

## 先物・オプションマーケット

### 先物・オプションと 株式市場機能

(財)日本証券経済研究所  
主任研究員  
紺谷典子

筆者紺谷典子氏は、「産経新聞」平成3年2月26日号に『「自由競争」の環境整備を』と題する記事を発表され、先物取引が株価の不安定化を増幅し、価格形成を歪めているが、これは、自己責任体制の確立、もたれあいや不正を許さないルール作り等の環境整備が行われないまま先物取引が導入されたことによるものであるとする先物取引導入の時期尚早論を展開されている。そこでこの記事を敷衍する形で本レポートへの執筆を依頼した。

「調教師や騎手ですら、自分が予想した馬券が当たるのは、年に4、5回だそうですぞ、馬券狂いの諸君！」と、「優駿」の作者、宮本輝が書いている。

馬の実力と仕上がり具合をファンダメンタルズとすれば、ファンダメンタルズを熟知しているはずの調教師や騎手でさえ、往々にして勝敗を見誤る。見誤るのが普通だという。株はもっとむずかしい。競馬ではどんなに馬券が売れようと強くない馬は勝たないが、株式市場では馬券が売れた馬が勝つ。ファンダメンタルズがどうであろうとも、みんなが買えば上がるのが株というものだからだ。

株と競馬の違いはそれだけではない。競馬場が閉鎖されても日本経済の大勢に影響はないが、株式市場がその機能を停止すればそれでは済まない。現に、昨年春以来のエクイティ・ファイナンスの停止は、日本経済に少なからぬ影響を与えている。1年にもわたる発行市場の機能停止は、きわめて異常と言わざるを得まい。この事態を招いているものは、株価の低迷と不安定性の増大である。増資によって株式の需給バランスが崩れれば、株式市場は重大な危機に直面するかも知れないと懸念されているのだ。

90年1月以降の下げは、基本的には金利上昇の効果が漸やく現われたものと考えて良いだろう。しかし、8月の中東危機による株価の下げが、世界でもっとも経済が好調な日本で、もっとも大きかったのは、株式市場が下げの心理に支配されていたからである。89年までのブームを加速した「市場心理」が、今度は逆向きに働いたのである。市場が心理に支配されると、株価はとたんに不安定になる。心理にはファンダメンタルズという錨がな

いからである。

80年代半ば以降、株価がかつてないほど不安定になっていることは、データに現われている。戦後、経済の安定化とともに株価の変動は小さくなる傾向にあった。ところが80年代半ば以降(特に90年)は反対に、株価の変動性が急速に増加した。日常的レベルを超えた株価の上昇・下降の頻度が高くなっているのである。

80年代後半以降の株式市場の変化はめざましかった。情報技術の発達と情報量の増大、先物・オプション取引の導入をはじめとする金融の技術革新、インデックス運用など投資理論の普及、コンピューター化の進展などがあげられる。これらの変化と、株価の不安定性の増大は決して無縁ではあるまい。これらは、一見市場の効率化に貢献しそうでありながら、実はそうではない。むしろ株式市場の価格形成を不安定にしたという疑いが強いのである。

株価の異常な上昇・下落の頻度の記録  
(1949/5~1991/1の期間の上位100)

	上 昇 率	下 落 率
40 年 代	26	14
50 年 代	19	25
60 年 代	12	14
70 年 代	9	12
80 年 代 以 降	34	35
80 ~ 84	2	1
85 ~ 90	17	14
90 ~	15	20

機関投資家の横並び意識が、株価を不安定なものにしているという指摘も多い。機関化の進展と運用競争の激化が、機関投資家の運用を短期化し、価格が心理で動くという傾向は、すでに20年前から米国で経験されている。87年のブラックマンデーは、技術革新と心理の罫の存在を示したが、日本の市場運営にこの教訓が活かされたとは言いがたい。あまりに無防備であったことが、90年以降の株式市場の機能停止を招いたと言えよう。

そして、株価の不安定化を抑制し得るものがあるとしても、それは断じて投資家の倫理意識ではない。倫理に解決を求めたがるのは、私たち日本人の好みでもあるが、それは「国際化」「市場化」の流れにも逆行する。市場化とは、ルール化である。誰にでも明らかなルールがあり、ルールに則って市場の参加者が利益を追求する結果、全体の利益にもなるような枠組み・制度を作ることが市場化の要諦である。市場の参加者が多様な選択肢と、選択に必要な情報を持っていること、さらに、ルールの範囲で自由な選択が可能であることが必要である。選択の自由だけでなく、良いパフォーマンスが良い評価

に、良い評価が利益につながる事が保証されるシステムでなくてはならない。そうすれば、機関投資家の横並びはかなり解消されるだろう。さまざまな投資家のさまざまな投資判断が戦わされてこそ価格は公正で安定的であり得る。

