



INTERACTION COUNCIL

「グローバル化した金融市場の規制」

「グローバル資本市場は制御不能か」

クルト・ファーグラール

前スイス大統領

はじめに

本日の会議に、この議題の提起を求められたことをたいへん嬉しく存じます。我々は国内的にも国際的にも重大な懸念の的である問題、すなわちグローバルな資本の流れの急速な発展、資本可動性の途方もない拡大をもたらさざるさまざまなリスク、なかんずく国内および国際的政策立案者がそうした諸リスクに対してなしうる、あるいはなすべき手段があるのか、という設問を論議することになっています。

この問題は確かに、ここ数カ月来の協議議題の筆頭になってきました。我々は国際金融の領域で劇的な出来事を目撃しました。我々みんなが、一世紀以上の歴史をもつベアリング・ブラザーズ社が金融デリバティブの失敗で破産したことを聞いてショックを受けただけではありません。国際社会もまた、国内外の投資家たちが突然主要国であるメキシコに対する信用を減退させ、ラテンアメリカ全体から大規模な資本引揚げをするという劇的な結果に直面したのです。これらの出来事とその余波は、疑いもなく今後しばらく尾を引いて、投資家や銀行家や政策立案者をおしなべて考えさせることになるでしょう。

しかも、ベアリング社やメキシコの問題で押し出された心配のタネは、決して新しい問題ではありません。1980年代初めのラテンアメリカにおける債務危機の噴出は、当初はグローバル金融システムを崩壊寸前に陥れる勢いをみせ、さらに同大陸全体を長期的沈滞に追い込んだのです。しかしそれ以来、我々は「過剰な」資本が国境を越えて流出しているのかどうか、という設問を抱えているのです。同じ問題はヨーロッパでも、形は違うかもしれないが持ち上がりました。1992年のヨーロッパ為替レート・メカニズムの危機は、一部からは国際的な投機金融の流れの破壊的力量的証左として捉えられています。国内経済政策が、国際的資本の流れの巨大な攻勢にさらされて、国家的優先性の追求にほとんど無力化したように多くの人々に見えたばかりか、欧州連合のような積極的な国際統合プロジェクトも金融市場の変動性に脅かされたように見えたのです。資本の流れ全体とりわけ国際為替市場の規制強化を望む声が高まってきています。「金融市場の変動性と不安定性」を沈静させよ、という要求が多くの分野から上がっています。そしてそれこそ我々が、この傑出した人々のグループとともにこの課題を論議すべく集まった理由なのであります。

基本的原則

まず、私の基本的原則を列挙させていただきます。付言するとこれらは、さまざまな技術的データにではなく、基本的な経済原則に則った考察にもとづいております。また、市場は間違

いなく機能するものだというのが、私の基本的かつ全般的信条であることも述べておきます。金融市場もその例外ではありません。究極的分析においては、金融市場も基本的かつ現実的な経済および政治の要素を反映すべきであり、また反映するのです。市場経済の拡大、それに伴う国内外の金融市場の拡大は定着しております。私は、国際金融市場での慣行に最近みられる頻繁な変更は、通信や情報処理、金融技術などでの極めて大幅な進歩を反映したものである、と考えております。世界は小さくなり、そのなかで増大する複雑性やより急速な変化のペースにうまく対応するためには、さらに市場に依存せざるを得ないのです。私は、こうした新しい技術の全ての影響はまだ市場慣行に完全に組み込まれてはおらず、我々は今後さらに変化に直面することになるとさえ考えております。また私は、さらに多くの国がこうした進歩に参加することを望むだろうし、グローバル金融市場システムの発展が、そうした参加に対する大きな障害にはならないだろうと信じております。チェコ共和国のような改革途上国、韓国のような新工業国やチリのようなラテンアメリカのなかでも発展した国は、明らかに世界市場に本格的に参加する候補であり、インドのように長いあいだ市場力の受入れを口にしなかった国も門戸を開きはじめています。

