

## 株価指数先物取引30周年

大阪大学名誉教授 仁科 一彦

1. 先物取引開始にいたる経済環境と主要な関連要因（前々稿）
2. 先物取引30年間の足跡とその影響（前稿）
3. 先物取引等の金融デリバティブの発展（本稿）

### 3. 先物取引等の金融デリバティブの発展

前稿では株価指数先物取引が時宜を得て開始され、その後現在にいたるまで順調な発展を遂げたことを確認した。ならば、この30年間で株価指数先物取引に期待されていた重要な役割を果たして、わが国の金融経済に好ましい影響を与えたことも明らかにした。本稿では株価指数先物取引を含む金融デリバティブの将来について、いくつかの側面から検討し、その望ましい発展のために必要と思われる条件を考察する。そのために、まず株価指数先物取引をはじめとするデリバティブ取引がなぜ必要かという基本的なテーマを復習して、理論的なエッセンスを簡単に整理しておく。

#### 市場メカニズムの機能

わが国をはじめとする先進諸国の経済は近年急速に成熟度を増したと言われる。成熟の定義については諸説があると思われるが、多くの場合に、所得の順調な成長をはじめとして、貧困の撲滅が進んだこと、深刻な不況にいたる大きな景気変動を回避したことなどが指摘される。あるいはグローバル化の進展がさまざまな恩恵をもたらした一方で、それにとまなう各種リスクや格差が増大したことを強調する意見があるかもしれない。資本主義経済の成熟がもたらす影響を金融経済の側面から家計と企業についてみると、いくつかの現象が想起されるなかで、前者では金融資産蓄積の昂進と、後者ではグローバル化による取引の複雑化が注目を集めると思われる。

家計や個人の金融資産の蓄積が進むにつれて、主体の経済行動は自由度を増すから、カスタマイズの消費生活を欲するようになり、それを可能にするための多様な経済契約が必要になる。そこで作成された諸契約は必然的に未知の情報や予想を伴うものであるから、公の場(市場)で交換や取引の対象にすることで、より合理的な交換条件すなわち価格を追求ようになる。このプロセスは実際に行われてきたもので、理論的にも歴史的にも確認されている。一方企業行動はグローバル化が進み、多様なビジネス特性はもとより、異なる社会や文化に対応しなければならない。そのため、さまざまなリスクに対応する必要が生じて、リスク・コントロールと総称される新たな機能が求められる。このように経済の成熟はいずれの主体に対しても新しいリスクという問題に対処することを強いるが、実はこれは資本主義経済が本来内包している課題なのである。

資本主義経済は市場メカニズムという基礎の上に構築されたシステムであることは周知の通りである。市場メカニズムは他の経済システムに比較して、資源配分の効率性という基準において最も優れていることが証明されている。一方、効率性以外にも社会が必要とする経済機能には公平性や公正等の基準があるが、それらに関して市場メカニズムは優越性を保証できない。こうした限界を持ちながらも、市場メカニズムすなわち資本主義経済が人類社会に大きな貢献をしてきたことは明らかであろう。資本主義経済のもとで人々の暮らしが豊かになったことは誰もが実感している。それは人々が自由競争の威力を信じて

市場メカニズムを支持し、資本主義経済を選んだ結果である。

市場メカニズムに備わった資源配分の効率性とは次のような内容である。経済活動を維持するために必要であり有限であるとともに獲得するには必ず費用のかかる諸資源を、最も有効に活用することを意味する。たとえば、企業の生産活動には原材料やエネルギー等の投入財に始まり、情報や労働にいたるさまざまな資源が必要である。それらをどの企業がいかなる条件で利用するかという課題を市場メカニズムによって決定すると、他の方法に比べて最も無駄がなく、社会の観点から見て望ましい結果になることが明らかにされている。

