

In April 2022, Osaka City University and Osaka Prefecture University merge to Osaka Metropolitan University

<b>Title</b>	株価指数先物取引をめぐる論議：取引規制強化と新指数「日経 300」上場
<b>Author</b>	濱田 博男
<b>Citation</b>	季刊経済研究, 16 卷 4 号, p.60-70.
<b>Issue Date</b>	1994-03
<b>ISSN</b>	0387-1789
<b>Type</b>	Departmental Bulletin Paper
<b>Textversion</b>	Publisher
<b>Publisher</b>	大阪市立大学経済研究会
<b>Description</b>	研究ノート
<b>DOI</b>	

Placed on: Osaka City University

Osaka Metropolitan University

〈研究ノート〉

## 株価指数先物取引をめぐる論議

——取引規制強化と新指数「日経300」上場——

濱 田 博 男

### 1 はじめに

1993年10月8日、日本経済新聞社から新指数「日経300」が発表され、同じ日に大蔵省は「株価指数先物取引に関する改善策について」（以下「改善策について」と略記）を発表、大阪証券取引所はただちにこの新指数の先物・オプション取引への採用を決定し、12月3日には上場開始を94年2月14日からと公表した。これは1992年12月に大蔵省が発表した「先物取引の在り方について」（以下「在り方について」と略記）における「日経225」の「商品性の見直し」方針にしたがったものであり、またそれは90年8月以降の先物取引にたいする規制強化の延長線上のものである。このことは新指数「日経300」の基本性格・特徴をも決定づけることとなっていると考えられる。

「日経225」については「新指数による先物取引等が定着するまでは、現行指数による先物取引等は継続する」（「在り方について」と）とされているが、事実上は早期の上場廃止を要請しているものと受けとめられている。その誕生の経緯からして新指数が、「TOPIX」よりも改善された商品性をもつように設計されていること、また前掲の「改善策について」において①委託証拠金の引下げ、②値幅制限の緩和、③取引単位の引下げ、④取引時間の延長などの差別的優遇策という異例の措置を採るとされていること、などからみて、新指数がそれなりに市場に受け入れられ定着するものと予想されている。もちろんこれは上場後の現実の推移をみななければならない。

小稿では、ここにいたる一連の経過のなかで株価指数先物取引をめぐる重ねられてきた多くの論議とその背景について、あらためて簡単に整理・検討しておくこととしたい。（参考論文・資料は本文末尾に一括して掲げた）

周知のように、1988年9月に株価指数先物取引（「日経225」、「TOPIX」）が導入されたあと、それは市場のニーズに適合し急速に拡大・成長し、とりわけ「日経225」先物取引は1991年にはアメリカン・シカゴのS&P指数先物取引の出来高を超え単一商品としては世界最大の商品と

なった。しかし、90年初頭からの株値低落とともにその原因を先物取引にもとめようとする非難がしだいに強くなり、それらのほとんどは十分な理論的・実証的根拠をもたないものと考えられたにもかかわらず、その種の非難を受け入れるかたちで、90年8月以降、数次にわたって先物取引規制が強化された（後述）。

規制強化の結果として先物取引の規模は大きく縮小し、取引の一部は規制のないシンガポールの SIMEX にシフトし、SIMEX での取引は拡大した。しかし、わが国の現物市場での取引の拡大はみられず、また価格低落傾向も止まらなかった。つまり当然のこととはいえ、誤った認識にもとづく取引規制はその所期の効果をまったく実現しえず市場機能の低下のみをもたらしたといつてよいであろう。

しかし、それにもかかわらず規制強化の延長線上で、「日経 225」の上場廃止方針が新指数の作成・上場というかたちで強行されることになった。このような一連の過程の不透明性には強い疑問を抱かざるをえない。株値指数先物取引が今日の世界的な経済・市場環境のもとで、一定の重要な経済的役割を果たすものとするならば、そのための在り方をめぐる問題点について十分な論議と正しい認識が必要と考えられるわけである。