とはいえ、私はいかなる意味でも、金融市場の自由化、国際的資本の流れの増大あるいは新しい金融技術の開発などが、明確に認識しておくべき重大なリスクをもたらすことを否定しようとは思いません。それを無視するのは危険です。私はもう一步進んで、そのことの知識だけではなく行動が国内外の政策立案者に必要なのだ、と申したいのです。金融のための市場——エネルギーのような物品もですが——というものは、必ずしも常に経済的福利の意味で最善の成果をもたらすものではありません。それは、不確実な将来への期待に大きく依存しているものです。投機過剰は、その期待が将来の現実を踏み越したときに表面化します。価格はしばしば、将来の市場をバランスさせるのに必要な水準以上に変化します。こうした過剰を、市場が発信すべきシグナルを損なうことなく沈静させるには、規則や法規の慎重な適用が必要であり、またその価格が基本的政策目標と両立しないことを伝える政府の明確なシグナルが必要な場合が多いのです。

金融市場の場合さらに重要なことは、現行の諸法規がアメリカの友人たちが言うところの「カーブに遅れをとっている」点です。それは陳腐化していて、リスクを減らすのではなく逆に生みかねません。しかし古い諸法規の改廃や真空状態を埋めることを検討するについて、政府は極めて慎重でなければなりません。法規は有益である分だけ有害にも働くものであり、法規は市場参加者を誤った方向に走らせるような強い動機を生み出すこともできるのです。

そして最後に、私が重要に思っている一般的な提起事項を付け加えさせていただきます。我々は新しい法令法規を工夫したりする前に自らが直面する重要なテストに正面から取り組もうではありませんか。自分や支持者が掲げた目標が達せられないときに他者をとがめる政策立

案者に固有な本能を念頭に置きましょう。市場の不安定性を直観的に投機筋や技術のせいにするのではなく、まず基本的政策が常に変化する条件の下で適切なものであるかどうかを点検しましょう。過去数十年間の金融危機は、その根源的原因がしばしば誤った経済政策そのものにあることを私に教えました。そして、ひとつ歴然としているのは、往々にして市場に生活をかけている人々が、そうした政策の誤りを政策立案者より早く発見する、ということです。

資本可動性の増大の便益とコスト

冒頭に申したように私は、国際金融における可動性の増強は多くの重要な利得をもたらすと確信しております。それはまた、一定のコストを伴うものでもあります。私が検討すべき根幹の問題と考えているものをごくかいつまんで述べさせていただきます。

第一に、もし資本が財貨生産に必要な資源が最低価格で入手できるところへ自由に流れるのなら、投資がさらに効率的になるのは明らかなことです。明らかにそれが、昨今の「海外直接投資」の拡大や、開発途上国と先進国とを問わずにみられた企業の工場新設あるいは他企業の所有権・経営権買収などの裏で働いていた推進力だったのです。直接投資や他の国際的投資の拡大は、この会議のために田谷禎三氏がまとめた背景資料によく記録されています。私は彼が立派に提供した詳細を繰り返そうとは思いませんが、直接投資のみならず国際的な金融資産あるいは金融市場、投資の流れなどに対する重要な意味合いがあると考えることについてかいつまんで述べたく思います。

直接投資は、工業国の間でも開発途上国に対しても拡大しました。そうした拡大はここ日本においても、日本企業が生産活動をコスト高の日本から、コスト安なアジア近隣諸国をはじめ、米国や欧州へさえも計画的かつ大規模に移転させるにつれて、顕著でした。それは、外向きの直接投資が長い伝統で経済規模と比較しても極めて大きい私の祖国スイスでも同様であります。

対外直接投資は、明らかに世界の生産性、成長、福利を強めます。けれども、対外直接投資が問題なしではないのも確かなことです。それは受入れ側の国が企業や産業を誘致するために過剰な助成を供与する場合に起きる問題でもあり、生産拠点の海外移転によって職を失うかもしれない資本輸出国の個々の労働者にとっての問題でもあります。それは他の工業国でもスイスでも同じですが、私はここ日本でも、生産現場ばかりでなく事務系の労働者の多くが勤めている会社が財貨やサービスの生産を低賃金のアジア新興工業国やラテンアメリカ、欧州に移転することで職場を失うのではないかと心配しているのを聞かされることが多くなっています。

