

【研究ノート】

## 中小企業の為替デリバティブ問題解決とリテール投資家保護

島 義夫

### 目次

1. はじめに
2. 中小企業の為替デリバティブ問題の実態
3. 実際の取引内容
4. 中小企業為替デリバティブ問題の本質
5. 銀行の動機と長期的に失われる利益
6. 英国 FSA の賢い行動
7. リテール投資家保護のあり方

### 1. はじめに

この数年、為替デリバティブ損失により倒産する中堅・中小企業が増えている。また、倒産には至らぬものの、為替デリバティブ取引をめぐる中小企業とデリバティブを販売した銀行との間のトラブルが ADR (Alternative Dispute Resolution: 裁判外紛争処理手続き) に持ち込まれる例が急増している。

これら為替デリバティブ取引は、リーマンショック前の円安時に大手銀行が中心となって中小企業へ大量販売した取引であり、2008年リーマンショックを契機とする急激な円高によって巨額の損失が企業側

に発生している。同取引が数万件を超えるという実態を考えれば、同販売が引き起こす企業破たんと同取引をめぐる紛争は、ADRだけでなく裁判事例も増えながら今後も続くものと予想される。

この為替デリバティブ取引をめぐる事件については、取引を購入した企業による「運用の失敗」などと明らかに誤った報道があり、その実態は一般に誤解されているか全く知られていない。しかし、この問題は、その規模からして日本経済に重大な影響力を持っていることや次のような観点からも重要である。

まず、これら為替デリバティブ取引の商品性や販売方法には問題がある。すなわち、同取引の多くは、「運用」ではなく「円安への為替ヘッジ」を名目に販売されたが、その商品特性は「ヘッジ」というよりはデリバティブによる高いレバレッジのかけられた「為替投機」的性格が強い。また、販売された先には為替ヘッジを必要としない銀行の取引先企業が多く含まれていることなどは銀行の販売方法の問題を提起している。さらに、この問題は、大手銀行のリテール事業のあり方や金融行政のあり方、個人や中小企業などリテール投資家保護のあり方

などに関する数多くの問題をも提起している。

本稿の目的は、まず、問題の実態を明らかにしたうえでその公平な紛争解決への視点を提供し、さらに、最近の海外事例なども参考にしつつ今後必要なリテール投資家保護の在り方を提案することである。その際重要なのは、この問題を、過去から繰り返される「投資商品販売をめぐる紛争」と単純にとらえるのではなく、また銀行を一方的に批判するのではなく、長期的な銀行の利益とリテール投資家保護のバランスをとることである。

## 2. 中小企業の為替デリバティブ問題の実態

### (1) 販売件数は 6 万件以上、購入会社数は約 2 万社

本稿で扱う「為替デリバティブ商品」とは、主にリーマンショック前の数年間に、国内大手銀行が、「為替ヘッジ」の名目のもとに中小企業向けに販売したデリバティブ商品である。

金融庁の集計によれば<sup>注 1)</sup>、2004 年から 2010 年 9 月の間に、全国で銀行により中小企業向けに販売された為替デリバティブ取引は 6 万 3,700 件であり、内 90%は 2004 年からリーマンショックのあった 2008 年の間に販売され、また、全体の 70%以上が主要大手銀行により販売されている。

これら販売された 6 万件以上の契約のうち 64%に当たる 4 万 500 件の契約が 2010 年 9 月末現在残っており、同時点で、契約を保有する企業数は約 1 万 9,000 件だった。

単純計算すれば、1 社当たり 2 契約以上が残存していることになる。

しかし、これら数字は実態を過小評価している。例えば、調査対象の外貨はドルだが、実際にはポンド、豪ドル、ユーロなど他の通貨の取引もかなりある。また、同様な商品を販売したのは銀行だけでなく、証券会社も類似商品を販売しており、さらに、販売先も中堅企業に及んでいた。

また同発表には、取引の「損益状況」の数字も含まれている。それによれば、2010 年 9 月時点で、残存契約のうち 2 万 5,000 件の「通算利益の合計」は約 3,700 億円、「通算損失の合計」は約 5,100 億円であり、両数字を差し引きしたネットの損失額は約 1,400 億円だった。

この数字から、残存契約数 4 万 500 件に対する 2010 年 9 月末までのネット実現損失額を単純計算すると 2,268 億円という数字が得られる。また、この数字を 1 万 9 千社の企業数で単純に割ると、一社当たりのその時点までの実現損は約 1,200 万円になる。

しかし、以上の数字には 2010 年 10 月以降の実現損失と現時点において今後さらに生ずるであろう「含み損」は含まれていない。金融庁の調査後にさらにドル安・円高が進行したことからすれば、2010 年 10 月以降の損失はそれまでの実現損失額を超えていると推測される。後述するように、これら商品は、不利な円高状況でドル購入額が数倍に増加される特約があり、損失額が大きく膨らみやすくなっているからだ。したがって、中小企業が為替デリバティブ取引で被った損害額の合計はおおまかに言って 5,000 億円から 1 兆円程度と推定しても大きな間違いではないだろう。そこに、さ

きに指摘したドル以外の通貨による損失が加わるであろうことをも考えれば、全体の損失合計は 1 兆円近いと推定した方がよいかもしれない。

## (2) 急増する ADR 申立件数と企業倒産

中小企業の買わされた為替デリバティブ取引は毎月損失を計上する性質を持っているが、その性質から、円高が始まってもしばらくの間は、中小企業はその損失に耐えることができた。中小企業の財務耐久性が限界に達し始めたのは 2011 年になってからである。事実、2011 年後半から、為替デリバティブ関連の中小企業倒産数は急増し、また、中小企業と銀行の ADR への紛争申立件数は急増している。

