

解 説

求められる「先物悪玉論」 的思考からの脱却

野村総合研究所 資本市場研究室長
(大証コンプライアンス・コミッティ委員)
大崎 貞和

デリバティブは賭博にあらず

巨額の資金を動かし、大きな利益を上げようとする金融取引は、実際に携わっている人達以外には、なかなか理解されにくいものようである。しばしば、「濡れ手に粟」の利益を貪っていると、「一攫千金」を狙うものとみなされ、「額に汗する」肉体労働や「モノ作り」をする製造業とは異なる「虚業」だとして批判されることになる。

とりわけ、先物やオプションに代表される派生商品(デリバティブ)に対する誤解と偏見は根強い。デリバティブの取引では、想定元本の価格変動分に相当する資金のやり取りをする差金決済が一般的に行われる。このことが、「投機的」であるとされ、時には賭博と同一視されたりする。これは、決してわが国だけに限った話ではなく、諸外国、例えばイギリスやドイツにもみられた現象である。

ちなみに、「投機」という語には、決して好ましいことではないという否定的な響きがあるが、その語義を辞書で引いてみると「損失の危険を冒しながら大きな利益をねらってする行為」とか「市価の変動を予想して、その差益を得るために行う売買取引」などと説明されている(『広辞苑』)。

つまり、将来の価格変動を予想して取引するという行為そのものが、否定的にみられているわけである。しかし、製造業であっても、将来の価格変動を予想して、より大きな利益が得られるように生産量を調整するのは当然のことである。モノの生産を伴わないというだけで、将来予想に基づく取引が価値的に低いものとされるのは、やや不思議である。

しかも、デリバティブの取引は、たとえ投機的な側面を有するとしても、株式や債券などの金融商品であると

か、金属、石油、穀物等の商品などの現物取引に伴うリスクをヘッジすることを可能にしたり、現物市場の厚みを増すといった重要な経済的機能を果たしている。参加者の間で資金のやり取りがなされるだけで、他の経済活動に影響を与えない純然たる賭博とは全く異なるものである。残念ながら、このことが広く理解されているとは言い難い。

先物取引中心だった戦前の株式市場

実は、わが国は、世界に先駆けて組織化されたデリバティブの市場を開設したという歴史を有する。1730年に始まった大阪の堂島米会所における帳合米取引は、純然たる差金決済取引であり、正米価格をリードし、相場安定の機能を果たしたと言われる。近代先物取引の嚆矢とされるシカゴ商品先物市場の誕生よりも100年以上前のことである。

もっとも、このことは、明治以降の近代証券市場の発展にとって必ずしも好ましい影響を及ぼさなかったようである。

米取引の伝統を受け継いだ証券業者は、事実上の先物取引である限月三カ月という長期清算取引に自らのノウハウを活かそうとした。ところが、わが国では、産業金融の主役は銀行であり、株式発行による資金調達はそのほど拡大しなかった。投資家の裾野も広がらず、株式流通市場の中心は証券業者による自己売買であった。江戸時代の米の先物取引が、人々の主食であり価値尺度としても広く使われていた現物米の流通という裏付けを有していたのに対し、戦前の株式市場における清算取引は、ともすれば、現物市場の存在を欠いた先物取引となりがちであった。

これに拍車をかけたのが、当時の取引所の仕組みであった。戦前の証券取引所は、株式会社組織をとり、自らの株式を上場していた。その結果、市場全体の発展よりも取引所自身の利益拡大を意識して、「当所株」と呼ばれた取引所株式の投機的取引を過熱させる方向に向かってしまったのである。

現在の証券取引所は、システム投資のための資金調達や内外取引所との連携戦略の展開といった必要性から、会員組織から株式会社組織への転換を遂げている。株式会社と言っても、同時に証券取引法上の自主規制機関であるということもあり、単純に短期的な利益拡大を追及して市場の機能を損なうような恐れは小さい。とはいえ、最近まで証取法が株式会社組織の証券取引所を認めてい

なかった背景には、こうした過去の歴史に対する苦い思いがあったことも否定できない。

長くタブー視された先物取引

戦前期の株式市場のあり方は、当時から、監督当局や学識者によって、本来期待されるような経済的機能を十分に果たしていない投機的取引の場であるとして強く批判されていた。このため、度々、実物取引振興策が試みられたが、真に効を奏することはなかった。投資家層の多様化や、流通市場における時価に基づく株式資金調達といったことがないまま、表面的に市場の構造だけを変えようとしても難しかったということだろう。

