

アメリカの株式オプション取引

わが国での株式オプション取引の導入が目前に迫っている。昨年一二月の証券取引審議会デリバティブ特別部の答申を受けて、大阪証券取引所と東京証券取引所で株式オプション取引の準備が進められており、三月八日には上場基準と取引要綱が決定された。上場基準には若干の違いが見られるが、取引要綱は全く同じであり、直近二カ月と三・六・九・一二から二限月の四限月制で、権利行使スタイルは満期日のみ権利行使が可能なりロピアン・タイプとされている。その後、両取引所とも七月一八日から取引を開始し、当初の上場銘柄は大阪証券取引所では二〇銘柄、東京証券取引所では五銘柄から一〇銘柄で、五月中にも上場銘柄の発表が行われると伝えられている。

本稿では世界に先駆けて株式オプションを上場し、活発に取引が行われているアメリカの状況を紹介します、わが国での株式オプション導入の一助となることを期待する。

株式オプション導入後の状況

株式を対象としたオプション取引を取引所に上場することを発案したのはシカゴ商品取引所(CBT)であり、一九六九年にシカゴ・オプション取引所(CBOE)を新たな取引所として創設する準備をはじめた。それまでもアメリカでは株式を対象としたオプション取引が店頭で行われていたが、規格が統一されておらず、個別決済であったためにほとんど流動性はなかった。

CBOEは一九七三年二月に証券取引委員会(SEC)の承認を受け、上場株式のコール・オプションを取引

するパイロット取引所として同年四月二十六日に業務を開始した。当初は一六銘柄の株式を対象としたコール・オプションが上場され、六月一日には七銘柄、八月一日には四銘柄、一〇月一日にはさらに五銘柄が追加され、六カ月間で三二銘柄の株式を対象としたコール・オプションが上場された。(表1)

CBOEは取引の開始直後から急成長を遂げ、一九七四年にはわずか四〇銘柄の株式を対象としてニューヨーク証券取引所(NYSE)の株式売買高の一六・二%の出来高を記録した。これに刺激を受けて一九七五年一月にアメリカン証券取引所(AMEX)、同年六月にフィラデルフィア証券取引所(PHLX)が株式オプション取引を開始し、翌一九七六年四月にはパシフィック証券取引所(PSE)、同年一二月にはミッドウエスト証券取引所(MSE)においても株式オプション市場が開設された。

一九七七年三月にはコール・オプションに加えてプット・オプションの取引が開始され、五つの取引所での株

表1 CBOE株式オプション上場銘柄(1973年)

1973.4.26	AT&T	1973.6.1	Bethlehem Steel	
	Atlantic Richfield		Exxon	
	Burnswick		INA	
1973.4.26	Eastman Kodak	1973.8.1	International Harvester	
	Ford		Kresge	
	Gulf Western		RCA	
	Loews Corp.		Weyerhaeuser	
	McDonald		Avon Products	
	Merck		Great Western Financial	
	Northwest Airlines		IT&T	
	Pennzoil		Kerr McGee	
	Polaroid		1973.10.1	First National City Bank
	Sperry Rand			IBM
	Texas Instruments			MMM
	Upjohn			Monsanto
1973.4.26	Xerox	1973.10.1	Sears	

(資料) Robert P. Nathan Associates, *Review of Initial Trading Experience at the Chicago Board Options Exchange*, 1974

表2 株式オプション売買高の推移

年	株式オプション 売買高(万枚)	構成比						NYSE売買高 (百万株)	対NYSE 売買高比率
		CBOE	AMEX	PHLX	PSE	MSE	NYSE		
1973	112	100.0%	-	-	-	-	-	4.053	2.8%
1974	568	100.0%	-	-	-	-	-	3.517	16.2%
1975	1,810	79.7%	19.5%	0.8%	-	-	-	4.693	38.6%
1976	3,237	66.4%	27.9%	3.9%	1.7%	0.0%	-	5.360	60.4%
1977	3,964	62.7%	25.4%	5.5%	4.9%	1.5%	-	5.273	75.2%
1978	5,723	59.9%	25.1%	5.7%	5.7%	3.5%	-	7.205	79.4%
1979	6,426	55.1%	27.2%	7.7%	6.0%	4.1%	-	8.155	78.8%
1980	9,673	54.7%	30.0%	8.0%	5.7%	1.6%	-	11.352	85.2%
1981	10,941	52.6%	31.9%	9.1%	6.4%	-	-	11.853	92.3%
1982	13,726	55.2%	28.2%	9.8%	6.8%	-	-	16.458	83.4%
1983	13,566	52.9%	26.7%	12.2%	8.2%	-	-	21.589	62.8%
1984	11,893	49.3%	27.8%	13.4%	9.4%	-	-	23.071	51.5%
1985	11,856	48.5%	30.4%	10.2%	10.7%	-	0.1%	27.510	43.1%
1986	14,193	45.6%	33.2%	10.6%	9.8%	-	0.7%	35.680	39.8%
1987	16,443	44.6%	32.1%	11.0%	11.5%	-	0.8%	47.801	34.4%
1988	11,493	43.0%	32.6%	11.4%	11.4%	-	1.7%	40.849	28.1%
1989	14,184	43.6%	29.3%	11.8%	12.6%	-	2.6%	41.698	34.0%
1990	11,143	43.5%	30.7%	11.2%	12.3%	-	2.3%	39.665	28.1%
1991	10,485	43.2%	31.3%	10.6%	13.1%	-	1.8%	45.266	23.2%
1992	10,643	42.2%	33.9%	9.8%	12.2%	-	1.9%	50.676	21.0%
1993	13,173	44.6%	32.9%	8.7%	12.3%	-	1.5%	66.943	19.7%
1994	14,993	46.0%	29.9%	8.7%	13.9%	-	1.5%	73.420	20.4%
1995	17,438	44.2%	28.0%	8.5%	17.7%	-	1.6%	87.217	20.0%
1996	19,912	44.4%	28.7%	8.2%	17.0%	-	1.7%	104.636	19.0%