帝国データバンクのレポート「2012 年上半期の円高倒産」<sup>注 2)</sup>によれば、2012 年上半期の負債総額 1,000 万円以上の円高倒産は 51 件であり、これは前年同期比 2 倍を超え、うち 16 件はデリバティブ損失によるものであり前年同期の 11 件を大きく上回った。また、同レポートは、為替デリバティブの被害企業の総数からして「1000 社、2000 社では済まない数の企業が、現在の円高水準において為替差損に苦しんでいると考えられる」、「今後、(為替デリバティブ損失による倒産は) 次々と発生する可能性が高い」と指摘している。

ADR の代表的なあっせん機関としては、銀行系の「全国銀行協会」(全銀協)と証券会社系の「証券・金融商品あっせん相談センター」(FINMAC)があるが、全銀協への ADR 申立件数増加が顕著である。全銀協への紛争解決手続受付件数は、2010 年 10 月から 11 年 9 月の期間で、対前年比 6 倍近く

に急増した<sup>注 3)</sup>。その受付件数の半数以上が為替デリバティブ関連である。同 ADR 申立件数は、2011 年度第 4 四半期まで急増した後、2012 年度第 1 四半期に入って 254 件と対前年同期比で減少した<sup>注 4)</sup>。しかし、この減少は、急増する ADR に対抗して銀行側が ADR 申立を回避する傾向を強めているためと考えられる。

近年導入された ADR は、中小企業と銀行の双方が合意の上で「あっせん」による和解をめざす制度である。ADR は、その申立から合意に至るまでの期間は数か月で、その間 1~3 回の双方からの聞き取りが行われる。ADR 以外の紛争解決手段として裁判があるが、中小企業の銀行に対する裁判は少ない。裁判を起こした場合に、銀行との取引関係が悪化すると心配が中小企業側にあること、および、裁判にかかる時間が長くコストが大きすぎるからである。中小企業にとり、銀行融資は必要不可欠であり、銀行に対して裁判を起こすにはよほどの覚悟が必要である。ADR 申立件数が約 2 万社の被害企業数に比較して少ないのも同じ理由である。しかし、今後は、時間やコストの面で障害はあっても裁判例が増えるのではないかと予想される。会社が倒産に追い込まれば他に選択肢がないからだ。

## (3) 為替デリバティブ、深刻な中小企業被害の実態

ADR を通じた紛争内容やその和解例の概要はある程度公表されている。しかしながら、後述するように、ADR あっせん機関が当事者の一方である金融機関の側の団体であることから、そのあっせん内容は被害者に有利でなく、紛争やあっせん内容に関する

る公表内容はあいまいである<sup>注5)</sup>。それでも、それら公表されたあっせん事例の多くで次の2点の事実認定がなされ、結果として銀行側は取引の解約清算金の一部を負担する和解内容となっている。

- ① 企業側に為替ヘッジ・ニーズがないにもかかわらず為替デリバティブ取引を締結させられた。
- ② 銀行側の為替リスク・ヘッジニーズの把握は、仕入れ価格と為替相場の相関分析を行っていないなど不十分であった。

なお、解約清算金とは、契約解約時点で残る契約終了までの損失に銀行が手数料を加えたものと考えられ、過去の損失分は含まれない。また、全銀協ADRが公表しているあっせん結果には、銀行がどれだけの解約清算金を負担したのかについての記述はない。

しかし、為替デリバティブ問題の実態は、これら公表されるADR概要から見えるものよりもはるかに深刻である。その内容は、既にいくつかの裁判も提起されているため、今後、判決内容などから明らかになるのも時間の問題である。以下、企業からの聞き取り調査の結果などからよりリアルな実態を要約する。

まず、販売を行った金融機関は、金融庁の調査結果にもあるようにその多くが大手銀行だが地方銀行も含まれている。そして、販売先としては、中小企業が狙い撃ちされており、大企業への販売例は全くと言ってよいほど聞かれない。販売された時期は、金融庁調査が明らかにしたように、2004年から2007年を中心にその前後にも及んでいる。この時期が円安と重なるため、「円安へのヘッジ」という名目が使われた。

販売先企業の業種は様々である。輸入業者もあるが、それだけではない。実際には外貨購入を全く必要とせず円での仕入れ支払いしかなかった企業も多く含まれる。そういう外貨ニーズが全くない企業に対しては、「間接的に企業損益は為替の影響を受けるはずだから」という名目で銀行による為替デリバティブ販売が行われた。

販売された為替デリバティブ商品の内容に関しては次章にその典型例を示す。実際の商品内容は銀行と名称は異なってもみな類似している。結論だけを言えば、当該商品の本質は「円安へのヘッジ商品」と言うよりはリスクの高い「為替投機商品」である。すなわち、外貨プット・オプションの売りが主体の商品である。しかも、契約期間は5年から10年もの長期に及んでいる。

このデリバティブ商品を、企業の側から望んで購入した例は殆どない。また、購入する合理性もなかった。しかも、銀行から売り込まれた当初、ほとんどの企業経営者は「必要ない」と断っている。しかし、断った後も、銀行の執拗な勧誘は続き、最後は銀行との取引に支障が出るのではないかとの経営者の不安や、「銀行との付き合い」で購入を承諾したケースが大部分である。また、複数の銀行と取引のある企業はそれらの銀行から一斉に類似の為替デリバティブ商品を購入させられており、それは、金融庁調査結果で契約件数が企業数を大幅に上回ることからわかる。

これら商品は、購入直後には、複数のオプション売りによるプレミアム収入を原資とした利益が出ていたが、2008年リーマンショックと急速なドル安・円高により2009年以降は一斉に損失が生ずるようになった。

