

## 先物・オプションマーケット

### 疑わしきは罰せず

#### 日本の先物取引をめぐる最近の議論と 小手先の規制に関するコメント

一橋大学経済研究所

ドイツ・マールブルグ大学日本研究センター

助教授 ウルリケ・シェーデ

#### はじめに

株価指数先物が日本の株式現物市場の不安定や不振の原因であるとしてスケープゴートになっている。先物は投機を誘い、現物市場の売買を吸い取ることで現物市場のボラティリティを高めているというのがその論拠である。日本のある金融学者は、最近、先物取引の廃止を唱え、また大蔵省の調査グループは現物市場回復のために先物を如何に変えるべきかを議論している。

これらすべては、見当違いではあるが、何も目新しいことではない。米国では、1987年10月のブラック・マンデーのあと先物が議論の中心となった。しかし、例えば、プログラム売買などは、市場参加者が暴落に対応して、全く自発的にその売買戦略を変えたために変更の必要がなかったとはいえ、この議論に基づいて先物の取引システムが変更されることはなかった<sup>1</sup>。

1987年以前にも先物取引の現物市場に与える影響について議論があった。1984年12月、FED、SEC及びCFTCが「先物及びオプション取引の経済に及ぼす影響の調査」を発表した。そして、その調査結果は、我々の知るかぎり、影響はないというものであった。より正確にいうと、先物取引の現物市場に対する影響については、(a)派生商品の取引がなければ、先物が存在した場合に現物市場のボラティリティがどう変わるか分からない (b)派生商品が取引されていれば、それがなければ現物市場が良くなるのか、悪くなるのか分からないという理由で分からないというものである。

この米国の調査は日本証券経済研究所によって日本語に翻訳され、日本に金融先物を導入するうえでの重要な参考資料となった。ちょうど、1984年には、国債先物的を絞った論議が行われており、先物取引の利益を称賛する一連の報告書が大蔵省に提出された<sup>2</sup>。これらの報告書の主張は、1980年代の資本市場での取引の増加及び金利変動の増大により、ヘッジ手段が必要となっているというものであった。さらに、「空洞化」と国際化も要因

に挙げられた。すなわち、日本が金融先物を取引しなければ、日本の投資家は海外に出て行くことになり、また、先物なしに東京が国際金融センターになれるのかというものである。第3に、経済全体に対する先物取引の利益も強調された。すなわち、先物は、新しい取引戦略を可能にすることにより、取引戦略のタイミングを円滑にし、現物市場を安定させ、かつ現物市場の価格により良い情報を提供するとともにその流動性を高めるというものである<sup>3</sup>。

市場参加者、規制機関ともに先物の導入に非常に熱心であったことから、別の先物取引所の設立を待たずに、1985年に国債の先物取引を東京証券取引所に導入した<sup>4</sup>。その時以降必要とされたのは、1988年9月、同じ証券取引所での株価指数先物取引を可能にするための、証券取引法の改正であった。

それからわずか3年後、あるいは先物取引の利益についての調査報告から約6年後の1991年9月、経済全体、とりわけ資本市場にとっての先物取引の利点をしめす根拠のすべてが無視されている。一だれも思い出そうともしないようである。反対に先物は現物市場を殺す悪魔であるとの烙印を押されている。しかしながら、1984年に指摘された点は依然有効であり、欧米の市場は現在先物市場について何の問題も有していない。まさに、このような形で先物を論じているのは日本が唯一の国である。その理由は、いうまでもなく、現在、日本の株式市場のどこかが悪いからである。しかし、本当に先物のせいなのか。問題は現物市場とその市場構造にあるのではないのか。先物が現物市場に悪影響を及ぼすことが本当に分かっているのか。

性急な結論を出し、先物取引に干渉する前に、しばし椅子に座って先物を非難するだけの根拠があるかどうかを問うてみるべきであろう。もし非難されるとすれば、先物市場の細かな部分を頻繁に変えること—証拠金の引上げ、立会時間の短縮—が果たして有益であるのかを考えるべきである。先物が悪く、望ましくない影響があり、それが証明できれば、その場合は規制を強化するのではなく、全面的に廃止すべきである。悪影響の証拠がなければ、先物取引の小手先の規制は止めるべきである。事実、先物取引の規制の強化は、別の取引の方法をもたらす、抜け道の発見を増やすだけである。これは、先物だけでなく、市場全体に悪影響を及ぼすことになる。