(資料) OCC Monthly Statistical Report他

式オプション取引の合計はNYSE売買高の七五・二％にまで達していた。しかし、こうした急速な株式オプション市場の拡大に伴ってオプション取引には不適当な投資家の勧誘等が表面化し、SECは同年七月に既上場オプションの取引は認めるが、新規上場を一切停止するというモラトリアムを発令し、株式オプション取引についての調査を開始した。そして一九七九年二月にその調査結果を「オプション市場に関する特別調査報告書」という形で発表し、取引所による監視・監督体制の整備と業者による投資家の適切な勧誘を提言したが、株式オプション取引そのものの問題や原株市場に及ぼす影響に関しては明らかな欠点は見あたらず、特別な改善措置の要請は行われなかった。⁽¹⁾この報告書の提言に対する取引所や証券業界の対応を受けて一九八〇年三月にSECはモラトリアムを解除し、一九八一年には株式オプション売買高はついにNYSE売買高の九二・三％にまで拡大した。(なお、一九八〇年にMSEは上場株式オプションをすべてCBOEに譲渡し、オプション取引から撤退した。)

破竹の勢いで拡大した株式オプション取引はその後も拡大を続けたが、対NYSE売買高比率では一九八一年をピークとして減少へと転じることになった。この原因としては新たなオプション取引の対象となる株式が減少し、銘柄数の増加による拡大が限られていたことに加えて、一九八二年にはS&P500先物等の株価指数先物取引が開始され、一九八三年にはCBOEの出来高上位銘柄からなるS&P100株価指数オプションが取引されて、個別銘柄固有の情報に基づかない取引はこれらによって代替されていったものと言われている。

一九八五年には株式オプション取引の追撃に危機感を持っていたNYSEがCBOEから一二年遅れてようやく株式オプション取引を開始したが、すでに市場は飽和状態にあり、出来高もわずかで、既存のマーケット・シェアに影響を及ぼすことはなかった。なお、NYSEは一九九七年四月に上場株式オプションをCBOEに譲渡し、株式オプション市場から撤退した。

他方、個別株オプションを上場する取引所も急速な成長の鈍化に対応するために、従来は株式オプションの対象とはならなかった非上場のNASDAQ銘柄を対象とするオプション取引の解禁を要求し、一九八六年からはNASDAQ銘柄のオプション取引が開始された。しかし、一九八七年のブラック・マンデー後には株式オプション売買高自体が減少に転じ、その後の現物株市場の回復に後れをとって対NYSE売買高比率も一九九一年以降は二〇%強で推移しており、一九九五年によりやく一九八七年の売買高を上回っている。

この間における株式オプション取引に関する話題としては長期オプション(LEAPS)とFLEXオプションの上場がある。

LEAPSは最長三九カ月先の満期日を持つ株式オプションで、一九九〇年一〇月にCBOEとAMEXで開始され、一九九一年四月にPSE、同年六月にはPHLX、一九九六年五月にはNYSEでも上場された。LEAPSは上場後着実に成長しており、個人投資家に適した商品と見ている証券会社も多いが、株式オプション市場全体を盛り上げるまでには至っていないのが現状である。

FLEXオプションは投資家の好みに合わせて権利行使価格を設定できるという店頭オプション取引の特徴を取り入れており、一九九六年一〇月にCBOEとAMEX、PSEで取引が開始されており、PHLXも導入を準備中である。FLEXオプションはまだ導入から日も浅く、上場の正否を判断するにはもう少し事態の推移を見極める必要がある。

株式オプションの取引制度

すでに見たように、アメリカでは一九八〇年にMSEが撤退して以来、本年四月二八日にNYSEが撤退するまで五つの取引所で株式オプション取引が行われてきた。現在では小口注文に関しては注文自動執行システムを採用している取引所もあるが、いずれの取引所でもフロアでの取引が中心である。アメリカの取引所を見れば株式でも先物・オプションでもフロアでの取引が中心であり、このこと自体はさしたる特徴ではなく、むしろ世界的にはコンピュータによるシステム売買を採用しているドイツやスイス、香港、わが国が少数派である。

アメリカの株式オプション取引の特徴はCBOEとPSEが複数のマーケット・メーカーが存在する競争的マーケット・メーカー制であるのに対して、AMEXとPHLX・NYSEは株式と同様にスペシャリスト制を採用している点である。CBOEは先物取引所のオープン・アウトクライ方式を念頭に置いて競争的マーケット・メーカー制を導入したが、株式取引を引き続き行っている証券取引所はPSEを除いて株式オプションの上場際しても伝統的な株式取引と同様にスペシャリスト制を採用した。証券取引所がスペシャリスト制を採用したは、かならずしもスペシャリスト制が競争的マーケット・メーカー制よりも優れているという確信があったからではなく、むしろ新たな取引方法を導入するよりもこれまで通りの取引方法を採用することで費用を削減し、新たな制度の導入に伴う不確実性を回避したという意味合いが強かったようである。

