

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

島 義夫

序章

為替デリバティブ商品販売に関係したトラブルがADR（Alternative Dispute Resolution 裁判外紛争処理手続き）に持ち込まれる例が最近急増している。リーマンショック前を中心に、大手銀行が行った中小企業への販売をめぐる争いである。この商品販売をめぐる紛争は、ADRだけでなく裁判事例も増えながら今後も続くと思われる。

これらの為替デリバティブ商品は、円安期間に「円安へのヘッジ」目的で販売され、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損失が発生した。しかも、公表されたADR事例からも明らかだが、必ずしも外貨ヘッジを必要としていなかった企業にも販売された。

現在も、購入企業は、必要額を上回る外貨を契約上の高値で購入する義務から多額の損失計上を続けている。その結果、本業の黒字が為替損失で相殺されるどころか、資金繰りに困窮し、含み損により実質債務超過状態に陥る企業も少なくない。倒産する企業も出ている。すでに成立しているADRの和解では、取引を解約した場合の解約清算金の一部を銀行が負担する例がほとんどである。

この問題は、その規模の大きさからして日本経済の観点からも無視できない。また、その公平な解決には新しい視点が必要である。さらに、この問題を通じて、リテール投資家保護の在り方にも新しいアプローチが求められている。

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」ととらえるのは公平とは言えない。販売された商品には不合理性があり、販売した銀行の行動や動機には多くの問題点を指摘できる。

本稿は、為替デリバティブ商品の中小企業に対する販売の問題点を明らかにするだけでなく、販売の背景についても考察して銀行の行動上の問題を明らかにして、問題解決とリテール投資家保護に関する考察を行う。

ここでの考察は、公表されているADRや裁判事例だけでなく、商品を購入した企業からの聞き取りにも基づいている。さらに、金融商品の解析や法的な論点に関してはそれぞれの専門家からの有益なアドバイスをいただいた。

筆者は、さきの論文¹で、複雑性の高い金融仕組商品と外資系投資銀行など幅広い金融機関の販売行

1 島 (2011)

動について論じたが、本稿は、リテール投資家保護への考察は共通しているが、特に、国内大手銀行とそれが販売した為替デリバティブ商品に焦点を当てた。

第1章 為替デリバティブ問題の現状

(1)節 販売件数は6万件以上、購入会社数は約2万社

金融機関が扱うデリバティブ商品とその販売態様は様々である。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後の数年間に、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。

金融庁は、全国銀行による中小企業向け為替デリバティブ取引を集計している²。それによれば、2004年から2010年9月の間に全国で銀行により販売された為替デリバティブ商品は6万3,700件であった。その内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。以上の残存契約数から単純計算すれば、1社当たり2契約以上が残存している。

しかしながら、これら数字は実態を過小評価している。例えば、調査対象となった外貨はドルだが、実際にはユーロなど他の通貨の取引もかなりある。また、銀行だけでなく証券会社も類似した内容の商品を販売しており、販売先も中堅企業に及んでいた。

同じ金融庁の発表には、購入企業における「損益状況」の数字も含まれている。それによれば、残存契約のうち2万5,000件に関して「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1,400億円だという。この数字から残存一契約あたりのネット損失額を計算すると560万円になる。

そして、2010年9月末の残存契約数4万500件に、この一件当たりのネット損失額を単純に掛けると2,268億円という数字が得られる。この数字が最も簡単な「ネット実現損失額」の推定総額になる。また、この数字を1万9千社の企業数で単純に割ると、一社当たり約1200万円のネット損失という数字が得られる。

しかしながら、「通算損益」の意味は判然としないが、これら過去の数字は損失規模を完全に過小評価している。なぜなら、契約の継続により、購入企業には過去の損失だけでなく「これから生ずる損失額」または「含み損」があるからだ。

その含み損は過去の通算損失額を超えていると推測される。金融庁の調査後にドル安・円高が更に進行しており、利益が発生しない中で損失だけが拡大した。後述するように、これら商品には不利な円高

