

先物・オプションマーケット

株価暴落を奇貨に個人投資家 拡大へ本腰を

東洋経済新報社
第一編集局 企業情報部
副部長 今井 念 雄

筆者今井念雄氏は「週刊東洋経済」1991年1月19日号において「株式先物取引―“利益なきブーム”の強烈な副作用」と題する記事を發表された。同氏は、この記事の中で、裁定取引の実態や日経平均株価の動き、先物規制等、日経225先物取引の最近の動向について鋭い指摘を行っておられる。そこで、改めてその内容を敷衍する形で本レポートへの執筆を依頼したものである。

2月の株式相場は久しぶりに活況となった。湾岸戦争の早期決着期待（実際にそのとおりの結果となった）が最大の要因といえよう。ある中堅証券の支店長は「こんなに個人客が満足した月もめずらしい」と語っていた。個人投資家好みの千代田化工建設、三菱マテリアルなど材料株が活躍したことが大きい。

一方、先物・オプション市場も現物市場に劣らず活況だった。3月2日付日本経済新聞によると、2月の日経225先物の売買高（全限月の合計）は月間で過去最高となったという。すなわち売買高（大証発表）は約211万6,600枚で、これまでのピークだった90年12月の164万1,800枚を大幅に上回った。オプションの月間売買代金も5,332億円（1月4,525億円）と、これも89年6月の取引開始以来の最高を記録した。

市場の一部には、3月決算を控えて特金・ファントラの解約売りを懸念する見方が根強い。事実、平均株価2万6,000円台は売りのチャンス、とみている機関投資家も少なくないようだ。とはいうものの、90年1月からの下落相場も底を打ち、最悪期は脱したと判断していいだろう。日銀の金融政策変更の時期はともかく、市場金利は着実に低下しており、外国人投資家も含めて機関投資家によるさらなる売りはでてこない。少なくとも相場に下方硬直性が備わってきたことは確かだ。

しかし、90年の株価暴落が経済的、社会的にもたらした影響は決して小さくない。なによりも一般投資家の市場離れを招いたことは重要だ。「のど元すぎれば暑さを忘れる」のたとえのとおり、相場が反発したことで諸々の問題が解決したとするならば、将来、より大きなしっぺ返しを食うことになる。90年の暴落を奇貨として、よ

り健全な株式市場を形成していくよう心がけるべきであろう。

そうした意味で、日頃市場をウォッチしている者として、株価指数先物の隆盛、とくに裁定取引には疑問を持たざるをえない。また、投資単位の引き下げ論議などに代表される、個人投資家の拡大策についてはもろ手をあげて賛成したい。

証券会社の裁定取引に制限を

まず裁定取引であるが、周知のように、本格的な株価指数先物が導入されたのは88年9月、大証が日経225先物、東証がTOPIX先物の取引をそれぞれ開始した。以降、先物市場は超高度成長を遂げ、とくに日経225先物はCME（シカゴ・マーカンタイル取引所）のS&P500種先物を凌駕し、大証は世界一の株価先物市場になっている。株価が暴落した90年は、現物市場がシュリンクしたこともあって、株式市場における現物と先物の地位が逆転した。89年6月にスタートしたオプションも同様、90年秋以降、日経225オプションの売買代金は東証1部のそれを上回るようになった。

大量の資金を運用する機関投資家にとって、最も重要なファクターは流通性の確保だ。出来高が細る一方だった現物市場に背を向け、流通性豊かな先物市場にラッシュしたことは自然の流れといえよう。問題なのは裁定取引、とくに現物と先物の裁定取引である。いうまでもなく、裁定取引に伴う現物株のインデックス売買がしばしば現物（平均株価、あるいは個々の現物株）価格を乱高下させるからである。

先物市場にとって裁定取引の存在が不可欠であることは自明の理である。裁定取引が行われるからこそ、全体の取引が活発になり、市場に厚みが出てくる。裁定取引すべてを否定するものではない。ただ、現物と先物の裁定取引は現状のままでは是認するわけにいかない。この裁定取引のほとんどは日経225を対象にしているはずだが、まず日経225自体に株価指数として欠陥がないかどうかである。かねてから投資家の間には、日経225と自分の相場感覚にズレを感じていた。しかし、株価といえば日経225を指すように、昔から慣れ親しんだ指数であり、今日まで使われてきた。

少し横道にそれるが、TOPIX先物、同オプションのシェアが低下しているのも、この慣れの問題が最大要因だろう。早い話、だれでも日経225のピークが3万8,000円台だったことは憶えているが、TOPIXのピークがいくらだったか憶えている人はほとんどいない。