## 2 先物取引導入とその展開

あらためていうまでもないが、今日の金融商品を対象とした先物取引の開発と発展は1970年代にはじまる。金・ドル交換停止、変動相場制移行に象徴される世界的な経済・通貨・金融機構の不安定性の増大から、為替・金利・株値等の価格変動激化にたいするリスク・ヘッジ手段への強いニーズと、また他面でのこれに対応するリスク・テイカーの資金の増大、さらに技術的には複雑な取引手法の開発・利用を可能としたコンピュータリゼーションの進展がベースとなっている。

1972年5月、シカゴマーカンタイル取引所（CME）での通貨先物取引、75年10月のシカゴ商品取引所（CBT）での債券先物取引、そして株値指数先物取引については、82年2月のカンザスシティ取引所でのバリュールイン株値指数、つづいての CME での S & P 株値指数の取引が開始されている。そのご先物取引の対象商品は多様化するとともに全米各地だけでなく、世界各地に波及し、急激な発展をとげる。いずれも共通の基盤があつてのことである。

わが国でも例外ではなく、85年10月の債券先物取引の導入にはじまり、株式先物取引については、まずは87年6月に大阪証券取引所で〈株先50〉が上場され、88年5月の証取法改正を受けて、同年9月から本格的な株値指数先物取引として、「日経225」（大証）と「TOPIX」（東証）とが上場され取引が開始された。

この株値指数先物取引は市場のニーズに適合して急激な拡大・成長をしめすこととなった。とりわけ「日経 225」の成長はいちじるしく、90～91年にはシカゴの S & P 指数先物の出来高

を上回り単一商品としては世界最大の商品となった。

「日経225」は東証I部上場銘柄のうち225銘柄を抽出した単純平均方式の指数であり、「TOPIX」は東証I部上場銘柄を対象とした加重平均方式の指数である。前者がそのときどきの株価水準をしめす指標としての性格を強くもつとすれば、後者はむしろ資産価額の変動をしめす性格のものである。

この「日経225」と「TOPIX」との比較では、先物取引発足当初の88年には、両者の出来高はほぼ同程度の規模であったが、そのごしだいに格差が広がり、89年には「日経225」は「TOPIX」の2倍近くの出来高になり、91年には10倍以上となっている。これは、「日経225」が相場水準をしめす指標として投資家になじみ深く、世界的にもポピュラーであること、その商品性の特徴としてボラティリティーが適度に高く、また現物との裁定取引を行うさい現物のパッケージを揃えやすく「トラッキング・エラー」をゼロ近くにできるなどのため、先物取引の対象としやすく、市場に良く受け入れられた結果といえる。

なお、このように拡大・成長した先物市場と現物市場との規模を比較すると、88～89年当時にはほぼ同程度の規模であったが、90年以降は株価低落とともに現物市場の規模は縮小する一方であるのにたいし先物市場は大きく拡大し、91年には先物市場は現物市場の5倍以上の規模となっている。(もっともそのごは、後述のように先物取引にたいする規制強化のため先物市場は大きくその規模を縮小している。)

問題は90年以降の展開である。周知のようにいわゆる「バブル」崩壊による90年初頭からの株価の急落・低迷とともに、先物取引にたいする「批判」がしだいに強められるようになった。先物市場が現物市場に大きな悪影響を及ぼしている、株価低落の主原因は先物取引とくに裁定取引にあるという類のものであった。この種の「批判」(非難)はジャーナリズムで多く取上げられる傾向がみられたのも事実である。

これらの「批判」の多くが必ずしも十分な論拠あるものとはいえないことはしだいに明らかになるが、しかしそれにもかかわらず、これらの「批判」をペースにしたかたちで、90年8月以降92年3月までの間に数次にわたり先物取引規制が強化されることとなり、現在にいたっている。

