

「株先五〇」三〇周年を迎えて

「清算取引復活運動はなぜ挫折し、「株先五〇」開設はなぜ成功したか」

一上季代司

戦後⁽¹⁾はじめての株式先物取引が開設されてから、今年は満三〇年になる。一九八七年六月九日、旧大阪証券取引所（現、大阪取引所、以下、大証と略）は「株先五〇」の市場を開設し、売買取引が始まった。「株先五〇」は代表的な現物株式五〇銘柄をパッケージにして、三月、六月、九月、一二月の各一五日を受渡し期日とする先物取引であり、最長一年三か月で常に五本の限月取引が並行して行われた。受渡し期日前に反対売買すれば差金決済も可能であるという意味では「清算取引」⁽²⁾でもある。

日経二二五先物をはじめ、現在、主流となっている株価指数を対象とした先物取引とは異なって、受渡し期日までに反対売買で残高を手仕舞っていないければ五〇銘柄を揃えて受渡す必要がある（現物決済）。受渡し事務の上では煩雑なのだが、当時の法律（旧証券取引法）の枠内で指数先物と同様の機能と効果を持つ先物取引を始めるように思えば、この方法しかなかったと考えられる。

「株先五〇」によって、戦後は禁止状態となっていた株式先物取引への道が開かれ、翌一九八八年の法改正⁽³⁾によって現在の株価指数先物取引（日経二二五先物およびTOPIX先物）が開始されるのである。そういう意味で「株先五〇」は先駆的な役割を果たしたといえよう。

ところで、戦後、株式先物取引を復活させようという動きが無かったわけではない。取引所再開一年後の一九五〇年春には、早くも大阪の中小証券を中心に「清算取引復活運動」が始まっている。この復活運動は翌五一年秋にいったん終息するが、一九五四年初から再度、燃え盛り、翌五五年秋には取引要綱の業界統一案まで策定されるのだが、再び頓挫し、以後、株式先物取引の復活は「株先五〇」の出現まで待たねばならなかった。

それではなぜ、戦後間もない時期の株式先物取引を復活させようという運動は挫折し、一九八〇年代半ばになつてようやく実現したのだろうか。「株先五〇」三〇周年を迎えるにあたり、戦後の株式先物取引復活の経緯を振り返りかえてみたいと思う。

1 取引所再開後の第一期清算取引復活運動

戦前、すでに高度に発展した株式先物市場を持つていたわが国において、戦後、これを禁止してきた理由は、当時のわが国を支配していたGHQ（占領軍）が証券取引所再開の条件として先物取引禁止を挙げたからである。⁽⁴⁾

ところが、再開後数カ月経過した一九四九年秋ごろから市況は極度に悪化した。財閥解体にともなう財閥保有株の放出と企業再建整備増資が重なって株式供給が過剰となったためである。そこで、市況対策として証券保有機関の設置や証券金融の要望と並んで、翌一九五〇年春に清算取引復活の要望が出されたのである。中心は大証の会員業者であった（大証会員有志清算取引期成委員会の意見「株式長期清算取引仕法の実現を要望す」一九五〇年十一月六日）。

大証会員有志は、信用取引では資金と貸株が必要であるが、当時は極度の資金ひっ迫状況であり貸株市場も未整備であることから清算取引復活を要望したのであった。清算取引は、資金や現物株の量的制約から離れて取引

可能であり、市況対策として、出来高を増やし流動性を高める即効性があると考えたのであろう。

これに対し、当時の行政当局であった「証券取引委員会」は清算取引とレギュラーウェイ（現在の信用取引）を比較しつつ、比較表の中で、清算取引はとかく過当投機に流れやすく投資家大衆に近寄りがたいものとなり、戦後ようやく培った証券民主化、長期産業資金調達の基盤を弱体化させる恐れがあると指摘している。どちらに優位性があるとは断定していないが、文脈から見てレギュラーウェイ優先の意見を表明したことは明らかであった（証券取引委員会「レギュラーウェイと清算取引の比較」同年二月一日）。

