

証券取引審議会の「証券先物市場の整備について」の報告書について

証取審・昭62.5.20

証券取引審議会は、5月20日、総会を開催し、「証券先物市場の整備について」の報告書を取りまとめ、宮澤大蔵大臣に提出した。

同審議会では、昨年12月12日の第177回総会で、証券先物市場の整備に関して調査審議を行うため、「証券先物特別部会」（座長蠟山昌一大阪大学教授）の設置を決定した。

同特別部会では、本年1月14日以降6回にわたって審議を行い、4月20日、その審議結果を報告書「証券先物市場の整備について」として取りまとめ、5月20日の総会に報告、了承され、同審議会の意見として、大蔵大臣に提出されたものである。

同報告書の主な内容は次のとおりである。

1. 証券先物市場の整備の必要性

- (1) 証券市場の拡大、価格変動の増大、機関化現象の進展等に伴い、株式や債券の価格変動に対するリスク管理のニーズが高まっている。
- (2) 我が国においては、60年10月、東証において債券先物市場が創設され、また、大証において証券取引法上実施可能な「現物株式（50銘柄）のパッケージ方式の株式先物取引」が開始される予定であるが、証券価格変動に対するリスク管理機会の一層の充実が求められている。
- (3) また、海外においては、近年、株価指数先物取引等が幅広く導入され活発な取引が行われており、我が国市場の国際競争力の観点からも、このようなリスク管理システ

ムの整備が急がれている。

- (4) このような内外の情勢を踏まえ、我が国においても、株価指数先物取引や証券オプション取引を早期に導入する必要がある。

2. 株価指数先物取引等の導入の意義

- (1) 株価指数先物取引は、①効率的なヘッジ手段の提供、②現物市場の機能強化、③新たな投資手段の提供、④資本市場の国際化の促進といった経済的意義を有している。
- (2) 証券オプション取引は、基本的には先物取引と同じ機能を有するが、買い手による損失が限定されていること等の特質があり、先物取引と相俟って重要な機能を果たすことが期待される。

3. 株価指数先物取引等の及ぼす影響

- (1) 株価指数先物取引等の導入は、現物市場

の流動性及び価格形成に対し、基本的に良い影響を与えるものと考えられる。

- (2) ただし、現物市場に無用の混乱が生じないように、現物市場と先物市場との間の整合的な管理・運営を確保することが極めて重要である。

4. 株価指数先物取引等の導入のための対応

(1) 取引対象

株価指数先物取引における株価指数は、利用ニーズ等からみてできるだけ広範囲の銘柄により構成されたものとするのが望ましい。証券オプション取引については、制度的には幅広く手当てしておく必要があるが、当面は、株価指数や債券先物に係るオプション取引の導入が急がれる。

(2) 取引市場

株価指数先物取引等の取引市場は、①現物市場との間の整合的な管理・運営の重要性、②証券取引所における経験、ノウハウの活用、③既存設備、人員等の活用によるコスト低減の点からみて、証券取引所とすることが適当である。

(3) 直接参加者

株価指数先物取引等の市場へ直接参加できる者については、現物市場における経験、現物市場との円滑な裁定の確保等の点に配慮することが重要であり、現物株式の売買業務が認められている証券会社とすることが適当である。ただし、公共債に係るオプション取引については、ディーリング業務が認められている金融機関にまで認めることが適当である。

(4) 市場の利用者

① 株価指数先物取引等の性格等からみて、株価指数先物取引等は機関投資家中心の市場となるものと考えられる。

② 株価指数先物取引等の利用に当たっては、(i) 直接参加者の取引が過度に投機的にならないよう留意するとともに、(ii) 機関投資家による健全なリスク管理のための利用の確保、(iii) 会計処理の在り方に関する検討等を進めることが望まれる。

(5) 投資者保護

① 株価指数先物取引等に関する投資者保護として、(i) 知識の普及、(ii) 仲介業者の適正な営業姿勢の徹底、(iii) 情報の開示と取引の安全性の確保のための証拠金の徴収、値洗い等の措置を講ずる必要がある。

