

## 日経225先物取引20周年によせて

大阪大学大学院経済学研究科 教授  
仁科 一彦

2008年9月に、大阪証券取引所の日経225先物取引は開始以来20年という節目をむかえる。日経225先物取引は、わが国デリバティブ取引の歴史において文字通りフロンティアを拓き、つねにメジャープレーヤーとしての足跡を残してきた。大阪証券取引所はもとより、関連する産業や行政の人々は大きな喜びと深い感慨を禁じ得ないであろう。

本稿では、日経225先物取引の計画から発足およびその後の推移を見守ってきた者として、そのプロセスにおける筆者の印象を記しておきたい。そのうえで、わが国金融経済に関する現状の認識をふまえながら、近い将来における日経225先物取引の展望を試みる。

日経225先物取引の発展のプロセスに関してはすでに多くの記録や研究があり、そのほとんどが広く知れ渡っていると思われる。それゆえ、以下でふれるいくつかのエピソードや印象は、筆者の記憶と身近な資料のみにもとづいて記述するものであり、詳細な内容と正確な日時については関連文献を参照されたい。

### 1 日経225先物取引発展のプロセス

1980年代の後半、日本経済がバブルの最盛期を迎える頃、大阪証券取引所の研究会においてある委員が、「証券取引所は株式会社と同じ機能を持つから、行動や組織

もそれに対応することになるだろう」と発言した。これに対して産業組織論の権威といわれた某氏は、「取引所は公的機関だから株式会社にはなじまない」と述べたことがある。委員の発言は、独自の意見ではなく、経済学(ファイナンスや産業組織論)の教科書に書かれている内容を述べたに過ぎなかった。つまり取引所の機能は、金融・資本市場におけるさまざまな需要に応じて取引のデザインやルールを開発し、活発な取引の場所を提供することである。それらを競争のもとで行い、結果として資金の効率的な循環に貢献するのであり、そのような活動によって対価を得るというものである。これは、需要の動向をみながら新製品を開発して、利益の獲得を目指す企業活動と変わりはない。

たしかに、株式や債券の価格をはじめとして為替レートや各種の重要な商品の価格など、資本主義経済の根幹をなすシグナルを決定する取引所は、いわば公共サービスを提供するのであるから、民間企業とは異なる機能を持つと思われるかもしれない。しかしその後の世界の主要な取引所の動きが、上記の教科書の指摘通りであることは言うまでもない。

ここに見られるように、大阪証券取引所がわが国最初のデリバティブ取引に舵を切ったのは、経済学のロジックに沿った方向であり、世界の取引所の動きと軌を一にするものであった。もちろん、当時の国内取引所間の関係や、堂島(Dojima)という輝かしい歴史を有していることも無関係ではないであろうが、長期的な視点から見れば、わが国取引所の中でいち早く世界の潮流に気づき、方向をあわせたといえるのではなかろうか。

しかし新しい動きには必ず抵抗がある。「投機」や「先物」という概念を恐れて保守的な姿勢をとる行政はもとより、本来推進してしめるべき、証券や保険を含む金融産業界の一部が必ずしも後押しをしなかった。当時の慎重な行政が示した象徴的な発言に、「日経225先物取引は指数をもとにした先物であり、現物の株式が存在しない無体物の先物取引は、賭博罪の規定に抵触しかねない」というものがあった。また一部の金融界には、「信頼を基礎にする金融産業が、先物取引に手をつけるべきではない」という意見もあった。戦後日本の金融行政と当時の社会情勢を勘案すれば、こうした動きも驚くには当たらないが、行政を含む金融関連産業の先物取引に対する理解が、欧米におけるそれとはまったく異なる水準にあったのは明らかであろう。

難産にもかかわらず日経225先物取引は順調に発展した。取引開始後数年を経て、月間取引高でシカゴ取引所(Chicago Mercantile Exchange)の株式指数先物取引を抜き、世界最大を記録するにいたる。ウォールストリートからはデリバティブ取引に熟達した取引者が参加し、国内の金融機関も積極的に参画した。ところが、まもなくバブル崩壊に伴う日経平均株価の暴落で市場環境は悪化し、運用や取り次ぎを含む先物取引のビジネス全体が、偏ったしかも不正確な批判にさらされるようになる。

たとえば、市場で行われる裁定取引に関して、「一般に裁定取引は、市場間の価格形成のゆがみを矯正して、均衡価格の成立を促す。先物と現物の裁定取引も、両者の価格に非合理的な乖離があればそれを修正

