

香港における株式オプションの導入

吉川真裕

要 旨

株式オプション取引は1973年にアメリカではじめて取引所取引として開始され、その後、急速に世界中に広がった。今や主要国で株式オプション取引が行なわれていないのはわが国だけである。現在、わが国でも株式オプション取引の導入が進められているが、香港ではすでにわが国に先駆けて1995年に株式オプション取引が導入されており、香港での経験はわが国にとっても貴重な前例となるものと考えられる。

香港での株式オプション取引の上場は1987年のブラック・マンデー後の危機的な状況の下で株式市場の活性化策として香港証券取引所によって計画され、公開評議案（コンサルティティブ・ペーパー）を3度も発行し、市場関係者の意見を探り入れながら進められた。コンサルティション方式とも呼ぶべきこうした方法は新商品の導入や制度の改革に当たって極めて興味深い方法であり、株式オプションに限らず、わが国でも一考の価値があるものと考えられる。

1995年9月8日に香港上海銀行持株会社を対象とした株式オプション取引が開始され、1996年末で13銘柄の株式オプションを上場しているが、原株の売買高と比べると、今のところそれほど活発な取引が行われているわけではなく、今後数年間の推移を見て導入の成果は判断されるべきであろう。

香港は株式時価総額では世界で8番目の市場であり、株式オプションを導入する前に株価指数先物と株価指数オプションを上場しており、しかも取引システムがオープン・アウトクライではなく、コンピューターによるものであるといった点ではわが国と類似した状況にあり、わが国での株式オプションの導入に当たっても香港での経験を参考にして、より良い市場の創設に努めるべきであろう。

目次

- I. はじめに
 II. 株式オプションの導入に至る経緯
 III. コンサルティティブ・ペーパーを通じた取引要綱の決定
 1. コンサルティティブ・ペーパー I
 2. コンサルティティブ・ペーパー II

3. オプション白書
 4. コンサルティティブ・ペーパー III
 5. 取引要綱
 IV. 株式オプション導入後の取引状況
 V. 結び

I. はじめに

株式オプションの歴史をひもといてみると、店頭での株式オプション取引は17世紀末にロンドンで始まり、18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1973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1974年にはニューヨーク証券取引所 (NYSE) での株式売買高の16・2%にまで達した。1975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、1976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1978年にはオランダでヨーロピアン・オプション取引所 (EOE) 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、

イギリスでロンドン・オプション市場 (LTOM) が株式オプション取引を開始し、CBOEの開設から5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。

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、1980年代後半に始まった。まず、1985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、1987年にはフランスでパリ流通オプション市場 (MONEP)、1988年にはスイスでスイス金融先物・オプション取引所 (SOFFEX)、1990年にはドイツのドイツ金融先物・オプション取引所 (DTB)、スウェーデンのストックホルム・オプション取引所 (OM)、ノルウェーのオスロ証券取引所、デンマークのコペンハーゲン証券取引所 (FUTOP)、1991年にはスペインのマドリード株式先物取引所 (MEFF・RV)、オーストリアのオーストリアン先物・オプション取引所 (OTOB)、1993年にはベルギーのベルギー先物・オプション取引所 (BELFOX)、フィンランドのフィンランドオプション市場 (SOM) が相次いで株式オプションを導入した。そして、1995年には香港証券取引所 (SEHK)、1996年にはイタリア・デリバティブ市場 (IDEM) が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1996年の株式オプション売買高を表わしている。第1位

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(1996年)

順位	取引所名	国名	売買高 (枚)	取引開始 (年)
1	CBOE	アメリカ	88,456,579	1973
2	AMEX	アメリカ	56,173,533	1975
3	PSE	アメリカ	33,835,628	1976
4	SOFFEX	スイス	28,803,125	1988
5	EOE	オランダ	18,760,623	1978
6	PHLX	アメリカ	16,269,224	1975
7	OM	スウェーデン	12,920,145	1990
8	ASX	オーストラリア	10,778,202	1976
9	DTB	ドイツ	10,024,170	1990
10	LIFFE (LTOM)	イギリス	4,298,010	1978
11	MONEP	フランス	3,979,955	1987
12	NYSE	アメリカ	3,363,025	1985
13	トロント証券取引所	カナダ	2,339,547	1976
14	SEHK	香港	1,269,872	1995
15	OTOB	オーストリア	1,266,960	1991
16	SOM	フィンランド	1,143,787	1993
17	MEFF RV	スペイン	951,271	1991
18	オスロ証券取引所	ノルウェー	815,353	1990

資料：Futures & Options World, Issue 309 (1997年2月) 等より作成。

は株式オプションの嚆矢となったCBOEで8846万枚、第2位はAMEXで5617万枚、第3位はPSEで3384万枚、第4位はSOFFEXで2880万枚、第5位はEOEで1876万枚、第6位はPHLXで1627万枚とアメリカ勢が上位を占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:1992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。

以下では、わが国よりも一足早く1995年9月に株式オプションを導入した香港市場での経験を、導入に至る経緯、取引要綱等の決定プロセス、そして導入後の状況、の3点にわたって検

討する。とりわけ、取引要綱等の決定プロセスは香港証券取引所が市場参加者の意向を汲み上げるために公開草案 (コンサルティティブ・ペーパー) を発表し、市場参加者の意見に配慮しながら原案を修正するという興味深い方法によって行われた。こうした香港での経験を学ぶことによって、株式オプションのみならず、今後わが国で新商品を導入する際の決定プロセスにコンサルティション方式という開かれた方法が採用できないか、一考する価値はあるだろう。