注1 S&P500先物についての方の値幅制限の導入を除く。「ブレディー報告書」の要旨については

Schaede(1991)参照。

- 2 例えば、日本証券経済研究所1983、証券取引審議会1984、NIRA1984。
- 3 金融先物の導入及び市場の構造をめぐる日本での論議の詳細についてはSchaede(1990)参照。
- 4 日本が現物と先物が同じ証券取引所で取引され、加えて、先物が清算機関なしに取引されている、すなわち、株式と同じ決済のメカニズムをとっている唯一の主要金融市場である。実際の取引では、このことはあまり意味を持たないかもしれない。とりわけ、東京が最大の現物市場であり、大阪が最大の先物を取引しているからである。しかし、市場の構造に関する最近の論議では、この特色が市場の一方の欠陥は市場の今一方の側の規制によって補正されることができると規制者が考えるひとつの根拠なのかもしれない。市場の危機の際には、2つの市場が別れていることが、争点や規制の方法を分離するうえで有益である。

## 2 疑わしきは罰せず一本当の問題は何か

金融の教科書は、一般的に先物として株式を売買する方が、現物市場で株式を売買するよりも安いと教えている。したがって、新しい情報が市場にもたらされると、大口投資家は、その現物のポートフォリオを変えずに、先物のポジションを変えることで対応する。その結果、通常の場合、先物がまず新しい情報に反応を示し、そして、情報が重要であると分かった場合にかぎって、現物市場が追随する。もし先物市場がなければ、新しい情報に対する反応は、その大小を問わず、直接現物市場にもたらされ、その結果、先物がない場合には現物市場のボラティリティが高くなる。この教科書の教えが現物市場に問題があるときに忘れられているように見えるのは驚くべきことである。そしてその時論議が逆になり、先物の存在が投機的な売買を誘因することによって現物市場のボラティリティを高めていると論じられている(このことは、ブーム時には問題ないように見える)。

しかもなお、先物の現物市場への影響が何なのかについての明確な証拠はない。実際のところは、現物市場の価格変動に及ぼす先物取引の影響を検証できる範囲においては、いかなる証拠も見いだせないが、同時に、実際に検証できる範囲は非常に狭く、その結果を市場の規制の大幅な変更の基準に出来ないということである。そして、現在、先物がなければ日本の証券市場の状況はどうなっているかは、恐らく分からないのである。

日本での株価指数先物についての不満は、2つの論点に基づいているようである。ひとつは、先物と現物市場の価格の関係である。すなわち、高度に洗練されたアービトラージャーが東京に不足しているとは考えられないにもかかわらず、先物が株式に比べて常にプレミアムで売買されていることである。この不可思議な現象についていくつかの説明がなされているが、そのうち主な2つの理由が目立っている<sup>5</sup>。1つは、機関投資家は先物市場に進んで流動性プレミアムを支払い、とりわけ最近の現物市場の売買高の減少時にはそうであるというものである。2つは、投資家は、正確なタイミングの可能性を好むというものであり、これは現物市場にあっては非常にむづかしい。というのは、市場が(a)機械化された市場と手作業の市場、(b)流動性の高い市場の部分と流動性の低い市場の部分に分かれているからであり、このことが、ポートフォリオをある時点で売買するのを困難にしている。しかしながら、これらの論拠はいずれも、事実上、先物市場ではなく現物市場の問題を論じていることを示唆している。すなわち、投資家が現物市場よりも先物市場を好むために先物市場はプレミアムで売買されているのである。したがって、真に必要なのは現物市場の改革である。

第2の「問題分野」は、まさに、高いボラティリティである。新日本証券の調査(1991)によると、日本の現物市場の月次収益率の標準偏差は1990年には34.95%であり、1986年—1990年の期間では24.78%であった。同じ期間米国ではそれぞれ17.17%、18.43%であり、ドイツでは29.05%、26.09%であった。先物ということになると、日本の記録はさらに悪くなり、日経225先物およびオプションのボラティリティの10日移動平均は、1989年の10%から1990年の50%に高まっている。先物及びオプションが現物市場の不安定性を高めているとの考えに立ち至ったのは、この派生市場のボラティリティである。