購入企業は、契約により毎月または3か月ごとに一定額のドルを契約上の高値によって購入する義務があり、その市場価格との差額分の損失を被る。

多くの企業で、毎月の損失額には一定期間耐えることができた。しかし、時間の経過とともに損失の継続と累積が大きな財務負担となっている。最近になって企業倒産が増えているのは、それらの企業が次々に損失負担に耐え切れなくなっているからだ。倒産している多くの企業は営業黒字の健全企業だが、為替損失が営業利益を相殺したうえに赤字を累積させることで倒産に及んでいる。

現在、ほとんどの企業は契約解約を望んでいるが、期限前解約には、残る数年の契約期間の損失に手数料を乗せた「解約清算金」が必要となる。その清算金額は、契約規模により数千万円から数億円に及ぶため、ほとんどの企業が解約もできぬまま現在に至っている。財務的に余裕のある一部の企業だけが清算金支払いにより既に解約を行っている。「解約清算金額」を同商品の「含み損」と解釈した場合、含み損により実質債務超過に陥る企業も多い。

### 3. 実際の取引内容

#### (1) 商品例

2007年前の数年間を中心に、銀行により販売された為替デリバティブ商品を簡略化した契約内容を次に示す。外国通貨はドルとする。通常、個々の金融商品の内容は、契約のタイミングやその時の市場の動き、そして、銀行ごとに異なる。しかし、実際

に多くの中小企業に「クーポンスワップ」などの名称で販売された商品の内容は似たようなものだった。

いま、商品販売時点のドル・スポットレートを1ドル=120円と想定し、販売する銀行をX銀行、購入する中小企業をA社とし、現時点のドルは80円とする。ここでの数字は説明の便宜上端数をなくした仮想的なもので正確性は必ずしも確保されていない。しかしながら、それらの欠点はあっても商品特性の本質ははずしていない。

- ① A社は、スポットレートが120円の時に1ドル=110円という有利なレートでドルをX銀行から毎月10万ドル分購入することができる。(これはドルのコール・オプション買いに相当する。)
- ② 「ロックアウト条項」。ドル・レートが1ドル=130円になった時、上記ドルを買う権利は消滅する。(130円の行使価格でドル・コール・オプションを売ると同じ効果になる。)
- ③ ドル・レートが1ドル=110円を切る円高になった場合、A社はX銀行から1ドル=110円という不利なレートで毎月当初の3倍の30万ドルを買い続けなければならない。(ドルのプット・オプションの売りに相当する。)
- ④ 契約開始日を2007年4月、契約期間は7年間とする。
- ⑤ その他、オプションの売りに相当する「デジタル」や「ギャップレート付き」などの条件が入る契約も多かったが、ここでは考えないことにする。  
この商品が「クーポンスワップ」の形をとった場合、「想定元本」はたとえば2,000万ドル(24億円)となる。想定元本とは、

取引の規模を示しリスク量に関係するが、そのことに理解が及んだ中小企業経営者はいなかっただろう。

この商品は、以下のような毎月のドルの複合的オプション取引が、7年間、合計 84 回続く契約と見なすこともできる。

- ① 110 円の行使価格でインザマネー (ITM) のドル・コール・オプションの買い。
- ② 130 円の行使価格でアウトオブザマネー (OTM) のドル・コール・オプションの売り。
- ③ 110 円の行使価格で OTM のドル・プット・オプションの売り、但しその量にはコール買の 3 倍の「レバレッジ」がかけられている。

通常 ITM のコールの買いにはコストが必要だが、それを上回るプットの売りにより、顧客はコスト支払いが不要で当初ドルを安く買える利益が得られる。

ここで、毎月のドルの購入額を 10 万ドルとしたが、これは、実際に A 社の必要額に近い額であるとする。このような契約で、契約当初から必要額を上回るドル購入を決める理由は何もないからだ。

A 社は、商品購入直後には、10 万ドル分のドルを市場価格よりも 10 円安く購入することで毎月 100 万円の利益を実現できた。しかし、契約後すぐに世界金融危機が始まり、為替市場でもドル高が終わってドル安・円高が始まった。そして、2008 年のリーマンショックを境に、ドル・スポットレートは急速に円高・ドル安方向に動き、現在は 1 ドル=80 円に落ち着いているものとする。

現在、A 社は、銀行から毎月 30 万ドルを 110 円で買われ、それに伴って毎月 900

万円の為替損失 (110 円と 80 円の差額 30 円掛ける 30 万ドル分) を被っている。

## (2) 「ヘッジ」よりも「投機」のハイリスク・ローリターン取引

前節で示した為替デリバティブ商品の問題点を挙げれば以下ようになる。

- ① ドル・コール・オプション買いによるドル高・円安へのヘッジ効果が、ロックアウト条項により 1 ドル=130 円以上の円安で解消されるため、最初から限定的である。また、当初有利なレートでドルを購入することができるが、それは複数のオプション売りによる高いリスクへの対価と考えられる。
- ② 円高になった場合にレバレッジのかかったプットの売りにより、ドル購入額が 3 倍となり損失が急速に膨らむ。しかも、そのリスク量は、購入企業の財務耐久力との関連で考慮された形跡がない。
- ③ 市場データなどから推測するに、販売した銀行が多額のスプレッド、または、手数料を抜いているため、購入した側にとって、リスクが高いのにリターンが低い不合理な商品になっている。
- ④ この取引は、誰にとっても見通しが困難な将来の為替に関する取引を、7年間という超長期間にわたって固定するという極めてリスクの高い取引である。

この商品の主要な性格は「ヘッジ」ではあり得ない。ヘッジ部分はわずかで、それをはるかに上回るドルのプット売りによるリスクテイクが行われているからだ。販売した大手金融機関自身がこのような長期取引を「ヘッジ目的」で実行することはあり得ず、「投機」としてすら絶対にやらないだ