II. 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8番目に大きな市場に成長し、すでに1986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、1993年にはアジアで2番目に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、1987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4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1990年6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と政府金融当局に打診した²⁾。そして同年11月にはSFC委員長が自動決済システムを1991年中に導入し、1992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、1991年4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表明し、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⁾。

1992年6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12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1回目のコンサルティティブ・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⁾。そして1993年3月には第2回

目のコンサルティティブ・ペーパーが発表され、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1993年11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⁷⁾、翌1994年1月には株式で空売りが解禁され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。

1994年7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2年近くに及ぶ準備の成果が同年11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、1995年8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。そして翌12月には株式オプション取引のマーケット・メイキングに関する第3回目のコンサルティティブ・ペーパーが発表された¹⁰⁾。

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、10月25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¹¹⁾。こうした事態の背後には、同年7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絶し、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った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から購入したオプション取引の清算システムを共有すれば費用が40%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⁾。(1995年3月に香港先物取引所は株式先物取引を開始したが、取引は振るわず、停滞している。)

その後、1995年7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1年間免除する決定を下し、翌8月に入ってようやく最終的な株式オプション取引開始日が9月8日であり、取引対象が香港上海銀行持株会社(HSBC Holdings)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5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1995年9月8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。

Ⅲ. コンサルティティブ・ペーパーを通じた取引要綱の決定

1. コンサルティティブ・ペーパー I

第1回目のコンサルティティブ・ペーパーは「上場オプション：原株の適格基準とオプショ

ン取引要綱」と題され、全2章補遺3からなり、オプション上場の基礎となる上場銘柄の選定基準と取引要綱が提示されている。

第1章「オプションを上場する原株の適格基準試案」ではアメリカでのオプション上場適格基準を参考にして、

- ①最低流通株式数700万株、
 - ②最低株主数2000人、
 - ③市場価格が3カ月間7.5香港ドル以上、
 - ④売買高が12カ月間に240万株以上、
 - ⑤香港証券取引所にすでに上場されていること、
- という基準でオプション上場銘柄を選択した場合、40社が対象となることが示されている。ただし、ここで提示された上場適格基準はあくまでもガイドラインであって、現時点では40社ものオプションを上場する予定はなく、上場基準に満たない銘柄は絶対に上場されないというわけではないと付け加えられている。

第2章「オプション取引要綱試案」では以下のような15項目の取引要綱が提示された。

- ①コール・オプションとプット・オプションの両方を導入する予定、
- ②契約サイズは原株の1取引単位、
- ③上場限月は3カ月もの・6カ月もの・9カ月もの3種類で、原株市場への影響を考慮して1月サイクル・2月サイクル・3月サイクルの3サイクル、
- ④取引時間は原株市場と同一、
- ⑤最小値幅は投資家が覚えやすいように原株の最小値幅と同一、
- ⑥満期はハンセン指数先物・オプションと同じく、限月の最終営業日の前営業日、
- ⑦権利行使価格の間隔は原株の価格水準に応じ10香港ドル以下で1香港ドル、10香港ドル超25香港ドル以下で2.5香港ドル、

25香港ドル超で5香港ドル,

- ⑧権利行使価格はアウト・オブ・ザ・マネー (OTM) 2本, アット・ザ・マネー(ATM), イン・ザ・マネー(ITM) 1本の計4本が設定され, 常にこれらが存在するように追加設定 (ただし満期を迎える週を除く) される。
- ⑨権利行使タイプは毎日権利行使に応じて原株の引き渡しが行なわれるアメリカン・タイプ,
- ⑩オプション購入日に権利行使をして原株を取得する同一日権利行使が認められている。
- ⑪満期日におけるITMオプションの権利行使は権利行使に伴う費用を考慮して自動的に行なわれる。
- ⑫権利行使に伴う原株引き渡しの割り当ては2段階で清算機関においても各清算会員においてもランダムに行なわれる。
- ⑬建玉の相殺調停 (キャビネット取引) は定款に準じて行なわれる。
- ⑭清算は翌営業日 (T+1) に行なわれなければならない。
- ⑮オプション代金は取引成立時に全額支払われなければならない。(フル・プレミアム方式)

2. コンサルティティブ・ペーパー II

第2回目のコンサルティティブ・ペーパーは「取引所取引株式オプション：取引・清算・参加に関する提案」と題され, 全6章補遺5よりなる。ここではコンサルティティブ・ペーパー I に対する反応を踏まえて取引要綱試案を一部変更し, 取引手続き・清算手続き・基金・取引会員/清算会員の役割等が論じられている。

市場参加者の意見を受けて取引要綱は以下の点が補足・変更された。

- ①限月に関しては直近限月に対する要望が強く, 3カ月もの・6カ月もの・9カ月もの

に加えて1カ月ものが追加され, 計4種類に拡張された。

- ②最小値幅に関しては原株の最小値幅と同じではオプション代金に比べて大きすぎるという意見が寄せられ, 一律0.01香港ドルに変更された。
- ③権利行使価格の間隔に関しても原株価格に比べて大きすぎるという意見が多く, 間隔を縮小する方向で今後検討する。
- ④清算期限に関しては翌営業日(T+1)としていたが, 翌営業日の取引開始まで(T+0)が正確な表現であると訂正された。市場参加者からは原株と同じT+2を望む声が強かったが, T+0がオプション取引の国際的標準であるとして却下された。
- ⑤権利行使に関しては市場関係者の中にハンセン指数オプションと混同している者が見られ, 清算機関が認めた特別な場合を除いて原株の受け渡しが必要であることが明記された。
- ⑥建玉の相殺調停に関してはキャビネット取引と呼ばれる相殺取引の方法に対する質問が多数寄せられたが, 売り手と買い手が合意した場合に限ってキャビネット取引は実施され, その数量に関してはターミナル上に表示されることが明らかにされた。
- ⑦契約サイズに関しては原株の取引単位では混乱を生じる可能性があるという指摘も見られたが, 原株の取引単位にしないと権利行使時に問題を生じるとして原案を変更しないことが確認された。

