

先物取引開始 20 周年によせて

- 個人投資家台頭の意義

(株)トレーダーズ・アンド・カンパニー

取締役 廣重 勝彦

### <株先 50>

1987 年 6 月、大阪証券取引所で株先 50 の取引が始まった。主要 50 銘柄で構成された株式パッケージの先物取引である。現在の株価指数先物取引とは形式的には異なるものの、実質的にはこれがわが国での株式先物取引のスタートだった。

もっとも、株先 50 が始まった当時、この取引に対する関心は必ずしも高いものとはいえなかった。大阪証券取引所をはじめ大阪大学など関係機関の努力があったものの、この取引に実際に参加するものは限られた。

制度的な問題もあり株券の先物取引とならざるを得ず、本格的な株価指数の先物取引ではないことが取引への参加を見送る理由とされた。たしかに、50 銘柄のパッケージを取引最終日に受け渡すことが前提という取引は、差金決済が前提の海外先物取引に比べて煩瑣なイメージは否めなかった。

また、当初は立会い取引であった点で、発注・約定、その確認にもかなりの時間がかかった。さらに、先物取引は株価の更新がきわめて頻繁に行われるにもかかわらず、これに対応するような株価端末（株価リアルタイムで更新・表示されるモニター）も普及していなかった。そして、なりより先物取引のメイン・プレーヤーになると期待されていた機関投資家サイドでは、この取引を行うための社内規定の整備すら滞っ

ている状況だった。

### <ヘッジのニーズ>

日本は、1985 年に世界最大の債権国となったが、同時に世界から日本の金融自由化や国際化が求められ、同年には債券先物取引が開始された。その一方で、国内の株式市場では機関投資家の売買が活発化しいわゆる機関化現象が強まると見られていた。そして、これが株式先物取引の導入への理論的な裏づけになっていた。それにもかかわらず、その恩恵にもっとも大きくあずかると見られていた機関投資家や金融機関の参加が遅れていた。

その理由は、株価は右肩上がりに上昇するという見方が強かったためではなかろうか。高度経済成長への記憶が残り、巨額の経常黒字を計上する世界最大の債権国であり、さらに「ジャパン・アズ・ナンバーワン」という本が話題になった時代 - 日本経済への自信が強まり始めた時代 - において、先物取引の根本的な機能である「ヘッジ」に対しては、資金運用の現場からのニーズは出にくい状況だった。

### <ターニング・ポイント>

1987 年 10 月、「ブラック・マンデー」が起こった。米国の株式相場の急落は、瞬間に世界に伝播して連鎖的な暴落をもたらした。仮に株先 50 に参加していたとしても、この暴落の影響をすべて防げたということにはならない。しかし、株価の暴落という事実は、少なくとも株式相場は下がらないという幻想から、市場参加者を覚醒させる大きな契機になったことだけは確かである。翌年 1988 年 9 月には大阪証券取引所では

日経 225 先物取引、そして東京証券取引所では TOPIX 先物取引が開始されたが、この教訓もあって機関投資家を含めた多くの投資家の活発な参入が見られた。株先 50 から始まった日本の株式先物取引は、時代の要請の高まりとともに名実ともに本格的な株式先物取引に成長していった。

#### <カウンター・パーティー>

ところで、日本に株式先物取引が導入された直接的な動機は、株式市場の機関化に備えてヘッジ手段を提供するというにあった。銘柄を選別することで個別株のリスクは回避できるとしても、マクロ経済的な要因などで市場全体が動くマーケット・リスクからは逃れられない。これを回避する機能が、株式先物取引の第一義とされた。

実際、1987 年 5 月の証券取引審議会の報告「証券先物市場の整備について」では、先物・オプション取引の経済的な意義について、リスク・ヘッジ手段の提供、新たな投資手段の提供、流通市場の安定と拡大、その他（価格発見機能）と列挙されている。ここでも、ヘッジの意義が最初に強調されている。