する機能を持つ。」という理解は、現在では市場参加者にはほぼ共通の認識であると思われる。しかし当時は、株価を下落させた原因のひとつが、日経225先物取引を利用した裁定取引であるという主張が唱えられた。それに対応して行政は、急増した裁定取引を問題視し、関連業者に裁定取引のポジションを毎日報告させて公表するようになる。

この措置は、それがどのような効果をもたらしたかについて検討することもなく、やがて撤廃されるが、そのように初歩的な誤解が蔓延していた事実は、先物取引に関する社会的なインフラが整っていなかったことを意味するものであり、日経225先物取引の発展にとって不幸であったことは間違いない。この措置を含め手数料の改定など先物取引に対する一連の動きに関して、未経験のビジネス活動に対する不安や知識不足によってもたらされたのであり、革新的な動きに付随してよく起こることである、という解説もあった。しかし、先物取引について積極的に理解を示してインフラの整備を進め、新しいビジネスの推進に貢献すべき立場にある人々が、逆に発展を妨げたことは反省すべきであろう。

最も意外だったのは、率先して啓蒙活動を行うことが期待された経済ジャーナリズムが、株価指数先物の機能を正確に理解せずに、いわゆる「先物悪玉論」を展開したことである。これは明らかにわが国デリバティブ市場の発展を阻害したといえるのではなかろうか。

これらの回想は、当時のわが国において、新しい金融システムへの方向と、その基幹ともなるデリバティブ取引に対する理解が欠如

していたことを再確認させるものである。

## 2 日経225先物取引の現状

日本経済が戦後最大かつ最長の不況に陥った期間も、日経225先物取引はわが国の代表的なデリバティブとして取引されてきた。この間、海外の市場における上場や、取引単位の多様化など新しい動きもあり、総じて堅調な足跡を残してきたといえる。

しかし、目を世界に転じてみれば、わが国経済の規模から想定されるほどの取引には至っていない。むしろ世界のデリバティブ・ランキング等から判断して、日経225先物取引のプレゼンスは相対的に低いと考えられる。

その原因を検討して、日経225先物取引を含むデリバティブ一般の取引を拡大させようとの試みもあるが、動きが速いとは言えない。相対的な停滞の原因については、取引の参加者に固有の属性や要因があるのか、取引の仕組みや市場のルールに改善の余地があるのか、あるいは、そもそもわが国の株式価格や為替レートの動向に根ざす問題なのか、等の多方面からの議論が喚起されると思われる。

一方で、年金基金をはじめとする金融資産残高は世界で最大規模に達していることを考え合わせると、日経225先物取引に対する潜在的な需要は非常に大きいはずである。にもかかわらず取引の拡大が停滞していることについても、いくつかの理由が考えられる。たとえば、資産管理サービス産業を中心とするユーザーの側にデリバティブ取引の機能について理解が不足している可能性、

それゆえ運用の理念や組織体制に遅れがある懸念、あるいは、そもそも運用の委託者と受託者の双方に、リスクコントロールの手段としてデリバティブ取引の浸透度が低い等についても、これからいっそう踏み込んだ検討が必要である。

これらの課題を残しながらも、日経225先物取引はわが国デリバティブ取引の代表的な存在として発展を遂げ、現在の地位を固めてきた。しかし、日本経済の規模や特性を考慮に入れれば、将来に向かって拡大の余地を多く残すと言えるのではなからうか。

## 3 日経225先物取引の展望

日経225先物取引がこれからいかなる進展を遂げるかについて予測するのは難しい。特定の商品について将来の売り上げを予測するのが困難であるのと同様である。したがって以下では、わが国のデリバティブ取引について近い将来に考えられる動向を考察し、そのうえで代表的な日経225先物取引の展望を試みる。

第一に指摘できることは、これからのわが国金融経済においてデリバティブ取引一般に対する需要が拡大するという認識である。日本経済の成長如何にかかわらず、家計や企業および金融機関におけるリスクコントロールの必要性は高まるであろう。家計部門では、割合が増加する高齢者家計はもとより、多様な消費と貯蓄の計画を持つ家計にとってはリスクへの対応が必要となる。その場合に、家計が直接リスクの考慮をする場合もあるが、むしろ重要なのは、年金の管理運用に代表される資産管理ビジネスが拡大して、

リスクコントロールが必須の条件になることであろう。企業は国際的な活動や競争の激化に伴って、諸要素のリスクコントロールはすでに日常化している。金融機関にとってリスクコントロールは本業の一部であり、将来に向かって拡大こそすれ、縮小することはない。

