

米国、シンガポール、日本の 金融先物取引導入過程の比較

伊 東 眞 一

はじめに

- I 米国における金融先物取引導入について
 - II シンガポールのS I M E X設立
 - III 日本における債券(国債)先物取引の導入
 - IV 株式先物取引「株先50」の導入
 - V 金融先物取引導入に関する各国の相違点
- 結論

はじめに

金融革新は金融自由化、金融革命、あるいは金融変革とも呼ばれ、全世界に広がっている。米国では1960年代のC Dの創設に始まり、大口預金の金利自由化、証券手数料の自由化、金融先物取引の導入、多様な新金融商品の開発、金利の完全自由化と進み、現在グラス・ステイーガル法の改正へとその流れの方向が変化している。一方欧州では、1960年代のユーロ・ダラー市場の創設に始まり、現在ではE C市場統合へと進んでいる。またアジア諸国でも金融革新が進んでおり、例を挙げれば枚挙に暇がない。我が国においても例外ではなく、ドル・ショック、石油ショックによる経済環境の変化に伴い昭和50年代に「金融の国債化」による金融革新が、昭和60年代には「金融の国際化」を中心とした金融革新が起こり、この2つの「国サイ化」を中心に、コンピュータ・通信技術の発達や金利選好の高まりなどを原因として金融革新が生じている。

そこで本論文は、1970年代より次々に各国で誕生した金融先物取引という新しい金融技術の導入の側面から、米国、シンガポール、及び日本を比較し各国の革新性の相違点を考察する。

I 米国における金融先物取引導入について

「債券に限らず外国為替、通貨の先物取引や株式オプション取引は、世界的な経済金融構造の不

安定という経済的背景から生まれてきたものである。」⁽¹⁾ 米国における金融先物取引の誕生も同様である。1970年代に入ると、米国経済は国際通貨体制の崩壊、2度の石油ショック、それに続くインフレと不況が同時に発生するスタグフレーションという形で、急激な経済変動に直面した。すなわち、1971年8月にニクソン・ショックによってドルと金の交換性が停止され、1973年2月には主要各国の通貨が変動相場制に移行し、ブレトン・ウッズ体制が実質的に崩壊し、固定相場制は終止符を打つことになった。また1973年の石油ショックによって高金利時代へと移行した米国金融市場はさらに1979年10月F R Bによる通貨供給量重視の金融政策への転換、いわゆるボルガー・ショックによってさらに金利が乱高下するようになった。このような情勢下、「インフレに対する資産価値保全の面からも、資産運用の一層の努力あるいはリスク回避の必要が増大した。市場構造の面でも、投資主体が個人から機関投資家へ移行し、新しい情勢の中で機関投資家の資産運用、ポートフォリオにおけるリスク転換要請が増大したことが、先物取引拡大の大きな要因となった。」⁽²⁾ 以上のような米国経済の変化の各々の局面において通貨先物、金利先物、そして株価指数先物が考えだされ、導入されたのである。

通貨先物取引は、アメリカの先物産業が「戦後、永い間の低迷が続き、それからの脱却のために新

商品の開発が求められていた」⁽³⁾ 時期に登場した。先物産業が新商品開発を求めている最中に、ニクソン・ショック及び外国為替の変動相場制への移行という通貨変動の時代にいち早く対応するため、シカゴマーカントイル取引所（CME）の当時の会長Leo Melamed氏が伝統的な商品取引所内にはじめて通貨の先物市場である国際金融市場（International Monetary Market：IMM）を創設した。その後通貨先物取引は他の市場でも扱われるようになり、さらに先物オプションやドル指数など多様化の傾向をみせている。

さて1974年5月、商品先物取引委員会法が成立し、翌年に商品先物委員会（CFTC）が設立されるとともに、先物取引の対象となる商品の範囲が拡大され、抽象的な権利に係わる金利などあらゆる権利、利益等も商品の定義に含められることとなり、先物取引を発展させる大きな契機となった。また第1次石油ショックによるインフレ及び高金利時代、およびボルガー・ショックによって米ドル金利が乱高下するようになった。こうして「通貨変動の激化が通貨先物を生んだのと同様に、インフレと金利変動の激化が金利先物を生んだのである。」⁽⁴⁾ 具体的には、「貯蓄性預金の金利上昇と固定的な長期の抵当権付とのギャップに悩んでいた貯蓄貸付組合及びモーゲージ取引からんで金利変動リスクのヘッジの必要性を強く感じていたモーゲージ・カンパニーのニーズに応じて」⁽⁵⁾ 1975年10月にシカゴ商品取引所（CBT）が政府抵当証券（GNMA）の先物取引をスタートさせた。このCBTにおける金利先物取引の開始に際して注意すべき点として、CMEのIMM設立がある。「CBTとしても、早急に対抗商品を創出する必要があったわけだ。こうして、1970年代前半を通じ、アメリカの二大取引所が競い合う形で金融先物（financial futures）という新たな分野を拓いていくことになった。」⁽⁶⁾ その後金利先物は、1976年にCMEが90日物TBを、翌年にCBTが20年物T-bondを導入するなどして、多様化が進んでいる。

株価指数先物取引は、1982年2月に全米第8位のカンサスシティ商品取引所（KCBT）がバリュートライン総合株価指数の先物取引を導入したことに始まる。「地方取引所のKCBTが株価指数先物取引の導入に踏み切ったのは、取引所間の