マーケットでは、景気や経済に関する情報だけでなく、政治、戦争、地震などのあらゆる情報を織り込んで価格が変動する。ただし、この株価の敏感な動きはヘッジャーの仕事ではない。多くの場合は、スベキュレーター（投機家）によるものである。株価材料と株価の動きを追いながら、その瞬間の株価を決めるのは投機家による売買である。そして、その中でヘッジの取引も吸収されていくという関係にある。したがって、株式先物市場の第一義を達成するた

めには、潤沢な投機資金を、そして活発に動く投機家を株式先物市場に呼び込まなければならない。

#### <投機の担い手>

個別株式の売買では、基本的には株式を長く保有して、その会社の成長にともなう利益を、値上がり益や配当の形で享受するということが目的とされる。すなわち「投資」である。これに対して、株式先物取引では、株価指数ないしは先物自体の上げ・下げへの思惑により、その先物を買いはあるいは売るのである。そこに見られるのは、売買益の獲得を目的とする「投機」である。

先物取引が先述の経済的な意義をまっとうするためには、この投機が活発に行われなければならないが、当初はだれがその投機の担い手になるかが問題だった。米国の先物市場ではローカルズといわれる個人投資家（投機家）の集団があり、これが投機を引き受けている。彼らが取引所内で活発な売買を行い、ヘッジが可能となる流動性を供給し、価格発見機能を発揮させている。これに対して、わが国では個人投資家の先物取引への知識が不足していたこともあり、当局は個人投資家の参入に対しては慎重な姿勢をとっていた。これを受けて、証券会社の株式先物取引の口座開設ルールは、実質的には富裕層以外の参入はできない仕組みになっていた。そうなると、日本の株式先物市場では、当初は証券会社のディーリング部門が投機の担い手となる外はなかった。

#### <個人投資家の登場>

1989 年の東西冷戦の終結、1990 年のバ

ブルの崩壊や湾岸危機、その後の内外の金融危機などマーケット・リスクに翻弄される時代を経て、株式先物取引はその存在感を高めていった。一方、市場参加者も先端の売買技術を少しずつ習得していった。そして、21世紀になると、先物取引市場にあらたな潮流が見られるようになった。新しい投機家が現れ、急速にシェアを拡大しているのである。それは個人投資家である。

表のように、先物取引の取引総数に対する個人投資家の取引数の比率は、2003年にはわずか0.8%に過ぎなかった。しかし、それから4年後の2006年には7.6%まで急拡大している。個人の取引数量は4年で17倍に膨らんだ。また、委託総数におけるシェアは、昨年は15.3%と明確に存在感を強めている。

先物の個人取引の推移（年間）

（単位 千枚）

	取引総数	個人取引	総数比	委託総数	委託比
2003年	25,320	212	0.8%	10,462	2.0%
2004年	27,647	452	1.6%	14,795	3.1%
2005年	33,952	1,372	4.0%	17,871	7.7%
2006年	47,214	3,603	7.6%	23,543	15.3%

個人投資家の取引といえは、投資が中心ではあるものの、その一方で景気や企業業績あるいは需給などへの見立てをベースに、売られ過ぎ、あるいは買われ過ぎの局面で売買を行う投機も行われている。そこでは、信用取引が利用される。しかし、現物株式市場ではともかく、先物市場では個人投資家の分が悪かった。証券会社のディーラーはマーケットを常時監視して、注文も即時に出せる。これに加えてヘッジャーや裁定取引業者などのプロも常にモニターしてい

るから、この市場において個人が利益をあげることは容易ではない。そうすると、個人は儲からないから参加しないというきわめてシンプルな結論に至る。

裏を返せば、個人投資家の参加が拡大している現状は、先物取引における個人投資家のパフォーマンスが向上し始めたということだろう。その背景は、2000年代に入ってから技術革新があげられる。インターネットの普及により、発注スピードが速くなり、情報の収集も容易になり、取引コストが小さくなった。加えて、さまざまな形態でのきめ細かな発注が可能になった。これで、少なくともディーラーとは遜色のない環境で売買ができるようになった。