しかし、老朽化し、死にかけている「斜陽」産業に人為的でコストのかかる保護を与えることが、この問題への対応であってはならないのも明らかです。むしろ政策的な対応は、存立可能な産業が繁栄するような環境を保証することでなければなりません。いずれの政府も、過剰な規制や税制障壁を撤廃し、国内労働力の可動性を向上させるよう求められています。労働者の技能向上つまり人的資本は、物質的金融的資本の可動性のより高い世界では、なによりも重要なものとなります。最後に政府は、失業が発生した場合に失職した人々が頼れるような、職探しインセンティブを軽減させない適切な失業対策の安全ネットを保証しなければなりません。

保護主義は資本可動性の増大に対する絶対に最悪の解答である、というのは全くの真理だと私は考えています。それは究極的には失敗するものであり — それが表面化するまでの間にも — 莫大なコストを創出するものです。つまり、直接対外投資は明らかにより利得の多い資本の流れの形なのであります。それは抑制ではなく、むしろ奨励されるべきです。付言しますが、もし政府が外国または国内からの民間投資に適切な環境を醸成すれば、国内の公共部門ばかりでなく多国的開発機関の資金の流出や枯渇を減少させるが、それは公共部門での厳しい財政的制約をよく承知している我々が心から歓迎すべきことであります。

次に、この会議が政策的関心を集める上でもっとも力になる、と私が考えているポートフォリオ投資の問題を取り上げさせていただきます。我々が昨今みてきているポートフォリオ投資の増加もまた、基本的には望ましいことであります。ポートフォリオ投資家は工場を建てはしませんが、建てようとするものに資金をもたらします。より大きな国際的ポートフォリオ投資は貯蓄者の利子を増やし、それで世界の貯蓄高をも増やします。より大きな貯蓄残高を持つ個人や国は、その資金を成長見通しの良好な国に投下することで、自らの将来の福利を確保できます。貯蓄資金の流動は、受入国の生産能力をより速やかに構築させ、新しい財貨やサービスから借款返済にあてるための将来収益を生み出します。こうしたことはすべて秘密でもなんでもなく、ほとんどの観察者がこの主張の論理に同意することでしょう。

したがって資本可動性の増大に対する憂慮は、直接投資の流動や貯蓄者の潜在的利得に主として関わるものではありません。そうではなくて憂慮はポートフォリオ投資の急激な拡大に伴うとされる不安定性に向けられているのです。このような流れは、ここ十年のあいだに国際銀行を通じる流れを次第に代替しつつあります。こうした「証券化」は、国際市場ばかりでなく国内市場にとっても同様に厄介な現象であります。

何がこういう変化を引き起こしたのでしょうか？ それは主として金融情報がより手早く入手でき、処理するコストも安くなっているという事実がもたらした結果です。以前は銀行で預

金残高に基づいて組まれた借款が、現在では投資信託や年金基金などのような「機関」投資家を通じて間接的に貯蓄者に売却されています。この変化は恐らく、国際市場と規制が撤廃された国内市場でもっとも急速に進んでいます。規制が撤廃された市場におけるより競争的環境は経費効率が、もっとも高い方式の金融取引への動きを促しているように見受けられます。同時にまた先進工業世界からとりわけ新興工業国にいたる各政府間に自国の金融市場を国際的ポートフォリオ投資に開放することを決めた国の数が増え続けています。ポートフォリオ資金導入の容易性の増大が、周到な規制が課せられて多くの内国市場よりコストが低いユーロ市場と通称される国際市場における各国やその企業による資本調達をますます可能にしています。新しい競争的な国内外の資本市場でのこうした新しい手法、技術や仕組みの全てが時の試練を生き残れるものではなく、ある程度の「実行から学ぶ」側面があることが多くの観察者を不安がらせています。この点については後で触れることにします。