この関係で問われるべきひとつの基本的な疑問は、高いボラティリティは、投機の高まりの程度を反映することから、本当に「悪」なのか、あるいはニュースの価格への取込みの迅速化を反映することから、「善」なのかということである。日本では、先物、オプションの取引高のかなりの部分は、まさに先物価格の高いボラティリティによっている。すなわち、このことは、価格の動きについての投機であって、新しい情報への価格の調整ではない。しかしながら、先物がこのことのために責められるべきかどうか、そして先物取引の規制の強化が何かを変えるのかの疑問は依然として存在する。

注5 詳しくは、例えば、「株式市場の構造変化」証券レポート1991年12月号47-61頁参照。

### 3 株先50と現物受渡し

日本の先物及びオプション取引が極めて投機的(ギャンブルの意味での)であると仮定した場合、何を行うことが出来るであろうか。現在の対策は、先物取引の単一の局面に焦点を当てている。しかし、これは市場全体に好ましい影響を与えておらず、また今後も与えるとは思えない。これまでに採られた対策は無駄であった。代わりに、ひとつの可能性としては、全く異なった市場構造を考えるべきであろう。

先物及びオプションの「ポーカー・ゲーム」のほとんどの活動は、「SQ日」すなわち取引が満期となる前日の最終取引日(3,6,9,12月の第2木曜日)に見ることができる<sup>6</sup>。この日に大手の証券会社は他の大手の証券会社の取引戦略に基づいて賭けを行う。實際上、最終取引日近くでは、大部分の投機はSQに焦点が当てられている。同じ問題は米国でもよく知られており、「魔女の日」と呼ばれている。この問題の解決は、SQ投機に係る売買の量を減らすことである。

日本はかつてまさにこの解決となる取引を行っていた。株先50が1987年6月にスタートした。当時、証券取引法は、現物受渡しのできない証券の売買を認めていなかったが、大証は、法律の改正を待たないで、株式先物取引で先鞭を付けようとした。このため、日経225との相関度の高い50銘柄のバスケットが作られた。株先50は、株価指数先物(現金決済のみ)が1988年9月に導入されるまで活発に売買された。その後は、売買はほとんど行われなくなり、昨年には1日1単位になってしまった。これは、将来この取引が必要になるかもしれないとして、1市場参加者が死滅させないように努力したことによるものである。そして、まさしく、現在の問題に対する解決策のひとつがこの取引を再活性化させることである。

株先50の制度要綱は明快であり、国際的な慣行に従うものであるが、際立った例外として、取引最終日における未決裁定建玉はすべて現物受渡しで決済されるべきことを求めている。この取引には二重の利点がある。第1に、日本株式を買いたい、入手が困難であるとか、現物市場での高い手数料を回避したい投資家は先物を買って株式を売る。このポジションを最終売買日まで持って、そこで株式を買い付ける。株先50のバスケットで売買される50銘柄はすべて優良株であり、これは、債券の質が低

いたために現物受渡しが問題となる国債の先物とは対照的である。第2に、最終売買日には現物決済だけであるため、決済値段についての投機が限定される。現物決済を望まない場合は、ロールオーバーするか、最終売買日前にポジションを決済しなければならない。最終売買日に建玉を持っておれば、最終的には実際に株式を引渡さざるを得ないことになる。したがって、その日に建てられたポジションは「引渡し可能な」範囲に止どまらざるを得なくなる。

現物受渡しのメカニズムは一般的には適用できない。S&P500で現物決済が放棄された(その後、他の取引がこれにならった)理由は、一定のポートフォリオの構成の中で、50銘柄を引き渡すことは不可能と思えたからであった。これは、TOPIX先物で売買されている約1,100銘柄及び日経先物での225銘柄についてもあてはまる。加えて、現物受渡しを最終売買日に求められれば、不履行の恐れが高まり、取引の活力をそぐ恐れがある。したがって、これらの取引について現物受渡しを導入するというオプションはない。しかし、これらの取引を現物受渡しの取引に代えることはオプションとなる。