一九九六年の売買高シェアではCBOEが四四%、AMEXが二九%、PSEが一七%、PHLXが八%、NYSEが二%であるから競争的マーケット・メーカー制での取引が六一%、スペシャリスト制での取引が四九%であり、競争的マーケット・メーカー制での取引がスペシャリスト制での取引をかなり上回っている。(なお、NYSEがCBOEに株式オプションを譲渡したことにより、一九九七年ではこの差はさらに広がるものと考えられる。)

株式オプションの取引要綱

ここでは株式オプション、LEAPS、FLEXオプションの取引要綱をそれぞれCBOEの資料に基づいて紹介する。

〈株式オプション〉

株式オプションの原資産は100株の上場株式・ADR・店頭登録株式であり、原資産を買う権利であるコール・オプションと原資産を売る権利であるプット・オプションが上場され、取引されている。

株式オプションの権利行使スタイルは満期日までいつでも権利行使のできるアメリカン・タイプであり、権利行使の三営業日後に原株の受け渡しが行われる。

上場限月は直近二カ月と三カ月ごとの各サイクル（一月サイクル・二月サイクル・三月サイクル）から二限月の四限月制で、取引最終日は各限月の第三金曜日、満期日は各限月の第三金曜日に続く土曜日とされている。

権利行使価格の間隔は原株価格が五ドルから二五ドルの場合で二・五ポイント、二五ドルを越え二〇ドルまでの場合で五ポイント、二〇ドルを越える場合で一〇ポイントで、当初はイン・ザ・マネー（ITM）、アット・ザ・マネー（ATM）、アウト・オブ・ザ・マネー（OTM）の計三本が設定され、その後はITMとOTMが常時存在するように追加設定が行われる。

最小値幅はオプション価格が三ドル未満の場合で一六分の一ポイント（六・二五ドル）、三ドル以上の場合では八分の一ポイント（二二・五ドル）と定められている。

証拠金はヘッジされていない売りポジションの場合、売り建てオプション価格プラス原株100株価格の20%で、オプションがOTMにある場合にはOTMの度合いに応じて軽減されるが、売り建てオプション価格プ

ラス原株100株価格の20%が最低証拠金とされている。

建玉制限は原株の発行株式数と六カ月間（一月から六月と七月から十二月）の売買高に応じて、コール・オプションの買いとプット・オプションの売りの合計（LEAPSを含む）、またはコール・オプションの売りとプット・オプションの買いの合計（LEAPSを含む）が二五〇〇枚、二〇〇〇枚、一〇五〇〇枚、七五〇〇枚、四五〇〇枚と定められている。さらに五営業日間の権利行使制限が建玉制限と同枚数とされている。ただし、認められたヘッジ戦略の場合にはこの限りではない。

取引時間は中部時間の午前八時三〇分から午後三時一〇分まで（東部時間の午前九時三〇分から午後四時一〇分まで）でNYSEでの原株取引終了後に一〇分間の取引時間があるが、寄り付きは原株価格が寄り付いてから取引を開始することとされている。

〈LEAPS〉

LEAPSの取引要綱は満期日までの期間が長いことを除けば通常の株式オプションとほぼ同じである。

満期日までの期間は一月サイクルで最長三九カ月、その他では二年ないし三年のものが多く、満期が近づけば通常の株式オプションと同じになる。

〈FLEXオプション〉

FLEXオプションは店頭でのオプション取引を取引所取引に取り込むために開発された商品で、清算機関を通じて取引を行うために店頭取引で問題となる信用リスクを回避でき、他方、店頭取引の利点である商品設計の多様性を部分的に取り入れている。

FL EX オプションの原資産は株式オプションと同様に上場株式・ADR・店頭登録株式であるが、取引単位は新規取引の場合には二五〇契約（原株二五〇〇株）、手仕舞い取引の場合には一〇〇契約（原株一〇〇〇株）が最低取引単位（すべて手仕舞い場合には一〇〇契約以下でも取引可能）と定められている。なお、取引単位はドル建て金額でもよいが、その場合にはFL EXブック・オフィシャルが原株の時価を用いてそれぞれ二五〇契約ないし一〇〇契約の基準を満たしているかどうかを判断する。

株式オプションの権利行使スタイルは満期日までいつでも権利行使のできるアメリカン・タイプと満期日にのみ権利行使のできるヨーロッパアン・タイプのいずれもが可能であり、権利行使に伴って原株の受け渡しが行われる。

満期日までの期間は一日以上三年以下で自由に設定される（ただし、設定日の権利行使は認められていない）が、満期日は各月の第三金曜日とその前後四営業日であつてはならない。

権利行使価格はコール・オプションの場合、通常の株式オプションと同様に最小権利行使価格間隔（原株価格が五ドルから二五ドルの場合で二・五ポイント、二五ドルを越え二〇〇ドルまでの場合で五ポイント、二〇〇ドルを越える場合で一〇ポイント）が定められているが、プット・オプションの場合には八分の一ポイント刻みで自由に設定でき、原株価格水準のパーセンテージでも設定できる。

オプション価格は一分の一ポイント刻みまたは原株価格水準のパーセンテージで表示される。ただし、オプション価格は常時表示されているわけではなく、呼値請求（RFQ）に応じてその都度オークション形式で価格発見過程が開始される。新規設定の場合には原株の種類・取引単位・オプションの種類・満期日・権利行使価格・権利行使スタイルを含んだテキスト・メッセージがオプションズ・プライス・リポーティング・オーストリテ