	当 初	現 行
(1) 委託証拠金率の引上げ(カッコ内は現金部分)	9%(3%)	→ 30%(13%)
(2) 取引証拠金率の引上げ(            "            )	6%(0%)	→ 25%(10%)
(3) 気配更新値幅縮小・更新時間延長(日経225)	90円・3分	→ 30円・5分
(4) 取引時間の短縮                       (   "   )	15:15分まで	→ 15:00終了
(5) 委託手数料率等の引上げ               取引金額に応じ	0.04%~0.05%	→ 2倍に引上げ
(6) その他                                   である。		

このような規制は、先物取引のコストをいちじるしく高めるものであり、また値幅制限の強

化は株価急落時に売りヘッジを不可能とし市場機能を麻痺させる効果をもつものであった。このような規制強化の結果として、先物取引の規模は92年以降急速に縮小し、また取引の一部は規制のないシンガポールの SIMEX に流出しその取引規模の拡大をもたらした。

今回の長期にわたる株価低迷の原因は「バブル」崩壊とその後の金融システム不安を伴う経済の実体面での悪化、景気・企業業績回復の見通しが容易に立たないところにある。市場サイドでいえば、先物市場に責任を負わせることには無理があり、あるとすれば主として現物市場サイドの問題といわねばならない。

問題はこのような事情がほぼ明らかになったと考えられたにもかかわらず、この段階でなお、それまでの規制強化の延長線上で「日経 225」先物取引について、その「商品性の見直し」というかたちで、「日経 225」の事実上の上場廃止を前提とした新指数の作成・上場が強制されたことである。

もちろん「日経 225」の商品性にまったく問題はないとはいえないかもしれない。単純平均方式の指数であり、組入銘柄のなかには値嵩品薄株がふくまれておりマーケット・インパクトが大きいことなどである。しかしそれらは組入銘柄の入替えなどの方法により是正可能なものであり、少なくとも上場廃止を強制しなければならないほどの致命的な欠陥をもつものとはいえない。理論的にも実証的にもその根拠は明示されていない。このことは、大蔵省の「改善策について」における新指数の導入についての経緯の説明がきわめて歯切れの悪いものとなっていることからもうかがわれる。新指数導入にあたっての差別的優遇策という異例の措置もこのことと関係があるとみることできる。

もっともことがここまですすんでいる以上は、「日経225」にかわるものとして新指数「日経 300」の定着をはかる以外にはないということになろうし、また、それなりの成功は期待できるかもしれない。しかし、結果がどのようになるかは市場の判断に委ねられることになるとしても、まずは問題はここにいたる過程にふくまれる不透明性と多くの論点についての整理がなされなければならないと思われる。

### 3 「先物取引批判」と「規制強化」

わが国での先物市場にたいする「批判」のほとんどすべては、1990年初頭いらいの株価急落過程で生まれてきたものである。「批判」は先物取引（とくに裁定取引）そのものにたいするものと、「日経225」という指数商品そのものにたいするものとに大別されるようである。前者については(1)先物取引が拡大しその結果として現物市場が縮小した。つまり、先物市場が現物市場から資金を奪っているのではないか。先物市場と現場市場と出来高の不均衡は適当でない。(2)先物取引は現物市場での価格変動を激化させその振幅を大きくしている。先物市場での価格低落が現物市場での価格低落をまねき、それがまた先物の下げから現物の下げへとスパイラル

現象を生んでいる。とりわけ裁定取引によるプログラム売買がこの傾向を加重している。という種類の批判である。後者の指数の「商品性」にたいするものとしては、「日経225」が単純平均方式の指数であるため「指数操作性」が強いというものである。なおこれらのほか、証券会社の営業姿勢や、先物取引への一般投資家の参加が制限されていること、あるいは取引の技術的仕組みの不備にたいする指摘などもある。

