

## 解 説

### 日経225miniの創設意義

#### ——金融市場の本質から考える——

南山大学経済学部助教授 吉本佳生

#### 1. はじめに

2006年7月18日から大阪証券取引所で取引が開始された株価指数先物の日経225miniの取引高が急伸している。上場から3ヵ月も経たない10月12日には、従来からある日経225先物の取引高(数量)を上回った。日経225先物との基本的な相違点は、取引単位が10分の1になったことと、価格の刻みが半分になったことの2点であるが、「個人向け株価指数先物」という宣伝文句の通り、個人投資家の取引シェアは40%を超えている。

本稿では、取引単位を細かくした先物の上場が持つ意義について、金融市場の基本的な役割にそって考察することとする。

#### 2. 金融の本質

商取引のために行われる金融取引を考えれば明らかのように、金融の本質は「交換のタイミングのずれ」にある。例えば、企業Aと企業Bの間で行われる商取引は、お互いに価値のあるモノ(あるいはサービスや資産)を交換するものである。このとき、①企業Aが企業Bにモノなどを渡すタイミング(日時)と②企業Bが企業Aにモノなどを渡すタイミングが同じであれば、それで取引は完了し、金融は発生しない。

しかし、①と②のタイミングが異なる場合もある。①が先で、②はその1ヵ月後になるといったケースである。このとき、先にモノを受け取った企業Bは1ヵ月間、受け取ったモノに相当する価値を企業Aから借りていることになる。実際に、もし企業Bが②の引き渡しを企業Aに対して果たす前に倒産したとすると、企業Aに対する債務不履行として扱われる。①と②の(交換の)タイミングがずれて、②が後になると、債権・債務の関係が生じ、本質的には、企業Bが企業Aから借金をしているの

と同じことになるのである。

このように考えると、私たちが生活やビジネスの上で行っている経済取引の多くには、金融の要素が含まれていることになる。日々の労働の対価である賃金を翌月25日にまとめて受け取るとか、日々使用する電気の対価を翌月10日にまとめて支払うとか、1年分の月刊誌の購読料を最初にまとめて支払うといった行為は、すべて金融の要素を含む。企業同士の商取引であれば、モノの受け渡しとその対価である金銭の受け渡しのタイミングは、ずれることが一般的であり、金融の要素を含む取引が常態化している。

合理的な企業や個人が、対価をまとめて受け取ったり支払ったりすることで、金融の要素を含む取引を行うのは、日々の賃金や電気代を毎日やりとりすると、取引コストが高いからである。従って、経済取引において金融の要素を含む取引が許されない場合と比較すると、金融を含む取引が許されることによって、取引コストが節約できることが金融の存在意義となる(取引主体が合理的であれば、双方の取引コストが節約できる場合に、金融を含む取引が選択される)。

#### 3. 金融市場の本質

金融市場は、広い意味での資金(お金)の貸し借りを主の取引として行うところ(概念上の場所)である。資金の貸し借りが主の取引となるため、金利(あるいは金利に代わるもの)が明示的にやりとりされ、金融サービスの価格としての機能を果たす。

金融市場もまた、取引コストを下げる(節約する)ために存在する。例えば、現時点で資金を持たず、生産開始から3ヵ月後でないと資金が入ってこない企業が、労働者を雇い、各種の原材料を仕入れるために取るべき方法は2つある。①個々の労働者や仕入先と交渉し、賃金や原材料代金の支払いを3ヵ月待ってもら(個別に金融の要素を含む取引を行う)か、②3ヵ月後までの支払いに必要な資金を金融市場から一括して調達する(借りる)かである。現実には、①と②の両方をミックスした方法が取られることも多いだろうが、合理的な借り手が金融市場を利用するのは、個別に金融の要素を含む取引を行うよりも、金融市場を利用する方が取引コストを節約できる場合である。

取引のルールなどが整備された金融市場として、コール・CD・CPなどの短期金融市場、国債・社債などの債券市場、株式市場などがあるが、相互に代替的な市場が複数存在している場合もあり、多かれ少なかれ裁定関係が成立している。ほぼ代替的な金融市場が複数ある場合には、裁定によって、金利などの条件はほぼ等しくなるから、どの市場を選んで取引するかは、取引コストに依存する<sup>1</sup>。例えば、貿易業者が輸出に伴う資金調達をする場合に、CP市場とBA市場が選択できるとしたら、自社にとって取引コストが低い方を選択すればよい。

