

先物市場をめぐる諸問題

丸三証券株式会社

会長 金子 太郎

プログラム・トレーディング(P・T)が登場し、株式市場の動きに強い影響力をおよぼすようになってから、ニューヨーク株式市場は、変質したと言われている。87年のブラック・マンデーも、P・Tの市場支配力の高まりを見落していたのが原因だとの見方が有力である。

米国の中小証券業者は、P・T廃止のため、政治的な働きかけ(ロビイング)をやっているが、ニューヨークの大手証券の政治力に敵わないと嘆いている。彼等の言い分は、「伝統的な株式投資とは、ファンダメンタル・アナリシスに基づいて、伸びる会社の株を買うことにある。それをすすめるのが、私達の仕事であった。しかしP・Tが始まってから、従来の相場観が通用なくなり、多数の個人投資家は、相場がわからなくなったと言いついて、去って行った。それでいいと思う人は、ないだろう」というところにある。

米国では、P・Tの行き過ぎや、弊害防止のため、幾つかの手が打たれてきた。それは日本より進んでいるとさえ思われるが、何と云っても、英・米の株式市場は、常時激しい生き残り競争を繰り返しているから、取引所の存亡という点から、いま一つ思い切ったP・Tの改正ができないでいる。

日本のP・Tは、今のところ先物の上場から派生した裁定取引やオプションなどが主力であるが、これを米国と比較すると、問題点は日本の方が遙かに多く、かつ大きいと思われる。

先ず、日本で最も人気のある指数先物は、日経225であるが、これが単純平均型であるのが、いかにもまずい。特に日経225の中には、品薄・小型銘柄が約1割程度含まれており、裁定取引に参加している大口投資家やディーラーは、その気になれば、指数を動かすことができる。「今日は、某社のオプションの決済日だから、引けは安いのではないか」というような噂が朝から市場に流れ、事実その証券会社の売りによって、大引けが安く終

る例がある。これでは、株式市場への信頼感は低下し、一般投資家は、「売ってよいか、買ってよいか、わからなくなった」として、株式市場から遠ざかってしまう。

日経225については、この秋から銘柄の入れ替えを進めるなどして、弊害の除去に努めると発表されているが、それで単純平均型のもつ問題点がすっきりするとも思えない。

因みに、ニューヨーク・ダウ30種は、単純平均であるが故に、指数先物として上場されていない。上場されているS&P500は、時価総額型(加重平均)であるから、ディーラーなどが指数を動かすことは不可能に近い。またS&P500は、経済構造などの変化を反映して、毎年6%に当たる30銘柄の入れ替えを行ってきたが、日経225は、ほとんど入れ替えを行わなかったため、昭和20年代前半の日本経済を支えた繊維・百貨店・海運・興業などの業種に偏った構成となっている。

次に、日本の裁定取引は、「先物売りの現物買い」というプログラムが大部分で、「先物買いの現物売り」というプログラムは、ほとんど見受けられない。どうしてこのような一方通行となるのか。

それは主として貸株市場が未整備であることによる。日本で「先物買いの現物売り」をしようとする、どこから売れるだけの株式を調達してこなければならぬが、実際問題として、それは不可能に近い。確かに貸しうる株式は、機関投資家が大量に保有し、場合によっては、品借料を払えば、借りることはできる。

しかし機関投資家は、自己の保有している株が、株式市場で大量に売られることを好まないようであり、貸株市場を整備して、何時でも貸しに出す制度を作ることには消極的である。安定した貸株市場で裁定取引の対象となる株式を調達することができなければ、「先物買いの現物売り」は、言うべくして実行することは難しい。

その結果、日本の裁定取引は、株価先高観が広がり、現物と先物のサヤが、理論値を超えて拡大すると、「先物売りの現物買い」が入って、株価の上昇を加速する。過去1年余りの経験でも、裁定取引に伴う現物の買い残高が7~8千億円にもなったことが、三度もある。

これは将来に、それだけの潜在的売り要因を蓄積することにはほかならないから、相場が下げ潮になると、裁定の解消売りが出て、それが下げを加速する。もし裁定取引が双方通行であれば、このようなことは起らないであろう。