しかし、それだけでは十分ではない。機関投資家が、決算期ごとのパフォーマンス評価、一定の現金の必要などの制約から完全に自由になるのは難しいからである。個人投資家の増大など投資家層の拡大が図られなければならない。個人投資家は、機関投資家とは異なる技術的与件、投資基準を持っているはずだ。

市場の参加者が機会の平等を持っていることは、さらに重要である。個人投資家が株式市場に参加を逡巡するとすれば、まさにこの点こそが問題だからであろう。

余談だが、個人投資家にとって重要なのは配当などではない。戦後の日本の株式市場は、約20%の投資収益を投資家にもたらしてきた。重要なのは全体としての投資収益である。配当利回りの低下が個人投資家の減少を結果したとよく指摘されるが、これは誤りである。近年の株価の上昇とともに配当利回りは一段と減少したが、この間、家計貯蓄にシめる株式投資のウェイトは急速に上昇し、株式投資のウェイトは倍以上になった。確かに上場企業の発行株式のうち個人投資家の保有分は減少の一途をたどっているが、それは、株式市場の拡大が個人貯蓄の増加をはるかに上回るスピードで増大したからに過ぎない。むしろ家計の貯蓄調査は、個人投資家が潜在的には高い株式投資需要を持っていることを示しているのである。

個人投資家は、資金力でも情報力でも機関投資家に劣っている。資金力と情報力に劣ることが機会の平等を損なわないような工夫こそ個人投資家の求めているものではないだろうか。たとえば、先物もオプションも、霧細な個人投資家は事実上取り引きできない。しかし、先物・オプションほど個人投資家の弱点をカバーする投資手段はないはずだ。

先物取引というのは要するにセット売買である。先物、現物の差は基本的にはセット販売かバラ売りの差だけである。現物は今日の株式、先物は3カ月先・6カ月先の株式を買うものだというのは誤りではないが、本質的ではない。3カ月先の株価が倍になると多くの投資家が判断するような状況では、今日の株価も倍になるはずだ。要するに同じものなのである。だからこそ裁定も行われる。使う情報がまったく同じなのだから当たり前だ。先物は、市場全体を買うのだから銘柄選択のリスクから自由である。資金力・情報力のない個人投資家が、銘柄選択のリスクを負わねばならないというのはむしろ

逆である。先物が証拠金取引でリスクが高いというなら、そうでない工夫をしたら良い。インデックス運用だけを業務にする会社を作ってその株式を上場しても良いだろう。解約のためのキャッシュ・ポジションや運用期限からも自由な投資信託ができるのと同じである。その株式を預託して空売り用の貸し株にすれば、懸案の「買い裁定」も機動的に行えるようになるかも知れない。

優先株の普及や、株式分割の促進、株式の累積貯蓄口座の創設なども、もちろん個人投資家に益する重要な改革である。しかし、個人が「市場」を売買できるような機会を提供することはもっと重要なはずである。

オプションも同じだ。元も子もなくすリスクの大きい取引であるという理由でオプション取引からも個人投資家は締め出されている。しかし、それなら宝くじはどうか。元も子もなくすという点では宝くじだって同じである。宝くじと同じく、わずかな資金で大きなチャンスに挑戦できるのがオプションだ。リスクが大きいと感じるのはロットが大きいからである。オプションは本来リスク(損失)が限定されている取引である。1万円、10万円なら捨てた気でチャンスに賭けたいという人が大勢いることはすでに宝くじで証明されている。オプションは宝くじほど当りの配当は大きくないが、当たる確率はずっと高いはずだ。宝くじのように株式投資をできるチャンスを個人投資家に与えても良いのではないだろうか。

先物・オプションなど新商品の登場が価格形成を分かりづらくし、そのため個人投資家が参加し難くなったというのは、正確ではない。新商品の登場が悪いのではなく、その情報があまりにも不足していることが問題だったのだ。機関化は帰らざる河の流れであり、それに伴う技術革新は避けようがないであろう。また、機関投資家の運用する資金は元を正せば個人の資金なのだから、機関投資家にとって便利な技術革新は、結局は個人投資家のためにもなるはずだ。とすれば、問題は技術革新ではなく、やはり情報なのである。個人投資家だって学習する必要はあるのだし、学習の機会を与えることこそが重要だ。裁定取引だって、裁定取引自体が問題というよりも、価格操作の疑いが問題だったのだ。

革新が進みシステムが高度になればなるほど、心理という非合理的な要因が市場を支配しがちになるのは皮肉である。株価の安定と市場機能の回復を約束するものは、投資家の心理的動揺を少なくするためのディスクロージャの促進と、市場に厚みを与えるためのさまざまな制度的工夫である。しかし、革新を急ぎすぎないことも重要である。すべては両刃の剣であることを前提とした対策を、事前に講じておく必要があるからである。