2 『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年3月11日、金融庁

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。

例えば、過去数年のドル・レートの推移は次のようなものである。2007年に1ドル＝約120円のドル高・円安状態にあったドルは、世界金融危機とリーマンショックにより急速なドル安・円高に転じた。ドルは、2008年の終わりに100円を切り、この頃から為替デリバティブ商品には損失が発生し始めたものと推測される。その後、ドルは2009年終わりに90円を切り、上記金融庁の調査時点2010年9月頃のドル・レートは80円台後半だった。そして、2011年に70円台後半に下落したドルは、2012年4月現在は80円から83円の間で推移している。

(2) 節 増え始めた企業倒産と急増するADR申立

前節での簡単な推計により、全国で2万社近い中小企業が1社あたり数千万円、総計数千億円に及ぶ為替含み損を抱えている深刻な事態が理解されよう。

実際、為替デリバティブによる中小企業の経営悪化は深刻である。2011年12月8日の帝国データバンクの発表によれば、2011年後半から為替デリバティブ関連の倒産数は急増している。また、為替デリバティブ問題は、中小企業と銀行との間で紛争として表面化しており、裁判と並ぶ問題の法的解決手段であるADR（裁判外紛争処理）申立数は急増している。

ADRとは近年導入された、当事者の合意に基づく金融トラブル解決制度だが、その指定紛争解決機関としては、「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。

中でも全銀協への申立増加が顕著である。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³。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。直近2011年度第3四半期においては、新規あっせん申立件数339件のうち73%の246件が「デリバティブ業務」関連であり、この数字は前年同期の148件から大幅に増加した⁴。

ADRでは、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。ADR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。

一方で、銀行に対する裁判提起はまだ少ない。その理由は、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、銀行からの融資は必要不可欠であり、その銀行に対して裁判を起こすにはよほどの覚悟が必要だ。

同様に、ADRが急増していると言っても、前節で述べた約2万社の企業数に比較するとその件数は少ない。たとえADR申立であっても、銀行との取引関係悪化を心配して、中小企業は踏み切れないからだ。しかし、必要以上のドルを高値で買い取る義務により資金繰りが悪化し、どうすることも出来なくなってADR申立に追い込まれる企業が増えているのである。

3 金融庁『各金融ADR機関の業務実施状況』

4 全銀協『紛争解決業務の実施状況』

損失を抱える企業数が2万社近くあることを考えれば、今後も、資金繰りに窮した企業が順次ADR申立に動くケースは増えると予想される。また、時間やコストの面で障害はあっても、裁判に訴えるケースも増えるのではないかと予想される。会社存続の瀬戸際に追い込まれば他に選択肢がないだろうからだ。

(3)節 ADR事例に見る争点、ヘッジ・ニーズの有無・顧客適合性

ADRを通じた和解例が増えるにつれ、紛争内容がわずかだが明らかになってきた。これまで公表されたADRあっせん内容は類似している。それは、異なる大銀行が、同じ時期に、類似した商品を類似した方法で全国販売したという事実を反映している。

全銀協ADRあっせん内容はおよそ次のような内容になっている⁵。

- ① 企業側は、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ので同取引契約の解約を要求した。
- ② 銀行側の為替リスク・ヘッジニーズの把握は、例えば、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。
- ③ 契約を解約させ、解約清算金の一部は銀行側が負担することにする。

裁判の判決とは異なり、ADRは和解をめざすために争点があいまいになりがちである。あっせん結果の公表内容はわずかだが、少なくとも、銀行がヘッジのニーズが無いか乏しい顧客に対して「ヘッジ」名目で為替デリバティブを販売した事実は確認できる。

しかし、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。なお、解約清算金とは、契約解約の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る。