ィ（OPRA）の端末を通じて発信され、二分から二〇分までのリクエスト・レスポンス・タイム（RRT）の後に最良気配（BBO）が提示されるが、呼値請求者にはかならずしも取引をしなければならない義務はない。

証拠金は通常の株式オプションと同じであるが、同一原株を対象としたものに限ってFL EXオプションどうしまたは通常の株式オプションとの間でスプレッドやコンビネーションによる証拠金の低減措置を受けることができる。

建玉制限と五営業日間の権利行使制限は通常の株式オプションの三倍であり、原株の発行株式数と六カ月間の売買高に応じて、コール・オプションの買いとプット・オプションの売りの合計、またはコール・オプションの売りとプット・オプションの買いの合計が七五〇〇枚、六〇〇〇枚、三一五〇〇枚、一二二五〇〇枚、一三五〇〇枚と定められている。FL EXオプションではLEAPSのように建玉制限が通常の株式オプションの建玉制限に加算されることはなく、FL EXオプションを使えば建玉制限を通常の場合の四倍まで拡大させることができる。

取引時間は中部時間の午前九時から午後三時まで（東部時間の午前一〇時から午後四時まで）で他の株式オプションと比べて寄り付きが三〇分遅く、引けは一〇分早い（NYSEの原株取引と比べると、寄り付きが三〇分遅く、引けは同じ）。

一九九六年の取引状況

表3は一九九六年の株式オプション取引状況を表している。

まず、売買高を見ると、LEAPSの売買高は通常の株式オプションの売買高の四・三%（コール四・四%、

表3 1996年の株式オプション取引状況

取引所	コール	売買高			1取引当たり売買高			平均売買代金(ドル)		
		シート	合計	コール	シート	合計	コール	シート	合計	
CBOE	60,226,360	24,543,897	84,770,257	10.11	11.65	10.51	309.68	241.83	290.04	
CBOE-FLEX	200,500	2,850	203,350	13,366.67	129.55	5,495.95	13,344.20	560.19	13,165.03	
CBOE-LEAP	2,475,327	1,007,487	3,482,814	6.83	10.72	7.63	932.58	447.08	792.14	
CBOE-TOTL	62,902,187	25,554,234	88,456,421	9.95	11.61	10.38	375.74	249.95	339.40	
AMEX	37,946,928	15,978,523	53,925,451	11.18	12.79	11.61	349.57	246.47	319.02	
AMEX-FLEX	209,317	3,600	212,917	8,050.65	400.00	6,083.34	1,152.52	317.36	10,969.38	
AMEX-LEAP	2,166,593	777,480	2,944,073	8.87	12.85	9.66	990.09	499.61	860.56	
AMEX-TOTL	40,322,838	16,759,603	57,082,441	11.08	12.79	11.53	440.06	258.23	386.68	
PHLX	11,355,963	4,313,003	15,668,966	8.28	8.99	8.46	290.97	220.94	271.69	
PHLX-FLEX	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
PHLX-LEAP	488,458	167,770	656,228	7.40	8.08	7.56	704.08	350.25	613.62	
PHLX-TOTL	11,844,421	4,480,773	16,325,194	8.24	8.95	8.42	308.01	225.78	285.44	
PSE	22,435,795	10,279,536	32,715,331	11.21	13.50	11.84	299.43	244.45	282.15	
PSE-FLEX	1,000	5,000	6,000	500.00	227.27	250.00	212.50	530.00	477.08	
PSE-LEAP	740,187	377,684	1,117,871	8.38	15.39	9.90	1,018.50	648.00	893.32	
PSE-TOTL	23,176,982	10,662,220	33,839,202	11.09	13.57	11.77	322.39	258.88	302.38	
NYSE	2,510,025	866,475	3,376,500	14.84	18.07	15.55	253.27	247.99	251.91	
NYSE-FLEX	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
NYSE-LEAP	27,285	10,686	37,971	11.12	19.97	12.70	707.18	444.73	633.32	
NYSE-TOTL	2,537,310	877,161	3,414,471	14.78	18.09	15.51	258.15	250.39	256.15	
OCC	134,475,071	55,981,434	190,456,505	10.43	12.05	10.86	316.59	242.12	294.70	
OCC-FLEX	410,817	11,450	422,267	9,553.88	216.04	4,398.61	12,195.58	470.66	11,877.65	
OCC-LEAP	5,897,850	2,341,107	8,238,957	7.72	11.69	8.55	944.52	489.99	815.37	
OCC-TOTL	140,783,738	58,333,991	199,117,729	10.31	12.04	10.76	371.56	252.11	340.81	

(資料) OCC Monthly Statistical Report

プット四・二%)、FLEXオプションの売買高は通常の株式オプションの売買高の〇・二%(コール〇・三%、プット〇・〇二%)にすぎないことがわかる。ただし、FLEXオプションは二カ月余りしか取引期間がなかったため、年間ではこの六倍程度の数字が見込まれる。

コール・オプションの売買高とプット・オプションの売買高を比べると、株式オプションとLEAPSではいずれの取引所でもコール・オプション売買高はプット・オプション売買高の二・五倍前後であるが、FLEXオプションではこの倍率が二・六倍であり、コール・オプションに取引が集中していることがわかる。

