

解 説

一般投資家のための 株価指数先物・オプション講座 (3)

第一章 日本における株価指数先物・オプション市場の 歴史とその背景 (続編)

ステージ3 日経300先物・オプションの誕生

日経300先物・オプションが上場されるにあたってまず第一に浮かんでくるのは、その背景であろう。したがって、その背景について最初に触れていくことにする。

先に簡単に触れた先物悪玉論をここでもう一度思いだしてほしい。1990年以降の株式相場の下落局面において、よくマスコミ等で「解消売りにより相場が急落し…」という決まり文句が数多くみられた。確かに、相場下落の直接の原因の一つとして影響を与えたことは否定出来ない訳だが、はたしてそれだけで終わらせてよいものだろうか。つまり、先物自体が悪玉なのか、裁定取引が悪玉なのか、それとも悪意に利用した一部の者が悪いのか検討を要する。解消売りは裁定取引で積上げられた現物ポジションを売る行為を伴うため、実際には現物市場にマイナスに作用するが、それ自体長い目でみれば、ミスプライス是正機能としての役割を果たしており、犯人扱いにするにはしのびない。先物自体の存在もそれと同様で、詰まるところ日経平均株価指数の操縦性からくるところが大きく、そしてそれに気付いた市場参加者たちが裁定取引に群がり、個々の株式の地合いとかけ離れた株価指数の動きが、さらに不信感を増幅させていったと一般にいわれている。

株式相場の下落が先か裁定解消が先かは「鶏が先か卵が先か」の論議と同様に厳密には判断しかねるわけであるが、1989年12月に日経平均株価が史上最高値をつける過程で大量の余剰資金が株式市場に流れ込む際、その資金の一部が投資信託にも流入し、株式組入れの代替行為としての先物買いが、慢性的な買い裁定取引機会を創りだし、裁定取引残高を積上げ、一旦相場が下落し始めると、先物にも以前のような買い(理論価格を上回る)もなくなり、ペースが縮小し慢性的裁定解消場面へと変貌する。身勝手な解釈はよくあることであるが株価指数が上昇した際の先物の存在にも注目しておくことは大切であろう。

そういった先物に対する論議が深まるにつれその論議の中心が株価指数の操縦性に移っていく。つまり日経平均株価指数の構造上の問題指摘であった。世界中の先進国の株価指数の中で価格加重型指数を採用していること19の例外性はどうしても避けては通れない点としてクロー

ズアップされた。株価指数先物・オプションを導入する際、日経平均株価を採用した大きな理由には大衆に長く親しまれた株価指数をもってこることで、この新しい試みをいち早く市場関係者達になじませる必要があったのであろう。

さて、その指摘された指数構造上の問題とは何であったのか。つまり先に述べた価格加重型株価指数がもたらす指数の操縦が容易であることが挙げられる。

TOPIX(東証株価指数)は、東証の第一部に上場している全銘柄を対象に上場株式数を用いて加重平均しており実際にTOPIXと完全に連動させるためには、その仕組み通りに構成させる必要がある。構成銘柄についてそれぞれの時価総額(上場株式数×株価時価)で構成比率を決め構成させる。現実問題としてはそういった構成作業はたいへんであり、なんとか銘柄数を減らしながら完全連動へと近似させようとするが、どうしても誤差が出てしまう。いわゆるトラッキングエラーを許容しなくてはならなくなる。それに比べ日経平均株価の場合、構成銘柄数は225種類とはるかに少なく、単純平均のため、構成比率も単位株を用いて決定するため、完全連動のためのバスケットを作るのは簡単である。

さらに、株価指数構造上の重要な問題は構成銘柄の流動性にある。それは個々の構成銘柄がどの程度市場で取引されているかである。日々の出来高が少なく、少ない株数の売買で簡単に株価が動いたり、上場株式数が少ないことによって物理的に株価がとぶといったことがあると当然、株価指数の動きに反映してくる。

あらかじめそういった品薄株の株価指数への影響を故意に利用した上で取引されるとなれば、それは一種の相場操縦との解釈へとひろがる。日経平均株価を原資産に持つ日経225先物・オプションはそういう危険性を現実化すると指摘する市場関係者の声も聞かれた。

当時のそのような数々の指摘に対して、さまざまな取引規制が試みられた。日経225先物・オプション取引に関する代表的な規制強化策として、

- 1) 気配値の更新時間とその幅及び値幅制限
- 2) 委託証拠金の引上げ
- 3) 売買手数料率の引上げ

などがとられた。

派生商品取引に対する当初からのルール及びその後の規制強化が与えた功罪については、あらためて議論の余地を残した。結果として思惑市場参加者が減り、一部はSIMEX市場へと流出し、派生商品市場の流動性の欠如が表面化していく。