しかしながら、これらのほとんどが、部分的にはともかく、全体としては必ずしも十分な説得力をもって展開されているとは考え難い。先物市場が現物市場に悪影響をもたらすかどうかについては、アメリカでも先物取引導入当時ならびに87年のブラックマンデーのさいにもかなり大規模な調査が行われたが、必ずしも明確な結論はだされていない。むしろ悪影響についての証拠は見出し難いとされている。

小稿では上記のような批判のそれぞれについて仔細に検討する余裕はないが、ごく簡単に整理しておくのと次のとおりである。

1) 先物取引が現物取引の出来高を上回っていることをもって、現物市場から資金を奪っているとか、現物市場低迷の原因とするような批判がまったく当を得ていないことは容易に明らかである。取引コストが低く流動性の高い市場でまず売買が拡大するのは当然のことであり取引当事者の合理的な行動の結果である。先物市場の出来高が現物市場のそれを上回るのは世界各国とも共通の現象である。もし問題があるとすれば、現物市場における取引コストの高さと流動性の低さにあると考えるべきである。また現物・先物両市場をトータルとしてみた場合、この間の市場規模は縮小よりもむしろ拡大しているという指摘もある。

2) 先物市場が現物市場での価格乱高下の原因となっている。あるいは、先物市場の価格低落が現物市場での価格低落をもたらしているという批判についても、批判はあたらぬ。先物市場での価格低落が現物市場でのそれに先行するのは先述したところからも当然であるが、そのことは因果関係を示すものではない。株価変動が予想される場合、まず先物市場での売り（または買い）が先行し、そのあとで現物市場での売り（または買い）が追随するかたちをとるのは自明のことであり、それは因果関係とは無縁である。先物の売りがなければ、現物の売りはなく相場低落は回避されたと考える根拠はまったくない。先物価格と現物価格とは先物価格＝現物価格＋持越費用（＝金利－配当）というかたちで基本的に一体化した関係にある。先物があったから現物への直接的な売り殺倒が回避され、価格変動がマイルドになった可能性も大きい。実際に、先物取引規制により値幅制限による先物市場での売りが停止されたことにより現物市場への売り集中から価格低落が激化したケースを例示することができるのが事実である（先物・現物両者の規制の不一致）。先物市場が現物市場での価格乱高下・振幅の増大をもたらしたことは立証されているとはいえない。

先物取引のなかでもとくに裁定取引が現物価格に悪影響を与えているという批判も数多くみ

られた。裁定解消売りが現物価格低落の原因というものである（この場合、裁定解消売りのまえには買いがあったことは無視されている）。しかし、ほんらい裁定取引は現物価格と先物価格との間に一定幅以上の乖離（先物価格の理論値からの乖離）が生じたとき、割安な方を買割高な方を売るというかたちで行われるものであり、それによって相場平準化の役割を果たし先物価格と現物価格との連動性を保証するものであって、決して相場水準そのものを変動させるものではなく、中立的性格のものである。

にもかかわらず、繰り返し現物価格への悪影響が云々されるのは、裁定取引の売買では、指数構成銘柄がパッケージとして機械的に売買される（プログラム売買に共通する）ため価格へのインパクトはそれなりに大きく、とくに指数に流動性の低い品薄値嵩株がふくまれている場合にはそのマーケット・インパクトが大きく、これが問題視されるわけであるが、しかしこのことと裁定取引が現物価格を低落させ相場水準に悪影響を与えることは別である。

薄商いの相場で市場の流動性が低いときには、たしかにインパクトは強くあらわれるが、通常、市場に厚みがあり流動性が高い場合、裁定取引の価格変動に与える影響はほとんどない。現物価格が下がりすぎれば買い裁定が入り、下落は止まるはずである。