競争激化で、もはや、新規商品の登場なくしては生き残れない事情があったからである。すなわち、シカゴの2大取引所であるシカゴ商品取引所（CBT）とシカゴ・マーカントイル取引所（CME）は当時、すでに金利商品や外国通貨等を対象とした金融先物取引を開始しており、ますます取引のシカゴ集中度を高めていたのである。」⁽⁷⁾ KCBTが株価指数先物取引の認可申請を行ったのは1977年10月と導入の4年以上前のことであった。当初はダウ工業株30種平均先物を考えていたが、ダウ・ジョーンズ社の反対にあい、バリュートラインに変更した。またCFTCとSECの規制権限上の対立もあってその導入が遅れた。⁽⁸⁾ しかしながら、機関投資家を中心とした株価変動リスク回避ニーズが高まってきたこと及び1981年のユーロダラー預金の登場による現金決済の認可等によって株価指数先物取引が実現した。⁽⁹⁾ その後、1982年4月にCMEでS&P500種株価指数先物取引、5月にニューヨーク先物取引所（NYFE）でNYSE総合指数等が登場されている。

「アメリカの先物取引市場において、先物取引の対象としてふさわしい商品を見出だし、先物取引の仕組みにのせ、先物取引を利用させるべく取引の仕組みをPRし、取引参加の拡大をはかるなど新規登場商品開発のエネルギーは実に目覚ましい。」⁽¹⁰⁾ そして新規商品開発は各取引所間の激しい競争を生み出している。その開発のみならず、開発・導入後のフォロー・アップも米国における金融先物取引の隆盛に一役かっている。「ニューヨークのアメリカン取引所は、いまでもその予算の4割を教育・啓蒙にあてているとのことである。株式先物取引の定着を図るためには、相当な初期投資を取引執行のための通信、情報処理のためだけでなく、それ以上に教育・啓蒙のために行わなければならないだろう。詳細な点は不明だが、シカゴはいうまでもなく、ニューヨークにしろ、あるいはロンドンにしろ、先物取引が活発な（あるいは活発化しようとしている）都市には、この分野（ファイナンスや証券市場論など）で有数の研究センターや優秀なビジネス・スクールがあり、活発な研究・教育活動が進められている。これは単なる偶然の一致ではないと思われる。」⁽¹¹⁾

II シンガポールのS I M E X設立

シンガポール国際金融取引所 (Singapore International Monetary Exchange : S I M E X) は、シンガポール金先物取引所 (Gold Exchange of Singapore : G E S) の改革を目的として誕生した。⁽¹²⁾ G E Sは1978年12月に香港の金取引所の機能を補完し、ロンドン、ニューヨーク間の時差を埋めるために設立された。しかしながら、香港に実質的に金先物取引が存在していたこと、及び折からの金高騰による不正行為、詐欺行為の横行等によって市場が混乱したため、シンガポール通貨管理庁 (Monetary Authority of Singapore : M A S) は役員を派遣、内部改革の調査を行った。調査の結果、シンガポールの国際金融業務の地位向上のためには、シカゴで隆盛を誇っている金融先物取引の導入が最良であるという結論に達し、S I M E X設立が進められるようになった。S I M E X設立の利点としては、①金先物市場での不正行為をなくし、投機を組織化された質場に組み込む、②現物市場を補完する、③アジア国際金融センターという国家目標に合致する、④シンガポールが革新的市場であることを示す、⑤金融先物関連業務の拡大、⑥アジア・太平洋に初めて金融先物取引を導入することによってグローバル化に寄与する、等があげられている。

S I M E X設立の動きは1982年始め頃から進められた。同年5月にLeo Melamed氏ら数名のCME役員を招待し、翌月にはLim Ho Kee氏とNg Kok Song氏が規制システム等の調査のためシカゴを訪れている。この時点では「ある取引所で成立した取引を別の取引所で清算する相互決済システム概念は、当初の討論の中心的な議題として描かれてはいなかった。」⁽¹³⁾ しかしながら、同年12月にシンガポール副大統領兼M A S総裁であるGoh Keng Swee氏が、S I M E Xの設立及びシカゴかニューヨークとの金融先物取引所と何らかの提携を行うことを公式に発表し、世界的に例のない相互決済システムが具体化することになった。相互決済システムとは「S I M E X (CME) 利用者がS I M E X (CME) で買った (売った) 先物をCME (S I M E X) で反対売買で決済することを可能にし、実質的に両取引所を1つの取引所として機能させている。委託証拠金もS I M E X (CME) 会員にだけ預託すればよい」⁽¹⁴⁾ と

いうものである。シンガポール当局はS I M E X設立に当たって、単独の金融先物市場を独自に設立するだけでは、金先物取引市場と同様、尻すぼみに終わるかもしれないという疑念を持っていたようである。それは投機的資金を組み入れるこの市場を設立したとしても、その市場に対するニーズがなければ、投機的資金は香港に流れてしまうという危機感にもつながっている。従ってS I M E Xに対する需要を確保するためにもCMEとの相互決済システムの提携は不可欠なものであったと思われる。またいずれ金融のグローバル化が進展すると、相互決済システムが主流になるという考えから、香港や東京がそれを行う前に自らの手で先鞭をつけておきたいという動機も働いている。この相互決済システムを導入するために、数度渡ってCMEとの協議が行われ、1983年8月CME・S I M E Xの相互決済システムの提携についての協約が結ばれた。そして1984年5月にS I M E Xが開設される予定となったが、米国側の法手続き上の問題等によって開設は2度延期された。しかしG E Sにおける金先物取引がS I M E X設立を見込んで急速に低下したこと、及び相次ぐ延期の結果、待機に伴うコストの上昇と士気の低下、さらに香港にも金融先物取引所が設立されるという噂によって、先駆者利得の消滅をおそれたことなどが要因となって、6月12日、当局は7月5日よりCMEとの相互決済の有無にかかわらず金先物取引の単一上場の形でS I M E Xをスタートさせることを決定、またユーロダラー預金、通貨先物は2ヶ月後に始めることも併せて発表した。こうしてS I M E Xは1984年7月よりスタートしたが、翌8月にCMEとS I M E Xが相互決済システムを導入することを正式に発表し、8月29日にC F T Cの認可を得て、9月より相互決済システムをスタートさせた。