ろう。

そもそも、最も簡単・明快な「ドル高・円安へのヘッジ」取引とは、「ドルのコール・オプションの買い」そのものである。そうすれば、コール・オプションの購入代金がコストになるが、行使価格以上の円安・ドル高の悪影響を消し去ることができる。従って、「ノックアウト条項」で一定以上の円安・ドル高ヘッジ効果を自ら消し去る行為は「ヘッジ目的」という商品の名目と矛盾している。

また、ここでの取引のリスク量が過大であることは容易に理解できる。この取引で、ドルが実際に必要だった企業は必要なドル額と契約時点のドル購入額をマッチングさせるはずであり、したがって、円高時に 3 倍にもなるドル購入額は当初から過大なものだったことになる。同じことだが、多くの取引において、現在の含み損失が純資産に匹敵する額に上っているが、それは最初からリスク量が過大だったためである。

当該商品を「ヘッジ」でなく「投資商品」とした場合にどのように見えるのだろうか。結論を言えば、当該為替デリバティブ取引は、ハイリスクでローリターン of 不合理な投資商品ということになる。当時の価格データなどで推計するに、為替デリバティブ商品から得られたリターンは、商品を構成するオプションプレミアムからして少な過ぎる。それは、プットの売りから発生するプレミアムの多くを銀行側が手に入れたからに他ならない。結局、このような商品は顧客が合理的に望むような商品とは言えず、むしろ銀行による多額の手数料収入の獲得こそが目的の商品と考えるのが合理的である。

## 4. 中小企業為替デリバティブ問題の本質

### (1) 不合理な商品

以上、中小企業のが為替デリバティブ問題の実態をその商品内容とともに多くの事例に基づいて説明してきた。もはや問題の本質は明らかである。

第一の問題点は、商品そのものの問題、すなわち当該取引が金融商品として経済的に不合理なことである。すなわち、「円安ヘッジ」として販売された当該取引は、実際には円安ヘッジ性に乏しく、その一方で、複数のプット・オプション売りが行われることで極めて投機的性格が強くなっている。販売された商品の本質は、「ヘッジ商品」と言うよりは「長期にわたるレバレッジの効いた為替投機商品」である。金融関係者なら誰もこのような商品を「ヘッジ商品」とは思わないだろう。

また、通常、プットの売りを行えば、オプションの売却代金のプレミアム収入が発生するが、その収入のかなりの部分を銀行が確保して大きな利益を得た一方で、中小企業側はプレミアム収入を大きく減らされている。その結果、購入企業にとって当該商品は、「ハイリスクなのにローリターン」という経済的に見ると極めて不合理な金融商品になっている。さらに、そのような実態が分かりにくい取引の名称や仕組みによって隠されている。

### (2) 銀行行動の問題点

中小企業のが為替デリバティブ問題で第二の問題点は銀行の行動である。具体的には、銀行による「優越的な地位の濫用」の疑い

だ。この問題は、今後裁判などで解明される必要がある。ADR は、その仲裁機関が銀行の団体であることを考えればそこでの解明は困難だろう。

上で指摘したように、中小企業を買わされた為替デリバティブ取引は経済的に不合理な取引であり中小企業にはメリットが少ない。中小企業に販売されたのと同様な取引を、販売した金融機関自身が「ヘッジ」として行うことはない。このような不合理な商品の購入に至るには、銀行からよほど強力な販売圧力がかかり、経営者に対する心理的圧力が加わったと考えるのが自然である。

証券会社や外資系金融機関などとは異なり、国内大手銀行は融資などの関係を通じて中小企業との関係が密であり、それだけ中小企業の大銀行に対する立場は弱く圧力を受けやすい状況にある。また、同商品をめぐる大企業とのトラブルは聞かれないという事実もある。為替デリバティブ商品は、金融リテラシーが低く大企業よりも立場の弱い中小企業を狙い撃ちにして行われたためである。

さらに、為替デリバティブ取引販売と重なる時期において、銀行による中小企業への金利スワップ販売が、金融庁により独占禁止法第19条（優越的な地位の濫用）違反として摘発されている<sup>注6）</sup>。当該金利スワップは、「固定金利支払い、変動金利受け取り」の契約内容を持ち、「金利リスク・ヘッジ」名目で販売されたのである。しかも、為替デリバティブ取引と同様に、ヘッジすべき債務の額を大幅に上回って過大に販売され、金利低下によって中小企業の財務耐久力を超える損失が発生した。

通常、金融商品販売における金融業者の責任は、「金融商品取引法」や「金融商品の販売等に関する法律」などに基づく、金融業者の顧客に対する説明責任、顧客適合性原則、断定的判断の提供の有無などを中心に考えられている。その中で、一般論として言えば、説明義務違反や断定的判断の提供などは、「言った、言わない」の水掛け論に終始する恐れがあると言われ、それに対して顧客適合性原則はある程度客観的に判断しやすいと考えられている。そのような背景から、ADR や裁判において顧客適合性原則が争点になることが多いようだ。

顧客適合性原則に関しては、最高裁判決平成17年7月14日により、金融業者が「顧客の意向と実情に反して、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど、適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしてこれを行わせたときは、当該行為は不法行為上も違法となると解するのが相当」と判示している。

これまで説明した中小企業の為替デリバティブ問題において、顧客適合性原則違反や説明義務違反は明らかに思える。しかし、逆に、実態を詳細に見ればそれだけで済まされるような問題でないことも明らかである。特に、今後増えるであろう裁判においては、より公正な解決をめざして、その商品の本質や銀行行動などを含めて幅広い論点から紛争解決を行う必要がある。



