

# 解 説

## 一般投資家のための 株価指数先物・オプション講座 (1)

### 〈講座のはじめに〉

ひと昔前から比べれば、日本の株式市場は、幾多の変遷を経て急速かつ複雑な方向に進み、一般大衆投資家層や入門者などから、遠い存在になりつつある。その理由のひとつに派生商品の進歩が挙げられ、そのような現状を踏まえて、株価指数先物・オプションについての入門編講座を設けることになった。

これから始める〈一般投資家のための株価指数先物・オプション講座〉は、まず株価指数先物・オプションの日本におけるその歴史的背景を皮きりに、株価指数先物・オプションに対する難解で解りにくいという先入観を取り去りながら、その内容をできるだけわかりやすく、実例を用いてその理解を深めていくことを最優先に置き、専門用語の説明も注釈を設けて着実に進めていく予定である。

日本の株価指数先物・オプションの歴史は、欧米と比較して浅く、特に一般大衆投資家層に馴染みが薄く、制度的にもそれが定着しづらい環境であることは否定出来ない。歴史的にみて日本の株式市場は、個人投資家中心

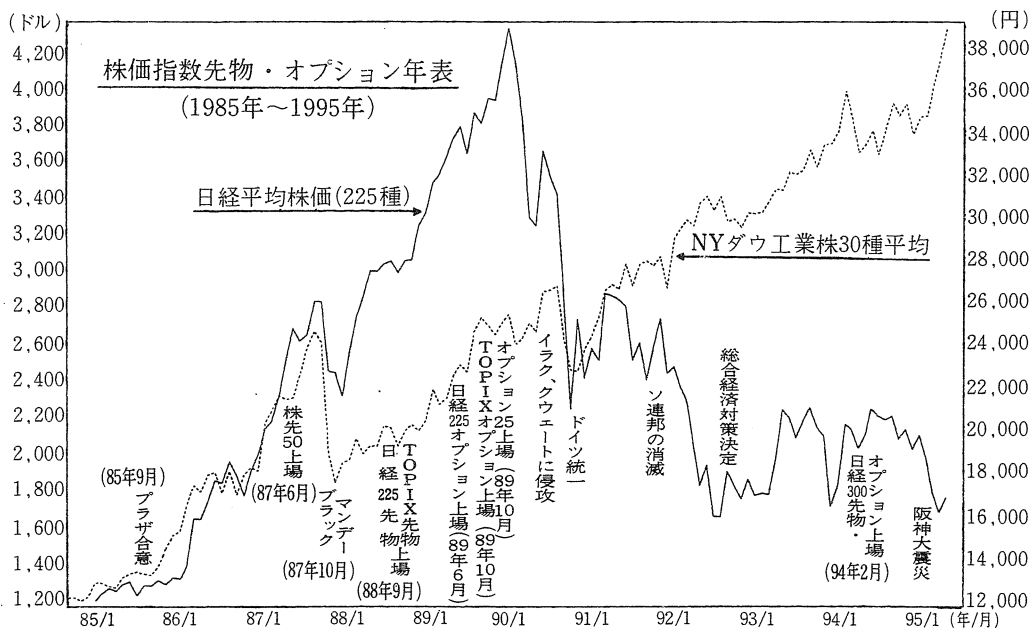
から機関投資家中心へと機関化現象が顕著になりはじめた1980年代後半頃、株価指数先物・オプション市場の創設がなされた訳であるが、その創設時点においてはすでに大衆向けではなく、機関投資家向けの商品性を有していた。

株価指数先物・オプションは本来、株式市場の脇役的存在でありながらも利用度合いの高いものであるが、主たる利用者が機関投資家であるため、非大衆化の方向に傾いてしまったことは必然的な流れといえる。

1987年10月にNY株式市場において株式大暴落が起こり(俗にいうブラックマンデー)<sup>注1</sup>、世界中の株式市場に異様な緊張感が走った。その原因に関しての分析が、いろんな角度からなされ、その直接的な原因のひとつには裁定取引(先物・オプションを駆使したプログラム売買)<sup>注2</sup>によるスパイラルな売りが株価を押し下げたとの指摘もあり、株価指数先物・オプションの持つ一面としての破壊力が、始めて表面化した局面でもあった。

日本においては1990年から1992年8月にかけて日経平均で14,000円前半まで下落していく初期段階で“先物悪玉説”<sup>注3</sup>が浮上し始めた。この頃の論議の中心は商品性が欠陥であるが故に市場が暴落するといった論争が多かったが、最近では、多くの実証的研究を経てベアリングス事件<sup>注4</sup>に代表されるように、利用者側のリスク管理体制や自己責任の原則の重要性へと移行している。