実物取引のみでは流動性を維持できず、「仮需給」を導入する必要があるという認識は共有されていた。しかし仮需給導入の方法として、一方は清算取引、他方は信用取引を主張して関係者は二分されていたのである。

そして、この中で肝心の証券界自体が割れていた。当時の東京証券取引所首脳部は、仮需給の対策として信用取引を強く主張し、清算取引復活には明確に反対していたからである。

翌一九五一年六月、証取法が改正されて信用取引制度が発足する⁽⁵⁾。また、前年の朝鮮戦争勃発によって朝鮮特需がおこり、これに伴って市況は回復していく。これとともに復活運動はいったん終息するのである。

2 第二期復活運動

ところが一九五三年三月、スターリン死去の報が届き、これによって朝鮮戦争が終結して朝鮮特需がなくなるとの連想から、株価が暴落、その後市況は低迷していく。それと並行して、翌年一月から再び名古屋以西の各証券取引所を中心に復活運動が高まっていたのであった。一〇月には東証のストライキ事件をきっかけに清算取引復活反対派の首脳部が退陣し、賛成派に交代する。この結果、証券界は清算取引復活でほぼまとまるのである。

かくして、一九五五年には、「定期取引要綱」の大証案（二月二五日）、東証案（五月三〇日）が公表される。ところが、七月六日、東証の会員懇談会が「定期取引実施に係る取引所正会員の営業種目区分案」を公表する。この文書には、東証正会員を二種類に分け、引受業務や投信委託業務⁶を行う会員業者は定期取引を行えないこととし、正会員の増枠は認めない、としたのである。この案が通ると、引受業務を行っていた五〇社、投信委託業兼営の七社（当時）は定期取引を行えないことになる。

これに対し、清算取引復活派は、取引を早期に始めることが先決と考え、この職能分離案を受け入れて、定期取引要綱の業界統一案を作成し、大蔵省に提出する。これに対し、大蔵省は四点の質問事項を提示した。その質問事項とは、定期取引を行うに当たっての①取引所や会員資格の在り方、②委託の取次方法の在り方、③取引所の管理機構、および④会員の職能分離の在り方を問うたものであった（全国証券取引所協議会「定期取引実施要綱試案説明について」一九五五年一月二三日）。

こうした大蔵省との折衝が続く一方、翌五六年に入ると市況は回復し、急速に復活運動の熱は冷めて、五七年後半以降には再び盛り上がることはなかった。

3 なぜ清算取引復活運動は挫折したか

さて、ここで、当時の復活運動がなぜ挫折したか、これをまとめておこう。

第一に、業界内部の統一が完全ではなかったことである。大手証券は「仮需給」対策として、当初から清算取引よりも信用取引を望んでいた。当時の資金不足の金融環境では信用取引への「最後の貸し手」は証券金融経由の日銀信用にならざるを得ず、実質的に「信用割当」となる。その場合の枠の割り当ては、純財産の絶対額の

きい大手証券に集中するからである。この結果、資金的制約の少ない清算取引を禁止して信用取引だけに絞れば、「仮需給」の注文は、おのずから大手証券に集まりやすくなるだろう。

第二に、日本銀行も同じ立場にあった。資金不足下では信用取引の資金源泉としての日銀への依存度は強くなる。その結果、日銀は投機信用に対するグリップを強めることができる。清算取引では、投機信用をコントロールしにくいのである。

第三に、行政当局も清算取引復活には反対だったと思われる。証券行政の権限は一九五二年八月、証券取引委員会から大蔵省に移ったが、大蔵省は免許権限を利用して、証券取引所の定款や業務規定の変更に介入することが可能であった。先の「定期取引要綱案」の作成過程で、大蔵省は業界側と折衝する機会が多く、さまざまな疑問や意見を出したと推察される。