## 5. 銀行の動機と長期的に失われる利益

### (1) 大手銀行の動機、『金融再生プログラム』のプレッシャー

上で指摘したように、2003 年から 2007 年にかけての大手銀行を中心とした中小企業への為替デリバティブ販売は、個別偶発的な事象ではない。金利スワップと為替デリバティブの中小企業への販売は、同じ時期の共通した背景における銀行横断的な取り組みという面がある。金利スワップの場合は、たまたま金利の動きが為替よりも早かったために損失が早く表面化し、銀行の販売行動が金融当局の処罰の対象となったのである。

為替デリバティブが大量販売された時期は、為替市場が円安に振れていた時期でもあるが、それ以外にも重要な時代背景がある。同時期は、大手銀行の経営が、政府・金融当局による『金融再生プログラム』発表などにより強力なプレッシャーをかけられた時期と一致している。それによって、自己資本充実と収益改善が大手銀行経営の至上命題とされた。しかるに、大手銀行の収益改善への努力は十分に実現せず、結果的にみれば、そうした中で最も容易な収益拡充として実現したのが、中小企業をターゲットにした、高額手数料収入を生むデリバティブ販売であった。

そもそも、「護送船団方式」と呼ばれた日本の銀行業界において、銀行の主要な事業内容は、黙っていても集まった預金を資金需要が旺盛な大企業へ貸し出すことであり、主な収益源はその利ザヤ収入だった。そこに送金や両替など単純な取引からの手数料

収入が加わり、銀行はそれら単純業務をこなしていれば破たんする心配は無用だった。

この状況を大きく変えたのは、1980 年代半ばから 90 年代後半にかけて実施された金融自由化<sup>注7)</sup>と、バブル崩壊による不良債権問題であった。金融自由化は、外資系金融機関の参入や銀行と証券の相互参入など競争激化をもたらした銀行の事業環境を激変させ、不良債権の大量発生による損失は銀行自己資本を大きく毀損した。

そこに、2002 年 10 月、小泉内閣の元で『金融再生プログラム』が発表され、大手銀行は未処理の不良債権を、2003 年度から 2005 年度までの間に大量処理するよう迫られた。そして、実際に大手銀行が大量の不良債権処理を行うと、先送りされていた問題処理が進んだことで株価は上昇するなど金融市場は活況を取り戻し、経済も一時的に回復するなど『金融再生プログラム』は荒療治だったが正しい政策だったことが示された。しかし、その結果、大手銀行の損益は大幅な赤字に陥り、自己資本補てんのための増資が必要となった。

その中で、自力での増資が十分にできなかった銀行に対して、政府は税金投入を通じて銀行を実質的に破たん処理または国有化するとの方針を示した。さらに、金融庁は、2003 年、大手銀行に収益改善を求める「業務改善命令」を発し<sup>注8)</sup>、これら一連の動きは銀行経営に強力なプレッシャーとして働いた。すなわち、すべての銀行が保護される「護送船団方式」の時代は終わり、銀行も経営が悪ければ破たん処理されるか国有化や他の銀行への併合が行われ、そして、経営陣は追放され得ることが明らかになった。

このような 2003 年当時の時代背景から、当時の大手銀行は一斉に収益改善策を作成しそれを対外的に発表した。それらの内容を当時の大手銀行の資料<sup>注 9)</sup>に基づいて要約すると次のようになる。

- ① 大手企業向け融資において、企業の信用リスク判断を強化し融資利ザヤ改定を行う。
- ② 中堅中小企業向け融資において、高い金利と利ザヤの稼げる新しいローン商品を開発する。これにより金利収入と融資利ザヤの改善を実現する。
- ③ 大企業相手のホールセール事業で、M&A（企業買収）や証券化など高度な金融サービスやソリューション提供により手数料収入を拡充する。
- ④ 個人・リテール事業において、保険や金融商品販売など各種手数料収入を拡充する。また、住宅ローンの拡大や消費者金融事業の拡大を行う。

これら銀行の収益改善計画の内容はみな合理的だった。しかし、問題は多くの面で実現が困難だったことだ。

大企業向けの融資金利の改定で進展は少ない。大企業は昔と違い必ずしも国内銀行に頼る必要がなく、また、株の持ち合い先でもある親密大企業に対しては「行内格付け」を理由にした金利改定を実行するのは困難だった。また、中堅中小企業向けの融資において、大手銀行が新しいローンを開始したのは事実だが、現在に至るまでその残高は融資全体からしてわずかだ。個人や中小企業向けの高金利融資を本格的に拡充するには、信用リスク判断と格付けを精緻化するなど審査体制とリスク管理体制を整備する必要がある。それが困難だったため

思われる。

事実、当時の大手「都市銀行」の本業からの利益を示す業務純益は、コスト削減による 2004 年の増益を除けば収益改善が続かなかったことを示している。特に、銀行経営が強調していた融資における利ザヤ改善はほとんど進まなかった。（島(2012a)参照）

大企業相手のホールセール事業や国際業務においては、高度なスキルが必要とされることに加えグローバル金融機関との競争も激しい。この分野で大手銀行の収益改善が実行できたとは言えない。大手銀行は、海外での「シンジケートローン実績」を誇り、海外銀行からの資産買い取りや日本企業のアジア進出などで海外資産規模を拡大している。しかし、そういう量的拡大の一方で、複雑で質の高い銀行業務において高い評価を受けているわけではない。リーマンショックで海外金融機関がダメージを受けた後においてすら、大手銀行のグローバル金融機関としての評価と地位は確立されていない。

その一方で、立場の弱い個人や中小企業相手のリテール事業においては、収益改善は進展があった。リテール分野においては、競争も少なく大手銀行の力は圧倒的だからだ。リテール客からの手数料収入は大手銀行の収益とその改善に大きく貢献している。そして、その中で、当該部分についての詳細なディスクロージャーは行われていないが、2003 年から 2007 年の中小企業向けデリバティブ販売からの手数料収入は、大手銀行の収益に貢献したことが過去の決算報告資料から推測できる<sup>注 10)</sup>。（島(2012a)）

