

## 先物・オプションマーケット

### 先物市場規制の目的

エラスムス大学

O. W. ステンベーク\*

#### はじめに

株価指数先物取引が東証、大証で始まり、その導入が成功であるといわれて丁度5年が経過した。先物は、投資家に必要なヘッジ手段を提供し、全体として日本の証券市場を投資家にとってより効率的にかつより面白いものとした。しかし、問題があり、規制当局はその解決に全力を挙げている。日本の先物市場は比較的経験が浅く、投資家と規制当局はともに今日のダイナミックな金融界にあって納得のいく運営策を見いだそうと鋭意努力していることは言うまでもない。

#### 現物市場と日経225先物

外国証券会社はこの新しい商品に一番満足しているようである。日本の証券会社がこれまでにない厳しい状況にある中、例えば、ソロモン・ブラザーズ社は、1991年度だけで2億ドルを超える営業利益を挙げたが、これは主として、現物と先物市場の間の裁定取引によるものであった。日本の業者は、この分野でのプレーヤーになるための知識とノウハウを得るべく懸命の努力をしている。四社が素早く会得し、いまでは外国業者と共に、派生商品についての一層の多様性とそれを売買する一層の自由を求めている。

派生商品は、日本の一部市場参加者から、現物市場のボラティリティを高め、株価を圧迫しているとして厳しく批判されてきた。この批判の主な動機は、現物市場の取引高と先物市場の取引高が均衡を欠いていることである。多くの投資家が株価指数先物を現物市場から完全に遊離した商品として利用しているようであるが、そうあってはならないことは言うまでもない。問題はこのプロセスをどのようにして逆転させるかである。この目標を達成するため、多くの売買規制が課せられ、委託手数料が引き上げられ、そして証拠金要件が強化された。また、大証は、構成銘柄の上場株式数を加重した新指数に基づく新しい先物を1994年に上場することを計画している。この新しい指数はボラティリティが小さく、指数裁定といった売買技法の機会が少なくなることであろう。現在の日経225先物取引は、東証上場株式についての主要な先

物取引であるが、日経平均を構成する225銘柄の単純平均であり、そのため裁定取引への使用は極めて容易である。

#### 具体的な規制：値幅制限とその影響

新しい株価指数を作ることはさておき、投資家に本来的な趣旨で先物市場を利用させるよう多くの売買規制が課せられた。これらの規制のいくつかは、売買停止の引き金となる値幅制限に関するものである。1日の値幅制限は、前日の終値から上下約3%の幅での売買しか認めず、しかも大証には、先物の値段が6分間に30円以上上下することを認めない「特別気配制度」がある。これらの規制の結果、価格の変動が激しい時には、通常の売買日のほとんどの時間に市場が止まる可能性がある。1992年8月には、日経先物は時として終日売買が止まったことさえあり、このため、トレーダーが大阪停止取引所(Osaka Suspension Exchange)とよく呼んでいたのも当然である。

先物の取引高は減少し、恰好の代替物がなければ、市場の均衡という観点からはすべてがうまく行ったことであろう。シンガポール国際金融取引所(SIMEX)において、大阪の先物に極めて類似する日経225先物が取引されており、取引所の規則ははるかに緩やかである。値幅制限についてみると、SIMEXには2つの株価の限度があるが、これは値段が限度に達してから15分続くだけである。最初の限度は、価格が前日の決済値段の上下5%に達した場合に実施され、次いで5%、すなわち全体で10%が第2の限度となる。その後は、価格の動きは全く自由である。

それでも、トレーダーは、高い流動性と決済上の問題のために、大証を好み、大証の取引が短時間止まるときは、注文を直ちにシンガポールに流さずに、市場の再開を待つのである。この短い取引停止時間の間に、東京の先物ディーラーは、SIMEXを「参考にして」、先物の値段の水準を見極めたり、大証での取引再開を予測する。しかし、価格に大きな変動があり、大証が長時間再開しないとトレーダーが考えた場合は、取引はSIMEXにシフトする。浅場・ステンベーク・山田(1993)は、1992年8月に、大証の先物が止まっている時間とSIMEXの取引高の間に強い正の相関があったとしている。したがって、これらの規制は先物取引を減少させず、単に売買活動のシンガポールへのシフトをもたらしている。この過程は日本の先物市場から流動性を吸い取り、株式市場をより危険な場所にしており、これは、当局者が達成しようとしたことと全く逆である。