各商品の売買高シェアを取引所ごとと比べると、株式オプションではCBOEが四五%(コール四五%、プット四四%)、AMEXが二八%(コール二八%、プット一九%)、PSEが一七%(コール一七%、プット一八%)、PHLXが八%(コール八%、プット八%)、NYSEが二%(コール二%、プット二%)、LEAPSではCBOEが四二%(コール四二%、プット四三%)、AMEXが三六%(コール三七%、プット三三%)、PSEが一四%(コール一三%、プット一六%)、PHLXが八%(コール八%、プット八%)、NYSEが一%(コール一%、プット一%)、FLEXオプションではCBOEが四八%(コール四九%、プット二五%)、AMEXが五〇%(コール五一%、プット三二%)、PSEが一%(コール〇・二%、プット四四%)であり、AMEXではLEAPSやFLEXオプションのシェアが株式オプションのシェアよりもかなり高いことがわかる。

次に、一取引当たりの売買高を見ると、LEAPSの一取引当たり売買高は株式オプションの一取引当たり売買高の〇・七九倍(コール〇・七四倍、プット〇・九七倍)であるのに対して、FLEXオプションの一取引当たり売買高は株式オプションの一取引当たり売買高の四〇五倍(コール九一六倍、プット一八倍)と格段に大きいことがわかる。

コール・オプションの一取引当たり売買高とプット・オプションの一取引当たり売買高を比べると、通常の株式オプションとLEAPSではいずれの取引所でもコール・オプションの一取引当たり売買高はプット・オプションの一取引当たり売買高よりもわずかに小さいのに対して、FLEXオプションではコール・オプションの一取引当たり売買高はCBOEでプット・オプションの一取引当たり売買高の一〇三倍、AMEXでも二〇倍と格段に大きく、PSEでも二倍程度であることがわかる。

さらに、売買高を取引回数で割った平均売買代金をみると、LEAPSの平均売買代金は株式オプションの平均売買代金の二・七七倍(コール二・九八倍、プット二・〇二倍)、FLEXオプションの平均売買代金は株式オプションの平均売買代金の四〇倍(コール三九倍、プット一・九倍)であることがわかる。満期日までの期間が長ければオプションの時間価値(投機的価値)が高まるのでオプション価格は高騰するが、FLEXオプションのコールの価格が極端に大きいのは権利行使価格を現在の価格よりもかなり高めに設定したカバード・コール・ライティング(原株を保有しながらコール・オプションを売り建てる戦略)が盛んなためと考えられる。また、このようにLEAPSやFLEXオプションの価格が株式オプションよりも高い結果、売買代金ベースではLEAPSの売買代金は通常の株式オプションの売買高の二一・〇%(コール二三・〇%、プット八・五%)、FLEXオプションの売買代金は二カ月余りしか取引期間がなかったにもかかわらず、通常の株式オプションの売買代金の八・九%(コール一一・八%、プット〇・〇四%)にも達していた。

コール・オプションの平均売買代金とプット・オプションの平均売買代金を比べると、株式オプションではコール・オプションの平均売買代金はプット・オプションの平均売買代金の一・三一倍、LEAPSでは一・九三倍であるのに対して、FLEXオプションでは二五・九倍と格段に大きいことがわかる。

一九九六年の取引主体

表4は一九九六年の株式オプション取引主体を顧客・証券会社・マーケット・メーカーに分類して表している。

まず、商品ごとの売買高シェアを見ると、通常の株式オプションでは顧客四五・九三%(買い四四・一%、売り四七・八%)、証券会社三・九%(買い四・一%、売り三・八%)、マーケット・メーカー五〇・一%(買い五一・八%、売り四八・四%)、LEAPSでは顧客四四・六%(買い四五・七%、売り四三・五%)、証券会社五・四%(買い五・六%、売り五・二%)、マーケット・メーカー五〇・〇%(買い四八・七%、売り五一・二%)、FLEXオプションでは顧客八九・六%(買い八九・〇%、売り九〇・二%)、証券会社一・一%(買い一・二%、売り一・〇%)、マーケット・メーカー九・二%(買い九・八%、売り八・七%)であり、通常の株式オプションとLEAPSではマーケット・メーカーのシェアがほぼ五〇%で顧客のシェアを上回っているのに対して、FLEXオプションでは顧客のシェアが九〇%近く、マーケット・メーカーのシェアは一〇%にも満たないことがわかる。FLEXオプションの商品設計からすれば顧客の注文にマーケット・メーカーないしは証券会社が値段を提示し、取引が成立しているものと考えられるが、OCCのデータの分類では顧客どうしの取引が大半を占めている形になっている。こうした数字が現れた原因としては、今のところFLEXオプションは新たな取引を取り結ぶよりもすでに行われた店頭取引を移し変え、清算機関を通じた値洗いによって信用リスクを削減するために用いられているためと考えられる。

次に、各商品の売買高シェアを取引所ごとにと比べると、株式オプションではCBOEが顧客四六・一%(買い四四・四%、売り四七・八%)、証券会社三・七%(買い三・九%、売り三・五%)、マーケット・メーカー五