金融市場での取引コストを左右する要因の1つとして、流動性(取引量)がある。流動性が低いと、適正な価格より高く買う、あるいは安く売ることになって、高い取引コストが上乘せされた形での取引を余儀なくされるからである。特殊な事情で一時的に流動性が低下するケースもあるが、日本では、通常の取引規模が十分に拡大しなかったために未発達となっている金融市場もある。例えば、BA市場は創設されたが取引量が伸びず、発展しなかった。また、株価指数としては日経225よりもTOPIXの方が優れていると指摘する人は多いが、先物やオプションでは日経225の方がTOPIXより取引規模が大きいいため、個人の株価指数先物・オプション取引においては、日経225が優位にある。金融市場が十分に機能を発揮するためには、安定して一定以上の取引量があることが、条件の1つとなる。

#### 4. 先物とオプションの存在意義

取引所に上場された先物やオプションの存在意義も、やはり取引コストの節約にあると筆者は考えている。

そもそも、株価指数の先物やオプションが証券取引所に上場されたとしても、株式市場を通じて企業に長期的な資金を提供しようとするような投資家に対しては、さほど追加的な便益を与えるものではない。先物やオプションはリスク管理ツールとしての意義が強調されやすいが、そういった正統派の投資家がリスク管理をするため

には、現物株式のポートフォリオが組めれば十分であるからだ<sup>2</sup>。

しかも、先物・先渡やオプションの理論価格は、それらの取引が現物(直物・スポット)取引の適切な組み合わせによって複製できることを前提に計算される(無裁定価格理論と呼ばれる)。理論的には、先物・先渡は原資産の現物取引と資金の貸し借りによって複製できる。また、オプションは一定のルールに基づく連続的な現物取引(ダイナミック・ヘッジあるいはデルタ・ヘッジと呼ばれる取引)によって複製できる。また、オプションは先物・先渡によっても複製できるし、そもそも現物は先物・先渡やオプションの特殊形態とみることができから、現物・先物(先渡)・オプションは相互に代替的である。

従って、先物(先渡)を取引したい主体が合理的であれば、先物(先渡)そのものを取引するか、現物(直物・スポット)による先物(先渡)の複製取引を行うか、取引コストが低い方を選択することになる。極端な例は、外国為替市場のインターバンクでの先渡取引で、主要先進国通貨の場合には、直物の流動性が非常に高く、直物+資金取引によって先渡の完全な複製ができることから、直物による複製取引の方が取引コストが低い。そのため、純粋な先渡はほとんど取引されず、直物による複製取引が一般的となっている。基本的に、外国為替の先渡市場は不要なのである。ただし、資金取引に制約がある通貨では、直物+資金取引の取引コストが高くなるため、純粋な先物・先渡取引の存在が重要となる。

オプションの場合にも、例えば1986~87年頃には、複製取引(ダイナミック・ヘッジ)の方が取引コストが低いと判断したアメリカのファンドの間で、プット・オプションを買う代わりに複製取引でオプションの機能を得る運用が流行した(ポートフォリオ・インシュアランスと呼ばれた)。1987年秋のブラック・マンデーの際には、一時的に流動性が低下したニューヨーク株式市場において、この複製取引が株価下落を加速したとの指摘がある。そして、株価急落などで一時的に流動性が低下したときにポートフォリオ・インシュアランスは破綻すること、

<sup>1</sup> 万が一、完全に代替的な2つの金融市場で、適用される金利に差があるとしたら、それは裁定が不完全であるために残された差である。裁定が不完全なために金利差(価格差)が生じるのは、情報入手のコストや手数料や税などの取引コストが裁定を阻害しているためである。この場合も、取引コストが金融市場の選択を左右するという点では変わりがない。

<sup>2</sup> この点については、倉澤資成『株式市場』(講談社現代新書、1988年)で詳しく論じられている。

つまり、結果として取引コストが低くないことが判明した。

以上の事例からも、相互に代替的な現物・先物(先渡)・オプションの間で、取引コストに応じた選択がなされており、その際に各市場の流動性が重要な役割を果たすことがわかる。従って、先物やオプションが存在意義を十分に発揮するには、市場規模の拡大が重要になる。特に、取引所に上場された先物やオプションの場合、取引を成立しやすくするために、取引単位や受渡期日などの条件が規格化されており、もしそれでも流動性が確保されないようなら、取引の自由度を犠牲にしている意味がないことになる。

筆者は、これまでに述べてきたように、金融や金融市場の本質(根本的な機能)は取引コストの節約にあると考えている。その観点からすれば、十分な流動性が確保されるように仕組みが整備された先物・オプションの上場は、いろいろな投資家の取引コストを下げることに貢献するから、望ましいものであると評価できる。