もう一つの指定紛争解決機関FINMACの為替デリバティブをめぐるあっせん事例には、金融機関の損失負担割合の数字が出ている。それによれば、金融機関の損失負担は、損失全体の50%から80%に及んでいる。また、FINMACのADRあっせん結果の方がやや明確に金融機関の責任についても言及している。例えば、数十億円単位の損失が生じたケースで、「狭義の適合性原則の観点からみた場合、本件デリバティブ取引が真に申立人にとって相応しい商品であったどうかは疑問が残る」との記述が見られ、つまり、金融機関による当該商品販売が「顧客適合性原則」に違反している疑いを指摘している。

全銀協とFINMACのADRでは、前者では銀行と顧客、後者では証券会社とその顧客の紛争が中心となっているという違いがある。したがって、両機関で扱われる紛争内容には多少の違いがあるかもしれない。さらに、全銀協のADRには、全銀協が紛争の一方の当事者である銀行の組織という点で、その

5 全銀協『あっせんの申立て事案の概要とその結果』

中立性には問題があることも指摘されなければならない。

通常、金融商品の販売に関するトラブルの法的な争点は、「金融商品取引法」と「金融商品の販売等に関する法律」などに基づき、金融機関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が中心になる。そして、上記、全銀協とFINMACのADRあっせんで指摘されているのは、顧客適合性原則違反の疑いである。「為替ヘッジ」を必要としていない顧客に為替デリバティブを売り込んだというわけである。

一般論として、金融商品販売における金融機関の責任を争う場合、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ている。それに対して、顧客適合性原則は、ある程度客観的に顧客が商品を必要としていたかどうかを判断しやすいと考えられている。上記ADRにおいて顧客適合性が争点の中心になるのもそのような理由からと考えられる。

(4)節 より深刻な実態

為替デリバティブ問題の実態は、公表されるADR事例などから見えるよりもはるかに深刻である。その内容は、判決には至らないものの、既にいくつかの裁判も提起されているため、明らかになるのも時間の問題であろう。以下、実際の企業からの聞き取り調査結果から、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支払いしか必要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も、「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少ない。購入する合理性もなかっただろう。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、多くの場合、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いる。このことは、金融庁の調査結果でも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、購入直後には買い手に利益が出るよう設計されていた。しかし、この「利益」とは、複数のオプション売りによるプレミアム収入の一部と見なせる。そして、2008年リーマンショックと急速なドル安・円高により2009年以降一斉に購入商品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っている。ドル購入の必要がない企業に至っては、ドルを高値で購入した直後にそれを安値で売却して円に戻すことを繰り返している。

多くの企業で、毎月の損失額には一定期間は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。

ほとんどの企業は契約解約を望んでいる。しかし、期限前の解約には、残る数年に及ぶ契約期間の損失を清算する「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。一部の財務的に余裕のある企業だけが清算金支払いにより既に解約を行っている。

この「解約清算金額」には銀行の手数料も乗せられているものと推測されるが、それを同商品の「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。銀行は、金融庁の行政指導により、解約清算金が払えない企業に融資を行っているが、それが問題の解決ではないことは明らかである。

(5)節 争われていない論点 商品内容そのものの問題と金融機関の行動

ADRの実例から、現状で紛争の争点が、銀行の顧客適合性原則違反の疑いであることを示した。現在進行中の裁判においても、主要な争点は、顧客適合性原則違反であるが、それに加えて商品内容やリスクに関する「説明義務違反」や将来の外貨相場に関する「断定的な判断の提供」なども争点となっている。

しかしながら、前節で示した実態を見るに、未だ主要な争点とされていないものの、今後重要になり得る争点がいくつかある。

その第一は、商品そのものの問題点、すなわち商品の経済的不合理性の問題である。

その第二は、銀行の行動に関係した問題である。具体的には、銀行による「優越的な地位の濫用」の疑いであるが、そのような行動をとった銀行の動機の説明も必要であろう。

商品そのものの問題点とは次のようなものである。次章で示す商品内容からもわかる通り、「円安ヘッジ」として販売された当該商品は、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、投機的性格が極めて強くなっている。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（プレミアム）の収入が発生するはずだが、

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ている。そのために、中小企業側はプレミアム収入の受取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。

