

「日経 225 先物上場 20 周年に寄せて ～展望と課題～」

岡三証券 株式会社 森本敏喜

1. はじめに

今年9月3日、日経平均株価指数先物が上場20年となり、成人式を迎えた。喜びとともに、この20年間を顧みると激動の20年間であったことが感慨深く、業界先人の方々の言葉を借りれば、戦後一番の激動20年でなかったかどうかのこと。その20年、株価指数先物の歴史とリンクすることからも、株価指数先物の果たしてきた役割も大きく、今後の証券市場の発展にも大きな役割を果たしていくこととなろう。

筆者も業界人として、またトレーディング部門者として、先物の上場前から現在にいたるまでを間近で見てきたことに縁を感じつつ、この市場の今後の発展性について論じたいと考えている。

尚、紙面の関係から重要な事項すべてをふり返ることができないことは残念であるが、3つのフェーズに分けて、市場発展のポイントを述べ、先物に対しての否定的な意見に対する筆者の考えを紹介しながら、今後の展望を展開することとする。

また、今回は現場にいた者として、感じたことを中心に記し、若い方にも伝わるように配慮したつもりであることから、論文としての構成ではなく、読み物としての色を強めた。最後に、筆者自身は、トレーニー時代から、数社にて勤務していることから、現在の会社意見ではなく、個人的な意見であることに留意頂きたい。

2. フェーズⅠ：立ち上がり～

開始時、活況でうまく立ち上がったようにみえるが、それは、いくつかの要因が重なったと思われる。実際には、フェーズⅡの発展期になるまでは、いつ萎むかわからないリスクがあったと感じていた。

時代のニーズにあったとか、いろいろ言われているが、実際には以下の5点がうまく融合したのではなかろうか。

- ① 十分な準備がなされ制度に大きな問題はなかった。
- ② 各証券会社の教宣活動が、シナジー効果を発揮した。
- ③ 若い社員のエネルギー、情熱。
- ④ 一部の経営幹部の気概。
- ⑤ 先物は、「大阪」が発祥地という感情。

先ず売買制度や商品設計において、大きな問題もなく浸透していったと記憶している。もちろん小さな部分はあったが、クリアできた。ただ一点だけマーケットを歪めてしまう制度があったが、1990年9月からSQ制度の導入で修正された。当初、先物取引最終日終値を決済数値にしていたので、最終日の引け間際から株価が乱高下した。その時に、初めてアービトラージやマニピレーションという言葉を知った関係者も多かったようである。

次に各証券会社が、新しい商品だということ、証券グローバル化の期待と情熱から、新しい収益源としての期待感もあり、相当な社内教育、顧客への説明資料配布と教宣を工夫しておこなった。そこにかけた費用は、各社相当なものであったようである。

当時、先物やオプションという商品には、簡単ではあるが一部数式が必要で、かつコ

ンピューターを活用する部分があった。しかし当時、数式とコンピューターを操れる人材が証券会社に少なく、理系人材の大量採用につながったと記憶している。そういう状況であるので、当時は役職もつかない若手社員が各社実質的な研究、準備、資料作成を担当していた。ゴーストライターのようになっていた感もあるかもしれない。

筆者は、この②と③が成功の大きな要因でなかったかと考えている。また、日経平均株価指数先物以降、拡大する先物新商品が登場しないのは、この要因が整っていないからではないかと考えている。当時、各社は競うように、教宣活動を行っていたので相当なシナジーが発生していた。

次に、一部の証券会社経営者の気概というか、情熱たるものすごかった。「大阪」、「欧米」、「国際化」に思いがある方が特に強かったと記憶している。ひとつのエピソードになるかもしれないが、当時、出来高競争という言葉があり、日中、自社の売買シェアをチェックしていた。

最後に、「大阪」が先物の発祥地ということ、「日経ダウ（日経平均）」を売買できるということも、顧客においてわかりやすく親しみがあったとも言えるだろう。

3. フェーズⅡ：プレイヤーの多様化

順調な市場拡大において、株式市場の下落時に、「先物悪玉論」がクローズアップされ先物市場拡大にブレーキがかかったと論じる方も多いが、筆者は疑問を感じている。先物取引の出来高拡大にブレーキがかかったことは、マーケット拡大期において、必然的に起こったことと考えている。

マーケットが拡大するには、プレイヤー

の多様化が必要であり、プレイヤーの偏りが生じた場合に、そのマーケット機能は一旦低下する。そしてその中で新しいプレイヤーが拡大し、市場に厚みが生まれ、一段と拡大する。

具体的には、「ヘッジ」以外に、「売りのスペキュレーター」が増加し、次に「アービトラージャー」の拡大があげられる。この「アービトラージャー」も細分化でき、「キャッシュ（現物株式）」とのアービトラージ、「他市場（現在のSGX等）」とのアービトラージなどが、拡大していった。このプレイヤーの多様化が先物市場の今日の発展・拡大に大きな役割を果たしている。

4. フェーズⅢ：ミニ先物の登場

最近の出来事ではあるが、「ミニ先物」の登場もインパクトがあった。個人投資家の参入が拡大され、取引枚数では、「ラージ（日経225先物）」を抜いた規模になっているが、当初は心配な声もあがっていた。

もともと、ミニ先物は、海外市場においてはポピュラーであり、外人投資家に説明しやすい商品であった。しかし、ミニ先物開始前の証券会社、機関投資家の声として、ミニ先物の拡大について疑問を投げかけるものと、拡大するであろうとの声は、半々であった。その中で現在の状況になったのは、取引所が行ったプロモーション活動等の施策と、一部の証券会社の積極的な活動の成果といえるものであろう。1988年の先物開始時の光景と一部ダブるものがある。