それでは、行政当局はなぜ清算取引復活に賛成できなかったのだろうか。先に証券取引委員会が指摘していたように、戦後の証券民主化を成功させ大衆投資家を育成して、長期産業資金調達の基盤を形成、維持しなかったからであろう。清算取引を復活させればせっかく形成された大衆投資家層が離散する、と考えたのである。当時、日本経済は戦後の復興過程にあり、高度成長期の入口に立っていた。設備投資資金調達の必要性は極めて高かったのである。したがって、よしんば定期取引復活を認めたとしても、産業界への資金供給に關与する引受業務や投信委託業務とは分離させたかったのであろう。

4 株先五〇開設までの経緯

清算取引復活運動の挫折から約三〇年を経過した一九八七年、大証は「株先五〇」の開設に成功し、株式先物

取引を復活させた。この成功はどのようにして可能だったのだろうか。

「オプション取引制度の研究」

一九七〇年ごろから証券会社の第一次オンラインが導入され注文回送・約定通知等の通信コストが劇的に縮減され、これに伴って重複銘柄の注文の東証一極集中が加速し反比例的に大証の出来高シェアが低下した。この対策として大証は「大阪証券市場強化特別委員会」を設置し（一九七一年）、シェア回復措置を検討した。その有力な対策として大証は「ITS構想」⁽⁸⁾を打ち出したのだが、東証の賛意を得られず結実しなかった。

一九八〇年前後から、大証はシェア回復よりも独自の対策を打ち出して生き残りを目指す戦略へ転換を図り始めた。そのひとつが「新商品開発」⁽⁹⁾である。一九七三年にシカゴのCBOEが個別株オプションを標準化し上場に成功したが、その直後から大証は市場機能強化策の一つとしてこれに注目し、一九七六年から本格的にオプション取引制度の調査研究を始め、⁽¹⁰⁾一九七八年一月には「オプション取引制度試案」を作成した。しかし、オプション取引について東証は慎重論に終始し、アメリカのSECも各地証券取引所でのオプション市場乱立の動きを懸念して導入計画を一時中断（「モラトリアム」）させた（一九七七年七月）こともあって、この試案も当面、お蔵入りとなった。

「債券先物取引制度の研究」

再び、先物取引などのデリバティブ研究が始まるのは、一九八一年二月である。日本証券経済研究所大阪研究所は内部に「債券先物取引研究会」を設置し、大証職員三名も参加して国債大量発行時代を迎えた公社債市場の在り方を研究することになった。この研究成果は「債券先物取引研究会記録」（八二年八月）、「債券先物研究」

（八三年一二月）として公表された。

他方、東証はこれに約一年半遅れて債券先物取引についての検討を開始した（一九八二年七月）。国債の保有主体は引受シ団金融機関であり、そのポジションの多くは東京で管理していることから、債券先物市場が創設されれば東証がその中心になることは合理的ではある。しかし、研究の先鞭をつけた先行者は大阪方であった。

八四年五月、日米円ドル委員会の検討を踏まえ、「金融の自由化および円の国際化についての現状と展望」が公表。この中で、価格変動リスクヘッジ手段へのニーズの高まりと国際的市場への必要性等を背景に大蔵省は行政当局として初めて「債券先物市場の導入」に言及した。こうして債券先物取引の導入は決まり、一九八五年には所要の法改正を終え（六月）、一〇月から東証で債券先物取引が始まった。

〔株式先物取引制度の研究〕

他方、先行していた大証としては債券先物取引市場の併設も考えられたが、これを断念し、株式先物取引を検討対象の中心に据えることになった。その舞台となったのは理事長の諮問機関として設置（一九八三年八月）された「新構想研究会」であった。この研究会の目的は、①当時、まだ開設されていなかった東証の債券先物取引構想への対応、②株式先物など新商品の検討であった。前者については、これを断念し、株式先物取引市場開設への絞った検討が行われることになった。

このときの行政当局の対応について、当時の山内宏理事長は次のように語っている。

すなわち、アメリカを中心に株式関係の先物が次々と導入され、活発に取引されていることから、大蔵省としても株式先物取引の導入は避けて通れないと思ったのだろう。しかし当時は「株の先物」などと公に言えば非常にはばかられる雰囲気であった。そこで大蔵省が先頭に立って走るのではなく、まず大証に走らせて世間の様子を見ようという立場だったと思う。そこに大証立て直しのチャンスがあると思つた。⁽¹¹⁾