国際的なポートフォリオ投資の流れの急激な拡大をめぐる憂慮は、その全てが金融方式自体に対するものではなく、そうした投資の流動性が極めて高いという事実に向けられているものです。メキシコの場合が示すように、数10億ドルもの資本が数日あるいは数時間のうちに清算されうるのです。買い方 — または売り方も — を見つけるのが困難だと、ポートフォリオ取引はその性質から、その資産価格の急激な変動を伴うこととなります。株式市場や債券市場の金融仲介的な役割が増大するにつれて価格は変動的になります。多くの観察者が憂慮するのは、この変動性です。しかし私の見解によれば、価格の変動性に対する恐れは大変に見当違いなものです。価格の動向は、それが林檎であれブレードー債券であれ、市場を均衡させる過程なのです。価格の動向を「抑止」するのは問題の解決ではなく、新しい問題を生み出します。それは「資本割当て」のシステムを創出することになるのです。ポートフォリオ金融による銀行資金の流れの置換を憂慮すべき展開だとするものも、私には全く分からないことです。金融システムにとっては、大型投資のリスクを多数のポートフォリオ投資家を構成する個々の企業や借り手階級あるいは国に分散するほうが、比較的少数の銀行に集中するよりもリスクが小さくなります。借入額の大きい借り手の支払い停止などがもたらす制度的リスクを削減するこの手法は、積極的な展開というべきでしょう。

少数の銀行にリスクを集中することには、公共政策あるいは開発政策に関わる側面もあります。1980年代初めのラテンアメリカの債務危機のあとで長々と続いた協議が示すように、債務不履行のコストをどういう割合で銀行と納税者に分散するかをめぐる論争が国際システムを立ち往生させました。ラテンアメリカへの国際的な資金の流れは、ほぼ10年間にわたって枯渇してしまい、それが同大陸の長期化した経済不振の一つの原因となったのでした。今回の問題は、これらの国が再び、流動の再開を長いこと待たされることにはならない、と思います。

資本可動性の強化は国内経済の制御力を破壊するか

しかし自由な資本可動性の新制度に対する主要な懸念は、政策立案者も大衆も「自らの経済的な運命への制御力を失った」との憂慮をしだいに深くしている、ということです。金融ショックは降って湧いたように襲います。金利は跳ね上がり為替レートは文字通り一夜のうちに崩壊します。政策立案者は一般的には責任外だったはずの危機的な状況に対応を迫られます。資産の市場価値は — それが債券、株式あるいは家屋であれ — 日本でもスイスでもワシントンの連邦準備制度が金利引き上げを決定しただけのことで動きます。基本的な「国内」経済要素は金利や為替レートとの関連性を喪失したかにみえます。投機 — 金融界の用語でいうなら — 国際的裁定取引の影響力は、即座に文字通り地球全体に及びます。このことが多くの政策立案者ばかりでなく大衆をも憂慮させるのです。

けれども私にもう一度、そういう感情が真に正当化されるのかどうかを問わせていただきましょう。私の思うに、答えは実に簡明です。まことにその通りで「金利、株価、為替レート」は相当な長期にわたってある国の生産的資産の実質価値や通貨の実質的国際購買力の水準を「踏み越し」続けるでしょう。しかし、究極のところでは「基本的な経済的影響力が支配」するでしょう。それらは、ある国が一定期間に生産する財貨やサービスの実質量、借入した債務、貯蓄率、投資機会そして当局が供与を決定した資金量などで決まってくるものです。

私が、ここ数年のあいだに発生した — そして続いた — 金融価格の主な動向を思い浮かべてみても、最終的に基本的な経済要因によらなかったものをみつけるのは困難です。

