

[ 研究ノート ]

# 我が国における株価指数先物取引の導入とその改革について（中）

伊 東 眞 一

はじめに

- I 1990年からの株価崩壊の軌跡
  - II 先物取引悪玉説
  - III 先物取引悪玉説に対する反論
- まとめ

はじめに

1988年6月に本格的に株価指数先物取引が導入されて以来、株価指数先物取引は年々着実に市場を拡大し、1990年には日経225先物取引が世界最大の株価指数先物取引にまで成長することとなった。しかしその一方で、現物市場はバブルの崩壊とともに急速に縮小するとともに、日経平均株価も大幅に下落することとなる。その原因のひとつとして先物取引が取り上げられ、株価指数先物取引の改正が行われた。本稿では（上）に引き続き株価指数先物取引の導入と改正について考察するが、本稿では1990年からの株価の下落とそれに伴う先物取引悪玉説、及びそれに対する反論を整理して考察するつもりである。<sup>(1)</sup>

## I 1990年からの株価崩壊の軌跡

我が国の株式市場は、1982年10月の6,849円78銭から1989年12月29日の38,913円87銭まで、円高不況やブラックマンデーの影響を受けて上下動はあるものの、ほぼ一貫して上昇傾向を辿り、89年から金融政策が引き締めへ転じたあとも上昇を続け約5.68倍にまで上昇した後、1990年から突然下落へ転じ、1992年8月18日には14,309円41銭まで約63.2%の下落をみせた。この90年以降92年8月までの株価暴落過程は、4期に分けることができる。<sup>(2)</sup>

第1期は、90年の大発会から4月2日までの28

%の下落を示した期間である。この時期の下落は、年初からの急速な円安の進行と海外情勢の不透明感を受けて波乱含みの展開となり、国内金利の上昇などから大幅な調整局面となった。<sup>(3)</sup> またこの時期から裁定取引解消売りに対する不安感が広がり始めている。

その後株価は先進7カ国蔵相会議での円安是正合意、金利低下、円高進行などの外部環境の変化を好感して反騰したものの、6月7日から下落の第2期へと移行する。この時期は、当初は国内金利や原油価格の上昇懸念から一進一退の動きであったが、8月にイラクのクェート侵攻に伴い原油価格が1バレル40ドル近くにまで上昇し、インフレ懸念高まり、さらに8月30日に公定歩合が6%に引き上げられたため、全業種にわたって株価が下落し、日経平均は6月7日から10月1日までに39%強の下落を示したのである。

第3期は91年3月18日の27,146円94銭から8月19日の21,456円76銭まで約21%下落した時期である。この時期は当初は湾岸戦争が短期に終結したことに伴う上昇の後の下落で、手掛かり難からジリ安となり、金融緩和期待の後退や、裁定取引に絡む現物買い残高が1兆円を越えたこと嫌気して軟調であったところに、損失補填などの一連の証券不祥事が相次いで発覚したことから、株式市場に対する投資家の不信感が広がった時期である。

第4期は10月31日から92年8月18日までの最も

表1 株価崩壊過程の株式市場（東証市場第一部、1992年末まで）

相場動向 (期間)	下落	反騰	下落	上昇	下落	小反発	下落	上昇	弱含み
	89.12.29 ~90.4.2	4.2~ 6.7	6.7~ 10.1	10.1~ 91.3.18	3.18~ 8.19	8.19~ 10.13	10.31~ 92.8.18	8.18~ 9.10	9.10~ 12.30
[日経平均株価] 高値 安値 変化率	38,915.87 28,002.07 ▲ 28.04	33,192.50 28,002.07 18.54	33,192.50 20,221.86 ▲ 39.08	27,146.91 20,221.86 34.25	27,146.91 21,456.76 ▲ 20.96	25,222.28 21,456.76 17.54	25,222.28 14,309.41 ▲ 43.27	18,908.47 14,309.41 32.14	18,908.47 16,924.95 ▲ 10.49
[単純平均株価] 高値 安値 変化率	1,903.20 1,515.25 ▲ 20.38	1,735.38 1,515.25 14.53	1,735.38 1,128.83 ▲ 34.95	1,421.28 1,128.83 25.91	1,421.28 1,118.78 ▲ 21.28	1,274.42 1,118.78 13.91	1,274.42 692.15 ▲ 45.69	888.67 692.15 28.39	888.67 831.06 ▲ 6.48
[時価総額] 高値 安値 変化率	590,909 439,621 ▲ 25.60	515,782 439,621 17.32	515,782 327,589 ▲ 36.49	439,061 327,589 34.03	439,061 359,798 ▲ 18.05	410,566 359,798 14.11	410,566 240,931 ▲ 41.32	309,907 240,931 28.63	309,907 286,929 ▲ 7.41
[株価収益率] 高値 安値 変化率	67.01 48.38 ▲ 31.47	53.54 48.38 10.67	53.54 33.52 ▲ 37.39	44.61 33.52 33.08	44.61 39.02 ▲ 12.53	44.39 39.02 13.76	44.39 32.83 ▲ 26.04	42.80 32.83 30.37	42.80 39.96 ▲ 6.64
[株価純資産倍率] 高値 安値 変化率	5.57 4.00 ▲ 26.93	4.01 4.00 0.25	4.01 2.51 ▲ 37.41	3.33 2.51 32.67	3.33 2.58 ▲ 22.52	2.79 2.58 8.14	2.79 1.64 ▲ 41.22	2.11 1.64 28.66	2.11 1.95 ▲ 7.58

