

## 先物・オプションマーケット

### 裁定取引株価暴落犯人説の誤謬

前 日本証券経済研究所常務理事  
岡本勝美

#### ◇裁定取引とは何か？

最近の株価暴落の犯人は裁定取引であるという流説がある。先物市場では日本の先輩格に当たる米国にも、これに似た意見がある。しかし、裁定取引というのは、もともと現物と先物の間の異常な価格関係を正常に戻す働きをするものであって、決して市場を混乱させるものではない。その裁定取引が株式市場の波乱要因だといわれ、まるで疫病神のように扱われている。はたして、このような意見は正しいのだろうか。

さて、このことを確かめるために、ここでもう一度、裁定取引とは何か、ということを出しておこう。裁定とは、現物と先物の価格が異常に大きく開いたとき、二つの価格のうち高いものを売ると同時に安いものを買うことによって、リスクを負わないで値ざやを稼ぐ取引である。この裁定の働きによって現物と先物の異常な値開きが長く続くことはない。だが、そういうことができるのは、もともと現物と先物の二つの価格の間には連動性があるからで、もしこの性質がなければ裁定取引はできない。

現物と先物の価格が連動するのは、先物と現物の価格の間につきのような関係が理論的に成り立つからである。

#### 先物理論価格 = 現物価格 + 金利 - 配当

この式の意味は、こうである。いま投資家Aが、現物を買う代りに先物を買付けるとしよう。Aは手元にある資金を先物の満期日まで安全資産に運用して金利を稼ぐことができる。しかし、現物を持たないから期間中の配当はもらえない。したがって、現物価格と釣り合いのとれる先物価格とは、現物価格に満期日までの金利を加え、配当を除いた価格である。このように、現物と先物の価格関係は理論の上ではすっきりと説明できる。

ところが、現実の市場は不完全だから、いつもそう理屈通りになっていない。そこが裁定で稼ぐチャンスでもある。たとえば何かの理由で先物価格が理論価格より低

いとき、先物を買うと同時に現物を売って、その資金を他に運用して金利を稼いでおき、先物満期日に先物を売り戻すと同時に現物を買戻せば、間違いなく鞘を稼ぐことができる。

また、反対に先物価格がこの理論価格より高いときには、先物を売ると同時に借金して現物を買っておき、先物満期日に先物を買戻すと同時に現物を売り戻せば、これもまた間違いなく鞘を稼ぐことができる。普通、裁定取引は現物も資金も持たずに始めるので、この現物買い、先物売りから入っていくタイプが多い。

このように、先物価格がその理論価格から大きく離れると、かならずこの鞘稼ぎが入ってきて、現物と先物の価格の異常な開きはたちまち解消してしまう。この鞘稼ぎを裁定取引という。そして、この裁定取引が機敏に働くほど、現物と先物の価格が理論的な関係を保ちながら連動することになる。つまり、現物と先物の理論的な価格関係が現実の市場で成立するためには、どうしても裁定取引を欠かせない。

もし、この裁定取引が働かないために現物と先物の価格がそっぽを向くようでは、先物市場はその存在理由を失ってしまう。なぜなら投資家が先物を使ってリスク・ヘッジをしようと思っても、現物と先物の価格が連動しないと、どれほどリスクをヘッジできるのか、まったく見当がつかない。このように現物と先物の価格がばらばらに動くようでは先物をヘッジには使えない。ヘッジに使えない先物市場など、ギャンブルの道具にはなっても株式市場から見ると無益の存在でしかない。

先物市場は、リスクを負担したくない人とリスクを負担しようとする人のお互いにリスクを交換、移転する市場である。この市場のお陰で投資家のリスク管理はたいへん楽になる。なぜなら、先物を使わないで現物そのものを売買してもヘッジすることはできるが、これはたいへん手間のかかる仕事でもあり、費用も高くつく。先物市場はその手間を省いてくれる。そして、リスク移転がうまくいくほど株式市場への資金投下も増え、経済全体の投資と生産が促進されることになる。

先物市場の取引だけに限れば、市場参加者の間で損益をやり取りするゼロ・サム・ゲームであるが、それが経済社会全体に与える効果を計算に入れるとプラス・サム・ゲームである。そして、くどいようだが、現物と先物の価格が整然と連動する先物市場であってこそ経済社会にとって有益な市場だといえる。その連動性を現実の市

場で保つように働いているのが、ほかならぬ裁定取引なのである。

#### ◇裁定取引規制論の誤り

以上のように裁定取引は先物取引の経済機能にとってたいへん大事な役割を果たしている。にもかかわらず、その裁定取引が株式市場を混乱させるといわれるのは、いったいどういうことであろうか。裁定取引は現物と先物の価格関係の歪みをもとの正しい状態に戻すという働きをする。その限りでは、裁定取引は株式市場の価格形成を正常化するものであっても、混乱させるものではないはずである。ただ、裁定取引の巻き戻しについては、その疑いがある。

巻き戻しとは、裁定ポジションを解消するために行う売買を指している。裁定者は現物と先物にそれぞれ反対のポジションを持っているが、満期日を待たなくても現物と先物の価格が一致すれば、すかさずポジションを解消するほうが有利である。しかし、先物満期日までに巻き戻しのチャンスがなければ裁定ポジションはそのまま持ち越されるから、その巻き戻しが先物の満期日に集中することになる。