● 1992年秋にはじまった欧州通貨制度の危機は、為替レートの過剰評価の修正を欠いた結果でした。高く推移したインフレ傾向がいくつかの加盟国に、価格水準を5年前に固定されていたレートの線を明らかに外れたところに設定させてしまったのです。イタリアや英国などのように厳しい流動性引き締めを選択を迫られたいくつかの国は結局、レートを修正することを認められました。痛みをともなう道筋を選んだフランスなどの他の諸国は、今日にいたるまで概ね安定した通貨を維持しています。

● メキシコの危機もまた、あらゆる意味において基本的要因によるものに他なりません。メキシコの対外収支は、かなりの間にわたって悪化を続けていたのですが、1994年半ばに外貨準備残高が減りはじめた際に、政府は金融および財政規模の引き締めに失敗しました。当然なことで、予想される政府の強制措置による資本損失を恐れた投資家が撤収に動き、市場も破綻したのでした。

● 昨今におけるドルの急激な下落と円の高騰にも、いくつかの基本的経済要因が働いています。こうした動向は、まことに単純なことに両国政府ならびに中央銀行の政策決定に対する姿勢の違いにあります。米国連邦準備制度は3パーセント台のインフレ率に満足しているように見受けられますが、日本銀行は1パーセント以下を目標にしているようです。米国政府は日本を通商上の譲歩に追い込むためにドルの下落にも満足しているようです。深刻な不況の中でなお徐々に拡大する日本の財政状況と米国の減税と財政赤字解消策をめぐる不明確さが、ドルの対円価値に圧力になっています。

これらの場合のすべてにおいて、市場の「オーバー・シュート」があったのは明らかですが、同時に市場が発信するシグナルにいくつかの極めて基本的真理があったこともまた明らかです。私は一般的に申して、金融価格が経済的基本要素を反映するものであることを確信しております。しかし短期的には、価格が基本的に正当な価値から大幅に乖離します。このことが痛みを引き起こし、政策立案者には対応を求める圧力がかけられます。輸出企業は過剰評価された為替レートで打撃を受けます。家持ちやビジネスマンは過大な金利に苦しみます。消費者は為替レートが高過ぎるときに支払わされ、貯蓄者は金利が低過ぎるときに目減りに悩むのです。ものごとが常に「ちょうど程々」であったら、だれもがみんな、ずっとマシなことでしょう。しかし、スイスでの我々の体験——とりわけ一時的な為替レートの過剰評価——は、金融財政政策が正しい路線にある強い証左がある限り、政府は金融価格の変更を試みるべきではないことを示唆しています。単なる一時的な高騰によるスイスの金融拡大が、現時点では正当な根拠とはならないのは明らかです。しかし過剰評価が日本で何年にもわたってなされてきたように持続するなら、政策立案者は「市場」が何事かを告げていることを信じはじめなければなりません。

私はここで、資本の可動性が投資家そして潜在的には政策立案者にもたらす大いなる長所に触れることとなります。金融市場は痛みを伴うかもしれませんが、それは同時に「教師」にもなれるもので、市場からのシグナルをあまり長いあいだ放っておいてはなりません。市場は多くの場合、政策が誤った軌道にあり修正が必要なことを示唆します。金融市場——投票箱ではなく——を通じて民間部門は、「政府をしつける」新しい手法を発見したのです。

短期的には金融市場は、政府や国家が彼らの手法のらち外にあることを許容します。例えば1993年、政策が明らかに平衡を失っていた国々——私はメキシコばかりではなくイタリアのような欧州その他の国々のこともいっているのです——は、莫大な資本流入の受入国でした。これらの国の市場は「誤った安逸感」を創出しました。市場のそうした傾向は、政策立案者が関心を払う度合いを次第に高めていくべきリスクでした。なぜなら、市場がひとたび政策立案者に対する信頼を失ったとき、その「返礼」はまことに速やかだからです。