いずれにせよ、現物取引なしの先物取引という姿は、株式取引の先進国であった米国の目からも異様に見えたようである。戦後の取引所再開にあたって、当時の占領軍最高司令部(GHQ)は、「取引所三原則」の一つとして「先物取引の禁止」を指示し、清算取引を否定したのである。

GHQの経済政策スタッフにはルーズベルト政権の下で推進された「ニューディール」政策の信奉者が多かった。そして、証券市場政策における「ニューディール」は、1920年代の相場過熱と不正の横行が大恐慌につながったという反省の上に立つ「1933年証券法」や「1934年証券取引所法」の制定、証券取引委員会(SEC)の設置など、一連の規制強化であった。投機色の強い清算取引が目敵とされたのはやむを得なかった。

実は、米国で本格的な株式デリバティブ取引が始まったのは、個別株オプションが上場された1973年のことである。清算取引禁止の背景には、株式のデリバティブ取引という形態そのものに対する無理解もあったかも知れない。

背景や経緯が何であったにせよ、わが国を降伏させた最高権威による指示はあまりにも大きな意味を持った。戦後のわが国株式市場は、先物取引を罪悪視するところからスタートしたのである。

一方、証券業者の側では、戦前の経験へのこだわりが捨てられず、取引の規模を拡大するという単純な意味での市場振興策として、清算取引の復活をしばしば訴えた。結局、1951年には、業界の主張を部分的に取り入れる形で、市場の厚みを増す「仮需給」を導入すると名目の下に信用取引制度が創設された。信用取引自体は、決して非難されるべきものではないが、当時の証券界に企業の資金調達手段としての株式とその機能を支えるものと

しての流通市場の意義に対する深い理解があったかどうかは疑問である。導入の経緯から、信用取引が、いたずらに投機的な性格を有するものとみなされがちになってしまったことは残念である。

株式先物取引の解禁と「悪玉論」の登場

皮肉なことに、わが国での先物取引解禁は、かつて先物取引の禁止を命じた当の米国からの要請で実現することになった。すなわち、1983年に始まった「日米円ドル委員会」において、わが国金融市場の自由化や制度改革が要求される中で、債券先物市場の創設が検討の対象となったのである。国債の大量発行が始まり、国債への投資家が利用できるリスク・ヘッジの場がないことが、外国人投資家の立場からも問題視されたのである。債券先物取引は、1985年、東京証券取引所で開始された。

これに対して、株式の先物取引は、戦前の経験もあって債券先物よりも「投機的」で慎重に検討すべきものとの意見が強かった。既に欧米では、機関投資家による株式投資の拡大を背景に、株価指数先物取引が開始されていたが、わが国では、「株価指数は証取法にいう有価証券ではない」といった技術的な論点が強調され、議論が長引いた。1987年6月から大阪証券取引所で取引された「株先50」は、こうした論議を背景に、限られた銘柄数の現物株式の組み合わせで市場ポートフォリオのリスク・ヘッジを可能にする革新的な商品であった。

その後、証取法が改正され、ようやく1988年9月から、東証と大証で本格的な株価指数先物取引が開始されることになった。ところが、生まれたばかりの株式先物市場にとって不幸なことに、取引が始まって一年余が過ぎた90年初めから株価の下落が続いた。バブルが崩壊したのである。この結果、いわゆる「先物悪玉論」が展開され、順調に拡大していた先物市場の成長に水が差されることになってしまった。

先物悪玉論とは、要約すれば「現物市場における株価の下落が先物市場によって増幅されている」という主張である。その根拠として、「先物市場の規模が大きすぎて現物取引に向かうべき資金が流れていない」とか、「現物と先物の裁定取引が株価急落を引き起こす」といったさまざまな議論が展開された。

1990年当時の市場は、現物取引がほとんど行われないうちで、「当所株」の先物取引ばかりが盛んであった戦前の株式市場とは大きく異なっていた。確かに、取引が始まったばかりの日経225株価指数先物が、短期間で世界最大