## (2) 長期的に銀行自身への望ましくない結果

中小企業への為替デリバティブ販売は困難な時期における大手銀行の収益に貢献したものの、これら一連の行為は、大手銀行自身の長期的な利益と発展に次の2つ点で望ましくない結果をもたらした可能性がある。

第一に、中小企業を含む、金融に疎いリテール顧客から容易に手数料収益を獲得できたことにより、結果的に、大手銀行は特に競争の厳しいホールセール業務における業務改善の動きを遅らせ、リテール事業におけるサービス改善を遅らせた可能性がある。

グローバルな銀行業の競争は激化し、求められるスキルも高くなっている。手数料収入の改善は、顧客の弱い立場を利用するのではなく、手数料に見合った付加価値の高いサービスや革新的商品を生み出すことで達成するのが本来の姿だ。しかし、大手銀行は、デリバティブ販売で安易な収益を獲得したことで、それら難しいホールセール事業における競争力改善の努力を怠った可能性がある。また、それは、若く優秀な銀行員のモラルにも悪影響を与えるだろう。

第二に、大手銀行は自らの優良な顧客基盤を毀損した。すなわち、大手銀行が為替デリバティブを売り込んで財務を悪化させた中小企業の多くは、本業の営業利益が黒字の健全な企業が多かった。逆に言えば、健全だからこそ大手銀行との取引が可能だったのである。銀行は、これら優良顧客と長年の正常な取引関係から利益を得てきた。しかし、その長年かけて築いた関係は、銀行の一時的な収益獲得のために破壊された

かもしれない。それらの優良な中小企業はこの事件を契機に銀行に不信感を持ったはずだ。銀行がこの結果を償うには長い期間を要するかもしれない。

## 6. 英国 FSA の賢い行動

### (1) 「ヘッジ目的」の金利デリバティブ損失返還の合意

本年 2012 年 6 月 29 日および 7 月 23 日、英国政府の金融監督当局である「金融サービス機構」(Financial Services Authority 以下 FSA と略す) は、日本の中小企業為替デリバティブ問題を考えるうえで実に注目すべき発表を行った<sup>注11)</sup>。

「FSA は金利ヘッジ商品(販売)に関して4大銀行との間で合意に達した」と題された6月29日の短い発表は次のような内容のものだった。つまり、英国の4大銀行が行った中小企業に対する「金利リスク・ヘッジ」名目のデリバティブ商品販売には数々の深刻な問題点が発見され、それゆえに銀行側は継続する契約の解約や清算に応じ、これら商品により中小企業側に発生したコスト(損失)を返還するというのだ。同損失返還の程度についてはケースバイケースで、銀行はさらに、今後、同種の商品を販売しないことも約束したようだ。そして、7月23日の発表は、同じ合意に7つの銀行が加わったことを報じている。

同6月29日の発表文は、次のようなFSA当局者のコメントで締めくくられている。

「多くの中小企業にとって今回の出来事は困難で厳しい経験となり、その影響は多くの人々の生活に及んだ。我々は、英国経済

にとって重要なこれら中小企業に対して確実にして迅速な結果をもたらされることを第一に考えた。そして、パークレーズ、HSBC、RBS、ロイズの各銀行が顧客に対して正しい決定を実行し、顧客に救済を申し出て過去の販売行動を見直すことは喜ばしい。これら銀行が顧客を公正に扱う必要性を理解してくれたことを歓迎したい。さらに、これら銀行のCEO・最高経営責任者たち（実名）がこれら合意の実行に関する責任を明確にしてくれたことを特に喜ぶたい。」（一部省略・意訳）

6月29日の発表文には、簡単ではあるが、銀行がどのような商品をどのように販売して、そこで何が問題として問われたかなどが書かれている。それによれば、これらの大手銀行は、2001年からリーマンショックまでの期間に、英国において28,000件もの金利デリバティブ商品を中小企業顧客に販売したとのことだ。そして、その商品内容は、単純な金利の「キャップ」から金利変動を一定の幅に抑える「カラー」（「キャップ」と「フロア」の組み合わせ）に及んだと説明されている。

世界の金融市場はリーマンショックを境に大きく反転し、金利もショック後に大きく低下した。したがって、この数年の間にこれら金利を固定する取引からは大きな損失が発生したはずだ。しかし、それだけならFSAが乗り出すような問題にはならなかった。英国FSAが敢えてこの問題に乗り出して銀行の損失返還の合意を取り付けたのは、銀行の販売方法に問題があったからだ。事実、FSAは銀行の問題行動として、銀行が、中小企業に対して契約のリスクや解約のコストを十分説明せず、ヘッジと言うに

は取引額が過大で、かなり強引に売り込んで多額の利益を手に入れたことなどを指摘している。

## (2) 賢い「合意」の形成

以上のように、英国で起きた事件と日本で起きた中小企業への金利スワップや為替デリバティブ販売事件が似ていることがわかるだろう。したがって、英国FSAの果敢な行動は日本の問題解決を考えるうえで大いに参考になる。

英国FSAの発表は「合意（Agree）」を強調しているが、実際にはFSAが指導力を発揮して「合意」にこぎ着けたのは明らかに思える。日本では行政当局による指導力発揮はネガティブにとらえられることが多いが、行政指導はその内容によって評価されるべきである。英国FSAの行政指導の背後には正義の実現だけにとどまらない彼らの高い見識が伺える。すなわち、銀行業は英国の重要産業でありその将来の発展には、銀行が公正な取引と活動によって利益を獲得する努力こそ重要でありそれを確保するのがFSAの仕事だという高い意識だ。それに加えて、多くの中小企業とその従業員・家族の生活がダメージを受け、英国経済の回復にとって由々しき問題になっているという政治的配慮もあったのだろう。

