

はじめに

デリバティブ市場の拡大

デリバティブ理解の浸透

おわりに

はじめに

本稿の目的は、わが国のデリバティブ市場について次の二つの点を強調することである。第一は、わが国のデリバティブ市場が先進諸国に比較して質と量ともに遅れていると考えられるので、質の充実と量の拡大を図るべきであること、第二は、経済社会の諸方面においてデリバティブ取引に関する誤解や無理解が散見されるので、市場参加者のデリバティブに関する正確な理解を促進すべきであると思われることである。

デリバティブ市場の拡大

稿末に掲げた図は世界のデリバティブ取引を概観したものであり、近年のデリバティブ取引が急激に拡大していることは明らかであろう。世界の GDP や金融資産残高の成長に比較してデリバティブ取引の増大が著しいことがわかる。一方、デリバティブはクロスボーダーの取引が多いために国別の詳細な統計は得られないが、デリバティブを上場する取引所や OTC の統計から判断して、わが国のデリバティブ取引は、GDP や金融資産残高あるいは貿易量との比較で見ると、先進諸国の中では相対的に少ないと推察される。

ところが見方を変えれば、わが国におけるデリバティブ取引の導入や利用が遅れているのではなく、先進諸国がわが国を上回るスピードで先端的なデリバティブ取引を導入し、それらの利用を拡大しているともいえるかもしれない。なぜなら、過去10年から20年のわが国経済の成長率や金融資産残高の伸びに比較して、わが国でもデリバティブ取引が相対的に拡大していることは明らかだからである。

先進諸国に比較してデリバティブ取引の利用が少なく、遅れている理由はいくつかあると考えられるが、利用できるもしくは利用すべき専門家がデリバティブ取引について未熟である可能性がある。同時に、彼ら専門家に資金の管理や運用を依頼する投資家と、デリバティブ取引を活用した金融サービスを購入する企業においても、その意義と本質に関する理解が不足しているのではなかろうか。

機関投資家や資産管理を営む金融サービス産業では、種々のリスクコントロールが必要なことは改めて指摘するまでもない。そのために有効な手段がデリバティブ取引であり、常

に高度化し複雑化していくデリバティブを利用して、効率的な資金運用に努めなければならない。さもなければ厳しい競争に生き残ることは難しい。これらの運用担当者や資産管理の専門家は、グローバル化した金融・資本市場で鍛えられれば自然と先端的なデリバティブの活用に習熟していくはずである。

もし国内のみに限定したビジネスにとどまることが許されるのであれば、外国企業との競争から逃れて厳しい競争からも無縁であることができる。しかしわが国の金融サービス産業にとって、そのような環境が続くことがないのは誰の目にも明らかであろう。グローバル市場という競争環境において生き残りかつ発展していくためには、最先端の技術を取り込んで新製品を開発していくことが必要なのはいかなる産業においても変わりはない。金融サービス産業においては最先端の基幹技術の一つがデリバティブ取引なのである。

成熟した経済では企業や人々の経済活動が多様になる。いいかえれば、多様な経済活動を可能にするのが発達した資本主義経済システムの特徴であるともいえる。そこでは、地域や時間、品質や規模等の諸条件に関して多種の契約が結ばれて、取引が実行されることになる。これらの多様な経済活動に必然的に付随するのが、かつて経験したことのないリスクの発生であり、複雑な内容とさまざまな規模をともなって現れる。これらのリスクを効率的にコントロールするためにはデリバティブ契約が不可欠なのである。

たとえば近年注目されている各種年金の管理と運用について考えてみる。高齢者の増加に対応して、彼らが充実した老後を送るための諸施策を整えるのは、望ましい社会を目指す先進国共通のテーマである。そこでは個人の希望に添った年金計画を設計して実行していくことが求められて、いわばオーダーメイドの年金を設計するのが望ましい。また、年金基金の一般的な特性として、変動する運用収益のなかから恒常的なキャッシュアウトフローを確保するという条件がある。そのためには、収益変動のリスクをコントロールして安定したキャッシュフローを実現させるための手段が必要である。これら 2 つの目的にとってデリバティブ取引が有効であることはよく知られている。