注：1. 高値、安値日は、日経平均株価の高値と安値が形成された日におけるそれぞれの統計数値を示す。  
 2. 単位は、平均株価欄は円、時価総額は10億円、株価収益率と株価純資産倍率は倍、変化率欄は%である。  
 3. ▲はマイナスを示す。

出所) 神木良三「バブル崩壊期における株価安定策について」『大阪商業大学産業経営研究所紀要』第2号、1993年より転載。

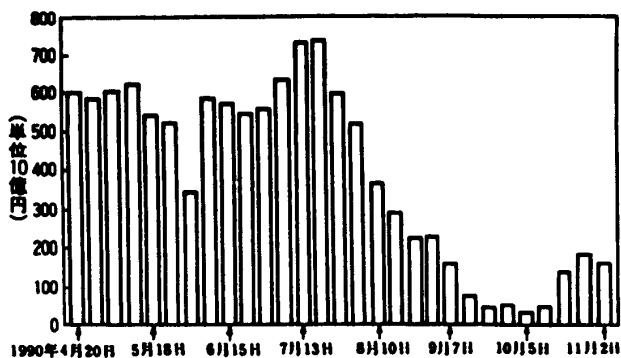
長期間で最も率の大きい下落を示した時期である。この時期の株価は、まずニューヨーク株式の下落、企業業績の悪化等から下落した。さらに92年に入ると、景気や企業業績の先行き不透明感等を背景とした投資家心理の低下に加え、3月決算を控えた事業法人等の決算対策売りなどから、底値を模索する展開となった。<sup>(4)</sup>その後ニューヨーク株式の上昇や円高を受けて一時的に反発したものの、5月中旬から8月中旬にかけての株式市場は、一時的に反発する局面もあったが、全般は金融機関の不良資産問題等を背景に金融システムへの不安感が市場に広がったことなどから、再び底値を探る展開となり、<sup>(5)</sup>結局日経平均は8月18日に14,309円41銭まで下落してしまっただのである。このような状況に対して大蔵省は、18日中に安易な益出しの抑制などを盛り込んだ「金融行政の当面の運営方針—金融システムの安定性確保と効率化の推進—」を発表し、さらに28日には経済対策閣僚会議「総合経済対策」を発表し、安定的で活力のある市場の確立に向けて、株式運用規制の緩和、個人及び機関投資家等の株式市場への参加を促進することとし、①株式運用規制の見直し、②政府保有株式の売却の凍結等、③個人投資家の長期的で安定的な株式投資の促進、④企業の資金調達環境の整備、⑤証券会社の適正な投資勧誘の促進、⑥金融機関による安易な益出しの抑制等、⑦先物取引の在り方の検討、⑧証券関連税制の検討、を発表し、これを契機として株価はようやく上昇に転じ、1990年から始まった下落が終わったのである。

## II 先物取引悪玉説

上記のように、1990年以降、株価は下落の一途を辿ることとなり、金融システムを不安定化させ、また地価とともにバブル崩壊の象徴として、また逆資産効果による不況の象徴として取り上げられるようになったわけであるが、その株価の暴落の原因として株価指数先物取引が取り上げられるようになり、「先物取引悪玉説」が声高に主張されるようになる。