このようにコンサルティティブ・ペーパー I で提案された取引要綱は市場参加者のコメントを参考にして訂正されたわけであるが, コンサルティティブ・ペーパー II では先のコンサルテ

ィティブ・ペーパーでは触れられていなかった取引手続き・清算手続き・基金・取引会員/清算会員の役割等が主に論じられた。

まず, 第1章「市場構造：オプション取引所とオプション清算機関」で香港証券取引所の株式取引とは異なる部門でオプション取引が行なわれ, 香港証券清算会社 (HKSCC) が清算機関となることが提案された。

第2章「取引システムと取引手続き」ではオプション取引はコンピューターによる自動取引執行システムによって行なわれることが提案され, インプライド・ボラティリティや利子率・配当などもスクリーンに表示され, 気配値が存在しない場合には理論価格が表示されることが明らかにされた。注文の付け合わせはファースト・イン・ファースト・アウト (FIFO) というフロアでのオープン・アウトクライを模倣した方式で行なわれ, 将来的にはスプレッドやストラドルといった複合注文にも対応する予定であることが示されている。新規オプション銘柄は上場数日前には発表され, 新規権利行使価格の設定は少なくとも1時間前には発表されるとしている。そして取引所によって銘柄ごとに建玉制限が設けられる予定であることが明らかにされている。

第3章「清算」では清算会員の口座とその顧客全体の口座は別々に管理され, ネット支払も別々に行われることが示されている。証拠金は現金, 原株 (コールの売り1契約ずつに対応), 銀行保証または信用状, その他の代用証券によって預託されなければならない。Trans Canada Options Inc.によって開発された売り建と買い建をネットにしてリスク調整後の最大損失額を計算する証拠金システムが採用され, 日中に追加証拠金が請求される場合もあり得る。権利行

使は午後4時30分までに清算機関に通知されなければならない。権利行使に伴う割り当ては証拠金計算の後に行なわれるので割り当てを受けた場合でも売り建玉の証拠金を翌営業日まで引き出すことはできない。また, 各清算会員は顧客を含めた売り建玉から計算されるネット・ワース・レシオを自己資本の範囲内に維持しなければならない。取引開始時点においては清算会員は清算機関に不慮の事態に備える準備基金を現金で預託 (HIBORで付利) しなければならない。

第4章「参加」では取引及び清算業務への参加要件が示されており, 取引会員は清算会員との清算契約を結び, 検定試験に合格したオプション顧客アドバイザー (OCA) を要し, 顧客の注文を受けるためには顧客とオプション契約合意書を交わさなければならないことが示された。そしてここではじめて流動性を維持するために取引会員の中からマーケット・メーカーを募集する予定であることが明らかにされた。他方, 清算会員は顧客を持たないセルフ・クリアリング会員, 顧客口座の清算をも行なえるフル・クリアリング会員, 他の清算会員とその顧客口座をも清算できるマネージング・クリアリング会員に分かれ, 清算会員の要件は取引会員よりも厳しく, 検定試験に合格したオプション・コンプライアンス・オフィサー (OCO) を雇用していなければならない。

第5章「基金」ではオプション市場開設のための基金は取引所の基金から拠出され, 日常経費に関しては取引会員と清算会員から徴収されることが説明されている。

第6章「オプション取引：会員への提案」では株式取引とオプション取引の相違, バック・オフィスによる監督, 顧客との関係について注

意事項が示され、大口顧客の建玉を報告する義務があることが明記されている。

3. オプション白書

2度にわたるコンサルティティブ・ペーパーの公表とそれに対する市場参加者のコメントを受けて作成された冊子は『取引所取引株式オプション：市場構造・参加・費用』と題され、全8章補遺7よりなる。ここではそれまでのコンサルティティブ・ペーパーに対する反応を踏まえて取引要綱をさらに変更し、費用・取引会員権・清算会員権・リスク管理・端末操作等が詳しく論じられている。

第1章「イントロダクション」ではオプション取引参加業者は香港証券取引所の会員権を取得し、オプション取引会員(OTM)となることによって取引所での取引が認められ、清算機関は香港証券取引所の子会社としてオプション清算会社(OCH)が設立され、財務・監督要件を満たしたOTMが清算会員(OCH会員)として認められることが示されている。また、取引と清算はOTMのオフィスにある統合されたコンピューター・システム端末から行なわれ、SOFSEXが開発し、DTBによって改良されたシステムが採用される。そして権利行使に伴う原株の受け渡しは原株同様にT+2で行なわれ、割り当てが取引終了後に行なわれるために原株を持たないオプションの売り手は貸し株契約を事前に締結しておく必要があることが明記されている。

第2章「費用」では、オプション市場開設費として1700万香港ドルが開発基金から拠出され、その後の運転経費はオプション取引会員からの月額固定費と取引量に応じた変動費によって賄われることが示されている。さらにオプション

取引会員はシステム・アクセス権として20万香港ドル(会員権返上1年後には返還される)を拠出しなければならないことが付け加えられている。

第3章「オプション取引会員制」では取引会員の要件として、

- ①取引権が停止されていないこと、
- ②清算契約を結んでいること、
- ③オプション取引オフィサー&リプレゼンタティブ試験に合格したオプション取引オフィサーがいること、
- ④顧客の注文を扱うためには試験に合格したオプション取引リプレゼンタティブがいること、
- ⑤取引システムを預かるスタッフは実務試験に合格していること、
- ⑥コンピューター端末装置を持ち、テレコミュニケーション・ラインをレンタルしていること、
- ⑦コンピューター化されたバック・オフィス管理システムを備えていること、
- ⑧システム・アクセス権を確保していること、
- ⑨申請手続き費用3500香港ドルを支払っていること、