② また、過当投機の防止の観点から、証拠金率の変更、値幅制限等の措置を検討するとともに、不公正取引の防止のための方策を講ずる必要がある。

5. 結 論

(1) 株価指数先物取引等を我が国に早期に導入するため、証券取引法について所要の整備を行うとともに、具体的仕組みの検討が早期に進められることが望まれる。

(2) なお、対外証券投資が増大している状況等を踏まえ、海外の先物取引やオプション取引の利用についても検討を進めることが適当である。

なお、同報告書の全文は、次のとおりである。



昭和62年5月20日

大蔵大臣 宮澤 喜一 殿

証券取引審議会

会長 谷村 裕

当審議会は、我が国証券先物市場の整備について、別紙のとおり報告書を取りまとめましたので、ここに提出いたします。

証券取引審議会名簿

証券取引審議会

証券先物特別部会名簿

会長

資本市場振興財団理事長 谷村 裕

委員

東レ会長 伊藤 昌壽

全国銀行協会連合会理事
(三菱銀行頭取) 伊夫伎 一雄

関西電力顧問 加治木 俊道

神戸大学名誉教授 河本 一郎

昭和電工名誉会長 鈴木 治雄

東京証券取引所理事長 竹内 道雄

東京大学名誉教授 館 龍一郎

日本証券業協会会長
(大和証券会長) 千野 宜時

日本銀行理事 佃 亮二

生命保険協会会長
(明治生命社長) 土田 晃透

日本経済新聞社専務取締役 鶴田 卓彦

日本興業銀行頭取 中村 金夫

座長

大阪大学教授 蠟山 昌一

委員

明治生命常務取締役 宇都宮 一郎

東京大学教授 江頭 憲治郎

大和証券副社長 奥本 英一朗

岡三証券社長 加藤 精一

横浜国立大学助教授 倉澤 資成

野村証券専務取締役 酒巻 英雄

東レ専務取締役 坂元 晃平

東京証券取引所常務理事 佐藤 光夫

日本興業銀行取締役 杉下 雅章

日本経済新聞社論説委員 竹居 照芳

資本市場振興財団理事長 谷村 裕

住友信託銀行専務取締役 西山 廣一

三菱銀行常務取締役 平野 敦雄

日本銀行総務局長 若月 三喜雄

(別紙)

証券先物市場の整備について

昭和62年5月20日
証券取引審議会

当審議会は、昭和61年12月12日の審議で証券先物特別部会の設置を決定し、同特別部会において証券先物市場の整備について検討を行ってきた。

同特別部会は、本年1月14日に第1回会合を開催し、以後6回にわたって、株価指数先物取引及び証券オプション取引の導入等に関して審議を行った。今般、その審議の結果が「証券先物市場の整備について」としてとりまとめられ、総会において報告、了承されたので当審議会の報告書としてここに提出する。

当審議会としては、この報告書にあるとおり、株価指数先物取引及び証券オプション取引を早期に導入することが必要であり、このため、証券取引法について所要の整備を行うとともに、具体的な仕組みの検討が早期に進められることを望むものである。

I 証券先物市場の整備の必要性

1. 株価変動等に対するリスク管理ニーズの高まり

我が国株式市場の規模は、近年、急速に拡大しており、株価の変動も大きくなってきている。また、株式の保有や売買に占める機関投資家の割合が増大を続けるなど、株式市場の機関化現象が進展している。更に、近年、内外の機関投資家による国際的な分散投資が積極的に行われている中で、海外の機関投資

家による我が国株式への投資も活発化している。

このような状況の下で、内外の機関投資家を中心に、株価変動に対するリスク管理の重要性とそのためのヘッジ手段の必要性に対する認識が日増しに高まっている。今後、金融資本市場の自由化と国際化の進展等に伴い、株価変動要因が一層増すことが予想され、株価変動に対するリスク・ヘッジの必要性は一段と強まるものと考えられる。こうした状況を踏まえ、大阪証券取引所において、証券取引法上実施可能なパッケージ方式の株式先物取引が開始される予定であるが、更に、株価変動に対するリスク管理機会の一層の充実が求められている。

