

## デリバティブ市場概説

### 3. 展望編 —これからのデリバティブ市場—

大阪大学名誉教授

仁科 一彦

はじめに

(1)デリバティブ市場の航路

(2)わが国デリバティブ市場の発展のために

おわりに

はじめに

本稿の目的は、「1. 機能編」と「2. 歴史編」をふまえて、これからのデリバティブ市場が進む方向と態勢について展望することである。他の市場に例をみないほど急速に拡大してきた世界のデリバティブ市場が、これまで同様の成長航路を進むのか、スピードを低下させた航路に移るのか、あるいは重大な方向転換が必要になるのか、等について考察する。次にわが国のデリバティブ市場に焦点を絞って、これから世界のデリバティブ市場の一翼を担って発展するという想定に立ち、そのために必要と思われる要因について言及する。

展望に先立って前回までの概論を要約しておく。国民経済の視点から見たデリバティブ市場の役割は、経済主体間におけるリスクシェアリングの高度化と効率化に貢献することであり、それを通して国民生活の向上に寄与する。そのためには経済が成長しつつ成熟していく環境と、取引所をはじめ多くの市場参加者がそれぞれの目標に向かって競争する必要がある。競争の誘因は、多様な経済活動の実現を可能にするリスクコントロール方法に対する需要と、それに応える新商品の開発を支える不断の技術革新である。これまでのデリバティブ市場の歴史は、それらのすべての条件を満たしたうえで、順調かつ急速な拡大を遂げたのである。

以下の議論においても、デリバティブ市場の機能に変わりはなく、関連する諸条件を維持しながら、優れたリスクシェアリングシステムの実現を目指していくと考える。

(1)デリバティブ市場の航路

これからのデリバティブ市場の航路が、市場環境としての経済全体の動向と、多くの市場参加者の活動に依存することは間違いない。経済の動向としては国内のみならず広

範な世界の経済活動が対象であり、市場参加者としては、デリバティブ取引(商品)を供給する各種取引所と、デリバティブ取引にかかわる制度や規制を担当する行政、そしてデリバティブ契約の売買をする多様な主体である。

デリバティブ市場の航路が将来に向かってさらに開かれていくのか逆に狭くなるのか、航路は平穏に進むのか波乱が多いのか、を考察する上で最も重要な要因は経済の成長である。IMFやOECD等の国際経済機関の分析によれば、世界経済は、その具体的な数値に諸説はあれ、近い将来に向かって成長を続けると考えられている。新興国や途上国と称される国々にかぎらず、多くの国について成長のシナリオが想定されている。ただし諸国間で成長率に散らばりがあることはいうまでもない。また、経済の成長は次のような現象をともなう。ビジネスのグローバル化が進展して国境を越えた企業活動がいつそう活発になる、金融資産の蓄積がさらに進んで金融・資本市場の規模が拡大する、個人や家計における消費と貯蓄の行動が多様になる、コンピュータと通信技術のさらなる発達によってすべての経済主体の活動が新たな様相を呈する、等である。

これらの現象と経済成長が結合すれば、リスクシェアリングに対する新たな需要を喚起するから、デリバティブ市場の航路をこれまで以上に広く開き、見通しのよいものにするはずである。そこでは利便性が高くて安価なデリバティブ取引が歓迎されるのは明らかであり、これまでと同様に、市場参加者間の激しい競争がデリバティブ市場の充実と拡大をもたらすであろう。

一方、アカデミックサークルの活動もデリバティブ市場の拡大を促進するはずである。金融経済学をはじめとして、金融工学、数理ファイナンス等の研究分野ではテーマの大半がデリバティブ契約を対象としている。1973年が、最初の金融デリバティブ取引がシカゴで開始された年であり、ブラックとショールズ(Black F. and M.Scholes、1997年ノーベル賞受賞)によるオプション価格公式が発表された年でもあることに象徴されるように、これまでファイナンスの多くの研究成果がデリバティブ市場の発展に寄与してきた。これからは実際の市場と研究者達の相互協力が推進されると考えられるので、航路の開発と拡大が期待される。

デリバティブ取引に関する研究については、時として表面的および短絡的に受け止められて、金融ビジネスのみに資するものであると解されることがある。しかしそれは明らかに誤りである。その研究成果の多くがデリバティブ市場にとどまらず経済学の広範な分野に大きな影響を与えていることを確認するのも大切である。そもそも「機能編」で強調したように、リスクシェアリングのテーマは資本主義経済の基本にかかわる問題を扱っており、その成果が広範な分野に応用されるのはごく自然なことなのである。