先物取引悪玉説の主な論点は、裁定取引に関するものである。宮崎義一氏の『複合不況』によると、裁定取引のうち買い裁定に伴う「現物買い・先物売り」、及びその解消に伴う「現物売り」が株価を乱高下させているとしている。そしてそれは日経平均が単純平均であるためとしている。すなわち、「日経225先物指数による裁定取引にともなって発生する現物買いが、異常に日経平均を押し上げるといって一種のマジックのようなバブル膨張現象は、あくまでも日経平均が単純平均であることから必然的に生ずる現象と見てよいだろう。1989年大納会の記録的な株価、38,915円87銭は、金融の自由化によって東京証券取引所正会員となった外国証券会社が展開した裁定取引にもとづく“先物売り・現物買い”とこのマジック現象によっても、支えられていたのである」<sup>(6)</sup>としている。そしてインデックス買いに伴う225銘柄のワンセット売りに伴う現物買いが品薄株の株価を異常に上昇させ、これが日経平均を必要以上に押し上げたのであるが、これは逆に裁定取引解消の際には、日経平均の異常な下落を引き起こすとしている。すなわち「株価低落に対する寄与度ランキングに

図1 裁定取引に係る買いポジション金額の動き



出所) 宮崎義一『複合不況』中央公論社、1992年より転載。

表2 1990年9月中間決算(前期との比較)

(単位: 億円、%)

	経常利益		
	1989年9月	1990年9月	増減率
ソロモン・ブラザーズ・アジア	36.0	50.1	+39%
ゴールドマン・サックス	15.9	15.9	±0%
野村証券	2,489.1	1,117.9	-55.1%
大和証券	1,710.4	692.1	-59.5%
日興証券	1,302.5	336.1	-74.2%
山一証券	1,179.4	304.4	-74.2%
新日本証券	294.3	64.6	-78.1%
勸業証券	264.8	57.1	-78.4%
國庫証券	330.7	234.9	-28.9%
和光証券	211.4	116.2	-45.0%

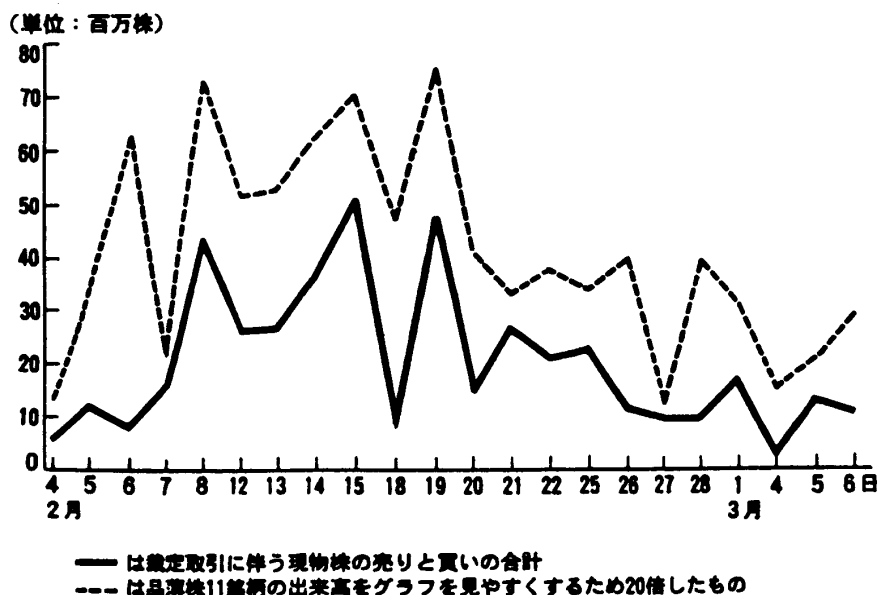
出所) 宮崎義一『複合不況』中央公論社、1992年より転載。

においてはやはり片倉工業をトップに、松坂屋、東宝、松竹などの品薄株が顔を並べている。これら品薄株がそろってプラスの方向とマイナスの方向に大きく振れる対称的な寄与度の動きを示したのは、明らかに日経225のインデックス売買によるもので、1990年の株価暴落が日経225指数先物と日経平均株価（現物）との間に価格差を求めて行われた「先物売り・現物買い」の裁定取引の解消ないし清算のために大量に行われた「先物買い・現物売り」の結果にはかならない<sup>(7)</sup>としている。そしてその証拠として図1にみるような裁定取引にかかわる現物買いポジション金額の動きから、この時期の株価の下落が裁定解消に伴う現物売りであったとし、また表2よりこの裁定取引を行った主役が外国証券会社であったと主張するのである。

このことは高本茂氏によっても主張されている。高本氏は「ヘッジやスプレケーションとならぶ先物の重要な機能である裁定取引を通じて、先物は現物市場に攪乱的要素や影響をもたらす。その際、先物の土台であり原商品である株価指数が、もし指数操作に対して脆弱であれば、必要以上の混乱を現物市場に引き起こすことになるのであ

