湯野勉、『金融リスク管理と銀行監督政策』、有斐閣、1996年。
- (29) 吉田邦彦、「システミックリスク回避のためペイオフに代わる制度構築を』、『金融財政事情』1999年6月7日号。
- (30) リチャード・クー、「米国も避けてきたペイオフを実施すれば、弱った日本経済は大混乱に陥る』、『エコノミスト』、1999年5月18日号。
- (31) 蠟山昌一、「制度的な基本インフラの実現こそ金融正常化の第一歩』、『金融財政事情』1999年10月18日号。

## 第7章 デリバティブとリスク管理\*

### I はじめに

デリバティブ (Derivative) とは「1つ以上の資産 (原資産 underlying asset) の価格に依存して理論価格が決まる商品 (本物の資産から派生した商品)」と定義される。<sup>1)</sup>すなわちデリバティブは、ある原資産のレファレンス・レート (長期プライム、短期プライム、LIBOR、TIBOR 等) やインデックス (日経平均、株価指数、指定株価の平均、指定通貨金利の絶対値等) の価値から派生した取引や契約を指し、金融商品を原資産とするものがほとんどであることから、「金融派生商品」と呼ばれている。最近までは、貸借対照表に記載されない取引であることから、金融派生商品はオフバランスシート取引といわれていたが、現在ではこれらを、デリバティブ取引と言い換えて使用されている場合が多い。

デリバティブは株式、債券、通貨といった現物取引に比べ、少ない元手で大口の取引が可能なレバレッジ (テコ) 効果があり、大きな利益を上げることができる反面、取引が失敗すれば大きな損失を蒙る危険性がある。プロクター・アンド・ギャンブル (P & G) の1.5億ドルの損失、カリフォルニア州オレンジ郡の20億ドルの損失、ベアリングス社の9億ポンドの損失、昭和シェル石油の1,660億円の損失や鹿島石油の1,520億円の損失等々失敗例は枚挙にいとまがない。このようにデリバティブは「妖怪」とも言

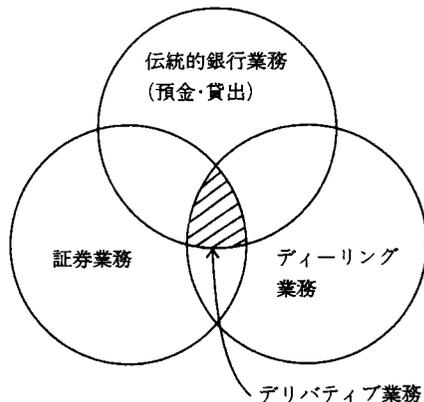
---

\* 本章は石井記念証券研究振興財団の補助金による研究成果の一部である。

1) Andrew Inglis-Taylor, *Dictionary of Derivatives*, Macmillan, 1994, p. 44.

2) 住友信託銀行市場金融部編『デリバティブ キーワード250』金融財政事情研究会、1995年、p. 265。

第1図 デリバティブ業務の位置づけ



われ、そのリスクの大きさが強調されがちである。しかし金融の自由化、国際化の大きな流れの中で、デリバティブは銀行業の「コア・スキル」と言われるようになってきた。

第1図のように、現在の銀行業務は伝統的銀行業務（預金・貸出）に社債受託などの証券業務、自己勘定による資金、為替、債券等のディーリング業務が加わり、これらにオフバランス取引のデリバティブ業務が、密接に絡みあっていると見える。また現在では機関投資家、地方銀行などの金融法人、大企業、中堅企業とも財務戦略のリスク・ヘッジと収益動機に、デリバティブ取引を活用することが主流になりつつある。

本章においては、まずデリバティブの取引形態と商品形態を検討し、デリバティブ取引の規模を概観するとともに、デリバティブ取引拡大の背景について考察し、世界全体にかかわるデリバティブ取引の課題と日本固有のデリバティブ取引の課題とリスク管理について検討したい。

## II デリバティブ取引の概要

### 1 デリバティブの取引形態

デリバティブを構成する取引や商品の分類法は種々ある。たとえば BIS（国際決済銀行）は、デリバティブの主流であるオフバランス取引について、①保証などの偶発債務、②コミットメント、③外国為替・金利・株価指数関連取引、④顧問業務、ファンド・マネジメント業務および引受業務、の4種類から成るとしている<sup>3)</sup>。

これに対し Avery and Berger は上記①と②を総称して「保証 (counter party guarantee)」と呼び、③を「市場リスク取引 (market risk contracts)」と呼んで2種類の区分を行っている<sup>4)</sup>。また横山昭雄氏も同様に①、②を合わせて「ローン・タイプ」と呼び、③を「トレーディング・タイプ」と呼んで2種類に区分している<sup>5)</sup>。

さらに日本銀行金融研究所の蓮井明博氏は、①や②の保証のような貸出を直接代替する機能を持つ「ローン・タイプのオフバランス取引」と、③のようなスワップ、オプション、金融先物、先物外国為替など「市場関連のオフバランス取引」に大別している<sup>6)</sup>。

市場関連のオフバランス取引は、ロンドン国際金融取引所や東京証券取引所などで行われる「取引所取引」と、個別の市場参加者が取引所外で相

3) BIS, Committee on Banking Regulation and Supervisory Practices, "The Management of Banks' Off Balance Sheet Exposures: A Supervisory Perspective," March 1986.

4) Avery, Robert. B. and Allen N. Berger, "Risk-Based Capital and Off-Balance Sheet Activities," *Finance and Economics Discussion Series* 35, Federal Reserve Board, Aug. 1988.

5) 横山昭雄監修『金融機関のリスク管理と自己資本』有斐閣、1989年。

6) 蓮井明博「銀行の健全性と公的規制・監督」『金融研究』第5巻第2号、日本銀行金融研究所、1986年4月。

対で行う「店頭取引」に区分される。取引所で売買される商品は規格が決められているのに対し、店頭で売買される商品は規格が決まっておらず、当事者間でかなり自由な条件を設定することができる。

## 2 デリバティブ取引の商品形態

主なデリバティブ商品としては第1表に示されているように、金利、為替、株式に対し先物 (futures) 取引、オプション (option) 取引、スワップ (swap) 取引、先渡 (forwards) 取引、これらの複合取引と多種多様の商品を挙げることができる。

### (1) 先物取引

この取引は、ある商品を将来の一定期日に一定価格で受け渡すことを前もって約定する取引である。主な特徴として差金決済が可能、取引内容が規格化されている、取引所取引である等を挙げることができる。また少額の資金で多額の取引が可能なレバレッジ効果や商品の価格変動リスクを回避できるヘッジ機能をもっている。日本の場合、金融商品のうち先物取引の対象となっているのは、金利、債券、通貨、株価指数等である。

第1表 主要なデリバティブ商品

取引名	先物	オプション	スワップ	先渡契約	複合
金利 (預金)	金利先物		金利スワップ	FRA (金利先渡契約)	金利先物オプション、スワップオプション、キャップ、フロア、カラー
(債権)	債券先物	債券現物オプション			債券先物オプション
為替	通貨先物	通貨オプション	通貨スワップ	FXA (為替先渡契約)	通貨先物オプション 通貨スワップオプション
株式	株価指数先物		エクイティスワップ		株価指数先物オプション

(出所) 全国銀行協会『金融』1995年8月号、p. 51を修正。

## (2) オプション取引

この取引は、ある商品を将来の一定期日までに一定の価格で売り付ける権利または買い付ける権利を売買する取引である。すなわちオプション取引には対象となる商品（原資産）を定められた期日までに決められた価格で買い取る権利であるコール・オプション（call option）と売り付ける権利であるプット・オプション（put option）の二つの基本型がある。オプションの買手は金利や為替変動リスクを回避するため、代価（option premium）を売手に支払ってオプション（権利）を購入するが、予想どおりリスクが発生した場合は取得した権利を行使するのに対し、リスクが発生しない場合はその権利を放棄することが可能である。

オプション取引はレバレッジ効果やヘッジ機能に加え、オプションの買手は損失をプレミアムに限定できることや、他のデリバティブとオプションを合成することにより多彩な投資戦略が可能となる。取引形態も取引所取引と店頭取引の二種類があり、期間中いつでも権利行使が可能なアメリカン・タイプと一定の期日にしか権利行使できないヨーロピアン・タイプがある。また対象商品が現物か先物かによって、現物オプションと先物オプションに分類される。

## (3) スワップ取引

この取引は当事者間の相対による金利または通貨などの等価交換契約である。すなわち第三者との債務関係の変更なしに、債務者である当事者間で実質的に債務の元利または利息、通貨の交換を行うものである。しかし近年ではキャッシュ・フローの交換と解釈される場合が多い。このうち金利スワップは、同一通貨建で異なる種類の債務の利息部分（例えば固定金利債務と変動金利債務）のみを交換する取引で、通貨スワップとは異種通貨建債務キャッシュ・フローを交換する取引である。<sup>7)</sup>

なおスワップ取引は金額、期間、金利、為替等の条件を種々のバリエー

ションで設定しなければならないため、取引所では行われず、通常銀行などの仲介による相対取引である。この取引が発生する理由としては、両者の信用力の格差（比較優位の存在）<sup>8)</sup>、一般投資家と金融機関（銀行）の持つ情報の非対称性、取引コスト、規制回避、市場補完、その他エージェンシー・コスト等が挙げられている<sup>9)</sup>。

スワップ取引は、①自分の望む方式（固定金利が変動金利か、ドルか円か等）により、低コストの資金調達が可能となる、②金利・為替変動リスクの軽減が図れる、③信用リスクが元本の一部に限定され、BIS規制上ローンに比して業務上要求される自己資本が少額で済み、ROA（Return on Asset, 資産収益率）やROE（Return on Equity, 自己資本利益率）の改善が可能となる等の機能を持っている<sup>11)</sup>。

#### (4) 先渡取引

この取引は将来の一定期日における価格を前もって約定しておく取引であるが、先渡取引は相対で受渡日、価格等条件を決める点で先物取引とは異なっている。両者の違いは第2表に示されているが、決済に関しては、先渡取引は満期まで保有されることがほとんどであるのに対し、先物取引

7) 通貨スワップを「異種通貨間における固定金利支払債務の交換」と狭く定義し、「異種通貨間における異なった種類の金利支払債務の交換」とくに「通貨・金利スワップ (cross-currency interest rate swap)」と呼んで区別するときもある。

8) 固定金利と変動金利のスワップ取引の場合、前者の信用力格差を $\Delta x$ 、後者のそれを $\Delta f$ とすればスワップ取引実現で $\Delta x - \Delta f$  ( $\Delta x > \Delta f$ ) の利益が発生することになる。

9) Wall, L. D., "Interest Rate Swaps in An Agency Theoretic Model with Uncertain Interest Rates," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 13, No. 2, May, 1989. 佐藤節也・吉野克文『金融ハイテクの経済学』東洋経済新報社、1991年、pp. 33-78を参照されたい。

10) 拙稿「BIS規制と内外マネーフローの変化」『彦根論叢』279・280号1992年12月参照。

11) 栗原 裕「金融デリバティブのミクロ分析」『証券経済』192号。1995年6月、北村英章「デリバティブについて」『証券』1995年1月。

第2表 先渡取引と先物取引の比較

	先渡取引	先物取引
取引相手	当事者	取引所 (誰と契約したかは不明)
サーチ・コスト	かかる	かからない
履行の保証	ない	ある
コスト	最割安ではない (デフォルト・リスク、サーチ・コスト)	最割安
カスタマイズ	される (期間、金融が自由設定できる)	されない
途中の反対売買	できない	できる
時価評価	困難 (市場性がない)	可能
スペキュレーション	少ない	多い
流動性	少ない	多い
例	FXA (為替先渡契約) FRA (金利先渡契約)	金利先物 通貨先物 株価指数先物 債券先物

(出所) 渡辺信一『戦略的デリバティブ』東洋経済新報社、1995年、p. 132を修正。

は期日までに反対売買により差金決済を行って清算する場合はほとんどである。また両者とも金利や為替などの価格変動リスクへのヘッジ機能、すなわち現物の価格変動リスクを軽減するため、反対方向の建玉(ポジション)を取得する取引を行う。

先渡取引のうち FRA (Forward Rate Agreement, 金利先渡取引) は、取引当事者間で将来のある時点から始まる一定期間の金利を予め契約時点で定め (固定金利を支払い、指標金利を受け取る側を FRA の買い、逆に固定金利を受け取り、指標金利を支払う側を FRA の売りと呼ぶ)、当該期日に指標金利が決定すると固定金利との金利差を指標金利を使って現在価

値に引き戻した金額で決済するオフバランス取引である。また FXA (Forward Exchange Agreement, 為替先渡取引) は、当事者が契約金額について将来のある一時点の為替の直先取引の為替スワップ幅と先物為替レートとを現在約定し、その時点到来時に市場実勢の為替スワップ幅と直物為替レートと決済通貨の金利をベースに清算を行い、差金決済をするオフバランス取引である<sup>12)</sup>。FRA は将来時点をスタート日とする 1 期間の金利スワップとも考えられるが、スワップ取引が金利計算期間のエンド日に決済されるのに対し、FRA は金利計算期間のスタート日に決済される。

#### (5) 複合取引

キャップ (Cap) は金利オプションの代表的取引で、基準金利 (指標として定めた変動金利) が契約期間中の各金利更改日に行使レート (予め約定した上限金利) を上回った場合、金利差額を受け取る金利または上限金利そのものを指す。資金調達者はこれにより変動金利の中長期ローンや変動利付債の金利上昇リスクを一定範囲内に抑えることが可能となる。

