

デリバティブ取引の功罪

東京国際大学 商学部 教授
渡辺 信一

1 はじめに

1987年に大阪証券取引所で先物取引（株先50）が取引開始されて、今年で20年になる。まずは、この間、日本におけるデリバティブ取引の導入と普及に当たって、先導役を果たした大阪証券取引所の努力とパイオニア精神に対して、敬意を表したい。

さて、この間、わが国の資本市場において、デリバティブ取引はさまざまな議論の的となった。例えば、株価指数先物取引に関しては、1990年代の株価下落に際して、いわゆる「先物悪役論」が巻き起こり、それが株価下落のきっかけを作ったとして、非難の対象となったことは、記憶に新しい。中には、「裁定取引が、相場下落の犯人である」といったファイナンス理論を無視したまったくの誤解に基づいた批判もあった。

その後、デリバティブ取引は、徐々にではあるが、確実に拡大し、国民経済の中に定着してきたと言える。1990年代前半には日経平均リンク債を始めとする仕組み債が登場し、1990年代後半にはEB債（Exchangeable Bond）の普及が見られた。また、最近では、ネット・トレードの進展に伴い、個別株オプション取引が行われるとともに、日経平均株価指数先物取引の個人版である日経miniが導入された。さらに、気象条件を対象とした天候デリバティブが開発され、デリバティブではないものの各種のETFが開発されるなど、デリバティブ取引の裾野は広がりつつあり、それとともに、社会

的な認知がいつそう進んでいるように思われる。

デリバティブ導入時に、議論が錯綜した原因としては、そもそも、それまで日本になかった金融商品であったため、仕組みが理解されなかったことに加えて、そもそもの商品設計が、機関投資家のリスク・ヘッジを目的としたものであったため、個人投資家が蚊帳の外に置かれた結果、彼らの間に何らかの不公平感や疎外感が存在したことが影響しているものと思われる。現在では、そのような障害は除かれつつあり、そのことが、デリバティブに対する嫌悪感を薄れさせている可能性がある。ところで、デリバティブに対する当初の嫌悪感は薄れてきたものの、デリバティブの本質に関しては、まだまだ世間に誤解があるように感じられる。そこで、本稿では、デリバティブ取引の本質と、その功罪に関して、基本に立ち戻って検討したい。

2 デリバティブ取引の本質

ここで、デリバティブ取引に関して、改めて定義する必要はないと思われるが、その本質は何であろうか。言うまでもなく、それは、原契約のキャッシュ・フローからのリスクの分離にある。例えば、保有資産の価格変動リスクをヘッジしたい場合、原資産を売れば良いが、何らかの事情から、それができない場合、デリバティブを利用すれば、原資産を保有したままで、価格変動リスクだけを除去できる。

ここで、銀行のバランス・シートを考えていただきたい。銀行は、その本体で、銀行の負債である預金を銀行の資産である貸出債権に変換する機能を果たしている。これは、資産変換と呼ばれる機能である。資産変換は、逆に見れば、貸出債権というリスク資産を、預金という安全資産に変換しているということもできる。

銀行の行う資産変換機能は、銀行のバランス・シートの中で、銀行のリスク負担機能と一体化して行われてきたことに注目していただきたい。すなわち、原契約のキャッシュ・フローの流れと、リスク負担者は、同一であったと言えよう。また、この作業の中で、銀行が果たしていた役割は、金利の変動リスク、貸出先の信用リスク、証券の価格変動リスクを一手に引き受けることである。

ところが、デリバティブが普及すると、銀行が負担していたリスクの中で、金利変動リスク、信用リスク、価格変動リスクは、デリバティブの買い手に移転することとなる。このことは、必ずしも、銀行の行う資産変換機能を他の主体が代替することを意味しないが、その機能の一部は、確実に移転すると考えられる。また、デリバティブを利用した場合、原契約のキャッシュ・フローは、そのまま原債権者である銀行に残り、移転しない点は、キャッシュ・フローの一部を原債権者である銀行本体から切り離して、新たな証券として再構築する証券化と明確に区別される点である。

