

先物・オプションマーケット

業種別株価指数先物・ オプション取引の導入について

はじめに

大阪証券取引所(以下、「大証」)では、現在、「日経225先物・オプション取引」、「日経300先物・オプション取引」及び個別株式を対象とする「株券オプション取引」と数多くの金融デリバティブ商品が取引されている。大証の国内デリバティブ市場におけるシェアは、株価指数先物取引で約80%、同オプション取引ではほぼ100%、株券オプション取引では約80%に達しており、世界的にもデリバティブの中心市場の一つとして位置づけられている。デリバティブ商品の品揃えの面では、他の先進国と比較するとまだまだ多様化の余地が大きく、投資家にとって一層魅力のある新商品の導入が望まれている。

こうした状況に対応するために、大証は業種別株価指数先物・オプション取引を導入すべく準備を進めている。

1 導入の経緯

日本経済は、消費者の購買意欲の低迷等により今もなお足踏み状態を続けている。規制緩和等の経済活性化策が講じられているものの、構造的な不況下において競争激化を招き、業績等において業種間・企業間動向の格差が拡大している。証券市場においても、株価の優勝劣敗が一層明らかとなっているうえ、国際化・情報化の進展により投資手法の高度化・多様化が著しい。このような変化の激しい環境下では、従来の日経平均株価等のマクロ指標ではミクロな株価動向を的確に把握することが困難となっており、新たな指標としての株価指数が求められている。

大証は、このような投資家ニーズに応えるために新たに業種別株価指数を開発し、それを対象とする先物・オプション取引を上場する。この業種別先物・オプション取引の導入により、新たな投資手段を提供し、投資家はきめ細かで柔軟なリスク・ヘッジやポジション調整が可能となる。

2 米国の状況

金融先進国である米国では、既に1980年代前半には複数の取引所でコンピュータ関連やエネルギー関連の業種別株価指数オプション取引が上場され、その後も業種別

派生商品の多様化が進んできた。導入当初の取引高こそ伸び悩んだものの、1990年代に入ると次第に投資家の関心を集め、現在ではAMEX、CBOEを中心にハイテク、リテール、金融、エネルギー関連等様々な業種別株価指数オプション取引が上場されている。業種別株価指数オプション取引の取引高は、総合指数型の代表的商品であるS&P100オプション取引やS&P500オプション取引との比較では、まだまだわずかな規模であるものの、取引高は急激に増加傾向にある。米国で業種別株価指数オプション取引の取引高が急増している背景には、米国の株式市場の活況や業種を対象としたミューチュアル・ファンドの躍進がある中で、業種別株価指数オプション取引がリスクヘッジや資産運用等のツールとして投資家に広く浸透しており、その有用性は評価されている。このように、わが国に業種別派生商品を導入することは、グローバル・スタンダードの観点からもその意義は大きい。

3 ハイテク、フィナンシャル、コンシューマーの3業種でスタート

計算方法は次のとおり時価総額方式で、1985年10月1日を基準日として計算され表示の単位は円銭である。時価総額の計算は、各構成銘柄毎の「株価」×「株数」の合計である。

(指数の計算式)

$$\text{業種別株価指数} = \frac{\text{算出時点の時価総額}}{\text{基準時価総額}} \times 10,000\text{円}$$

これらの株価指数は、1985年時点の投資資金10,000円がその後の株式市況の変動により、どのようになっているかを表す。

なお、指数の計算に際しては、公募増資等で市況の変動に関係なく時価総額が増加した場合には、指数への影響を取り除くために基準時価総額を修正することにより、指数の継続性が保たれる。