銀行の販売における「優越的地位の濫用」の有無は、今後裁判などで解明される必要がある。少なくとも、ADRにおける解明は、その仲裁機関が銀行の団体であることを考えれば困難だろう。

これら為替デリバティブ販売は、結果として、銀行にとって優良顧客である中小企業の財務を悪化させたが、銀行がなぜそのような行動を取ったのか、その動機を考えることは問題全体の解明と解決にとり重要である。

銀行による為替デリバティブ商品の積極販売は、円安時代に重なり、為替市場の環境も販売を促進したと言える。しかし、それだけが動機ではない。詳細は第3章で論ずるが、同商品販売が積極化し始めた2003年は、金融当局から銀行に対して『金融再生プログラム』と収益改善を命じた「業務改善命令」などが発せられ、大手銀行の経営が強力なプレッシャーを受けた時期と一致している。そして、他の多くの収益改善策には成功しなかったが、結果的に銀行の収益かさ上げに貢献したのが中小企業へのデリバティブ販売手数料収入だった。

しかし、短期的な収益改善を達成した一連の行動は、銀行の長期的な発展と利益という面から見ればマイナス面もあった。銀行は、自らに重要な優良中小企業の顧客基盤を傷つけてしまった。また、立場の弱いリテール顧客から安易に利益が確保できたことにより、本当に必要だったグローバル競争力構築やホールセール事業の改善が遅れる結果となったかもしれない。

最後に、現在のリテール投資家保護や紛争解決の仕組みが不十分なことは明らかである。これについては第4章で論ずる。

第2章 為替デリバティブ商品の不合理性

(1) 節 商品の例

2007年前後の数年を中心に、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てその契約内容を次に示す。外国通貨はドルとする。

これは実例に近いが飽くまで仮想的な例である。通常、個々の金融商品の内容は、契約のタイミング、その時の市場の動き、そして銀行ごとに異なっている。ここでの数字は説明の便宜上端数をなくし、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。

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社としよう。実際に販売された契約上の商品名としては、「クーポンスワップ」や「長期為替予約」などいくつかのパターンがあったが内容は似たようなものであった。そして現時点のドルは80円とする。

- ① A社は、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 「ノックアウト条項」。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・オプションを売るのと同じ効果になる。)
- 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「コーポンスワップ」の形をとった場合、「想定元本」として2000万ドル(24億円)などの数字が契約書に明記される。その想定元本とは、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いだろう。

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円で買わされ、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)節 「円安ヘッジ商品」と言うよりも「レバレッジのかかった為替投機商品」

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のようなになる。

- 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 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プット売りによるリスクテー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の取引を「ヘッジ目的」で実行することはあり得ず、金融関係者の誰もがこの取引をヘッジ商品とは見ない。この商品の本質は、金融機関自身がやらないような高いレバレッジのかけられた為替投機である。

そもそも、最も簡単にして明快な「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、「ロックアウト条項」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、レバレッジをかけたドル・プットの売りはヘッジとは無関係である。

(3)節 過大なリスク 経済的にも不合理な商品

為替デリバティブ商品の解析には、銀行内部の各種為替レートやモデルなどのデータが必要になる。しかし、当該商品は金融業者にとっては比較的単純なオプションの組み合わせであるため、外部からの推定も可能である。また、デリバティブ商品のリスク量は、統計量や最大損失可能額などで推定されるが、ここでは、いくつかの事実からもっと容易に理解することができる。

例えば、ドルが実際に必要な企業は、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ていたと考えられる。したがって、上の例で言えば、円高でドル購入額が3倍になる契約内容では、当初から過大なドル購入になる可能性があった。同じことだが、かなりの企業で、契約の含み損失は純資産に大きく影響するような額に上っている。含み損で債務超過状態の企業もある。つまり、契約は最初からリスク量が過大だったと言える。

「ヘッジ」という前提をはずして、当該商品を「投資商品」とした場合にどのように見えるのだろうか。実際、最初からドルが必要な企業にとって、当該商品購入は、「ヘッジ」の名目で最初から投機をやらされたことになる。結論を言えば、当該為替デリバティブ商品は、前節で指摘したように、ハイリスクでローリターンの不合理的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中小企業が得られたリターンは、商品を構成するオプション価格など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。