この機能は金融・資本市場のメカニズムに典型的に現れている。任意の資源を購入する場合に、最も高い価格を払う企業がそれを利用する権利を得るのは言うまでもない。当該企業が他の企業より高い価格を払える理由は、その資源を用いて他の企業より優れて価値の高い製品を生産する計画（プロジェクト）を持っているからである。重要なのは、そのような優位性を当該企業のみならず金融・資本市場の参加者である投資家すなわち資金供給者も認めていることである。つまりプロジェクトに関する金融・資本市場の合意が企業の評価を高めたから、当該企業は他より有利な資金の調達が可能になったはずである。そうでなければ、他の競争企業より高い価格を支払って資源を獲得することはできない。したがって、資源の利用に関して金融・資本市場で成立している企業の評価こそが資本主義経済の基本構造を支えていることになる。近年この評価が企業の価値であることが理解されて、企業価値という表現が人口に膾炙してきたのは周知の通りである。

このように理解すれば、われわれの生活において市場メカニズムの果たす役割がいかに重要であるかを再確認できる。ところが市場メカニズムがその最大の利点である資源配分の効率性を発揮するためにはいくつかの条件があり、それらのすべてが備わった市場は実際には存在しない。たとえば取引のすべてを市場参加者の自由な行動に任せるという、いわゆるレッセ・フェールの市場では、望ましい機能は保証されないのであり、何らかのルールや新たな道具を導入しなくてはならない。これが市場メカニズムに課された条件なのである。なかでもいわゆるリスクに関する問題への対応が最も困難な課題のひとつであり、多くの研究が蓄積されてきた。

## リスク理論の発展

人々の経済活動は、それが生産であれ消費であれ、あるいは貯蓄であってもその結果は必ず不確実である。行動に先立って結果が確実に分かることはない。その不確実性をリスクと呼ぶと、リスクのない経済は存在しないと言える。もし市場で取引される財や契約にリスクが付随していると、上記で確認した市場の優位性は保証されない。すでに強調したように、実際の経済活動は必然的にリスクをとまうのであり、それを避けることも消し去ることも不可能である。それゆえ市場の優越性を維持するためには、何らかの工夫をしてそのリスク負担を経済社会全体で分かち合うか、新たに費用をかけて対策を講じなくてはならない。この課題に対して資本主義経済は株式会社制度や保険契約という仕組みを考案して対応してきた。そのなかで20世紀後半から理論的ならびに実用面で急速に発展した金融デリバティブは、卓越した手段であり強力な道具なのである。

株価指数先物取引に代表されるデリバティブ取引は、株価指数という原資産を前提にして契約を作成した派生的な取引である。資本主義が考案した株式という制度も、その本質を厳密に考察すれば、企業活動の成果を原資産とみなしたデリバティブ契約であることが解る。同様に、成熟した資本主義経済では将来のリスクに対応するためにさまざまなリス

ク・コントロール手段を創り出している。そのようなイノベーションの基礎に経済理論の発展があることは言うまでもない。市場メカニズムという優れたシステムが対応を余儀なくされてきたリスクの問題に対して、デリバティブ契約を市場で取引することによって大きな便益を得られることが明らかにされたのである。具体的には、原資産の将来動向がもたらすリスクに対して、複雑な契約を個別に作成するのではなく、デリバティブ契約を作成してそれを市場で取引するという巧妙なシステムを創造した。便利で使いやすくしかも費用の安いリスク・コントロール方法が実用化されたのである。

## デリバティブ市場の発展

これまでに見られたデリバティブ市場の急速な普及と市場の拡大は、その背景に次のような要因があったと言われている。経済の成熟と多様化、世界経済のグローバル化の進展、通信技術やコンピュータに関する技術革新そして金融産業における規制緩和の進行等である。これらの要因が近い将来に逆行したり消滅することは考えられない。したがって、デリバティブ取引を巡る環境が急激に変わって需要と供給の条件が一変し、デリバティブの利用が縮小するようなことは考えにくいのではなからうか。むしろこれまでデリバティブ契約の利用に関心を持たなかったビジネス主体も、リスク・コントロールの必要性から検討するようになる可能性が大きいと考えられるから、将来多くの市場でデリバティブの導入が進むと思われる。その場合に登場する将来のデリバティブは新しいデザインやアイデアを取り入れているに違いない。それらを供給する金融産業ではデリバティブの開発と活用が盛んになり、金融ビジネスに占める開発や活用等にかかわるフィービジネスの比重が高まると予想される。

