

株式オプションの導入

香港市場での経験

すでに新聞紙上では、証券取引審議会・総合部会での審議を経て、株式オプションの導入が内定しているかのような記事も見られるが、株式オプションの導入は低迷を続けるわが国の株式市場にとって最も関心を持たれる話題の一つであろう。世界の主要な株式市場の中で、株式オプションを導入していないのはもはやわが国だけとなっていました。従来は株式オプションの導入は信用取引の減少をもたらし、個人投資家の信用取引にかかる手数料収入に依存する中小証券会社の経営への影響が大きい等の理由で、株式オプションの導入は先送りされてきた。しかし、ここへきて手数料自由化の議論が活発化する中で、現在のように低迷を続ける株式市場の下では手数料収入だけに依存した経営には限界があるとして、株式オプションの導入をきっかけに個人投資家の市場参加を促し、株式市場の盛り上がり喚起しようとする空気が強まっている。

本稿では世界の株式オプション市場を概観した後、わが国よりも一足早く昨年九月に株式オプションを導入した香港市場での経験を紹介し、わが国に株式オプションを導入する際の問題と株式オプションを導入した結果生じるかもしれない問題とを考察する。

世界の株式オプション市場

店頭での株式オプション取引は一七世紀末にロンドンで始まり、一八世紀末にはアメリカでも開始されていたが、現在のような取引所での株式オプション取引が始まったのは一九七三年にシカゴ・ボード・オプション取引所(CBOE)が開設されて以降のことである。清算機関が取引当事者の間に入り、権利行使価格や満期日を標準化することによって、CBOEでの株式オプション取引は急速に拡大し、翌一九七四年にはニューヨーク証券取引所(NYSE)での株式売買高の一六・二%にまで達した。一九七五年にはCBOEの成功に刺激され、アメリカン証券取引所(AMEX)とフィラデルフィア証券取引所(PHLX)が株式オプションを上場したのに加え、カナダのモントリオール証券取引所でも株式オプション取引が開始された。そして、一九七六年にはアメリカでパシフィック証券取引所(PSE)とミッドウエスト証券取引所(MSE)が株式オプション取引を開始し、カナダのトロント証券取引所、オーストラリアのオーストラリアン証券取引所(ASX)でも取引が開始された。さらに一九七八年にはオランダでヨーロッパ・オプション取引所(EOE)が、イギリスでロンドン・オプション取引所(LTOM)がCBOEと同様に株式オプション専門の取引所として設立され、CBOEの開設から五年の間に株式オプション取引は英語圏を中心に世界中に波及することになった。(なお、ブラジルでも一九八〇年にサンパウロ証券取引所、一九八二年にリオデジャネイロ証券取引所が株式オプション取引を開始している。)

株式オプション拡大の第二波は世界的な金融自由化の流れを受けて、一九八〇年代後半に始まった。まず、一九八五年にNYSEがアメリカ国内の先行組からかなり遅れて株式オプション取引に参入し、スウェーデンのストックホルム・オプション取引所(OM)が取引を開始した。一九八七年にはフランスでパリ・オプション取引所(MONEP)、一九八八年にはスイスでスイス金融先物・オプション取引所(SOFFEX)、一九九〇年に

はドイツのドイツ金融先物・オプション取引所(DTB)、ノルウェーのオスロ証券取引所、デンマークのペンハーゲン証券取引所(FUTOP)、ニュージーランドのニュージーランド先物・オプション取引所(NZFOX)、一九九一年にはスペインのマドリッド株式先物取引所(MEFF・RV)、オーストラリアのオーストリアン先物・オプション取引所(OTOB)、一九九三年にはベルギーのベルギー先物・オプション取引所(BELFOX)が相次いで株式オプションを導入した。そして、一九九五年には香港証券取引所(SEHK)がアジアとしては初めて株式オプションを導入した。

表1は世界の主要な取引所における一九九六年一月から八月までの株式オプション売買高を表わしている。第一位は株式オプションの嚆矢となったCBOEで五八五三万枚、第二位はAMEXで三六六六万枚、第三位はSOFFEXで二二二七万枚、第四位はPSEで二二〇五万枚、第五位はEOEで一七五万枚、第六位はPHLXで一〇〇二万枚とアメリカ勢が上位を占

表1 世界の主要な取引所における株式オプション売買高

| 順位 | 取引所名 | 国名 | 1996年1月～8月の 売買高(枚) | 取引開始(年) |
|----|--------------|---------|-----------------------|---------|
| 1 | CBOE | アメリカ | 58,532,242 | 1973 |
| 2 | AMEX | アメリカ | 36,655,804 | 1975 |
| 3 | SOFFEX | スイス | 22,266,422 | 1988 |
| 4 | PSE | アメリカ | 22,050,454 | 1976 |
| 5 | EOE | オランダ | 11,751,577 | 1978 |
| 6 | PHLX | アメリカ | 10,017,926 | 1975 |
| 7 | OM | スウェーデン | 7,930,583 | 1990 |
| 8 | ASX | オーストラリア | 7,423,660 | 1976 |
| 9 | DTB | ドイツ | 7,162,254 | 1990 |
| 10 | LIFFE (LTOM) | イギリス | 3,106,145 | 1978 |
| 11 | MONEP | フランス | 2,520,737 | 1987 |
| 12 | NYSE | アメリカ | 2,212,643 | 1985 |
| 13 | トロント証券取引所 | カナダ | 1,337,972 | 1976 |
| 14 | SEHK | 香港 | 903,945 | 1995 |
| 15 | OTOB | オーストラリア | 867,156 | 1991 |
| 16 | MEFF RV | スペイン | 594,023 | 1991 |
| 17 | オスロ証券取引所 | ノルウェー | 509,452 | 1990 |
| 18 | BELFOX | ベルギー | 283,855 | 1993 |