の9項目が上げられている。加えて取引開始後はシステム・アクセス権1つに対して月額固定費(PCターミナルで1000香港ドル、ユーザー・デバイスで3000香港ドル)を支払わなければならない。

また、取引はオークション形式を想定しているが、流動性を維持するために会員の中から認可された複数のマーケット・メーカーによる補助も規定されており、マーケット・メーカーは

- ①最大気配値スプレッドとして売り気配値の10%または0.15香港ドルの大きい方、
- ②最小取引量として10単位、

- ③呼び値請求への最長対応期限3分、
 - ④呼び値維持(変更を除く)の最短時間30秒、
 - ⑤呼び値請求への対応割合75%、
- といった義務を負う一方、自己勘定取引にかかる可変費用の50%割引が実施される。

第4章「清算会員制」では清算会員の名称が、顧客を持たないセルフ・クリアリング会員(SCM)、顧客口座の清算をも行なえるダイレクト・クリアリング会員(DCM)、他の清算会員とその顧客口座をも清算できるゼネラル・クリアリング会員(GCM)と一部変更され、清算会員の要件はオプション取引会員でかつ、

- ①流動資本が少なくとも負債総額の5%またはSCMで300万香港ドル、DCMで500万香港ドル、GCMで2000万香港ドル、のうち大きい方、
- ②OCH準備基金として少なくともSCMで150万香港ドル、DCMで150万香港ドル、GCMで500万香港ドル+4社目以降の非清算会員1社につき150万香港ドル、(うち75万香港ドルは現金：HIBOR付利)、
- ③21歳以上で、金融機関での実務経験2年以上、かつオプション取引オフィサー&リプレゼンタティブ試験とオプション・クリアリング・オフィサー試験に合格したオプション・クリアリング・オフィサー(OCC)を要すること、
- ④会員権のレベルに応じたコンピューター・システムを備えていること、
- ⑤OCHの清算ネットワークに参加している指定銀行に口座を持っていること、
- ⑥貸し株契約を締結していること、が上げられている。

第5章「リスク管理と現金決済」では準備基

金、清算会員の債務不履行手続き、清算会員の義務、清算会員の取消、顧客の証拠金口座、現金決済について論じられている。清算会員の自己勘定と顧客勘定の合計を流動資本に応じて制限する際の比率はポジション・レシオと呼ばれており、ネット・ワース・レシオという名前から変更された。

第6章「オプション市場へのアクセス」ではデータ・コミュニケーション・ライン、アクセス方法(PCターミナルとユーザー・デバイス)、アクセス方法の選択、フロントとバック・オフィスのシステム、といったシステム面での特徴が述べられている。オプション市場へのアクセス方法にはパソコンを利用するPCターミナルとワークステーションを利用するユーザーデバイスの2種類があり、PCターミナルでは同一銘柄を原資産としたオプション情報が24系列まで1度に見られるが、複数の銘柄を同時に表示することはできないのに対し、ユーザー・デバイスではウィンドウ型のスクリーンで複数の銘柄(1銘柄では24系列まで)を表示でき、マーケット・メーカーが24組までの売り・買い呼値を同時に更新する機能も備えている。

第7章「オプション取引と清算：費用の要約」ではさまざまな費用がまとめられている。会員になるためには20万香港ドルのシステム・アクセス権、3500香港ドルの申請費、ユーザー・デバイスで3000香港ドル、PCターミナルで1000香港ドルの月額固定費が必要であり、システム関係費用ではユーザー・デバイスで基本設備に10万香港ドル、コミュニケーション・ラインの設置に4500~9000香港ドル、コミュニケーション・ラインの月間レンタルに4200~8400香港ドル、設備のメンテナンスに設備費の10~15%、PCターミナルで基本設備に約4万香

港ドル, コミュニケーション・ラインの設置に5100香港ドル, コミュニケーション・ラインの月間レンタルに3000香港ドル, 設備のメンテナンスに約400ドルが推定されている。オプション取引オフィサー&リプレゼンタティブ試験とオプション清算オフィサー試験の受験料は300香港ドル, その研修コースの費用は2500香港ドル, 取引と清算のテクニカル・トレーニング(各7時間)は1000香港ドルであり, OCHへ支払う清算手数料は1契約5香港ドル, 権利行使手数料は1契約2香港ドル, 通常取引以外の建玉調整は1契約5香港ドルとされている。

第8章「実施へのタイムテーブルと手続き」では上場に向けて以下のようなスケジュールが記載されている。

- ①1994年12月31日までにオプション取引に参加する会員はビジネス・プランを提出
- ②1995年1月15日までに6月1日から実施されるシミュレーションに参加するためのコミュニケーション・ライン等の申し込み
- ③3月15日までにユーザー・デバイスに接続させるフロントとバック・オフィスのシステム(ソフトウェアを含む)を導入
- ④4月29日までにオプション取引会員と清算会員の正式な申請
- ⑤6月1日から7月31日までシミュレーションを実施
- ⑥8月1日からオプション市場の開設

4. コンサルティティブ・ペーパーⅢ

第3回目のコンサルティティブ・ペーパーは「取引所取引オプション: マーケット・メーカー」と題され, 全2章からなる。ここではオプション白書ではじめて提示されたマーケット・メーカー制に焦点を絞って, オプション取