現在S I M E Xには、表1のような金融先物と商品先物 (バンカーオイルとガスオイル)、通貨オプション (独マルクと日本円)、金利オプション (ユーロドルとユーロ円)、株価指数オプション (日経平均) が上場されている。S I M E Xがこれほど新商品導入に熱心なのは「他の市場より先行しないと成功しないという宿命を背負っている」⁽¹⁵⁾ ためであり、従って常に新商品を開発しなければ、同時間帯にある東京、大阪、シドニー、

香港の先物取引市場に優位にまたは対等に競争できないという弱点をもっているためである。そのため新商品開発と同時にPRにも力を注いでおり、日本および欧米の機関投資家の資金やアジア諸国の資金も呼び込み、日本に次ぐアジア第2位の先物市場を目指している。

表1 米国、シンガポール、日本の金融先物取引

	通貨先物	金利先物	株価指数先物
米国	オーストラリアドル カナダドル ドイツマルク フランスフラン イギリスポンド 日本円 スイスフラン CME Currency Cross-Rate E.C.U. ドル指数	TB 2年物T-note 5年物T-note 10年物T-note 30日物金利 3年物金利スワップ 5年物金利スワップ 日本長期国債 地方債指数 株当証券 3ヵ月物ユーロドル 1ヵ月物LIBOR T-bond	MMI TOPIX 日経平均 S&P500種 バリュエーション ミニバリュエーション NYSE Composite National Over-the Counter Index
シンガポール	ドイツマルク イギリスポンド 日本円	ユーロドル ユーロ円 ユーロマルク	日経平均
日本	米国ドル 日本円	日本円短期金利 米ドル短期金利 長期国債 超長期国債 T-bond	TPOIX 日経平均 株先50

Ⅲ 日本における債券（国債）先物取引の導入

我が国における戦後最初の金融先物取引は、1985年10月に発足した東京証券取引所における国債に関する先物取引である。この国債先物取引が導入された背景は、証券取引審議会「債券先物市場の創設について」の報告書によると、①債券のリスク・ヘッジの視点、②国際金融資本市場としての視点、の2点が上げられている。「債券のリスク・ヘッジの視点」について要約すると、国債の大量発行に伴い公社債流通市場が急拡大し、公社債の価格変動リスクが債券保有者等に及ぼす影響が増大するので、この価格変動リスクをヘッジする手段として、先物取引の導入が必要であるというものである。一方「国際金融資本市場としての視点」とは、世界の主要な金融資本市場には金融先物取引が導入されており、東京が国際金融センターとして発展するためには金融先物取引は必要不可欠なものであるということである。

我が国における金融先物取引導入の動きは昭和50年代に入ってからすでに始まっていた。特に証券界において調査、研究が積極的に進められた。しかしその当時は、戦前に存在していた国債の長期清算取引における異常な価格変動や、決済不能による社会一般におけるマイナス・イメージから

「先物取引＝投機、投機＝悪とする短絡的思考によって、債券先物市場の開設に消極的に意見を対立させる結果をもたらしている」⁽¹⁶⁾ことが、大蔵省が先物取引導入を検討することに尻込みさせ、また昭和50年代半の国債価格の暴落によって、「国債の現物市場を混乱させる可能性のあるような取引」⁽¹⁷⁾ということから、大蔵省は金融先物取引の導入は拒否してきた。また戦後GHQの証券取引三原則によって先物取引は不可能となったが、そのことも影響しており、証券行政を大きく変更することは出来なかったのかもしれない。

我が国に金融先物取引を導入する契機となった出来事は、1984年5月30日に大蔵省によって発表された「金融自由化の現状と展望」である。この中において「長期の金融・資本市場は、今後国債残高の累増、金融機関による公共債ディーリング業務開始等に伴い、一層厚みをますこととなると見込まれるが、引き続きその整備・拡充に努める」ことが明記され、そのために債券等の先物取引導入の検討を行うことも併せて明記された。これを受けて、1983年12月20日の証券取引審議会の総会で設置された「公社債特別部会」において1984年7月の第6回目の審議から債券先物取引の導入についての審議が行われた。この審議会においてどのような意見が出されたかについての詳細な点は省くが、特に注目される点は以下の通りである。

まず、債券先物取引の導入についてであるが、米国で金融先物取引が導入された背景は、為替、金利等の乱高下やインフレ率の高進にあるのに対して、我が国には米国ほどの価格変動が頻繁には生じていない、あるいは将来的にも生じる可能性が低く、債券先物取引に対するニーズを現に存在するかどうか疑わしい、という点が指摘されている。またロンドン国際金融先物取引所(LIFFE)が必ずしも期待した程度に拡大していないことが、日本に債券先物取引を導入してもLIFFE同様の結果となるおそれがあるのではないかと、という懸念も出されている。さらに、戦前に長期清算取引を行っていたが、戦後GHQの指導等により廃止したにもかかわらず、今度は米国やその他諸国が金融先物取引を導入しているからといって、安易に導入するのはおかしい、とする消極論が出されている。一方、消極論としては、公社債発行残高の累増とその満期の短期化が進んでいる

現時点に立って将来を考えたときに、先物取引市場をいまから創設して、将来真に必要ななるかもしれない事態に備えておこうというのが、先物市場の創設が必要であるということを説く人の平均的な見方であるということが指摘されている。また、先物取引には、①金利変動等に伴うリスクの一般的ヘッジ手段の提供、②流通市場の安定と拡大、③発行市場の安定と拡大、④将来価格に関する情報の提供、⑤新たな投資手段の提供、などの経済的意義が高いので早期導入が望ましい、あるいは漸進的に導入するのが望ましいとする意見も出されている。

次に法律的に先物取引が出来るかどうかについてであるが、結論としては証券取引法で先物取引を行うことを禁止している明文の規定はなく、導入可能であるとされている。よく引き合いに出される証取法49条は、先物取引とは全く関係のない信用取引を規定しており、またGHQによる証取三原則についても、先物取引に関しては法律に明記されているわけではなく、従ってこれは法律解釈上効力をもっているとは思われないと指摘されている。