フロアー (Floor) も金利オプションの代表的取引で、基準金利が各金利更改日に行使レート (予め約定した下限金利) を下回った場合、金利差額を受け取る権利または下限金利そのものを指す。資金運用者はこれにより変動金利の金融商品の金利低下リスクを一定範囲内に抑えることができる。

カラー (Collar) は、想定元本、基準金利、契約期間および金利更改日が同一で、それぞれ上限金利と下限金利が異なるキャップの買いとフロアーの売り (もしくはその逆) を組み合わせることにより、基準金利となる変動金利に一定の幅を設定することができる取引である。金利オプションの

---

12) Andrew Inglis-Taylor, *ibid.*, pp. 56-58, 住友信託銀行市場金融部編、前掲書、pp. 92-95、pp. 116-118。

売りと買いの組み合わせにより、プレミアムの金額を低く抑えることが可能となる。

またスワップション (Swaption) とは、スワップを行う権利を売買するタイプの金利オプションであり、債券先物オプション (Bond Futures Option) とは債券先物を所定の価格で売買できる権利を取引するものである。

### 3 デリバティブ取引の規模

#### (1) GAO の推計

デリバティブ市場とくに店頭デリバティブ取引 (OTC) 市場については、市場全体にわたる包括的調査データが1995年12月18日に BIS と主要国・地域の通貨当局により発表されるまで、正確な市場規模を把握することが困難であった。ただ米国の GAO (General Accounting Office, 会計検査院) の「FINANCIAL DERIVATIVES (1994年5月)」の推計によれば、1992年末のデリバティブ取引残高は想定元本ベースで17兆6,000億ドルと推定されている。〔この数値に含まれている為替先渡取引 (FXA) 5兆5,000億ドルを除くと、デリバティブ取引残高は約12兆ドルを推定される。〕

#### (2) BIS の推計

第3表はデリバティブ取引状況を示したものであるが、これには店頭取引から金利先渡取引 (FRA) と為替先渡取引 (FXA) が除外されている。<sup>13)</sup>

第3表によれば取引所取引と店頭取引は共に急速に拡大している。すなわち取引所取引では、金利先物取引の拡大をテコに、90年末の2兆2,900億ドルから94年末で8兆8,380億ドルへと4年間で約3.9倍に増大し、94年末

---

13) GAO の推計によれば FRA は90年1兆1,600億ドル、91年1兆5,300億ドル、92年2兆500億ドル、FXA は90年3兆2,770億ドル、91年4兆5,310億ドル、92年5兆5,100億ドルとなっている。

第3表 デリバティブ取引残高の推移

(想定元本ベース、単位 10億ドル、%)

	90年末		91年末		92年末		93年末		94年末	
	前年比	前年比	前年比	前年比	前年比	前年比	前年比	前年比	前年比	
取引所取引(注1)	2,290	29.6	3,519	53.6	4,633	31.6	7,761	67.5	8,838	13.9
金利先物	1,455	21.1	2,157	48.3	2,913	35.1	4,943	69.7	5,757	16.5
金利オプション(注2)	600	54.6	1,073	78.9	1,385	29.2	2,362	70.5	2,623	11.0
通貨先物	17	6.3	18	5.9	25	39.1	32	29.3	33	2.5
通貨オプション(注2)	57	12.5	63	11.2	71	12.9	75	6.3	55	△27.7
株価指数先物	69	67.3	76	10.0	80	4.9	110	37.9	128	16.2
株価指数オプション(注2)	94	32.7	133	41.7	159	19.4	238	50.3	242	1.7
店頭取引(注3)	3,450	n. a.	4,449	29.0	5,346	20.1	8,475	58.5	11,304	33.4
金利スワップ(注4)	2,312	53.8	3,065	32.6	3,851	25.6	6,177	60.4	8,816	42.7
通貨スワップ(注4,5)	578	28.6	807	39.8	860	6.6	900	4.6	915	1.7
他の金融派生商品(注4,6)	561	n. a.	577	2.8	635	9.9	1,398	2.2	1,573	12.5
合計	5,741	n. a.	7,968	38.8	9,978	25.2	16,235	62.7	20,142	24.1
BIS 報告銀行の 国際部門資産残高	7,578	16.6	7,442	△1.8	7,364	△1.0	7,592	3.1	8,373	8.2
取引所取引契約数(注7,8) (単位100万枚)	478.3	n. a.	510.5	6.7	635.6	24.5	788.0	24.0	1,140.2	44.7
米 国	310.9	n. a.	301.5	△3.0	340.1	12.8	380.3	11.8	509.5	34.0
欧 州	83.0	n. a.	110.5	33.1	185.0	67.4	263.5	42.4	398.5	51.2
日 本	60.6	n. a.	66.2	9.2	51.7	△21.9	57.8	11.8	70.5	22.0

(注1) 株式オプションおよび商品関連派生商品を除く数値。

(注2) コールとプットの合計。

(注3) ISDA (国際スワップディーラー協会) によるデータ (FRA、店頭通貨オプション、外国為替先物、エクイティ関連派生商品を除く)。

(注4) ISDA メンバー間取引は二重計上されていない。

(注5) 1取引につき片側通貨分の想定元本のみ計上。

(注6) キャップ、カラー、フロアー、スワップション。

(注7) 金利先物、通貨先物、金利オプション・金利先物オプション、通貨オプション・通貨先物オプション。

(注8) 米 国：シカゴ・マーカンタイル取引所 (CME)、シカゴ商品取引所 (CBOT)、ミッド・アメリカ商品取引所 (MIDAM)、ニューヨーク先物取引所 (NYFE)

欧 州：ロンドン国際金融先物取引所 (LIFFE)、フランス国際先物取引所 (MATIF)、ドイツ金融先物取引所 (DTB)

日 本：東京金融先物取引所 (TIFFE)、東京証券取引所 (TSE)

その他：シンガポール商品取引所 (SIMEX)、シドニー先物取引所 (SFE)

(資料) 金融先物業協会 (FIA)、各国先物・オプション関連取引所および国際スワップディーラー協会、BIS 年報。

(出所) 『日本銀行月報』1995年9月号。p. 6を修正。

で金利先物取引は全取引所取引の65%を占めている。また店頭取引では、金利スワップ取引の拡大を中心に、90年末の3兆4,500億ドルから94年末で11兆3,040億ドルへと4年間で約3.3倍に増大し、94年末で金利スワップ取引は全店頭取引の78%を占めている。店頭取引に FRA と FXA を加えればさらに急拡大していることが類推される。

1994年の取引所取引においては、とくに短期金利商品が急成長したが、例えばシカゴ・マーカントイル取引所 (CME) で取引されたユーロドル金利先物取引は、世界で最も活発に取引される金融先物取引としてのシカゴ商品取引所 (CBOT) の米国Tボンド (30年物国債) 取引高を上回っていた。株価指数先物取引も急増したが、これは国内および国際ポートフォリ投資戦略において株価指数先物の利用が急増していることを反映している。また94年の為替相場が比較的安定していたため、ブラジル通貨の少額契約の顕著な伸びを除き、通貨先物と通貨オプションの取引量が全般的に低下した<sup>14)</sup>。

また第3表によると94年には米国の取引所の取引量5億950万枚に対し、その他の取引所取引量6億3,070万枚となり、とくに欧州の取引所が良好な成果をあげている。

94年の店頭取引において、金利スワップ取引が急増した。その中でもドイツ・マルク、フランス・フラン、およびポンドのスワップが顕著に増加し、米・ドルのシェアは〔ISDA (国際スワップ・デリバティブ協会) がデータを公表し始めた87年上半期には76%であったのに対し〕94年上半期には34%へとさらに低下した。また規模の小さな通貨スワップ取引は、米・ドルと円部門で契約高が急増したことによって回復した<sup>15)</sup>。

---

14) 東京銀行調査部訳『BIS 世界金融レポート'95』日本経済新聞社、1995年、pp. 228-229。

15) 東京銀行調査部訳、前掲書、pp. 230-231。

### (3) BIS と26ヵ国中央銀行調査

デリバティブ市場の規模、構造およびリスク分布についてのデータを改善するため、26ヵ国の中央銀行と金融当局は95年3月と4月、中央銀行による3年毎の外国為替市場活動に関する調査と同時に、各国のデリバティブ業務について調査を実施した。対象調査先は約2,400にのぼり、世界の取引の90%以上を網羅しているとみられており、その調査結果が95年12月18日に公表された。<sup>16)</sup>

それによれば世界のデリバティブ取引規模を示す、想定元本(デリバティブ取引で金利部分などを計算する際のもとなる名目上の元本)額が、95年3月末に約41兆ドル(店頭取引ベース)に達したとのことであった。BISに報告する銀行の国際部門資産残高は95年3月末で約7.7兆ドルで、デリバティブ取引残高はその5倍以上に達したことになる。またGAOの92年末の推定額17兆ドルに比べて、わずか2年余りで2倍以上に拡大したことになる。

1995年12月発表の調査ではデリバティブ取引で相手が倒産した場合、同じ内容の取引を再構築するのに必要なコストである「市場価格」ベース残高も発表され、世界では想定元本に対して4.3%に相当する約1兆7,450億ドルが信用リスクということになる。日本の市場価値残高は6,213億ドルで想定元本8兆3,266億ドルに対する比率は7.5%と、国際的水準の4.3%よりも高く、海外よりも大きな信用リスクを抱えていることになっている。

想定元本の取引別内訳は、世界全体の32%、13兆2,000億ドルが通貨オプションや通貨スワップなどの外国為替関連取引で、残りが金利オプションや金利スワップなどの金利関連取引となっている。一方日本においては、為替予約など外国為替関連取引分が3兆2,000億ドルと全体の39%を占め、

---

16) 『日本経済新聞』1995年12月19日朝刊。

付加価値の低い取引割合が大きい。すなわち外国為替関連のデリバティブ取引は、元本交換を伴う取引の比重が高いのに加えて、為替相場は金利に比べ予測が困難で、その分取引リスクが大きいといえる。

BIS 発表の市場調査では、95年4月の想定元本ベースのデリバティブ取引高は世界全体で1月当たり8,390億ドルに達し、このうち英国が3,510億ドルと世界最大を記録し、米国の1,640億ドル、日本の1,386億ドルが続いていた。商品別の取引高でも英国は金利先渡取引（FRA）の約40%、通貨オプション、通貨スワップ取引高の約30%を占め、世界のトップの座を占めていた。

#### (4) 日本銀行のサーベイ（1998年10月と2001年6月）

BIS と26ヵ国中央銀行調査の中で、日本銀行の1998年6月と2001年6月のサーベイは、日本における OTC(店頭)デリバティブ取引の残高である。第4表と第5表によれば1998年に比べ2001年の OTC 取引合計は、1兆ドルの増加となっている。外為関連取引は減少しているが、金利関連取引、エクイティ関連、コモディティ関連取引は増大をしている。

### III デリバティブ取引拡大の背景

米国で取引所取引としてデリバティブが誕生したのは70年代〔CME への通貨先物上場は1972年、CBOE (Chicags Board Options Exchange) への株式オプションは1973年、CBOT への政府系証券である Ginnie Mae<sup>17)</sup> 債先物上場は1975年、CME へ T-Bill (財務省証券) 先物上場は1976年〕であるが、店頭取引としてのデリバティブが誕生し、市場が形成されたのは80年代前半〔IBM・世界銀行の通貨スワップは1981年、ドイツ銀行の金

17) ジニーメイ債については、拙稿「アメリカにおける最近の住宅金融問題」『金融ジャーナル』1985年5月、「金融イノベーション下のアメリカの貯蓄金融機関」『彦根論叢』第232号。1985年6月を参照されたい。

第4表 本邦主要ディーラーにおける OTC デリバティブ取引の残高

(98年6月末、百万ドル)

	想定元本	
		シェア (%)
OTC 取引合計	12,919,888	100.0
うち外為関連取引	3,368,938	26.1
フォワード・為替スワップ	2,678,985	20.7
通貨スワップ	419,973	3.3
オプション (売り)	135,222	1.0
オプション (買い)	134,765	1.0
うち金利関連	9,537,910	73.8
FRA (金利先渡し)	661,106	5.1
金利スワップ	8,133,444	63.0
オプション (売り)	410,111	3.2
オプション (買い)	333,248	2.6
うちエクイティ関連	10,406	0.1
フォワード/スワップ	5,599	0.0
オプション (売り)	2,661	0.0
オプション (買い)	2,146	0.0
うちコモディティ関連	2,634	0.0
フォワード/スワップ	457	0.0
オプション (売り)	1,027	0.0
オプション (買い)	1,150	0.0

(注) 合計、小計、項目毎に個別金融機関の計数を足し上げていること、および四捨五入の関係から、内訳の足し上げと合計、小計の計数は完全には一致しない。

(出所) 『日本銀行調査月報』1998年10月号、p. 70。

第5表 本邦ディーラーにおける OTC デリバティブ取引の残高

(2001年6月末、百万ドル)

	想定元本		
		前同比 (%)	シェア (%)
OTC 取引合計	13,937,403	▲1.1	100.0
うち外為関連取引	2,207,265	▲40.5	15.8
フォワード・為替スワップ	1,565,740	▲46.6	11.2
通貨スワップ	414,482	▲8.7	3.0
オプション (売り)	112,864	▲30.4	0.8
オプション (買い)	114,681	▲28.3	0.8
うち金利関連取引	11,676,571	+12.7	83.8
FRA (金利先渡し取引)	622,725	▲13.5	4.5
金利スワップ	10,429,638	+18.2	74.8
オプション (売り)	332,321	▲25.8	2.4
オプション (買い)	291,887	▲20.8	2.1
うちエクイティ関連	24,137	+88.1	0.2
フォワード・スワップ	1,899	▲67.5	0.0
オプション (売り)	10,420	+179.4	0.1
オプション (買い)	11,818	+263.4	0.1
うちコモディティ関連	3,112	+18.1	0.0
フォワード・スワップ	12	▲97.4	0.0
オプション (売り)	1,421	+38.4	0.0
オプション (買い)	1,679	+46.0	0.0
うちクレジット・デリバティブ	26,302	+145.8	0.2
うちその他デリバティブ	16	▲91.5	0.0

