

解 説

金融デリバティブ市場の存在意義と

その将来展望

滋賀大学 経済学部 ファイナンス学科
教授 二上季代司

戦後わが国で初めて株式先物市場が大阪証券取引所に創設されて満20年となる。この間、デリバティブ市場は著しく拡大・変容し、特に最近では、①金融システムが市場型金融モデルへと舵を切ったことと②金融工学の著しい発展によって、従来は銀行業界や保険業界内部に囲い込まれてきた信用リスクや保険リスクまでもが市場化され、多様かつ異質なリスクの再配分がデリバティブ取引の形をとって金融市場の中で行われようとしている。新種のデリバティブは店頭取引から発生しているが、社会的ニーズの高い店頭デリバティブ取引の選別とその上場は、証券取引所にとって今後の重要な課題となってくるであろう。

デリバティブ市場のこうした現代的意義を明らかにすべく、以下では、金融デリバティブの(1)社会的意義(存在意義)と(2)今日までの拡大・変容をもたらした変化ならびに(3)その将来展望について、簡単な整理を行ってみたい。

1 「リスクファイナンス」からみたデリバティブの社会的意義

「リスクファイナンス」とは、何らかのリスクが顕在化したときの資金手当て対策をいうが、その手段として

は大別、①自己資本の積み増し、②借入れ、③保険、④デリバティブの4つが考えられる。デリバティブの社会的意義は、他の代替手段である①～③と比較すれば分かりやすい。まず①と比較してみよう。

例えば、事業会社では不測の原材料高・製品安に備えて操短回避のために準備金を保有すればそれだけ資本効率が低下する。同様に投信や年金基金などの機関投資家が、保有株の値下がりと思わぬ損失が出た場合でも解約資金や年金給付金の支払い不足に陥らないよう、多めにキャッシュを保有すれば運用効率が低下する。こういう時に、あらかじめ先物を売(プット・オプションを買)っておけば、もし値下り損がでもその損失をカバーでき、キャッシュが節約できる¹。この場合、リスクは先物やオプションの取引相手に移転され、このリスクテーカーのリスク負担能力が大きければそれだけデリバティブ利用のコストは安くなる(これは先物価格やオプション価格に反映される)。

以上のように、デリバティブの社会的意義はリスク許容度の低い経済主体から高い経済主体へのリスク移転によって社会全体として資本効率を向上させることにある。デリバティブは、価格変動リスクが大きければそれだけその効用は高くなるのであって、変動相場移行後の価格変動・金利変動リスクの高まりが、デリバティブ市場の世界的拡散の背景といえよう。

2 金融システムの転換とデリバティブ

次に、②の「借入れ」と比較してみよう。従来、わが国企業の間ではリスクが顕在化したときにメインバン

¹川合一郎『株式価格形成の理論』(日本評論社、1961年)は先物取引の社会的意義を価格変動準備金の節約に求めている。今日の「リスクファイナンス」の考えを先取りした先駆的な業績と評価できる。

クが当座の資金手当を担うのが慣行であったとされる。この場合、不測の事態に備えた準備金保留の負担は銀行に転嫁される。銀行は信用創造によって遊休資本を節約し、資本効率低下を食い止めることが出来るが、他面で銀行には信用リスク、金利変動リスクのほか新たに流動性リスクが加わる。銀行は融資審査や融資分散、ALM等の手法を用いてリスク管理を行おうとするが、リスクそのものは銀行内部に留まったままである(リスクバッファは銀行の自己資本のみとなる)。

90年代末の銀行危機は、銀行のこうしたリスク負担能力の限界を露呈させ、ローンのバルクセール、持合い株の売却などリスクの吐出しに迫られたのである。以来、わが国は「市場型金融モデル」へと金融システムを転換させつつある。

金融システムの基本的機能は資本の効率的配分(リスク調整済みリターンの高さに応じた資本配分)にあり、①情報提供、②リスク管理手段の提供、③ガバナンス等の諸機能²は、この基本的機能を担保するための付随的機能と考えられるが、市場型金融モデルではこれらが①株価、金利等のシグナルとしての価格情報、②デリバティブや保険など条件付財市場、③価格に基づく市場規律、という形で表れる。そして、市場型金融モデルでは銀行もローン売却ならびにクレジットデリバティブ等によって市場を利用したリスク管理を行うようになる。すなわち、自己資本比率規制や金利自由化が契機となって金利スワップから始まった銀行のデリバティブ取引の利用は、今日ではさらにクレジットデリバティブにまで進んでいるのである。

このように、コーポレートファイナンスにおける銀行の後退が実業界さらには銀行界自身によるデリバティブ

取引利用を促した要因である。

3 保険の金融デリバティブ化

先物取引に見られるように、デリバティブ取引はもと「価格変動リスク」の再配分として始まった。ところが、すでに見たクレジットリスクのほか、天候、地震、台風など自然災害リスク、すなわち価格変動以外のリスクにまでデリバティブ取引の対象が広がっている(天候デリバティブ、CATボンドなど)。

価格変動リスク以外の諸リスクの再配分は、元来は「保険」契約の対象である。しかし90年代初頭のCATボンド(Catastrophe Bond)の出現以来、保険の金融デリバティブ化が進行することになった。これには3つの背景があるように思われる。第1はリスク負担のキャパシティの大きさである。1992年のハリケーンによる大災害で再保険市場のキャパシティが縮小し、再保険料率が高騰したため、相対的にキャパシティの大きい金融資本市場の資力を利用したCATボンドの発行が始まったとされる³。