産業資金の場合にもデリバティブ取引の有効性が顕著である。大規模な資源開発や成果を得るのに長期間を要する研究開発のために必要な資金調達の場合には、期間中の金利や外国為替の変動を考慮に入れて計画を作成しなければならない。それらの変動リスクをコントロールするためにも調達契約にデリバティブを関与させることが求められる。

デリバティブ理解の浸透

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い。これらはデリバティブ取引が経済社会にとって有益な取引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道具であるという認識を妨げたり遅らせることになる。

かつては株式の取引についても、「株をやる」や「株屋」等の表現に象徴されるようにネガティブなイメージが伴っていたが、現在では株価が経済活動の基本情報であり、国民生活

にとって重要な意味を持つことが理解されている。これと同じようにデリバティブ取引についても遠からず正しい理解が浸透すると思われるが、不必要な時間と費用をかけずに実現することを期待したい。

デリバティブ取引の特性は、投資や貯蓄という基本的な経済活動に付随するリスクのコントロール手段を、市場という公開の場で、公正かつ低廉な費用で提供できることである。便利で安価な道具であるから、経済の成熟に伴ってその利用が拡大するのは自然な動向であり、世界のデリバティブ市場もわが国のそれも、この流れに沿って発展してきた。

それでは、デリバティブ取引の促進について、政府や取引所あるいはメディアは何もする必要はないのであろうか。市場参加者の自由な行動に任せておけば自然にデリバティブ市場の健全な発展が見込まれるのであろうか。

ごく最近、年金の管理と運用に関して犯罪と見まがう事件が発生した。関連する報道では、採用された運用手段としてデリバティブ取引に注目し、巨額の損失をもたらした原因のひとつがデリバティブ取引であると強調している。そのうえで、年金受給者が安定したキャッシュフローを受け取るためには、運用も安全な投資対象に限定すべきであるという論調が展開されている。これが的を射た議論ではないことは改めて指摘する必要はないと思われる。

年金の使命は、出来るかぎり低い保険料金で安定的なキャッシュアウトフローを実現することである。そのためには運用利回りを高くすると同時に収益の変動をコントロールしなければならないのであり、運用資産の一部にデリバティブ取引を組み込むことが必須の条件になる。これはほとんど自明ともいえることであり、先進諸国の年金基金をみてもデリバティブ取引の採用を排除するところは見あたらない。デリバティブ取引に関するこのような誤解や無理解は早急に修正すべきであり、メディアをはじめとして取引所や監督官庁も留意すべきであると思われる。

2011年にわが国ではおよそ75年ぶりに米の先物市場が導入された。米の先物取引は江戸時代に大阪の米商人が取引の合理性を追求して考案した取引手法であり、その後長い期間にわたって利用された歴史がある。また、デリバティブ取引の理論や歴史に言及する現代の書物には、多くの場合に Dojima(堂島)という名詞が登場する。

米の先物取引を再開するに際して、賛成や反対を唱える種々の議論が展開された。そのなかで最も印象に残るのは、米の最大の取引主体である全国的な組織が、米に先物取引を導入すれば投機を誘発して価格の乱高下を招くと主張したうえで、基本的な食料である米の価格が不安定になるのは望ましくないから先物取引には反対である旨の議論を展開したことである。それを根拠にして同組織は先物取引には参加していない。

江戸時代の米先物取引に関する有名な研究では、先物取引の導入前と導入後の米価格の変動を調べたうえで、導入後の価格に不安定化は認められないとしている。標準的な経済理論にも、先物取引の導入が原資産の価格を不安定にするという論理はなく、むしろ価格の安定化作用が論じられる。