つまり、大蔵省の立場は三〇年前と一八〇度変わっていたのである。ただ、大蔵省は自分から株式先物取引開設の旗を振ることはできないので、先物研究で先行していた大証を使ったというわけである。

こうして、本来は「株式先物取引」研究会とすべきところ、「新構想」研究会の名称で、いかに早く株式先物取引市場を開設できるか、その方策が急ピッチで構想されることとなった。

もともと、株式市場はすでに機関投資家の保有や売買シェアが高まり、個別株よりも株価指数を対象とする先物取引にニーズがあると考えられた。アメリカでも株価指数を対象としたものが中心なのである。しかし、当時の法律では、株価指数は「有価証券」ではなく、株価指数の先物取引には法改正が必要であった。そこで、法改正を待たずに行える策として、日経二二五と関係関係の高い現物株五〇銘柄を選択し、これをパッケージとした「現物決済」方式の株先五〇が構想されたのである。

5 株先五〇開設はなぜ成功したか

以上、株先五〇開設までの足取りを簡単に見た。最後に、株先五〇開設が成功した理由について考えてみたい。

第一に、大証の戦略の方向性が明確だったということである。出来高シェアダウン対策として始まった大証の市場振興策は、単なるシェア回復から「独自策の検討」へと舵を切り替えていき、債券先物取引市場が東証中心に発足すると見るや、ただちに断念して、株式先物取引に的を絞ったのである。

第二に、行政当局の立場が転換したことが決定的であった。証券市場に期待する機能は、三〇年前には長期産業資金の調達なのであった。しかし、一九八〇年代に入ると、わが国は資金余剰の時代を迎え、長期産業資金調

達の必要性は明らかに低下しつつあった。行政当局としては、アメリカでの状況変化をみて国際的な市場への脱皮という観点から、いずれは株式先物取引の導入が避けられないと考えたのであろう。

しかし第三に、当時、どれほど意識されていたかは定かではないが、証券市場の機能が変化しつつあったことが最も大きいように思われる。先物やオプション等のデリバティブ取引一般は、資金や現物株の量的制約がある程度、解放されて売買できる。これが決済日に現物の受渡しを伴わない「差金決済」であれば、なおのことである。

これに対し、同じ仮需給の手段である信用取引は資金や現物株の量に制約される。この結果、信用取引は量的制約の面からコントロールできるが、デリバティブではそれが困難である。信用取引は資金さえ工面がつけば「買い」は比較的容易だが、貸株市場を整備しないと「売り」は難しいという「非対称的な仮需給仕法」なのである。しかもわが国は、一九九〇年代まで一貫して、株式の相互持合いが進み、この非対称性は限度いっぱいまで高められていた。需給関係を株価上昇の方向へ偏向させる枠組みは、資金調達にとって有利であったことは否定できないだろう。

ところが、一九八〇年代に入ると、高度成長は終わり、日本経済は成熟期を迎え、適正な資源配分は価格メカニズムを通じて行われる市場型金融システムへ転換すべき時期に来ていたのである。市場型金融システムでは、シグナルとなるべき価格は公正妥当な水準で形成されなければならない。量的な制約にとらわれず、下げ過ぎた株は買われ、上がりすぎた株は売られなければならない。その意味では、資金や現物株の量には制約されないデリバティブ市場の導入は不可欠だったのであるだろうか。

なお、導入の時期が一九八〇年後半のバブル期に遭遇したことから、株価暴落とバブル崩壊をデリバティブ市

場創設のせいにする主張もみられた。しかし、この見解は、一〇人乗りのボートに一〇人以上乗って今にも沈みそうな状態の時に、風に乗ってヒラヒラと落ち葉が落ちてきた拍子にボートが転覆したことを見た人が、「ボートが沈んだのは木の葉のせいだ」と主張しているようなものである。

デリバティブ市場ができる前は、株式の相互持合いで売り止め措置を行っておきながら、金融緩和が進み、資金使途の無い過剰な資金が株式投機に使われて、株価はバブルのように膨らみつつあったのである。