第3章 金融機関の販売行動における問題とその動機

(1)節 中小企業の狙い撃ちと大手銀行の強い立場

為替デリバティブ販売における銀行の行動にはいくつか問題点が指摘できる。その中で、顧客適合性に関する問題に関しては、すでにADRでも指摘されている。売上も仕入も円で行われ直接ドル調達が必要ない企業にまで、執拗に勧誘があった実態からすれば当然であろう。

商品の仕組みやリスクの高さなどに関する説明義務についても、それが十分に尽くされたかどうかについても強い疑問が残る。仮に表面的な説明を受けたとしても、商品に付随する個々の条件がどのようなオプション的な意味を持つのかを理解できた中小企業経営者は皆無だったと思われる。

このような商品の購入に至る決断には、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。実際、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。

為替デリバティブ商品販売に関して、銀行の優越的地位濫用の有無を考える際には、次のようないくつかの客観的な事実が参考になるだろう。

まず、第2章で指摘したような為替デリバティブ商品の投機性や不合理性を考えれば、それらを理解した上で自ら好んで中小企業経営者が購入したとは考えにくい。そのような商品を購入したのは、商品を理解しなかったか、あるいは圧力を受けたからと考えた方が合理的である。

そもそも、中小企業に販売されたのと同様な取引を、販売した銀行自身が「ヘッジ」として行うことはないだろう。また、同商品をめぐり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のである。

さらに、為替デリバティブと同じ時期に「金利リスク・ヘッジ」名目の金利スワップ（固定金利支払い、変動金利受け取り）が中小企業へ販売された件に関しては、三井住友銀行が独占禁止法第19条（優

越的な地位の濫用)違反を理由に金融庁から業務停止・改善命令を受けている⁶。次節で指摘するように、為替デリバティブと金利スワップの販売は、銀行をめぐる同じ環境の下で同じ時期に行われたのである。

(2)節 大手銀行の動機、『金融再生プログラム』と「業務改善命令」のプレッシャー

為替デリバティブ販売に関する大手銀行の行動は、個別偶発的なものではない。その行動は、同じ時期の共通した背景における銀行横断的な動きであった。

その販売が開始された時期は、政府・金融当局により『金融再生プログラム』と「業務改善命令」などが発令され、収益力強化が大銀行にとって至上命題とされた時期に重なる。しかるに、大手銀行の収益改善への努力は十分に実現しなかった。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」と呼ばれた時代の日本の銀行業界において、銀行の主要な事業内容と収益源は、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得られた利ザヤ収入だった。そこに送金や両替など単純な手続きから得られる非金利収入たる手数料収入が加わった。その時代、銀行はこれらの単純業務を淡々とこなしていれば破たんするような心配は不要だった。

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⁷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金融業界の競争激化をもたらし銀行の事業環境を激変させた。また、不良債権の大量発生による損失は銀行の自己資本を大きく毀損した。

長期化した銀行の不良債権問題に対して、2002年10月、小泉内閣の元で『金融再生プログラム』が発表された。それにより、大手銀行は未処理で残る不良債権を、2003年度から2005年度までの間に大量に処理して健全さを取り戻す必要が生じた。それが実行できない銀行に対して、政府は、保有する株式の議決権行使などを通じて銀行を実質的に国有化するとの方針を示した。

その後、実際に、大手銀行は大量の不良債権処理を行った。すると、先送りされていた問題の処理が進んだことで株価も上昇するなど金融市場は活況を取り戻し、『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。この中で、自力での増資が十分にできなかったりそな銀行は2003年5月に実質国有化され、また、UFJ銀行は2004年に三菱グループに併合された。

金融庁は、さらに、大手銀行に対して収益改善を求める「業務改善命令」を発した⁸。これら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」

