

先物・オプションマーケット

「脆弱な先物指数が株暴落の一因だった」に反論する

大阪証券取引所
調査部主査 野添 隆 治

〈はじめに〉

「先物指数が株価暴落の一因である。」エコノミスト誌1993年1月26日号に掲載された一文の見出しである。

平成2年以降の株式市場の沈滞の中で、株価指数先物取引、とりわけ日経225先物に対する批判が起こり、マスコミ論調をも加えて株式市場の不振あるいは株価下落に関して一般受けのし易い説明として多用されて来た感がある。

しかしながら、これに対する反対意見もまたいろいろな角度から論じられており^(注1)、一方、先物市場サイドでとった種々の規制措置、改善策により、現物・先物両市場間にはそれなりのよい関係が作り出されてきた^(注2)。

その結果、単純な先物悪者論はあまり見られなくなったと思った矢先のことである。どのような新事実と実証分析が提起されたのかと思いつつ通読した。結果は全くの期待はずれ(?)で、単なる状況説明と推論のみであり、論者の意図が那邊にあるのか理解に苦しむところではあるが、権威ある出版物に発表されたものでもあり、いささかの反論を試みておきたい。

〈羊頭狗肉〉

同文のタイトルは「脆弱な先物指数が株暴落の一因だった」となっており、さらに前文では「本稿では、この日経先物の持つ危険性を、詳細な実証分析を通じて明らかにする」と続く。

しかるに本文中にはこの事実を証明している箇所はどこにも見当たらない。わずかに、「90年春の最初の大暴落で、これらの品薄株が買い裁定の解消にともなって、指数の下落を大きく加速させたのではないかという疑いが強く持たれた。」「品薄株を使って人為的に暴落が引き起こされたのではないかという強い疑念すら呼び起こすのである。」「裁定取引は株価の暴落と少なくとも無関係で

はあり得ない。」などと述べている箇所が見られるのみである。

これらとその前後の記述は暴落の原因の実証というには程遠く、単に疑念を表明したに過ぎない。

〈論理の展開：分析手法に疑問〉

(1) 裁定取引への無理解

裁定取引に関する基本的事項として以下の点を指摘したい。すなわち、

(イ) 裁定取引は買い裁定の設定時には現物価格を押し上げ、その解消時には現物価格を下げる方向に働く。しかし中長期的に見れば、これらの作用は相殺され、株価水準に対して中立的である。

(ロ) 裁定取引は先物価格と現物指数をつなぐリングであり、両者間のギャップを埋める方向にのみ働く。これ以上のものではない。両者の関係を安定的に維持するためには裁定取引が十分かつ円滑に行われることが不可欠である。論じるべきは、裁定残高の累増にもかかわらず、なぜギャップが埋まらなかったかであろう。

以上の事柄を無視し、単に「裁定取引を通じて先物は現物市場に攪乱の要素をもたらす」と断じているのは納得し難いところであるし、いわんや裁定取引イコール品薄株の売買ととられるような論理展開は問題外である。裁定取引と指数操作の混同が随所に見られる。

(2) ベータ値は指数操作の証明となるのか

同文は、マーケット・モデルによって計測されたいわゆる品薄株のベータ値が高いことがあたかも新事実の発見であり、さらにこれをもって指数操作が行われた、あるいは先物が暴落の原因であったことの証拠であるかのごとく論じる。果たしてそうなのか、これに対しては次の反論をしたい。

(イ) 指数構成銘柄の中にベータ値が1より大きい銘柄も小さい銘柄も含まれていることは当然である。ベータ値が1よりも大きい銘柄は品薄株に限ったことではない。先物取引開始前に比べ、品薄株のベータ値に上昇が見られるのは裁定取引を含むインデックス売買という新しい投資手法が盛んに取り入れられるようになった結果であり、指数操作とは何の関係もない。