また、我が国においては、公社債市場の拡大、金融資本市場の自由化と国際化の進展等を背景に、昭和60年10月、東京証券取引所において、長期国債を対象に債券先物市場が創設され順調な発展をみているが、債券の価格変動に対してもリスク管理機会の一層の充実が望まれるところである。

2. 諸外国における証券先物市場の状況

他方、米国をはじめ世界の主要な国々においては、債券先物取引のほか、本格的な株価指数先物取引や、株式、株価指数、債券及びこれらの先物に係るオプション取引が幅広く導入され、活発な取引を通じて、株式や債券の価格変動リスクに対し効果的な管理が行われている。また、我が国の株価指数の先物取引が、昨年9月より、シンガポール国際通貨取引所において行われているほか、他の海外市場でも同様の動きが伝えられている。

このように世界の主要な市場において先物取引やオプション取引が活発に利用されている状況の下で、我が国市場のみがこのようないリスク管理のためのシステムを備えていないとすれば、我が国資本市場が競争力の点で劣後することになる。

3. 株価指数先物取引等の早期導入の必要性

以上のような内外の諸情勢の変化に対応して、我が国においても、機関投資家等を中心とする内外の幅広い投資者の株価変動等に対するリスク管理ニーズの高まりに応えるとともに、我が国資本市場を海外の主要な市場に比べ遜色のないものとするためにも、株価指数先物取引や株式、株価指数、債券及びこれらの先物に係るオプション取引（以下「証券オプション取引」といい、株価指数先物取引と証券オプション取引を合わせて「株価指数先物取引等」という。）を早期に導入することは、我が国資本市場にとって喫緊の課題であると言えよう。

II 株価指数先物取引等の導入の意義

1. 株価指数先物取引

株価指数先物取引は、株式市場における多数の株価を基に算出される指数を利用した先物取引であり、こうした取引の導入は、我が国資本市場に次のような経済的意義をもたらすことが期待される。

(1) 株式市場の機能強化

① 効率的なヘッジ手段の提供

株価指数先物取引は、多数の株式からなる株式ポートフォリオを保有し又は保有しようとする機関投資家等に対し、経済情勢の変化等に伴う株式市場全体の価格変動リ

スクを低コストでヘッジする手段を提供する。また、このような機関投資家等は、株価指数先物取引を利用することにより、株式ポートフォリオの調整を機動的、効率的に行うことが可能となる。

② 現物市場の機能強化

株価指数先物取引の導入により、株式市場における機関投資家等の投資の増大や、新しい投資者の参入が期待できる。更に、現物市場との間の裁定取引により現物市場の流動性が高まるほか、現物株価の円滑な形成や現物株価に関する情報の充実に期待される。また、証券会社においては、在庫保有株式や引受株式に係るリスクを軽減することが可能となり、株式仲介業者及び引受業者としての機能の向上が図られることになる。

このような効果を通じて、株式の流通市場及び発行市場の安定と拡大がもたらされ、資本市場を通じた資金配分の効率化に資することが期待される。

③ 新たな投資手段の提供

株価指数先物取引は、低コストで株式市場全体の動きに対する投資を可能にするものであり、投資者に新たな投資手段、投資方法を提供することになる。

(2) 資本市場の国際化の促進

株価指数先物取引の導入は、国際的な規模での証券取引が活発に行われている状況の下で、我が国株式を保有する海外の機関投資家等に株価変動リスクを効率的にヘッジする手段を提供し、我が国株式への投資を行いやすくするとともに、我が国資本市