の取引規模になったことは注目に値する。とはいえ、当時、東京証券取引所の時価総額がニューヨーク証券取引所を上回って世界最大になるなど、わが国株式市場の規模そのものが、「バブル」状態とはいえ、大いに拡大していたことを考えれば、先物市場だけが異常であったとは断定できないだろう。

先物悪玉論の帰結

先物悪玉論に対しては、日経225株価指数先物を上場する大阪証券取引所を中心に、様々な反論も展開された。しかし、「現物市場の株価が重要」との声にかき消され、1990年8月以降、先物取引委託証拠金率の引き上げや気配更新値幅の縮小など数次にわたる規制措置が実施された。また、1992年3月には、先物取引に関する委託手数料や取引所会費が二倍に引き上げられた。

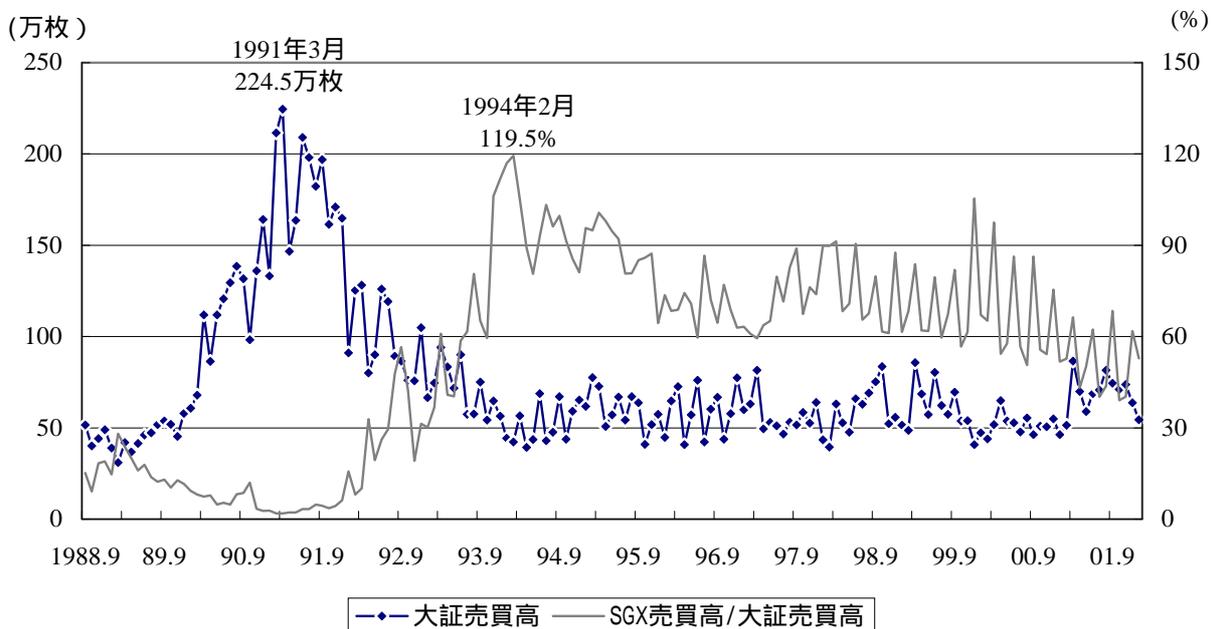
ところが、こうした規制強化は、株価の上昇にはつながらなかった。後講釈に過ぎないが、当時の株価が経済のファンダメンタルズからかい離れたバブルの状態にあ

った以上、少々のことで株価の下落に歯止めがかからなかったのは当然とも言える。

しかし、このことは、新たな悪玉論の台頭につながり、今度は日経225株価指数の作成方法が槍玉に挙げられることになった。単純平均をとるという計算方法が、時価総額の小さい銘柄の株価下落を過度に反映し、市場心理に悪影響を及ぼすといった批判が展開されたのである。この見解は、1992年12月に発表された大蔵省(当時)の「先物取引の在り方について」でも是認され、新たに加重平均型の日経300指数が考案されることになった。その後、300指数が、長年市場関係者に親しまれた225指数のようには定着せず、関連商品の取引高も伸び悩んでいるのは周知の通りである。

先物悪玉論を背景とする規制強化は、株価の上昇にはつながらなかったが、一つの明確な「効果」を生んだ。すなわち、大阪証券取引所における日経225株価指数先物の出来高は、1991年3月をピークに減少し、代わって、シンガポール国際金融取引所(SIMEX、現SGX)での同先物の出来高が急増したのである(図参照)。