実際に90年～91年のケースについてみても、裁定解消売りが行われた場合でも現物価格が上昇したケースもあれば下落したケースもある。また僅かな裁定売りで下げたケースもあれば相当量の解消売りを十分に消化したケースもある。もし問題があるとすれば、現物市場の流動性とそのときどきの市況判断のいかんによるということであろう。なお、この間、いろいろな計算による先物・現物両価格の関係、ボラティリティの変動などについての評価が試みられているが、それらの多くは否定的な結果を示してはいないようである。もっとも、現物・先物両市場が併存している場合と、仮に現物市場しか存在しなかったと仮定した場合とのそれぞれの株価の動きを正確に計算・評価することにはおのずから限界があると思われる。

最後に重要なのは、「日経225」指数の「商品性」にかかわる批判であり、その主たる内容は「指数操作性」にたいするものである。「日経225」が単純平均方式の指数であり、しかもその対象銘柄には流動性の低い品薄値嵩株がふくまれているため、これら株式の売買によって指数を容易に操作でき、それによって不当な利益をえる目的で取引が行われているのではないかというものである。たしかにこれら銘柄の売買によって指数のボラティリティは高くなる。これはそれら銘柄のマーケット・インパクトが大きいことを意味するが、そのこととそれを利用して不当に利益をえる行為＝相場操縦が行われたということとは別である。もし相場操縦を行おうとすれば相当に複雑な手順が必要とされると考えられるだけでなく、それが100%成功するとは必ずしも保証されてはいない。これまで実際に相場操縦が行われたという証明はなされていない。マーケット・インパクトが大きいいため指数の変動が大きくなりすぎる点については、銘柄の入替えによって是正することが可能であり、事実91年10月の入替実施後には改善がみら

れる。マーケット・インパクトが大きいことは裁定取引のコストを上昇させることにもなるわけであるから、適度な範囲に抑制することは必要であろう。「指数操作論」にたいする批判としては、二上季代司氏の批判が適切なものと思われる。後掲文献を参照されたい。

いずれにしても現物市場の出来高が縮小し流動性が低くなっている状況のもとでは、潜在しているいろいろな問題点が表面に押し出される傾向がさけられないから、先物市場にある程度の規制が加えられることもやむをえない面もあるとしても、やはり最大の問題は現物市場サイドにあり、それは先物市場の規制や指数の改廃によって解決されるものではなく、また先物市場の必要以上の規制は、たんに先物取引の機能を阻害するだけでなく、現物・先物ふくめての市場機能を低下させることになることを考えなければならないと思われる。

#### 4 新指数「日経300」の導入・上場について

先述のように新指数「日経300」上場にいたる経緯には不透明な点が多い。

大蔵省の「改善策について」においては、その導入の「経緯」についての説明は下記のようになっている。「……平成2年から昨年夏頃にかけての株価下落局面において下記のように先物取引が現物市場に様々な影響を与えているとの指摘があった。(傍点は引用者、以下同様) 1) 経済情報やニュース等に敏感に反応して値動きする先物市場が現物市場の投資家に大きな心理的影響を与えているとの見方。ロ) 先物との裁定取引による現物株式の売買が取引量が少ない現物市場における株価変動を大きくしているとの見方。ハ) 日経225指数は単純平均方式であることから、上記イ)ロ)の傾向が強くあらわれるとともに、意図的に指数を変動させる操作が行われやすいとの指摘」とのべたうえで、(2)上記のような指摘を踏まえ、……以下のような措置を実施」してきたとして累次の取引規制措置をあげたあと、「しかしながら、上記(2)の一連の措置を背景に先物取引の取引高が漸減する中で、問題の抜本的解決を求める声も多……」このため「市場管理の向上」とあわせて「新指数の導入」をすすめるということで「……大阪証券取引所において加重平均方式の指数による先物取引導入につき早急に準備を進める」「なお新指数による先物取引等が定着するよう関係者において協力する。」と説明している。これが日本経済新聞社が新指数「日経300」を発表したその同じ日の大蔵省の発表なのである。前記イ)ロ)は、前節までにふれてきたようにむしろ現物市場サイドの問題でありハ)もふくめて、いろいろな見方や指摘をあげるにとどまっておらず十分な論拠はしめされてはいない。しかも、そのためにとられた取引規制が期待された効果をあげていないことを認めただけで、さらに抜本的解決のためとして「新指数」の導入がはかられているわけである。