1992年8月に日経平均株価で14309.41をつけ、その後の短期的かつ急激な相場の上昇とその後の1～2カ月の保合い相場の繰り返しの中で、少しずつ株価下落リスク

の後退により、ヘッジニーズが減退し、セルボラポジション^{注21}減少、売り方ギャンプラー減少、そして買い方は現物株中心に回帰していき、証券会社の自己と機関投資家だけが市場に残る結果となった。

そうした展開の中で必然的に新指数に対する開発意欲は育ち、各方面からの最大公約数的な制約を背負った形で具体的な検討にはいることとなった。ユーザーである投資家の意見交換は定期的に開かれ、様々なシミュレーションを民間に委託しながら、銘柄選択尺度、構成銘柄数、算出方法等を固めていった様だ。制約に関しては、その辿った背景から、構成銘柄は流動性、業績などを考慮の上、市場代表性、業種代表性^{注22}が取り上げられたようだ。その一方で大証でのシステム等のインフラ整備が進められついに新指数先物・オプションが上場する運びとなる。新指数は日経株価指数300と命名され、東証第一部上場銘柄の中から市場を代表する主要300銘柄を時価総額で加重平均し指数化したものであり、長期にわたる継続性を維持し、相対的に時価総額の大きい銘柄で構成した株価指数である。そして、1993年10月8日分から紙面等々で日々指数値を公表開始し、今後は原則年1回の定期的見直しによる銘柄入れ替えを実施することとなる(日本経済新聞社が算出、公表)。

そういった変遷を経て1994年2月14日、日経株価指数300を原資産に持つ日経300先物と日経300オプションが大証にアベック上場した。その詳しい商品説明は後で触れることとする。

日経300先物・オプションはその早期定着を図るため他の上場派生商品と比較して優遇策の措置^{注23}がとられることとなった。そして市場での定着^{注23}がみなされた段階で日経225先物・オプションを廃止していく予定となっている。新指数は公表されてからその先物とオプションが上場するまでの間、日経225型から300型への乗り換えに絡んで現物市場の需給に影響を与えたことにも触れておこう。新しく加わった銘柄群と外された銘柄群に対する株価動向は、二極化現象を起こし、そして新たに裁定取引の機会を創り出し、一時的ではあるが、無機質な株価の動きに市場は困惑した。

残念ながら上場後の取引の状況を見る限り、市場参加者の受け止め方は意に反して冷ややかなようだ。

その後、日経300先物・オプション取引の活性化のための優遇策がうたれていくが、(例えば委託証拠金の引下げ等)株式市場自体の低迷も加わり、現実的にはきびしいようだ。

以上3回にわたって日本における株価指数先物・オプション市場の歴史とその背景をみてきた。大まかなその変遷を理解してもらえれば、その目的を果たしたといえよう。

次回号からいよいよ本題に入っていく予定である。

注19 解消売り

裁定取引によって作られた現物株買い、先物売りのポジションを反対売買すること。この場合買いのポジションは株価指数(例えば、日経株価指数(225種))に連動するようになっていたため、株価指数と指数先物とのベースが縮小してくると裁定解消売りが出やすい環境になる。

注20 世界中の先進国の株価指数(日本と比較)

名称 (対象国)	計算方式	銘柄数	先物・オプション 市場
日経300 (日本)	時価総額加重	300	大証
日経225 (日本)	価格加重	225	大証
TOPIX (日本)	時価総額加重	東証1部上場 全銘柄	東証
DJIA (米国)	価格加重	30	
SP500 (米国)	時価総額加重	500	CME, CBOE
FT-SE100 (英国)	時価総額加重	100	LIFFE
CAC40 (フランス)	時価総額加重	40	MATIF, MONEP
DAX (ドイツ)	時価総額加重	30	DTB

注21 セルボラポジション

セルボラは俗称。ボラティリティ(価格変動率)の低下を前提にしたオプション戦略であり、詳しくはオプションの講座の中で説明予定。

注22 市場代表性、業種代表性

構成銘柄に選択される銘柄群の役割は市場の様子を表わす必要があり、その銘柄が属する業種においても同様の役割を果たす必要がある。

注23 優遇策の措置(当時)

- 1 立会時間を既存商品よりも延長し、午後立会を15時15分までとする。
 - 2 取引単位は既存商品よりも小口化し、日経300の数値に1万円を乗じて得た額を1単位とする。ただし、売付け又は買付けに係わる数量は、原則として3単位以上の数量とする。
 - 3 値幅制限は、先物取引等の一時中断措置(サーキットブレーカー制度)の導入を前提に5%程度とする。
 - 4 証拠金の現金部分について、取引開始日から半年間は5%ポイント既存商品よりも低く設定する。
- 出典:大証「日経株価指数300先物取引制度要綱について」

ドイツ証券会社 東京支店
派生商品営業部 課長 城下 関 応