る<sup>(8)</sup>と主張し、日経平均をマーケット・ポートフォリオとして品薄株ベータ値を計測した結果、先物取引開始前や先物取引開始後1年間は、品薄株と日経平均とは全く関係なく動いていたが、90年以降になると、「個々の銘柄としてもパッケージとしても、ベータ値は著しく大きくなり、パラメーターはことごとく有意になり、モデルとしてのあてはまりも大きく改善された。「並の日経平均構成銘柄に戻った」どころではなく、この時期にこそこれらの品薄株は市場の動きに著しく敏感な株へと変質したのであり、上昇相場で上げた以上に下降相場で下げたのである。いやこれらの品薄株を含む日経平均という指数が、先物との絡みでこの時期を境に性格が一変したというべきか<sup>(9)</sup>としている。また裁定取引と品薄株の関係についても図2のように裁定取引に伴う現物株の売買高と品薄株11銘柄の出来高の合計をグラフにして比較し、「裁定取引と少数の品薄株は密接な関係を保っており、しかも等株ずつの現物株価指数のポートフォリオが組まれる場合よりも3倍も多く買われており、裁定取引は品薄株に偏って行われている<sup>(10)</sup>」とともに、裁定取引と株価の暴落が無関係ではあり得ないと結論づけている。

図2 品薄株の出来高と裁定売買高（91年2月4日～3月6日）



出所) 高本茂「脆弱な先物指数が株暴落の一因だった—品薄株で“操作”された日経平均」『エコノミスト』第41巻第4号通巻3048号、1993年より転載。

以上のように先物取引悪玉説では、裁定取引、なかならず買い裁定とその解消が問題とされているが、その他の先物取引悪玉説の論点としては、①現物市場から派生証券市場へ取引がシフトしているとするもの、②派生証券の導入で株価のボラティリティが上昇し、不確実性が高まったとするもの、③現物の株価指数を価格操縦するインセンティブが働いたとするもの、④派生証券市場の導入後、株価変動パターンが画一化しているとするものなどがある。

### Ⅲ 先物取引悪玉説に対する反論

さて次に、先物取引悪玉説に対する主要な反論の論点について考察してみよう。<sup>(11)</sup>

まず反論の第1点としては、株価の暴落は先物取引が導入され、その結果、取引が現物から先物に移行して現物の市場規模が縮小した結果であるとか、裁定取引によって株価が下落したというわけではなく、株価低迷の基本的な原因は、日本企業のパフォーマンスや将来の収益に関する見通しが急激に悪化して、内外の投資家が日本の株式をそれまでの価格より相当低い価格でしか保有しようと思わなくなったからだ、<sup>(12)</sup> というものである。すなわち、日本のファンダメンタルズが悪化した結果、株価が下落したのである、とするものである。これは前述のように、株価の下落は金融政策、為替相場、石油価格、及び海外の政局等によって生じた我が国経済のファンダメンタルズの変化によって引き起こされたのであり、先物取引が導入されたからではないとするものである。<sup>(13)</sup>

次の反論としては、先物取引が株価のボラティリティを拡大させたという点に対する反論である。先物取引悪玉説に反対する論者のなかにも、先物取引が導入される以前とその後を実際に計測し比較した結果、ボラティリティが拡大したことを確認し、株価変動の増大は先物取引が直接の原因ではないとしても、プログラム取引などによって、株価変動を加速させる要因には、なっているかもしれない、<sup>(14)</sup> とする場合が多い。しかし新井富雄氏によると、「株価ボラティリティは、株式市場全体の価格動向や背景にあるマクロ経済動向や国際情勢等と関連しており、株価の下落局面において上昇するという傾向が観察される。すなわち、日経平均指数がピーク比30%以上の幅で下

落した時期を順にみて行くと、ドッジライン不況(1949-50年)、スターリン暴落(1953年)、証券不況(1961-65年)、石油危機(1973-74年)、今回の不況(1990-92年)と株価水準に大きい調整があった時期には、ボラティリティも大幅に上昇している」<sup>(15)</sup> としており、先物取引が株価のボラティリティの上昇の主要因ではなく、やはり我が国経済のファンダメンタルズの悪化が株価ボラティリティの拡大を引き起こしているとしている。