(注1) 合計、小計、項目毎に個別金融機関の計数を足し上げていること、および四捨五入の関係から、内訳の足し上げと合計、小計の計数は完全には一致しない。

(注2) クレジット・デリバティブとその他デリバティブの計数も OTC 取引合計に含む (吉国委統計の OTC 取引合計には含まれない)。

(注3) その他デリバティブの計数は、外為関連および金利関連のその他の商品を含まない。

(出所) 『日本銀行調査月報』2002年1月号、p. 71。

利スワップは1982年]であり、その歴史は20年余である。それにもかかわらず、市場規模が急拡大した要因は以下のように整理されるだろう。

## 1 BIS が指摘する拡大要因

BIS の1992年5月の四半期報等<sup>18)</sup>では、

(1) 欧州や日本の取引所が上場商品の拡充に努力したため、デリバティブ取引の潜在需要掘り起こしに成功したこと。

(2) 資産価格変動幅拡大を背景にして、デリバティブを用いたヘッジ取引需要が増大した。

(3) 今迄に開発されたデリバティブが、かなり普及してきた。これはデリバティブの価格設定を正確にし、付随するリスク管理技術が進歩したことや、開発から普及まで相当の時間が経過したこと、デリバティブに対する規制や法制・税制上の制約が緩和されてきたことが普及の背景にある。

(4) 自己資本比率に関する BIS 規制ではオフバランス取引のクレジットエクスポージャーが、類似のオンバランス取引に比して小さく計算されるため、銀行にとってはヘッジやポジション・テークのためデリバティブを利用した方が資本節約となり、収益向上となる。

(5) デリバティブ取引拡大で市場間の連関が密接になり、資金調達、ヘッジ、ポジション・テークを別個の市場で同時に行うなどの財務戦略が可能となった。さらに金利先物と金利スワップ間のように、デリバティブ間の裁定ヘッジ取引が活発化し、市場間における価格連関が強まるといった相乗効果が発揮されていること。

等々をデリバティブ拡大要因として指摘している。

18) BIS, *Recent Developments in International Interbank Relations*, 1992.

19) デリバティブ取引の場合。資産（リスクアセット）として計算されるのは、信用リスク相当額の最大50%までである。

## 2 その他の要因

BIS が挙げた要因の他に次のような背景も考えられる。

(1) 70年代以降の変動相場制への移行、金利自由化・国際化の進展、外国為替・資本取引等に関する規制緩和など金融環境変化により、金利や為替に係る金融商品の価格変動リスク増大へのヘッジ需要が高まった。とくに80年代に入り85年9月のプラザ合意によるドルの急速な下落や、87年10月のブラックマンデーに代表されるような、主要市場のボラティリティの増大はリスクヘッジの必要性を再認識させることになった。

(2) 市場の変動率増大は、リスク・テイクによる収益機会の拡大を意味し、ディーリングの対象としてもデリバティブ取引量は増大している。

(3) 機関投資家や証券会社の積極的参入が相次いだ。とくに投資信託、年金基金、保険商品等の市場残高拡大により、機関投資家は資産運用を効率的に進めるため、株価指数先物やオプションがポートフォリオの価格変動リスクをヘッジするのに駆使されるようになった。証券会社も競争激化に伴い従来の株式や債券の単純なブローカレッジによる手数料収入やスプレッドでは生き残れなくなり、80年代後半にかけて、自己資金によるデリバティブの売買を活発化し、重要な収益源としている。

(4) 企業活動が国際化し、さらに金融のグローバリゼーションやセキュリティタイゼーションの進展により資金調達手段も多様化・ボーダレス化し、企業の直面するリスクも、種々の通貨についての金利・為替リスクまたは商品・株価リスクと複雑化しており、リスク管理手段として各種デリバティブ取引の活用が必須となり、企業が積極的に参入している。

(5) クウォンツ (Quants) 等による金融技術の進歩とそれを実用化させたコンピューターの発達も見逃せない。金融理論自体は70年代に相当水準に達していたが、80年代のコンピューターの発達により、そのような理論が開花することになった。すなわちコンピューターによる高度情報処理技

術の発達により、スワップなど複雑で高度な仕組みを持つ取引が可能となったのである。

### 3 デリバティブ自体による発展要因

さらにデリバティブ自体の持つ特徴が市場拡大をもたらしたといえる。<sup>20)</sup>

(1) 柔軟性。OTC (Over The Counter. 店頭取引) のスワップの場合、当事者間の思い通りにキャッシュ・フローを作成することが可能である。オプションでも対象となる取引の種類や行使価格など思うがままに設定可能である。デリバティブにより、規制により投資できなかった商品を実質的に購入することもできるのである。

(2) 低コスト。流動性の高い指数先物取引をすれば、手数料も低く、短時間で行うことが可能である。これに対し日経225種平均株価と連動するポートフォリオなどを作成するには、少なくとも20~30銘柄を購入しなければならない、手数料や時間もかかることになる。

(3) レバレッジ効果。デリバティブ取引の契約時はほとんど資金が必要でなく、先物取引などの場合、若干の証拠金を払うだけでよい。<sup>21)</sup>にもかかわらず結果としての損益は大きい。少ない元手で多くの取引を行うことが可能となる。

(4) 高い流動性。デリバティブ取引は、一部の店頭取引商品を除き現物取引に比して高い流動性が保持されている。

(5) 銀行、事業法人にとって有用であり、国民経済的にみて、デリバティブはリスクの社会的最適配分機能がある。<sup>22)</sup> まず、銀行にとってデリバティ

20) Kolb, Robert W., *Financial Derivatives*, New York Institute of Finance, 1993.

21) 東京金融先物取引所のユーロ円先物取引 (自己勘定取引) の場合、証拠金は1億円に対し5万円である。

22) 全国銀行協会連合会編『デリバティブ取引についての銀行界の考え方』1995年7月。

ブ取引は金融仲介機能を強化し、顧客のニーズにあった商品開発を可能にする。またデリバティブ取引のリスク管理に導入された手法は預貸金等の伝統的銀行業務にも応用され、銀行業務全体のリスク管理を向上させている。事業法人にとっても現物取引に比べ取引コストが低く、機動性が高いのでリスクヘッジ手段として適している。国民経済的にみても現物取引では十分カバーできないリスクの再配分やリスク負担の意思あるいは能力のある経済主体にリスク転嫁を可能とすることにより、市場を通じたリスクシェアリングの実現が期待される。このようにデリバティブ取引は充分に存在意義があり、ヘッジ取引、裁定取引、スペキュレーションと多方面に利用が拡大しているのである。

#### IV デリバティブ取引の課題

##### 1 世界的な課題—リスクとディスクロージャー

###### (1) リスクと規制論

デリバティブが内包するリスクは、信用リスク、マーケット・リスク、システミック・リスク、リーガル・リスク、決済リスク、オペレーション・リスク等従来からある金融商品に内在しているリスクと基本的に大差ない。ただデリバティブの場合、このようなリスクが複雑に絡み合っており、その把握が困難なことである。しかも、レバレッジ効果により少額の投資で高いリスクがとれ、バランスシートにも記載されない。とくに為替や金利の上下には歯止めがなく、オプションやスワップなどの損失は無限に広がる恐れがある。

そこで最近ではデリバティブ規制の動きが強くなり、94年5月米国下院に免許制ともいえる「デリバティブ取引の安全性と健全性に関する法案」が提出された。しかしデリバティブ取引は柔軟性があり規制を逃れるのも簡単で、1国だけの規制では効果は半減するだけでなく、金融市場の発展

を阻害する。したがって世界的にディスクロージャー（情報の開示）の充実など市場規律が働く環境をつくり出し、デリバティブのリスクをコントロールしていくしかないといえる。米国で前述の法案は成立しなかったが、他の先進国の金融当局も市場規律を活用していこうとしているのは望ましい方向といえるだろう。

またデリバティブ取引に携わる人々は、各取引主体毎に、独立したリスク管理部門を設け、取引上限枠を設定したり、VAR（Value at Risk）<sup>23)</sup>などの高度な手法を使った包括的リスク管理体制やシステムを構築する必要がある。また一般ユーザーも自己責任原則のもと取引のリスクを理解し、自己の財務体力に合ったものか否かを十分判別して取引すべきである。

## (2) ディスクロージャーの充実

国際的にみてデリバティブ取引のディスクロージャーのあり方について、まだ必ずしも確固とした基準が存在するわけではない。しかし欧米諸国の主要金融機関の開示状況を見ると、取引所に上場されたデリバティブに加え、スワップ等の店頭取引商品も含めたデリバティブ取引全般に係る想定元本額、時価（公正価格）情報および金融機関が基本的に管理すべき信用リスク等のリスクに関するディスクロージャーも行われている<sup>24)</sup>。

このようにデリバティブ取引を行っていく上で、金融機関が基本的に管理すべきリスクに関する情報等を適切に開示することにより、市場の透明性を高める必要がある。またデリバティブに係る会計制度について討議が重ねられ、国際的に統一した会計基準の実現のため国際会計基準委員会

23) ポートフォリオを一定の期間保有したと仮定した場合、市場が自分に不利な方向に動いたとき、一定の信頼区間のもとで発生する可能性のある損失を統計的に求めたもの。94年7月バーゼル銀行監督委員会が、この手法を高く評価し、世界的に認知されつつある。

24) 石川欽也「ディスクロージャーにより市場の透明性を高める」『金融財政事情』1995年5月29日、pp. 15-16。

(IASC) は、金融商品に関する改訂草案 (E94) でオフバランス取引を組み入れるため時価評価、ヘッジ会計の採用を提言した。今後世界的な標準的ルールづくりが必要となってくるといえる。

## 2 日本に固有の課題

### (1) 市場の自由化

日本のデリバティブ市場では、商品毎の拡大テンポに大きな差があり、これを改善するために、取扱商品の拡大、自由で透明度の高い市場の推進、リスク管理能力を備えた市場参加者の拡大、国内外を問わず開かれた市場とすることが重要である。

### (2) 会計基準の改善

欧米主要国ではトレーディング取引について時価会計を導入し、スワップ、先物、国債と共通の損益認識基準に立っている。これに対し日本では取得原価主義のもと、商品毎に処理基準が異なっていた。取得原価基準のまま欧米型のトレーディングスタイルを採用すると期間損益に大きなミスマッチが発生し、国際金融市場としての東京市場の空洞化の一因となっていた。したがって銀行のトレーディング取引に関する時価会計の導入は可及的早期に実現されるべきであるとされ2002年に導入されることとなった。

### (3) 税制面の改善

取引所税は主要国において日本だけに課されている。海外のデリバティブ取引は現物と先物を頻繁に使用しながらリスク量を管理している。しかし先物取引のたびに取引所税が課されると、日本市場を欧米並に育成する際の足枷となりかねない。国際的整合性の面からも同税の撤廃が必要である。

### (4) 法制面の改善

日本では取引所取引のデリバティブについては、金融先物取引法等によ

り法的枠組みの明確化を進めているが、店頭取引については特に法的規定がなく、依然としてスワップ取引などは、刑法の賭博罪に該当する恐れがあるとされている。早急にスワップ取引を正当行為と認める法的手当てがなされることが必要である。

また取引相手の一方が債務不履行等を起こした場合、当事者間で複数取引の債権債務を相殺するネットtingは、日本において民法の相殺条項に基づき契約で約定したものは有効と考えられてはいるものの、海外では破産法改正によりネットtingの法的有効性を明確化しており、同様の法的有効性の明確化が求められる。

さらに市場集中原則と呼ばれている証券取引法第201条等は、取引所外において、取引所の相場に基づく差金決済や取引所へ上場されている指標取引と類似の取引を行うことを禁止している。この市場集中原則が店頭市場発展の妨げとなっており、その適用について弾力的運用を望む声も多い。

##### (5) ディスクロージャーの拡充

日本の開示基準がカバーする取引の範囲は、客観的相場のある取引所に上場された先物・オプション取引の時価情報等に限定されている。透明性の高い市場を育成するためにも、近年とくに拡大しているスワップ等の店頭取引商品を含む欧米なみのデリバティブ取引全般に係るリスクに関する情報等のディスクロージャーの拡充が必要である。<sup>25)</sup>

---

25) 利光啓一「東京金融市場におけるデリバティブ取引の現状と課題」『金融ジャーナル』1995年4月。全国銀行協会連合会編、前掲書。岸本光永監修・阿部正樹・小島秀雄『デリバティブ・マネジメント』中央経済社、1995年。西 恵正「デリバティブをめぐる法律的論点」『金融法務事情』No. 1426、1995年8月5日。白杵政治「金融市場を変えるデリバティブ」『経済セミナー』1995年2月号、参照。

## V おわりに

世界全体で進行している金融資本市場の開放、規制緩和、取引の国際化の大きな流れの中で、これらを原動力としたデリバティブ取引の拡大を止めることはできない。金融機関にとってもデリバティブ取引は手数料を稼ぐ収益の柱に育っている。このような状況下で、顧客にニーズに応えるデリバティブ開発力や、リスクを分析し管理する能力に劣った金融機関は、今後の激しい競争に生き残ることができなくなる。デリバティブ取引を金融業務の中核に据えた人材育成と配置が、益々重要性を増してくることになる。光と影を持ったデリバティブといかに共存するかが、取引関係者の課題といえるだろう。

## 〔参 考 文 献〕

- (1) Dattatreya, Ravi E., Venkatesh, Raj E. S. & Venkatesh, Vijaya E., *Interest Rate & Currency SWAPS*, Probus Publishing Co., 1994.
- (2) Ghosh, Dilip K. & Khaksari S. (eds.), *New directions in finance*, Routledge, 1995.
- (3) Giddy, Ian H., *Global Financial Markets*, D. C. Heath & Co., 1994.
- (4) Kapner, Kenneth R. & Marshall, John F., *The Swaps Handbook*, New York Institute of Finance, 1990.
- (5) Kolb, Robert W., *Options, An Introduction*, Kolb Publishing Co., 1994.
- (6) Ludwig, Mary S., *Understanding Interest Rate Swaps*, Mc Graw-Hill, Inc., 1993.
- (7) Schwartz, Robert J. & Smith, Clifford W., *Advanced Strategies in Financial Risk Management*, New York Institute of Finance,

1993.