6 金融庁、2006年4月27日発表

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

8 金融庁、2003年8月1日発表

の時代は完全に終わり、銀行も、経営が悪ければ、国有化や他の銀行への併合、そして、経営陣は追放されることが明らかになったのである。これが、2003年から2005年にかけての銀行業界の時代背景である。

(3)節 大手銀行の収益改善を支えた為替デリバティブ販売

政府からの収益改善命令を受け、2003年以降、大手銀行は一斉に収益と業務の改善策を作成しそれを対外的にも発表した。それらの内容を当時の大手銀行の資料⁹に基づいて要約すると次のようになる。

- ① 大手企業向けの融資において、顧客企業の信用リスク判断を強化して融資金利と融資利ザヤの改定を行う。
- 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して拡大する。これにより金利収入と融資利ザヤの改善を実現する。
- ③ 非金利収入の拡充。特に大企業相手のホールセール事業において、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投信販売なども含め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である。しかし、問題は多くの面で実現が困難だったことだ。そのことは、業務改善命令後の各銀行による決算報告などの結果を見ればよくわかる。

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ようだ。

中堅中小企業向けの融資においては、大手銀行がそれまでなかったローン商品を開始したのは事実である。しかし、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。それが困難だったのだと思われる。銀行側はこの分野での成功を謳っているが融資残高という結果が伴っていない。例えば、大手銀行は、消費者金融業者を傘下に収めているが、そのこと自体がリテール向け融資事業のノウハウを大手銀行が開発できなかったことの証左でもある。

図3-3-1は、大手銀行である「都市銀行」の本業からの利益を示す業務純益の推移だが、業務改善命令直後こそ理由はどうあれ利益改善は実現された。しかし、改善効果は長続きしなかったことがわかる。

特に、融資における利ザヤは、業務改善命令前後でほとんど変わっていない。図3-3-2は大手銀行（都市銀行）の融資利ザヤが、業務改善命令の前後でほとんど変わっていないことを示している。大企業向

9 『SMBCの成長戦略について』2003年10月、三井住友銀行、『貸しおこしプロジェクト』2003年4月、三菱東京FG、『第5回グローバル金融コンファレンス資料』2003年10月および『第6回金融コンファレンス資料』2004年9月、みずほFG



図3-3-1

出所：全銀協

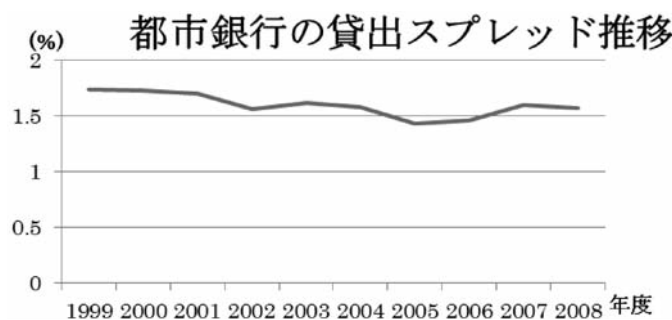


図3-3-2

出所：全銀協（「貸出金利回」－「預金債券等利回」）

けの金利改定や中小企業向け高金利ローンが順調に進展していれば利ザヤは拡大したはずである。

大企業相手のホールセール金融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。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。

大手銀行の外貨建て資産規模は巨大である。大手銀行は海外での「シンジケートローン実績」を誇り、海外の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。三菱東京UFJグループのモルガンスタンレーとの提携も、提携それ自体が大きな成果を上げたという評価はない。銀行以外でも、野村証券が買収したリーマンブラザーズ事業も最近では縮小されている。

個人や中小企業相手のリテール事業においては進展があったと言える。リテール分野において、競争も少なく大手銀行の力は圧倒的である。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。

結局、金融再生プログラムと業務改善命令後の大手銀行による収益改善計画は、リテール事業を除けば十分に進展していないと言うべきである。そして、その中で、2003年から2007年の中小企業向けデ