資料: Futures & Options World, Issue 305(1996年10月)等より作成

めていることがわかる。ただし、株式や株価指数先物・オプションのような取引の集中はアメリカでは起きていないようである。

また、アメリカ以外に目を転じると、ロンドン国際金融先物・オプション取引所(LIFFE)・一九九二年にLTOMを併合)やDTB、MONEPでの取引はそれほど大きくなく、SOFFEXやEOE、OM、ASXといったところでの取引が多いのは株式市場の規模を考えると意外である。

香港での株式オプションの導入に至る経緯

香港は時価総額ではアメリカ・日本・イギリス・ドイツ・フランス・カナダ・スイスに次いで世界で八番目に大きな市場に成長し、すでに一九八六年にはアジアで初めて株価指数先物(ハンセン指数先物)を上場し、一九九三年にはアジアで二番目に自国市場対象の株価指数オプション(ハンセン指数オプション)を上場している。

ここ数年間の香港市場の成長は著しいが、一九八七年のブラック・マンデー直後には香港証券取引所、香港先物取引所(HKFE)ともに四日間閉鎖され、国際的な信用の低下と株価指数先物取引に関わる業者の債務不履行、その後の株式市場の停滞といった危機的な状況に陥っていた⁽¹⁾。先物業者の債務不履行問題については香港政府が公的資金を導入して救済し、両取引所に対しては組織改革が施行され、両市場を一元管理する監督機関として証券先物委員会(SFC)が新たに設立された。

こうした状況の中で、香港証券取引所は一九九〇年六月に株式市場活性化策として株式オプションの導入案と中小企業のための店頭市場の創設案をSFCと政庁金融当局に打診した⁽²⁾。そして同年十一月にはSFC委員長が自動決済システムを一九九一年中に導入し、一九九二年半ばまでに株式オプションと株価指数オプションが導入

されるとの見通しを明らかにしていた。⁽³⁾

しかし、その後の道のりは必ずしも平坦なものではなかった。というのも、一九九一年四月に同委員長がリアルタイムの取引情報開示と空売り解禁が株式オプション導入のための前提であるという見解を明らかにし、決済システムの改善以外にも株式オプション導入にいたるハードルを提示したからである。⁽⁴⁾

一九九二年六月には遅れていた中央決済システム(CCAS)への移行が始まり、同年一二月に香港証券取引所はようやく株式オプションに関する第一回目の評議案(コンサルティション・ペーパー)を発表し、原株の適格基準と取引要綱(呼値・権利行使価格とその設定幅・新規設定・権利行使と割り当ての手続き)に関する意見を市場関係者に求めた。⁽⁵⁾ として一九九三年三月には第二回目の評議案が発表され、コンピューターによる自動取引執行や清算機関の設立等が提案された。⁽⁶⁾ (なお、この月に香港先物取引所は一足早くハンセン指数オプション取引を開始した。) さらに一九九三年一月にはソフトウェアの欠陥で難航していた自動注文執行システム(AMS)への移行が香港証券取引所で開始され、翌一九九四年一月には株式の空売りが解禁され、⁽⁸⁾ SFCによって課された株式オプション導入へのハードルはついにクリアされた。

一九九四年七月には株式オプションの取引要綱等が固まり、最初の評議案の公開から二年近くに及ぶ準備の結果が同年一月に通称「オプション白書」という形で香港証券取引所から公表された。⁽⁹⁾ このレポートには株式オプションの取引要綱、取引会員権、清算会員権、システムへのアクセス、必要経費、取引参加資格などが詳細に記載されており、一九九五年八月の取引開始を目的とした取引参加者への種々の申請スケジュールやシミュレーションの日程まで明記されている。ここで明らかになった香港証券取引所での株式オプションの特徴は、多くの取引所がフロアでのマーケット・メーカー制を採用しているのに対して、マーケット・メーカー制に基づいたコ

ンピューターによる自動取引執行システムというSOFEXやDTB型の取引システムを採用した点にある。

ところが、ここへきて株式オプション導入をめぐる香港証券取引所とSFCや香港政府、そして香港先物取引所との関係は膠着することになった。というのも、一〇月二五日に香港先物取引所が香港テレコムと香港上海銀行持株会社を対象とした株式先物取引の導入を発表し、香港政府金融サービス局が株式先物導入のための法改正を行なったからである。この決定を発表前日に香港先物取引所から知らされた香港証券取引所は、株式先物のリスクの大きさや事前に公開評議が行なわれなかったことを非難したが、SFCと香港政府金融サービス局が株式先物の擁護にまわった。⁽¹⁰⁾ こうした事態の背後には、同年七月に香港証券取引所がSFCの株式スプレッド引き下げ要求を拒否し、⁽¹¹⁾ SFCが証券業界の印紙税引き下げ要求に手数料率の引き下げを条件としたことなどがあつたと考えられる。⁽¹²⁾ また、中小業者が中心となっている香港証券取引所は二部市場や株式オプションといった機関化に対応した市場の発展に消極的であり、香港証券取引所の独占的な地位が改革のテンポを遅らせているとして新たな取引所の設立を提言する有力者のレポートもある。⁽¹³⁾ なお、香港先物取引所がOMから購入しているオプション取引の清算システムを共有すれば費用が四〇%削減できるというSFCの提案を香港証券取引所は拒絶し、DTBから独自にシステムを購入することを決定した。⁽¹⁴⁾ (一九九四年三月に香港先物取引所は株式先物取引を開始したが、一カ月前にシンガポールで生じたベアリングズ事件の影響もあつて取引は振るわず、停滞している。)

その後、一九九五年七月に香港政府金融サービス局が株式オプション取引にかかる取引税を一年間免除する決定を下し、翌八月に入つてようやく最終的な株式オプション取引開始日が九月八日であり、取引対象が香港上海銀行持株会社であることが明らかにされた。⁽¹⁵⁾ そして、当初のSFCへの構想打診から五年以上の歳月を費やして香港における株式オプションは一九九五年九月八日に香港上海銀行持株会社を対象として開始されたのである。