原油や主要金属等の産業活動に基本的な資源もグローバルな先物市場で取引されていることはよく知られている。また、食料としての米の重要性を強調するのであれば、小麦や

トウモロコシ等の他の基幹的な食料も先物市場で取引されている。それらについて、先物市場の導入が世界の人々に不利益を与えたという指摘は見あたらない。

これらの例にみられるようなデリバティブ取引に関する誤解や無理解は、わが国のみの現象ではなく、先進諸国でも散見された。たとえば 2008 年から 2009 年にわたる金融危機においても、その原因としてデリバティブ取引が糾弾されたことは記憶に新しい。しかし、たとえ一部のメディアによる皮相な批判があっても、多数の冷静な解説はデリバティブ取引の本来の機能を理解したうえで、正鵠を得た論調を維持している。このように、デリバティブ取引の誤解に基づく批判を冷静かつ正確な説明を携えて修正していくことは非常に重要である。わが国において、政府の規制当局や取引所の担当者にそのような行動がみられないのは惜まれる。もとより、一部のメディアがデリバティブ取引について歪曲された報道をするのがそもそも誤りであるから、健全なメディアによる正しい報道を期待したい。

おわりに

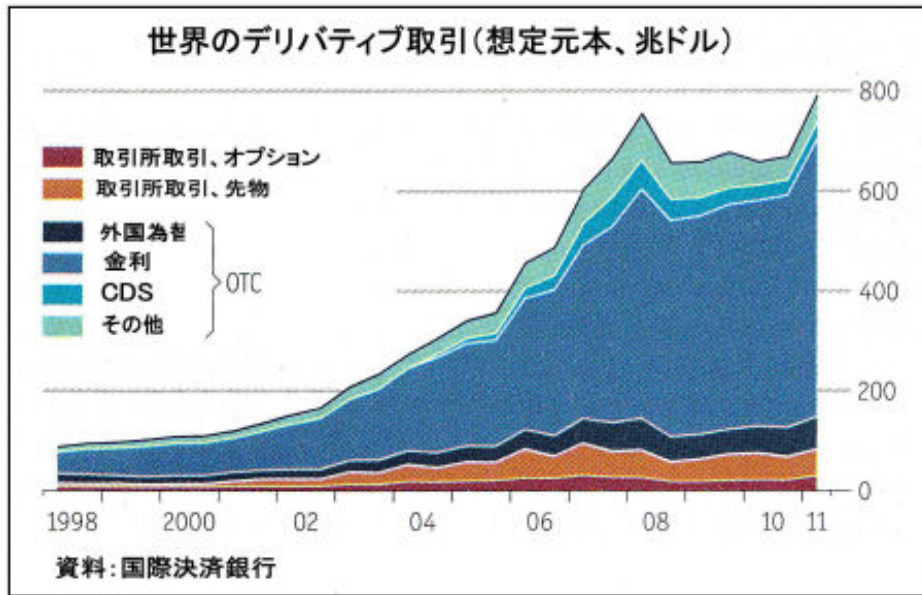
以上の考察にもとづいて、本稿ではわが国デリバティブ市場の参加者について以下の期待を述べたい。

機関投資家や資金管理業務に携わる、いわゆるプロフェッショナルな市場参加者には、デリバティブの正確な理解を基礎にして、いっそう高度で有効なデリバティブ取引の開発を期待する。そのうえで、新しいデリバティブ取引を実践してその成果を競うことである。このプロセスがデリバティブ市場を活発にし、ひいては国民生活の向上に寄与する。

取引所や監督官庁には、簡素で利用しやすいデリバティブ取引の制度とルールを整えることを要望したい。これはすでにわが国を含む先進諸国で進んでいると思われるが、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することを期待したい。とくに、上記で言及したような先端的なデリバティブ取引が開発されたときに、その普及を阻害しないことが肝要である。

ただし、すでにわが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(多くの場合、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)非合法的な活動もしくは犯罪がある。これらの負の現象は、下段に述べるように、個人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、取引所や規制当局にはそのような弊害を生じさせないような態勢が期待される。

個人や家計に対してはデリバティブ取引に関する理解を強要する必要はない。大型旅客機の構造を知らなくても海外旅行を楽しめて、パソコンの回路を理解できなくてもインターネットを利用できるのと同様に、デリバティブ取引の仕組みを知らなくても、それを活用した金融サービスを購入すればよいのである。



The Economist, Feb.25, 2012 より作成