

先物・オプションマーケット

アフターアワー・オプション

名古屋市立大学経済学部教授
國村道雄

背景

日本では、株価指数オプション取引は株価指数先物に比べると個人投資家の割合が10倍とはるかに高い。この事実から、株価指数オプションは個人に受け入れられやすい個人投資家向きの商品性を備えているといえるかもしれない。ところが株価指数オプション取引での個人投資家の割合は、全取引高の4%前後と株式の場合よりはるかに低い。株価指数オプションの取引を通じて個人投資家が幅広くオプションになじんでいるというには、現実にはあまりにもほど遠いといえる。

目を世界の市場に転じて比較すると、日本では先物取引に比べオプション取引が少ないという事実がある。株価指数商品を例にとると、平成6年、世界の市場全体では株価指数オプション取引が株価指数先物取引の約1.8倍である。特に米国は約6倍と株価指数オプション取引が先物取引を圧倒している。これに対し、日本の市場は株価指数オプションは株価指数先物の約0.7倍と低い水準にとどまっている。このことは、逆にみれば、日本には株価指数オプション取引が拡大しうる余地が残っているということになる。

問題提起

個別株オプションの導入は、個人投資家の引き戻し策になるのではないかと期待されている。ただ、個別株オプション取引を開始すれば個人投資家が増加するといった単純なものではない。この個別株オプションの導入の前に、株価指数オプションを取引する個人投資家の層がもっと厚くなっている必要がある。そのためには、株価指数オプションの取引制度の弾力化と商品の多様化が必要であろう。証券取引所と会員証券会社は、株価指数オプションを個人投資家がより利用しやすい形で提供する方を講じ、個人の取引を増やすよう努めなければならない。

仮説

わが国で個人投資家による株価指数オプション取引の利用が少ない理由としては、高額な預かり資産の存在などいくつか考えられる。株価指数が時々刻々と変化するため、個人投資家は株価指数オプションの銘柄の選定やオプションの価格をタイミングよく決め、注文するのがむずかしいという取引技術上の問題もその理由として指摘しうる。

この問題を解決するひとつの方法としてアフターアワー・オプションの導入が考えられる。その日の株式市場終了後、一定時間のみ取引するアフターアワー・オプションでは、現物指数の確定後に取引できるため、個人投資家も落ちついて売買銘柄と売買価格を決めることができる。このように投資家はオプションの価格を自分自身でじっくり納得のいく形で決められるというのが、アフターアワー・オプションの特長である。

ちなみに、オーストラリアのシドニー先物取引所には午後4時40分から翌朝6時までのオーバーナイトのオフ・マーケットを時間帯としたスクリーン・ディーリング・システム取引がある。これはシドニー・コンピュータ・オーバーナイト・マーケット(SYCOM)と呼ばれている。1994年、このシステムでの取引高は昼間取引の1割以上もあり、しかもここ数年、年々著増している。ただ、この取引で個人投資家の割合が増えたかどうかは不明である。なお、このシステムが開始された1989年11月は、午後4時45分から午後12時までのやや長いアフターアワーが取引時間であった。日本でも、神戸ゴム取引所には、引けあと節と呼ばれる午後5時の取引がある。

初夢

199X年1月20日午後3時30分。新潟市内で開業する天目忠太郎医師は、聴診器を両耳からはずし、診察用の椅子に座り直した。インフルエンザが猛威をふるったこの冬は多忙な毎日が続いている。テンテコ舞いの今日の診察もこれですべて終わった。手早く血圧計や採血機器などを片付けている看護婦たちや最後の外来患者に薬を処方している薬剤師を目の端で追いながら、天目医師は、パソコン画面に残っていた診療診察マニュアルをインターネット画面に切り替えた。

天目医師は、数カ月前に上場された日経300アフターアワー・コール・オプションに興味を持ちその取引を始めていた。このアフターアワー・コール・オプションは、株式市場終了後の午後3時30分から4時までの30分間のアフターアワー市場の商品である。日経300オプションの一部銘柄の取引時間が延長されたと考えればよい。

オプション取引では経験の浅い天目医師は、診療の終了後、日経300指数の終値確定値を見ながら、ゆっくりとオプションの注文価格を決められるこの商品が気に入っている。天目医師は手慣れた指使いでインターネットの「大証ホームページ」を開き、このページの「日経300アフターアワー・オプション」をマウスですばやくクリックした。パラパラッとスクリーンが走り、次のような画面が現れた。

大阪証券取引所	199X年1月20日
日経300指数終値	361.28ポイント(前日比 +2.36)
日経300アフターアワー・コール・オプション	
権利行使価格	350, 360, 370ポイント
取引最終日	199X年2月12日(199X年2月限)
清算指数	199X年2月13日の特別清算指数値
取引時間	199X年1月20日午後3時30分-4時

この前年、日経300先物は、TOPIX先物とともに日経225先物を補完する商品にまで成長していた。しかし、日経300オプションはなお低迷を強いられていた。日経300オプションに工夫を加え、個人投資家を呼び戻す商品にしたいと大阪の証券界は考えた。この要望に応え、コールのみで期近物のアット・ザ・マネーとその前後の行使価格の3銘柄から構成される日経300アフターアワー・コール・オプションが、この年の9月9日に試験上場商品として産声をあげたのである。1年間の試験上場期間に月間出来高が所定の単位を超えないときは、自動的に上場が廃止されることになっている。