香港の株式オプション取引要綱

表2は香港株式オプションの取引要綱を表わしている。まず、権利行使方法は満期日までいつでも権利行使のできるアメリカン・オプションであり、原株一単位（現在のオプション対象銘柄では四〇〇株から二〇〇〇株）を取引対象としたコール・オプションとプット・オプションを上場している点は諸外国とほぼ共通である。しかし、すでに見たようにマーケット・メーカー制に基づいたコンピューターによる自動取引システムを採用している点は多くの取引所がフロアでのマーケット・メーカー制を採用しているのとは対照的である。満期日は各月の最終営業日の前営業日で、設定限月は直近三カ月と3・6・9・12のサイクルから二限月の五限月制で最長九カ月先を対象としている。最小値幅はプレミアム（オプション価格）の水準が〇・〇一香港ドルから五香港ドルまでの場合〇・〇一香港ドル、五香港ドルを越えた場合〇・〇五香港ドルとされている。権利行使価格の間隔は権利行使価格が二香港ドル以下の場合〇・一香港ドル、二香港ドルを越え五香港ドルまでの場合〇・二香港ドル、五香港ドルを越え二〇香港ドルまでの場合〇・五香港ドル、二〇香港ドルを越え五〇香港ドルまでの場合一香港ドル、五〇香港ドルを越え一〇〇香港ドルまでの場合二・五香港ドル、一〇〇香港ドルを越える場合には五香港ドルと定められている。権利行使価格はアット・ザ・マネーとイン・ザ・マネーとアウト・オブ・ザ・マネー二本の計五本設定され、イン・ザ・マネーとアウト・オブ・ザ・マネーが少なくとも二本存在するように追加設定される。取引時間は株式市場と同一で、株主割当増資や株式分割・特別な大規模配当があった場合には権利行使価格と契約サイズがオプション価値を一定に保つように調整される。また、オプション購入日に権利行使を行なうことも可能であり、プレミアムの支払いは翌営業日の取引開始までに清算会員を通じて清算機関（OCH）に行なうこととされている。

表2 香港株式オプションの取引要綱

| | | |
|----------|--|------------|
| 取引対象 | コール・オプションとプット・オプション | |
| 契約サイズ | 原株の取引単位（現状では400株～2000株） | |
| 満期日 | 限月の最終営業日の前営業日 | |
| 設定限月 | 直近3カ月と3・6・9・12のサイクルから2つで計5限月（最短7カ月～最長9カ月） | |
| 取引方法 | マーケット・メーカー制に基づいたコンピューターによる自動取引執行システム | |
| 権利行使方法 | アメリカン・オプション (ただし満期日におけるイン・ザ・マネーの自動権利行使はない。) | |
| 最小値幅 | プレミアムがHK \$ 0.01～HK \$ 5の場合 | HK \$ 0.01 |
| | プレミアムがHK \$ 5を越える場合 | HK \$ 0.05 |
| 権利行使価格 | 権利行使価格がHK \$ 2まで | HK \$ 0.10 |
| 設定間隔 | 権利行使価格がHK \$ 2を越えHK \$ 5まで | HK \$ 0.20 |
| | 権利行使価格がHK \$ 5を越えHK \$ 20まで | HK \$ 0.50 |
| | 権利行使価格がHK \$ 20を越えHK \$ 50まで | HK \$ 1.00 |
| | 権利行使価格がHK \$ 50を越えHK \$ 100まで | HK \$ 2.50 |
| | 権利行使価格がHK \$ 100を越えた場合 | HK \$ 5.00 |
| 権利行使価格設定 | アット・ザ・マネーとイン・ザ・マネー2本、アウト・オブ・ザ・マネー2本の計5本 | |
| 取引時間 | 10:00-12:30と14:30-15:55 | |
| 資本変動調整 | 株主割当増資や株式分割・特別な大規模配当があった場合には権利行使価格と契約サイズがオプション価値を一定に保つように調整される | |
| 同一日権利行使 | 可能 | |
| プレミアム支払 | プレミアムは全額現金で翌営業日の取引開始までに清算会員を通じて清算機関(OCH)に支払う(T+0) | |

資料：The Stock Exchange of Hong Kong, *Exchange-Traded Equity Options: Market Structure, Participation & Financing*, 1994, より作成。

香港での株式オプション導入後の状況

一九九五年九月八日、香港証券取引所の悲願であった株式オプションは香港上海銀行持株会社 (HSBC Holdings) を対象としてスタートした。この時点でHSBCを対象とした株式オプションのマーケット・メーカーは一一社、株式オプション取引を認められていた会員数は九三社にのほり、原株市場の取引はさほど活発ではなかったが、オプション市場では外資系証券会社を中心に七九八二枚と活発に取引が行なわれた。⁽¹⁵⁾

九月一三日には長江実業持株会社 (Cheung Kong Holdings) を対象とした株式オプションが九月二五日から上場されることが発表され、一〇月九日にはキャセイ・パシフィック航空を傘下におさめるスワイヤー・パシフィック A (Swire Pacific 'A')、一〇月三日にはCITICパシフィックと香港テレコムを対象とした株式オプションが上場され、一二月一八日にはハチンソン・ワンポア (Hutchison Whampoa)、ヘンダーソン・ランド (Henderson Land)、サン・フン・カイ・プロパティーズ (Sun Hung Kai Properties)、チャイナ・エレクトロニック&パワーの四社が追加されたことによって、時価総額ではハンセン指数構成銘柄の約六五パーセントにあたる株式でオプション取引が可能となった。⁽¹⁶⁾

一九九六年二月二六日にはホープウェル持株会社 (Hopewell Holdings) がさらに追加され、三月六日にはマーケット・メーカーがオプションをヘッジするための株式取引には印紙税を撤廃することを香港政府が発表した。⁽¹⁸⁾ また、三月二五日からは空売り対象銘柄が一七銘柄から一一三銘柄に拡大されるとともに、空売りは現在値よりも高い値段で行なえないというティック・ルールが撤廃された。⁽¹⁹⁾ そして、八月五日からはニュー・ワールド・デベロップメント・カンパニーとワーフ持株会社 (Wharf Holdings) を対象とした株式オプションが上場され、一二銘柄を対象とした株式オプションが現在取引されている。⁽²⁰⁾