第2は、金融工学の発展により、あらゆるリスクの評価(プライシング)が可能になったことである。保険デリバティブは、いわば保険事由が気象庁などの第三機関の公表するデータに依拠する「パラメトリック型」であり、このパラメーターに基づいた金額が支払われる。こうした「パラメトリック型」のデリバティブは透明性が高いが、リスクプレミアムについても第三者から見て透明性があり合理的なプライシングがなされなければ、不特定多数からなる金融市場によって受容されない。金融工学は、価格変動以外のリスクに対しても計量的な把握を可能にし、合理的なプライシングに成功したのである。

³ 経済産業省・リスクファイナンス研究会『報告書』、2006年、53ページ。

² Zvi Bodie and Robert C.Merton, *Finance*, Prentice Hall, 1999.参照

第3は、法的リスクの除去である。保険デリバティブは保険契約と異なって「実損填補主義」をとっていない。実損の有無や多寡にかかわらず、将来の気温を予想しあって基準値からの温度差に応じて金額を授受しあえば、それは賭博行為に該当する。これに対し、98年12月の金融システム改革法は多くの金融デリバティブを証券会社や金融機関等の業務と規定し、その範囲内でこれらデリバティブ取引を『合法化』した。

この合法解釈について法学者の間でなお強い疑問があるようだが⁴、たとえば天候デリバティブを利用することで天候不順により売上高減少に直面した場合の準備金を節約できたのなら、やはりそれは社会的意義があるといえる。天候デリバティブに限らず、取引当事者一方にとって既述のように何らかのリスクに備えた準備金の節約(すなわち資本効率向上)に貢献するようなデリバティブ取引には社会的意義があるのであって⁵、ここにこそ98年改革法の積極的意義があったと考えるべきであろう。

4 コモディティ・デリバティブの金融デリバティブ化

なお、金融工学のもう一つの側面である証券化の技法によってコモディティ・デリバティブの金融デリバティブ化も可能となった。例えば、不動産インデックスとリンクさせた証券を発行すれば、不動産の価格変動リスクも金融市場において取引可能になるだろう(英国の不動産デリバティブ)。この手法を用いれば、信頼にたるインデックスが作成可能である限り、およそあらゆるコモデ

ィティの価格変動リスクも金融市場において取引可能となりコモディティ・デリバティブの「金融デリバティブ化」が進展するのである。わが国でも原油デリバティブはすでに銀行、保険会社と事業会社等の間で行われている。大証に上場予定とされる金のETFも同種のものと考えてよからう。

5 金融デリバティブ取引の今日的段階

金融資本市場において取引されるデリバティブを広く「金融デリバティブ」と呼ぶとすれば、為替、金利、債券、株式を原資産や参照指数としてきた「金融デリバティブ」はその後、信用リスクや天候、地震のような自然災害等、価格変動以外のリスクをも対象範囲に加え、さらには不動産やコモディティのような商品デリバティブをも包含する巨大なマーケットに脱皮しようとしている。これまで銀行業界、保険業界、商品業界の内部に閉じ込められてきた異質のリスクは金融市場において取引可能になりつつある。そして金融市場はグローバルな広がりを持つキャパシティの大きな市場であるため、デリバティブ市場は今後さらに拡大発展する余地がある。

こうした多様で異質のリスクが「金融デリバティブ」の形で取引されるようになった背景には、すでに見たように、銀行、保険、商品の各業界に比べての金融市場のリスクキャパシティの大きさ、金融システムの市場型金融モデルへの転換(およびそれを促進させるための政策的配慮)、金融工学の発展が絡み合っていると考えられる。

6 結語

以上のようにみると、証券界および証券取引所にとって金融デリバティブ市場の次元が20年前とは様変わりになっていることに気づくだろう。当初の取引対象は証券

⁴ 金融法委員会「金融デリバティブ取引と賭博罪に関する論点整理」1999年11月29日。

⁵ 逆に準備金節約に貢献しない利用の仕方は、賭博行為になろう。なお、投機、賭博、保険とヘッジの違いについては拙稿「オプション取引と4つのリスク対応類型(投機、賭博、ヘッジ、保険)」『彦根論叢』357号、2006年1月を参照。

デリバティブであり、取引参加者は証券ディーラーや機関投資家、投機家に限られていたのである。しかしその周辺で、これまで証券界には無縁と思われていた異質のリスクが金融市場で取引可能な「金融デリバティブ」の形に加工され、事業会社、商社、銀行、証券会社、保険会社等によって取引されるようになってきている。

もっともわが国ではその規模はまだそれほど大きくない。2002年に銀行危機が終息したとたんに銀行のローン売却が急減しているように、邦銀経営者の守旧的意識は取引先リスクの囲い込み習性から完全に脱却していないからである。言い換えれば市場型金融モデルへの転換の歩みが遅いのである⁶。しかし、旧レジームへの後退はない。

金融市場に多様で異質のリスク再配分市場が形成されつつあることは、日本経済のリスク耐性を強化し資本効率を高める反面、金融市場のシステミックリスクも高める。したがって、日本のデリバティブのメインマーケットである大証の今後の課題は、社会的ニーズのある店頭デリバティブはこれを取捨選別し、取引所取引として標準化、上場させることによって、これに流動性の機会を与える一方、モニター可能な状態に置くことであろう。今夏にも施行される金融商品取引法は上場デリバティブの範囲を拡大し、そうした方向性を先取りしているのである。

⁶ 拙稿「わが国金融システムの将来像について」『甲南経済学論集』47巻4号、2007年3月、を参照。