

個別株先物取引と信用取引

一上季代司

1 はじめに

アメリカでは個別株先物取引 (single stock future transaction) は「シャド・ジョンソン協定」により禁止の対象 (一九八二年先物取引法) とされてきたが、昨年末に「商品先物取引近代化法」が成立、正式に解禁が決まった。これにより、今年の八月から機関投資家に、一二月からは個人投資家にも個別株先物取引が認められることとなった。こうした規制緩和を受けて、アメリカを始め各国の取引所は米国株の先物取引開設に向けて大きく動き始めている。最初に動いたのは、イギリスのLIEFFEである。今年一月にはマイクロソフト、インテル、シテイグループなど米国株七銘柄を含む二五銘柄の個別株先物取引を上場した。三月には米店頭市場のNASDAQがLIEFFEのシステムと接続して世界的規模での個別株先物取引を展開することで提携の合意が成立した。

続いてアメリカ国内では五月に、株価指数先物取引最大手のCME、個別株オプション取引最大手のCBOE (シカゴ・オプション取引所) のほかCBOT (シカゴ先物取引所) も参加して個別株先物の専用取引所を設立することで合意した。三つの取引所の会員がシステムを通じて売買注文を流し、電子的に取引する仕組みとされる。この三社連合に、CHX (シカゴ証券取引所) も参加を検討中とのことである。このほか、大手ECN (電子取引ネットワーク) のアーキペラーゴやAMEX (アメリカン証券取引所) も準備を始めているようである。

とりわけシカゴのCMEとCBOTは互いにライバルとして新商品上場でしを削ってきただけに一転、共同

事業を始めるという動きは意外感をもって受け止められた。それだけ、個別株先物取引に対する取り組みが生半可なものではないということである。アメリカの各取引所がこのように個別株先物取引の解禁に大きな期待を抱く背景としては、世界的規模での市場間競争が激化していること（長年、デリバティブ取引世界一の座を誇ってきたシカゴ勢はスイス・ドイツ連合のユーレックスにその座を脅かされている）、個別株先物が今世紀最大の先物商品といわれているからである。

ところで、わが国証券取引法にはアメリカの「シャド・ジョンソン協定」のような個別株先物取引を禁止している条項はない。しかし市場関係者の間では「信用取引」との競合を懸念する向きがあるようである。振り返ってみれば、昭和二〇年代半ば、仮需給導入の手段として、わが国証券界は信用取引導入派と先物取引復活派とに真二つに割れ、前者が勝つて昭和二六年、信用取引制度が創設されたという歴史的経緯がある。そこで以下では、個別株先物取引が信用取引といかなる意味で競合しているのか、その関係を簡単に整理してみた。

2 論点

最初に信用取引と個別株先物取引との競合が懸念されるという場合の論点、検討の視角を明確にしておく必要がある。

第一は流動性、価格形成上の観点である。信用取引は約定段階では「普通取引」（四日目決済）として執行され、現物取引と区別されることはない。一体となって市場流動性を構成し、価格形成に参加するのである。従って、個別株先物取引の創設により仮需給が信用取引から先物取引にシフトするのかもしれないのか、仮にシフトした場合に、その現物市場における流動性、価格形成上の問題点を明らかにする必要がある。

第二は、市場間競争の観点である。信用取引の「信用」たる所以は、ブローカーが顧客に信用を供与する（融資、貸株）点に着目しているからである。すなわち、ブローカーにとって信用取引は固有のビジネスチャンスを構成している。さらに、信用取引は証券取引所内では現物取引と同様に執行・決済されるので、その執行・決済機能を提供する証券取引所にとってもビジネスチャンスを構成する。従って、信用取引が個別株先物取引と競合し、信用取引のビジネスが後者に吸収される否かという問題は、個別株先物取引の市場運営者とブローカーあるいは信用取引の市場運営者との競争関係をどう評価するかという問題に帰着するのである。