さらに言えば、このような行政主導の合意は、類似性の高い紛争を一挙に解決して個々に紛争を行う社会的コストをセーブする効果が考えられる。このような紛争において、中小企業側は裁判を通じて損失の全部または一部を取り戻すことができたはずだがそれには多大な時間とコストが必要だ。そう考えれば英国FSAと銀行界の賢さは一

層際立つ。また、合意にあるような慈悲あふれる銀行の行動は、長期的に顧客の信頼を取り戻す良い結果を銀行側にもたらさるう。

## 7. リテール投資家保護の在り方

### (1) 規制の限界と独走する自己責任原則

個人や中小企業など金融に疎いリテール投資家（金融商品の買い手）には一定の保護が必要である。それを実現する手段としては、まず、「民法」をはじめ「金融商品取引法」、「金融商品の販売等に関する法律」、「消費者契約法」などの法的な枠組みがある。それに加えて、金融庁は金融業者への検査や監視と指導を行う中でリテール投資家保護を推進できる。

これらのリテール投資家保護の仕組みは、これまでも、金融トラブルを予防し、リテール投資家を保護するのに一定の効果をあげてきた。しかし、その一方で、この 20 年来の日本において、金融の自由化と金融商品の多様化が進み金融市場の存在感と重要性が増して来た中、投資家の「自己責任原則」が強調されてきた。

日本の金融における「自己責任原則」の問題点は、金融に関する基本知識である金融リテラシーの普及や教育がないまま、なし崩し的に「自己責任論」だけが独走していることである。事実、金融リテラシーの教育など、日本では義務教育はおろか大学でもまともにやっていない。しかも、この数十年を振り返るとデリバティブを使った個人向け金融商品が急速に普及している。皮肉なことに、デリバティブの普及は、ホ

ールセール市場よりもリテール向け市場の方が早いように思える。

法律や行政によるリテール投資家保護の重要性は高いものの、具体的に考えると、それらは金融機関の内部的手続きや顧客から徴収する書類や印鑑の数の問題に還元されている。そして、それら書類上の形式的な手続きは、金融機関側にその意思さえあれば容易に乗り越えられる。たとえば、本稿で扱ったような長期の為替予約は多数のオプション取引を含む複雑な仕組商品だが、そのような商品を個人に販売する場合でも、金融機関に求められる書類は数枚の合意書や付属書類などである。それら書類は、複雑な商品を説明するものとして全く不十分なだけでなく、商品にデリバティブが内包されていることすら明記されていない。それにもかかわらず、そのような金融機関の勧誘は特に違法とされているわけではない。また、説明を受けた顧客は客観的にデリバティブなど理解できないにもかかわらず、一定の書面がそろえば「理解した」ことになってしまうのだ。

日本の金融規制が十分にリテール投資家保護を実現できていない一つの要因は、立派な法律があっても、現実の場面でそれが意味のある形で具体化されていないことだと言える。金融行政も金融機関もそれを意味ある形に具体化しようとしていない。たとえば、法的に金融業者の説明義務は定められているが、具体的な場面においては、デリバティブを内包する極めてリスクの高い商品の説明としてデリバティブのリスクの説明が必ずしも求められていないのである。これでは「説明責任」など有名無実である。

また、日本のリテール投資家保護において金融リテラシーの普及がほとんど無視されている事実も問題だ。金融リテラシー向上はリテール投資家保護に直結する。一部の公的機関では、「バーチャル株式投資」的なものを「金融教育」のように扱っているようだが、それは金融機関の広報と消費者に必要な金融教育を混同した良い例である。教育の場においても、金融機関主導の「金融教育」は盛んになりつつある。しかし、本当に必要な消費者の立場からの金融教育はどのような公的機関も推進しようとしていない。

今後必要なリテール投資家向けの金融教育とは、金融業者の利害から中立的な立場から、消費者の利益という観点からのみ考えられるべきである。(金融商品の手数料をめぐって金融業者と消費者の間には利益相反があるからだ。) 本来は、「自己責任原則」の前提として、そのような中立的な金融教育が必要だった。

金融規制当局の役割に関して言えば、日本の金融行政は中小企業為替デリバティブ問題に関してもっと多くのことができるはずだ。それは先に述べた英国 FSA の事例からも言える。日本の金融当局は為替デリバティブ問題に関して 2011 年に一度データを発表した以外に事実上何も行っていない。しかし、上で指摘したような商品性や販売方法の問題を考えれば、この紛争は、個々に解決を任せるよりは集団的解決を行う方が正義にかなっており利益も大きい。金融界の一部には、英国のケースのように銀行が取引の損失を返還した場合、日本の銀行の内部留保が減少して「信用不安」が起こることを懸念する向きもある。しかし、そ

れは客観的に誤りである。すでに述べたように、同取引による損失合計は 1 兆円程度でこれは大手銀行全体の年間業務純益を大きく下回るからだ。

## (2) 裁判のハードルを下げることと ADR の中立性確保が必要

リテール投資家保護の事後的な枠組みとしては裁判と ADR がある。そもそも、事後的とはいえ、裁判がリテール投資家保護に果たす役割は大きい。また、裁判であれば、個々の事情に即して、投資家と金融業者の責任を公平に分担することも可能である。

しかし、日本で裁判のハードルは高い。法律知識や手続き、かかるコストと時間などの問題にとどまらず、社会的にも裁判を回避する傾向が強いことも問題だ。リテール投資家保護には、これら裁判のハードルを下げるのが有効で必要だ。特に、銀行相手の裁判を起こした場合でも、中小企業の銀行取引に影響が出ないようにする金融行政による監視は是非とも必要である。実際、為替デリバティブ問題の裁判が少ない最大の理由は、経営者が抱く銀行関係の悪化への懸念である。