図1の株式オプションのコール売買高・総売買高・

総建玉の推移を見ると、売買高・建玉ともに一九九六年一月から二月にかけてピークを迎えた後、減少しており、四月以降は一日三〇〇〇枚の取引と七万枚の建玉を中心に安定していることがわかる。また、コール売買高は総売買高の三分の二程度、売買高が大きい日にはコールの占める比率が極端に上昇していることもわかる。

表3の銘柄別の月間売買高ではコール・プットともにHSBC、長江実業、ハチソン・ワンポア、スワイヤー・パシフィック、香港テレコムといった銘柄の取引が多く、いずれも二月ないし三月あたりをピークに売買高が低下しており、プットの売買高はコールの売買高の半分程度であることがわかる。

表4の銘柄別の月末建玉を見ると、コールでは先の五銘柄にホープウェルが加わり、プットではHSBC、香港テレコム、長江実業、スワイヤー・パシフィック、チャイナ・ライト&パワーの建玉が大きく、建玉でも

図1 株式オプションの売買と建玉

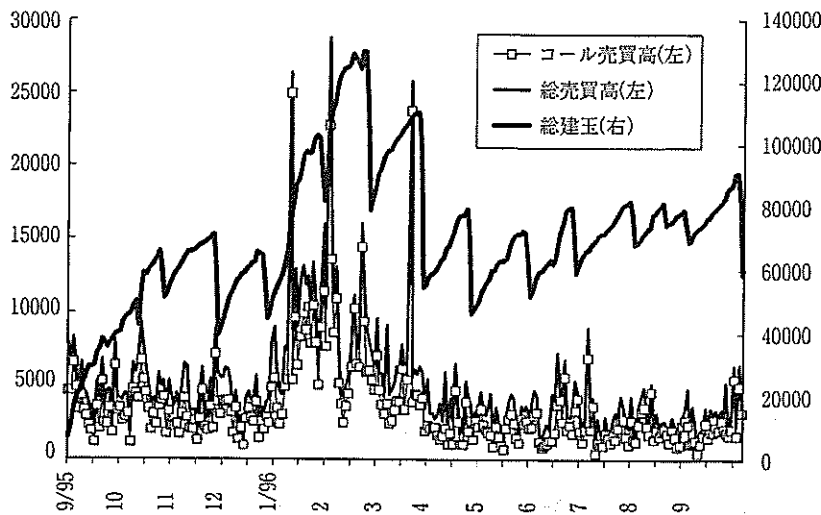


表3 香港の株式オプション月間売買高

| | 9月/95 | 10月 | 11月 | 12月 | 1月/96 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 |
|-------------------------|--------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Call Pacific | 583 | 519 | 666 | 4,576 | 3,023 | 2,422 | 1,049 | 536 | 763 | 846 | 616 | 5,127 | 5,072 |
| Cheung Kong (Holdings) | 7,373 | 18,933 | 16,408 | 7,167 | 15,440 | 8,770 | 10,948 | 3,988 | 4,435 | 6,481 | 5,726 | 5,127 | 5,072 |
| China Light & Power | | | | 771 | 10,142 | 4,038 | 3,547 | 1,325 | 2,070 | 3,024 | 3,039 | 4,383 | 5,186 |
| HSBC Holdings | 48,716 | 49,116 | 31,266 | 30,790 | 89,248 | 30,480 | 57,993 | 15,099 | 17,587 | 15,169 | 25,077 | 18,655 | 15,185 |
| Henderson Land | | | | 332 | 2,889 | 3,858 | 3,530 | 1,715 | 1,301 | 1,409 | 1,630 | 2,635 | 2,635 |
| Hong Kong Telecom | 4,815 | 6,271 | 3,935 | 5,363 | 29,166 | 4,622 | 1,713 | 7,277 | 5,222 | 3,015 | 2,177 | 3,015 | 2,177 |
| Hopewell Holdings | | | | 270 | 364 | 2,449 | 5,159 | 1,961 | 396 | 770 | 3,500 | 2,177 | 2,177 |
| Hutchison Whampoa | | | | 1,123 | 17,684 | 43,858 | 11,528 | 2,567 | 4,263 | 2,880 | 2,433 | 2,878 | 3,767 |
| New World Development | | | | 142 | 7,038 | 5,182 | 4,489 | 2,196 | 1,568 | 1,447 | 2,216 | 1,257 | 1,047 |
| Sun Hung Kai Properties | | | | 7,814 | 6,458 | 15,289 | 19,332 | 8,467 | 7,156 | 4,218 | 3,884 | 3,202 | 1,959 |
| Swire Pacific 'A' | | | | | | | | | | | | | |
| Wharf (Holdings) | | | | | | | | | | | | | |
| Total | 56,089 | 81,241 | 60,922 | 52,215 | 167,569 | 147,967 | 107,910 | 38,992 | 49,644 | 41,905 | 46,385 | 43,286 | 43,945 |
| Call Pacific | 423 | 609 | 428 | 1,201 | 1,330 | 1,602 | 1,632 | 671 | 506 | 1,144 | 240 | 147 | 147 |
| Cheung Kong (Holdings) | 3,977 | 11,896 | 6,134 | 5,826 | 13,332 | 6,189 | 6,145 | 2,923 | 2,120 | 1,801 | 1,717 | 2,019 | 2,076 |
| China Light & Power | | | | 124 | 1,332 | 998 | 1,324 | 1,581 | 695 | 539 | 4,764 | 1,717 | 2,598 |