すでに拡大した市場の存在を背景に、商品性の多様化



\* グラフデータはロイター社提供

も進み、利用者側の正しい認識がクローズアップされていることは、当然といえば当然であろう。

脇役的な存在ながら強力な破壊力を有する株価指数先物・オプションとどういうふうにつき合っていくかは利用者側に依存するわけであるから、やはりそこには株価指数先物・オプションへの正しい理解が必要であり、そのことが市場の発展の成熟化を促し、新たな市場参加者層を広げる原動力となる。

この講座を通じて株価指数先物・オプションの大衆化が少しでも進展する手助けになれば幸いである。

#### 注1 ブラックマンデー

米国の金利上昇を背景に1987年10月19日にNYダウが、一日で約500ドル下げた。その日が月曜日であったことから、暗黒の月曜日つまり、ブラックマンデーと呼ばれた。

#### 注2 裁定取引(アービトラージ)

裁定取引とは、ここでは現物価格と先物価格との間の一時的な価格差のひずみを利用して利益を得ようとする取引。

#### 注3 先物悪玉説

株式相場の下落の原因が先物にあるとする説。それに対し、本当にそうなのかどうか、いろんな角度からの論議がなされた。

#### 注4 ベアリングス事件

1995年2月26日、英国のマーチャントバンクのベアリングス社が約1,500億円の損失を抱えて倒産した事件。その際の原因のひとつに、派生商品を使つての思惑的な自己ポジションを大量に抱え、その思惑が外れ、大量の損失を出したとされる事件。

さて、講座の大まかな内容については、次のように予定している。

### 第一章 日本における株価指数先物・オプションの歴史とその背景

ステージ 1 ～株先50の上場～

ステージ 2 ～日経225先物・オプションの誕生～

ステージ 3 ～日経300先物・オプションの誕生～

### 第二章 株価指数先物

#### 1) 基本

～先物取引の基本的な考え方とその仕組み

#### 2) 応用

～先物の利用方法

### 第三章 株価指数オプション

#### 1) 基本

～オプションの基本的な考え方とオプション価格の決定

#### 2) 応用

～オプションの戦略

### 第四章 多種多様な裁定取引

#### 1) 基本的な考え方

#### 2) その応用

#### 3) 裁定取引の実態

### 第五章 株価指数先物・オプションを用いた現物資産ヘッジ

#### 1) ヘッジについて

#### 2) 実践応用

なお、講座内容は進行上、変更することもあるのでは、あしからず。

### 第一章 日本の株価指数先物・オプション市場の歴史とその背景

日本の株式市場の規模拡大に伴う海外投資家による国際分散投資のニーズの多様化への対応が、日本においても派生商品市場創設の必要性を高め、世界的にみて日本の株式市場にそれが無いことは不自然でもあった。

加えて、当時の外資系金融機関の進出は目まぐるしく、東京市場への期待の大きさを物語るものであった。

そういった状況の中、証券会社、取引所及び投資家等々のそれぞれの立場において、利害の一致に時間はあまりかからなかったようだ。

#### 注5 国際分散投資

分散投資の効果は、相関関係の低い証券を多く組み入れるほど大きくなる。

1 国内の証券は多かれ少なかれ共通の影響を受けるから、相関関係はどうしても高くなりがちである。それゆえ、外国の証券を組み入

れることは、ポートフォリオのリスクを低め、相対的に有利な収益＝リスクの対応を実現することができると考えられる。実際多くの国の株式に分散投資した資本資産価格モデルは、その有効性が認められている。

出典：証券分析用語辞典

ステージ1 株先50上場

1987年6月、当時の証券取引法でも実施可能なパッケージ方式による株式先物取引が大阪証券取引所に<sup>注6</sup>開始された。株先50の誕生である。

当時の証券取引法で株価指数先物取引を導入するには、その証取法の改正が必要で、そのための準備が十分に進んでいなかったことが背景にあったようである。この株先50は、現引き、現渡しなどの特徴を持ち、現在の株価指数先物とはいくつかの異なる点があったものの、本格的な株価指数先物誕生にむけての先導的な役割を果たした。

その一方で、株先50から本格的な株価指数先物へとステップアップしていくための、いくつかの課題も同時に浮かび上がってきた。例えば、新値関与禁止、ファイナンス銘柄関与禁止のルール上の制約にはじまり、株式市場全体を反映する株価指数との動きに対する若干のずれ、1987年10月のブラックマンデーを契機としたヘッジ目的に利用可能な株価指数先物のニーズへの対応、そして株券を伴う受渡し処理絡みや、市場参加者による取引体制の整備充実のためのコンピューター技術の導入も挙げられよう。