引におけるマーケット・メーカー制の役割を詳述し, マーケット・メーカー制の導入に関して市場参加者の意見を求めている。

第1章「マーケット・メーカー制の日常業務」ではマーケット・メーカーの必要性, マーケット・メーカーの定義, マーケット・メーカーの要件, マーケット・メーカーの義務, マーケット・メーカーの特権, 手数料割引, マーケット・メーカーの認可, コンピューター取引システムにおけるマーケット・メーカー制, 一斉呼値変更機能といった項目が説明されている。マーケット・メーカー制とは手数料の割引と引き替えに常時売り買い双方の指値を提示する者(マーケット・メーカー)が存在する制度であり, 世界の主要なオプション取引所が採用していることから流動性を高める手段として香港でも導入することになったと説明している。オプション取引会員であればマーケット・メーカーになるための特別の要件はないが, 取引所の認可が必要であり, 当初の3カ月を経過後は満期日ごとに更新されることになっている。マーケット・メーカーは会員の端末を通じた呼値請求に答えることを義務づけられており, 手数料の割引措置を受けるが, 情報面では他の会員と同一で, 執行面でも価格優先・時間優先の原則に従って他の会員と同じ立場にある。というのもこの制度はオークションを補助するためのマーケット・メーカー制であり, 取引の一方にかならずマーケット・メーカーがいるという純粹のマーケット・メーカー制ではないからである。他方, コンピューター取引システム上のマーケット・メーカー制の特徴として呼値を一斉に提示できるという利点があり, 一斉呼値変更機能がこの特徴を強化している。一斉呼値変更機能はマーケット・メーカーがP Cターミナルかユ

5. 取引要綱

コンサルティティブ・ペーパーⅢに対してはどのようなコメントが寄せられたのか明らかではないが, 香港証券取引所が提示した数値基準等は変更されず, オプション白書で提示されたものがそのまま用いられている。最終的な取引要綱では権利行使価格の間隔が一部変更され, 建玉制限や取引費用が定められた。

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400株から2000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, すてに見たようにマーケット・メーカー制を部分的に採り入れたコンピューターによる自動取引執行システム(TOPS: Traded Options System)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3カ月と3・6・9・12のサイクルから2限月の5限月制で最長9カ月前を対象としている。

最小値幅はプレミアム(オプション価格)の水準が0.01香港ドルから5香港ドルまでの場合0.01香港ドル, 5香港ドルを越えた場合0.05香港ドルとされている。

権利行使価格はアット・ザ・マネーとイン・ザ・マネー2本, アウト・オブ・ザ・マネー2本の計5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2本存在するように追加設定される。

権利行使価格の間隔は権利行使価格が2香港

ユーザー・デバイスのどちらを利用しているかに関わらず使用できるが, ユーザー・デバイスを利用している場合にはリアルタイムでデータをオプション価格モデルとリスク管理システムに転送するP C Iインターフェイスが利用でき, フロント・オフィス・システムから一斉呼値変更機能に転送するP M Oインターフェイスが利用できる。(P M Iインターフェイスはマーケット・メーカー以外も利用可能)

第2章「取引所におけるマーケット・メーカーの特徴」ではすでにオプション白書で提示された5つの数値基準について説明が付け加えられている。売り気配値の10%または0.15香港ドルの大きい方という最大気配値スプレッドに関しては原株によるヘッジの際に必要な印紙税から0.15香港ドルが算出され, 売り気配値の10%という基準は参考値として提示したものでかならずしも一律である必要はないとしている。最小取引量の10単位に関してはあまりにも小さな数量では流動性を付与することにならないとしており, 10単位を越えれば売値の提示数と買値の提示数は異なってもよいと付け加えられている。呼び値請求への最長対応期限3分に関しては妥当な期間であろうと述べており, 呼値維持(変更の場合を除く)の最短時間30秒についても注文の判断を下すためにこの程度は必要であろうと述べている。呼値請求への対応割合75%に関しては最初の3カ月間を想定しており, 日次ベースでの対応の監視も可能であることから他の基準の導入もあり得るとしている。また, マーケット・メーカーの義務の凍結については最小限に抑えたいとしているが, 市場混乱時や寄り・引けには凍結することも考えられるとしている。

ドル以下の場合0.1香港ドル、2香港ドルを越え5香港ドルまでの場合0.2香港ドル、5香港ドルを越え10香港ドルまでの場合0.5香港ドル、10香港ドルを越え20香港ドルまでの場合1香港ドル、20香港ドルを越え50香港ドルまでの場合2香港ドル、50香港ドルを越え150香港ドルまでの場合5香港ドル、150香港ドルを越え300香港ドルまでの場合10香港ドル、300香港ドルを越える場合には20香港ドルと定められている。

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 (SE OCH) に行なうこととされている。

そして建玉制限は原株の1取引単位が1万香港ドル未満の銘柄 (Tier 2) は限月ごとに25000枚、その他の銘柄は限月ごとに5000枚と決定されたが、マーケット・メーカーには建玉制限は適用されない。

さらに清算費用を含めた手数料は1ロット当たり5香港ドル、権利行使および権利行使調整は1ロット当たり2香港ドル、その他の調整は1取引ごとに5香港ドルとなっている¹⁹⁾。

IV. 株式オプション導入後の状況

1995年9月8日、香港証券取引所の悲願であった株式オプション取引は香港上海銀行持株会社を対象としてスタートした。この時点で香港上海銀行持株会社 (HSBC Holdings) を対象とした株式オプションのマーケット・メーカーは11社、株式オプション取引を認められていた会

員数は93社にのぼり、原株市場の取引はさほど活発ではなかったが、オプション市場は外資系証券会社を中心に7982枚と活発に取引され、さいさきの良いスタートとなった²⁰⁾。