いずれにしても、このような誕生の経緯からして、新指数の基本的な構成内容・特徴はほぼ決定づけられているものといえる。すなわち、新指数は「日経225」とちがって加重平均方式でなければならず、それも流動性の低い銘柄はできるだけ排除して「TOPIX」よりも商品性



の改善されたものでなければならず、そのような枠組みのなかで、「日経 225」と同じように相場水準の変動を適切に表現しうるものという難かしい課題の中での新指数の開発であった。

この課題にできるだけ応えうるよう新指数「日経 300」は東証第 I 部上場銘柄のなかから、市場を代表すると考えられる主要 300 銘柄を抽出し、その株価を時価総額で加重平均したものとされている。その銘柄選定の基準は1)東証 I 部上場銘柄のうち値付率や売買高・売買回転率の低い銘柄、それに連続して無配あるいは赤字など業績の悪い銘柄を除外して母集団を決め、2)さらにそのなかから母集団の業種構成(36業種)の時価構成比に近似するように原則として時価総額の大きい銘柄から順に採用することとされている。

このようにして算出された新指数の特徴についてはすでにいろいろと分析・検討がなされている。もちろんなお必ずしも十分なバックデータが公表されていないという制約はあるが、基本的にはそれが銘柄抽出型・時価総額加重平均方式の指数であり、単純平均方式の「日経 225」とは異なり「TOPIX」との相関が高いこと、ボラティリティは「日経225」より小さいが「TOPIX」よりは大きいこと、機関投資家のポートフォリオとの関係では「TOPIX」に近いこと、マーケット・インパクトにたいしては「日経 225」よりも抵抗力があること、また金融株の比重が「日経 225」より高いこと、などが指摘されている。もともとそのようなものとなるように設計されている以上、当然のことではある。

ただ指数の性格としては、「日経225」が株価水準を判断する指標としての特性をもっているのにたいし、「日経300」は「TOPIX」と同様に資産価額の変動を判断する指標という点で本質的に異なっているといえる。新指数「日経 300」が2月14日の上場開始日、市場にどのように受け入れられるかは結果をみないと判らないが、今後とも「日経 225」が株価水準を判断する指標として重要性をもちつづけることは否定できないであろうし、また先物取引の対象としては、先物取引導入当時から「TOPIX」よりも「日経225」が選択されていたという事実の持つ意味も重いと考えられる。

形式的には当面は、「日経225」、「日経300」、「TOPIX」の3商品が併行して取引されることになる。しかし実際には「日経 225」については上場廃止がふくみとされており、市場では新指数発表とともにそれを前提としたいわば「移行期の混乱」現象もみられること、なによりも「日経 300」には異例の差別的な取引優遇措置が予定されていることなどもあわせて判断しなければならない。CME や SIMEX での「日経225」の取引がどうなるのかもいまの段階では不明である。

「日経 225」の扱いについて大蔵省の「改善策について」では「新指数の取引が定着するまでは取引を継続するものとする」とされているわけであるが、それは新指数をできるだけ早期に定着させて「日経 225」の上場廃止にもちこむという含意と了解されている。このために新指数の発表された93年10月以降、新指数の対象銘柄から外された銘柄の売却、新しく組み入れ

られる銘柄の購入の増大など「日経 225」から「TOPIX」あるいは「日経300」へのシフトがはじまっているわけである。

ほんらい完全な指数はありえないから、それぞれ特徴をもった複数の指数が取引対象とされることじたいは悪いことではない。ただ、先物市場が十分な機能を発揮するためには、コストが安く流動性が高いことが必須条件とされる。その意味では、複数の指数に取引が分散し、流動性が低くなることは望ましくないのも事実である。また、指数間の競争の結果として特定の指数商品に取引が集中する可能性もあろう。