表3-3-3 三井住友銀行 対顧客デリバティブ販売関連収益（億円）

年度	2001	2002	2003	2004	2005
合計	630	990	1,260	1,400	1,000
中堅中小金利系	490	630	740	720	420
為替系・ 大企業金利系	140	360	520	680	580

出所：三井住友銀行

デリバティブ販売からの手数料収入は大手銀行の収益改善に貢献した。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、メガバンク3行による過去数年の決算報告資料を見るとその収益貢献を垣間見ることができる¹⁰。

たとえば、三井住友銀行で2003年度の業務粗利益増に最も貢献した部門は、中堅・中小企業向け事業の「法人部門」であり、同部門は前年比で419億円の増益を記録した。しかも、増益の最大の部分219億円は「対顧客デリバティブ販売関連」からとなっている。

また、表3-3-3のように、同行の2005年度資料によれば、「対顧客デリバティブ販売関連収益」は、トータルで2001年度の630億円から2004年度の1,400億円まで大幅な増額を記録した。そして、それを支えたのは中堅中小企業向けの「法人部門の金利系デリバティブ」と「為替系デリバティブ」である。但し、ここで言う「為替系デリバティブ」の詳細までは不明である。

三菱東京UFJFGやみずほFGの同時期の決算説明会資料においても、中小企業向け為替デリバティブの収益貢献が直接わかるデータはない。しかし、両行においても2003年度から2005年度の利益に中小企業向けビジネスや対顧客デリバティブ関連ビジネスが収益に貢献していたことは確認できる。

これら過去の決算数字から推測するに、メガバンクの中小企業向けデリバティブ販売の利益貢献はせいぜい一行あたり年間数百億円から1,000億円前後だっただろう。それは年間1兆円近い業務純益に対する割合として大きくはない。しかしながら、2003年以降の困難な数年間において、それが利益全体のかさ上げに他のリテール事業手数料とともに貢献した重要性は否定できない。

(4) 銀行自身への望ましくない結果

為替デリバティブ販売における大手銀行の一連の行為は、大手銀行自身の長期的な利益と発展に望ましくない結果をもたらす可能性がある。

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、結果的に銀行全体のサービス向上や、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が遅れた可能性がある。

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

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』

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。それこそが、収益と業務の改善へ向けて大手銀行がチャレンジすべき課題だろう。

また、大手銀行のサービスには、儲かっているリテール事業を含めて改善の余地が大きい。卑近な例では、正月休みにATM利用を制限する大手銀行は「銀行サービス」の本質を再確認すべきだろう。

中小企業への為替デリバティブ販売が銀行自身の長期的利益にとって望ましくない第二の点は、自らの優良な顧客基盤を毀損したことにある。

大手銀行が為替デリバティブを売り込んだ中小企業の多くは、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から関係を築いて利益を得てきた。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。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。

第4章 問題解決と投資家保護の在り方

(1) 節 規制の役割と自己責任原則

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。そして、リテール投資家保護を実現するのは、法や行政による規制や業界の自主規制、業者独自の経営判断による自主規制などである。

この問題に関係する法律としては、「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」などがある。それらの法律に加えて、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とのトラブルを未然に防ぐことができる。そして、トラブルが発生した場合には、裁判やADRという紛争処理方法がある。

これら投資家保護の仕組みは必要である。また、為替デリバティブ問題は別にしても、既存の仕組みが、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ことは間違いない。その一方で、過渡の規制や保護が金融市場をゆがめない配慮も必要である。日本においては、この20年来、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きた。そして、その中で、投資家の「自己責任原則」が強調されるようになっている。

これらの論点を、すでに発生している為替デリバティブ商品問題に即して以下考察する。

まず、現状で、業界や業者の自主規制の予防効果には疑問がある。すくなくとも中小企業に対する為替デリバティブ販売の事例を見れば疑問だ。

法律や行政による業者監視の重要性は高い。しかし、既存の規制の具体的な内容を考えると、要するにそれらは、金融機関の内部的な手続きを増やし、顧客から徴収する書類や印鑑の数を増やしているだけという見方もできる。金融商品販売で重要な説明責任や顧客適合性原則も、銀行内部の、書類上の手