日経225平均先物売買高の推移



(注) 1.大証は1枚1,000円、SGXは1枚500円。 2.1999年11月までのSGXの売買高はSIMEXの値。

皮肉なことに、この現象は、数年を経た1994年頃には、ロンドン証券取引所における日本株売買の拡大や東京証券取引所外国部における上場企業数の減少と並んで、日本市場の競争力低下を示す「空洞化」だとして問題視さ

れることになった。実際には、もともと、活発な取引をやめさせるために規制を導入したのだから、所期の成果が上がっただけのことだったのだが。

結局、先物悪玉論は、大証の先物取引の場としての地

位を低下させ、シンガポール市場の成長を助けるという帰結をもたらした。空洞化論を受けて遅まきながら規制の緩和が図られたが、市場はかつての勢いを取り戻すには至っていない。

空売り規制論議に表れた先物悪玉論的思考

2002年に入って、今度は「株式市場における空売りが株価を押し下げているから規制せよ」との議論が沸き起こった。空売りも先物取引の一種だから、これも先物悪玉論の同工異曲と言えよう。3月末の株価水準次第では銀行等の決算が危機的な内容になるという「三月危機」説が叫ばれ、一部の投機家が空売りを利用して相場の売り崩しを図っているとの見方が広がる中で、「株価対策」が求められたのである。これを受けて、空売り規制の見直しや規制に違反した証券会社に対する相次ぐ行政処分などの措置が矢継ぎ早に打ち出された。

もちろん、空売りを悪用した相場操縦や作為的相場形成を取り締まるのは当然である。外資系証券会社に対する処分件数が多かったことから「外資狙い撃ち」といった声もあったが、違反は違反であり、とうてい的を得た批判とは思われない。しかし、空売りは株価の下落につながるから抑制されるべきだという見方は疑問である。

ちなみに、当局は、空売り規制の強化は、米国市場並みに規制の水準を合わせただけであり、規制見直し自体、決して空売りを敵視したものではなく、多くの規制違反が発見されたことを重く見た結果だとしている。

しかしながら、規制の内容を細かく見ると、VWAP(時価総額加重平均価格)取引のポジション・ヘッジのための売り注文など米国では自由とされている注文が空売り規制の対象とされるなど、規制が米国並みであるという理解は正確ではない。また、純粋に違反が多いことに起因した規制強化であれば、「新たな規制に対応するための

システム変更が間に合わない」といった市場関係者の指摘を無視してまで実施を急ぐ必要はなかったのではなかろうか。やはり、今回の空売り規制をめぐる一連の動きの中で、できるだけ売りを抑制したいという気持ちが働いていたことは否定できないように思われる。

しかし、考えてみれば、買いだけの市場、売りだけの市場というのはあり得ない。空売りにしても、買いポジションに対するリスク・ヘッジや相場下落の見通しを持った投資家による利潤の獲得を目的とした売り手口だが、いずれにしても、あとで買い戻すのが前提である。

空売りを含めた先物取引を過度に規制すれば、売りも買いも手口が減り、売買が成立しにくくなる。現物株の流動性が低下すれば、現物の市場機能ばかりではなく、先物のリスク・ヘッジ機能もうまく働かなくなる。そもそも、リスク・ヘッジが成り立つのは、利潤動機に基づいてリスクをテイクする相手がいるからである。リスク・テイクを道徳的に非難されるべき「投機」と決めつけ、敵視するのであれば、リスク・ヘッジの場も失われるという、いわば角を矯めて牛を殺す結果に終わる。

本来、先物取引の有無は株価そのものとはあまり関係がない。あくまでも株価は発行企業の収益力やマクロ経済の動向によって決まるものである。空売りや先物取引を規制しても、株価が上昇するという保証はない。むしろ、一方向の取引を抑制しようとするような介入方法は、監督当局に対する市場参加者の不信感を招くだけである。

1990年の先物悪玉論、2002年の空売り規制に共通しているのは、市場における自由な取引で決まるべき株価をコントロールしようとする志向であり、将来の見通しに基づいた売買をして儲けるという当たり前のことを罪悪視する考え方であると言ってもよい。このような思考様式から脱却できない限り、わが国における資本市場の発展はあり得ないのではなかろうか。