具体的には、デリバティブを利用した契約や取引のスキームが明瞭で使いやすく、費用が低廉であるという特質は利用者にとって大きな誘因であるから、主たる需要者の金融機関と企業はともに利用を増やすはずである。金融機関は資産管理や運用のために、デリバティブを組み込んだリスク・ヘッジとリスク・コントロールに積極的になる。企業は資金調達における為替や金利の変動リスクをヘッジするのはもとより、原材料の価格変動に対して有効なリスク・コントロールを求める。さらには、企業価値そのもののリスク・コントロールまで追求することも考えられる。

デリバティブという仕組みの理解とその活用に熟達した人々は、資産の管理や運用などの金融的な活動はもとより、ビジネスをはじめとする広範な経済活動に応用するようになると思われる。すでにそのような動向は多くの部門で観察されている。科学技術をはじめとする研究開発活動では、その将来性や効果ならびに採算の判断にリアル・オプションと呼ばれる先端的な手法が利用されて成果を上げている例が報告されている。M&Aに象徴される戦略的な企業評価でもデリバティブの基本的な論理が登場する。損害賠償に類する内容が多い訴訟に対応する企業法務や、ストック・オプション関連の業務はすでに日常的にデリバティブの論理を多用している。さらには、法曹界や企業会計等の専門分野においても、デリバティブ契約の論理に習熟する人々が増加するのは間違いないと思われる。

デリバティブ契約と取引の発展から最終的に便益を得るのは企業と家計つまり個人であるから、両者においてデリバティブに関する理解が深まると推察される。企業については上節に記したように、財務や経理の部門に限らず広くビジネス一般においてその理解が浸透するのではなからうか。家計や個人が高度で複雑なデリバティブの仕組みを理解する必要はないが、たとえば年金や資産の管理を委託した金融機関がデリバティブを活用することについて、少なくとも拒否反応を示すことはなくなるとと思われる。つまりこれからいっ

そう昂進する高齢化社会において重要になる資産管理というビジネスにおいて、デリバティブが標準的な手法として周知の存在になるのは間違いのないと思われる。

便利で安価な商品やサービスは消費者の広範な支持を獲得してさらに需要が増大する、一方でそれを供給する産業が繁栄してさらに優れたサービスを開発する。デリバティブ取引もその例にもれず、これからの金融産業における重要なビジネスの柱になるのは明らかと思われる。そこで最後にこれからのデリバティブ市場が順調に発展するために必要な条件を考えてみる。

第一は金融機関相互の競争である。これまでのように業態で区分された類似のグループ内で、互いに似通ったビジネス内容で競争するのではなく、伝統的な業態もビジネスも超えて企業と消費者の需要を開拓する競争が必要であろう。特に開発型の競争が望まれる。これは金融産業に固有の展望ではなく、すでに他の産業一般が経験してきたことと変わるものではない。第二は、やはり他の産業が辿ったプロセスでもあるが、行政による認可や規制という課題がある。一般の産業において新しい技術やアイデアが新製品を生み出して、広範な需要に支持されたとしても、おもに安全性や公共性あるいは社会に対する影響を考慮して、行政による規制の対象になる場合があるように、デリバティブ取引も行政から自由ではない。むしろ適切な規制がデリバティブ市場の発展を促進する可能性もある。経済社会におけるデリバティブの存在が普遍的になるにしたがって、適切で望ましい規制のあり方が重要になると考えられる。具体的には、デリバティブ取引が持つ本来の機能を損なうことなく、その誤用や悪用を排除するために規制主体がデリバティブを正確に理解することが期待される。デリバティブに関する基礎理論の発展に貢献したアメリカの高名な経済学者が、「ナイフを使った犯罪が増えたのを理由に外科医のメスを取り締まるような規制をするのは、社会にとって不幸なことだ」と発言したのは示唆に富む。

本資料に関する著作権は、株式会社大阪取引所にあります。  
本資料の一部又は全部を無断で転用、複製することはできません。  
本資料の内容は、株式会社大阪取引所の意見・見解を示すものではありません。  
本資料は、デリバティブ商品の取引の勧誘を目的としたものではありません。