9月13日には長江グループ持株会社 (Cheung Kong Holdings) を対象とした株式オプションが9月25日から上場されることが発表され、10月9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'), 10月23日にはCITICパシフィック (CITIC Pacific) と香港テレコム (Hong Kong Telecom) を対象とした株式オプションが上場され、12月18日にはハチソン・ワンポア (Hutchison Whampoa), ヘンダーソン・ランド (Henderson Land), スン・フン・カイ・プロパティーズ (Sun Hung Kai Properties), チャイナ・ライト&パワー (China Light & Power) の4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65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²¹⁾。

1996年2月26日にはホープウェル持株会社 (Hopewell Holdings) がさらに追加され²²⁾、3月6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²³⁾。また、3月25日からは空売り対象銘柄が17銘柄から113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しか行なえないというティック・ルールが撤廃された²⁴⁾。そして、8月5日からはニュー・ワールド・デベロップメント・カンパニー (New World Development Company) とワーフ持株会社 (Wharf Holdings), 12月9日からはハンセン銀行 (Hang Seng Bank) を対象とした株式オプションが上場され、1996年末で13銘柄の株式オプション銘柄が取引されている²⁵⁾。

図1 株式オプションの売買高と建玉

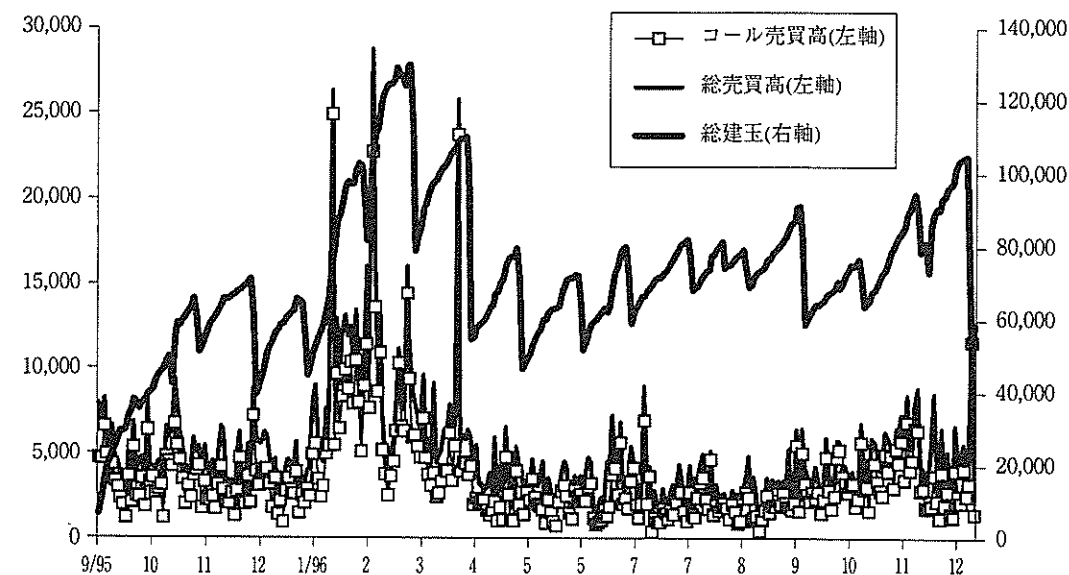


図1の株式オプションのコール売買高・総売買高・総建玉の推移を見ると、売買高・建玉ともに1996年1月から2月にかけてピークを迎えた後、減少しており、4月以降は1日3000枚の取引と7万枚の建玉を中心に推移していることがわかる。また、コール売買高は総売買高の3分の2程度、売買高が大きい日にはコールの占める比率が極端に上昇していることがわかる。

表2の銘柄別の月間売買高を見ると、コールではHSBC、長江、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、チャイナ・ライト&パワー、プットではHSBC、長江、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2月ないし3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以下であることがわかる。

表3の銘柄別の月末建玉を見ると、コールではHSBC、ホープウェル、長江、スワイヤー・パシフィック、香港テレコム、チャイナ・

ライト&パワー、ハチソン・ワンポア、プットではHSBC、香港テレコム、チャイナ・ライト&パワー、長江、スワイヤー・パシフィックの建玉が大きく、建玉でも2月か3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。

表4は1996年5月以降の銘柄別月間権利行使数と月間売買高に対する月間権利行使数を比率を表わしている。コールの権利行使数ではHSBC、長江、ホープウェル、プットの権利行使数では香港テレコムとチャイナ・ライト&パワーが多く、コールの権利行使数がプットの権利行使数の3倍以上であったことがわかる。また、売買高に対する比率ではコールではホープウェル、CITIC、HSBC、プットでは香港テレコムとホープウェルの比率が高く、中には月間で50%を越える場合もあって予想以上に権利行使の割合が高かった。

表5は香港の株式オプションの売買高を原株

表2 株式オプションの銘柄別月間売買高

Table with columns: 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, 10月, 11月, 12月, 平均. Rows include CITIC Pacific, Cheung Kong, China Light & Power, HSBC Holding, Hang Seng Bank, Henderson Land, Hong Kong Telecom, Hopewell Holdings, Hutchison Whampoa, New World Development, Sun Hung Kai Properties, Swire Pacific 'A', Wharf (Holdings), Total. Includes vertical labels 'コール売買高', 'プット売買高', '総売買高'.

資料: The Securities Journal各号より作成。

表3 株式オプションの銘柄別月末建玉

Table with columns: 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, 10月, 11月, 12月, 平均. Rows include CITIC Pacific, Cheung Kong, China Light & Power, HSBC Holding, Hang Seng Bank, Henderson Land, Hong Kong Telecom, Hopewell Holdings, Hutchison Whampoa, New World Development, Sun Hung Kai Properties, Swire Pacific 'A', Wharf (Holdings), Total. Includes vertical labels 'コール建玉', 'プット建玉', '総建玉'.