- (8) Stoll, Hans B., *Futures and Options*, South-Western Publishing Co., 1993.
- (9) Tucker, Alan L., *Financial Futures, Options, and Swaps*, West Publishing Co., 1991.
- (10) 安達智彦『デリバティブで金融はこう変わる』日本実業出版社、1995年。
- (11) バーゼル銀行監督委員会「銀行および証券会社の派生商品取引に関する監督上の情報についての枠組み」『金融』1995年6月号。
- (12) 長谷川滋記「市場リスクの計量と管理」『国際金融』1995年9月1日。
- (13) 今井 激『良いデリバティブ悪いデリバティブ』東洋経済新報社、1995年。
- (14) 国際決済銀行「金融派生商品市場の拡大に伴うマクロ経済と金融政策上の論点に関する報告書」『日本銀行月報』1995年3月号。
- (15) 小西 秀「派生商品価格モデルの発展と現状」『東銀経済四季報』1995年 夏号。
- (16) 三宅輝幸『デリバティブ（金融派生商品）入門』日本実業出版社、1995年。
- (17) 日本経済新聞社編『デリバティブ』日本経済新聞社、1995年。
- (18) ——、『Q & A、デリバティブの常識』日本経済新聞社、1995年。
- (19) 日本銀行営業局「金融機関 ALM の現状と課題」『日本銀行月報』1995年9月号。
- (20) 重清安雄「デリバティブ取引の現状と課題」『金融』1995年8月号。
- (21) 須齋正幸「リスクマネジメント入門」『国際金融』1995年2月15日、3月1日、3月15日。
- (22) 田尻嗣夫「金融カルチャーを一変させたデリバティブ」『日経ファイ

ナンシャル'95』1994年11月。

- (23) 東京銀行・東銀リサーチインターナショナル編『デリバティブQ & A』実業之日本社、1995年。
- (24) 渡辺信一『戦略的デリバティブ』東洋経済新報社、1995年。
- (25) 山崎 裕『デリバティブの謎』メロン出版、1995年。
- (26) 財津耕造・杉江雅彦・高橋 弘『入門先物・オプション』東洋経済新報社、1995年。

## 第8章 ヘッジファンドと国際金融リスク管理\*

### I はじめに

「ヘッジファンド (Hedge Funds)」という言葉は、近年とくに1992年のポンドを中心とした欧州通貨危機の際や1997年夏のアジアの通貨危機、1998年夏のロシアの通貨危機に伴う米国の LTCM (Long Term Capital Management) の経営破綻の際に、しばしば耳にするようになってきた。

この言葉を聞くと世界中の人々は、ジョージ・ソロス (George Soros) 氏の率いる「クオンタム・ファンド (Quantum Fund)」を思い浮かべることが多いようである。彼は1992年の欧州通貨危機の際、ポンドを大量に売却して暴落を誘い、欧州通貨メカニズム (ERM) からポンドを離脱させた中心人物といわれ、英国中央銀行を倒した男として一躍有名になった。その結果、彼は15億ドルを稼いだといわれ、新しい形の国際的投機集団として、ヘッジファンドが注目され始めた。

また1997年のアジア通貨危機の際も、タイのバーツやインドネシアのルピー、マレーシアのリングットを、彼等がデリバティブ (金融派生商品、Derivatives) の手法、とくにオプション (Options) 取引により、大量に空売りして利益を得ようとしたと喧伝された。さらに同年、マレーシアのマハティール首相は、自国の通貨・株式の暴落を彼等のせいであると非難した。そして1998年9月に、マレーシア政府が、海外でのリングット取引非合法化、同国へ流入したポートフォリオ投資資金の事実上の1年間凍結、直接投資を除いた資本取引の大幅規制といった為替管理強化措置を実施し

---

\* 本章は1999年度滋賀大学学術後援基金による研究成果の一部である。

た。

続いて1998年8月のロシア債務危機に端を発した米国の最大手ヘッジファンド LTCM の経営破綻は、国際金融市場を震撼させた。同社は米連邦準備銀行の元副委員長、ソロモン・ブラザーズの元副会長、2人のノーベル経済学賞受賞者等「ドリームチーム」といわれる錚々たるメンバーで運営され、まさに世界最強のチームであるはずだった。この事態に対し、1998年9月28日、ニューヨーク連銀の仲介により欧米を代表する大銀行・証券会社など約35の金融機関が、合計36億ドルを LTCM に拠出し、破綻を食い止めることで合意した。このように、当局の監督対象外のヘッジファンドの救済に、ニューヨーク連銀が仲介役を果たしたという前代未聞の事件に、世界中は大きな関心を寄せた。ヘッジファンドが実体経済にすでに組み込まれ、その破綻が国内外の金融システム全体に波及すると当局が考えたからであろう。

ヘッジファンドに対する評価は、彼等のビヘイビアが通貨危機に際して市場にどのような影響を与えるかにかかっている。多数意見はヘッジファンドを、市場の破壊と富の収奪を図る「20世紀末の妖怪」と看做す見解である。これに対し少数意見は、ヘッジファンドを「真のリスクキャピタル」と捉え、彼等のリスクテイクが市場に適正価格をもたらし、資産の再配分機能を果たすという見解である<sup>1)</sup>。

本章においては、ヘッジファンドとは何かの種々の定義、ヘッジファンドの組織、ヘッジファンドの投資哲学、ヘッジファンドの本数と運用資産の推移、投資スタイルの概観とその実態、投資主体、収益状況等々を検討するとともに、近年高まっている多数意見に基づく、ヘッジファンドを含む国際資本移動規制論とリスク管理についても考察していくことにする。

---

1) 具体的には、参考文献 香川〔22〕小西〔26〕神谷〔46〕等が挙げられる。

## II ヘッジファンドの概要

### 1 ヘッジファンドの定義

ヘッジファンドとは何かを一言で定義することは困難で、いずれの国の法律においても明確な定義はない。そもそも「ヘッジ (Hedge)」とは、「ある取引や、取引の集合体 (=ポートフォリオ) がもっているリスクをなくす処理をすること」<sup>2)</sup>と定義される。金融取引ではヘッジを、両がけ、掛けつなぎ売買、金銭的損失からの防衛策と意味づけている。すなわち市場の変化に対して真反対の収益状態の変化を示す取引を行うことにより、損益の安定化を図るのがヘッジである。

したがってヘッジファンドは、「通常、証券、通貨、商品等に対する積極的な投資・裁定取引を行っている私的な投資会社・パートナーシップの総称」<sup>3)</sup>として使われる場合が多いようである。ジョージ・ソロス氏は、ヘッジファンドの成立要件として次の3点を挙げている。<sup>4)</sup>①高度な投資家を対象とする。②一般公募のミューチュアル・ファンド (オープンエンド型の投資信託の総称) に適用される SEC (米証券取引委員会) の規制がない。③ファンドマネジャー達が運用実績をベースに報酬を受け取り、運用利益を上げない限り報酬はなく、損失発生の場合、損失を回復して資本額を純増させるまで報酬は得られない。

またバーゼル銀行監督委員会報告書によると、ヘッジファンド等の「高いレバレッジ (Leverage) 機関」<sup>5)</sup>の特徴は、①直接的な規制・監督をほと

2) 住友信託銀行市場金融部、『デリバティブキーワード250』、金融財政事情研究会、1995年、p. 339。

3) 中尾武彦〔38〕p. 4。

4) G. Soros〔3〕pp.385-386。

5) BIS〔1〕

んど受けていない、②規制対象金融機関や上場会社と比較して、ディスクロージャー義務が非常に限定されている、③レバレッジ（てこ）を単なる「借入れ」だけでなく、デリバティブ等を利用した資金の動員を含む概念で把えた場合、元本の数倍、数十倍、数百倍といったレバレッジが高いことを挙げている。

さらに IMF（国際通貨基金）の報告書<sup>6)</sup>では「ヘッジファンドとはプライベート・パートナーシップにより組織され、税制及び規制の目的からほとんどがオフショアの居住者による折衷的な投資プールである」と定義している。すなわち、会社形態なら課される各種規制や会計原則、納税義務を免れるため、参加者間の私的契約によって結ばれるパートナーシップ制を採用しているヘッジファンドが多いといえる。しかし大手ヘッジファンドは、本体とは別に会社形式の子会社や投資会社を設立して利用する場合もかなりの割合になっている。そして登記上の本拠地は、ケイマン諸島やバミューダ等のオフショア市場に「タックス・ヘイブン（Tax Haven、租税回避地）」目的で置かれる場合が多いが、活動の本拠地は米国が圧倒的である。ただ米国内のヘッジファンドとオフショア市場のヘッジファンドでは法律的な位置づけが異なることになる。

## 2 ヘッジファンドの組織

ヘッジファンドは、公開企業の形態ではなく、無限責任を負う「ゼネラル・パートナー」1人と、出資金額に応じた有限責任の「リミテッド・パートナー」で構成される私的リミテッド・パートナーシップとして設立される。リミテッド・パートナーは、従来99人までとなっており、そのうち65人は年収20万ドル以上で100万ドル以上の純資産を保有する投資家である

---

6) IMF〔4〕原文 p. 2、邦訳 pp. 16-17。

必要があった。しかし1997年の法律改正により、500万ドル以上の純資産を保有する投資家を対象とするヘッジファンドならば、リミテッド・パートナーの数を499人まで拡大することが可能となった。また最低投資単位はファンドにより異なるが、25万ドル以下はほとんど無いようである<sup>7)</sup>。さらに投資資金は資産運用全体の10%~25%以下であることが求められる。

オフショア市場に設立されたヘッジファンドには、上記の米国規制は及ばないが、ゼネラル・パートナー（ファンド・マネージャー）が米国籍なら、米国規制と同じ条件で投資家を募るのが普通である。そして運用資産の大小に拘わらず、米国証券法の規制により公募ではなく私募で投資家を集めることになる<sup>8)</sup>。

なおヘッジファンドへの投資家としては、裕福な個人投資家のみならず、大銀行、保険会社、財団、年金基金、一般の投資信託等の機関投資家、私的な投資プールその他も含まれており、金融システムの中に組み込まれているヘッジファンドの実態が推し図られる。

### 3 ヘッジファンドの投資哲学

ヘッジファンドの特徴として、運用実績を比較する目標が、ニューヨーク・ダウ式平均株価やS & P 500、MSCI 指数といった「ベンチマーク」ではなく、絶対的なリターンを追求することにある。したがって相場が下がった場合でも、運用実績の上昇を期待される厳しいものである。成功報酬は0.5~1.5%の固定料と運用実績に応じて15~25%の「パフォーマンス・フィー」を得るが、前述のように運用実績がマイナスならば成功報酬は受け取れない。運用者はファンドのスタート時に自己資金も投入し、ま

---

7) IMF〔4〕、松村〔45〕、神谷〔46〕。

8) R. ホロディック・上中淳行〔57〕p. 200。

さに運命共同体である。<sup>9)</sup>

ヘッジファンドの起源は、1949年、社会学博士のアルフレッド・W・ジョーンズ (A. W. Jones) 氏が米国で開始したファンドに遡るといわれている。彼は株式投資に伴うリスクを「マーケット・リスク (株式市場全体の価格変動リスク)」と「銘柄選択のリスク」に分け、次式のようなマーケット・エクスポージャー (マーケット・リスクに晒されている量) 算式を使用すれば、市場全体の相場動向に左右されることなく、銘柄選択によるリターンを最大限に得られると考<sup>10)</sup>えた。

マーケット・エクスポージャー＝

$$\frac{\text{ロングポジション (買い持ち)} - \text{ショートポジション (売り持ち)}}{\text{投下資金量}}$$

たとえば投下資金が1000ドルの場合、レバレッジ (借り入れ) を1.5倍にすると総投資額は1500ドルとなる。そこで1100ドル相当の株式を購入し、同時に400ドル相当の株式を空売りすると、マーケット・エクスポージャーは700ドル (1100ドル－400ドル) で、ポートフォリオは「ネットで70%のロングポジション (買い持ち)」となる。この場合700ドルがヘッジされておらず、800ドル (400ドルのロングポジションと400ドルのショートポジション) がヘッジされた状態となる。そこで800ドルはマーケット・リスクに中立 (Market Neutral) で銘柄選択によるリスクのみに晒されている。ヘッジされていない700ドルは銘柄選択のリスクとマーケット・リスクの両方に晒されている。

したがってマーケットが上昇相場の場合、ロングポジション (買い持ち)