3 市場流動性、価格形成の観点

まず前者から見よう。信用取引は、約定段階では現物取引と区別されることなくこれと一体となって執行される。というより、取引所市場では信用取引であるか否かは区別されず、すべて「普通取引」（四日目決済）として執行・決済されるのである。これに対して、個別株先物取引は、現物取引（及びこれと一体となって執行される信用取引）とは別個に執行・決済される、すなわち別の市場である。したがって、個別株先物取引が創設された場合の信用取引に与える流動性、価格形成上の影響は、信用取引だけ採りあげても意味はなく、これと一体となった現物取引の流動性、価格形成に与える影響として検討しなければならない。

（1）信用取引の機能

信用取引はブローカーが信用を供与することにより顧客の資力以上の取引を可能にするので、レバレッジが働きやすく仮需給の導入が可能な取引である。それは現物取引と一体となって約定・執行されるため、現物取引に

対して直接、仮需給が投合される効果をもち、そのことを通じて現物価格の継続性と安定性が維持され、現物株式の円滑な流通と公正な価格形成に資すると期待されるのである。

他方、過当投機や不正取引に対する措置としては、信用取引が外部からの信用に依存していること（顧客会員業者 証券金融会社あるいは金融市場等）⁽²⁾、また現物取引との一体的な管理体制が可能であることから、比較的、監視しやすい、措置が施しやすいといえよつ。

(2) 個別株先物取引の機能

これに対し、個別株先物取引は現物取引とは別個に約定・執行される別の市場である。それは原資産取引に対して多様なリスク・リターン特性を提供する。信用取引はレバレッジが大きい分、ハイリスク・ハイリターンとなるが、そのリスク・リターン特性は基本的には現物取引のそれと異なるものではない。

これに対して、浅野幸弘⁽³⁾は以下のようにいう。先物取引は全体としてはゼロサムゲーム（損益ゼロ）であり、ハイリスクに見合つたりリターンが得られないように見える。しかし実際には、先物取引のあるものは期待収益がプラスである一方、他のものはマイナスになっており、マイナスとなるような取引は現物の株式ポートフォリオではリスク低減となっているのである。具体的にいえば、現物ポートフォリオの保有者が先物でヘッジすると、先物を含めた保有ポートフォリオは低リスク・低リターンとなる。そのカウンターパートにはハイリスク、ハイリターンとなるものがおり、それがスペキュレーターなのである。このように、先物取引の機能は現物取引のリスクを再配分するということにある。（こつした因果関係はオプションの場合により明確である。オプションの買いによってリスクが回避できる代わりにプレミアム分だけリターンが低下することが誰にもわかるからで

ある。

効率的な先物市場が創設されれば、現物と先物とのさまざまな複合的組み合わせや投資技法によりリスク再配分を低コストで広範囲かつ容易に行われるようになる。その国民経済的意義はよりリスク負担能力の高い人によりリスクが適切に配分されることで国民経済全体のリスク負担能力が高まるという点にあるのであって、これは信用取引によっては得られないであろう。

(3) 個別株先物取引と現物市場の流動性、価格形成

このように信用取引と個別株先物取引とはその機能において根本的な違いがあるのだが、にもかかわらず両者が競合すると考えられているのは、どちらも個別株ベースでレバレッジの高い取引（すなわちスベキュレーション）を可能にする「投機信用」であるからである。このように顧客が利用する投機信用という観点から見ると、個別株先物取引は信用取引と比べていくつかの利点があることが指摘できる。

まず、先物取引は取引者相互に与える内部信用であるため、⁽⁴⁾信用取引のように外部から融資資金や貸株を調達する必要がなく信用にかかるコストが低いことである。第二に「空売り」が比較的容易にできる。このようにみると、投機的取引が信用取引から個別株先物にシフトする可能性があるわけである。その場合、現物取引の市場流動性、価格形成はどのような影響を受けるのであろうか。