導入商品については、対象として国債のみに限定することは、最終的には適当ではなく、広く他の金融商品を含め、いわば金融先物取引全体の導入を検討することが望ましいものの、例えば短期の金融商品については、全体として先物取引を可能とする条件が整っていないため時期尚早であり、従って公社債の先物、特に国債のみに限定して検討することが望ましいとされている。

取引の場所については、金融の自由化の観点から、大蔵省主導で行うようりも、東京、大阪、名古屋の各証券取引所はもちろんのこと、商品取引所をも含めて各々自由な創意工夫の下に始めてみてはどうかという提案もあったが、取引は最終的には一つの取引所に集中する傾向にあり、⁽¹⁹⁾大阪や名古屋に債券先物取引を導入しても結局は東京に集中してしまうだろうということと、国際金融市場市場としての東京の機能強化と、その地位向上のために東京に設置するのが適当という意見が大宗を含め、⁽²⁰⁾証券取引法の枠内で先物市場を発足させるためには、また既に証券取引のシステムが整備されている東京証券取引所で行うことが自然である、または当然であるとする意見も見られ

る。

その他に注目される点としては、国際的にみて先物市場は既に金融システムの一部として定着しつつあるという認識から、仮に我が国が先物市場を創設しないままであるとすれば、国内で将来強く発生するだろう先物取引ニーズが、海外での先物市場に吸収されてしまい、我が国の金融証券業としては収益機会を失う恐れがあり、さらに、シンガポールにSIME Xが設立されたことは国際的に通用するロンドン、ニューヨーク、東京という世界三大金融センターの一角としての東京の魅力を減らすことになるかもしれないので、一種の幼稚産業として先物市場を創設する、換言するならば「小さく生んで大きく育てる」ことが必要ではないかという点も指摘されている。また日本の行政当局の対応の悪さについても指摘されている。前述のように昭和50年代前半から証券界では金融先物取引について論議を重ねて来たにもかかわらず自然発生してこなかったのは、米国と日本の行政当局のあり方の差が一番大きかったのではないかということである。すなわち、米国はいかなる領域でもまず自由にやらせてみて、不都合な点が生じたら改正、修正を加えていくというやり方であるのに対して、日本の場合はあらかじめ行政があらゆる事態を想定して、失敗のない仕組みを出来るだけ現状に即して作り上げていくという違いが、我が国における金融先物取引導入を遅らせているとする意見が述べられている。

以上のような点は、公社債特別部会においてかならずしも重要なテーマであったわけではない。しかしながら、これらのことにまで及ぶ広範な議論の後、1984年12月に報告書が提出され、この報告書に基づき東京証券取引所で準備が進められ、1985年10月に債券先物取引が東証でスタートしたわけである。その後、債券先物取引は表2のように急成長を遂げ、1989年には1,894兆円にまで拡大している。また1988年には超長期国債、1989年にはT-bondの先物取引もスタートしており、多様化も進められている。

表2 我が国の債券先物取引売買高単位：億円

年	長期国債	超長期国債	T-bond
1985	452,533		
1986	9,395,829		
1987	18,261,634		
1988	18,719,772	39,459	
1989	18,941,890	28,734	140,804
1990	16,306,571	12,924	518,408
1991	12,822,430	6,575	125,453

注：売買高は片道計算
出所：『証券業報』より作成

VI 株式先物取引「株先50」の導入

大阪証券取引所の株式先物取引「株先50」の導入背景としては、以下の3つをあげることができる。まず第1に、株価変動リスク・ヘッジ手段に対するニーズの拡大である。株式市場の規模及び株価の変動幅は急拡大しており、また機関投資家の株式保有の絶対額及び株式売買シェアとも拡大している。そのような状況下「こういった機関投資家を中心に、債券も含めた株式等の価格変動リスクに対するヘッジ手段の必要性の認識が日増しに高まっている…」⁽²¹⁾ということが言われるようになった。ところで「個別銘柄の価格変動のリスクをヘッジしようとするなら、個別株式の先物取引か、あるいは現在の信用取引を利用することができる。これに対して、株式市場全体の価格変動のリスクをヘッジするのに適しているのが株価指数先物取引である。株価指数は市場全体の動向を敏感に反映するものだから、これを売買することによって、機関投資家は個々の銘柄ではなく、ポートフォリオ全体のリスク管理が可能となるわけである。」⁽²²⁾

第2の背景は、国際金融センターにおける株価指数先物取引導入ブームが上げられる。前述のような米国やシンガポール以外にもLIFFEのFT-SE100種、シドニー(SFE)のASE普通株株価指数、香港(HKFE)のハンセン指数など主要な国際金融センターは次々に株価指数先物を導入している(表3参照)。このような状況の下、我が国だけ株価指数先物取引を導入しないということは我が国資本市場が競争力の点で劣後し、ロンドン、ニューヨークの時差を埋める第3

の国際金融センターの地位を香港やシンガポールに奪われるという危機感が存在していた。

表3 海外の主要な株価指数先物取引

取引所	株価指数	開始年月	売買高
シカゴ・マーカントイル取引所(CME)	S&P500種	1982年 4月	19,044,673
ニューヨーク先物取引所(NYFE)	ニューヨーク総合株価指数	1982年 5月	2,915,915
カンサスシティ商品取引所(KCBT)	バリュールライン指数	1982年 2月	505,551
シカゴ商品取引所(CBT)	メジャーマーケット指数(MMI)	1985年 8月	2,630,887
ロンドン国際金融先物取引所(LIFFE)	FT-SE100種	1984年 5月	469,520
シドニー先物取引所(SFE)	ASE普通株株価指数	1983年 2月	615,934
香港先物取引所(HKFE)	ハンセン指数	1986年 5月	3,611,329
シンガポール国際金融取引所(SIMEX)	日経平均株価	1986年 9月	363,439