| HSBC Holdings | 22,978 | 15,581 | 14,532 | 12,335 | 24,332 | 9,593 | 18,853 | 10,879 | 8,984 | 6,430 | 7,437 | 5,724 | 11,769 |
| Henderson Land | | | | 404 | 2,052 | 1,867 | 1,998 | 1,224 | 827 | 608 | 641 | 525 | 1,671 |
| Hong Kong Telecom | 1,340 | 5,320 | 2,152 | 1,074 | 5,524 | 6,129 | 6,129 | 4,671 | 8,063 | 2,164 | 2,164 | 805 | 500 |
| Hopewell Holdings | | | | 103 | 282 | 123 | 30 | 30 | 620 | 1,473 | 646 | 1,825 | 228 |
| Hutchison Whampoa | | | | 5,774 | 5,390 | 4,171 | 1,580 | 1,672 | 1,198 | 1,198 | 1,198 | 1,667 | 939 |
| New World Development | | | | 104 | 3,953 | 2,172 | 1,872 | 768 | 768 | 1,127 | 1,578 | 1,023 | 1,216 |
| Sun Hung Kai Properties | | | | 4,431 | 5,800 | 4,462 | 4,136 | 3,784 | 4,293 | 3,727 | 3,836 | 3,151 | 2,558 |
| Swire Pacific 'A' | | | | | | | | | | | | | |
| Wharf (Holdings) | | | | | | | | | | | | | |
| Total | 26,955 | 33,671 | 32,395 | 25,938 | 57,217 | 37,129 | 42,680 | 30,922 | 24,854 | 24,896 | 24,662 | 17,957 | 22,486 |
| Call Pacific | 986 | 1,128 | 1,094 | 5,777 | 4,353 | 4,024 | 2,416 | 1,720 | 1,042 | 1,907 | 1,086 | 763 | 763 |
| Cheung Kong (Holdings) | 11,350 | 30,829 | 22,542 | 12,993 | 28,792 | 14,959 | 17,093 | 6,911 | 6,555 | 8,282 | 7,443 | 7,146 | 7,184 |
| China Light & Power | | | | 895 | 11,465 | 5,036 | 4,871 | 2,906 | 2,785 | 3,563 | 7,803 | 7,004 | 7,784 |
| HSBC Holdings | 71,694 | 64,697 | 45,798 | 43,125 | 113,600 | 40,073 | 76,846 | 25,978 | 26,571 | 21,599 | 32,514 | 24,379 | 26,954 |
| Henderson Land | | | | 736 | 4,861 | 5,725 | 5,528 | 2,939 | 2,845 | 1,909 | 2,050 | 2,155 | 4,306 |
| Hong Kong Telecom | 6,155 | 11,591 | 6,087 | 6,437 | 34,680 | 6,921 | 7,842 | 11,948 | 13,285 | 4,438 | 3,820 | 2,677 | 2,677 |
| Hopewell Holdings | | | | 552 | 487 | 230 | 455 | 5,107 | 5,410 | 6,412 | 2,558 | 6,165 | 9,007 |
| Hutchison Whampoa | | | | 1,226 | 23,458 | 49,248 | 15,699 | 4,147 | 5,935 | 4,078 | 4,446 | 4,545 | 4,706 |
| New World Development | | | | 246 | 10,991 | 7,354 | 6,361 | 3,413 | 2,336 | 2,574 | 3,794 | 2,387 | 3,383 |
| Sun Hung Kai Properties | | | | 12,245 | 12,258 | 11,751 | 19,405 | 23,106 | 12,760 | 10,883 | 8,054 | 7,035 | 5,612 |
| Swire Pacific 'A' | | | | | | | | | | | | | |
| Wharf (Holdings) | | | | | | | | | | | | | |
| Total | 83,044 | 114,912 | 93,317 | 78,153 | 224,786 | 185,095 | 150,590 | 69,914 | 74,508 | 66,801 | 71,047 | 61,243 | 67,431 |

資料：The Securities Journal 各号より作成。

(21)