3 デリバティブ取引の功罪

筆者は、この点こそがデリバティブ取引の功罪をもたらす原因であると考えている。すなわち、原契約のキャッシュ・フローの流れとリスク負担者が同一であることは、原契約のキャッシュ・フローの管理者が、自ら、それを確実なものとする義務を負うということの意味する。ちょうどそれは、資産の所有者が、その資産に起因する事象に対して、法的な責任（所有者責任）を負うので、資産の管理をしっかりと行うインセンティブを持つことと類似している。

実際、金利デリバティブや信用デリバティブ

がなければ、銀行は、融資の審査を厳しくするのであるし、為替や債券、株式関連のデリバティブがなければ、有価証券の購入に際して、厳格な調査を行うものと思われる。デリバティブ取引の進展は、事前の金融機関のインセンティブを阻害し、モラル・リスクを招く危険性がある。

一方で、デリバティブは、事後的なリスク・ヘッジの手段としては、有効な手段である。銀行のリスクを他に転嫁することによって、銀行自らは、リスク負担から開放されるからである。しかし、ここでも、問題がない訳ではない。すなわち、銀行でさえ持てなかったリスクを、誰が負担するのかという問題である。実際の市場では、一部のヘッジ・ファンドや個人投資家が、積極的に、カウンター・パーティーとなって、リスクを負担しているものと思われるが、そのことの社会的な妥当性は、改めて検討する必要があるように思われる。

ただし、最近のサブプライム問題に見られるように、信用リスクのチェックがおろそかになるという点においては、証券化の方が、むしろ問題かもしれない。証券化の場合、確かに、新たなキャッシュ・フローの流れは原債権者から切り離されるが、最終的なリスク負担者が、小口の一般投資家である一方で、もともとの証券の審査は原債権者である銀行が行っているというアンバンドリング（機能分離）が行われているからである。

デリバティブ取引は、企業経営にも影響を与えている可能性がある。言うまでもなく企業の出資者には、株主と債権者がいる。両者は、キャッシュ・フローの配分パターンが異なるので、互いに利害が一致しない。経営が順調であれば、株主は配当や株価上昇による利益を得ることができるのに対して、債権者の取り分は一定であ

る。しかし、いったん企業が破綻すれば、株主の取り分は債権者に劣後する残余財産に限定されるのである。このことは、企業経営者にとって、ある種の緊張感とともに、経営規律に対するインセンティブを与えている可能性がある。と言うのは、経営者は、経営がうまく行っている時は、ソフトな制約条件を課す株主の利益を最大化すれば良いが、経営がうまく行かない場合は、ハードな制約条件を貸す債権者の利益を考慮しなければならないからである。

ところが、このような仕組みは、時として、思わぬ非効率を企業にもたらすことになる。例えば、貸し倒れリスクのある負債が存在する場合、新規投資は債権者の利益にもなるので、NPV（投資の正味現在価値）が正のプロジェクトが実行されない可能性がある（過少投資の問題）。逆に、債権者の取り分が一定なのに対して、株主の取り分は無制限であるため、NPV が負であるにもかかわらず、リスクの高いプロジェクトが実行される可能性もある（過大投資の問題）。

このような場合、企業が事後的な最適化を計るには、一定の条件の下で、自動的に負債比率が調整されるような仕組みを持つことが望ましい。株式と債券の交換オプションが組み込まれた金融商品である転換社債は、株価が上昇する局面では、株式に転換し、そうでない局面では、債券として存在する。そうすることで、経営環境が良い場合、債権者の発言が抑えられて過少投資が防がれる。一方、経営環境が悪い場合は、負債比率が変化しないので、債権者の発言力が維持され、過大投資が抑制される。これは、経営が順調な時には、株主の利益を最大化し、そうでない場合は、債権者の利益を重視すべきだという企業経営の基本的機能を、商品の中に内在させている仕組みと考えることができるのである。