資料: The Securities Journal各号より作成。

表4 株式オプションの銘柄別月間権利行使数と月間売買高に対する比率

取引対象	5月/96 6月 7月 8月 9月 10月 11月 12月												平均	5月/95 6月 7月 8月 9月 10月 11月 12月												平均												
	5月/96	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	5月/95	6月	7月	8月		9月	10月	11月	12月																					
CITIC Pacific	292	240	109	264	313	241	135	381	247	27.8%	44.8%	14.3%	31.2%	50.8%	13.7%	9.3%	17.9%	26.2%	CITIC Pacific	70	92	170	10	10	55	2	0	51	10.4%	18.2%	14.9%	4.2%	6.8%	12.4%	0.6%	0.0%	8.4%	
Cheung Kong	486	730	223	773	1,298	767	1,476	2,655	1,051	11.0%	11.3%	3.9%	15.1%	25.6%	8.6%	13.3%	23.8%	14.0%	Cheung Kong	53	109	300	29	70	60	135	491	156	2.5%	6.1%	17.5%	1.4%	3.4%	2.8%	4.5%	11.2%	6.2%	
China Light & Power	363	215	0	751	226	648	292	766	408	17.5%	7.1%	0.0%	17.1%	4.4%	11.4%	2.8%	12.3%	9.1%	China Light & Power	10	221	458	638	69	16	1,435	862	464	1.4%	41.0%	9.6%	24.4%	2.7%	1.3%	33.5%	14.8%	16.1%	
HSBC Holding	1,169	2,171	2,155	9,381	5,823	1,806	2,575	7,140	4,028	6.6%	14.3%	8.6%	50.3%	38.3%	9.9%	13.3%	66.2%	26.0%	HSBC Holding	196	695	576	0	90	90	263	54	246	2.2%	10.8%	7.7%	0.0%	0.8%	1.2%	3.0%	0.6%	3.3%	
Hang Seng Bank									260									0.0%	0.0%	Hang Seng Bank									0									0.0%
Henderson Land	228	419	24	294	488	1,185	486	511	454	11.3%	32.2%	1.7%	18.0%	18.5%	28.3%	9.9%	14.1%	16.8%	Henderson Land	94	132	209	2	60	70	5	154	91	11.4%	21.7%	32.6%	0.4%	3.6%	5.2%	0.3%	12.6%	11.0%	
Hong Kong Telecom	560	240	0	280	499	435	350	30	299	7.7%	4.6%	0.0%	9.3%	22.9%	9.4%	8.5%	1.1%	7.9%	Hong Kong Telecom	3,265	4,354	1,380	560	60	431	135	895	1,385	69.9%	54.0%	63.8%	69.6%	12.0%	27.2%	5.6%	19.0%	40.1%	
Hopewell Holdings	10	0	156	0	353	1,042	321	5,565	931	0.2%	0.0%	39.4%	0.0%	10.1%	15.8%	16.8%	967.8%	131.3%	Hopewell Holdings	0	49	107	30	196	220	0	340	118	0.0%	3.3%	16.6%	1.6%	86.0%	41.5%	0.0%	20.5%	21.2%	
Hutchison Whampoa	420	326	20	258	516	762	331	1,760	549	9.9%	11.3%	0.8%	9.0%	13.7%	28.3%	4.9%	50.1%	16.0%	Hutchison Whampoa	44	94	262	381	15	24	215	1	130	2.6%	7.8%	13.0%	22.9%	1.6%	3.5%	12.2%	0.1%	8.0%	
New World Development									260									14.1%	14.1%	New World Development									8				0.0%	0.0%	1.2%	0.0%	5.8%	1.4%
Sun Hung Kai Properties	421	178	120	176	327	294	918	399	354	26.5%	12.3%	5.4%	12.9%	15.1%	8.0%	16.7%	9.1%	13.3%	Sun Hung Kai Properties	18	101	161	22	10	45	0	105	58	2.3%	9.0%	10.2%	2.2%	0.8%	3.4%	0.0%	5.7%	4.2%	
Swire Pacific 'A'	1,109	724	342	570	395	189	263	1,738	666	26.3%	18.6%	11.2%	17.8%	20.2%	3.0%	1.7%	27.4%	15.8%	Swire Pacific 'A'	80	220	209	140	222	226	156	129	173	2.1%	7.0%	8.2%	13.1%	12.5%	15.5%	4.9%	3.6%	8.4%	
Wharf (Holdings)				0	138	49	257	245	138				0.0%	21.8%	11.3%	16.9%	24.6%	14.9%	Wharf (Holdings)				0	100	24	0	30	31				0.0%	34.6%	23.8%	0.0%	3.6%	12.4%	
Total	5,058	5,243	3,149	12,777	10,515	7,608	7,981	22,761	9,387	10.2%	12.5%	6.8%	29.5%	23.9%	11.5%	9.1%	39.5%	17.9%	Total	3,830	6,067	3,832	1,812	902	1,265	2,346	3,098	2,894	15.4%	24.4%	15.5%	10.1%	3.8%	6.8%	7.6%	8.3%	11.5%	