場の国際競争力の強化、国際化の促進に資することになる。

2. 証券オプション取引

オプション取引とは、特定の商品を特定の条件で買い付ける（又は売り付ける）「権利（オプション）」の売買であり、買い手はオプションを行使する権利を有するが、行使する義務はなく、他方、売り手は買い手の権利行使に対し売買を履行する義務を負う。オプション取引は、価格変動リスクのヘッジ等の点で基本的には先物取引と同じような機能及び経済的意義を有するが、その特有の機能として、オプションの買い手の損失はオプション料に限定されるという危険限定効果ないし保険的機能を有し、また、その利用方法は多岐にわたっており、機関投資家等の多様なニーズに対応するものである。証券オプション取引は、こうした特質を活かすことにより、株価指数や債券の先物取引と相俟って、機関投資家等のリスク・ヘッジ等のニーズに応えるとともに、現物市場を補完しその機能を強化する役割を果たすことが期待される。

III 株価指数先物取引等の及ぼす影響

1. 現物市場への影響

(1) 発行市場及び流通市場への影響

既に述べたとおり、ヘッジ手段が整備されることによる現物投資の拡大や裁定取引による現物市場の流動性の向上が期待できるほか、流通市場の拡大や引受機能の向上により、発行市場にも良い影響がもたらされるものと考えられる。なお、株価指数先物取引等の導入により、株式等の現物市場

やその他の市場から資金シフトが起きないかという点については、新しい市場へ流入する資金は証拠金やオプション料であるため、影響は少ないものと考えられる。

(2) 信用取引との関係

株価指数に係る先物取引やオプション取引は、株式市場全体の価格変動に対するリスク・ヘッジ等の手段として有効な機能を有しており、主として機関投資家等により利用されることが予想されるのに対し、信用取引はその対象が個別銘柄であり、利用者の大半が個人である。このため、両取引は必ずしも競合するものではなく、併存するものであると考えられる。ただし、個別株式のオプション取引については、信用取引と類似する面があることに留意する必要がある。

2. 価格形成への影響

一般に先物取引やオプション取引は、現物市場の価格変動を安定化させる方向に作用すると言われる。また、これらの取引は、現物市場との間の裁定取引等を通じて現物価格の円滑な形成に資することが期待される。しかし、先物市場やオプション市場あるいはこれらの現物市場に厚みがない場合には、過度の投機により短期的には現物価格を攪乱するおそれがある。また、こうした一般的な問題とは別に、米国においては、株価指数先物取引等の決済が集中する限月の第三金曜日に、短時間のうちに現物価格が乱高下するなどの問題がみられる。

したがって、現物市場に無用な混乱が生ずることがないよう、現物市場と先物市場との

間の総合的な管理・運営が確保されることが極めて重要であり、加えて、株価指数先物取引等の仕組みを考えるに当たっては、現物市場の適正な価格形成が損なわれないよう十分留意する必要がある。また、これに併せて、現物市場の一層の整備に努める必要があることは言うまでもない。

IV 株価指数先物取引等の導入のための対応

1. 取引の対象

(1) 株価指数先物取引

株価指数先物取引の基本的な利用ニーズは、機関投資家等による株式ポートフォリオ投資に係る市場リスクのヘッジであり、こうしたニーズに適合する株価指数としては、できるだけ広範囲の銘柄により構成され、株式市場の全体的な価格動向を反映するものであることが望ましい。それが、ひいては特定の銘柄の株価変動が指数に及ぼす影響を小さくし、価格操作を行いにくくすることになる。また、採用する指数の計算方法が合理的でわかりやすいことや作成機関の社会的信頼性が高いこと、指数に関する情報が適時、適切に提供されていることが必要である。

具体的にどのような指数を採用するかについては、株価指数先物取引を導入する取引所において、以上の観点を踏まえた検討が必要である。

(2) 証券オプション取引

どのような種類の証券オプション取引を導入するかについては、制度的には幅広く手当てしておく必要があるが、当面は、株価指数及び既に活発な取引が行われている

債券先物を対象としたものの導入が急がれよう。なお、個別株式のオプション取引については、信用取引との関係や価格操作等の問題を踏まえ、慎重に対応する必要がある。また、株価指数に係るオプション取引において具体的にどのような株価指数を採用するかについては、株価指数先物取引におけると同様の考え方で対応することが適当である。