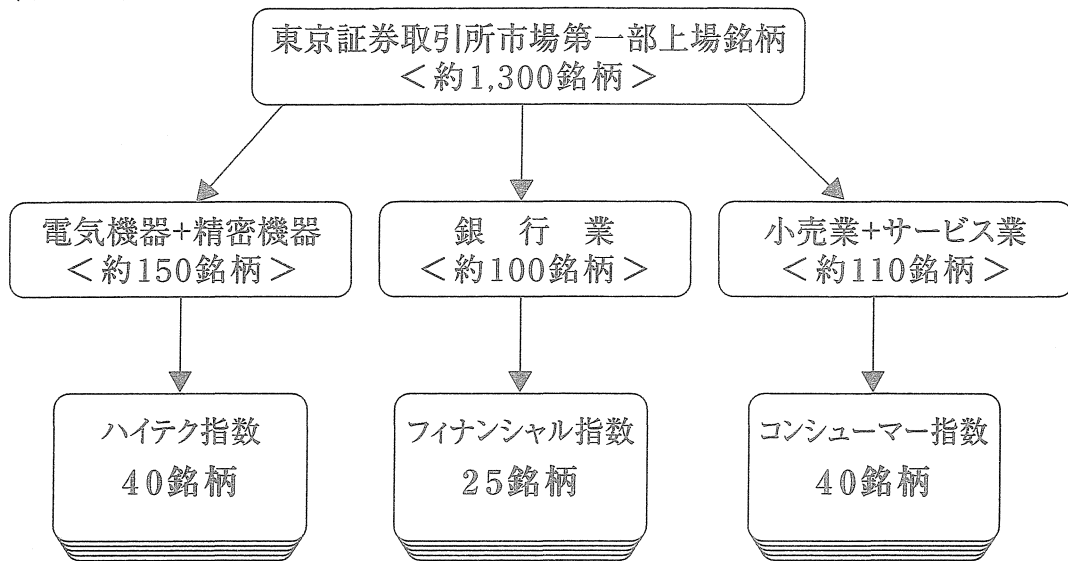
例をあげると、公募増資の場合、基準時価総額の修正を行わないと上記の算出式の分子が市況変動によらずに大きくなり、指数値も大きくなってしまふ。そこで発行価格に公募株式数を乗じて修正総額を算出し、この修正総額が分子に加わっても指数値が変化しないように基準時価総額を下記の算式に基づいて大きくすることで増資の影響を取り除くという作業を行う。

(基準時価総額の修正)

「新」基準時価総額＝

$$\text{「旧」基準時価総額} \times \frac{\text{修正前の時価総額} \pm \text{修正総額}}{\text{修正前の時価総額}}$$

(イメージ図)



4 指数の特徴

大証の業種別株価指数は、指数の本質的な役割である指標性を高めつつ、派生商品の対象としての利便性を高めるように工夫し設計されており、次のような特徴がある。

(1) 洗練された構成銘柄 (資料1参照)

大証の業種別株価指数は、ハイテク指数40銘柄、フィナンシャル指数25銘柄、コンシューマー指数40銘柄で構成されている。この銘柄数で、各指数の対象業種の全体時価総額の80%以上をカバーしており、少数の銘柄で業種全体の株価動向を的確に表す点に大きな特徴がある。

指数の構成銘柄を見ると、ハイテク指数は高度な技術力を持ち国際的にも知名度の高い銘柄が多く含まれており、フィナンシャル指数は都市銀行が中心、コンシューマー指数にはコンビニエンス・ストアや通信・情報関連等の成長力のある企業が含まれている。このように大証の業種別指数の構成銘柄は、業界を代表する銘柄のみならず、日本を代表する洗練された銘柄により構成されている。

(2) 業種の範囲

業種の範囲は、証券コード協議会の分類をベースに「電気機器及び精密機器」をハイテク、「銀行業」をフィナンシャル、「小売業及びサービス業」をコンシューマーとしている。証券コード協議会の分類は、売上高構成比率や利益貢献度等により判断されるため客観性が高く、投資家の間にも広く浸透している。大証は、これをベースに、業態や事業イメージが似ており、かつ、クラスター分析に基づく業種毎のパフォーマンスに類似性が高いもの同士を複合してオリジナルの業種の区分を設定している。

この結果、業種別株価指数は実態に即した動きとなり、指標性が一段と高くなっている。

(3) ニーズの高い3業種

数多い業種の中から、これらの3業種を選んだ理由は、①パフォーマンスが日経平均株価等既存の総合指数と大きく乖離している②ボラティリティーが高い③マーケット全体に占める時価総額比率が大きい④市場での注目度が高い等の条件を満たしており、デリバティブ商品の対象として魅力的であるからである。