9) 足立〔9〕pp. 57-59。

10) J. Lederman & R. Klein〔5〕邦訳 pp. 7-11。

の優良銘柄群はマーケットより大きく値上がりし、ショートポジション(売り持ち)の銘柄群はマーケットより価格が上昇せず、ヘッジすることにより純利益が生ずることとなる。逆に下げ相場の場合、ロングポジションの優良銘柄群はマーケットより価格が下落せず、ショートポジションの銘柄群はマーケットより価格下落し、ヘッジにより純利益を生み出すことができる。すなわち、割安株のロングポジションと割高株のショートポジションを組み合わせた投資戦略を使って、ヘッジファンドはリターンを追求するのである。したがって、全体的には割安株と割高株の判断間違いをしななければ、市場全体の株価動向に左右されず、常にプラスの利益を生み出す「絶対リターン」の追求を可能としたのである。

ただ1950年以降、多くのヘッジファンドは、ロングポジションとショートポジションの組み合わせで、マーケット・リスクをヘッジする投資哲学から離れていったが、レバレッジを活用する、リミテッド・パートナーシップを採用する、ファンド・マネジャーに成功報酬制を導入するという点では共通点があったといえるだろう。

#### 4 ヘッジファンドの本数と運用規模

「ヘッジファンド」は、1950年代にそう呼ばれるようになったが、その<sup>11)</sup>起源ともいわれるジョーンズ氏のファンドは、1952年に限定パートナーシップとして正式に組織された。その後、この「ジョーンズ・ファンド」が、株式市場の高騰により好意的な評価を得た1966～68年に、ヘッジファンド数は急増した。1968年のSEC(証券取引委員会)調査では、パートナーシップによる投資は215本で、そのうち140本がヘッジファンドと分類され、<sup>12)</sup>大部分が68年に組織された。

11) IMF〔4〕原文 p. 5、邦訳 p. 25。

12) IMF〔4〕原文 p. 5、邦訳 pp. 26-27。

その後、1968年末から70年にかけての株式市場下落時には、28本の大手ファンドの運用資産は、70年末には70%も減少し、28本のうち5本は閉鎖され、規模の小さなファンドは、さらに早いペースで撤退し、冬の時代を迎えた。

1980年代にはいと、国際的な金融自由化・資本自由化により、国債や通貨、その他の資産で構成されるポートフォリオを、グローバルな分散投資へと向かわせるとともに、デリバティブ市場の活発化や情報通信技術の発展、相場の活況、大手のヘッジファンドのいくつかが、目覚ましい高収益を上げたこと等により、再びヘッジファンドが注目され、新たな発展期が形成された。

ところで、ヘッジファンドについての明確な定義が合意されていない現在、ヘッジファンド数、運用資金量<sup>13)</sup>についての確定した推定値はなく、非常にばらつきがある。IMFの報告書では、ヘッジファンドを厳密にとらえ、実態より小さい数字を公表する Managed Account Reports 社の推計を引用しているが、それによると、1990年から97年までにヘッジファンドの数は127本（ヘッジファンドから資金運用を任されたファンド・オブ・ファンズを除外すると95本）から1,115本（853本）に急増し、運用資産合計は85億ドル（72億ドル）から1,096億ドル（899億ドル）に拡大しているとしている（後述のヘッジファンドの投資スタイル別の第2表、第3表を参照されたい）。

これに対し、インターネットで情報開示がされている Van Hedge Advisors 社によると第1表のように、1991年から99年第1四半期までで、ファンド数は2,373本から5,700本、運用資産額は940億ドルから2,557億ドルに急増したと推定している。この資料はドイツ連銀の『Monthly Report』

---

13) IMF〔4〕原文 p. 6、邦訳 pp. 29-31。

第1表 世界のヘッジファンド運用規模とパフォーマンスの推移

年度	ファンド数	運用資産	パフォーマンス	MSCI 騰落率
1991	2,373	940 1,000	19.3	15.9
1992	2,848	1,200 1,360	8.9	-7.1
1993	3,417	1,720 1,960	47.8	20.4
1994	4,100	1,890 2,100	-8.1	3.3
1995	4,700	2,170 2,700	16.7	-10.5
1996	5,100	2,610 3,300	18.9	11.7
1997	5,500	2,950 3,700	21.6	14.2
1998	5,800	2,540 3,400	-14.1	19.9
1999	5,700	2,557 3,424	*-2.4	*12.7

(単位：本、億ドル、%)

(注1) ファンド本数及び資産額左側は VAN ヘッジファンド・アドバイザー社、右側は TASS マネジメント社調べ。

(注2) 運用パフォーマンスは全種類のファンドの騰落率 (VAN ヘッジファンド・アドバイザー社調べ) をそれぞれの預かり資産額で加重平均して算出。

(注3) MSCI=モルガン・スタンレーキャピタル・インターナショナル世界株価指数。

(注4) 1999年値は第1四半期実績値。

(注5) \*印は第1四半期実績を年間値に換算。

(出所) 『WEDGE』1999年8月、p. 9。

(March 1999)にも引用されている。さらに第1表の運用資産額の右側は、TASS マネジメント社の推計であるが、これによれば、1991年に1000億ドルであったものが1999年第1四半期には3424億ドルに増大したとしている。

このように、本数や資金量に大きなばらつきがあるものの、拡大の傾向は一致している。この背景には個人投資家に加えて大銀行や財団、年金基金といった従来保守的といわれていた機関投資家が、ヘッジファンドの投

資を増加させてきた事実も見逃せない。

### III ヘッジファンドの投資戦略とその実態

#### 1 ヘッジファンドの投資スタイル

ヘッジファンドは、投資運用者の投資戦略、出資者のリスク選好度、主たる保有資産の相違により、種々のタイプに分類される。分類方法によっては30種類以上になるといわれているが、Managed Account Reports 社 (Mar/Hedge) の分類に従って内容を検討してみよう。<sup>14)</sup>

##### ①Global Fund (グローバル・ファンド)

ヘッジファンドの代表的タイプで、集めた資金を世界中の株式市場に投資する。先進国のみならず、ロシア、東欧、アジアなどのエマージング市場にも注意を払う。投資した株式を担保に、株価先物、為替、金利といったデリバティブも駆使するが、次のマクロ・ファンドに比べるとレバレッジは小さい。個別の市場で有利な株式を選別するのに、徹底したボトムアップ方式で（個別企業銘柄に対するマイクロ調査を基盤とする）に、より傾斜している。世界中からベストの株とワーストの株を選別し、ロングポジションとショートポジションを組み合わせる。また空売りはせず、長期投資するファンドもある。

##### ②Macro Fund (マクロ・ファンド)

このファンドは株価、債券、通貨、金利、石油や貴金属といった商品等の価格変化が、当該国のファンダメンタルズとギャップを発生させ、しかも当該国が、国際収支、為替相場、外貨準備等のマクロ的ないくつかの指標に照らし、投機に対し脆弱と判断すると、そのギャップ修正を先取りする形で、大規模な投機を仕掛けて高収益を上げるタイプである。

---

14) IMF〔4〕原文 p. 29、邦訳 pp. 105-107。足立〔9〕pp. 59-63。

このタイプは、投機に勝算があると判断すると、対象国の経済や市場に及ぼす影響を考慮することなく、襲いかかってくるので、最も恐れられている。世界の市場を対象にしているが、いわれるほど多地域を対象としているのではなく、的を絞って投資するケースが多い。1990年代に入り拡大しているタイプで、日本の株価指数、為替、金利のウェイトが高まっている。変動率や市場性に注目しているからであろう。また純資産に対するレバレッジは極めて高い。

### ③Market-neutral Fund (マーケット・ニュートラル・ファンド)

このタイプは既述のジョーンズ・ファンズに近い投資哲学を持ち、ショート・ポジションとロング・ポジションを相殺することで、市場リスクの減少を目指している。現在では原株式と転換証券のポジションを相殺する Convertible Arbitrage Fund、株式と株式指数の Arbitrage (裁定) をするファンド、債券市場で Yield Curve (金利水準と期間との関係を示す利回り曲線) に対しポジションをとるファンド等幅広い金融商品に投資するファンドも含まれている。

しかし、Arbitrage 取引は常に利益が得られるわけではない。割安証券と考えていたものがさらに値下がりしたり、割高証券と思っていたものが一層値上がりする場合もある。そして世界的に活動しているために、為替リスクも関係してくる。そこでこのタイプの運用者は、コンピューターを使用して高度の統計的予測をし、最新の資産価値評価モデルを採用して投資資産を選考している。さらにスワップ取引やオプション取引等のデリバティブ取引を組み合わせ、最善と思うリスクと期待利回り関係を作り出そうとする。

### ④Event-driven Fund (イベント・ドリブン・ファンド)

買収やリストラ等の特別な事態が進行している銘柄に、集中的に仕掛けて短期的に高い利益を上げようとするタイプ<sup>15)</sup>。買収が発表されると買い手

の株式を空売りし、買収される側の株式に投資する（逆もある）。また M & A（企業の吸収・合併）発表前に、どの企業が対象となるかを調査して、その可能性に賭ける Risk Arbitrage Fund や、再建中の会社もしくは倒産会社の株式に的を絞る Distressed Fund もこのタイプに含まれる。

#### ⑤Sector Fund（セクター・ファンド）

このタイプは業種に焦点を絞り、ヘルス・ケア、金融サービス、食物、飲料、メディア、通信、資源、石油、ガス、不動産、テクノロジー、運輸、公益等に特化して、資金の50%以上を集中して運用する。ヘッジをしたり、レバレッジを利用したりする。また今後の予想収益に対し、現行の株価が過小評価されていると思われる株式や債券を、ボトムアップ方式で選考し、少なくとも半年から1年間は保有する Value も、これに含まれる。

#### ⑥Short sales Fund（ショート・セールス・ファンド）

このタイプはショート売り専門ファンドで、今後の収益予測から見て、すでに過大評価（割高）されている株式、今後の金利動向からみて金利上昇（価格は下落）が必至な債券等を空売りし、株価下落、債券価格下落後に買い戻して差益をあげるものである。このようなファンドは、伝統的ロング・ポジション一辺倒のポートフォリオをヘッジしたい投資家や、マーケットが下落予想のとき、ポジションを取りたい投資家を引きつける。

#### ⑦Long only Fund（ロング・オンリー・ファンド）

このタイプは株式投資だけで、すぐ売却はしないファンドである。運用者のインセンティブ・フィーとレバレッジを利用する伝統的様式ファンドである。

#### ⑧Fund of funds（ファンド・オブ・ファンズ）

このタイプは顧客から集めた資金を、上述のような種々の投資戦略に

よって運用される複数のヘッジファンドに、投資比率を変えて分散投資し、投資収益の分配を受けるものである。したがって、自らがショート・ポジションや先物、オプション等への投資は行わないが、どのファンドに投資するかスクリーニングをかけて運用する。またパフォーマンス・フィーを取り、投資収益拡大のためにレバレッジをかける場合もある。

以上のように Managed Account Reports 社の分類のうち主要な8種類を概観したが、Van Hedge Fund Advisors 社のヘッジファンドの分類には、Macro, Emerging market, Event-driven, Short-selling, Opportunistic (特定の戦略に固執しないで、運用者の判断により複数の戦略を利用するもので、その時点で上昇モメンタムのある資産に投資し、日和見型と呼ばれる)、Several strategies (予め決めた複数の戦略を組み合わせる)、Value (割安株に投資)、Income (収益に焦点を当てて投資する)、Aggressive growth (高度成長株に投資するもので、積極成長投資型と呼ばれる)、Market timing (相場見通しに基づき、タイミングを見て、株式や債券など1~2種類程度の資産に、大きく投資するもので市場タイミング型と呼ばれる)、Fund of funds、Sectoral 等が含まれている。<sup>16)</sup>

## 2 ヘッジファンドの投資スタイル別本数と運用資産

Managed Account Reports 社によると、上述の8種類の投資スタイルのヘッジファンドの1980~97年までの推移は第2表のように示される。これによると Global、Market-neutral、Fund of funds の躍進が著しい。第2表では Fund of Funds を含んだ数字と、Fund of funds を7種類のファンドと明示的に分けて扱うことにより、二重の勘定が明らかとなる。全体としては1997年にファンド数は1100本を超えているが、その約4分の

16) Deutsche Bundesbank〔2〕p. 33.

第2表 投資スタイル別ヘッジファンド数 (単位、本、%)

	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
	(In numbers) <sup>1</sup>									
Global	1	9	40	61	90	127	191	248	334	404
Macro	0	2	13	14	19	28	34	40	50	61
Market-neutral	0	5	18	22	40	64	93	123	159	201
Event-driven	0	2	17	21	22	39	48	73	95	120
Sector	0	0	1	1	2	6	10	16	23	40
Short sales	0	0	6	6	7	8	10	10	11	12
Long only	0	0	0	0	2	5	6	7	11	15
Fund of funds	0	4	32	45	63	84	134	181	221	262
Total (including fund of funds)	1	22	127	170	245	361	526	698	904	1,115
Total (excluding fund of funds)	1	18	95	125	182	277	392	517	683	853
	(In percent of total) <sup>2</sup>									
Global	100	50	42	49	49	46	49	48	49	47
Macro	0	11	14	11	10	10	9	8	7	7
Market-neutral	0	28	19	18	22	23	24	24	23	24
Event-driven	0	11	18	17	12	14	12	14	14	14
Sector	0	0	1	1	1	2	3	3	3	5
Short sales	0	0	6	5	4	3	3	2	2	1
Long only	0	0	0	0	1	2	2	1	2	2
Total (excluding fund of funds)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

(出所) Managed Account Reports, 'Mar/Hedge'.