表4 香港の株式オプション月間売買高

| | 9月/95 | 10月 | 11月 | 12月 | 1月/96 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Call Pacific | 369 | 317 | 161 | 672 | 672 | 847 | 1,614 | 1,687 | 1,111 | 1,616 | 1,505 | 1,505 | 750 |
| Cheung Kong (Holdings) | 2,755 | 5,662 | 385 | 3,111 | 3,558 | 1,579 | 1,509 | 1,239 | 1,463 | 1,740 | 2,125 | 1,429 | 1,333 |
| China Light & Power | | | | 94 | 896 | 751 | 734 | 1,577 | 1,769 | 1,710 | 5,438 | 3,397 | 3,397 |
| HSBC Holdings | 8,535 | 6,176 | 5,974 | 6,665 | 9,774 | 5,794 | 5,152 | 5,632 | 6,335 | 5,260 | 6,211 | 5,036 | 7,447 |
| Henderson Land | | | | 340 | 1,194 | 1,217 | 1,336 | 1,093 | 1,039 | 738 | 748 | 1,043 | 1,144 |
| Hong Kong Telecom | 1,295 | 870 | 1,532 | 2,020 | 2,020 | 1,906 | 5,299 | 4,654 | 4,240 | 4,239 | 4,049 | 1,394 | 1,394 |
| Hopewell Holdings | | | | 77 | 2,177 | 2,007 | 1,484 | 81 | 181 | 1,205 | 1,514 | 3,009 | 2,255 |
| Hutchison Whampoa | | | | 100 | 1,920 | 544 | 755 | 586 | 619 | 527 | 1,175 | 1,333 | 1,157 |
| New World Development | | | | 1,839 | 1,739 | 2,427 | 1,634 | 2,054 | 2,793 | 3,480 | 4,039 | 3,817 | 1,224 |
| Sun Hung Kai Properties | | | | | | | | | | | | | |
| Swire Pacific 'A' | | | | | | | | | | | | | |
| Wharf (Holdings) | | | | | | | | | | | | | |
| Total | 11,290 | 15,341 | 9,285 | 14,074 | 26,661 | 18,470 | 14,557 | 20,377 | 21,595 | 20,613 | 27,902 | 29,636 | 21,817 |
| Call Pacific | 822 | 720 | 341 | 2,430 | 1,578 | 1,614 | 2,368 | 2,430 | 1,530 | 2,290 | 2,212 | 2,212 | 1,513 |
| Cheung Kong (Holdings) | 7,866 | 14,956 | 6,178 | 6,565 | 9,908 | 8,036 | 4,509 | 4,226 | 2,632 | 4,395 | 5,926 | 6,506 | 5,504 |
| China Light & Power | | | | 825 | 6,746 | 4,584 | 2,275 | 3,268 | 3,335 | 4,132 | 7,363 | 8,823 | 7,575 |
| HSBC Holdings | 27,704 | 24,121 | 21,716 | 25,992 | 35,125 | 30,618 | 25,590 | 14,537 | 18,782 | 21,165 | 15,736 | 15,240 | 15,240 |
| Henderson Land | | | | 622 | 2,228 | 2,912 | 2,992 | 2,298 | 2,433 | 1,666 | 1,731 | 2,034 | 2,681 |
| Hong Kong Telecom | 5,783 | 3,421 | 3,811 | 5,307 | 5,278 | 2,243 | 2,243 | 6,594 | 7,446 | 9,347 | 10,461 | 3,952 | 3,952 |
| Hopewell Holdings | | | | 1,082 | 6,110 | 15,834 | 5,113 | 536 | 5,292 | 7,296 | 7,864 | 9,174 | 11,302 |
| Hutchison Whampoa | | | | 209 | 3,727 | 1,572 | 2,015 | 1,496 | 1,221 | 1,172 | 2,560 | 2,521 | 2,535 |
| New World Development | | | | 5,346 | 4,153 | 4,931 | 10,293 | 8,093 | 6,788 | 7,526 | 6,017 | 6,015 | 2,838 |
| Sun Hung Kai Properties | | | | | | | | | | | | | |
| Swire Pacific 'A' | | | | | | | | | | | | | |
| Wharf (Holdings) | | | | | | | | | | | | | |
| Total | 35,570 | 51,028 | 36,188 | 44,578 | 81,874 | 78,917 | 54,428 | 46,355 | 51,636 | 59,016 | 68,112 | 69,108 | 58,564 |

資料：The Securities Journal 各号より作成。

(22)

二月か三月をピークに売買高が低下していることがわかる。そしてプットの建玉はやはりコールの建玉の半分程度であることもわかる。

かくして、香港での株式オプション取引の導入は紆余曲折を経たものの、導入後にさしたる問題もなく、成功裡に行なわれたようである。しかしながら、上場銘柄はまだ一二銘柄にすぎず、表1の数字では世界で一〇番目であり、時価総額で凌駕しているオランダ・スウェーデン・オーストラリアの売買高にはいまだ及んでいない。したがって、今後数年間の推移を見てはじめて導入の成果は判断されるべきであろう。

株式オプション導入に伴う問題

わが国での株式オプションの導入を考える場合、株式オプションを導入するための環境整備に関わる問題と株式オプションを導入した結果生じるかもしれない問題とに大別できるであろう。以下ではこれらの問題を香港での経験に即して考えてみよう。

まず、株式オプション導入の環境整備という意味では、香港の場合、中央決済システムへの移行、自動注文執行システムの導入、空売りの解禁（空売り規制の撤廃）、マーケット・メーカー制の導入といった問題をひとつひとつクリアすることにより、株式オプションの導入が進められた。さいわいにもわが国の場合、決済システムや自動注文執行システムはとりあえず完備されており、空売りについてもすでに証券金融会社等を通じた制度が存在している。しかし、現状の空売りを含めた信用取引制度は零細な個人投資家の利用を念頭に置いて作られたものであり、売り建てオプションのヘッジを目的とした利用には不十分であろう。とりわけ大量の空売りを可能とするためにはそれに見合った貸し株市場の存在が不可欠であり、機関投資家の保有株式や事業法人の持ち合い

株を利用できるような貸し株市場の整備が望まれる。従来、貸し株市場については株価を下落させる恐れのある空売りを助長させるという消極的な見方が強く、大量の株式を保有する機関投資家は貸し株の自粛を暗黙裡に要請されていたようである。実際、一九九二年四月に銀行株が急落した際には生命保険会社が貸し株の自粛を求められたという新聞報道も見られた。機関投資家や事業法人にとっては低迷する市況のもとで少しでも運用利回りを向上させる手段としての貸し株制度は有用なものであるはずだし、株式持ち合いによって浮動株の少ないわが国ではその結果として値動きが大きくなりやすいという問題を回避する上でも健全な貸し株市場の育成は有意義であると考えられる。また、国際的に高いとされるわが国のPERも優良株だけを見ればそれほど高いわけではなく、業種や知名度による横並びの株価形成が是正される可能性もあるであろう。信用取引制度のより一層の充実とともに貸し株市場の整備が株式オプションの導入を期に進められることを期待する。

株式オプションの導入に当たつてのもう一つの問題はマーケット・メーカー制の問題である。わが国と同様に香港でも株式市場はオークション型の市場であり、株式オプションにおいてマーケット・メーカー制がはじめて導入された。これは債券と同様に同じ会社を対象にしても満期日や権利行使価格に応じて多数の銘柄が存在する株式オプション取引では流動性を維持するために、フロアでの取引かコンピュータ上の取引かに関わらず、すべての市場でマーケット・メーカー制が導入されており、香港もこの前例に従ったことである。わが国の場合には上場オプションでは東京金融先物取引所のユーロ円金利先物オプションでマーケット・メーカー制が導入されている点を除けば、東京証券取引所の債券先物オプションも東京・大阪・名古屋の各取引所の株価指数オプションもマーケット・メーカー制を採用してはいない。こうした金融先物取引所（銀行局管轄）と証券取引所（証券局管轄）の間に見られる違いや店頭株式市場JASDAQでのマーケット・メーカーの不在は、従来プ