続きなどの形式的な問題に還元することが可能である。

形式的手続きは、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。問題が続けば、さらなる手続きと書類の増加が必要になるだろう。この動きには限界がない。そして、一律の手続き増加を進めれば、本来必要がないケースにおいても余分な手続きが増え、金融機関のコストは増え、正常な業務に支障が生じるだろう。その弊害はすでに現実のものだ。

そもそも、絶えず進化する金融商品に対して、事前で一律の規制をかけることは困難である。また、そのトラブル内容は個別性が高い。

そう考えると、むしろ、問題の解決は、事前の規制よりも、個々の事情や背景を勘案して投資家保護と自己責任のバランスを取ることができるとする事後的な裁判の方が望ましく、また、フェアであると思われる。フェアな裁判により被害救済も可能になり、金融業者はそれを指針にして自主規制を実行することができる。

(2) 節 裁判のハードルを下げることと「中立的」な紛争仲裁機関が必要

今後、中小企業の為替デリバティブ問題も、裁判で判例が積み上げられていくものと思われる。しかし、それにしても為替デリバティブ問題の裁判例は少ない。

そもそも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、社会的にも裁判を特別視する傾向がまだ強いからだ。

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努力が有効で必要だ。裁判のスピードアップはもとより、例えば、関連する判例情報が、法律家でなくても簡単に検索できる仕組みが必要だ。また、特に、銀行相手の裁判を起こした場合、銀行取引に影響が出ないようにする仕組みや監視が是非とも必要である。それは金融庁の仕事だろう。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の進展などとも関連しているが、特に、数の問題について、法曹業界では「供給過剰」という認識が一般的だが、そこに顧客の利益という観点を加えることも必要である。

立法も含めたより根本的な問題解決への提言としては、類似事件の裁判が多数起きているという事実への対応が必要に思える。金融商品に関するトラブルに関して、その専門性に鑑みるに裁判で専門の窓口があってもよいだろう。また、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「クラス・アクション」の導入なども検討されてよいだろう¹¹。

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済むという優れた点を持っている。しかし、ADR申立ですら中小企業にとっては、裁判同様に銀行関係の悪化への懸念から、ハードルが高いのが実態である。事実、為替デリバティブ問題でも、販売された企業数か

11 大塚他（2012）。今のところ高額金融商品を対象にしたクラス・アクション制度は考えられていないようだ。

らしてADR件数はわずかだ。

それに加えて、現行ADRには大きな問題がある。それ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、結果的に争点はいまいになりがちで、和解内容は銀行側の譲歩に依存する結果になっている。

また、指定紛争解決機関である全銀協は一方の紛争当事者の団体であり、その中立性に問題がある。より中立的な紛争解決機関は是非とも必要だ。さらに、あっせん委員選任については、当然にその「中立性」確保が必要である。それだけでなく、金融問題に関する「専門性」も必要と思われる。それらが確保されているのかは大いに疑問である。

結局、ADRが一定の成果を上げているのは確かだが、中途半端で中立性に問題のあるADRよりも裁判のハードルを下げる努力の方が重要と思われる。

最後に、投資における自己責任原則に関して、それが一般論として正しいのは間違いない。しかし、日本におけるリテール投資家の金融リテラシーの低さと、初等・中等教育のみならず高等教育においてすら彼らに対して金融教育が行われていない現状を考えると、多くのトラブルで単純な自己責任論を適用するのは公平ではない。リテール投資家に自己防衛を可能にさせる金融教育の実施は政府の責任である。そして、自己責任論の適用は金融教育の進展とのバランスをはかることが必要だ。

為替デリバティブ問題は、商品内容の問題や銀行の優越的地位などの問題が関係するため、そもそも自己責任論になじまない面があることを指摘しておく。

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、2011-06、pp. 1-20

島義夫、洲山、『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/>

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) 『ファイナンシャル エンジニアリング 第7版』 金融財政事情研究会)