表4 1996年の株式オプション取引主体

取引所	顧客	買い			売り			合計	
		証券会社	マーケット・メーカー	顧客	証券会社	マーケット・メーカー	顧客		
CBOE	37,679,601	3,341,806	43,748,850	40,539,818	3,006,785	41,223,654	78,219,419	6,348,591	84,972,504
CBOE-FLEX	171,600	0	31,750	170,750	1,000	31,600	342,350	1,000	63,350
CBOE-LEAP	1,584,116	201,277	1,697,421	1,641,671	128,430	1,712,713	3,225,787	329,707	3,410,134
CBOE-TOTL	39,435,317	3,543,083	45,478,021	42,352,239	3,136,215	42,967,967	81,787,556	6,679,298	88,445,988
AMEX	23,608,659	2,134,407	28,182,365	25,407,543	2,075,841	26,442,067	49,016,202	4,210,248	54,624,452
AMEX-FLEX	203,350	4,100	5,467	205,250	2,417	5,250	408,600	6,517	10,717
AMEX-LEAP	1,331,271	149,381	1,463,421	1,242,215	144,965	1,556,893	2,573,486	294,346	3,020,314
AMEX-TOTL	25,143,280	2,287,888	29,651,273	26,855,008	2,223,223	28,004,210	51,998,288	4,511,111	57,655,483
PHLX	6,696,164	884,594	8,088,208	7,611,397	852,572	7,204,997	14,307,561	1,737,166	15,293,205
PHLX-FLEX	301,573	55,388	299,267	257,009	60,202	339,017	558,582	115,590	638,284
PHLX-LEAP	6,997,737	939,982	8,387,475	7,868,406	912,774	7,544,014	14,866,143	1,852,756	15,931,489
PHLX-TOTL	14,493,608	1,217,310	17,004,413	15,705,757	1,158,214	15,851,360	30,199,365	2,375,524	32,855,773
PSE-FLEX	1,000	1,000	4,000	5,000	1,000	0	6,000	2,000	4,000
PSE-LEAP	528,472	55,812	533,587	427,523	93,032	597,316	955,995	148,844	1,130,903
PSE-TOTL	15,023,080	1,274,122	17,542,000	16,138,280	1,252,246	16,448,676	31,161,360	2,526,368	33,990,676
NYSE	1,507,661	184,208	1,684,631	1,712,799	157,293	1,506,408	3,220,460	341,501	3,191,039
NYSE-FLEX	-	-	-	-	-	-	-	-	-
NYSE-LEAP	18,967	1,542	17,462	17,023	3,651	17,297	35,990	5,193	34,759
NYSE-TOTL	1,526,628	185,750	1,702,093	1,729,822	160,944	1,523,705	3,256,450	346,694	3,225,798
OCC	83,985,693	7,762,325	98,708,487	90,977,314	7,250,705	92,228,486	174,963,007	15,013,030	190,936,973
OCC-FLEX	375,950	5,100	41,217	381,000	4,417	36,850	756,950	9,517	78,067
OCC-LEAP	3,764,399	483,400	4,011,158	3,585,441	430,280	4,223,236	7,349,840	893,680	8,234,394
OCC-TOTL	88,126,042	8,230,825	102,760,862	94,943,755	7,685,402	86,488,572	183,069,797	15,916,227	189,249,434

(資料) OCC Monthly Statistical Report

(41)

○・一% (買い五一・六%、売り四八・六%)、AMEXが顧客五〇・六% (買い四三・八%、売り四七・一%)、証券会社三・九% (買い四・〇%、売り三・八%)、マーケット・メーカー五〇・六% (買い五一・三%、売り四九・〇%)、PSEが顧客四六・二% (買い四四・三%、売り四八・〇%)、証券会社三・六% (買い三・七%、売り三・五%)、マーケット・メーカー五〇・二% (買い五二・〇%、売り四六・二%)、PHLXが顧客四八・八% (買い四二・七%、売り四八・六%)、証券会社五・五% (買い五・六%、売り五・四%)、マーケット・メーカー四八・八% (買い五一・六%、売り四六・〇%)、NYSEが顧客四七・七% (買い四四・七%、売り四〇・七%)、証券会社五・一% (買い五・五%、売り四七・三%)、マーケット・メーカー四七・三% (買い四七・七%、売り四二・二%)、NYSEが顧客四六・三% (買い四五・二%、売り四二・一%)、証券会社五・〇% (買い四六・三%、売り四・九%)、売り四四・六%)、LEAPSではCBOEが顧客四六・三% (買い四五・五%、売り四七・一%)、証券会社四・七% (買い五・八%、売り三・七%)、マーケット・メーカー四九・〇% (買い四八・七%、売り二・八% (買い四七・三%、売り三八・二%)、証券会社六・七% (買い五・〇%、売り八・三%)、マーケット・メーカー五〇・六% (買い四七・七%、売り五三・四%)、PHLXが四二・六% (買い四六・〇%、売り三九・二%)、証券会社八・八% (買い八・四%、売り九・二%)、マーケット・メーカー四八・六% (買い四・五・六%、売り五一・七%)、NYSEが顧客四七・四% (買い五〇・〇%、売り四五・六%)、証券会社六・八% (買い四・一%、売り九・六%)、マーケット・メーカー四五・八% (買い四六・〇%、売り四五・六%)であった。

他方、FLEXオプションではCBOEが顧客八四・二% (買い八四・四%、売り八四・〇%)、証券会社

(42)