ここまでみると、日経平均株価指数先物は順風に來たようにも思えるが、取引所をはじめ、マーケット参加者の努力の賜物といえるだろう。また、マーケット自体の激

変もあり、いろいろな問題提議もされてきたことも、市場進化において、必要不可欠であったと感じる。

5. 議論（発展過程で出てきた否定論）

株価指数先物の発展をふり返ると、必ずでてくる議論として、「先物悪玉論」がある。代表的な意見としては、1990年以降の株価下落過程において、先物が暴落を引き起こした、下落を加速させたというものであろう。これに対して議論がなされ、「日本の株価変動に関する研究」（日本証券経済研究所）をはじめ、いろいろな論文が提示された。

1992年以降、数度の先物取引批判を受け規制強化されたが、効果がなかったという意見があり、原因はバブルの修正や企業業績の大幅な悪化に求めるべきであろうという考えが主となったようである。

反論者の中には、米国の証券教科書的理論を日本市場に持ち込んで、「無罪論」を主張するのはおかしいという意見もあったが、実証的な分析研究ができにくい当時においては、平行線であった。

また、「投機」自体に対しても、議論されたと記憶している。これは、現場のトレーディング部門の議論だけでなく、ストラテジストやエコノミストなどの、リサーチ部門の方も議論していた。この議論は、市場運営にもかかわる問題でもあることから、最近でも出てくる議論であるが、そこから出てくるアウトプットにおいて、筆者は、疑問に感じるものもある。

実は、筆者が考える今後の課題において、この「投機」に関する議論は避けられない問題となっている。しかし、本格的な「投

機」に関する議論を展開すると紙面と、専門用語の氾濫となることから、それを避けたい当初の考えを踏まえ、課題展開に必要な部分のみを展開してみる。

まず、「投機」とは、教科書的には、価格変動の「ショックアブソーバー」であるということになっているようだ。

また、「投機」は価格を安定化させるものであると主張し、「投機」の擁護者である学者として、ミルトン・フリードマン教授を引用する方も多くいるが、疑問を感じる。

ミルトン・フリードマン教授の「実証的経済学の方法と展開」の中の「変動為替相場護擁論」で論じているが、不安定な為替相場を支持するわけではなく、投機についても、「確信をもって、立証しうるほどの十分詳細な証拠を分析していないが」という前置きがされており、「投機が、価格の不安定化要因ではない」という主張である。すなわち、変動為替相場制度についての話である。

また、変動為替相場制度について、ポール・クルーグマン教授は、「群集のように動くディーラーの売買によって打撃をうけている」を、「The Accidental Theorist :1998」において、ドル円の1993年から1997年までの動きについての考えで示している。

ここで筆者がいたいのは、異なった市場のことであり、為替市場の議論が株式市場にそのまま適用されることに疑問が生じる。また、「投機」全般に対しての「投機理論」を展開しているわけではないということである。

そこで、筆者の主張は、マーケットの状況によって、「投機」は価格の安定化も不安定化も引き起こすと考えるものである。す

なわち、課題を提示するうえで、マーケットの参加者の動向、内容を考えるべきではないかという思いがある。

その中で、今後の課題が見えてくると考えており、最後に、今後の課題と展望について記すこととしよう。

6. 今後の展望

今後、日経平均株価指数先物の更なる発展において、筆者が考える実施しなければならない課題は2点、「プレイヤー多様化推進」と「税制問題」である。

先物取引の機能面を経済学的に考えれば、「現物のリスクの再配分」ということになろう。そして、最低限必要な条件としては、2点挙げられる。ひとつは、現物と先物市場が安定的な状況であること。すなわち、裁定関係が維持されると言う事。もうひとつは、ヘッジ取引の相手側が十二分に存在している必要があり、「スペキュレーター」「アービトラージャー」などいろいろなプレイヤーが存在しなければならないことである。それぞれの手法のバランスが安定していることが必要である。

そうすると、市場運営としては、先物本来の機能である「リスクの再配分」のために、ヘッジ機能が十分に安定的に行われる必要があり、手法の多様化、投資ポリシーの多様化、プレイヤーパワーの分散化が実現できるような市場運営が望まれよう。

また、「税制問題」について、先物取引が投資家にとって使いやすいものになっているかという、そうでもなく、なかなか議論がすすまない課題である。個人投資家のリスクの再配分機能を充実させることから、早急な検討問題であり、議論がおこな

われないことに、疑問が感じるので、進展が待たれる課題であります。

また、取引所の市場運営においても、一部の投資家や手法が、大きく寡占状況になることは、一時的には取引量が拡大するかもしれないが、再配分の考え方から、流動性の低下リスクが潜んでおり、好ましくなく、流動性の拡大については、量だけでなく質についても考えるべきだというのが、筆者の考えでもあります。

これらの課題をクリアにすることで、世界のトップクラスの先物市場へ発展していくと考えており、「Next 20 Years」が、非常に楽しみでもある。

1970年代、米国の取引所の資料をみると、日本の先物のことが紹介されている。

証券取引所が誕生してから、およそ100年後に、先物市場が生まれた、英国や米国などと逆に、1700年代初期、日本には証券市場が生まれる100年も前に、先物市場が存在していたことに驚きを感じる。また、主要8商業都市に商品取引所が存在し、なかでも大阪市場は最大であった。

次の20年後に、再度、世界の取引所資料の中に、日本の先物市場が記されるような発展を祈念している。

以上