次に、裁定取引と現物株価との関連についての論争がある。これについては非常に細部にわたる議論が展開されている。裁定取引をめぐる論点としては、國村道雄氏によると①裁定取引の価格調整機能をめぐる問題、②短期的な価格攪乱要因であるか否か、③異常な現先価格差の存在、④品薄株のマーケットインパクトの問題、を上げることができる。<sup>(16)</sup> 先物取引悪玉説を取る論者は当然これらのことが問題となり、それに反対するものは先物取引は正常に機能していたあるいはこれらのこととは無関係、あるいは当初は問題をはらんでいたが市場の成熟とともに問題は小さなものとなっていると主張するのである。

先物取引悪玉説に対する反論のその他の論点としては、①現物市場に問題があるとするもの(コストやリスクが先物に比較してかかりすぎること等)、②裁定取引解消に関する技術的な問題(市場が弱気である時は、買い裁定は解消するのが常道であること等)、③証券会社の営業姿勢の変化が現物市場を縮小させている(短期的な投機から長期的な投資を奨励するようになった等)、④商品取引からみて先物取引が現物取引より規模が大きくなるのは当たり前とするもの、など様々な反論が試みられている。

### まとめ

上記のように先物取引悪玉説とそれに対する反論は微に入り細をうがちつつ、論争を引き起こして来たが、株価暴落の犯人捜しへと移行する間に、株価はさらに下落し、1992年8月には高値から63%も下落してしまうこととなる。そのため、まず株価回復のために取られた対策としては、先物取引悪玉説に基づき、先物市場に対する規制強化であった。表3のように、1990年の早い段階から裁定取引にからみ先物取引の規制が開始され、90年

表3 先物市場及び現物市場の主な動き

1990年	先物・オプション市場	株式現物市場
1月		<ul style="list-style-type: none"> <li>*東証理事長、株式委託手数料について「引下げの具体的検討に着手する」ことを表明。</li> <li>*証取審、「5%ルール」とTOB制度の見直し案の概要を了承。</li> </ul>
2月	<ul style="list-style-type: none"> <li>*東証、株価指数先物3月限月の最終日までの間、裁定取引解消のための現物売り注文について、午前と午後の寄り付きで執行するよう関係会員に要請。</li> </ul>	
3月	<ul style="list-style-type: none"> <li>*東証理事長、現物市場に影響を与えているとされる裁定取引について「残高の公表など何らかの措置が必要」と表明。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*引受証券会社、株式相場急落を受けて、大手4社を中心に当面、新規のエクイティファインズを延期するよう要請。</li> </ul>
4月	<ul style="list-style-type: none"> <li>*東証、現先両市場に係わる一体管理の一層の強化を図るため、裁定取引関係情報開示を決定。会員からの報告は裁定取引内容、裁定取引残高を翌週火曜日までに。開示内容は毎週木曜日に前週一週間の裁定取引に係わる現物株式売買高の総量及び当限に関する裁定取引に係わる現物ポジションの総残高を、24日報告分から実施。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*警視庁、日新汽船の第三者割当増資をめぐるインサイダー取引違反の疑いで強制捜査。</li> </ul>
5月	<ul style="list-style-type: none"> <li>*大蔵省、取引所税法の全面改正を公示。先物取引等の実情に合わせ、課税対象及び税率の見直し等のため。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*東証、株式委託手数料及び才取会員手数料の改定を決定。</li> </ul>
6月		<ul style="list-style-type: none"> <li>*東証・大証、信用取引・貸借取引の金利方法の変更を了承。</li> </ul>
7月		<ul style="list-style-type: none"> <li>*東京地検、相場操縦的行為の禁止違反の疑いで光進代表等を逮捕。</li> </ul>
8月	<ul style="list-style-type: none"> <li>*東証・大証・名証、「最近の株式市場に関する要望について」を会員及び株価指数等特別参加者に通知。</li> <li>*先物・オプション取引に対する第1次規制措置。                             <ul style="list-style-type: none"> <li>①証拠金率の引上げ（委託証拠金9%→15%）（取引証拠金6%→10%）</li> <li>②更新値幅の縮小（日経225先物・オプション：90円→50円）</li> <li>③更新時間の延長（3分→6分）</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*東証、藤田観光株式の株価操作に関与した証券会社に過怠金等の処分を通知。</li> </ul>
10月	<ul style="list-style-type: none"> <li>*蔵相、株式市場の急落をうけ、株価テコ入れ策を発表。                             <ul style="list-style-type: none"> <li>①信用取引における有価証券の担保掛目の引き上げ。</li> <li>②株価指数先物取引及び株価指数オプション取引の取引時間の短縮。</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*松野証券局長、経団連で株式の投資魅力向上の一環として配当性向の改善を要望。</li> </ul>
11月		<ul style="list-style-type: none"> <li>*東証「株式投資者層の拡大について—商法改正等への対応—」と題する答申を発表。</li> <li>*政府、「株券等の大量保有の状況の開示に関する省令」を公布。</li> </ul>
1991年		
1月	<ul style="list-style-type: none"> <li>*東証理事長、プログラム取引売買の取引内容の開示をできるだけ早い時期に行うと表明。</li> <li>*先物・オプション取引に対する第2次規制措置。                             <ul style="list-style-type: none"> <li>①証拠金率の引上げ（委託証拠金15%→20%）（取引証拠金10%→15%）</li> <li>②日々の裁定取引に関する情報開示の臨時措置</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*東証、中東情勢の急変に関し、「株式市場に関する要望」を通知。</li> <li>*立川ブラインドが、1単位の株式数を千株から百株にくくり直しを決定。</li> </ul>
2月	<ul style="list-style-type: none"> <li>*大証、「株先50」を事実上休止することを決定。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*証取協、「IR（インバスター・リレーションズ）活動の促進について」と題する報告書を発表。</li> </ul>
4月	<ul style="list-style-type: none"> <li>*プログラム売買の開示について、週間のプログラム売買の状況を裁定取引と裁定取引以外に区分して公表。</li> <li>*株価指数先物取引の立会時間に対する臨時措置の制度化。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*東証、「信用取引制度の見直しについて」を了承。</li> <li>*証取審、「ディスクロージャー制度の見直しについて」と題する報告書をまとめる。</li> <li>*証取審、「店頭市場に対する行為規制の適用について」と題する報告書を発表。</li> <li>*東証、午後の立会開始時間を午後0時30分に繰り上げる。</li> </ul>
5月	<ul style="list-style-type: none"> <li>*日々の裁定取引に関する情報開示の再開。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*証取審「証券取引に係る基本的制度の在り方について」と題する報告書を取りまとめる。</li> </ul>
6月	<ul style="list-style-type: none"> <li>*先物・オプション取引に対する第3次規制措置。                             <ul style="list-style-type: none"> <li>①証拠金率の引上げ（委託証拠金20%→25%）（取引証拠金15%→20%）</li> <li>②更新時間・値幅の変更（日経225：6分50円→5分30円）</li> <li>③裁定取引にかかる現物株式の会員別週間売買高の開示</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*産業構造審議会産業金融小委員会、自社株取得制度の導入等を含んだ中間報告書を発表。</li> </ul>