(注1) 期末時点。

(注2) Fund of funds を除いたパーセント。

1がFund of fundsである。またGlobalが36%、Market-neutralが18%となっている。Fund of fundsを除いた7種類の比率ではGlobalが47%、Market-neutralが24%、Event-drivenが14%となっている。

第3表は投資スタイル別運用資産の1980~97年までの推移であるが、第2表同様Fund of fundsを含んだものと、除外した数字が示されている。全体として1997年には約1,100億ドル、Fund of fundsを除くと約900億ドルの運用資産がヘッジファンドに保有されている。1,100億ドルの運用資金のうち309億ドルがGlobal、298億ドルがMacro、Market-neutralが180億ドル、Fund of fundsが198億ドルとなっている。Fund of fundsを除くするとGlobalが306億ドルで34%、Macroが297億ドル、33%、Market-neutralは180億ドル、20%、Event-driven 90億ドル、10%の比率となる。

第2表、第3表のヘッジファンド本数や運用資産数は、ヘッジファンド

第3表 投資スタイル別ヘッジファンド運用資産 (単位100万ドル、%)

	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
	(In millions of U. S. dollars) <sup>1</sup>									
Global	193	517	1,288	2,238	3,945	6,573	12,249	14,931	20,401	30,862
Macro	0	0	4,700	6,827	9,396	18,930	20,165	18,807	25,510	29,759
Market-neutral	0	78	638	925	1,671	3,375	4,720	5,707	10,317	17,970
Event-driven	0	29	379	550	784	1,750	2,886	3,827	5,574	8,602
Sector	0	0	2	3	8	48	107	187	691	1,752
Short sales	0	0	187	239	226	244	403	432	488	538
Long only	0	0	0	0	14	30	44	85	180	376
Fund of funds	0	190	1,339	1,941	3,075	6,468	8,167	9,416	13,163	19,717
Total (including fund of funds)	193	514	8,532	12,722	19,122	37,418	48,741	53,392	76,325	109,576
Total (excluding fund of funds)	193	624	7,193	10,782	16,046	30,950	40,574	43,976	63,162	89,859
	(In percent of total) <sup>2</sup>									
Global	100	83	18	21	25	21	30	34	32	34
Macro	0	0	65	63	59	61	50	43	40	33
Market-neutral	0	12	9	9	10	11	12	13	16	20
Event-driven	0	5	5	5	5	6	7	9	9	10
Sector	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2
Short sales	0	0	3	2	1	1	1	1	1	1
Long only	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total (including fund of funds)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Fund of funds <sup>3</sup>	0	30	19	18	19	21	20	21	21	22

(出所) Managed Account Reports, 'Mar/Hedge'.

(注1) 期末時点。

(注2) Fund of funds を除いたパーセント。

(注3) Fund of funds のチャンネルを通じた資産の比率。

を比較的狭く定義しているため規模は、第1表の Van Hedge Fund Advisors 社の1997年時点でのファンド数5,500本、運用資産2950億ドルより遙かに小さい。これはヘッジファンドの実情をレポートする商用サービス業者が、その情報をファンドマネージャーに依存していることから発生すると考えられる。すなわち、パフォーマンスの悪いファンドマネージャーは、情報をほとんど提供しないという傾向があり、ヘッジファンドの運用資産については二重に勘定されている可能性もある。なぜならば、商用サービス業者は他のヘッジファンドに投資するヘッジファンドである Fund of funds のデータを、他の複数のヘッジファンドと組み合わせているからである。また定義が異なっていたり、分類するのが困難であったり、その処理方法もまちまちであったり、推測値も大きなばらつきがあるといえる。

以上のような限界を承知しながら、IMF 報告書は、<sup>17)</sup>「ヘッジファンドの資金は他の機関投資家の資金との比較では、やはりそう大きなものではないだろう。成熟市場において、機関投資家の資金は20兆ドルを超えている。さらに機関投資家も、ヘッジファンドと同じような活動に従事している。従って、ヘッジファンドはほとんどの環境下で、特定のマーケットを支配したり買い占めを行うことが出来るという説には、疑問の余地がある」と結論づけて、ヘッジファンドの国際金融市場に与える影響を控えめに評価している。

しかし IMF 報告書の推測値はかなり過小なものであり、米大統領作業部会報告<sup>18)</sup>（1999年4月）での、LTCM の1997年末運用資産が1,290億ドルとも整合的ではない。また種々の推測値を勘案すると、2,500億ドルから4000億ドルと考えるのが妥当であり、これらが、デリバティブ取引でレバレッジを効かせることを考慮すれば、ヘッジファンドの行動に追随する投資家や金融機関の資金もあり、この群集行動 (herd behavior) を併せて考えると、ヘッジファンドが国際金融市場に与える影響力は、かなり大きいと考えられるだろう。

### 3 ヘッジファンドの投資主体

ヘッジファンドの投資主体の変化は、第4表に示されている。これは「Evaluation Capital Markets」によるヘッジファンド50社からのアンケート調査に基づくもので、第5表は1996年6月時点のヘッジファンドの投資タイプ別投資主体を示したものである。<sup>19)</sup>1998年6月のヒアリング調査

17) IMF〔4〕原文 p. 6、邦訳 pp. 29-31。

18) The President's Working Group〔6〕。

19) 宮島〔48〕pp. 28-29。

第4表 ヘッジファンドの投資主体の変遷  
(単位%)

	1991年	1996年	1998年
個人富裕層	80	53	41
Fund of funds・証券・保険	0	20	27
大学基金・財団	7	6	3
年金基金	9	14	20
その他(企業を含む)	4	7	9
全体	100	100	100

(出所) Van Hedge Fund Advisors, TASS Management. 野村総合研究所。

(注) 98年調査は6月時点。当時の運用資産は4500億ドルを超えていたとされる。

でも企業家、芸能人等の米国を代表する個人富裕層、私的年金、企業財団に加え、英国、ベルギー、オランダ、スウェーデン、スペイン等欧州のほとんどの皇族や王室、大手銀行、さらにイタリア、ベルギー、スペイン等多数の中央銀行までが、過去10年間の大口ヘッジファンドの大口顧客であることが確認されている。とくに従来保守的とみられていた財団や年金基金といった機関投資家がヘッジファンドへの投資を増加させていることが注目される。

第4表によれば、金額ベースで個人富裕層は比率が低下しているものの、1998年時点で依然として最大の投資主体である。また Fund of funds・証券・保険の比率は、傾向的に増大している。さらに大学基金、財団の比率は一定している。そして年金基金も増加傾向にある。

第5表は1996年6月時点のヘッジファンドの投資タイプ別投資主体を示している。全体では投資金額ベースで個人富裕層、Fund of funds・証券・保険、その他(企業を含む)、大学基金、財団の順となっている。Relative

第5表 ヘッジファンドの投資タイプ別投資主体

(1996年時点、金額ベース %)

	全 体	Relative Value	Event-driven	Equity Hedge	Global AA	Short selling
個人富裕層	53	49	52	70	32	51
Fund of funds・証券・保険	20	18	9	19	39	36
大学基金・財団	6	2	14	7	1	6
年金基金	14	18	21	3	19	4
その他（企業を含む）	7	12	3	2	9	3
全体	100	100	100	100	100	100

(出所) William J. Crerend, "Fundamentals of Hedge Fund Investing," McGraw-Hill Co. 1997.

Value（割安株に投資する）は個人富裕層が圧倒的である。また Event-driven でも個人富裕層がトップで、Equity Hedge, Short selling も個人富裕層がトップとなっている。

#### 4 ヘッジファンドの所在地別本数と運用資産

第6表は Van Hedge Fund Advisors 社の推測による、1988年から1997年にかけてのヘッジファンドの所在地別数と運用資産の推移である。1988年は米国所在のヘッジファンドがオフショア所在のヘッジファンドに対し2.7倍となっていたが、1997年には2.2倍とその差が多少縮小している。運用資産では1988年、米国所在ヘッジファンドが250億ドルに対し、オフショア所在のヘッジファンドは170億ドルとなっていたが、1997年には米国所在ヘッジファンド1590億ドル、オフショア所在のヘッジファンドは1360億ドルと遜色のない規模まで拡大してきている。

#### 5 ヘッジファンドの規模別構成

第7表は1997年時点での Managed Account Reports 社の規模別構成で

第6表 ヘッジファンドの所在地別本数と運用資産

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
全体										
ファンド数 (本)	1,373	1,648	1,977	2,373	2,848	3,417	4,100	4,700	5,100	5,500
運用資産 (10億ドル)	42	58	67	94	120	172	189	217	261	295
米国										
ファンド数 (本)	1,005	1,206	1,447	1,736	2,083	2,500	3,000	3,370	3,590	3,790
運用資産 (10億ドル)	25	34	41	58	74	101	112	125	146	159
オフショア										
ファンド数 (本)	368	442	530	637	765	917	1,100	1,330	1,510	1,710
運用資産 (10億ドル)	17	24	26	36	46	71	77	92	115	136

(出所) Van Hedge Fund Advisors.

第7表 ヘッジファンドの規模別構成比

(単位%)

	ファンド数	運用資産
5億ドル以上	4	57
1億ドル～5億ドル未満	12	25
5000万ドル～1億ドル未満	11	8
1000万ドル～5000万ドル未満	37	8
1000万ドル未満	36	2
全 体	100	100

(出所) Managed Account Reports 社。

ある。1000万ドル未満のヘッジファンド本数が全体の36%、1000万ドル～5000万ドル未満が37%、5000万ドル～1億ドル未満11%となっており、1億ドル未満のヘッジファンド本数は全体の84%に達している。また1億ドル～5億ドル未満が25%、5億ドル以上のファンドは4%に過ぎない。

これに対し資産運用規模では、1000万ドル未満が全体の2%、1000万ド

ル～5000万ドル未満が8%、5000万ドル～1億ドル未満も8%、1億ドル～5億ドル未満が25%、5億ドル以上が57%となっており、1億ドル以上のファンドが運用資産全体の82%を占めている。

すなわち、ファンド本数が4%の5億ドル以上のヘッジファンドが、全運用資産の57%を占めており、ファンド本数16%の1億ドル以上のヘッジファンドが、全運用資産の82%を占めているのである。

## 6 ヘッジファンドの投資スタイル別レバレッジ度

第8表は Van Hedge Fund Advisors 社によるヘッジファンドの投資スタイル別レバレッジ度を示し、第9表は Managed Account Reports 社による1997年12月時点でのヘッジファンドの投資スタイル別レバレッジ度を

第8表 ヘッジファンドの投資スタイル別レバレッジ度

Type of fund	No leverage	Smaller than 2:1	Greater than 2:1	全体
Macro	16.9	52.3	30.8	100.0
Emerging markets	36.1	56.6	7.3	100.0
Market-neutral (arbitrage)	18.2	22.7	59.1	100.0
Market-neutral (securities hedging)	31.5	42.5	26.0	100.0
Distressed securities	61.0	35.6	3.4	100.0
Special situations	19.9	73.0	7.1	100.0
Short-selling	22.2	75.0	2.8	100.0
Opportunistic	24.4	56.0	19.7	100.0
Value	35.7	61.0	3.3	100.0
Aggressive growth	35.0	58.4	6.6	100.0
Fund of funds	21.6	58.4	20.0	100.0
All funds	30.1	54.3	15.6	100.0

(出所) Van Hedge Fund Advisors, 1997. Deutsche Bundesbank, Monthly Report, March 1999, p. 38.

第9表 資産ベースの投資スタイル別レバレッジ度 (1997年12月)

タイプ レバレッジ	Global	Macro	Market- Neutral	Event- Driven	Sector	Short Sales	Long Only	Fund of Funds	合 計	%
未報告	13,912	23,742	5,165	3,275	156	107	0	8,917	55,274	50
最小限度	1048	1572	922	577	191	216	0	1447	5,973	5
1~100%	6,160	800	1,444	1,859	421	49	185	4,237	15,155	14
101~200%	4,567	214	1,972	2,149	956	51	14	34	9,954	9
201~300%	190	73	711	516	0	0	0	37	1,527	1
300%超	66	1,845	4,113	5	0	0	0	72	6,101	6
中程度	2,874	0	0	60	4	2	0	0	2,940	3
最大限度	0	0	2	4	0	0	0	0	6	0
率が確定不可	2,045	1,513	3,641	157	24	113	177	4,973	12,643	12
合 計	30,862	29,759	17,970	8,602	1,752	538	376	19,717	109,576	100

(出所) Managed Account Reports.