まず、信用取引から個別株先物に取引がシフトすれば、その限りでは現物市場の流動性が減じ、継続的な価格形成機能が損なわれるようにみえる。しかし先物市場は現物市場と一定の価格関係を保っており、その価格関係は裁定取引を通じて維持・確保され、かつまたそのことを条件にしてヘッジ取引が可能になるという関係にある。

個別株先物取引の創設により、裁定取引という新たな需給要因、ならびにヘッジ手段の充実にディーラーによる実質的なマーケットメイキングの取引が現物市場に加わる可能性、最後に潜在的な現物取引ニーズがヘッジ手段の充実によって顕在化し新たにそれが需給に加わる可能性がでてくることになる。つまり現物市場において、信用取引に代表される仮需給に代わって異なる質の市場流動性が加わり、異なった経路での価格形成要因が加わるだけであろう。

ただし、市場管理の観点から言えば、信用取引とは違って、現物市場と異なる市場運営者が担当する可能性があり、その場合には、情報開示、不正取引の防止等の観点から両市場の運営者間の緊密な協調と平仄のあった監視体制が不可欠であることはいうまでもない。市場管理もまた異なる体制が要請されるわけである。もっとも、そうした新しい管理体制作りは、すでに個別株オプションの創設により経験済みであり、懸念することは無いのではないか。

(4) 信用取引は個別株先物取引にシフトするか

では、個別株先物市場が創設された暁には、実際にどの程度信用取引がそこへ吸収されると考えられるのか。信用取引の利用者は主として個人投資家であるが、現行税制上の理由から、個人投資家による取引シフトの可能性はきわめて小さいと考えられる。信用取引によるキャピタルゲインは分離課税が可能であるが、個別株先物取引の場合は雑所得として総合課税の対象とされる。個人投資家サイドからすると税率や手続きの面で個別株先物取引を手がける人は多くないと見られる。

事実、商品設計から見て個人投資家のニーズにマッチしていると思われる個別株オプションの取引がわが国で

は極めて停滞しているが、その第一の理由が税制にあるとの指摘もある⁽⁵⁾。従って個別株先物市場が創設されても、個人投資家のシフトは現状では極めて限定的であり、当面の市場利用者は持合い株解消売りニーズの強い法人機関投資家、証券会社ディーラーということになるのではないか。

4 ビッグバンと市場間競争

このように個別株先物市場が創設されても、現行では信用取引からのシフトは今のところ限定的と考えられるが、信用取引との競争を懸念する向きには市場流動性、価格形成上の観点とは異なるものが潜んでいる。すなわち競争の観点である。次にそれを見よう。

(1) ブローカーと信用取引

信用取引における「信用関係」、「債権債務関係」（融資、貸株）は顧客と受注先ブローカー会員業者との間に存在する。この信用関係の大きさは証券金融会社との貸借取引や外部の金融市場へのアクセスの容易さに左右される。すなわち信用力の大きい証券会社ほど信用取引は供与しやすくなり、そのビジネスチャンスも大きくなるため、信用取引は個別株先物と比べ証券業者間の集中促進要因として働きやすい。また外部信用に依存しているということは規制当局から見れば投機を抑制しやすいうようにもみえる。こうした効果は資金不足の時代により一層あてはまることはいうまでもない。昭和二〇年代後半の先物取引復活運動における利害関係は規制当局（関東）対自由主義派（関西）、大証券対中小証券という構図であった。すなわち先物取引復活派は、投機抑制手段をもちたい政府・日銀および銀行融資や投資信託を通じて豊富な資金を持つ大手証券により「過当投機抑制」の名目

で葬り去られたのであった。⁽⁶⁾

しかし、時代は変わった。構造的な金余り時代を迎え、かつてのような外部からする資金供給調節は投機抑制という点ではとんど効き目がなくなっているのである。さらに信用取引供与の最大手は中小証券であつて証券業者間の集中促進手段という意味も全く消失している。今や利害関係、競争関係において考慮すべきは、個別株先物取引の市場運営者と信用取引供与者であるブローカー会員業者との競争をどう評価するか、という問題に変わっているのである。