2. 取引市場及び直接参加者

(1) 取引市場

① 株価指数先物取引等は、現物市場において形成される株価等を基にしており、ヘッジ取引や裁定取引を通じ現物取引と密接な関係にある。したがって、現物・先物両市場の健全な発展のためには、現物市場と先物市場との間の総合的な管理・運営の確保が極めて重要である。

② 株価指数先物取引等の信頼性が確保されるためには、公正な価格形成が図られることが不可欠であり、このため、市場の適切な管理・運営が極めて重要である。この点で、証券取引所は、市場の管理・運営に関する豊かな経験、ノウハウを有しており、株価指数先物取引等の取引市場としてふさわしい。すなわち、証券取引所は、既に現物取引の管理・運営に当たっているほか、先物取引についても、東京証券取引所においては既に債券先物取引が導入されており、更に、大阪証券取引所においても、実質的な株価指数先物取引と言えるパッケージ方式の株式先物取引の導入が予定されているからである。

③ 株価指数先物取引等の導入に当たっては、日々の値洗い、市場情報の適時、適切な伝達等のために大規模なコンピューター・システムが必要となるが、証券取引所においては、既存の諸設備、人員等を活用することにより、事務処理コストを低くすることができる。

以上の観点から、株価指数先物取引等については証券取引所において導入することが適当かつ現実的である。

(2) 直接参加者

株価指数先物取引等の取引市場へ直接参加できる者の範囲については、社会的信用度、現物市場における経験等のほか、現物市場との円滑な裁定の確保という点に配慮することが重要である。このような考え方は、債券先物市場を創設した際の当審議会の報告に既に述べられているところである。したがって、直接参加できる者としては、多様な取引を可能にし市場の厚みを増すためには幅広い参加を認めることが望ましいが、早期に導入を図る必要もあり、現物株式等の売買業務が認められている証券会社とすることが適当である。ただし、公共債や同先物に係るオプション取引については、公共債のディーリング業務の認可を受け、業務遂行能力があると認められる金融機関にまで直接参加の範囲を拡げることが適当である。

3. 取引の利用者と留意点

(1) 予想される利用者

我が国では、シカゴを中心とする米国の先物市場等に比べ、個人投資家ないし個人

の投機家は多くないと考えられる。また、投資機会の均等という観点からは個人の利用を排除することは適当ではないが、株価指数先物取引等は少ない証拠金で大きな取引ができるなど投機的な側面が大きいことを考えれば、知識、経験、資金力の乏しい一般の投資者の利用については慎重に対応する必要がある。他方、機関投資家等のこれらの取引に対する関心は極めて高く、積極的な利用が予想される。こうした点を踏まえれば、機関投資家等を中心とする市場になるものと思われ、その場合においても、機関投資家等を中心にヘッジャー同士の売買の対当や直接参加者間の活発な取引その他多様なニーズにより、市場の機能は十分に確保できると考えられる。

(2) 機関投資家等の利用に係る留意点

① 直接参加者

証券会社等の直接参加者においては、株価指数先物取引等の運営に当たって果たすべき役割と責任が大きいことを認識し、取引が過度に投機的にならないよう、十分留意する必要がある。

② 機関投資家

機関投資家における株価指数先物取引等に対するニーズは高い。これらの投資者による株価指数先物取引等の利用については、債券先物取引の場合と同様に、それぞれの業務内容や目的に応じ利用規制が行われることが考えられる。しかし、この場合において、これら投資者のポートフォリオ資産の健全なリスク管理を確保するという視点が基本であることは言うまでもない。

③ 会計処理の問題等

米国では、1984年に先物取引一般に係る会計処理基準が設定され、先物市場における売買について一定の基準を満たす場合には、これをヘッジ取引と認定したうえで、現物取引の損益と期間対応させて計上することが認められている。これに対し、我が国では、このような会計処理は認められておらず、決済時に損益を認識する原則となっている。このような取扱いは、現物評価の在り方と密接に関連するものであり、また、先物取引全般に係わる問題でもあるので、先物取引やオプション取引の我が国における定着状況を踏まえつつ、今後、その在り方を検討していくことが望まれる。

