

## 先物・オプションマーケット

### 先物取引と信用取引

#### はじめに

株式取引を決済方法の相違によって区分すれば、現物取引と先物取引(清算取引)に大別される。取引の決済が現物の受渡しによるのか、あるいは差金決済によるかという差異である。

現物取引、例えば現行の株式普通取引は、売買成立日から起算して4営業日目に売方は株券を、買方は買付代金を提供して決済しなければならない。これに対して先物取引は転売・買戻しによる差金の授受によって決済を行うことが可能な取引である。株価指数先物取引では、決済日までに反対売買あるいは決済日の一定値段でもって清算し、その差金の授受でもって決済する。

わが国の株式取引制度は原則として現物取引である。ところで信用取引は反対売買の可能な取引制度であり、先物取引と同様の機能をもっている。しかし、信用取引は現物取引の範疇に属する。即ち、取引面において信用取引は普通取引として執行され、決済日には現物による決済が行われる。しかし、その決済は証券会社が顧客に売付株券又は買付代金を貸付けるものであって、以後、顧客と証券会社間には貸借関係が発生する。つまり、現物取引の決済に要する売付株券、買付代金を証券会社が顧客に貸付ける(信用供与)取引であって、その意味で信用取引と称されている。

以下、先物取引と信用取引が同様の機能をもちながらも取引面における相違が市場管理面でどのような意味をもつのかについて考えてみたい。

#### 1 取引形態の差異

信用取引は先物取引と同様の目的、つまりヘッジ、あるいはスペキュレーションに適した取引形態である。取引当事者にとって現物の受渡しは無用もしくは二次的で

あって、価格差が真の狙いである。

信用取引は現物取引であることから、現物市場の存在を前提としている。信用取引は現物の受渡しを目的とした取引と一体となって執行される。仮需給である信用取引が実需給である現物取引と投合されるということは、現物の価格形成に対して信用取引が直接的な影響力をもっているということである。これによって現物市場の流動性が高められ、価格変動が平準化されるという機能が期待される。

これに対して先物取引は現物市場から派生した取引であり、現物市場とは別個の市場として存在する。先物市場とは価格差を目的とした同質の需給のみが投合されることから、ヘッジやスペキュレーションに純化した市場である。しかし、先物市場が別個の市場とはいっても、先物市場がその機能を発揮するためには現物市場と有機的な関係を維持していることが前提となる。それによって、有効なヘッジが行われ、また、信用取引と同様、現物市場の流動性向上や価格形成の安定化に寄与することになる。そのために両市場間を架橋するものとして裁定取引が不可欠となる。その意味で、先物取引の需給が現物市場の価格形成へ与える影響は、信用取引の場合と異なり直接的ではない。

以上の相違は、市場管理面に差異を生じる。先物市場の管理も信用取引の管理と同様に現物市場と一元的に行われなければならないことはいうまでもない。しかし、信用取引の場合に較べて先物取引の管理は、市場が別個であること、価格形成面での影響が間接的であることから、信用取引と同様の管理・規制でよいのかという問題が常につきまとう。両市場は常に効率的・有機的に動いてはいない。従って、一元的市場管理という理念を通して日々の市場を見る場合、「裁定取引」についての管理を常に怠らないことが市場管理の中核となってくる。

#### 2 建玉残高のもつ意味

信用取引は現物取引と混在して取引されるのに対して、先物取引は現物市場とは別個に取引される。このことか

ら、両取引の建玉について次のような相違がある。

信用取引の売建玉と買建玉とは必ずしも一致しない。バランスしないのが常態である。これは、いうまでもなく実需給と仮需給が混合して投合される結果である。これに対して先物取引の建玉は必ず一致する。便宜的な表現をすれば、仮需給だけが対当する市場であることによる。

この相違は建玉残高の市場へ与える影響の相違となって現れる。信用取引の建玉解消は、融資を受けた買付代金を弁済して株券を引き取る「現引き」、貸付けを受けた売付株券を返済して売付代金を引き取る「現渡し」及び反対売買（転売・買戻し）の方法がある。「現引き」、「現渡し」は貸借関係の清算であるから現物市場の価格形成には参加しないが、反対売買は現物市場で執行される。従って、信用取引の建玉残高は、将来の潜在的需給として、その後の相場動向の重要な判断材料となる。とりわけ、買建玉の弁済期日には、いわゆる「期日圧迫」という相場への売圧力が価格変動要因として材料視される。

信用取引建玉残高は売残高と買残高に区分され、両者は「取組関係」として指標となる。即ち、それぞれの残高水準はもとより、売超過は将来の買要因、買超過は将来の売要因として注目され、また信用取引管理の基本的データともなっている。

これに対して先物取引の建玉残高は、信用取引のようにその後の相場の強弱を指し示す意味を全くもたない。常に売建玉と買建玉はバランスしており、潜在的売圧力と買圧力は均衡している。強いて建玉が意味をもつとすれば、それは建玉全体の水準で、市場の過熱感を測る尺度としての意味は認められる。「期日圧迫」についてもあてはまらない。弁済期日までに反対売買されなかった建玉は、取引最終日の翌日、いわゆるSQ値によって一斉に清算されるため、先物取引そのものの価格形成にすら影響をもたない。