注：売買高は1987年の数値で単位は枚
出所：『日本経済新聞』昭和63年9月号第2号

「株先50」導入の第3の背景は、大阪地区の地盤沈下の阻止、すなわち大阪復権又は大阪の国際金融市場機能強化の切札として導入されたことが上げられる。大証の株式売買代金は1987年で比較して世界第4位を誇っているものの、東証のわずか13.6%ほどの規模しかなく、取引時間の拡大や第2部市場の設立など法律の枠内で可能な限りの改革を行ってきたが、その程度の改革ではさして取引規模の拡大にはつながらなかった。「失地回復の策として、東京にない取引所サービスを提供しなければならない。それには先物取引が格好のものである。東京に先んじて新しいサービスを提供すれば、地盤沈下に歯止めがかかるのではない。新サービスで業容を拡大できるだけではなく、現物取引でも商いを増大させることが期待できよう。」⁽²³⁾そのため昭和50年代より大証で金融先物取引を検討、調査、研究を行ってきた。「こうした経緯があったことが、このたび東京ではなく大阪証券取引所で戦後始めて株式先物が始められることになったことに大いにあざかったのだらう。」⁽²⁴⁾

このようなことを背景として1983年9月に大証は株式先物取引を研究する新構想研究会を発足、

1986年4月に大証の株式先物取引案がまとまり、1987年6月より「株先50」の取引が開始されたのである。

「株先50」の導入に際しては、様々な問題が生じた。株式先物調査団編の『株式先物取引——我が国市場開設への展望——』によると、株式先物取引導入の問題としては、①先物取引やオプション取引が実物資本形式になんらかの悪影響を及ぼすのではないかという問題、②現物株式価格の安定性に対し悪影響がないか、③金融機関が先物市場やオプション市場へ参加することについて、金融機関の健全性が損なわれることはないかという問題、④金融対策との関連、⑤株式先物等の市場が設立されたときの為替相場への影響、を上げている。導入後の問題として、①スペキュレーターが育つか、②投資家の自己責任は確立するか、③一般大衆は参加するか、④投機は悪か、⑤株式先物取引はなじみにくいものか、⑥一般の理解を得るためにはどうすればよいか、⑦専門家の育成と訓練、⑧証券会社の公共活動、⑨取引所の機能整備、などをあげている。⁽²⁵⁾

大証にとって株式先物取引を導入するに当たって最も困難な問題は、純粋な株価指数先物取引の導入が法律枠内では行えないということであった。すなわち、株価指数は有価証券ではないので株価指数自体の売買取引を行うことはできないということである。この問題を解決するために、大証の上場株式のうちから50銘柄の集合体を1パッケージにして、この50銘柄の平均株価を売買取引の対象とする「パッケージ方式」を採用したのである。「この場合でも取引に清算取引的な要素を含ませるために反対売買で（売った者は買戻し、買った者は売付けて）決済できるようにしているが、あくまで建前は有価証券自体を取引の対象にしているから、定められた売買の最終日までに反対売買で決済しなかったときには、売り方は受け渡しの期日にこのパッケージされた50銘柄の集合体の株券を現実に買い方に引き渡すことによって決済するのである。従って、ここでいう対象有価証券は、証取法二条一項六号にいうところの株券そのものである。」⁽²⁶⁾ また「株先50」の構成銘柄の選定に当たっては、①貸借銘柄の範囲内で、かつ上場株式数、時価総額、出来高の大きい銘柄を中心として組み入れ銘柄数を限定することで現物受け渡し

のスムーズさを確保する、②株式市場全体、具体的には、日経平均株価225種の値動きに極力類似すべく銘柄を選定する、等を勘案している。そのため「株先50」は「東証株価指数よりも、日経平均に対する運動性が高いことが確認される。」⁽²⁷⁾ のであり、機関投資家のリスク・ヘッジ・ニーズにも適合するものであるといえる。

このような工夫をこらした「株先50」は1987年6月に導入されたわけであるが、市場開設当初は、改正前の取引所税が大きく影響し、低調に推移したものの、9月に取引所税の税率が引き下げられたことによって取引コストが低下したことから出来高も順調に拡大し、ブラック・マンデーの後には「機関投資家を中心にリスクヘッジへの関心が高まり、その手段として株先50を利用する動きがかなりみられるようになった」⁽²⁸⁾ ことを受けて、その後は売買高も順調に拡大を続けた。

この「株先50」の導入に対する評価としては、機関投資家の株価変動リスク・ヘッジ手段を提供したことや、大阪の国際金融機能強化に一役かったこと以外に、我が国に本格的な株価指数先物取引を導入させるきっかけを与えたとも言えるだろう。例えば蠟山昌一氏は「大阪証券取引所は証券会社や投資家もっばら株式先物取引に慣れるための準備期間を得たということになる」⁽²⁹⁾ と述べているし、また八木二郎氏も「この本格的な株価指数先物取引の開始を控えて、株先50は、株式先物市場の必要性を広く認識させた功績は非常に大きい。また株先50で試みられた多様な利用法とデータの蓄積は価値ある財産である」⁽³⁰⁾ とも述べている。実際この「株先50」の導入決定以降、東証のTOPIX、大証の日経平均の先物取引の導入が決定され、1988年9月に導入されている。また東京金融先物取引所（TIFFE）が1989年6月に開設されるなど、金融先物取引の多様化が進められている。そしてTOPIX及び日経平均の先物取引が導入された後には、株式先物取引の主役は「株先50」からこれら2つの株価指数先物取引と移行している（表4参照）。

表4 我が国の株価指数先物取引取引高 単位：単位

年	株先50	日経平均先物	TOPIX先物
1987	200,480		
1988	540,857	1,892,394	1,887,140
1989	355	5,442,647	3,727,512
1990	270	13,588,779	3,091,014
1991	253	21,643,085	1,676,798