ここで提起されると思われる疑問は、株先50がこのように優れた取引であるにもかかわらず、何故売買が活発でないかということである。この答えは簡単である。まさに、最終売買日の投機が縮小するからである。これは市場にとっては良いことであるが、もちろんトレーダーはそれを好まない。さらに、「市場の濃縮化」あるいは「流動性の枯渇効果」がある。株価指数先物を取引するトレーダーが増えれば、流動性が高くなる。これに対し、株先50では流動性が減少し、株先50を放棄するトレーダーが増え、ついに枯渇したのである。しかし、別の手段がなければ、トレーダーは株先50の市場に戻って来るであろう。

先物市場には多数の投機が存在するとの推定が正しいことを納得すれば、変化をもたらすことができるのは、市場構造の大きな変更だけである。日本の金融市場の全体構造を変えずに現状を改善するひとつの可能性は、株価指数先物を一時的に停止し、それに代えてかつての株先50を売買することであろう。市場に対する影響の善し悪しはすぐに明らかとなり、それに基づいて株価指数先物の再開あるいは廃止を決めることができる。

注6 先物取引の決済値段は、最終取引日の翌日の金曜日の日経平均に含まれる225銘柄の始値の合計である。

#### 4 現物市場の改革

しかし、東京の現物市場がかくも悲惨な姿になっているのは本当に先物のせいかどうかの問題が依然として存在する。先物を非難し、規制し、さらには廃止するよりも、現物市場の構造自身に目を向けたい。換言すれば、ひとつのオプションはトレーダーがいらいらして現物市場に戻って来るように、先物取引を過度に規制することである。いまひとつは、トレーダーが喜んで現物市場に戻って来るように、現物市場の構造改革を行うことが考えられる。第2の選択は、とりわけ長期的にみて有望であると思われる。

前述のとおり、大口投資家が現物市場を去り、代わりに先物を売買するひとつの理由は、流動性にばらつきのある現物市場に大きなインパクトを与え、正確なタイミングをとることが困難であるからである。この状態を改善する最も明快な方法は、現物取引に大口のバイカイ取引を導入することである。バイカイ取引は、「市場集中義務」に触れると考えられて1968年に禁止された。すなわち、証券会社が店内で注文を付け合わせたか、かならずしも時価で行っていなかった。同じ慣行が、法的にはグレイな分野であるが、今日、「オンナヘンの媒介」として知られている<sup>7</sup>。この慣行は、恐らく、NYSEの場外売買の規則にならったと思われるが、現物市場を機関投資家にとって魅力あるものにするために、規制面及び法律面できっちりと手当てすべきである。

第2の問題は委託手数料の自由化である。これは、現在、1991年の証券不詳事への対応として議論されている。先物取引との関係では、日本の証券会社のほとんどが裁定取引とは無縁であるということと固定委託手数料が関連する。すなわち、裁定戦略を行うには、時として顧客の注文に「先駆ける」ことが必要である。すなわち、自己の売買を第1に執行し、その後顧客の注文を市場に出すのである。固定手数料の下では、日本の証券会社の収入の50%以上が委託手数料収入であり、これは、裁定取引によって得られたであろう利益を補って余りがあった。大部分の日本の証券会社が依然としてこの状態から抜けておらず、このため、先物及びオプションの裁定は、現在のところ、大手のプレーヤーから成る比較的規模の小さい「クラブ」の取引となっている。そして、この「クラブ」が非常に小さいために、他の参加者の戦略に基づいて投機を行うことは有望なかけである。しかし、活発なアービトラージャーが増加すれば、ある特定の市場参加者の行為はその影響力が小さくなり、特定の行為についての

かけの意味も薄くなる。先物およびオプションの裁定市場に欠けているのは市場の厚みである。日本の証券会社が収入を求めて競争する必要が出てくれば、すなわち、固定委託手数料収入に最早依存することができず、市場の他の分野でも活動する必要が出てくれば、時を経ずして、派生市場での投機的な動きは、市場規制の新たな変更がなくても、おのずから沈静化するであろう。