示している。

第8表によれば、全ヘッジファンドの30.1%がレバレッジをまったく使用しておらず、2倍以下が54.3%、2倍以上が15.6%となっている。したがって約70%がレバレッジを使用していることになる。投資スタイル別では2倍以上のレバレッジを効かせる比率が高いのは、Macro の30.8%、Market-neutral (arbitrage) の59.1%、Market-neutral (securities hedging) の26.0%、Opportunistic の19.7%、Fund of funds の20%である。

第9表によれば、ヘッジファンドの50% (資産ベース) がレバレッジを使用していないと報告したか、レバレッジの使用についてまったく報告していないかのいずれとなっている。投資スタイル別では Macro の80%、Global の45%がこのカテゴリーに入っており、情報が網羅されていないので、投資スタイル別のレバレッジ使用が有効に確定できない。しかし逆に少なくとも50%のヘッジファンドは、レバレッジを使用していることを意味しているといえるだろう。

レバレッジを使用することにより、ヘッジファンドの経済力を強めることになるが、同時にその収益や損失リスクを拡大することになる。ただレ

バレレッジは、ヘッジファンドに固有のものと思われがちであるが、銀行も相当高いレバレッジを使っている。例えば、自己資本比率8%の場合、総資産に対し12.5倍となる。同程度のレバレッジを使っているヘッジファンドに比べ、銀行の方が明らかにリスクが小さいと看做されがちである。したがって、レバレッジ手法や投資スタイルが異なる種々の機関を比較するとき、レバレッジの大きさとリスクの大きさを、単純に結びつけるべきではないといえるだろう。

## 7 ヘッジファンドの収益、変動性

第10表は Van Money Management Research による1988年から1998年までのヘッジファンドの投資スタイル別パフォーマンス推定を示している。

そして第11表は、ヘッジファンドの投資スタイル別収益、リスク調整済収益についての Managed Account Reports 社の推定である。

第10表によれば、1996年で年収益率がマイナスだったのは Short-selling のみで、概ね MSCI 世界株価指数を上回っている。1997年では、東南アジア通貨危機の影響を受けて、Emerging markets はマイナスになったものの、Opportunistic, Macro, Market-neutral securities hedging の3投資スタイルのパフォーマンスは MSCI を上回っている。1998年ではロシアの経済・通貨危機により、Emerging markets, Distressed securities, Short-selling がマイナスになり、全投資スタイルのヘッジファンドのパフォーマンスが MSCI を下回っている。

既述の第1表は、1991年から1999年までの全ヘッジファンドのパフォーマンスと MSCI を比較しているが、1994年、1998年、1999年はヘッジファンドのパフォーマンスが MSCI を下回っている。

そして第10表の1988年から1998年までの平均で収益率は、Short-selling

第10表 1988年から1998年までのヘッジファンドのパフォーマンス推定

Type of fund	Annual rate of return <sup>1</sup>			Average 1988-1998			Correlation <sup>4</sup> with	
	1996	1997	1998	Rate of return <sup>1</sup>	Volatility <sup>2</sup>	Sharpe ratio <sup>3</sup>	MSCI <sup>5</sup>	LBABI <sup>6</sup>
Macro	14.6	19.9	5.8	18.7	11.3	1.2	0.30	0.28
Emerging market	25.4	-5.9	-28.4	15.8	23.1	0.5	0.44	-0.14
Market-neutral securities hedging	24.1	18.3	8.3	16.9	4.5	2.7	0.28	-0.05
Distressed securities	18.8	13.0	-0.2	22.1	13.3	1.3	0.24	-0.01
Short-selling	-9.0	7.7	-14.8	2.4	30.3	-0.1	-0.65	0.00
Opportunistic	21.6	22.4	10.3	21.8	9.0	1.9	0.49	0.20
Income	7.8	7.4	0.3	10.6	5.2	1.1	0.42	0.41
Fund of funds	15.8	4.9	3.0	12.9	5.8	1.4	0.37	0.15
Compare:								
MSCI World Equity?	11.8	14.1	22.8	10.2	14.6	0.4	1.00	0.19
LBA Bond Index?	3.6	9.7	8.7	9.1	4.7	0.9	0.19	1.00

(出所) Van Money Management Research.

(注1) 運用者報酬を除いた四半期別純収益率 (%)。

(注2) 四半期別純収益率の標準偏差 (%)。

(注3) 標準偏差から導き出された純収益平均 (純収益-金融市場金利)。

(注4) 1988年から1998年までの四半期別収益率の相関係数。

(注5) モルガン・スタンレーキャピタル・インターナショナル世界株価指数-グローバル株式ポートフォリオのパフォーマンス量。

(注6) リーマンブラザーズ総債券指数-グローバル債券ポートフォリオのパフォーマンス量。

を除いた全投資スタイルで2桁を記録している。さらに Sharpe ratio (全収益率-金融市場金利) は、Short-selling を除いて、金融市場金利より高い収益をあげている。

第11表では、1990年から1997年までの、ヘッジファンドの運用資金に対する収益を示しているが、Macro の収益は傑出している。1990年以降の平均では Macro の収益は、S & P 500 (スタンダード・アンド・プアーズ社500指数) や J. P. Morgan GBI (国債指数) のそれを上回っている。Sector, Event-driven, Global も1990年以降、S & P 500を上回る成果を上げている。また Sector, Macro, Market-neutral, Event-driven, Fund of funds 等はリスク調整済みの S & P 500を上回っている。Short sales

第11表 投資スタイル別収益、リスク調整済収益 (単位%)

	1990-91	1992-93	1994-95	1996-97	1990-97
年率複利収益					
Global	13.2	27.7	9.1	21.7	17.7
Macro	45.5	31.7	11.1	26.5	28.1
Market-neutral	5.1	8.7	7.3	13.6	8.6
Event-driven	17.3	28.5	10.1	20.5	18.9
Sector	30.2	27.6	18.0	43.9	29.6
Short sales	3.2	8.1	8.9	7.8	7.0
Long only			24.6	30.0	
Fund of funds	13.8	21.8	3.5	18.7	14.2
J.P.Morgan GBI	11.5	8.5	6.6	6.3	8.2
S&P 500	10.8	8.6	17.4	26.7	15.7
リスク調整済年率収益					
Global	1.1	4.5	1.1	2.3	1.9
Macro	2.4	1.6	1.0	1.9	1.7
Market-neutral	2.3	6.0	3.1	12.3	4.3
Event-driven	2.3	5.3	2.1	4.0	3.2
Sector	1.7	2.4	1.9	2.0	1.9
Short sales	0.2	0.8	0.6	0.4	0.5
Long only			1.6	1.9	
Fund of funds	3.0	4.3	0.6	2.7	2.4
J.P.Morgan GBI	3.0	2.2	1.5	1.6	2.0
S&P 500	0.6	1.3	1.9	2.0	1.3

(出所) Bloom bergand and Mar/Hedge.

(注) リスク調整済収益率は平均年率複利収益を年率計算した変動性(標準偏差)で割って計算。

は1993年以降の米国株価下落で不振となり、Macroは1994年を通じた債券市場の混乱で、1994年は業績が低迷した。しかし一般的にヘッジファンドは、他の投資手段に比べ高い収益を生み出すと考えられている。

## 8 投資スタイル別破綻比率

第1図は投資スタイル別破綻比率を示したもので、破綻総数のうち比率が高い順に並べると Value, Fund of funds, Market-neutral, Opportunistic と Aggressive growth, Emerging markets と Event-driven とその他、Macro, short-selling となっている。

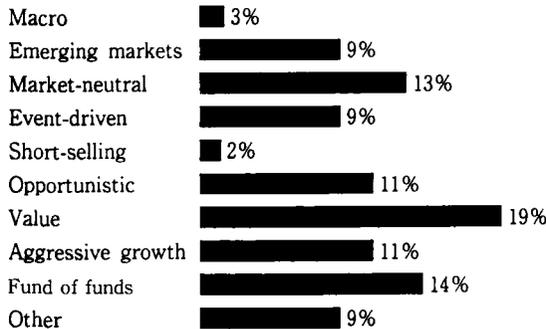
### IV 国際資本移動規制とヘッジファンド

#### 1 国際資本移動規制論の高まりの背景

既述したように1992年のポンド危機、1997年のアジア通貨危機、1998年のロシアの通貨危機に伴う LTCM の破綻に際し、ヘッジファンドが注目されてきた。

とくに1997年のアジア通貨危機の影響が全世界に伝播する過程で、当初は資金の受け手であるアジアに危機の原因がある、投機が危機を引き起こしたのは誤りで、短期的な資本移動は市場を安定化させる働きがあり規制すべきではないという主張が多かったものの、最近では国際資本移動を巡

第1図 投資スタイル別ヘッジファンド破綻比率



(出所) Van Hedge Fund Advisors Deutsche Bundesbank.

る議論の流れに変化がみられるようになった。

すなわち、資金の出し手側にも問題があった、ヘッジファンド等の短期的な資本移動には、ある程度の規制が必要だという主張が目立ち始めていることである。

このような主張の変化に対しては、次のような背景が考えられる<sup>20)</sup>。第1に金融危機の影響が全世界に広がり、アジア地域以外でも金融危機が発生するようになったからである。具体的には97年以降ロシアで株価急落、金利上昇、外国資本の国外流出が相次ぎ、98年8月に大幅なルーブルの切下げ、国債等多額の債務返済繰延べに追い込まれてしまった。また、中南米でも97年10月、ブラジルの通貨レアルに売り圧力が強まり、大幅な金融引締めを余儀なくされたり、97年11月以降、アルゼンチン、メキシコ、チリにも各国通貨の売り圧力が高まった。これらは、アジア危機の場合と同様に、投資家の将来への不安が高まり、これら諸国に流入していた資本が、相次いで国外に流出したためである。このようにアジアだけが通貨危機に陥るのではなく、ロシアや中南米も同様の危機に陥ることにより、アジア側の問題というよりも、むしろ短期資本の流出入が問題という主張が説得力を持つてくるようになったといえる。

第2に LTCM 等の巨大ヘッジファンドが破綻し、全世界の金融システムへの波及を防ぐため、米国のニューヨーク連銀がその救済に当たるという異例の行動に出なければならなくなったことである。これはヘッジファンドが、デリバティブを使って多額の資産運用をしていたため、国内外の金融システムの混乱を惹起することを恐れたからである。現実には投機を行うヘッジファンドが破綻してしまうと「投機はリスクを軽減するための裁定取引であり、それが収益をあげていることは、裁定取引によって価格変

---

20) 小峰 [28] [29]。

動が小さくなっている証拠である」という主張は通用しなくなるといえるだろう。また米国の金融当局が救済に乗り出したことから、ヘッジファンドは私的な資金を運用しており、公的監視や規制は必要ないとか、アジアの金融当局は金融機関を保護しすぎているといった主張が、説得力を欠くことになったのである。

## 2 国際資本移動規制案

国際的な投機資金の規制案としては、以下のような方法が検討されている。<sup>21)</sup>

①トービン (J. Tobin) 税の導入。ノーベル経済学賞を受賞した J. トービンが20年程前に提唱したもので、外国為替市場での短期取引に0.25%から0.5%程度の取引税を賦課することにより、投機取引の利益を無くし、同時に巨額の税収を確保しようとするものである。

②マレーシアや中国で実施している非居住者（海外の投資家）が、各国通貨取引や各国証券取引を行う場合、特に短期資本の移動に対して規制をする。

③規制回避のためにヘッジファンドが採用しているパートナーシップに対し、法律改正をして、会社形態の投資信託に準じて、証券取引法その他を適用可能とし、監督や規制を行おうとするもの。

④ヘッジファンドへの資金を提供している銀行や証券会社、その他の機関投資家とヘッジファンドの取引を規制し、詳細なディスクロージャー（情報開示）を義務づける。

⑤国際的な資本移動規制回避や課税忌避のために、ヘッジファンドや機

---

21) 小峰〔28〕 p. 9, pp. 11-12.

22) 高田〔34〕 p. 105.

関投資家が利用しているオフショア市場の監視体制や規制を見直すこと。

⑥ヘッジファンドが多用するデリバティブや、通貨・証券の空売りを規制すること。

### 3 国際資本移動の規制の行方

以上のような種々の規制論議のなかで、次のような論点へと議論が移行してきた。

①ヘッジファンドの取引先でもあり、レバレッジを準備するプライム・ブローカーや投資銀行等の金融機関に対し、どのようなリスク管理手法を要求すべきか。

②このような要求は、規制当局が直接行うか、それとも業界の自主規制に任せるべきか。

②について、日欧は政府監視下での集権的な規制を求め、米国は業界による自主規制を原則として、政府は間接的関与に止めるべきであるとし、米国の考え方が主導権を握っている。

今後の具体的なヘッジファンド等の国際資本移動規制策としては、(ア)融資を行う金融機関その他に対し、ディスクロージャーの徹底や何らかの融資規制、(イ)一定規模以上の運用資産になったヘッジファンドへの、ディスクロージャー要求、(ウ)投資家に対するハイリスク認識の徹底を図る、(エ)ヘッジファンド調査会社とマスメディアとの連携の強化、(オ)ヘッジファンドのマネージャーに対する、マスメディア取材強化等々、民間レベルでの努力も必要となる。<sup>23)</sup>

「市場は神にあらず」ということが出来、規制を排除する極端な市場主義は考え直す時期にきているといえるだろう。必要な規制が機能して、初

---

23) 保田 [51] p. 65。

めて市場の信頼が高まり、自由な資本移動が活発となるといえるだろう。

## V 日本株投資型ヘッジファンドとリスク管理

1998年9月には2000億円程度だったヘッジファンドの日本株運用額は、欧州投資家ヘッジファンドへの投資増大や2000年以降の日系機関投資家のヘッジファンドへの投資拡大により、わずか3年後の2001年8月には1兆円を超える規模にまで急増した。また東京証券取引所3市場に占めるヘッジファンドの売買額シェアは約10%に迫ろうとしている。またヘッジファンドのパフォーマンスは2001年8月末時点での年初来でプラス5.8%と、TOPIX 総合指数、日経225指数をはるかに上回る成績を上げている。<sup>24)</sup>

ヘッジファンドによる日本株投資は、公益セクター株、その他金融株、電鉄株の買持ちを増加させ、これらの株価上昇に大きく貢献した反面、銀行、サービス、エレクトロニクス株の大きな売越しにより、これらのセクターの株価低迷にも大きく影響を与えている。

ところが2001年9月11日のニューヨークの同時多発テロに際しては「カタストロフィック・スキーム」という投資戦略を、ヘッジファンドは世界的規模で実施した。すなわち航空会社、損害保険会社、レジャー産業の急激な収益低下を予想し、このセクターの「空売りポジション」を拡大させ、対米依存度の高い企業の株も売り越した。東京証券取引所の3市場では、大量の空売り注文が一時に執行され、これらの株は急落した。