注

(1) この二年前の一九八五年には債券先物取引が開設されている。これは国債の大量発行を背景に、国債保有の中心だった金融機関に国債価格変動リスクをヘッジする手段を整えるためであった。

(2) 先物取引は、「約定」後の「受渡し」を時間的に繰り延べた取引であり、それゆえ「先物取引」というが、受渡し時期を一定の期日に設定し、それまでに反対売買で清算されずに残っている未決済取引はすべてこの定期日に受渡す点に着目すれば「定期取引」とも呼ばれる。また受渡し日までに反対売買すれば残高は清算されて差金だけの授受で決済できる点に着目すれば「清算取引」とも呼ばれる。どの性格に特徴を置くかで呼称が異なってくるが、同一の取引であり、以下、本文でも先物取引、定期取引、清算取引という言葉が混在するが、特に注記しない限り同じものを指す。

(3) 株価指数は「有価証券」ではないため、これを対象とする先物取引には法改正が必要であった。そこで一九八八年の法改正では、指数等先物取引、同オプション取引ならびにその取次を「証券業」の定義に加えた。なお、債券先物取引開始の時も、取引対象の「標準物」を「国債証券とみなす」規定を、さらに国債保有の大宗を占める金融機関を証券取引所の「会員とみなす」規定を導入した法改正を行っている。これらに比べ、株先五〇は法改正を必要としな

ったのである。

- (4) GHQの証券担当であったアダムスが、再開の条件として、①上場銘柄の店頭仕切り売買の禁止、②売買伝票に受託時間と約定時間を正しく記録すること、③従来の清算取引を禁止して実物取引だけにする、の三原則を挙げた(一九四九年四月二〇日)。この三条件は、同じ意図を持ったものとは思われない。①と②は「最良執行」投資家保護の目的が明確であるが、③は「投資家保護」が目的とはいえないからである。もし異なる意図が複数あったとすれば、どれが重視されたのだろうか。アダムスの意図についてヨリ詳しく検討する必要があるように思われる。

- (5) 法改正前は、証券会社が顧客に信用を供与することが認められていなかった。証券会社の財務状態の健全化がその前提だと考えられたのである。このため、証券会社が斡旋する形で証券金融会社が顧客に融資する「ローン取引制度」が行われていたが、額も少なかつた。法改正により、証券会社の財務規制の強化とともに、証券会社が直接、顧客に信用を供与できるようになった。これが現在の「信用取引」である。

- (6) 当時は、証券会社本体で投信委託業務を兼営してよいことになっていた。
- (7) 戦後、再開直後の証券取引所は「登録制」であつたが、一九五三年九月以降、「免許制」へ変わった。

- (8) アメリカのITTSに倣つて、大証と東証の「注文控え」を統合しようというものである。東証が賛成しなかつたのは、大証単独会員からの再委託注文を受託してきた東証会員が強く反対したからである。

- (9) このほか、独自対策が結実したものとして、①新二部(一九八四年)等の新たな上場制度の創設(これは一九九六年「特則銘柄制度」、九八年「新市場」、二〇〇〇年「ナスダックジャパン」へとつながる)、②立会の一〇分間繰り上げ(一九八四年、これはのちのナイトセッション設定へ連なる)などがある。

- (10) この研究成果は、大証『オプション取引制度研究シリーズ』No.14(一九七六年八月〜七九年二月)として公表され

ている。

(11) 山内宏「あの日あの時私の金融史」『日経金融新聞』一九九八年一月二七日。

(12) ちなみに、新構想研究会は「株先五〇」の要綱が固まり、その開設にめどが立った一九八六年二月、「先物取引研究会」に改称している。

参考文献

- ・『大阪証券取引所史』三卷（一九八五年十一月）、四卷（二〇〇一年七月）、五卷（二〇一一年三月）
- ・『日本証券史資料』戦後編六卷第四章「清算取引復活運動」（一九八七年九月）

（にかみ きよし・大阪研究所長）