

デリバティブ取引所の

先導者として

大阪大学 理事・副学長

仁科 一彦

本稿の目的は、大阪証券取引所における先物市場開設20周年に際して、その国民経済的意義について概観することである。同時に、同取引所の先物とオプション取引の開発と設計作業に微力ながら参画し、その後の推移を見守る機会を与えられた者として、若干の感想を述べることにしたい。

1. デリバティブ取引の開設前後

1987年から1989年にかけて、大阪証券取引所が株先50、日経225株式指数先物取引ならびに同オプションの取引を開始したことは、わが国における本格的なデリバティブ取引の誕生を告げるものであった。おそらく後世の歴史家は、この時期の前後においてわが国の金融取引全般が大きな変革を経験し、デリバティブ取引の導入はそれを象徴していたと記述するであろう。当時、日本経済はいわゆるバブル期の頂点から終末へと向かう過程であったが、金融機関の資金運用をはじめとして、企業の資金調達や個人の資産管理までを対象にした手法に関して、さまざまな新しいメニューが提供された。その最も顕著な存在が大阪証券取引所によるデリバティブ取引の開設であったと言える。

大阪証券取引所がそのような、金融経済における時代を画する決定をした背景や動機に

ついては、多くの資料と解説が蓄積されていると思われる。そのなかで最も重要な理由であり、これからも常に念頭に置かなくてはならないのは、デリバティブ取引がリスク・コントロールの手段を提供することによって国民経済に貢献するという基本的な認識である。わが国の金融経済がいわゆる国際化と自由化の方向を選択した結果、多くの経済活動がそれまで経験したことのないさまざまなリスクに直面することになった。もとより資本主義経済の諸活動には必ずリスクが付随するが、その管理を個々の経済主体が自らの責任と判断で行う時代になったのである。そのために不可欠の道具がデリバティブであるからこそ、デリバティブ取引の導入は大きな意義を持つのみならず、これからもさらに継続して発展させなければならないテーマなのである。

デリバティブ取引の開設に関わる準備や開設後の管理運営を観察して印象に残るのは、行政や関連業界さらにはメディア等から寄せられた多くの疑問や批判に対して、当時の理事長をはじめとする大阪証券取引所が真摯に対応して、非常な努力を重ねたことである。詳細は前述の諸資料等を参照いただきたいが、すくなくとも困難に対峙しながら相当な努力を継続したことは記憶にとどめておくべきであろう。筆者は、同取引所が一丸となって努力を重ねることができた原動力のひとつが、経済の論理に基づいた正論を目標に掲げていたことにあると考えたい。すなわち、成熟していくわが国経済の将来を見据えて、リスク・コントロールの優れた手段を提供するという目標が、同取引所の内外に対して強い説得力を持ち、支持を得たものと思われる。

たとえば当時のアメリカ金融・資本市場では、すでにデリバティブ取引の導入は円滑であり、大きな成功を収めていた。ウォール・ストリートで先端的な金融ビジネスに従事する金融機関にとって、デリバティブを有効に利用することが競争に生き残るための必須条件になっていたのである。また、経済学とりわけファイナンスの研究において、前例を見ないほど急速な進歩があり、理論や実証ならびに制度設計に関するめざましい研究成果が次々に発表されていた時期でもあった。デリバティブの研究者にノベル賞が授与されたり、標準的な教科書にデリバティブが加えられるようになったことも鮮やかに記憶されている。

2. デリバティブ取引の推移

金融経済界をはじめとする多方面からの関心と期待を受けて導入された大阪証券取引所のデリバティブ取引は、順調かつ急激に取引を拡大させた。世界の先物市場全体を通して質量ともに常に頂点に君臨していたシカゴの取引所を、一時的にせよ取引高で凌ぐまでに拡大したこともある。しかしその後の推移は決して単調な発展径路を辿るものではなかった。これにはいくつかの理由があると思われるが、筆者があえて強調したいのは、わが国経済界をはじめとして行政やメディアさらには社会一般において、いまだにデリバティブ取引に対する誤解や曲解あるいは偏見が消滅していないことである。たとえば「先物は危険である」、「先物業界には不正が多い」、「デリバティブはマネーゲームの道具である」等の発言も少なくない。こうした現象は先進各国においてもある程度は観察されるが、わが

国では異常に執拗であり、かつ強度に蔓延していると思われる。こうした誤解が解消されて、一日も早くデリバティブに関する正確な理解が共有されるようになることを期待したい。さいわいに、先端的な金融ビジネスの世界ではデリバティブが標準的な取引手法として定着していることも確かであり、関連する法律も大幅に改訂された。そのように環境が好転しつつあるなかで、大阪証券取引所によるデリバティブ取引が拡大すれば、正確な理解の促進に貢献することは間違いない。

ところで、大阪証券取引所によるデリバティブの導入がわが国金融経済に与えた影響として、研究者の観点からみて重要な事実がある。これは先物取引の発展がもたらした好ましい副産物とも言える内容であるから、簡単に記述しておきたい。ウォール・ストリートで豊富な経験を積んだ金融機関は、株式指数の先物価格と現物価格の間に理論値以上の乖離があれば即座に裁定取引を実行する。裁定行動はビジネスとして正当かつ有利な実践であるばかりでなく、市場メカニズムを正常に機能させるために重要な機能を持つことは周知の通りであるが、当時のわが国金融経済界は裁定取引を非難し、そこから発生する利益を罪悪視した。行政もそれらの意見を取り入れて裁定ポジションの公表を求めたのである。現在では、このような経験は一笑に付される挿話に過ぎず、活発な裁定行動を展開するヘッジファンドを非難したり、規制する主張はほとんどみられない。市場メカニズムが本来の機能を発揮するために裁定取引が効果的であるという理解が、デリバティブ取引の進展を契機にして進んだということを書いておきたい。

大阪証券取引所のデリバティブ取引は近年順調に推移している。とりわけ先頃導入した、単位を縮小した取引は好評である。一方では同じ先物指数がシカゴやシンガポールでも取引を継続している。これらの事実は、デリバティブの設計や特性が取引の参加者にとっていかに重要であるかということと、対象とすべき原資産や想定すべき市場参加者はすでに国境を越えていることを示唆しているのではなかろうか。大阪証券取引所がこれからもデリバティブの先導者として発展するためにも、考慮に入れて良い事項であると思われる。

最後に、デリバティブに関するこれからの動向を簡単に展望してみたい。先進国経済は、証券や外国通貨をはじめとしてクレジット・リスクや保険を含めた金融の総合的な取引から、各種商品、天候さらには排出権などにいたるまで、リスク管理に関わる取引を対象にしたさまざまなデリバティブ取引を拡充して行くであろう。欧米の諸取引所が積極的に協力や統合を進めているのはその証左であり、将来のデリバティブ市場の姿を想定しているからに他ならない。図にもあるように、すでにわが国のデリバティブ取引は莫大な規模に達しており、将来に向けてさらなる拡大を続けることは明らかであると思われる。経済活動の拡大と進展は必ずデリバティブ取引の発展を伴うのである。

すでに強調したように、多様なデリバティブを開発し、信頼できる市場で円滑に取引を進めることは、先進国経済共通の課題である。現状ではこうした分野においてわが国がフロントランナーであるとは言い難い。むしろ相対的に遅れていると言うべきかもしれない。

成熟した日本経済の各主体が、効率的なデリバティブ市場の実現を望んでいることは間違いない状況で、先導的な立場にある大阪証券取引所が一層の発展を遂げることが期待される。