また、株価指数先物取引等については、取引の効率性の確保等の観点から、委託手数料等取引に要するコストをできるだけ低廉なものとするのが望まれる。

4. 投資者保護等のための対応策

(1) 投資者保護のための方策

① 基本的考え方

株価指数先物取引等は、基本的には機関投資家等を中心とする市場となるが、個人が利用することも予想される。多様な利用者を有することは、市場の厚みを増し、価格形成の円滑化と安定化に資するものであるが、他方、これらの取引は投機的な側面が大きいことも事実である。

もとより、これらの取引について投資者の自己責任は十分に強調されるべきであり、投資者においては、取引の性質を十分に理解した上で利用することが求められ

る。しかしながら、個人の投資者はこの種の取引に必要な知識、情報が不足しがちであるため、投資者保護のための措置を適切に講じていくことが重要である。

② 知識の普及

投資者に対し、株価指数先物取引等の利用方法やリスクについて周知徹底するなど、これらの取引に関する知識の十分な普及が図られる必要がある。また、こうした活動を通じ、投資者の自己責任の考え方を高めていくことが必要である。

③ 顧客に対する営業姿勢

顧客に直接接する立場にある仲介業者は、必要な情報提供に加えて、顧客が取引を利用しうるだけの知識、資力を有しているかどうかを十分に吟味する役割と責任を有している。仲介業者におけるこうした姿勢の徹底は、株価指数先物取引等の健全な発展にとって極めて重要である。

④ 情報の開示及び取引の安全性確保のための措置

株価指数先物取引等に係る相場情報等が適時、適切に開示、伝達される必要がある。こうした情報の開示は、投資者保護の観点だけではなく、機関投資家によるこれらの取引の円滑な利用にも資するものである。

また、これらの取引を導入するに当たっては、取引の安全性確保と資力の乏しい投資者による安易な利用防止のための証拠金の徴収、日々の損益を確認するための毎日の値洗いなどの仕組みを設ける必要がある。

更に、これらの取引により、万一取引所の直接参加者の間で決済不履行が生じた場合に、投資者に不利益を及ぼさないように処理しうる体制を整備することが必要であり、このことは市場の国際性の観点からも重要である。

(2) 過当投機防止等のための方策

① 過当投機の防止

株価指数先物取引等については、過当な投機を防止するため、証拠金率の変更、値幅制限や建玉制限、更に、緊急の事態における売買制限措置等の方策について検討する必要がある。

② 不公正取引の排除

株価指数先物取引等についても、証券取引所の現物取引に関する各種規制措置に則して、価格操作や仲介業者による顧客注文の先回り取引等不公正な取引が行われることがないよう万全の措置を講ずる必要があることは言うまでもない。

V 終わりに

株価指数先物取引等を我が国においても早

期に導入することが必要であることは、以上のとおりである。これらの取引は有価証券の売買取引に準じた取引であり、その健全な発展のためには、取引の公正と投資者保護を確保するとともに、現物市場と先物市場との間の整合的な管理・運営が行われることが極めて重要である。このため、証券取引法について所要の整備を行うとともに、具体的な仕組みの検討が早期に進められることが望まれる。

なお、当審議会においては、株価指数先物取引等の導入を中心に検討を行ったが、近年、対外証券投資が大幅に増加している状況等を踏まえ、これらについてのリスク・ヘッジ等のニーズに応えるため、投資者保護の観点にも留意しつつ、海外の先物取引やオプション取引の利用についても検討を進めることが適当である。

また、以上の審議に際し、一部の委員から、金融商品に係る総合的な先物市場の創設が必要との意見があった。

• …… ~ …… ~ …… ~ …… ~ …… ~ …… ~ …… •