7月		<ul style="list-style-type: none"> <li>*大蔵省、証券局長通達「有価証券の取引一任勘定取引について」を示達。</li> <li>*日本証券業協会、4社に対し証券不祥事に関する処分及び勧告を通知。</li> <li>*日本証券業協会、4社から提出された損失補填先の顧客リストを公表。</li> <li>*大蔵省、証券局長通達「証券会社の社内管理体制の強化等について」を示達。</li> </ul>
8月		<ul style="list-style-type: none"> <li>*参議院「証券及び金融問題に関する特別委員会を設置。</li> <li>*大蔵省、証券局長通達「証券取引等における暴力団の介入排除について」を示達。</li> </ul>
9月	*大蔵省、証券局長通達「市場性のある有価証券及び先物・オプション取引等の時価情報の開示について」の一部改正について」を示達。	*東証、「信用取引制度の返済期限複数制の実施について」を発表。10月1日より実施。
10月	*日経225構成銘柄の入替え(6銘柄)。	
12月	<ul style="list-style-type: none"> <li>*先物・オプション取引に対する第4次規制措置。</li> <li>①証拠金率の引上げ(委託証拠金25%→30%)(取引証拠金20%→25%)</li> <li>②午後3時以降における更新値幅の縮小(日経225先物:30円→20円、日経225オプション:90円→30円、TOPIX先物:5%引→3%引)、立会終了時における値幅の縮小。</li> <li>③裁定取引にかかる限月別情報の開示。</li> <li>④日々の裁定取引情報の臨時開示。</li> </ul>	*日本証券業協会、「自主規制規則の整備について」を公表。
1992年		
1月		<ul style="list-style-type: none"> <li>*証取審「相場操縦的行為禁止規定のあり方の検討について」と題する中間報告書を取りまとめる。</li> <li>*証取審、大口取引に係る手数料自由化等を含む「証券市場における適正な競争の促進等について」と題する報告書をまとめる。</li> </ul>
2月	<ul style="list-style-type: none"> <li>*自民党「経済動向に関するプロジェクトチーム」発足。株式市場テコ入れ策として①先物市場、②株式全般、③機関投資家に対する規制緩和、④証券税制の改正などについて検討する。</li> <li>*大証における日経225先物・オプション取引に対する臨時規制。</li> <li>①会員別売買手口の日々公表。</li> <li>②会員別建玉の週別公表。</li> <li>③立会終了時間の繰り上げ。</li> <li>④オプションの取引最終日にかかる清算指数としてSQを導入。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*政府「証券取引等の公正を確保するための証券取引法等の一部を改正する法律案」を閣議決定。</li> <li>*日証協会長・全証協会長「証券市場の現況について一健全な証券市場機能の維持のためにー」を協会員及び会員に通知。</li> <li>*東証「株券上場審査基準の一部改正について」決議。</li> <li>*日証協、「利益配分ルールの在り方について」と題する報告書を取りまとめ発表。</li> </ul>
3月	<ul style="list-style-type: none"> <li>*大証「株先50」を3月12日の3月限の取引をもって「当分の間」休止すると発表。</li> <li>*株価指数先物・オプション取引に対する委託手数料の引き上げ(2倍)。</li> </ul>	
4月		*日証協「証券営業ガイドライン」を取りまとめ発表。
6月	*大証「先物・オプション取引にかかるディスクロージャーの強化」を発表。	
7月		<ul style="list-style-type: none"> <li>*「証券取引等の公正を確保するための証券取引法等の一部を改正する法律」施行。</li> <li>*大証、理事会で新二部の上場審査改善策を了承。</li> <li>*大蔵省「金融行政の当面の運営方針ー金融システムの安定性確保と効率化の推進ー」を発表。株価低迷への当面の対応では、①安易な益出しの抑制、②配当性向基準の適用の一時停止、③株式評価損償却の中間決算における対応。</li> </ul>
8月	<ul style="list-style-type: none"> <li>*経済対策閣僚会議「総合経済対策」を発表。証券市場の活性化等では、安定的で活力のある市場の確立に向けて、株式運用規制の緩和、個人及び機関投資家等の株式市場への参加を促進することとし、①株式運用規制の見直し、②政府保有株式の売却の凍結等、③個人投資家の長期的で安定的な株式投資の促進、④企業の資金調達環境の整備、⑤証券会社の適正な投資勧誘の推進、⑥金融機関による安易な益出しの抑制等、⑦先物取引の在り方の検討、⑧証券関連税制の検討。</li> </ul>	
9月		*東証「信用銘柄及び貸借銘柄の選定に関する規則」の一部を改正し、市場第二部銘柄も貸借銘柄に選定できることとする。