このような認識と、わが国経済の規模ならびに金融資産の蓄積の程度を考慮すれば、デリバティブ取引に対する需要は拡大すると考えるのが自然であろう。そのなかで、株式市場がわが国経済の活動を表す最も基本的かつ総合的な場所であることを考えあわせれば、日経225先物取引が代表的なデリバティブであることに変わりはないと思われる。また、各経済主体における金融資産蓄積の構成によっては、さらに重要性が増す可能性もある。

第二に指摘できることは、将来に向かってこれまで以上に金融経済のグローバル化が進むという想定である。これについては異論はないと思われ、その影響についてもほとんど共通の理解があるのではなからうか。グローバル化した金融・資本市場においても、日経225先物取引の展望が拓かれるであろう。

すなわち、世界の金融・資本市場が参加者に対して門戸を広げ、取引に関する国籍や国境という制約は意味を失っていく。ここでは機関投資家を主体とするプレーヤーが、先端的な金融工学の手法を駆使して積極的なビジネスを展開する。こうした動きが、資産管理や資金運用の高度化を招き、新しい金融商品の導入や金融技術の革新を促進するのは必然であり、価格形成の透明性と情報の開示がいつそう要求されることにな

る。

個々の参加者にとっては、リスク管理の必要性が増して、各種デリバティブ取引への需要をさらに増加させるはずである。なかでも、各種ポートフォリオにおいて日本株式が有力なシェアを保つかぎり、日経225先物は主要なデリバティブとして取引される。あるいは、直接のリスクコントロール手段ではなくとも、他の金融資産の密接な代替投資や関連投資として重視される可能性もある。世界の金融・資本市場参加者が、わが国の経済活動について将来性や成長性を見込めば、日本の株式に対する投資が拡大することは間違いなく、それに伴って日経225先物の取引も増大するのは明らかである。

この場合に重要なのは、グローバル化した金融経済では、日経225先物の取引がわが国の市場でのみ行われるのではなく、便利な取引ルールや使いやすさを求めて、あるいは市場の流動性を求めて時間や場所に拘束されることなく、世界の市場で自由に実施されるということである。こうした動きを促進し保証することが金融経済のグローバル化の真意であり、流動性の高い市場を実現して効率的な価格形成に寄与することになる。

第三に指摘できるのは、デリバティブを中心とする新しい金融商品の取引が拡大すると、それらの舞台を提供する各種取引所が商品開発や取引デザインの革新にいつそう注力することである。本論の冒頭で述べたことであるが、取引所にとってはさまざまな需要の動向を見据えて対応していくことが不可欠だからである。それにともなって日経225先物取引は重要な役割を果たすと考えられる。

1970年代の初めに金融デリバティブが導入されてから、さまざまな形態の取引が開発され、実用化されてきた。なかには現在でも継続して利用されているものもあれば、早期に消滅した取引も少なくない。そのような盛衰は将来も繰り返していくであろうが、現在では想像もつかない取引が発生することは間違いない。そのプロセスで、日経225先物取引は、外国為替や金利のデリバティブ取引とともに、わが国デリバティブの基盤として重要性を増すと思われる。

たとえば、すでに日経225のオプションが取引されているのであるから、シンセティックな日経225先物を構成することが可能であり、両者の効率的な価格形成が保証されている。そこで、何らかの金融資産価格のデリバティブと日経225先物取引を組み合わせたデリバティブを開発すれば、価格形成の信頼性を得るうえで有利であると判断される。

最後に、デリバティブの発展にともなう日経225先物取引の展望について、これまでの記述とは異なる視点から、その役割にふれてみたい。日経225先物取引はわが国で最も古い歴史をもち、行政や関連業界、さらには市場参加者との間でさまざまな経験を積み重ねてきた。将来に向かってわが国のデリバティブ市場が発展していくプロセスで、その経験を十分に生かすことが期待される。

たとえば、制度設計や市場管理について、関連する行政やビジネス界のすべてに配慮して慎重に進めるという姿勢がみられたが、これは改める必要がある。そのような進行方法が望ましい分野もあるが、デリバティブ取引に関わる場合は異なる対応が望ましい。もちろん法規制の遵守は必須であり逸脱は許

されないが、これまで多く見られたような、行政や諸業界の利害調整を優先するアプローチは弊害が多い。日経225先物取引が発展の過程において無用の時間と資源を費やした原因のなかに、そのような慎重な進め方があったことは否定できないのではなかろうか。

発足以来20年を迎えた日経225先物取引の総合的な評価は、これからの推移を含めて、後世の史家に委ねられる。しかし現時点において、導入が成功であり、その後の進展も揺るぎないものであったという認識は、あまねく共有されるであろう。