ローカー業務を主としてディーラー業務は従とされてきた証券会社の業務規制に関係があるのかもしれない。日経二二五オプションのように流動性のあるものではマーケット・メーカーの存在は(一部にそうした需要はあるものの)それほど重要ではないが、日経三〇〇オプションやオプション二五・TOPIXオプションでは仲介業者のクロスがなければ取引は極めて難しいのが実状である。わが国で株式オプションを導入する場合にも株価指数オプションと同様なコンピュータによるオークション方式を採用するとすれば、取引の活発な銘柄では問題はないであろうが、取引のそれほど活発でない銘柄では取引を実現するのが難しいことが予想される。証券関連の上場ものに関してはこれまでマーケット・メーカー制を導入した前例がないだけに取引開始時におけるマーケット・メーカー制の実現は容易ではなからうが、取引開始後に流動性の問題が生じた際にはマーケット・メーカー制の導入を検討する用意は少なくとも必要であろう。

次に、わが国で株式オプションを導入した結果生じるかもしれない問題を考えてみよう。ここで問題となるのはおそらく株価指数先物導入後に問題になった現物市場からの取引のシフトと現物市場の価格形成に及ぼす影響であろう。香港での株式オプション導入の原株市場に及ぼす影響についてはすでに香港市立大学 (The City University of Hong Kong) のヤン・リェン・チェン (Yan-leung Cheung) とアレックス・チェ・エ・ン・ロー (Alex Che-yeung Ko) の両氏によって検証されている⁽²¹⁾。その結果によると、HSBC、長江実業、スワイヤー・バシフィック、香港テレコム、CITICの五銘柄を対象にして調べたところ、株式オプションの導入が原株市場の売買高に統計的に見て有意な影響を及ぼしていないことが明らかになった。また、株式オプションの導入によって原株価格の変動がどのような影響を受けたかを調べた結果は、株式オプションの導入が原株価格の変動を統計的に見て有意に減少させるという欧米での実証結果と同様のものではなかった⁽²²⁾。さらに、原株市場

と株式オプション市場の間で裁定利益を得ることができるとか、手数料をHSBCと長江実業の二銘柄について調べたところ、手数料や気配値スプレッドといった取引費用を考慮すれば裁定機会が存在せず、原株・オプション両市場の間で整合的な価格形成が行なわれていることが明らかになった。他方、実務家の観察によると、株式オプションが上場された銘柄のワラントのインプライド・ボラティリティが低下しているという指摘も見られる⁽²³⁾。

表5は香港の株式オプションの売買高を原株の売買高一単位で割った比率を銘柄ごとに表わしており、これを見ると、多くの銘柄でオプション売買高の比率は原株の一〇%以下であり、最初に株式オプションを導入したHSBCが五〇%を越えた以外はそれほど活発に取引されていないことがわかる。アメリカでは株式オプションの売買高が原株の売買高を上回る銘柄もあるが、これはマーケット・メーカー(先物市場のローカルズと同じくフロアの雰囲気を見て取引する個人投資家)同志の活発な取引によることもある。こうした香港での経験を見ると、オプション取引に習熟した投資家なしには原株市場の売買高を奪うほどの取引は生じないであろう。したがって、株式オプションの導入

表5 オプション売買高の原株売買高に占める比率

| 取引対象 | 9月/95 | 10月 | 11月 | 12月 | 1月/96 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 平均 |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| CITIC Pacific | 3.3% | 2.6% | 2.1% | 2.7% | 5.6% | 4.3% | 4.2% | 2.2% | 2.0% | 3.3% | 1.6% | 1.3% | | 2.9% |
| Cheung Kong (Holdings) | 45.9% | 37.4% | 33.9% | 16.5% | 24.7% | 7.4% | 16.1% | 9.7% | 7.7% | 15.7% | 8.2% | 10.8% | 10.3% | 18.8% |
| China Light & Power | | | 1.8% | 5.0% | 4.0% | 3.8% | 3.0% | 2.9% | 6.0% | 6.2% | 5.3% | 4.3% | | 4.2% |
| HSBC Holdings | 58.2% | 37.8% | 29.3% | 33.8% | 46.0% | 24.8% | 36.6% | 21.7% | 17.3% | 18.2% | 17.0% | 12.2% | 19.1% | 28.6% |
| Henderson Land | | | 2.2% | 6.1% | 12.4% | 9.7% | 7.1% | 7.2% | 5.7% | 4.6% | 4.7% | 3.2% | | 6.3% |
| Hong Kong Telecom | 3.3% | 1.5% | 1.3% | 0.4% | 4.2% | 1.1% | 1.9% | 1.5% | 1.7% | 0.8% | 1.1% | 0.5% | | 1.6% |
| Hopewell Holdings | | | | | 0.6% | 0.1% | 0.9% | 2.4% | 1.9% | 0.4% | 1.5% | 1.5% | | 1.2% |
| Hutchison Whampoa | | | 4.3% | 11.5% | 32.6% | 3.3% | 4.1% | 7.6% | 6.2% | 4.6% | 5.4% | 4.0% | | 8.3% |
| New World Development | | | | | | | | | | | 1.1% | 1.7% | | 1.4% |
| Sun Hung Kai Properties | | | 1.4% | 6.6% | 12.0% | 10.0% | 6.5% | 5.0% | 7.4% | 6.5% | 7.1% | 8.1% | | 7.0% |
| Swire Pacific 'A' | | 17.1% | 11.6% | 15.6% | 11.7% | 24.0% | 12.4% | 11.2% | 8.4% | 8.2% | 6.5% | 5.8% | 5.1% | 11.5% |
| Wharf (Holdings) | | | | | | | | | | | | 0.8% | 1.7% | 1.3% |
| Total | 52.1% | 19.8% | 15.8% | 8.8% | 12.7% | 12.8% | 9.7% | 7.0% | 6.2% | 7.3% | 5.8% | 4.8% | 5.1% | 12.9% |