10月	* 日経225構成銘柄の入替え（3銘柄）。	* 東証「上場会社表彰制度」を創設。
11月		* 大蔵省「証券会社の認可基準・手続き等について」及び「従業員持株制度の整備、拡大について」の通達の一部改正を示達。
12月	* 大蔵省「先物取引の在り方について」を発表。現物・先物両市場の健全な発展をは図るため、①市場管理・取引制度の見直し、②商品性の見直し、③現物・先物両市場の一体的な管理・運営について、具体的な改善策を講ずるよう関係証券取引所等に要請。	
1993年		
1月	* 関西経済連合会等「大阪における先物市場に関する要望」を発表。	* 日証協「持株制度に関するガイドライン」を作成。 * 東証、全上場会社に対し「株式投資単位の引下げに関する要望について」を送付。 * 法務省「自己株式の取得及び保有規制に関する問題点」を公表。
2月	* 東証「先物取引の在り方等に関する検討ワーキング」を設置。 * 大証「新指数選定委員会」初会合を開く。	* 証券7社、「株式累積投資制度」による業務を開始。
3月	* 日証協「株価指数オプション取引に係る取引開始基準の引下げについて」を決定。	* 証取審「大口取引に係る株式委託手数料の自由化について」と題する報告書を取りまとめる。
4月		* 大蔵省「株式市場を巡る基本問題勉強会」を設置。 * 政府「総合的な経済対策の推進について」を発表。証券関係では、安定的で活力ある証券市場の確立を目指し、個人投資家の長期的で安定的な株式投資の促進とを図るため、①株式累積投資制度の着実な推進を図る、②発行企業に対し、単位のくくり直しや株式分割等を引き続き要請することが盛り込まれた。 * 日証協、会員証券会社役員による株式等への投資についての規制の緩和を発表。 * 通産省、「自己株式取得・保有の在り方について」と題する報告書を公表。
8月	* 関西経済連合会、証券先物研究会「これからの証券先物のあり方について－日経225先物の見直しに際して－」と題する提言を発表。 * 東証、先物取引の在り方等に関する検討ワーキング、中間報告書「株式現物・先物市場における取引制度等に関する改善について」を報告。	
10月	* 大蔵省「株価指数先物取引に関する改善策について」と題する文書を発表。 * 日本経済新聞社、「日経株価指数300」を開発。 * 大証「日経株価指数300に係る先物取引及びオプション取引制度要綱」を決定。	* 東証、大口取引に係わる株式委託手数料自由化に伴う「受託契約準則等の一部改正」を承認。
11月		* 日証協「持株制度に関するガイドラインの一部改正について」を発表。
12月	* 東証、TOPIX先物取引について、取引制度及び市場管理に関する改善策の一環として会員別取引高及び会員別建玉残高の開示を開始。	* 大蔵省、70項目の証券市場関連の規制緩和を発表。 * 日証協、時価発行公募増資等に関する研究会が中間報告を発表。