## 5. 日経225mini創設の意義

日経225miniは、従来から同じ大阪証券取引所で取引されていた日経225先物とほぼ同じ仕組みの株価指数先物で、ただし取引単位と価格の刻みを細かくし、個人が取引しやすいようにしたものである。それだけの違いであっても、これは個人投資家にとって取引コストを下げる金融商品であるので、先物の根源的な機能を重視した商品導入であると高く評価できよう。上場から約3ヵ月の間にみられた好調が今後も続き、常に十分な流動性が確保されるなら、大変に意義のある金融商品が登場することになる。もちろん、個人投資家の取引シェアが高いことも評価されるべきであろう。

歴史を振り返ると、江戸時代の大阪に存在した堂島米会所は、制度的に整備された先物の取引所としては世界最古とされている。商品であるコメを扱う取引所であったが、取引対象となっていた米切手の性質から、証券市場としての性格を持っていたと考えられる。堂島での米切手の先物取引には2種類あり、①帳合米取引は米100石単位(仮に米1石=金1両とすれば金100両単位)と比較的大きな単位で取引されたのに対し、②石建米取引は米20石単位と帳合米の5分の1の単位で取引された。堂

島米会所の設立からしばらく、石建米はさほど重要な取引ではなく、帳合米が中心となって取引されていたが、幕末に近づくにつれて、米の先物取引の中心は、帳合米から石建米へと移っていった。

日経225先物と日経225miniの違いは、主に取引単位の違いであり、堂島米会所での帳合米と石建米の違いに似ている。数量ベースでは、2006年10月中旬以降、日経225miniの取引高が日経225先物を少し上回るようになっているが、そもそもの取引単位が10分の1であるから、金額ベースでは、日経225miniの取引代金は日経225先物の10分の1程度に過ぎない。巨額の取引を行う機関投資家にとっては、日経225先物の方が取引コストが低いからである。それでも、日経225miniの創設によって、投資家は裁定が働く2つの株価指数先物のどちらかを選択して利用できることになって、利便性が増した。

## 6. さらなる成長のために

先物やオプションといったデリバティブについて、特に個人が取引が拡大するためには、勧誘・販売におけるトラブル防止が大変に重要になる。ここ数年で最もトラブルが目立った金融商品は、外国為替証拠金取引(先渡あるいは先物取引)であるが、健全化を目指して取引所取引として整備され、相対取引だったことが主因の問題点が改善されてもなお、その悪いイメージは消えていない(以前と同じ悪いイメージで評価する声が、消費者保護を訴える人たちから出されている)。

従来の日経225先物・オプションについても、取引の仕組みなどまったく理解できそうにない高齢者などをターゲットに、詐欺に近いような売り込みをしてきた証券会社があり、各地で訴訟が起きている。しかも、裁判となると、取引内容をみれば詐欺的なことが明らかな事例でさえ、証券会社側を擁護する意見書を出す専門家(大学教員など)がおり、デリバティブの仕組みや本質が正確に理解できている弁護士や裁判官が少ないため、結果として被害者が救済されないケースが多かった。

その一方で、2006年夏に成立した金融商品取引法や、現在(2006年秋に)改正が議論されている貸金業法をみればわかるように、今後の金融業界では、消費者保護のための規制が強化されようとしている。貸金業法改正の焦点となっている消費者金融の上限金利規制については、

消費者保護の観点からみても大きな問題点を含んだ法案が成立しそうな見込みだが<sup>3</sup>、これまでの消費者金融業者の営業姿勢に数々の問題があったために、法改正の議論において経済合理性が考慮されにくくなっていた。

また2006年春には、江戸時代の堂島米会所という輝かしい伝統を持つコメの先物が、商品取引所への上場を目指したが認可されなかった。その議論においても、経済の論理はあまり通用しなかったように感じられた。そもそも、堂島米会所の先進的な制度が明治維新後に引き継がれなかったのは、江戸時代末期までに先物取引の主流がより細かな単位の石建米に移行し、それによって投機的なイメージが強まったからだと言われている。

以上のことから類推すると、今後は、たとえ一部の証券会社の一部の営業スタッフによるものであったとしても、説明義務や適合性の点で問題があるような勧誘が日経225miniについてときどき行われるようなことがあって、それが表面化すれば、消費者保護の観点から、個人による取引に一定の制限を設けることが、社会的に要請される可能性がある。それによって、個人が取引をする際に余計な取引コストがかかるようになると、日経