なお、先物取引の建玉残高が裁定取引に関連して「期日圧迫的」な話題となることが多い。これは、買裁定取引に絡む現物株式の買残高が先物取引の期日に一斉売却

される懸念から、現物市場での売圧迫要因として材料視されるものである。この問題は、とりわけ、現物市場の流動性との関係で重要な意味を持つてくる。したがって、上記1の末尾に述べたように、やはり裁定取引管理の問題として把握すべき重要な事柄である。

### 3 取引規制

信用取引が現物取引であることは、現物市場へ流入する信用取引（仮需給）の量についておのずから制約が働く。換言すれば、信用取引は現物取引を補完する意味において制約されている。上述したとおり、信用取引の反対売買は現物市場価格に直接的なインパクトを与える。建玉残高の水準が高ければ高いほどその影響は大きい。また、建玉残高について、とりわけ大量かつ不測の現引きが起これば、証券会社は顧客から株券の引き渡しを迫られることとなる。しかし、現行信用取引制度の仕組みでは、引渡すべき株券は信用売りを行った顧客へすでに貸付けている場合が多く、このような貸付方法を繰り返せば、観念的には当該銘柄の発行済株式総数を超えて無限の信用供与が累増するところとなり、ひいては現物価格の乱高下や現引きに応じきれない事態が予想される。従って、信用取引制度においては、予め信用取引の総量、つまり建玉残高及び取組状況については、発行済株式総数との関係において自制機能が働くことは自明のことといつてよい。

先物市場は現物市場とは別個の市場である。信用取引にみられたような決済に伴う制約は比較的少ない。とりわけ株価指数先物取引のように指数という抽象的な数値を取引対象とする場合には、もともと決済物件が存在せず差金決済による他はない。決済物件から全く解放されており、制度上、決済不能は起こり得ない（取引当事者の決済不履行はすべての取引に予想されることであり、これとは別の次元の問題である。）その意味で先物市場はヘッジやスペキュレーションに最適の手段といえる。従って、先物市場自体としては、先物価格形成の適正化の観点から取引量、建玉残高を注視し、効率的な市場管理

に専念することとなる。

巷間、現物市場と先物市場の取引量のバランスをめぐる議論がある。しかし、論点が明確でないことに加えて、根底に先物取引を信用取引と同視している節があるのではないだろうか。

現物市場の価格形成に直接関わり、現物の決済を伴う信用取引は、それ故に多くの規制を受けている。これに対して、先物取引、とりわけ、指数のそれははるかに自由な市場であり、またそのことに存在意義が認められる。しかし、先物市場は同時に現物市場と有機的な関係をもつ市場であり、それ故に効率的な先物市場が現物市場の流動性を高め、現物価格の安定化に寄与するという役割をもっている。まさに「現物市場あつての先物市場」といってよい。この意味においても、やはり裁定取引が重要な視点となる。現物・先物両市場を架橋する裁定取引に本来の機能を発揮させる観点からの規制を考えなければならぬ。

#### おわりに

以上、信用・先物取引の相違について教科書的説明をおこなった。いずれの部分においても、「裁定取引」を重要なキーワードとして認識していることを示した。先物市場がスタートして以来、現先両市場の関心は裁定取引に集約されている。とくに、現物市場の異常ともいうべき停滞のなかで、先物市場の評価は定まらないまま幾多の問題を抱え込んでいる現状である。現物市場とは別個の先物市場の論理だけでは市場管理は透徹しない。現先一体管理をを行うためには、とりわけ両市場を架橋する裁定取引をいかに有効に機能させ、両市場を効率的に運営するかにかかっている。

なお、以上の諸点は株価指数オプション取引についても同様である。信用取引の仕組みを分解すると、反対売買という面では先物取引に、現引き、現渡しという面ではオプション取引の権利行使に類似した機能を持っている。従って、現先一体管理を徹底させる上で信用取引についても視野に入れておく必要がある。(Y.K)

#### 日経平均株価構成銘柄の入替え行われる

日本経済新聞社では、日経平均株価の構成銘柄の選定基準について、株式市場の専門家や学識経験者から成る委員会を設け、その修正の必要性や範囲などの研究を行い、昨年12月14日に新しい選定基準(除外・補充基準)を定めるとともに、新基準は平成3年10月1日から適用される旨公表した。

その後、同社は新基準に基づき日経平均株価構成銘柄の除外・補充について検討を進めてきたが、9月25日、次のとおり決定し、発表した。

##### 1 除外銘柄(コード)

台 糖(2102)	片倉工業(3001)
帝国繊維(3302)	松坂屋(8235)
松 竹(9601)	東 宝(9602)

##### 2 補充銘柄(コード)

熊谷組(1861)	住友重機(6302)
トピー工業(7231)	トーメン(8003)
日商岩井(8063)	山 九(9065)

##### 3 実施日

平成3年10月1日(火)