もしも3商品の選択が同じ条件の下で市場に委ねられるとすれば、一般論としていえばその取引規模は、「日経225」>「日経300」>「TOPIX」というのがそれぞれの指数の商品性とこれまでの実績から予想される一つの姿かもしれない。しかし「日経 225」の上場廃止が予定されているとすれば「日経 300」か「TOPIX」かの選択になる。その商品性からだけみれば「日経 300」>「TOPIX」となるかもしれないが、「日経300」は新しい指数であり、当然に後発の不利を受けることになる。もし仮に「日経300」が市場に容易に定着しないことになれば、「日経 225」の廃止も実現しないという不安定な状況をつづけることにもなる。

このようにみえてくると「日経 300」の取引について異例の差別的優遇措置がとられることの意味も明らかといえるかもしれない。すなわち、「改善策について」において、「日経300」の取引については(1)取引時間を15時15分までとする（「日経225」は15時まで）、(2)最低取引単位を「日経225」や「TOPIX」の半分程度とする。(3)委託証拠金の現金比率を「日経225」や「TOPIX」よりも5%低くする。そのほか証券会社が取引所に納める取引証拠金についても規制強化前に戻して現金部分をゼロとする。などが決められているわけである（なお、値幅制限については、1日の制限値幅を3%程度から5%程度に緩和されるが、他面で同時にサーキットブレーカー制度〔先物が現物に先行して大きく変動した時に先物の取引を一時中断し冷却時間を与える〕が新しく導入されることになっている）。このような特定商品について格別の優遇措置を政策的に講ずることの適否については、議論がありうるはずである。ほんらいどの商品を選ぶかは同じ条件の下で市場に委ねられるべきことだからである。にもかかわらずあえてこれが行われるのは、世界的な商品にまで成長していた「日経 225」の上場廃止を事実上強制するという政策上の無理とも関わるものであり、さらにさかのぼれば十分な理論的、実証的根拠が不明のまま必要以上に先物取引規制を強化してきた政策上の無理とも関わるものといえるのではないか。

新指数「日経 300」の定着は望まれることではあるが、重ねていえば結果は取引開始後の状況、つまり市場がどのように受け入れるかをみなければならぬ。

どのような結果になるとしても、新指数の上場によって、これまで論議されてきた先物市場と現物市場との関係をめぐらる問題について何らかの「抜本的解決」がもたらされるとはいえないであろう。先物市場の正常な発展は先物・現物市場が一体のものである以上、現物市場が歪

んだままでは望みえない。現物市場の正常化こそが重要であり改善，改革の重点はそこにこそ向けられるべきであるとする何人かの論者の指摘は正論と思われる。

(1994.2.1 受理)