しかし、そうした潜在的懲罰の示唆も、国際的な金融資本の可動性が、取引や課税その他と同断に政府の介入を通じて「グローバルに」抑止されるべきはないことも明らかです。それは私の見るところでは、対応策として間違ったやり方です。メキシコその他からの教訓は、むしろ以下のようなものです。第一に、資本可動性は「政府の国内整頓任務を解くものではない」ということです。実際はそれとは逆なのです。政府は持続性のない金融財政政策にこだわるのをやめるべきです。政策の安定性と一貫性は、前途への期待を安定させるのに大きく役立ちます。安定した期待は逆に、金融市場に一層の安定と変動の沈静化をもたらす結果になります。

第二にしかし、責任ある金融財政政策だけでは、常に十分とは限りません。基本的に弱体な国家の政府は、特に資金が極めて低金利で供与されるような場合であっても国際金融市場に「依存することにならないように意識的決意をすべき」であると、私は確信しています。そういう低利金融はたちまち枯渇しうるし、金利は急速に上がりうる。また債務借り換えも大きな負担を伴うか、または全く無理な場合もありうるのです。1970年代末に銀行家がラテンアメリカ諸国に資金を「投げ込んでいた」という話はよく知られています。銀行家も政策立案者も、リスクを認識していなかったようでした。同じ話が1993年から1994年にかけて繰り返されたのは、市場の誤り易さの悲しむべき確認でした。

最近、我々がアルゼンチンにみた「接触の伝染」は、いくつかの国とりわけ「政策の信頼性の長い歴史」が確立されていない国では、基本的要素が深刻に破綻していなくても釣り合いを失するほどの打撃を被りうることを示しました。投機的な流入を抑制したらもっとうまく対応できたことでしょう。私はアジアのいくつかの国とチリは、前進をみせたと思います。私の諸政府への忠告は「むしろ禁制するのではなく」「自発的警告を試みよ」というものです。国内金融市場の全面的な自由化は、恐らく経済が強固な生産的基盤を築き、貯蓄水準が十分に高まり金融および財政的安定と政策への信頼性が確立されるまで見送られるべきでしょう。

多国間金融機関の役割

拡大を続けるグローバルな資本流動に当面している「多国間金融機関」の役割とは、どんなものなのでしょうか。一つははっきりしていることがあります。それは「メキシコの場合のような緊急救援は厳密に例外として残されるべき」である、ということです。これには「道義的危機」が存在しています。借方と貸方を自らの失敗から救い出すことは、彼らばかりではなく他のものをも同じ失敗を繰り返させやすいものなのです。正直なところ、こうした緊急救援は結局、すでに同じような誤った投資決定をしたことのある国に「先進国の納税者の資金を移転する」ことになるのです。こんなことが政府の意図する利益の再配分ではありません。勿論、緊急救援は困難

の中にある債務国の罪もない多くの国民に無用な苦難を与えないためには不可欠な手段です。しかし、資金の活用条件と事後にとられるべき政策が完璧であってのことです。こうした緊急救援は債務国の国際市場への参入にも役立ちます。それも重要なことでは、危機にあたって供与された資金は厳格な条件と優先的な償還計画が付けられるべきです。

多国間金融機関は、危機や緊急救援のリスクが発生する前に軽減する役割にもっとも適するものでしょう。事後にとられた政策に対する国際機関の正直な評価の公表や参加国による諸データの公開は、将来の事態に対する市場の評価を向上させ、不愉快な驚きを避けることに役立ちます。メキシコが準備高の大幅な損失に関するデータを迅速に公開し損なったことが、最後に現実になった資本の逃避を一段と強欲なものにしたことは疑えません。金融保証を暗黙に供与するのは極めて間違ったことであり、そのような目的のためにIMFの資金を増額することもまた、間違ったシグナルを発信することになります。しかしIMFは、民間資本がより自由に流動し新しい国々がグローバルな資本市場で活発に動きはじめている現在、流動危機につなぎ融資をするという伝統的役割を果たし切るためには一層の流動性が必要とされるでしょう。