出所) 東京証券取引所「証券」等より作成。

8月、91年1月、6月、12月と4次にわたる規制強化が行われるとともに92年3月には委託売買手数料が2倍にまで引き上げられてることとなった。

一方、現物取引における動きとしては、この期間の当初は金融の自由化に合わせた動きが目立ち、その後は証券不祥事に対する対策が主流となる。そして1992年8月の「総合経済対策」以降は、株式の魅力を上げるための政策が図られることとなっているものの、現物の流通市場そのものに対する

規制緩和などの対策は取られていない。

また、「総合経済対策」を受けて、1992年12月に「先物取引の在り方について」が発表され、日経225に代わる新指数の開発が模索され、93年10月に新指数として日経300が日本経済新聞社から発表され、これが日経225先物取引に代わる新たな新指数先物取引として導入されることが決定され、94年2月よりその先物及びオプション取引がスタートすることとなったのである。(つづく)



## 注

- (1) 昨年の研究季報第4巻第2号において、この研究ノートの下において、株価指数先物取引の改正についてその流れを整理する旨を示したが、この1年間に日経300が導入されるなど大きな変化があったため、この研究ノートを(上)(中)(下)の3部構成に改め、(下)において改正から新指数について取り上げることとした。
- (2) この区分は、神木良三「バブル崩壊期における株価安定策について」『大阪産業大学産業経営研究所紀要』第2号、1993年より転用している。
- (3) 吉田幸司「平成2年の株式市場」『証券』第43巻第502号、1991年、7頁。
- (4) 「平成4年の証券市場」『証券』第45巻第526号、1993年、24頁。
- (5) 同上、27頁。
- (6) 宮崎義一『複合不況』中央公論社、1992年、193頁。
- (7) 同上、207頁。
- (8) 高本茂「脆弱な先物指数が株暴落の一因だった一品薄株で“操作”された日経平均―」『エコノミスト』第41巻第4号通巻3048号、1993年、44頁。
- (9) 同上、46頁。
- (10) 同上、47頁。
- (11) もちろん、先物取引悪玉説に対する反論のうちには、先物取引悪玉説の詳細について検討しそれを否定するものや、その反論に対する先物取引悪玉説側からの反論、など繰り返し細部にわたって論争がなされているが、本稿ではそれを細部にわたって紹介するのには筆者の力不足もあり、主要な論点だけに止めることとした。
- (12) 仁科一彦「株価指数先物取引は株価下落の主因か」『日本の先物市場に関する研究』大阪証券取引所調査部、平成6年、10頁。
- (13) 但し、短期的には、株価指数先物取引は、投資家心理を迅速に反映しやすいので、ファンダメンタルズの悪化によって、実際に株価が下落するのに要する時間を短縮させた、あるいは加速させた可能性があることも指摘されている。
- (14) 城下賢吾「株価指数先物取引は長期的に株価市場の変動を増大させるか」『商品先物市場』第12巻第7号、1988年、11頁。
- (15) 新井富雄「先物取引は現物株価変動の激化要因であったか」『日本の先物市場に関する研究』大阪証券取引所調査部、平成6年、19頁。なお新井氏は先物取引が株価のボラティリティを拡大させた主要因ではないものの、全く無関係であることを必ずしも意味しないと述べている。
- (16) 詳細については、國村道雄「裁定取引が現物の価格形成と価格変動に悪影響を与えたか」『日本の先物市場に関する研究』大阪証券取引所調査部、平成6年、35～60頁参照。