ところで現行の株価指数先物取引は、満期日になると当日の現物価格で自動的に決済される仕組みになっている。これは現物と先物の価格連動性を守るために必要なルールである。そこで、先物満期日まで裁定ポジションを持ち越した裁定者は当日現物の反対売買だけをすればよい。この巻き戻しが現物市場に大量に出ると一時的ではあるが価格が大きく変動することがある。裁定者にとっては、現物価格がどうなろうと先物はその価格で自動的に決済されるから何のリスクもない。しかし、この現物価格の不規則変動で迷惑する投資家がいるかも知れない。

この裁定取引の後始末が株価の波乱要因になるので、何らかの方法で裁定取引を規制すべきだという意見がある。たしかに巻き戻しの部分だけを取り上げるなら、それは株価に不規則な変動を与えているといえよう。だからといって裁定取引を規制するのは正しいといえない。いまここで、裁定取引の巻き戻しによる株価の不規則変動をなくすために裁定取引を禁止したとしよう。結果はどうなるか。現物市場と先物市場の間の裁定がなくなれば、先物価格は糸の切れた瓶のように現物価格から離れて一人歩きをしはじめる。現物と先物の価格が連動しなければ先物を使うヘッジもできない。裁定取引がなくなれば先物市場はリスク移転の市場としての機能を失うの

である。このように部分的には正しい意見であっても、それを全体に当てはめるのは必ずしも正しいとはいえない。

もう一つ、規制賛成論の見落とししている重要なポイントがある。それは、なぜ大量の裁定取引が発生するのかということである。いうまでもなく、それは裁定チャンスが多いからである。しかし、市場で裁定が十分に行われているとすれば、裁定チャンスはないはずである。だから裁定取引が多いのは、じつは裁定取引が十分ではないからである。つまり、巻き戻しの波乱が起こるのは、裁定が多すぎるからではなく、その反対に裁定が不足しているからである。したがって、巻き戻しの波乱を除くための正しい処方箋は、裁定取引を抑制することではなく、裁定取引を妨げている要因を市場から取り除くことなのである。

現実の株式市場は決して完全な競争市場ではない。このため裁定取引の巻き戻しが先物満期日に集中して株価に不規則変動が発生することがあるとしても、それは先物市場の経済機能を維持していくために必要なコストであると考えられる。

#### ◇裁定取引情報の公開効果に期待

裁定取引が波乱要因であるという場合、それはもっぱら、裁定ポジションの巻き戻し効果のことを指している。ここで波乱という用語はたいへん安易に使われているが、その意味はかなりあいまいである。波乱とは、株価変動(波)が異常(乱)になることを指している。しかし、異常な株価変動とは何だろうか。株式市場が効率的であれば株価は絶えず新しい情報を反映しているから、もともと異常な株価というものはいり得ない。にもかかわらず、波乱とか異常だとかいうのは、ある日突然に市場参加者がまったく予想できなかった大幅の株価変動が起こったためにびっくりさせられた、その心理的動揺を表現したものであろう。ただし、裁定巻き戻しの場合、この不規則変動を予想できる市場参加者がいる。それはポジションの解消を待っている一群の裁定者たちである。

じつは裁定取引規制の有力な論拠がここにある。裁定巻き戻しによって株価が不規則に変動することを、裁定者は予想できるのにたいして他の市場参加者は予想できない。しかも現実に裁定取引ができるのは取引所会員の証券会社に限られている。それは裁定コストが小さいからである。このように裁定取引については先物市場参加者の間で取引コスト、情報など取引参加条件が均等でない。このため裁定取引の巻き戻し効果にたいして、会員証券会社以外の市場参加者から感情をまじえた批判が投

げられるのであろう。

だが、その他の投資家が、裁定巻き戻し効果をまったく予想できないというのは疑問である。もしそうだとすれば、その投資家はよほどのんきな人に違いない。日本に株価指数先物取引が導入されてから、もう3年になる。この3年という期間は株式市場の参加者たちが先物取引の仕組みを学習する時間としては十分であった。今日、裁定取引の巻き戻しが株価に不規則変動を与えると、いう知識を持たない投資家がどれだけいるだろうか。

すくなくとも投資家にこの知識があれば波乱に巻き込まれることはない。先物満期日の株式売買を避ければよいからである。もっと器用な投資家ならば、この予想される波乱につけこんで有利に売買することを試みるだろう。また、巻き戻し効果についての知識がまったくない投資家でも、何もしなければ波乱に巻き込まれることはないのである。どうも裁定暴落説は波乱の影響を誇張している。そんなにびくびくする必要はない。

取引所はこれまで裁定巻き戻し効果を緩和するため、つぎのように二つの対策をとった。まず、1989年9月から、先物決済価格を満期日翌日の現物始値とすることにした。寄付きの売買が大きいので、そこへ巻き戻しを吸収するのが狙いである。つぎに1990年4月から裁定取引に係る現物の売買高とポジション残高を毎週公開することにした。この情報によって市場参加者は潜在的な巻き戻しの規模を知ることができる。これを市場参加者が有効に利用するようであれば、この情報公開の意義はきわめて大きい。

さいごに株式市場全体の効率について付言しておきたい。裁定取引規制を支持する意見は、一方的に裁定取引を波乱要因と決めつけるが、もう一つの現物市場の効率性に疑問の余地はないのだろうか。皮肉なことに裁定機会が多いのは株式市場の効率が悪い証拠であるが、その原因が現物市場の側にあるのか、それとも先物市場の側にあるのか、こういう点についてもまだよくわかっていない。もし現物市場の価格形成が硬直的になっているために、裁定機会が多発しているとすれば、これは先物市場の問題というより、現物市場の効率性の問題である。こんご裁定取引データが公表されるにともなって、この問題についても解明されていくものと思われる。