(4) 銘柄選定の基準及び方法

構成銘柄の選定は、①東京証券取引所市場第一部上場銘柄であること②上場後1年を経過していることが条件である。この条件を満たす銘柄の中から、各指数毎に時価総額の大きい順に大証が選定する。上場後1年経過を条件としているのは、マーケットにおける株価の定着には期間が必要であるからである。

銘柄の入替えについては、企業の趨勢に臨機応変に対応するため毎年10月に定期的な構成銘柄の見直しを行う。また、構成銘柄が合併や上場廃止等の特殊要因に該当した場合は、その都度当該銘柄と次点銘柄を入れ替える。この次点銘柄は、直近の定期的な見直し時の月次平均時価総額の大きい順に選定する。

このように、時価総額の大きい銘柄のみで指数を構成することで、品薄銘柄を排除し現物市場でのマーケット・インパクトが軽減でき、派生商品としての利便性が高まる。

(5) 国際的基準に適合

米国では、現物に係るオプション取引はSEC(証券取引委員会)が管轄し、先物取引及び先物取引に係るオプ

ション取引はCFTC(商品先物取引委員会)が管轄している。米国の商品取引法において、有価証券株価指数先物取引をCFTCに申請する前にSECの審査が必要と規定されているため、CFTCとSECは、次の内容で米国における株価指数先物取引のガイドラインについて合意している。

- a 25銘柄以上の銘柄で株価指数が構成されていること。
- b 時価総額の合計が最低750億ドルであり、かつ、500億ドル以上を維持すること。
- c 株価指数の構成銘柄の時価総額に占めるウェイトが、1銘柄当り25%未満であること。
- d 株価指数の構成銘柄の時価総額に占めるウェイトが、3銘柄当り45%未満であること。

大証のハイテク指数、フィナンシャル指数、コンシューマー指数は、このような米国の数値基準を満たすように設計された国際基準の株価指数である。

5 先物・オプション取引の導入の意義

投資家にとっての業種別株価指数先物・オプション取引上場のメリットは、商品のバリエーションが増えること、新たな裁定機会が生じること、セクター判断に基づくスペキュレートが可能になること、保有するポートフォリオのセクターウェイトの変更が容易となること、少ない執行コストでリスク・コントロール可能となること等が挙げられる。

6 取引制度

業種別株価指数先物・オプション取引の取引制度は、資料2「業種別株価指数先物取引の制度概要」、資料3「業種別株価指数オプション取引の制度概要」のとおりであり、既存の日経225先物・オプション取引や日経300先物・オプション取引と基本的には同様であるため、主要部分について概略触れておきたい。

(1) 先物取引

- ・ 取引制度概要(資料2参照)

業種別株価指数は、例えば18,867円23銭のように小数点以下第2位まで表示されるが、それを対象にした先物取引は18,865円や18,870円と、5円刻みで表示される。日経225先物取引が10円刻みであることから、従来よりもきめ細かい取引が可能となっている。

また、先物取引を1単位取引した場合の取引金額は、日経225先物取引と同様に約定指数の1,000倍となる。

(2) オプション取引

- ・ 取引制度概要(資料3参照)

① 限月取引

オプション取引の限月設定は、取引実績の多い直近限月と決算期前のヘッジニーズが高い3、6、9、12月を効率的にカバーすることができる「直近2限月+3、6、9、12月限のうちから直近2限月」(株券オプション取引と同様)である。

② 権利行使価格

- ・ 3、6、9、12月は1,000円刻み、それ以外の月は500円刻みである。ただし、3、6、9、12月も取引期間が3ヶ月以内になると500円刻みを追加する。権利行使価格は、指数の変動性等を考慮し取引の集中するアット・ザ・マネーが常に存在するのが望ましい。3、6、9、12月の権利行使価格を1,000円刻みと幅広く設定するのは、長期の期間リスクに対応したりリスク・ヘッジを可能にするためである。
- ・ 新規設定される権利行使価格の数は、指数に最も近い権利行使価格を基準に上下2本、合計5本となる。

資料1：業種別株価指数の構成銘柄一覧

資料2：業種別株価指数先物取引の制度概要

資料3：業種別株価指数オプション取引の制度概要

(M.M)