〇・二% (買い〇%、売り〇・五%)、マーケット・メーカー一五・六% (買い一五・六%、売り一五・五%)、AMEXが顧客九六・〇% (買い九五・五%、売り九六・四%)、証券会社一・五% (買い一・九%、売り一・一%)、マーケット・メーカー二・五% (買い二・六%、売り二・五%)、PSEが顧客五〇・〇% (買い一六・七%、売り八三・三%)、証券会社一六・七% (買い一六・七%、売り一六・七%)、マーケット・メーカー三三・三% (買い六六・七%、売り〇%) であり、AMEXでは顧客のシェアが圧倒的に高く、PSEではマーケット・メーカーや証券会社のシェアがAMEXやCBOEよりも相対的に高いことがわかる。

一九九六年の銘柄別の取引状況

表5は一九九六年におけるCBOEの銘柄別株式オプション売買高上位四〇社を、表6は一九九六年におけるAMEXの銘柄別株式オプション売買高上位四〇社をそれぞれ表している。

まず、売買高の累積シェアを見ると、上位五銘柄ではCBOEで一九・七%、AMEXで二八・二%、上位一〇銘柄ではCBOEで二七・八%、AMEXで三六・八%、上位二〇銘柄ではCBOEで三九・六%、AMEXで四八・八%、上位三〇銘柄ではCBOEで四七・三%、AMEXで五六・一%、上位四〇銘柄ではCBOEで五二・九%、AMEXで六一・一%であり、いずれも上位銘柄にかなり取引が集中していること、そしてCBOEとAMEXの累積シェアを比較すると、いずれのグループでもAMEXの累積シェアがCBOEを八%から九%上回っており、取引の集中がより著しいことがわかる。

次に、銘柄ごとの売買高を見ると、二〇〇万契約以上の銘柄数はCBOEでもAMEXでも四銘柄であるが、一〇〇万契約以上の銘柄数ではCBOEで一六銘柄、AMEXで七銘柄、五〇万契約以上の銘柄数ではCBOEで三四銘柄、AMEXで二二銘柄であり、CBOEではAMEXよりも取引が活発な銘柄数が多いことがわかる。ただし、両者を併せての上位一〇銘柄では二位から五位までをAMEX上場銘柄が占めており、CBOEに比べても遜色はない。

さらに、一九九六年の売買高順位を一九九五年の売買高順位と比べてみると、上位一〇銘柄中で一九九五年に上位一〇銘柄に含まれていなかった銘柄数はCBOEでもAMEXでも三銘柄、同様に上位二〇銘柄ではCBOEでもAMEXでも六銘柄、上位三〇銘柄ではCBOEで一三銘柄、AMEXで九銘柄、上位四〇銘柄ではCBOEで一九銘柄、AMEXで一〇銘柄であり、CBOEでは上位二二銘柄から四〇銘柄の間では順位の変動が激しかったことがわかる。

最後に、上位四〇銘柄の重複上場銘柄数を調べてみると、CBOEでは四〇銘柄中一二銘柄が重複上場、うちAMEXとの重複上場は一〇銘柄、PSEとの重複上場は六銘柄、PHLXとの重複上場が四銘柄、NYSEとの重複上場が二銘柄であり、AMEXでは四〇銘柄中一二銘柄、うちCBOEとの重複上場は一二銘柄、PSEとの重複上場は三銘柄、PHLXとの重複上場は六銘柄、NYSEとの重複上場は二銘柄であることがわかる。

(吉川)

注

(一) U.S. Securities and Exchange Commission. *Report of the Special Study of the Options Market to the Securities and Exchange Commission*. 1979. U.S. Government Printing Office

株式オプション取引が現物市場に与える影響に関しては、拙稿「個別株オプションが原株に与える影響：実証分析の概観」(「インベストメント」、第五〇巻二号、一九九七年四月、大阪証券取引所)を参照。