注：取引高は片道計算
出所：『証券業報』より作成

V 金融先物取引導入に関する各国の相違点

ここで金融先物取引という新しい技術導入に際して、何故3カ国において差が生じたのかについて考察してみる。まずRogers・Rogersの革新性の測定方法から3カ国の金融先物取引に関する革新性を比較してみる。Rogers・Rogersの革新性の側定方法とは「もし研究対象が一つのイノベーションなら、革新性は、新しいアイデアの「採用時期の早さ」が指標となる。複数のイノベーションを問題にする場合は、「特定時点で採用されているイノベーションの総数」が指標となる⁽³¹⁾」というものである。これらの測定基準から金融先物取引に関する革新性は、米国が圧倒的に高く、次いでシンガポール、日本はシンガポールよりわずかに革新性が低いといえる。すなわち、金融先物取引の採用時期を比較すると米国が1972年と圧倒的に早く、シンガポールが米国に遅れること12年の1984年に導入、翌年日本が債券先物を導入するという順番になっている。また金融先物取引を通貨先物取引、金利先物取引、株価指数先物取引に分けてその導入時期を比較すると、通貨先物取引については、米国が1972年に、シンガポールが1984年、日本は1989年6月のTIFFE設立時に導入、金利先物取引については、米国が1975年、シンガポールが1984年、日本は1985年、株価指数先物取引については、米国が1982年、シンガポールが1986年、日本が1987年（純粋な株価指数先物取引は1988年）という順番になっており、やはり革新性は米国、シンガポール、日本の順になっている。またその対象商品数も米国31、シンガポール7、日本10となっており、この点では日本はシンガポールよりも革新性があると考えられるが米国にはかなり劣っている。

このような金融先物取引という技術導入に関する格差が何故生じたのかということ、各国の政治経済的背景、及び金融先物取引に対する評価の相違があげられるだろう。

まず最初に金融先物取引を導入するに至った背景から比較してみよう。米国の場合は前述のようにブレトン・ウッズ体制の崩壊による為替の変動相場制移行や石油ショック及びボルガー・ショックによって金利が高水準で激しく乱高下するようになったことに起因する。その他にも商品先物取引の低迷脱却、KCBTのシカゴに対抗する商品開発などがあげられる。すなわち、金融先物取引技術は金融環境の変化に対応するニーズと商品先物取引技術を金融商品へ適応することによって生じたといえる。金融環境の変化への対応策が望まれるようになった時期に商品先物取引技術を深掘りしていくうちに通貨の変動相場制移行という技術と結び付いて通貨先物取引が誕生したのである。また同様に金利先物取引が誕生し、金利先物取引の差金決済という技術の深掘りが株価指数先物取引を生み出していったのである。また別の要因として「業績ギャップ」⁽³²⁾があげられる。これには商品先物取引の低迷脱却やKCBTのシカゴ対抗策などがあげられる。一方シンガポールはどうであろうか。シンガポールでの金融先物取引導入背景はGESでの金先物取引の混乱とそれに対する政府介入を避ける手段として金融先物取引の導入が考え出された。これは政府主導の改革という不名誉を回避するために、より高次元の改革がシンガポールの国際金融センター機能に寄与しなければならないということと、金先物市場を混乱させた投機的資金をより適正に取り込める金融技術を追求した結果といえる。またオフショア市場、外為市場、金市場で常に優位に立っている香港にない金融技術の導入はシンガポールの国際金融センター機能を強化するばかりか、東南アジアにおける優位性を確保できるということも背景になっている。一方日本の場合は米国及びシンガポールとは異なる。米国及びシンガポールでは金融先物取引の導入は、経済環境の変化への対応や市場改革といった、いわば金融先物取引技術の導入が必然的であった。日本場合の導入背景はまず第1に証取審の報告書にも取り上げられているように、債券のリスク・ヘッジや国際金融資本市場

の機能強化があげられている。しかし我が国の債券相場は、確かに1980年頃には暴落し、国債の発行が休債に追い込まれるなどかなり変動を示しているが、米国に比べるとその幅等はかなり小さいものである。また国際金融資本市場からの視点も金融先物取引が重要な一分野として定着しつつあり、導入されないとしたならば、将来海外投資家が他市場へ移動するおそれがあるというものである。双方の背景とも将来の金融環境に備えるためというニュアンスが強く、必然的というよりも、将来必然的になるという準備的性格が強い。しかし米国・シンガポールと類似点がないこともない。東証の債券先物取引導入は、「我が国金融資本市場を他の国際金融市場に比べ遜色のないものにするためにも他の諸国市場並にヘッジ手段を備えることが望ましい」とされ、将来の諸外国の国際金融センターとの「業績ギャップ」を早いうちに埋めておこうとする動機も働いており、また大証の「株先50」の導入は金融・資本取引の東京集中に対抗し、大阪の国際金融市場機能を強化するためという現時点での「業績ギャップ」を埋めるという動機も働いている。

さて次に、各国の金融先物取引導入プロセスを比較する。まず最初に「超分析的評価と学習発想的評価」⁽³³⁾の視点から各国を比較してみると、「超分析的評価」には日本、「学習発想的評価」にはシンガポールがあてはまる。金融先物取引技術に対する評価については日本の場合は、社会における「投機は悪」という考え方、及びGHQより出された証券取引三原則と照らし合わせて、我が国で金融先物取引を導入することは困難であること、及びALM手法導入によって債券価格変動はヘッジ可能であるとする考えにより、機関投資家のニーズも少ないと考えていた。すなわち社会的側面・法律的側面から金融先物取引を導入するのは不可能であるばかりか、仮に導入したとしてもニーズが存在していないので市場は育たないという考え方が大蔵省をはじめとする金融行政当局の間では一般的であった。ゆえに大証を中心とする大阪の証券界がその失地回復のための切札として金融先物の研究、調査を推し進めていたにもかかわらず、なかなか導入にまでいたらなかったのである。結局日本の場合は「日本円・ドル委員会」報告書と同時に発表された「金融自由化の現状と