今一つの、そして恐らく最も頻繁に引用される問題は、高い比率の株式の相互持合いである。これは、実際に売買可能な株式の数を減らすことで、流動性を制約している。しかし、これは経済構造全般の問題であり、株式市場の売買の構造あるいは株式売買の規制の問題ではない。株式市場の基本的な機能は、経済の構造的な特色を所与として、経済のニーズに基づいて株式の売買を円滑にすることである。したがって、話の論理を変えて、株式市場の姿のために経済の構造的な特徴を非難するのは正しくない。株式の売買と価格形成の透明度を増すためのひとつの方法は、相互持合いの株数についての情報を増やし、そして、多くの銘柄が全く売買されないという事実によって、売買高及びできれば指数の数値を調整することであろう。このことは、情報の増加から利益を受ける派生市場についての新たなベンチマークをもたらすこととなる<sup>8</sup>。

注7 詳しくは、Lindsey及びSchaefer(1991)参照。

8 相互持合いによる価格指標の調整についての Fedenia, Hodder及びTriantis(1991)参照。

#### 結論

最近の日本の現物市場の不振の責めを先物に帰しているのは、本当の問題に直面するのを避けて安易な方法を探していることである。本当の問題は先物市場ではなしに現物市場に存在する。現物市場の魅力が高まれば、一透明性の向上、大口バイカイ取引の導入、及びアービトラージャーの増加を通じて一再び自力で浮上するであろう。

一方、もし先物が有罪であると認定されれば、一証拠はむづかしく、それを提出するのは不可能であろうが、一規制を強化するのではなく、廃止すべきである。しかし、先物取引は日本の金融システムの重要な部分を構成しており、先物取引を全面的に廃止することは不可能であり、また望ましくもない。代わるべき方法として、取引最終日に現物受渡しが行われる株先50を再登場させることで先物取引を抜本的に改革することが考えられる。

裁定トレーダーや証券会社はこのような変更を歓迎しないであろう。投機的なかけの余地が小さくなるからである。しかし、まさにこの同じ理由によって、この取引は再検討の価値がある。

しかし、最悪の選択肢は先物取引の小手先の規制である。値幅制限の強化、より頻繁な取引停止、証拠金の引上げあるいは取引時間の短縮は、問題の核心に触れたものではなく、それこそ、この市場が株式売買に及ぼしているとの主張にある悪影響につながりかねない。日本の株式及び先物市場はいままさに、透明性、公開性及び公平性を高める時期であり、その場しのぎの規制を加えることでそれをゆがめてはならない。

[この論文での意見は、証券取引所あるいは市場参加者の意見を反映したものではない。]

#### 〔参考文献〕

FED. CFTC and SEC(eds.) 1984 A Study of the Effects on the Economy of Trading in Futures and Options(邦訳 日本証券経済研究所(編)先物取引とオプション取引の経済調査—アメリカ議会提出報告書 証券資料88号)

Fedenia, Mark. James E. Hodder, and Alexander J. Triantis, 1991. "Implications of Corporate Cross-holdings of Equity and Debt". 未発表原稿

Lindsey, Richard R. and Schaede, Ulrike, 1991, "Specialist vs Saitori-Market Making in New York and Tokyo", Research Program in Finance Working Paper No. 202, IBER, University of California at Berkeley 1990.

新日本証券(編)「日本の株価指数先物およびオプション」, 特別報告書

日本証券経済研究所(編), 1983, 「債券先物取引に関する研究の中間報告」; 東京

NIRA(総合研究開発機構)(編), 1984, 東京国債・資本市場の国際化; 東京

Schaede, Ulrike, 1990, Der neue japanische Kapitalmarkt-Finanzfutures in Japan (The New Japanese Capital Market-Financial Futures in Japan); Wiesbaden

Schaede, Ulrike, 1991, "Black Monday in New York, Blue Tuesday in Tokyo: The October 1987 Crash in Japan", in California Management Review, Vol. 22 No. 2, Winter 1991, p. 39-57.

証券取引審議会(編), 1984, 債券先物市場の創設について; 東京