資料：The Securities Journal各号より作成。

表5 株式オプション銘柄別月間売買高の原株月間売買高に対する比率

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	10月	11月	12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%	2.5%	1.8%	4.1%	2.9%	
Cheung Kong	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%	13.8%	16.4%	17.8%	18.3%	
China Light & Power				1.8%	5.0%	4.0%	3.8%	3.0%	2.9%	6.0%	6.2%	5.3%	4.3%	3.8%	5.4%	8.8%	4.6%	
HSBC Holding	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%	14.3%	14.2%	11.8%	25.8%	
Hang Seng Bank																1.3%	1.3%	
Henderson Land				2.2%	6.1%	12.4%	9.7%	7.1%	7.2%	5.7%	4.6%	4.7%	3.2%	8.2%	10.9%	7.4%	6.9%	
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%	0.9%	0.8%	1.6%	1.5%	
Hopewell Holdings					0.6%	0.1%	0.9%	2.4%	1.9%	0.4%	1.5%	1.5%	0.9%	0.7%	1.0%		1.1%	
Hutchison Whampoa				4.3%	11.5%	32.6%	3.3%	4.1%	7.6%	6.2%	4.6%	5.4%	4.0%	3.8%	7.9%	6.1%	7.8%	
New World Development													1.1%	1.7%	3.6%	6.3%	5.1%	3.6%
Sun Hung Kai Properties				1.4%	6.6%	12.0%	10.0%	6.5%	5.0%	7.4%	6.5%	7.1%	8.1%	10.3%	14.2%	9.5%	8.0%	
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%	7.9%	11.6%	10.5%	11.2%	
Wharf (Holdings)											0.8%	1.7%	1.1%	3.1%	3.6%		2.1%	
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%	5.9%	7.8%	6.8%	11.8%	

資料：The Securities Journal各号より作成。

の売買高1単位で割った比率を銘柄ごとに表わしており、HSBC、長江、スワイヤー・パシフィックの比率が高いが、多くの銘柄でオプション売買高の比率は原株売買高の10%以下であり、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ところもある。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ということであろう。

最後に、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・エン・コー（Alex Che-yeung Ko）の両氏によって検証されている²⁰。その結果によると、HSBC、長江実業、スワイヤー・パシフィック、香港テレコム、CITIC

の5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あった²⁰。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かどうかをHSBCと長江実業の2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。また、この他にも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実務家の指摘も見られる²⁵。

V. 結び

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13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。

香港証券取引所は株式オプションの導入に際してコンサルティティブ・ペーパーを3度も発行し、市場参加者の反応を確かめながら取引要綱等の諸制度を決定した。こうしたコンサルティション方式は一部少数の人間だけが密室で決定を行なうよりも市場参加者の知恵を結集できるという意味で優れているし、決定に積極的に参加しなかった者にも責任があるという意味で無用な批判を回避できる可能性もある。もちろん意見が分かれた場合の最終決定は取引所や監督当局が行なうべきであるが、高圧的に決定を言い渡すのではなく、決定理由を明示し、反対者を説得する努力を払う必要があるだろう。香港の場合にも取引所が市場参加者の意見を入れて当初案を変更したところもあったが、反対理由を述べて当初案を守り通したところもあった。

コンサルティション方式をわが国で導入した場合、市場参加者の積極的な対応が得られるのか、意見が分かれた場合の裁定がうまくできるのか、一部少数の人間が決定した場合よりも本当にいいアイデアが得られるのか、といった問題は残るが、官僚機構の弊害が声高に叫ばれる昨今、新商品の導入や新しい制度の改革にも開かれた形で決定が行なわれることは重要であろう。その意味では、香港での株式オプションの導入はわが国にとっても貴重な前例を提示しており、これに学ぶべきところは学んでより良い

決定方法が新商品の導入や制度改革に活かされるべきであろう。

付記

本稿の作成に当たっては証券先物委員会(SFC)のLeo Lee、香港証券取引所のMatthew HarrisonとErnest Poの各氏にご協力して頂いたことをここに記して感謝します。

注

- 1) ブラック・マンデー直後の状況に関しては、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, 1993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.
- 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 trading of stock 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) Stock Exchange of Hong Kong, *Exchange Traded Options: Consultative Paper on Market Making (Consultative Paper III)*, December 1994.

- 11) Sean Kennedy & Simon Fluendy, "Row over stock futures; Secret approval sparks clash between exchange", *South China Morning Post*, October 26, 1994.
- 12) Kerry Wong, "Locking horns over Hong Kong's futures", *South China Morning Post*, October 30, 1994.
- 13) Simon Fluendy, "Call for end of exchange monopoly", *South China Morning Post*, November 7, 1994.
- 14) Simon Fluendy, "Exchange twice rejected offer to share system", *South China Morning Post*, November 1, 1994.
- 15) "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.
- 16) 清算手数料を除いたマーケット・メーカーの手数料は当初1.5香港ドルであったが、1996年12月9日から0.8香港ドルに引き下げられた。"Exchange News", *The Securities Journal*, February 1997.
- 17) 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.
- 18) "Exchange News", *The Securities Journal*, November 1995, December 1995, February 1996.
- 19) "Exchange News", *The Securities Journal*, May 1996.
- 20) "HK STOCK EXCHANGE WELCOMES OPTIONS DUTY WAIVER", *Reuter Financial Service*, March 6, 1996.
- 21) "Exchange News", *The Securities Journal*, March 1996.
- 22) "Exchange News", *The Securities Journal*, October 1996. "Exchange News", *The Securities Journal*, February 1997.
- 23) "IMPACT OF STOCK OPTIONS ON THE UNDERLYING", *Derivatives Week*, September 30, 1996. Cheung, Y.L. & A.C.Y. Ko, "The Impact of Introducing Stock Options on the Underlying Stock Market", *City Economist*, Vol.6 No.1, 1996.
- 24) 株式オプションが原株価格の変動に及ぼす影響については、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～」(大阪証券取引所「インベストメント」, 第50巻第2号, 1997年4月)を参照。
- 25) "Guide to Asian Derivatives: Hong Kong", *Govval Investor*, May 1996.

(当所大阪研究所主任研究員)