表6 1996年のAMEX売買高上位30社

順位	(前年)	銘柄	売買高	シェア	累積シェア	重複上場
1	(1)	Intel Corporation	6,705,375	11.7%	9.0%	-
2	(-)	Iomega Corporation	3,393,747	5.9%	14.9%	CBOE.PSE.PHLX
3	(2)	Motorola.Inc.	3,200,418	5.6%	20.6%	-
4	(3)	Philip Morris Companies Inc.	2,766,707	4.8%	25.4%	-
5	(6)	Digital Equipment Corp.	1,574,312	2.8%	28.2%	CBOE
6	(4)	Apple Computer.Inc.	1,187,896	2.1%	30.2%	-
7	(11)	Seagate Technology. Inc.	1,027,374	1.8%	32.0%	-
8	(-)	US Robotics Corp.	969,029	1.7%	33.7%	CBOE
9	(5)	Novell.Inc.	888,723	1.6%	35.3%	-
10	(7)	Amgen Inc.	887,569	1.6%	36.8%	-
11	(12)	Barrick Gold Corp.	884,319	1.5%	38.4%	-
12	(-)	Telecomunicacoes Brasil.	856,858	1.5%	39.9%	CBOE.NYSE.PHLX
13	(16)	Westinghouse Electric Corp.	829,612	1.5%	41.4%	-
14	(9)	The Chase Manhattan Corp.	806,172	1.4%	42.8%	-
15	(10)	The Walt Disney Company	641,419	1.1%	43.9%	CBOE
16	(-)	Ascend Communications Inc.	635,405	1.1%	45.0%	CBOE.PSE.PHLX
17	(20)	DSC Communications Corp.	586,303	1.0%	46.0%	-
18	(8)	Telefonos de Mexico	553,641	1.0%	47.0%	CBOE.NYSE.PHLX
19	(-)	Office Depot.Inc.	537,923	0.9%	47.9%	-
20	(26)	American Express Company	509,198	0.9%	48.8%	CBOE
21	(15)	Merrill Lynch & Co.	501,809	0.9%	49.7%	CBOE
22	(-)	Zenith Electronics Corp.	472,068	0.8%	50.5%	-
23	(13)	Pfizer Inc.	471,318	0.8%	51.4%	-
24	(36)	W.R.Grace & Co.	460,515	0.8%	52.2%	-
25	(-)	Netscape Communications Corp.	419,361	0.7%	52.9%	CBOE.PSE.PHLX
26	(27)	Silicon Graphics Inc.	390,667	0.7%	53.6%	-
27	(-)	The Gillette Company	365,013	0.6%	54.2%	-
28	(25)	Unisys Corporation	356,215	0.6%	54.9%	-
29	(22)	Eli Lilly and Company	348,451	0.6%	55.5%	-
30	(14)	Grupo Televisa.S.A.de C.V.	344,360	0.6%	56.1%	CBOE
31	(31)	ASA Limited	319,983	0.6%	56.6%	-
32	(21)	International Game Technology	302,677	0.5%	57.2%	-
33	(33)	Chiron Corp.	292,639	0.5%	57.7%	CBOE
34	(-)	Cabletron Systems. Inc.	292,538	0.5%	58.2%	PHLX
35	(37)	The Procter & Gamble Company	278,174	0.5%	58.7%	-
36	(18)	United States Surgical Corp.	260,302	0.5%	59.1%	-
37	(24)	Caterpillar Inc.	258,964	0.5%	59.6%	-
38	(-)	Texaco Inc.	258,142	0.5%	60.0%	-
39	(38)	Western Digital Corp.	258,116	0.5%	60.5%	-
40	(23)	AMR Corp.	247,855	0.6%	61.1%	-

(資料) AMEX Fact Bookより作成

表5 1996年のCBOE売買高上位30社

順位	(前年)	銘柄	売買高	シェア	累積シェア	重複上場
1	(1)	IBM	7,950,530	9.0%	9.0%	-
2	(8)	Cisco Systems	2,770,289	3.1%	12.1%	PSE
3	(5)	Micron Tech.	2,615,105	3.0%	15.1%	PSE
4	(9)	Hewlett-Packard	2,214,843	2.5%	17.6%	-
5	(3)	Texas Instrument	1,830,175	2.1%	19.7%	-
6	(20)	Bay Networks	1,657,703	1.9%	21.5%	-
7	(-)	Iomega Corp.	1,412,875	1.6%	23.1%	AMEX.PSE.PHLX
8	(10)	Oracle Corp.	1,391,554	1.6%	24.7%	-
9	(21)	Coca-Cola Company	1,371,347	1.6%	26.3%	-
10	(6)	Merck & Co.	1,331,330	1.5%	27.8%	-
11	(2)	Telefonos De Mexico	1,284,915	1.5%	29.2%	AMEX.NYSE.PHLX
12	(16)	K-Mart Corp.	1,169,295	1.3%	30.5%	-
13	(25)	America Online Inc.	1,130,956	1.3%	31.8%	AMEX.PSE
14	(12)	Citicorp	1,087,472	1.2%	33.0%	-
15	(23)	LSI Logic	1,066,453	1.2%	34.2%	-
16	(11)	AT & T Corp.	1,050,953	1.2%	35.4%	-
17	(18)	General Electric	976,179	1.1%	36.5%	-
18	(7)	General Motors	948,126	1.1%	37.6%	-
19	(4)	Chrysler Corp.	934,064	1.1%	38.7%	-
20	(30)	Pepsico Inc.	856,065	1.0%	39.6%	-
21	(-)	Netscape Communicat.	816,225	0.9%	40.6%	AMEX.PSE.PHLX
22	(-)	US Robotics	787,344	0.9%	41.4%	AMEX
23	(15)	EMC Corp.	730,174	0.8%	42.3%	-
24	(-)	Atmel	720,091	0.8%	43.1%	-
25	(14)	Ford Motor Co.	698,111	0.8%	43.9%	-
26	(-)	Loral Space & Commu.	673,223	0.8%	44.6%	-
27	(24)	Wal-Mart Stores	616,329	0.7%	45.3%	-
28	(31)	Homestake Mining	591,681	0.7%	46.0%	-
29	(-)	Cheyenne Software	589,699	0.7%	46.7%	-
30	(-)	Telecomunicacoe Br.	572,298	0.6%	47.3%	AMEX.NYSE.PHLX
31	(-)	Johnson & Johnson	564,177	0.6%	48.0%	-
32	(38)	Qualcomm	534,010	0.6%	48.6%	-
33	(28)	Cirrus Logic. Inc	528,746	0.6%	49.2%	PSE
34	(-)	Arakis Energy Corp.	501,679	0.6%	49.7%	AMEX
35	(-)	C-Cube Microsystems	494,763	0.6%	50.3%	AMEX
36	(-)	McDnald's Corp.	443,634	0.5%	50.8%	-
37	(19)	Grupo Televisa	436,403	0.5%	51.3%	AMEX
38	(-)	Boeing Co.	431,046	0.5%	51.8%	-
39	(-)	Computer Assoc. Int.	427,381	0.5%	52.2%	-
40	(39)	Informix	419,208	0.6%	52.9%	AMEX

(資料) CBOE Market Statistics 1995. CBOE内部資料より作成