同時に我々は、ポートフォリオの流動がどのような形にせよ世界の最貧国の開発努力に対する政府援助の減少を肩代わりするように考える誤りを犯してはなりません。「新規登場市場」に関する論議の中で多くの国の名が触れられましたが、現実に流動する資金の大部分はアジア、ラテンアメリカ、東欧などにあるより大きくより発展した少数の国に向かっているのです。直接投資の流動のほうが、最貧国や市場のない途上国でも最も組織が遅れているいくつかの国にとって約束を供与できそうです。しかし、その多くは、リスクと多様化を志向する国際投資家が真剣に検討する気になるためには、まず基本的インフラ、保健、教育などの面での政府援助が必要でしょう。

デリバティブの便益とコスト

最後に私が簡単に触れたい問題は、最近の数年あるいは数カ月に急速に成長し、非常な憂慮を引き起こしたデリバティブ（金融派生商品）をはじめとする新しい金融方式についてです。私は、いかなる意味でもこの分野の専門家などとは申しません。ここでも私は、極めて単純な考え方をお示しできるだけです。

私の最初の所見は、デリバティブはリスクを創出しない、というものです。その利用者が勇気づけられるのは、デリバティブが供与するレバレッジ（借入による投資）とその本来的な複雑性で、利用者はそれによって手元に現金があったら考えもしなかったような立場に立てること

になるのです。実のところ私は、デリバティブの創出は「金融の潜在的不安定性に対する市場の自然な反応である」とまで提議したく思うものです。すでに私が主張したように、この不安定性は他のすべてと同様に、政策に安定性と一貫性が欠けていることの結果であります。金融の安定性がグローバルに増大すれば、金利および為替レートのデリバティブの必要性は除かれなくても減少するでしょう。

デリバティブは、今日のように開放され変化の早い市場の世界で借り手と貸手、生産者から消費者までが直面している本来的リスクに対する安価なヘッジないし保証手段を供与します。勿論それらがすべてのリスクを防ぐことはできません。市場が沈滞しきったり相手方が支払い不能になったり価格が想像外の大幅変動をしたりして、最善に設計された損失防衛策を圧倒してしまう可能性は常に存在しています。しかしデリバティブは確かに今日、グローバルな金融市場で参加者が当面する多くのリスクに対する極めて価値のある保護を供与するものなのです。デリバティブは「利用者に親密」だったからではなく極めて有用だったから急速に成長したのです。

とはいえ、デリバティブにまったく問題がないわけではないことも明らかです。一部のものにはコスト効果の高いリスク回避策を供与するレバレッジが、他のものを安いコストで大きなリスクを負う立場に立たせもするのです。そればかりではなく、より洗練され最も有用な多くのデリバティブの本来的複雑性が、それを利用したり取引したり自らデリバティブを販売したりするような大手金融機関のいくつかさえ、後に残るリスクを見失わせてしまうのです。このような状況下では、政策立案者や重役たちが近代的リスク管理における最新発明に対して多少の疑念しか持たなかったことも恐らく許されていいかもしれません。

デリバティブに対する懸念が大きくなるのに伴って、それが及ぼすリスクに対処するための提案が数多く示されました。それらはバーゼル金融監理委員会のような公的機関や国際金融研究所のような企業グループ、欧州共同体のような多国間グループ、個々の政府や市場監督機関とその助言者である専門学界から寄せられたものでした。問題なのはそれらの提案のほとんどが実施に移されていないことです。国の監督システムと多様な機関や市場の監督者との間の見解の対立が問題の一部なようですが、市場や方式、機構などの変転する本性が関わり、またデリバティブ・リスク管理技術の中断のない発展ぶりもまた、その役割の一端になっています。

私はここで、デリバティブその他の手法による銀行の信用リスクを統合するというバーゼル委員会の1988年合意が、多くの国で採択されたことを称賛とともに指摘しておきます。これによって、大型の取引相手が支払い不能に陥って損失が国際銀行システムに拡大する事態が起こる可能性は少なくなりました。残念なことですが、銀行ばかりでなく「他の」ノンバンク金融