株式先物の仕組み自体にも問題がある。先物の上場が認められているのは、そのもつヘッジ機能に着目しているのであろうが、保有する株式のヘッジ売りをした場合、債券先物の場合は、期日に現物を渡すことができるが、株式先物の場合は、それができず、必ず買い戻さなければならない。また3か月毎に限月がきて、先物の決済は、米国にならって、翌朝の寄付値で行われているが、このSQ (special quotation) という制度が、株式市場を攪乱している。

東京株式市場では、3月、6月、9月、12月のSQの日が近づくと、SQ当日の裁定解消売りがどのくらい出るかが、関心の的となり、売り買いが手控えられる。特に裁定取引の現物残高が高水準であると、弱気が広がり、それだけの理由で、現物・先物ともに売りが入る傾向がある。

一方、それではならじと、SQの日に向けて、大量のインデックス型投資信託が設定されたり、大口の買いは、SQの日まで買いを入れるのを延ばしたりするケースがあると聞く。

オプションについても同じである。「今日は、某社のプット・オプションの決済日だから、大引けにかけて、日経225を下げるための売りが出る」などと、朝からまことしやかに伝えられ、場が引けてみると、矢張り安かったという経験もある。

先物取引の現状も、放置してよいということではあるまい。先ず225先物の出来高が、売買金額において、東証の売買金額の何倍にもなっている。昨年12月のごときは、実に5倍にも達し、株式市場が長いトンネルから脱け出たと思われた2月ですら3倍であった。これを見て「犬の尻尾が犬を振り廻している」と批判する向きがあるが、言い得て妙である。

株式市場が証券取引法に基づく公認の市場になっているのは、その直接金融の機能が、国民経済的に非常に高いからである。上場企業は、銀行借入れなどの間接金融よりも遙かに低いコストで資本市場から資金を調達することができる。その資本市場の中核が株式市場である。

その株式市場が先物主導型に変質し、現物市場が不振になってくると、エクイティ・ファイナンスがやりにくくなる。昨年初来の下げ相場において、エクイティ・ファイナンスが激減したのは、一昨年までの過剰発行(オーバー・イシュー)に由るところが大きいが、相

場展開が先物主導となったことも、その一因であったことを否定できない。

こうして株式市場が直接金融の機能を低下させていくことは、国民経済的に由々しき問題であるとともに、証券市場で働く証券マンの「生き甲斐・働き甲斐」にもかかわる重大な問題である。

何等かの是正策を講ずることにより、先物と現物との間の、売買金額に関する適切なバランスを見出し、両者がバランスするように努めることが急務である。

最後に、裁定取引におけるディーラーの在り方に触れたい。

前述のとおり、裁定取引に伴う現物の保有残高は、7〜8千億円にも達することが多いが、その8〜9割は、ディーラーズ・ポジションだと推定される。主要ディーラーの中には、1社で何千億円もの現物を保有するものがあるということである。

もちろんこれは、先物売りでヘッジされているから、通常の商品有価証券と性格が異なる。しかし、ディーラーが免許を受けている本来の機能から見ると、これは大変なことである。

ディーラー機能とは、取引所における委託者の売買を円滑に結びつけることであり、そもそも補完的なものである。したがって総合証券が自らに課している自主ルールによれば、ディーラーは、「新高値を買わず、新安値を売らない」こととされている。ところが、ディーラーが行っている裁定取引においては、このルールが守られず、白昼公然と新高値を買い、新安値を売っている。それでよいとはとても考えられない。

しかし一部ディーラーは、そんなルールを守っていたら、裁定取引ができないと主張する。ということは、顧客の立場を無視し、自己本位の営業を続けるという主張になるが、それに対する反省は、残念ながら見られない。

日本の先物市場は、まだ生れたばかりである。はじめての経験であるから、予想もしなかった問題点が多々ある。日本の場合、取引所は営利機関ではなく、欧米のような生き残り競争を強いられることもないから、おかしな点は、どしどし改めることができる。

その優越的な立場を生かして、先物関係の諸制度を早急に見直し、国民経済的観点からも、内外に誇りうるようなものに改めて頂きたいと願う次第である。