225miniの存在意義に反する事態になる(元々、取引コストを下げるための商品なのだから)。

これまでの日本では、証券関係のデリバティブに限らず、外国為替などのデリバティブ(通貨オプションなど)も、期待されたほどには市場が成長していない。そんな中で、当面は個人投資家の呼び込みに成功した日経225miniが、今後も安定的に成長を続けるためには、証券会社などが個人への勧誘・説明のやり方や姿勢をさらに工夫し、トラブルを起こさないように気をつけることが求められる。特に、2007年末までには施行される見込みの金融商品取引法に対応した勧誘・説明の方法や体制を、今からきちんと準備しておくことが重要である。日経225miniの創設意義を評価する筆者としては、今後の健全な成長を心から期待したい。

[参考文献]

1. 倉澤資成『株式市場』講談社現代新書, 1988年
2. 日経金融新聞(2006年10月19日)
3. 吉本佳生「歴史から学ぶ現代金融の考え方⑤江戸時代の金融市場」、『経済セミナー』2006年8月号

<sup>3</sup> この問題についての筆者の見解は、吉本佳生「消費者金融の金利は規制すべきか?」(『消費者法ニュース』69号, 2006年)で述べている。

RNプライム指数構成銘柄の一部入替え

Russell/Nomura Primeインデックス(RNプライム指数)構成銘柄について、定期見直しに伴い、平成18年12月1日(金)に以下のとおり一部入替えを実施することについての発表がありましたので、お知らせいたします。つきましては、RNプライム指数先物を取引される際には、十分に御注意いただきますようお願い申し上げます。

適用日:平成18年12月1日

除 外 銘 柄		銘 柄		追 加 銘 柄			
コード	銘 柄 名	コード	銘 柄 名	コード	銘 柄 名		
1331	ニチロ	6423	アビリット	1515	日鉄鉱業	5975	東ブレ
1821	三井住友建設	6519	エネサーブ	2315	SJホールディングス	5977	コマツ電子金属
1885	東亜建設工業	6590	芝浦メカトロニクス	2392	セキユアード・キャピタル・ジャパン	6332	月島機械
1890	東洋建設	6675	田村大興ホールディングス	2466	パフィカグループインターナショナルホールディングス	6379	新興ブランテック
1946	トーエネック	6766	宮越商事	2476	テンプスタッフ	6432	竹内製作所
1954	日本工営	6958	日本シイエムケイ	2598	アサヒ飲料	6789	ローランド ディー. ジー.
2290	米久	6960	フクダ電子	2712	スターバックス コーヒー ジャパン	6871	日本マイクロナクス
2330	フォーサイド・ドット・コム	7279	ハイレックスコーポレーション	3028	アルペン	6877	OBARA
2385	総合医科学研究所	7558	トーマンエレクトロニクス	3050	DCM Japanホールディングス	7007	佐世保重工業
3113	Oak キャピタル	7905	大建工業	3107	大和紡績	7745	エー・アンド・デイ
4065	紀文フードケミファ	8151	東陽テクニカ	3360	グリーンホスピタルサプライ	7747	朝日インテック
4221	大倉工業	8192	シグマ・ゲイン	3395	サンマルクホールディングス	7829	サマンサタバサジャパンリミテッド
4295	フェイス	8194	ライフコーポレーション	3403	東邦テナックス	7898	ウッドワン
4564	オンコセラビー・サイエンス	8206	アポロ・インバーストメント	3738	テレパーク	7972	イトーキ
4741	インターネット総合研究所	8563	大東銀行	3774	インターネットイニシアティブ	8347	荘内銀行
4847	インテリジェント ウェイブ	8577	ロプロ	3789	ソネットエンタテインメント	8384	東京スター銀行
5210	日本山村硝子	8589	アプラス	4238	ミライアル	8425	興銀リース
5602	栗本鐵工所	8919	やすらぎ	4296	ゼンテック・テクノロジージャパン	8529	第三銀行
5856	東理ホールディングス	9069	センコー	4541	日医工	8541	愛媛銀行
6413	理想科学工業	9318	ジェイ・ブリッジ	4757	インテリジェンス	8708	藍澤証券
6418	日本金銭機械	9633	東京テアトル	4966	上村工業	8789	フィンテック グローバル
6419	マースエンジニアリング	9842	アークランドサカモト	4985	アース製薬	8834	藤和不動産
				5218	オハラ	8878	日本総合地所
				5302	日本カーボン	8924	リサ・パートナーズ
				5310	東洋炭素	8934	サンフロンティア不動産
				5445	東京鐵鋼	8942	シンプレクス・インベストメント・アドバイザーズ
				5479	日本金属工業	8993	アトリウム
				5741	古河スカイ	9370	郵船航空サービス
				5852	アースレティ	9411	テレビ東京
				5855	アサヒブリテック		