- (ロ) 同文のマーケット・モデルに関する記述は、説明変数と被説明変数とを混同する誤りを犯している。
- (ハ) 単にベータ値の大小を論じることは、ある仮定をおけばこういう結論になるのではないか、という議論の域を出ない。実際に起こった事実の因果関係を何ら解明するものではない。

〈事実関係の検討〉

同文はその基本的部分において決定的な不備があり、個々の記述についての反論の価値には疑問なしとしないが、以下何点か指摘をしておく。

- (1) 「品薄株は市場の動きに著しく敏感な株に変質し、上昇相場で上げた以上に、下降相場で下げたのである。」と言う。それぞれどの期間をとって論じているのか不明であり、的確な論評は加えにくい。仮に平成元年11月～12月の上昇期、平成2年1月～3月の下降期を、問題としている11銘柄について見ると、上昇期では11銘柄平均で36%上昇しているのに対し、下降期には14%下落しているに過ぎないことを指摘するにどめる。
- (2) 品薄株と言われる銘柄群について、日経平均との連動性につきパラメーターの有意性が失われる時期と改善される時期があり、相場の上昇期に有意性が上昇することをもって、「品薄株を使って人為的に暴落を引き起こされたのではないか」と言う。相場の上昇期で出来高が減少している時期に、インデックス売買の影響がより強く表れることはむしろ通常であり、これをもって暴落を引き起こされたという論拠になるとは思えない。
- (3) 「品薄株11銘柄の出来高を見ると、等株ずつの現物株価指数のポートフォリオが組まれるよりも3倍も多く買われており、裁定取引は品薄株に偏って行われている。」と言う。

そもそもすべての個別銘柄の売買は裁定取引のみならず、その他のインデックス売買、及びその銘柄固有の需要による売買が総合されている。11銘柄の出来高が等株ずつ裁定取引を行うとした場合の出来高を上回っていることは当然のことである。

想像するに、図1(本文中47頁)により11銘柄の出来高と裁定取引の売買高が平行に動いていることを

示し、11銘柄については、固有の売買などは皆無であり、出来高はすべて裁定取引と関連していると主張しているかの如く思える。しかしこれは事実とは異なる。図1と同じ91年2月4日から3月6日の期間について両者の関係を実数でとってみると1.2倍～7.7倍の範囲で分布しており、11銘柄の出来高をすべて裁定取引に起因するものであると断じるわけにはいかない。

さらに、品薄株に偏った裁定取引が可能とされていることも裁定取引に関する無理解を示している。品薄株はそれ自体マーケット・インパクトが大きいが、裁定取引の要諦はいかにマーケット・インパクトを小さくするかにある。品薄株に偏った裁定はこれと相いれないものである。

〈結論〉

同論文は基本的な論旨に疑義が多く、また結論めいた記述も従来度々論じられて来たことの焼き直しに過ぎない。全体として先物取引イコール裁定取引、裁定取引イコール品薄株の売買、品薄株の売買イコール指数操作、株価暴落の原因といった誤った認識の下に議論が展開されている感が強い。事実関係において何ら具体的事項の提示と因果関係の解明がなされず、疑わしいというだけの論拠であたかもそれが事実であるかの如く論じている点は大いに批判されるべきであろう。

先物取引に関しては品薄株の問題も含め様々な対策が実施され、今後さらに改善策が検討されていることは周知のとおりである。先物取引に対する正しい認識に基づいた建設的議論こそ必要なのではないだろうか。

(注1) 福山雅一、野添隆治『裁定取引が株価を不安定にする仕組みとその対策』に反論する(資本市場、1992.7)、浜田宏一、仁科一彦「先物取引は株価低迷の原因か? 株式先物「悪玉」説の誤り」(東洋経済、1992.10.17)、五十川恒雄「バブルの膨張と裁定取引」(資本市場、1992.12) ほか。

(注2) 林太泰『日経225』取引規制の効き目(東洋経済、1992.7.25) 参照。