上場以来、このコール・オプションは、天目医師のような若くて収入も多い個人投資家などに徐々に人気が出てきた。なぜ、この日経300アフターアワー・コール・オプションは個人投資家に人気が出たのだろうか。

まず第1に、ゆっくりと落ちついて価格が決められるというアフターアワー・オプションの商品性が個人投資家に受け入れられた点をあげることができる。

第2は、取引単位の小口化である。日経300オプションは、1994年8月に取引単位のしぼりをなくし、実質的に小口化したことにより、わずかではあるが個人投資家比率が高まったという事実がある。これが個人投資家を株式市場に呼び戻すためには小口化は避けれないとするひとつの証拠となった。そこで、日経300オプションは、乗数を10,000から1,000に引き下げた。

天目医師は、コールの買いからのみ入れる買い限定会員である。買い限定会員の場合、委託証拠金はゼロ、預かり資産はゼロ、一口の取引上限は50単位である。アフターアワーのシステム売買では取引所や証券会社の運営コストは昼間取引に比べ小さいことを踏まえ、手数料を通常のオプションの3分の2にし、投資家の負担を軽減している点も大きな魅力だ。これら一連の取引コスト引き下げ策を第3の理由として明記したい。

199X年1月20日午後3時35分。天目医師は、日経300指数は強含みに推移すると予想している。だから「大証ホームページ」の「日経300アフターアワー・オプション」画面に現れた前日比+2.36ポイントという小幅な上げはやや意外であった。相場はなお上がりそうだと天目医師はにらんだ。

大証提供のソフトで天目医師が行使価格360の日経300コール2月限の平均インプライド・ボラティリティを計算すると18.3ポイントであった。天目医師が密かに門外不出と誇るソフトはこのインプライド・ボラティリティに本日の東証現物出来高を入力し日経300アフターアワー・コールの価格を推定するというものである。天目医師はその数値を打ち込んだところ、行使価格360のアフターアワー・コールの予想価格は5.6円とでた。天目医師は、パソコンで証券会社のホームトレードを開き、次のように打ち込んだ。

注文			
行使価格360の日経300コール2月限			
ザラバ	指し値買い	5.0円	5単位
終値	成り行き買い		5単位

証券会社から、ホームトレードの画面に、さっそく注文確認のサインが送られてきたので、天目医師は、自分の暗証番号を打ち込んで、注文は確定した。

199X年 1 月 20 日午後 3 時 40 分。たったいま後場が終了した大阪証券取引所の 1 階立会場はすでに消灯し、広いフロアには人っ子ひとりいない。中 2 階のシステム売買室からわずかに明かりがもれている。職員が見守るシステム売買のモニター画面には、日経300コール・オプション 2 月限に証券会社から次々と注文が入ってきている。すべてシステム売買で 3 時 30 分から 59 分までがザラバ方式の取引、4 時が板寄せ方式の取引となる。

行使価格360コールのモニター画面上の板情報では、5 円での買い125単位と5.1円での売り56単位の注文状況が示されている。5 円の売り注文か5.1円の買い注文ができれば成約だ。とみるや、5.1円での売り注文のうち30単位がスッと5.0円に下がり、板の5.0円の売り買い欄がチカチカと点滅して消えると同時に、同じモニター画面の右に新しく「現値5.0(時間15.41) 数量30」と表示され、注意を促すべく点滅している。5 円で今日の儲けを確定したいトレーダーの30単位の売り注文がでたため5 円での約定が成立したのだ。このとき天目医師の指し値注文5 単位のうち3単位の買いが成立していた。

199X年 1 月 20 日午後 4 時 8 分。証券会社のホームトレード・システムから、次のような約定の報告が天目医師のパソコンに送信されてきた。

約定

行使価格360の日経300コール 2 月限

指し値買い	15時43分	5.0円	3単位
成り行き買い	16時00分	6.1円	5単位

天目医師は、約定を確認し、5 円の指し値で3 単位買えたことに満足した。6.1円での5 単位の買いと合わせて45,500円の買い代金だ。彼は、この約定情報をウィンドウズ上でパソコン内の投資ファイルに複写し、「明日の朝刊が楽しみだな」とつぶやきパソコンの電源を切った。彼は大きく深呼吸をして席を立ち、看護婦たちと薬剤師に「ご苦労さま」とにこやかに声をかけ、朝から降り続く雪の中を家路についた。

東京証券取引所の相場報道システムの報ずるところによれば、199X年 1 月 20 日の大証アフターアワー・オプションの出来高は36,682単位であった。

むすび

近年、金利スワップや通貨オプションといった店頭デリバティブ取引が急拡大するなかで、日本の株式市場は取り残された感があった。しかし最近、株式市場にもようやく底堅さを感じられるようになり、出来高も上向ってきた。この株式市場を支えているのは外国人投資家であると報じられている。また、機関化の進展は時代の大きな流れである。確かに、これらは事実であろう。しかし、日本の株式市場の主役は、やはり個人投資家であってほしい。個人が参加することにより市場での期待形成が多様化し、結果的に市場は安定することになる。証券界はタブーを恐れず絶えず市場を変革し、個人投資家に魅力ある商品を提供し続けることを期待したい。