以上のようないろいろな課題に直面しながらも、当時株先50に参加した投資家や証券会社は着実に課題を克服しながらノウハウを蓄積していった。この時に、近い将来到来する株価指数先物取引時代を睨んだ対応の有無は、後で大きく格差をあけることとなるが、そうした市場参加者は、意外に少なかったようだ。

1988年5月には証取法改正により、法律上の課題も解消し、株価指数先物取引のための準備を終え、同年9月の日経225先物取引開始へと向かうこととなる。

次回号に続く。

注6 パッケージ方式

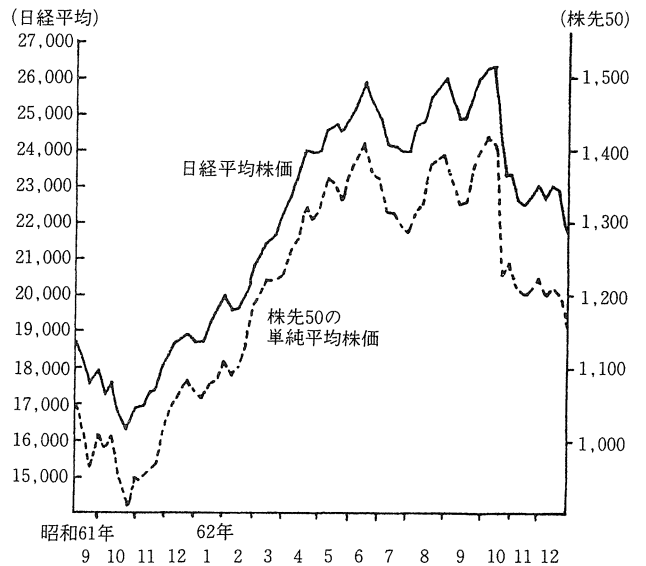
注7の株先50を参照。

注7 株先50(株券先物取引)

ひとまとめにされた株式の平均株価で売買され、その銘柄数は50としている(パッケージ方式)。そして、大阪証券取引所で売買されている50銘柄それぞれ1,000株(関西電力は100株)をひとまとめにしたものを1単位として売買するもの。

株先50の構成銘柄の選定には、日経225現物指数の動きと極力近似するように組み合わせられ、流動性の高い銘柄が選ばれた。

(日経225平均株価との関係)



(構成銘柄一覧：当時の銘柄名で表示)

鹿島建設	大和ハウス工業	明治製菓
麒麟麦酒	味の素	東洋紡績
帝人	東レ	旭化成工業
王子製紙	住友化学工業	三菱化成工業
東ソー	電気化学工業	鐘淵化学工業
協和醗酵工業	武田薬品工業	富士写真フィルム
日本石油	日本板硝子	小野田セメント
三菱鉱業セメント	新日本製鉄	川崎製鉄
住友金属工業	三菱金属	日本鉱業
住友電気工業	小松製作所	日本精工
日立製作所	松下電器産業	シャープ

三菱重工業	日産自動車	トヨタ自動車
キャノン	大日本印刷	三井物産
三菱商事	三越	住友銀行
東京海上火災保険	安田火災海上保険	三菱地所
近畿日本鉄道	日本通運	日本郵船
関西電力	大阪瓦斯	

そして株先50は、5限月（3月限、6月限、9月限、12月限、翌3月限）が常に上場され、その決済方法は、反対売買による差金決済と現物の受渡しによる決済があり、最終売買日までに反対売買を行わなかった場合、売り方は、50銘柄の株券をそれぞれ必要な数量をそろえて引き渡し、買い方は、その代金を支払って決済するシステム。

株先50の売買は、先物契約の履行を保証するため、売り方、買い方とも、所定の委託証拠金の差し入れが義務付けられた（委託証拠金については、後で触れる予定。）。

出典：大証

注8 現引き、現渡し

現引きは、買付け代金を渡して株券を受け

取り、現渡しは、売付け株券を渡して代金を受取る。

注9 新値関与禁止ルール

証券会社は、自己勘定による売買で新値をつけてはならないとされている。これは、証券会社自らが株価の騰落に参加したことにより、投資家保護、取引の公正確保に反し、証券業の信用の維持を妨げることになる。

注10 ファイナンス銘柄関与禁止ルール

時価発行増資や転換社債、ワラント債の発行時において、基準となる株価は高いほうが発行会社にとって有利となるため、発行会社は一般的に高値でのファイナンスを指向する傾向がある。これはともすれば、株価形成上、問題を生じさせることになる。又、高株価によるファイナンス期間中の売買については、不公正取引等を防止するために、証券取引法ならびに取引所規則等により制約がなされている。

ドイツ証券会社 東京支店  
派生商品営業部課長 城下 関 応