### 先物市場規制の目的

これらの事実を見れば、何故そのような規制が真つ先に実施されたのかという疑問が生ずる。ある程度の説明がつけられる。

第1に、株価指数先物取引は日経指数のボラティリティを大きくしていると言われており、同商品の取引を制限する必要があるという訳である。しかし、現物指数の変動を調べてみても大した意味はなさそうである。何故かと言えば、実際の日経225指数は一部株式について10分ないし15分遅れの売買価格データを使って計算されているからである。日経225指数の一部の株式は流動性が低い、これは取引が継続的に行われていないことを意味している。したがって、指数の水準は緩やかに変動する傾向がある。しかし、指数の裁定買いや裁定売りが行われる場合には、個々の銘柄の多くの注文が同時に執行され、多くの新しい価格が形成される。その結果、指数の水準が大きく上下する。ボラティリティが増幅しているように見えるが、単に指数が更新されているに過ぎないのである。

いまひとつの説明は政治的な面に見いだせる。重大な不祥事後、市場における四社の影響力が衰微し、規模の小さい証券会社の影響力が高まったことで、市場の寡占が弱められた。規模の小さい証券会社は派生商品の分野ではそれほど活発でなく、巨大な競争相手が同市場から得る収益を警戒的な眼差しで見つめている。これらの中小証券会社はその高められた影響力を利用して現物取引よりも大きな先物取引の規模を縮小させようと努めており、ある程度功を奏したと言われている。

第3の説明は責任の問題に見いだせる。制限値幅に到達する時には、指数は600ポイント上昇あるいは下落しており、一見その日に何か特別なことが起こっているようである。恐らく売買は過熱状態であろうが、しかし、市場が不安定になったり、不都合な状況を懸念することは全くないのである。その理由は、日本の先物市場においてそれ以上のことは何事も認められていないからである。

第4の説明は株価操作を危惧したことである。構成銘柄の流動性が低いために、大手投資家は一部の銘柄の価格を効果的に上げたり下げたりして、現物市場と先物市場の間で値鞘を稼ぐことが可能であろう。これらの規制によって、投資家は市場がいつ開かれるかを正確に知ることが一層困難となり、このため株価操作を画策することができず、安易な利益を得ることができないのである。

しかし、これらの規制は市場をより効率的なものにしていくには思えない。現物市場と派生市場との裁定

は可能であるべきであり、ヘッジ商品は容易に利用できるものでなければならない。

多くの人がすでに述べているように<sup>\*</sup>、日本の証券市場における問題の真の原因は現物市場に存在していると言える。東京証券取引所の上場銘柄の株式は、その多くが固定化されているために流動性に欠けている。その結果、価格発見のプロセスは円滑かつ効率的なものになっていない。そのうえ、株価指数先物は現物株式に比べて安いために人気がある。このため、新しい情報が市場に届くと、機関投資家は株式ポートフォリオを変えないで先物ポジションを変えようとすることが多い。

取引制限を強化し、委託手数料を引き上げることで、投資家に影響を与えるよりも、大規模な株式の持合いを制限し、かつ、現物市場の取引コストを引き下げることの方が、問題の解決にとって一層有益であろう。このことは、代々木公園の周辺にフェンスを張り巡らし、外国からの移住者を寄せ付けないようにするのと同じことである：問題は何処か別のところで起きるものであり、目につきにくいものである。S I M E Xが大幅な利益を挙げているのは、その有力な結果である。

以上

<sup>\*</sup> O. W. ステンベーク氏は、オランダのエラスムス大学の博士課程に在学し、過去2年間慶応大学、日本銀行金融研究所及び大蔵省財政金融研究所において日本の証券市場を調査してきた。著者は、参考文献に挙げられているワーキング・ペーパー400-1の作成に当たり(株) Q U I C K総合研究所(Q R I)の支援を受けたことに感謝の意を表している。本稿で参照されている実証部分についてのデータは、Q R Iから提供されたものである。

### 参考文献

- ・浅場・ステーンベーク・山田, 1993「日本の先物市場におけるサーキット・ブレーカー、値幅制限システムについて」Q R Iワーキング・ペーパー400-1, 東京：(株) Q U I C K総合研究所
- ・OECD, 1991, Systemic Risk in Securities Markets, Paris : OECD
- ・大阪証券取引所, 1993, 業務規程, 大阪：大阪証券取引所

<sup>\*\*</sup>参照 例えば, Arai, T., Akamatsu, T., Yoshida, A., 1993, "Stock Index Futures in Japan : Problems and Prospects", *NRI Quarterly* p.28-59, or : Miller, M, H., 1993, "The Economics and Policies of Index Arbitrage in the U. S. and Japan". *Pacific-Basin Finance Journal* 1, 3-11