それはともかく、日経225は連続性を重んじるあまり、

採用銘柄の入れ替えに消極的すぎたといえよう。とくに片倉工業、松坂屋、松竹など小型・品薄株の存在である。インデックス売買では当然こうした銘柄も等株数売り買いされるが、新日鉄のような大型株に比べてマーケット・インパクトが著しく大きい。しかも裁定取引を行った投資家以外、なぜ乱高下したのかだれもわからないのである。換言すれば、小型・品薄株を集中的に売買することによって日経225そのものを操作できる可能性がある。

もうひとつ、現物と先物の裁定取引は實際上、証券会社の“専売特許”であることだ。現物株のインデックス売買の委託手数料コストが高く、証券のディーラー以外は手をだせない仕組みになっている。90年の暴落場面、この裁定取引に長けている外資系証券に怨みの声があがったのも無理からぬことだった。ブローカー業務を重視するか、ディーラー業務を重視するかで個々の証券会社のスタンスは違ってくるのであろうが、やはりブローカー自身が花形プレーヤーになってしまうのは問題があるだろう。少なくとも日本の証券会社は、ディーラー業務を市場の潤滑油としての役割にとどめるべきでないか。裁定取引で確保できる利益はごくわずかなものであり、「角をためて牛を殺す」結果になってしまっただけにもならない。この裁定取引が先物取引全体に占める割合は僅少であり、なんらかの制限を加えても、先物市場の発展を妨げる要因とはならないはずである。

投資家拡大の切札、投資単位の引き下げ

東証の長岡実理事長は現物と先物市場の地位逆転について「シッポが犬を振り回している」と表現したが、わが国の株式市場が機関投資家主導型に移行しているだけに、ある程度致し方ないことと思われる。だからといって現物市場をないがしろにすることはできない。現物市場と先物市場が平行に発展していく姿が最も望ましい。第一に、先物市場はどれほど膨れあがっても資金調達場、資本市場にはなりえない。発行会社の利益に結びつかないのだ。結論を急ぐようだが、現物市場を発展させるためには、懐の深い個人投資家の幅広い参加が必要なことは議論の余地がない。ここ数年、こうした議論が低調だったことは残念である。

まず、証券会社の営業姿勢である。顧客にキャピタルゲイン追求だけを勧め、安定株主として定着させる努力を怠ってきた。発行会社も同様である。低下する一方の配当性向の事例をあげれば十分だろう。こうした株主軽視は株価が順調だったことで覆い隠されてきたが、状況

は変わってきており、発行会社は資本市場としての株式市場を利用できなくなる恐れがでてきたことを肝に命ずるべきだろう。

個人投資家をどうやって増やしていくか。株価の上昇期にはめだたなかったが、やはり日本の株価は高いということである。ソニー、ファナックを除きほとんどの上場株式の取引単位は1,000株であるが、単純平均1,500円として1回の投資金額は最低150万円必要となる(手数料等を除く)。任天堂などは株価が2万円を超えており、最低2,000万円以上の資金を揃えなくてはならない。どんな一流企業のサラリーマンであっても、おそれと買える金額ではないだろう。土地問題と同じく、不公平感が一般大衆に生じ、議論があらぬ方向に向かってしまう可能性なきにしもあらずだ。こうした意味で、投資単位の引き下げを積極的に行うべきと思われる。

投資単位の引き下げの方法には2つある。株式分割と売買単位のくり直しだ。過去、わが国でも株式分割が目撃されたことがある。前回の商法改正で無額面株式への一斉転換が可能になった時である。東証の資料によると、83年から86年まで13件の株式分割(額面変更等を除く)があったという。しかし、キャピタルゲイン課税で株主が不利をこうむることから、86年のセブンイレブン(2→3)を最後に途絶えていた(この2月末割当て同社は5→6の分割を実施)。発行会社側にも新株券の発行コストが大きいという問題があった。しかし、4月の商法改正で額面の読み替えが可能になり、この問題は解決するはずである。

売買単位のくり直しは単位株を1,000株から100株(何株でもよいが)に引き下げ、投資家が買いやすくすることが目的だ。立川ブラインド工業、旭通信社が5月から実施する。高株価の任天堂、セガ・エンタープライゼスも次期総会に提案することを決定した。株式分割、売買単位のくり直しとも、1単位株当たりの株主資本が5万円を下回らないことが条件となるが、1株当たり株主資本が500円以上の上場会社は東証1部だけで324社を数える。実際にくくり直しが可能と考えられる企業をスクリーニング(条件は1株当たり株主資本1,000円以上、株価2,000円以上)すると、52社が抽出された。こうした条件を満たしている企業には証券界も積極的にリコメンドしていくべきであろう。くり直しのメリットはこれによって株価が変動しないことである。もちろん、高株価イコール優良会社という誤った観念が払拭されれば、どうでもいいことではあるが。