4 デリバティブに関する誤解

さて、デリバティブに関する誤解の中で、最も重要だと思われるのは、以下の点である。世の中に、デリバティブ取引が増えると、世の中のリスクの量は増えるであろうか。筆者は、大学の授業や講演で、何人かにこの問いを発したことがあるが、大部分の答えは、「イエス」であった。答えは、意外なことに、「ノー」である。

これは、モジリアーニ＝ミラー定理を応用することで、理解することができる。この定理は、資本構成を変えることによって、企業価値を変えることはできないと教えている。つまり、バランス・シートの右側をいくら変えても、左側は変わらないのである。あるいは、企業が借入れを増やす、すなわち、財務レバレッジを高めると、同時に投資家から要求される ROE（株主資本利益率＝要求収益率）が高まるので、投資家に対する要求利回りと債権者に対する借入れ金利の加重平均で決まる資本コストが変わらないと言い換えても良い。

これは何を言っているかと言うと、結局、企業の実物資産の収益率を変えずに、負債サイドの調達手段を変えても、企業価値は変わらないということなのである。つまり、無から有を生み出すことはできないのである。

ここで、先の質問に対するマートン・ミラー自らの説明は、こうである。株主 5 人、債権者 5 人から成る企業がある。この中で、2 人の株主が、株式を債券（劣後債）に交換したいと言ったとする。この場合、借入れ金額が増えるので、この企業のレバレッジは上昇するので、リスクは増えると言えるだろうか。答えは、「ノー」である。なぜならば、レバレッジの上昇によるリスクの増加は、株主が減ったことによるリスクの減少で相殺されるからである。

同じように、以下のように考えることができる。例えば、個別株オプションや株価指数オプションが取引されることは、それを使ってリスクをヘッジする人とリスクを引き受ける人がいることを意味する。これは、信用デリバティブの場合でも同様である。結局、デリバティブの機能は、キャッシュ・フローの移転に伴って、リスクを再配分しているだけであり、デリバティブがあろうがなかろうが、社会全体のリスク量は一定なのである。

このことは、デリバティブ取引が増えても、社会的なリスク量は変わらないことを意味している。したがって、リスクの増大を理由として、デリバティブ取引やヘッジ・ファンドを規制することは、社会全体の流動性を減らすだけで、ナンセンスだということになる。

デリバティブ投資が引き金となった企業破綻や、LTCMの破綻などの事件が起きると、あたかも、デリバティブそのものが、リスクな商品であるかのような錯覚に陥るが、明らかにそれは、誤りで、問題なのは、デリバティブを投機的に利用した企業の体質そのものである。また、最近では、レバレッジド・バイアウト（買収先企業の資産を担保とした M&A）やレバレッジド・ローン（融資先企業のキャッシュ・フローを担保とした貸出）など、レバレッジド・ファイナンスが盛んであるが、必ずしも、これらのファイナンス手法が、社会のリスクを高めるわけではない。

5 おわりに

本稿では、大阪証券取引所における先物取引開始 20 周年に際して、デリバティブ取引の歴史を簡単に振り返り、デリバティブ取引の本質を議論するとともに、デリバティブ取引に対す

る誤解について述べた。繰り返しになるが、個人向けに開発されたデリバティブ商品の普及に伴い、デリバティブ取引に対して個人投資家が持っていた初期の嫌悪感や拒否反応は、かなり改善されたように思われる。しかしながら、デリバティブ取引の本質的な役割についての理解が進んだとは思われない。また、デリバティブ取引に対する誤解も、まだあるようである。

筆者としては、デリバティブ取引が証券市場にしっかりと根付き、今後、ますます、発展するためにも、証券取引所によるいっそうの啓蒙活動や、投資家のニーズに合致した商品の開発が行われることを期待して、本稿を締めくくることがしたい。

参考文献

- 1 マートン・ミラー、2001、『デリバティブとは何か』、東洋経済、齋藤治彦訳
- 2 渡辺信一、2007、『金融工学と日本の証券市場』、日本評論社
- 3 渡辺信一、2005、「ヘッジ・ファンド規制と市場流動性」、『先物・オプションレポート』、6月15日、大阪証券取引所、p.2-7