資料: The Securities Journal 各号より作成。

の結果、信用取引を行っていた個人投資家が殺到し、原株の取引が停滞するというような事態はわが国の場合でも考えにくいだろう。

ただし、香港でも月間の平均値ではさほど大きくはないとしてもそれが特定日に集中すれば原株市場への影響がないわけではなからうが、原株価格のボラティリティは逆に低下しているというのがこれまでの諸外国での経験である。株式オプションを用いた株価操作は絶対にはあり得ないとは言えないが、建玉制限を設けたり、建玉のディスクロージャーを進め、取引所等が注意深く監視することによってこうした危険性はかなりの程度除去できるものであろう。むしろ悪用の可能性があるというだけで利用を一切認めないという立場は、環境に適應してより良いものを作り出すという前向きな意欲を減退させる危険性を逆にかけているのではないだろうか。

かくして香港での経験を見る限り、わが国での株式オプションの導入に関して過度に神経質になる必要はないものと思われる。もちろん株価指数先物の例を見れば、諸外国では問題がなくてもわが国では問題を生じる可能性を否定することはできないが、新商品の導入が問題を生じる場合には往々にして新商品の商品特性よりも使用方法の不熟さが問題を引き起こしており、使用方法の熟練は実際に使ってみなければ上達しないということを、われわれは幾度も経験している。株式オプションは個人投資家を市場へ呼び込む特效薬ではなく、幅広い投資家により良いサービスを提供するための長い目で見たインフラストラクチャーであって、過度の期待は禁物であるのと同時に、その導入にどうしても抵抗しなければならぬような危険な商品でもないことを踏まえて、今後の議論が進められることを期待する。

(吉川)

(27)

注

(1) ノンマッチ・マンナー直後の状況を図つて、Ho, R.Y.K., R.H.Scott and K.A.Wong. *The Hong Kong Financial System*. Oxford University Press, 1991 (『香港の金融制度』金融財政事情研究会 一九九三年)を参照。

(2) Lulu Yu. "Hong Kong may introduce options and OTC trading to boost liquidity", *The Times*, June 22, 1990

(3) "HK to trade options by mid-1992. develop clearing system", *Wall Street Letter*, Vol.XXII No.45 (November 12, 1991)

(4) "Book entry clearing seen as foundation for new products", *International Securities Regulation Report*, April 22, 1991

(28)

(5) Stock Exchange of Hong Kong. *Listed Options: Eligibility Criteria for Underlying Stocks and Option Contract Specification (Consultative Paper I)*, December 1992. "Proposal for trading of stock options", *Financial Regulation Report*, January, 1993

(6) Stock Exchange of Hong Kong. *Exchange-Traded Equity Options: Proposal on Trading, Clearing, and Participation (Consultative Paper II)*, March 1993. "Proposal for equity options", *Financial Regulation Report*, April, 1993

(7) Mark Evans. "Long-awaited automated trading system to go", *South China Morning Post*, September 14, 1993. "Hong Kong stock exchange to start auto-matching system in November".

Agence France Presse. October 28, 1993.

- (8) "HKSE Expected to Announce Plans for Options Market". *International Securities Regulation Report*. January 25, 1994
- (9) Simon Pritchard. "Options to launch next year". *South China Morning Post*. July 17, 1994. Stock Exchange of Hong Kong. *Exchange-Traded Equity Options: Market Structure, Participation & Financing*. November 1994. Noel Fung & Sean Kennedy. "Exchange to launch options attack: Exchange to launch options offensive". *South China Morning Post*. November 22, 1994.
- (10) Sean Kennedy & Simon Fluendy. "Row over stock futures: Secret approval sparks clash between exchange". *South China Morning Post*. October 26, 1994
- (11) Kerry Wong. "Looking horns over Hong Kong's futures". *South China Morning Post*. October 30, 1994
- (12) Simon Fluendy. "Call for end of exchange monopoly". *South China Morning Post*. November 7, 1994
- (13) Simon Fluendy. "Exchange twice rejected offer to share system". *South China Morning Post*. November 1, 1994
- (14) "Hong Kong gives temporary tax break to boost stock options trading". *Agence France Presse*. July 25, 1995. Gregory Crawford. "HONG KONG EQUITY OPTIONS TRADE START IN SEPTEMBER". *The Reuter European Business Report*. August 4, 1995.

(29)

- (15) Tan Ee Lyn. "ACTIVE DEBUT FOR HK'S FIRST STOCK OPTIONS CONTRACT". *The Reuter Asia-Pacific Business Report*. September 8, 1995. "Hong Kong Stock Exchange Begins Trading On DTB Software". *International Securities Regulation Report*. September 28, 1995. "Exchange News". *The Securities Journal*. November 1995.
- (16) "Exchange News". *The Securities Journal*. November 1995. February 1996
- (17) "Exchange News". *The Securities Journal*. May 1996.
- (18) "HK STOCK EXCHANGE WELCOMES OPTIONS DUTY WAIVER". *Reuter Financial Service*. March 6, 1996
- (19) "Exchange News". *The Securities Journal*. March 1996
- (20) "Exchange News". *The Securities Journal*. October 1996
- (21) "IMPACT OF STOCK OPTIONS ON THE UNDERLYING". *Derivatives Week*. September 30, 1996
- (22) ハナハナ市場情報センターより引用。Damodaran. A. & M.G. Subrahmanyam. "The Effects of Derivatives Securities on the Markets for the Underlying Assets in the United States". *Financial Markets, Institution & Instruments*. Vol.1 No.5. 1992. ハナハナ市場情報センター. T. & W. Wasserfallen. "Stock and options markets: the Swiss evidence". *Journal of Banking & Finance*. Vol.18 No.5. 1994. ハナハナ市場情報センター. S. & M. Chaudhury. The volatility effects of option listing: Some Canadian evidence". *Quarterly Review of Economics & Finance*. Vol.35 No.1. 1995.
- (23) "Guide to Asian Derivatives: Hong Kong". *Global Investor*. May 1996.

(30)