#### 参 考 論 文 ・ 資 料

- 日本経済新聞社「新株価指数の算出について」(93.10.8), 「日経300:新指数の誕生」(93.11)
- 大蔵省「先物取引の在り方について」(92.12.22), 「株価指数先物取引に関する改善策について」(93.10.8)
- 大阪証券取引所「株価指数先物取引制度要綱」(93.10.29)
- 「わが国株式先物市場の機能と問題点」(『日本銀行月報』93.1月号)
- 金子太郎「株式市場の混乱は裁定取引が招いた」(『エコノミスト』90.9.4), 「先物市場をめぐる問題」(『日経225先物・オプションレポート』91.4.10)
- 岩田規久男「株価暴落と先物取引」(『商品先物市場』90.5月号)
- 田北浩章「株価ウィルス裁定取引に揺れる兜町」(『東洋経済』90.9)
- 河本潮満「株価指数先物取引の現物市場に与える影響」(日興リサーチセンター『投資月報』90.5月号)
- 国村道雄「裁定取引は株価暴落を加速しなかった」(『エコノミスト』90.3.27), 「株価乱高下と先物価格の変動」(『インベストメント』90.12月号), 「新指数日経300の特長」(『日経225先物・オプションレポート』93.12.10)
- 安達智彦「株価変動と先物取引」(日本証券経済研究所『日本の株価変動に関する研究』91.7月), 「誰が現物市場を殺したか」(『金融ビジネス』92.3月号), 「裁定取引が株価を不安定化する仕組みとその対策」(『資本市場』92.5月号), 「株式市場の機能とその再生への提案(以下)」(『資本市場』92.8・9月号), 「日経300で何が起こる」(『金融ビジネス』93.12月号)
- 倉沢資成「裁定取引と株価—先物市場は株価振幅を増大」(『日本経済研究センター会報』90.6.15)
- 三上哲治「悪役か裁定取引のテクニク」(『ダイヤモンド』90.4.28-5.5合併号)
- 山崎豪敏「株式市場最大の仕手株“操作”された日経225」(『東洋経済』92.1.11)
- 市木治海「株式現物市場の鬼門?」(『東洋経済』92.1.25)
- 吉川真裕「株価指数先物市場の構造変化」(『証研レポート』No.1481, 91.12月号), 「株価指数先物・オプション取引をめぐる最近の動き」(同, No.1486, 92.2月号), 「株価指数先物・オプション市場改善策によせて」(同, No.1495, 93.2月号), 「難航する株式先物市場改革案」(同, No.1499, 93.6月号), 「新指数『日経300』と新商品の上場」(同, No.1504, 93.11月号). ほか
- 二上季代司, 「議論の整理が必要な先物取引批判論」(『証研レポート』No.1483, 92年2月号), 「疑問の多い『指数操作』論」(『資本市場』93.4月号)
- 大村敬一・俊野雅司「派生取引は株式市場の変動性を高めたか」(『金融ジャーナル』91.7月号)
- 浜田宏一・仁科一彦「株式先物“悪玉説”の誤り」(『東洋経済』92.10.17), 「わが国株式市場の現状とあるべき姿」(『インベストメント』93.10月号)
- 川崎宣夫「株式市場に何が起きたか」(『財界観測』93.3.1)
- 浅野幸弘「暴落の犯人は裁定取引ではない」(『金融ビジネス』90.5月号), 「裁定取引は株価変動を大きくするか」(『インベストメント』92.2月号), 「新指数は株式先物取引を再生させるか」(『東洋経済』93.12.25)
- 福山雅一・野添隆治「『裁定取引が株価を不安定化する仕組みとその対策』に反論する」(『資本市場』92.7月号)
- 横山直樹・谷通夫「先物悪者論への反論」(『商品先物市場』92,4・5月号)

- 和田良子「株式の先物市場が現物市場の価格形成に与える影響」（『富士総研論集』92.7月号）、「株価指数先物市場の現状についての再考」（『季刊CMR』11月号. 93.10月号）、「日経株価指数300の特徴と期待される役割」（『日経225先物・オプションレポート』93.11.12）
- マーク・A・ズーラック他2氏「時価総額加重平均型指数の導入による影響について」（ゴールドマン・ザックス『Stock Index Research』93.11.）
- 東京金融資本市場透明化国際化会議「株式先物市場の機能と規制のあり方」（Quick 総合研究所『QRI 調査研究報告書』93.7.22）
- 高本茂「脆弱な先物指数が株価暴落の一因だった」（『エコノミスト』93.1.26）
- 野添隆治「(上記高本論文)に反論する」（『日経225先物・オプションレポート』93.2.15）
- 大阪証券取引所『先物研究会記録』(1), (2)92.10月, 93.6月), 『株価指数先物・オプション市場に関する実証研究』（91～93.4月）いずれも『インベストメント』に掲載。