さらに、金融問題に精通した弁護士や裁判官など法律家の数が少ないことも裁判への大きな制約になっている。これは法律家の専門分化進展とも関連しているが、本来、金融というのは重要な分野であり、金融に精通した裁判官を意図的に増やす努力が必要と思われる。また、司法研修にも金融の専門科目が必要かもしれない。当面は、金融専門家による法律家への教育が有効だろう。

立法も含めたより根本的な問題解決への

対応としては、類似事件の裁判が多数起きている事実への対応が必要に思える。金融商品に関しては、同一または類似の金融商品に関するトラブルに関して、日本バージョンの集団訴訟や「クラス・アクション」の導入なども検討されてよいだろう<sup>注12)</sup>。

裁判以外の紛争処理方法である ADR は、裁判に比べて時間もコストもはるかに少なくて済むという優れた点を持っており、ADR が一定の成果を上げているのは確かだ。しかし、その問題は多く、今のままなら ADR よりも裁判のハードルを下げる努力の方が重要である。現行 ADR が和解を目指す性格上、妥協が必要であることは理解できるが、結果的に事実認定や争点はあいまいになりがちで、最終的な和解内容は銀行側の譲歩

に依存することになる。最近数か月は、ADR 申請件数の多さからか、金融機関側が ADR を回避する動きを強めているのは問題である。

また、たとえば、指定紛争解決機関である全銀協は紛争の一方の当事者の団体であり、その中立性には問題がある。事実、仲裁機関の対応が銀行寄りであるとの指摘は多い。今後、より中立的な紛争解決機関は是非とも必要である。さらに、ADR あっせん委員の選任についても、当然にその「中立性」確保が必要であるとともに、金融問題に関する「専門性」も必要と思われる。現行それらが確保されているのかは大いに疑問だ。

#### (注記)

注 1) 金融庁、『中小企業向け為替デリバティブ取引状況に関する調査の結果について(速報値)』, 2011/3/11.

注 2) 帝国データバンク、『第 6 回:「円高関連倒産」の動向調査』, 2012/7/26.

注 3) 金融庁、『各金融 ADR 機関の業務実施状況(平成 22 年 10 月～平成 23 年 9 月)』

注 4) 全銀協、『紛争解決業務の実施状況』, 平成 24 年度第 1 四半期

注 5) 全銀協、『あっせんの申立て事案の概要とその結果』, 2010 年度第 3 四半期から 2011 年度第 3 四半期

注 6) 金融庁 2006/4/27 発表 三井住友銀行が業務停止命令の処分を受けた。

注 7) たとえば、大蔵省(当時)の『金融の自由化及び円の国際化についての現状と展望』, 1984、および橋本内閣の「金融ビッグバン」, 1996.

注 8) 金融庁 2003/8/1 発表

注 9) 三井住友銀行、『SMBC の成長戦略について』, 2003/10.

三菱東京 FG、『貸しおこしプロジェクト』, 2003. 4.

みずほ FG、『第 5 回グローバル金融コンファレンス資料』, 2003/10 および『第 6 回金融コンファレンス資料』, 2004/9.

注 10) 三井住友 FG, 三菱東京 UFJFG, みずほ FG, 各行の 2003 年度から 2008 年度『決算説明会資料』

注 11) “FSA agrees settlement with four banks over interest rate hedging products”, 29 June 2012.

“Seven more banks agree to join FSA’s review of sales of interest rate hedging products to SMEs”, 23 July 2012.

FSA, 「Press releases - 2012」

<http://www.fsa.gov.uk/library/communication/pr>

注 12) 大塚他 (2012)。今のところ高額金融商品を対象にしたものではない。

#### (参考文献)

- ・大塚和成他, 『日本版クラス・アクション制度ってなに』, 中央経済社, 2012.
- ・金融庁ホームページ  
<http://www.fsa.go.jp/>
- ・佐藤哲寛, 『為替デリバティブ取引のトリック リスクヘッジを謳った偽りの金融商品』, PHP 研究所, 2011.
- ・島義夫, 『日本のクレジット市場 その誕生、発展と課題』, シグマベイスキャピタル, 2006.
- ・島義夫, “ハイリスク金融仕組商品の販売を支える背景と投資家保護”, 『玉川大学経営学部紀要 論叢』, 第 16 号, 2011 年 6 月, pp. 1-20.
- ・島義夫(2012a), “中小企業の為替デリバティブ問題と投資家保護に関する考察”, 『玉川大学経営学部紀要 論叢』, 第 18 号, 2012 年 7 月, pp15-31.
- ・島義夫(2012b), “中小企業へのデリバティブ販売問題・・・英国 F S A の鮮やかな手さばきと日本”, 『Capital Market Affairs』, 2012/8/17 日号収録, PR テック, <http://www.rptech.co.jp/>
- ・島義夫(2012c), 洲山 共著, 『ハイリスク金融商品に騙されるな』, PHP 出版, 2012.
- ・清水俊彦, “デリバティブ損失問題の深相(8)”, 『NBL』, No. 923, 2010-2, pp. 82-95.
- ・証券・金融商品あっせん相談センター (FINMAC) ホームページ  
<http://www.finmac.or.jp/>
- ・全国銀行協会ホームページ  
<http://www.zenginkyo.or.jp/>
- ・Financial Services Authority, UK  
<http://www.fsa.gov.uk>
- ・Hull, J. (1997) “OPTIONS, FUTURES, AND OTHER DERIVATIVES” .7th edition Pearson Education, Inc., (三菱UFJ証券市場商品本部訳 (2009), 『ファイナシヤル エンジニアリング 第7版』金融財政事情研究会)