さて順調で平穏と思われるデリバティブ市場の航路であるが、難所や障害に遭遇する心配はないのであろうか。以下では考えられるいくつかの懸念についてふれる。

第一は、デリバティブ取引の誤用や悪用が市場に混乱を起こし、広く経済全体に影響を及ぼす可能性である。これが深刻になれば行政の介入を招き、規制の強化につながる場合もある。最近の例としては、アメリカではリーマンショック時に発生したいくつかの不法な取引があり、わが国ではコモディティーのビジネスにおいて不招請勧誘とみなされた行為が記憶に新しい。これらはデリバティブ市場を攪乱し、平穏を乱すことは間違いない。その種の弊害が発生しない市場を目指すのが望ましいことはいうまでもないが、近い将来において、悪用や誤用を完全に消滅するのは不可能であろう。市場の航路を正常に維持するためには、それらの影響と弊害をできるかぎり抑制し軽微にする方策を備えておくことが必要と思われる。

第二は、先端的なデリバティブ取引(商品)が新たな需要を喚起して市場を活性化する一方で、複雑で高度な仕組みをもつ商品を正しく理解しない参加者が増加する可能性である。そのような場合にはなんらかのトラブルが発生して市場に混乱を与えることもありうる。実際リーマンショックの初期には、商品知識に欠ける個人のみならず、各種資金運用の担当者さえデリバティブについて乏しい理解のまま市場に参加したことが伝えられている。この種の可能性とそれによる弊害も完全に排除することは非常に難しい。自己責任の原則のみで市場の正常な航路を確保できるか否か疑問であるが、だからといって参加者の意欲をそぐような規制は避けなくてはならない。

実はこれら二種の懸念はデリバティブ取引の本質に関わる問題なのである。すなわち、「機能編」と「歴史編」でふれたように、デリバティブ取引(商品)は金融産業における技術革新であり、一般の産業におけると同様に導入時の誤解や混乱を免れないという宿命をもつ。たとえば、航空機やコンピュータあるいは最近ではインターネットに至るまで、画期的な技術革新には常に上記のようなトラブルが付随していた。拙劣な理解や単なる不安が新しい技術の普及を阻害することは多い。しかし有益で価値のある道具であれば時間とともに社会に浸透して普遍的な存在になるのは明らかである。リーマンショックの直後に、アメリカの高名な経済学者がデリバティブ市場の規制に関して、ナイフを使った犯罪が増えたからといって外科医のメスを制限するような愚行を犯すべきでない、と説いたのは正鵠を射ていた。

第三は、デリバティブ市場の参加者が多国籍になることから生じる問題である。「機能編」で強調したように、デリバティブ取引の需要は、各主体の要求に合致した条件で使いやすくコストが低い商品に集中するから、一国のデリバティブ市場に多数の国から参

加者が集まることは望ましい。しかし決済方法や税制をはじめとする取引ルールがすべての国々で共通であるとは限らず、市場間で利害の対立する可能性も否定できない。また、行政当局や取引所が急激にルールを変更することもありうる。世界のデリバティブ市場間で参入の壁が低くなり、取引する商品の競争も激しくなる状況では、取引に関する情報は瞬時に世界中に伝播する。こうした環境で制度やルールに起因するトラブルについても注意する必要がある。

## (2)わが国デリバティブ市場発展のために

この節では、「歴史編」で指摘したように、先進諸国に比較して導入と拡大のスピードにおいて遅れを経験したわが国のデリバティブ市場が、これから発展していくための条件を検討する。デリバティブ市場の発展条件である環境と参加者の双方について考察する、

わが国経済を中長期的な視点から見ると、いくつかの基本的な特性が認められる。たとえば、グローバル化の進展が日本企業に世界規模での競争とそれにとまなう構造変化を強制する。人口構成の高齢化が財政や労働市場に新たな問題を発生させる。その他にもエネルギーや環境など多くの難問を抱えるが、それらの解決のために必要な条件の一つが経済の成長である。過去 20 年にわたる拙劣な経済運営を他山の石として、これからは低い率ではあるが成長の方向へ進むであろう。

そのような環境では、競争を勝ち抜くために企業は技術革新をはじめとする投資を積極的に進めなくてはならず、資金や投資にかかわるリスクのコントロールが現在よりはるかに重要になる。また、現在でもアメリカに肉薄する水準にある個人の金融資産残高がさらに増加して、高齢化の昂進とともに資産管理のリスクコントロールが注目されるようになる。また、若い家計は、就業形態から消費にいたるまでこれまでとは異なる多様な選択肢を手に入れる一方で、それらに付随するリスクのコントロールにも敏感になる。こうして経済活動全般が多様になり、それにとまなうリスクや不確実性の発生が必然的にリスクコントロールに対する需要を拡大する。さらに、オーダーメイドの契約や保険、研究開発のデザイン、特殊な資金調達方法、トータルなビジネスの提携や協力の条件など、さまざまな舞台でリスクに対する関心が高まり、デリバティブ取引の応用が広まることも考えられる。つまりこれからの経済では、多くの場面において各種のリスクコントロール手段が必要になり、それらが豊富に供給される。そのような特性を備えた成長経済が、デリバティブ市場の発展にとって望ましい環境であることは間違いない。