機関や規制対象外の企業も国際デリバティブ市場の主要な参加者になってきており、したがって銀行のリスクは減ったかもしれませんが、大手のノンバンクが似たような結果を引き起こさないとは断言できません。しかも、市場のリスクや証券価格、金利、為替レートなどのの変動が損失をもたらす可能性を管理するルールは、これまでのところ採択されていません。市場リスクが公表された損失のほとんどをもたらしているので、去る4月12日にバーゼル委員会がおこなった新しい提案は、たいへん出遅れたようですが我々の確固たる支持に値するものです。これらのルールは最小限の共通基準を設定し、またよりよいリスク管理や管理技術の発展を奨励する上でも十分な柔軟性を備えています。

実のところ私は、世界をまとめた共通の基本的規制基準を設定する上での最大の問題は、監督者が合意できないためではなくて、世界の基本的な法的、経理的システムが金融慣行の変化のペースにまったく随ってきていなかったことではないかと疑っております。銀行に対して国債利回りの変化による損失に備えた資本を積むように求めるのは、ほとんどの会計システムがそれを承認していないのですから、いささかばかげてみえることです。当然ながら、銀行や企業の帳簿上のどこでも承認していないリスクを実際に回避する手法に対して資本を積むことは、極めて非生産的であります！

デリバティブについての私の最後の観点は、規制によってすべての問題を解決できると思っ
てはならない、ということです。規制はほとんど常に慣行に一步立ち遅れるものです。我々が進歩の完全な停止を望むのでなければ、規制ができるのは共通の基本的土俵を保証することと極めて重大な悪用を防止することだけなのです。バーゼル銀行監督委員会が最近提案したルールは、そういう基盤をもたらすものにみえます。同ルールは、すべての国、ノンバンクの監督者によって速やかに採択されるべきであり、その他の市場参加者にもよき慣行のための自発的基準と受け取られなければなりません。

次の重要な段階は世界の法的、会計システムをよりよく現状に合わせたものにして、デリバティブその他の新手法のリスクと利得、また金融市場の変動に関係のある在来手法などに明確に対応できるようにすることです。しかし、もっとも求められるのは経営幹部や企業の重役、公的あるいは民間年金基金その他の利用者側がデリバティブのリスクと利得についてもっと認識を深めることです。私はとくに利得に触れましたが、それは多くの金融機関がリスクが伴うことを考慮せずに利益を生む奨励システムを設けているようにみえるからです。責任ある運営と参加者自身による規制だけがデリバティブ市場の行き過ぎに対する本当の保障であるようにみえます。

結語

では総括して終わらせていただきます。最近における金融市場の変化は、この市場ですでに活動している工業国にも市場へのアクセスが開かれたばかりの国々にも多くの利益をもたらしました。基本的には、私はこれらの市場は基本的な経済の力、一日単位ではないにせよより長期的にはほとんどの実質的な経済的決定に関連して値を立てていると思います。勿論、問題もあります。金融市場は、我々のほとんどのデータに現れる昨日の出来事ではなく、本来的には不確実である将来の予測によって動きます。時には市場が明らかにこれらの出来事を踏み越すことがありますし、恐らく同様に重大なことです。別の時には完全な反応をし損なうこともあります。けれども使用者を射倒す前に我々自身の行動をまず検証しようではありませんか。経済政策それ自体が明確で首尾一貫していますか？ 昨日定めた政策方針が今日の状況に調和し、そして明日も調和するのでしょうか？

第二に、仮に国際金融システムに欠陥が見つかった場合 — 多く存在しているのは明らかですが — でも、「ゲームの規則」の変更についてはごく慎重でありましょう。規制は金融の安定を「減らすよりもむしろ増やす」のだということを確認しましょう！

最後になりますが私は、昨今は国際的な政策宣言が以前ほど真剣に受け取られていないような全般的な感じを抱えています。これは政策が悪くなったせいなのですか？ 政策決定者が自らの発言や行動の中で国際的意味合いを真剣に対処していないためなののでしょうか？ それとも事実は、強力な共通の敵対者が不在によって協力の必要性に対する自由世界の関心が弱まったということなののでしょうか？

活発な論議を期待するものであります。