(2) 証券取引所と信用取引

また、しばしば言及したように信用取引は現物取引と一体となつて執行され、決済される。加えて、いわゆる「制度信用取引」では、ブローカー会員業者が信用取引供与に必要な資金、株券を調達するため証券金融会社と貸借取引を行う場合があるが、その決済をも証券取引所の清算機構を利用することになっている。信用取引はその執行および決済機能を提供・運営している証券取引所にとつてもビジネスチャンスを生んでいるのである。したがつて、個別株先物市場を創設すれば、信用取引に絡むビジネスチャンスを奪われるのではないか、という懸念をつむことにもなる。

(3) ビッグバンと市場間競争

しかし、上記のような懸念は、いわゆる「ビッグバン」の理念とは相容れない守旧的な考え方である。ビッグバンは市場間競争を容認にし、むしろそれを促進する措置を盛り込んでいる。証券取引所間においても「テリト

「⁷⁾リー制」が撤廃され上場会社獲得競争が本格化している。各種市場の創設を通じた取引誘致競争も活発である。証券取引所間の競争はすでに始まっている。市場間競争によって生じるかもしれない市場の分裂に対しては情報通信手段を利用した情報の統合によりその悪影響は除去可能である、というのが市場のコンセンサスになっている。

他方、取引所間競争のみならず、証券取引所と会員ブローカーとの競争も容認されている。取引所集中義務の撤廃やPTSの解禁は多様な執行手段を容認することで投資家の多様な執行ニーズに応えようとするものである。これは会員業者による多様なやり方での店内執行を解禁するものであり、会員業者と証券取引所との利害対立も公然と容認されているのである。証券取引所の多様なガバナンス構造の容認（会員組織から株式会社組織へ）はその延長上にあると解すべきであろう。株式会社組織の証券取引所のガバナンスは理論的には株主の側にあり、会員業者（正確には取引参加者）の利害から離れるのである。

いずれにせよ、投資家ニーズのあるところにビジネスチャンスがある。そう考える証券会社なり、証券取引所が、多様なサービスを展開し、市場全体としての質を高めることが肝要である。個別株先物取引導入に関して法はこれを禁止していない。加えて、信用取引との競合を懸念する理由も根拠薄弱である。とすれば、これを導入する障害は無い、と考えるべきだろう。

注

(1) この間の経緯については、差し当たり、東京証券業協会『証券外史』一九七一年一〇月、一五九ページ以下を参照。

(2) 顧客は会員業者から信用を受けるが、会員業者はまたその融資資金（あるいは貸付株券）を証券金融会社あるいは外

部の金融市場、貸株市場から調達する。

(3) 浅野幸弘「先物市場は本来の機能を發揮したか」、『インベストメント』四七巻五号、一九九四年一〇月。同論文は、株価指数先物取引について述べたものであるが、基本的には、個別株先物取引についても妥当する。

(4) 買い手は売り手に対して買い付け代金を猶予してもらっている一方、売り手は買い手に対して売りつけ株式の引渡しを猶予してもらっている。

(5) 岩谷賢伸「低迷するわが国株式オプション市場の現状と問題点」野村総研『資本市場クォーター』、四巻三号、二〇〇一年冬号。他方、個別株オプションと実質的にはリスクリターン特性が全く同様の「カバードワラント」が税制上は同じく総合課税であるにもかかわらず、主としてオンライン取引を通じて個人投資家に広く受け入れられている。従って、個別株オプションが個人投資家に受け入れられていない理由について、税制だけではなくその商品性、証券会社の営業姿勢等について再考する必要がある。

(6) 川合一郎『株式価格形成の理論』(同著作集第三巻、一九八一年)、一五六ページ。

(7) テリトリイ制とは、例えば関東の企業は東証に、関西の企業は大証に上場するということのように証券取引所間で上場を調整しあう紳士協定である。

() にかみ きよし・主任研究員