デリバティブ市場の参加者については以下のように考えられる。機関投資家や資金管

理サービスを専門とするプロフェッショナルな市場参加者は、いっそう高度で先端的なデリバティブ取引を開発すると思われるから、デリバティブ市場を活発にする方向で競争を続ける。企業や金融機関では、リスクコントロールをはじめデリバティブ取引の巧拙がみずからの活動成果に大きな影響を与えるという理解が浸透して、デリバティブの利用について正確で迅速な対応を推進させる。その結果、相当の規模と範囲で積極的にデリバティブ市場に参加すると考えられる。

デリバティブ市場の中心的存在である取引所は、デリバティブ取引の需要動向に的確に対応して新しい商品と取引方法を供給しなければならない。同時に、受動的な姿勢ばかりではなく、将来の需要を創出すべく革新的な商品を供給する使命も担っている。世界の金融商品取引所が厳しい競争下で統合や協調を進めるのは、先端的な金融技術の発展に支えられた高度な金融ビジネスに対応するためである。そのような金融ビジネスの中核にあるのがデリバティブ取引であることは周知の通りである。

デリバティブ市場を監督する行政当局は、簡素で利用しやすい取引の制度とルールを整えるべきである。高度で複雑化した先端的なデリバティブ取引や、高頻度取引のように、これまで例を見ない取引が出現した場合に、その本質を見極めて適切に対応し、開発や普及を阻害しないことが肝要である。

なお取引所と行政に関しては次のような配慮も必要と思われる。わが国を含めて諸外国でも数多くの経験があるように、デリバティブ取引を利用した非合法的な活動や犯罪が発生することがある。それらは多くの場合、デリバティブ本来の利用ではなく、悪用もしくは単にデリバティブという名称を用いているに過ぎないことが多い。これらの現象は、企業や家計がデリバティブ取引を含む金融サービスを安心して購入するために重大な障害になる。したがって、取引所や行政当局にはそのような弊害を生じさせないような配慮も必要であろう。

一方で、デリバティブ市場については、たとえ部分的に弊害や副作用を生じても、時間をかければ非合理的な部分や副作用が淘汰されて正常な市場に戻るという考えもある。それゆえ各種の規制や行政の介入は極力控えるべきであるという主張になる。こうした指摘が妥当な場合も少なくないが、たとえ長期的には弊害や非合理性が除去されても、短期的な被害が甚大になる可能性も否定できない。アメリカや日本でみられた重大なビジネス犯罪において、デリバティブが、その本来の機能とは無関係であったとしても、関与するか触媒の役割を果たしたと指摘されたこともある。したがって、上記の配慮はデリバティブ市場に対する信頼と国民経済的な観点からも求められるのである。

個人や家計はデリバティブ市場にどのように参画するのであろうか。デリバティブ市場

の充実によって高度化し効率化したリスクシェアリングの恩恵を受けるのは、最終的には個人や家計であるから、彼らがデリバティブ市場について誤った理解をもつのが望ましくないのはいうまでもない。すでに述べた金融資産管理サービスの消費者としては、リスクコントロールのためのデリバティブ取引を誤解しないことが大切である。わが国のメディアにデリバティブという文字が登場するのは、社会的に望ましくない事態が生じた場合や、不正や非合法的な行動が露見した場合が多く、その解説ではあたかもデリバティブ取引が本質的な原因であるかのように扱われることもある。これではデリバティブ取引が経済社会にとって有益な活動であるという理解を阻害するばかりであり、国民生活にとって必要な存在であるという認識を妨げる。たとえ一部のメディアによる皮相な批判であっても影響は大きいから、デリバティブ取引に関する冷静かつ正確な説明を携えたメディアの登場が待たれる。

最後に、現代の経済生活を支える農産物生産物の多くが世界のデリバティブ市場における価格形成に依存していることを再確認しておく。原油をはじめとする鉱産物から小麦や大豆などの農産物に至るまで、工業生産や消費生活を支えるほとんどの資源の価格形成が世界の先物市場に委ねられている。個人や家計が、豊かな経済生活を享受するためにデリバティブ市場が存在していることを理解すれば、わが国デリバティブ市場の将来は順調かつ平穏に発展していくと思われる。

#### おわりに

成長し成熟していく経済環境はデリバティブ市場の充実と拡大を促す。それに伴って、デリバティブ市場の本来の機能であるリスクシェアリングの高度化と効率化が発揮される。これからのデリバティブ市場は、短期的な停滞や航路変更を余儀なくされるかもしれないが、長期的には広い航路を順風のもとで進むと思われる。

わが国のデリバティブ市場も、市場参加者の潜在的な需要と開発能力を背景にして、これまで以上の発展を遂げると思われ、その結果として国民生活の向上に寄与することが期待されるのである。

免責事項：本資料に関する著作権は、株式会社大阪証券取引所にあります。

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。