展望」に債券先物取引導入が盛り込まれたこと、及び米国以外の国々で金融先物取引が導入され、あるいは導入が決定されることによって、国際金融資本市場に金融先物を導入する流れが一般的になったために導入されたといえる。一方シンガポールにおいては、投機に対する社会的理解は当初から存在していたと言える。米国におけるように「投機は純粋な経済行為である」という理論的に裏打ちされた考えほどには理解はないにしても、以前からシンガポール証券取引所で株式の清算取引が行われていたこと、及び1978年にGESが設立され金の先物取引が行われており、必ずしも投機を受け入れないという社会通念があったとは思われない。そればかりか、前述のようにGES改革に当たって投機を適正に組み入れる手段として金融先物取引の導入が考え出された点を考慮するならば、投機は社会的に受け入れられた行為といえよう。そのため金融先物取引の導入は比較的スムーズに行えたといえるし、さらに革新性を追及して、CMEとの相互決済システムの導入も考え出されたといえる。そして金融グローバリゼーションの観点からこの「相互決済システムが将来必ず世界の主流になるという「強い知識」⁽³⁴⁾に裏打ちされていることにも、金融先物取引技術の将来性を見抜く目が存在していたといえるだろう。しかしながら、このように日本とシンガポールを比較しうるのも、単に金融先物取引が現在世界の金融センターの主流の新技术として受け入れられたからにすぎないからかもしれない。確かに「イノベーションを常に「良い」ものとして考える見方はイノベーション過程の理解を狂わしてしまう」⁽³⁵⁾ことは事実であり、あらゆる新金融技術が成功するものではない。例えば、我が国においては鳴り物入りで導入された円建BA市場がそうであり、革新的といわれるシンガポールでさえも1977年に導入した株式オプション取引がそうである。双方の取引共に米国やその他の国での隆盛等を考えるとかような失敗は考えにくい。しかしながら、これらの例はその技術の性格及びそれに付随する条件の見識の誤りが失敗を招いている。金融先物取引技術の将来性に対する理解の差が、日本より遅れてその調査、研究を始めたシンガポールに先に導入され、相互決済システムまで結び付けたといえる。

次に「直感を共有できるトップ」⁽³⁶⁾について考えてみる。これは「イノベーション導入に際してその決定権を持つのは組織の上層部ななくトップの権限であるので、イノベーションの働きに対してトップの理解が必要である」というものである。この点についても米国・シンガポールと日本とでは差が生じている。まず米国についてみると、通貨変動時代にいち早く対応するためCMEの当時の会長Leo Melamed氏がM. Friedman氏の協力を得てIMMを設立している。一方シンガポールにおいても、金融先物取引の可能性にいち早く気づいたGES前副議長のLim Ho Kee氏がCMEの協力を得てSIMEXを設立している。Leo Melamed氏もLim Ho Kee氏もどちらもCMEの会長、GESの副議長という組織のトップにいる人物であり、イノベーション導入の動きに理解のあるトップというよりも、むしろイノベーション導入に積極的に参加するトップという印象がある。故に両国における金融先物取引導入にあたってはスムーズに行えたといえるだろう。一方日本の場合をみるとどうであろうか。我が国における金融先物取引導入に関するトップの理解はないわけではない。早い時期からその導入を検討し、その調査、研究に積極的であった大阪証券取引所や名古屋証券取引所がそうであるし、東京でも証券界を代表する形で当時の八千代証券会長の平木三郎氏が1980年に大蔵省証券局に国債の先物取引導入を求めた事実もある。しかし我が国の金融行政の場合のトップとは大蔵省であり、その大蔵省が前述のように金融先物取引という技術に不理解を示していたため導入が遅れたとも言える。我が国の場合、金融新技術に関してはその技術の可能性について一般に普及させるためには時間とコストがかかるが、行政当局の理解を得るためにはさらなる時間とコストが必要となる。例えば調査、研究による諸問題の解決、及び諸外国の事例（特に成功例）が必要となる。つまり金融に関する新技術の導入には、産業の新技術のそれとは異なり、行政当局は受動的立場を取ることが多い。それは新金融商品・技術の導入によっていたずらに混乱

注

(1) 浜田博男「わが国金融市場における先物取引の役割について」『債券先物取引研究会記録』(所内資料)日

が生じることを避けるためであり、よって問題がすべて解決されるまでは認められないのが一般的であるからである。しかし一度導入が決定されると、それに向かってあらゆる努力をおしまないのも日本の行政の特徴であり、金融の国際化が「日米円・ドル委員会」で決定されるやいなや、駆け足で実効に移されたもこの好例といえる。しかしこれでは真のイノベーションとはいえない。すなわちイノベーションにはリスクがつきものであり、故に調査、研究によって問題が全くないとされたときには、当たり前の技術となるのである。これでは「直感を共有するトップ」とは言えず、我が国独自の国際的な金融技術が誕生しないのもこの点に起因するものと思われる。

さて最後に、イノベーション導入後の問題がある。すなわちイノベーションは導入された後、独り歩きの発展をするものではなく、改良、改善、啓蒙活動を必要とするからである。この観点では米国・シンガポール・日本共にかなり共通して積極的に活動を行っている。多様化については表1のように各国とも差はあるものの順調に進んでいる。また啓蒙活動も各国共に活発に行っており、前述の米国のアメリカン取引所などが好例といえる。

結 論

以上、米国、シンガポール、日本における金融先物取引導入のプロセスを比較してきたが、我が国の場合、米国に大きく遅れをとり、シンガポールにも遅れをとった原因として、金融技術に対する理解の遅れが指摘できるだろう。導入決定から導入までのプロセスの早さ、導入後のフォロー・アップは抜群の能力をもつ日本であるが、その技術の可能性を見抜く能力はまだ諸外国よりも遅れている。日本が真の意味で国際金融センターの一翼として機能し、常に優位制を保ち、その地位を確たるものにするには、金融新技術を正しく判断し、理解し、それを育てる能力が必要であると思われる。