このカタストロフィック・スキームは、従来発展途上国のデフォルト、政治・経済危機で実施されてきた。このスキームは、危機のピークの時点、または空売りや買い持ちされている株が20%以上の利益を出した時点で解

---

24) 宮島秀直「巨大投資家に成長した日本株投資型ヘッジファンド」『金融財政事情』2001年10月8日号。

消される、短期の投資戦略である。

ヘッジファンドが同時多発テロの大惨事を利用して多額の収益をあげたのは非難されるべきである。しかし投資機会のある限り、収益を得ようとするのはヘッジファンドの基本戦略であり、日本株についても今後大量の解約による市場の短期的なボラティリティ拡大のリスクの可能性は充分あり、それに対するリスク対応は不可欠である。

今後もロング・ポジションに組み入れられた株価の下落、ショート・ポジションに組み入れられた株価の急上昇という形で、日本株投資型ヘッジファンドの投資戦略により、大きな影響を受け続けると予想される。したがって一時に大量の売り越しや買い越しによる市場へのインパクトと、ファンダメンタルズの変化のシグナルを見誤まるリスクに常にさらされており、冷静な対応が不可欠となるといえる。

### 〔参 考 文 献〕

- (1) BIS, Basle Committee on Banking Supervision, *"Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions,"* January 1999.
- (2) Deutsche Bundesbank, "Hedge funds and their role in the financial markets", *Monthly Report*, March 1999.
- (3) George Soros, *"SOROS ON SOROS Staying Ahead of the Curve"*, c/o Lescher & Lescher, Ltd. New York, 1995. (日興証券株式会社監修、テレコムスタッフ訳『ジョージ・ソロス』七賢出版、1996年)
- (4) IMF, *"Hedge Funds and Financial Market Dynamics."* May 1998. (松崎延寿訳『ヘッジファンドの素顔』シグマベイスキャピタル、1999年)
- (5) Jess Lederman & Robert A. Klein., *"HEDGE FUNDS-Inverst-*

- ment and Portfolio Strategies for the Institutional Investor*" McGraw-Hill Co., 1995. (中央信託銀行 オルタナティブアセット研究会訳、『ヘッジファンドの世界』東洋経済新報社、1999)
- (6) Report of The President's Working Group on Financial Markets, "*Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management*" April 1999.
- (7) William J. Crerend "*Fundamentals of Hedge Fund Investing*", McGraw-Hill Co., 1997.
- (8) Stephen J. Brown, William N. Goetzmann, James M. Park, "*Hedge Funds' and the Asian Currency Crisis of 1997*" NBER Working Paper, No. 6427, May 1998.
- (9) 足立真一、『ヘッジファンドの虚実』日本経済新聞社、1999年。
- (10) 新家昭宏、「国際資本移動の拡大と通貨危機」、『東海銀行調査月報』、1998年4月号。
- (11) イェスパー・コール「『政府の失敗』回避が先決」、『日本経済新聞』1999年4月23日朝刊。
- (12) 磯野薫、「ヘッジファンドのモニタリングの必要性」『金融財政事情』、1999年6月28日号。
- (13) 伊藤隆敏、「経済環境に合わせ規制の種類を変えよ」、『金融財政事情』、1999年1月4日号。
- (14) 今井徹『ヘッジファンド革命』、日本経済新聞社、1997年。
- (15) ——、「『米国独り勝ち』の力を背景にヘッジファンドは日本を狙う」、『エコノミスト』1997年6月3日号。
- (16) ——、「急膨張するヘッジファンド彼らにとって日本のマネーはやはり魅力的」、『エコノミスト』1997年12月9日号。
- (17) ——、「日本をねらうヘッジファンド」、『週刊東洋経済』、1998年4

月11日号。

- (18) ——、「多くが実は好成績—ロングターム危機の陰で笑う『儲けたやつら』」、『エコノミスト』1998年10月20日号。
- (19) ——、『ヘッジファンドの神話と真実』、ダイヤモンド社、1999年。
- (20) 大井幸子、「米国に学ぶヘッジファンド活用術」、『週刊東洋経済』、1998年3月7日号。
- (21) ——、『ヘッジファンドで拡大する私募金融市場』、東洋経済新報社、1999年。
- (22) 香川彰男、「ヘッジファンドは悪くない—ディーリング業務は最もコンサーバティブな金融業務—」、『国際金融』1014号、1998年11月1日号。
- (23) 勝悦子、『グローバル・キャピタル革命』、東洋経済新報社、1998年。
- (24) 北沢栄、「投機マネーが実体経済を破壊する恐怖に備えよ」、『エコノミスト』1998年4月21日号。
- (25) 絹川直良・入村隆秀、「マレーシアの新予算案とその後」、『金融財政事情』、1999年1月4日号。
- (26) 小西丹、「大半は堅実、世界を攪乱するヘッジファンドの真実」、『週刊ダイヤモンド』、1998年10月3日号。
- (27) ——、「LTCM 破綻の真相—ヘッジファンドを襲う危機の連鎖」、『週刊ダイヤモンド』、1998年10月31日号。
- (28) 小峰隆夫、「アジア危機後の国際資金移動論議を発展の機会に」、『金融財政事情』、1999年1月4日号。
- (29) ——、「国際資本移動規制を巡る議論」、『国際金融』1021号、1999年3月1日号。
- (30) 行天豊雄、「短期資本の出し手・受け手双方のモニタリングとコントロールを」、『金融財政事情』、1999年1月4日号。

- (31) 白石渉、「ヘッジファンドの通貨危機における位置付け」、『金融』、1999年9月号。
- (32) 宿輪純一、「ヘッジファンドとIMF通貨危機を彩った主役達」、『金融財政事情』、1999年3月15日号。
- (33) 関志雄、「明暗を分ける資本移動規制」『日本経済研究センター会報』1999年2月15日号。
- (34) 高田太久吉、「ヘッジファンドと現代の金融危機」、『KEIZAI』、1999年5月号。
- (35) 玉山和夫、「最近のヘッジファンド規制論議では、事態はさらに悪化する」、『エコノミスト』、1998年11月3日号。
- (36) 地元秋彦、「それでも“天才たち”は復活する」、『週刊東洋経済』、1998年10月24日号。
- (37) 中尾茂夫、「『カジノ資本主義』の危険はアメリカにも及んだー市場信仰に修正の動き」、『エコノミスト』、1998年12月22日号。
- (38) 中尾武彦、「ヘッジファンドと国際金融市場」、『ファイナンス』1999年7月号。
- (39) 中村稔、「日本本格上陸を狙うヘッジファンドの実態」、『金融ビジネス』、1997年8月号。
- (40) ——、「転換迎えた米銀 リスク圧縮に走る」、『金融ビジネス』、1999年1月号。
- (41) 浜田和幸、『ヘッジファンド』、文藝春秋文庫、1999年1月号。
- (42) 堀内昭義、「市場メカニズムを機能させる努力と工夫が求められる」、『金融財政事情』、1999年1月4日号。
- (43) マリア・F・ラミレス、「議論されるヘッジファンドの功罪」、『金融ビジネス』1998年12月号。
- (44) 益田安良、「国際金融システム再構築に向けての課題」、『国際金融』

1022号、1999年3月15日号。

- (45) 松村尚彦、「ヘッジファンドの投資戦略—『絶対リターン』の追求と運用資産急増の背景」、『さくら銀行経済情報』、1998年10月号。
- (46) 神谷秀樹、「ヘッジファンドは諸悪の根源か?」、『国際金融』1016号、1998年12月1日号。
- (47) 宮島秀直、「九八年ヘッジファンド危機による米系商業銀行の総損失額は約四兆円に」、『金融財政事情』、1999年3月8日号。
- (48) ——、『ヘッジファンドの興亡』、東洋経済新報社、1999年。
- (49) 本山美彦、「浮動的短期外資規制の模索」、『世界経済評論』1999年1月号。
- (50) 安陽太郎、「ヘッジファンドを活用した経営戦略」、『月刊資本市場』、1998年1月号。
- (51) 保田圭司、「ヘッジファンド神話の崩壊条件——狂えば即“超ハイリスク”化」、『金融ビジネス』、1998年12月号。
- (52) 吉田清、「日・米・欧のほとんどの銀行がヘッジファンド化しているのが本当の危険だ」、『エコノミスト』、1998年11月3日号。
- (53) 吉永高司、「大手欧米金融機関—四社がLTCMのヘッジファンドに約三六億ドルの資本注入」、『金融財政事情』、1998年10月12日号。
- (54) 吉本佳生、『金融工学の悪魔』、日本評論社、1999年。
- (55) リチャード・ホロデック、「大崩壊?とんでもない!」『金融ビジネス臨時増刊』1998年秋号。
- (56) ——、「LTCM崩壊で淘汰加速影響は貸付側の体力次第」、『金融ビジネス』1998年12月号。
- (57) ——・上中淳行、『オフショア投資とヘッジファンド』、ダイヤモンド社、1999年。

[著者紹介]

有馬 敏則 (ありま としのり)

1946年 長崎県生まれ

1973年 神戸大学大学院経済学研究科

博士課程中退

同 年 滋賀大学経済学部助手

講師、助教授を経て

現 在 滋賀大学経済学部教授

1985年 経済学博士 (神戸大学)

著 書 『国際通貨発行特権と国際通貨制度』

(滋賀大学経済学部研究叢書第5号)

『国際金融政策と国際通貨制度改革』

(科学研究費報告書)

『国際通貨発行特権の史的研究』

(日本学術振興会)

『内外金融システムの変化と対外不均衡』

(滋賀大学経済学部研究叢書第14号)

グローバル経済下の

内外金融のリスク管理

---

平成14年3月29日発行

著 者 有 馬 敏 則

発行者 滋賀大学経済学部

印 刷 西濃印刷株式会社

岐阜市七軒町15番地

T E L (058) 263-4101

---

## 滋賀大学経済学部研究叢書既刊目録

第1号	中国官僚資本主義研究序説 —帝國主義下の半植民地的後進資本制の構造—	中  高  太  一	昭和45年3月
第2号	物權的返還請求權論序論 —実体權的理解への疑問として—	伊  藤  高  義	昭和46年3月
第3号	經濟理論の基礎をなす仮説について	梶  田      公	昭和52年3月
第4号	情報會計の基礎	清  水  哲  雄	昭和54年2月
第5号	國際通貨発行特權と國際通貨制度	有  馬  敏  則	昭和54年3月
第6号	現代西ドイツ直接原価計算論序説 —相對的 direct 原価計算論を中心として—	両  頭  正  明	昭和56年3月
第7号	THE TALE OF THE SOGA BROTHERS	北  川      弘	昭和56年3月
第8号	北歐初期社会の構成	熊  野      聰	昭和59年3月
第9号	欠損下における税効果會計の理論	西  村  幹  仁	昭和59年3月
第10号	THE TALE OF THE SOGA BROTHERS PART II	北  川      弘	昭和60年3月
第11号	ワーズワスの初期の神秘思想	原  田  俊  孝	昭和60年3月
第12号	〈基礎的組織〉と政治統合 —M.P. フォレットの研究—	岡  本  仁  宏	昭和61年3月
第13号	世界市場と國際資本主義の連節構造	中  高  太  一	昭和61年3月
第14号	内外金融システムの変化と対外不均衡	有  馬  敏  則	昭和62年3月
第15号	市場と体制 —經濟体制論研究序説—	經濟体制論研究会	昭和63年3月
第16号	プロトコルの形式的記述と検証	森      將  豪	平成元年3月
第17号	生産計画問題の同値変形による解法 —凸目的関数の場合—	吉  田      稔	平成元年3月
第18号	唐代中期の文学と思想 —柳宗元とその周辺—	戸  崎  哲  彦	平成2年3月
第19号	デューイ政治哲学研究序説 —思想形成過程試論—	小  西  中  和	平成3年3月

第20号	経済時系列の統計的研究 — 関部の理論とその応用—	中野裕治	平成4年2月
第21号	IN-HOUSE R&D VERSUS EXTERNAL TECHNOLOGY ACQUISITIONS Small Technology-Based Firms in the U.S. and Japan	黒川晋	平成4年3月
第22号	ネットワークシステムにおける基本方式	葛山善基	平成5年1月
第23号	連結会計論	蜷木實	平成5年3月
第24号	ユーゴ労働者自主管理の挑戦と崩壊	藤村博之	平成6年3月
第25号	柳宗元在永州 — 永州流謫期における柳宗元の活動に関する一研究—	戸崎哲彦	平成7年3月
第26号	市場経済の展開と発生主義会計の変容	久保田秀樹	平成8年1月
第27号	日本企業の人事管理改革	藤村博之	平成9年3月
第28号	移行経済の研究 — 理論と戦略—	福田敏浩	平成9年12月
第29号	退職後所得保護の法理 — ERISA 研究—	小櫻純	平成10年2月
第30号	現代日本のセントラル・バンキング — 金融経済環境の変化と日本銀行—	小栗誠治	平成10年12月
第31号	独占、蓄積と環境	近藤学	平成11年1月
第32号	地方企業集団の財務破綻と投機的経営者 — 大正期「播州長者」分家の暴走と金融構造の病弊—	小川功	平成12年2月
第33号	ラオス経済の移行過程と国際化	堂本健二	平成12年3月
第34号	破綻銀行経営者の行動と責任 — 岩手金融恐慌を中心に—	小川功	平成13年3月
第35号	不安定性原理とハロッド=ドーマー型経済変動成長理論	鈴木康夫	平成13年3月