#### < 売買技術の洗練化 >

さらに、個人投資家の売買技術が洗練されてきたことも、個人のパフォーマンスを高め、結果として株式先物取引への参加を積極化させる要因となった。インターネット売買の活発化で個人投資家の裾野は広がっているが、それは単に老若男女という意味だけでない。さまざまな分野の専門的な知識をもつ投資家が増えているということである。その中には、ディーラーやヘッジ・ファンドの手法を理解し、活用できる者もいる。

たとえば、テクニカル的な分析による売買が高度化している。インターネットにより多種多様なチャートが、リアルタイムの株価を反映する形で使えることにより、テクニカル分析に基づく売買も格段にレベルが上がっている。また、システム売買といわれる方法もある。過去の株価データを用いる点ではテクニカル分析と同様だが、こ

ここではそれを統計的に解析して、有効な売買手法を見つけ出そうというのである。すなわち、テクニカル分析のように相場の法則を見出そうというのではなく、相場を確率的に捉えようとするのである。さらには、自動発注という技術にも個人投資家の関心が高まっている。コンピュータが株価を常時監視して、特定のアルゴリズムにより売買タイミングをとらえて自動的に発注する。さらに、利益の確定もロスカットも自動的にPCが行うというものである。

#### < リスクの管理 >

このように、インターネットでのリアルタイムの発注、情報収集、コストの低減、さらには売買技術の向上が、パフォーマンスの改善ないしは改善への期待につながり、先物市場にトライする個人投資家の数を増加させている。もっとも、個人の先物売買をまったくの手放しで評価することにも問題があろう。先物取引の売買手法などに有効なものが多いことは認めるが、仮にかならず儲かる方法があるという幻影が取引参加への誘引になっているならば危険である。投機のリターンはリスクをとることでは得られないからである。

すなわち、リスクを無視してリターンばかりを追い求めれば直ちに破綻する。逆に、リスクを恐れてばかりいては、リターンが得られずやがて資金を失う。株式先物取引は、リスクと真剣に向かい合わなければならない。そこではリスクをとらないのではなく、とるべきリスクの量をきちんと決めることが重要である。しかも、相場がもっとも厳しい局面でも、それが大きな痛手にならないような管理が必要である。それは

すなわち、保有する資産に対して小さな割合を先物取引に当てるといふ慎重な姿勢が求められるということである。また、関係者は、市場参加者がこういった考え方を見失わないように注意深く見守る必要があろう。なお、この観点からは、建て玉が過大にならないよう、miniの活用などの有効性を個人投資家に啓蒙することも大事だろう。

#### < 先物取引の新たな時代 >

とはいえ、このような個人投資家の大きな変化にともない、先物市場の担い手が緩やかに交代していくことは、先物市場の発展のためには望ましいことといえる。これまでの偏った投機家 - 証券会社のディーラー中心では、その同質性ゆえに同じ行動に陥りやすく、市場のヘッジ機能や価格発見機能などが損なわれる可能性も残る。むしろ、価値観の多様な個人の売買が市場への影響を強めることによって、そういった弊害が回避され、一段と先物市場の経済的な価値が高まることになるだろう。

もちろん、むやみに個人投資家の参入を促すことは、先物取引が投機をベースにするだけに慎むべきだろう。それでも、関係者はそれぞれの立場で、個人に向けて、投資技術やリスク管理手法などを含めた知識の啓蒙と、また他の市場参加者に比べて不利益にならないようなインフラの整備を地道に続けていく必要がある。その中で、先物取引での個人の存在感が一層高まるなら、それは当の個人を含め先物市場の参加者のすべてに大きな利益を与えることになる。

機関化現象ならぬ先物取引の個人化現象が進むとすれば、それは日本の資本市場を発展させる大きな契機になるはずだ。