本証券経済研究所、昭和57年、83頁。

(2) 同上。

- (3) 石野典「我が国の長期国債先物市場について—金融イノベーションの視点からの一考察—」『インベストメント』第39巻第6号、1986年、5頁。
- (4) 日本経済新聞社編『金融先物時代』日本経済新聞社、昭和60年、23頁。
- (5) 先物取引制度研究会『債券先物取引に関する研究の中間報告』日本証券経済研究所、昭和58年、6頁。
- (6) 関要編著『債券先物取引と財務戦略』金融財政事情研究会、昭和60年、23頁。
- (7) 蠟山昌一編著『株価指数先物取引』金融財政事情研究会、昭和61年、16頁。
- (8) 詳しくは、同上、16-20頁参照。
- (9) 詳しくは、杉江雅彦「米国における金融先物取引と証券会社経営」『証券経済時報』第23巻第16号、昭和58年、35-41参照。
- (10) 林慶一郎「現代の商品先物市場」原信・荒井勇編『先物取引』有斐閣、1984年、40頁。
- (11) 蠟山昌一編著、前掲書、198頁。
- (12) 以下詳しくは、R. K. G. Chia & D. Soh, *SIMEX and the Globalisation of Financial Futures*, Times Books International, 1986, を参照。
- (13) *ibid.*, p 31.
- (14) 「SIMEXにおける日経平均株価先物取引について」『投資月報』第38巻第3号、日興リサーチセンター、昭和62年、7頁。
- (15) 「シンガポール特集、多彩な新商品を続々」『日本経済新聞』昭和63年8月9日号。
- (16) 杉江雅彦『投機と先物取引の理論』千倉書房、昭和59年、289-290頁。
- (17) 中川隆進「証券先物市場の整備について—株価指数取引及び証券オプション取引の導入—」『インベストメント』第40巻第4号、1987年、47頁。
- (18) 戦前の長期清算取引が廃止された背景としては、①昭和15年頃から国債価格支持対策がとられるようになり、先物市場の値動きも小さくなったこと、②戦時体制に伴って、投機的性質を改めて株式市場の健全化を図るため、昭和18年に廃止され、③さらに昭和24年4月にGHQの証券取引三原則によって先物取引が禁止され、完全に廃止された。
- (19) この一取引所集中については、R. W. Anderson and C. J. Harris, "A Model of Innovation with Application to New Financial Products," *Oxford Economic Papers*, New Series, Nov. 1986, Supplement, を参照。
- (20) 東京に債券先物取引を導入することを是とする意見は、この他にも関要氏が「債券先物市場を開設する証券取引所としては、債券先物市場問題の検討の当初から、公社債売買の大宗が東京地域で行われ、証券会社、銀行、機関投資家等の主たる取引当事者の証券取引の機能が東京地区に集中している現状からみて東京証券取引所が適当ではないかという見方が有力であった。」「第一に、長期国債を対象とする債券先物市場は、上述の理由により東京証券取引所に開設されることになろう。アメリカの例をみても、同種の金融商品を対象とする先物取引は一取引所に集中する傾向があるし、債券先物ニーズを一カ所に集めたほうが市場の流動性を高めることになるので、当面、他の証券取引所において同種の先物取引を行う必要はないと思われる」と述べている。関要「債券先物取引の留意点と市場育成への道」『週刊金融財政事情』第36巻第25号、昭和60年、18-19頁。
- (21) 中川隆進、前掲論文、48頁。
- (22) 石川宏「証券市場の組織」蠟山昌一編『証券・金融・ファイナンス』東洋経済新報社、昭和62年、104頁。
- (23) 蠟山昌一「日本における株式先物市場—その発展の可能性—」蠟山昌一編著、前掲書、196頁。
- (24) 同上。
- (25) 詳しくは、株式先物調査団編『株式先物取引—我が国市場開設への展望と課題—』金融財政事情研究会、昭和61年、39-39頁。
- (26) 河本一郎・大武泰南『証券取引法—転換期の市場・制度・企業—』日本経済新聞社、昭和62年、183頁。
- (27) システムサイエンス部「大証「株式先物50」の利用研究『財界観測』第52巻第3号、昭和62年、16頁。
- (28) 八木二郎「着実な拡大をみた株先50の一年—税率引下げ、株価暴落を契機に—」『週刊金融財政事情』第39巻第25号、昭和63年、41頁。
- (29) 蠟山昌一、前掲論文、197頁。
- (30) 八木二郎、前掲論文、41頁。
- (31) E. M. Rogers and R. A. Roger, *Organizational Communication*. New York: Free Press 1976 (宇野善康・浜田とも子共訳『組織コミュニケーション学入門』ブレーン出版、1985年、82頁)
- (32) 「業績ギャップ」については、*ibid.*, (邦訳、179頁) 参照。
- (33) 「超分析的評価」とは「論理的悲観主義」とも呼ばれるもので、理論的にも実証的にも確立されない限り不確実性の高いものとして、イノベーションが「教育

的推測の域」を出ないと考える方法である。一方「学習発想的評価」とは、イノベーションとは必ず不確実性を伴うものであり、そのポテンシャルを見出だしたならばその可能性を軸にして、実践の中で一つずつ不確実性を解消し、その技術を「手塩にかけて育てて行く」よう努めていく考え方をいう。詳しくは、米倉誠一郎「鉄鋼業におけるイノベーション導入プロセスー連続鑄造設備導入プロセスの日米比較」今井賢一編著『イノベーションと組織』東洋経済新報社、昭和61年、

194-196頁参照。

(34) 「強い知識」については、R. R. Nelson, “The Role of Knowledge in R & D Efficiency,” *The Quarterly Journal Of Economics*, August, 1982, pp 453-471, および今井賢一「イノベーションと企業の戦略・組織」今井賢一編著、前掲書、11-12参照。

(35) E. M. Rogers and R. A. Rogers, *op. cit.*, (邦訳、177頁)。

(36) 詳しくは、米倉誠一郎、前掲論文、196-198頁参照。