

## 先物・オプションマーケット

### CBOEの新商品キャップスについて

#### 1 はじめに

CBOEでは11月8日からキャップス(CAPS)と呼ばれる新しい商品を上場した。このキャップスは従来からのオプションと異なり、買手だけでなく売手もリスクを限定することができるという点に大きな特徴をもった商品である。以下CBOEから入手した資料に基づいてこの新商品を紹介する。

#### 2 導入の背景

表1は最近のアメリカの指数オプション市場の動向を示したものである。1987年のブラック・マンデーを境に大きく落ち込んだ取引高は、その後本年上半期にかけて徐々に回復していた。しかし下半期に至り再び取引高は低下の傾向にある。種類別では、CBOEのS&P100オプションが依然優位を占めているが、そのシェアは遞減傾向にあり、代って同じくCBOEのS&P500オプションの比重が高まっている。一方、AMEXのMMI等のその他の指数オプションはじり貧状態にある。

このような指数オプションの低迷の挽回策として登場したのがキャップスである。CBOEではこの他、MidMarket200指数(NYSE上場111銘柄、NASDAQ79銘柄、AMEX上場10銘柄で構成される時価総額指数)のオプション取引についてもSECにその上場を申請している。一方、PHLXではMidMarket200に似た指数であるS&P400(NYSE246銘柄、NASDAQ141銘柄、AMEX13銘柄による時価総額指数)のオプションの上場を申請しており、指数オプションの不振を背景に新規上場の動きが活発化している。

なお、表2は11月8日導入後のキャップスの取引状況の推移である。

表1 アメリカの指数オプション取引  
(1日平均取引高)

単位、(括弧内%)

	S&P100 (CBOE)	S&P500 (CBOE)	MM I (AMEX)	NYSE総合 (NYSE)	その他	合計
1985	360,337 (82.5)	31 (0.0)	48,385 (11.1)	10,416 (2.4)	17,515 (4.0)	436,684 (100)
1986	447,237 (79.7)	6,648 (1.2)	69,620 (12.4)	10,865 (1.9)	26,616 (4.7)	561,039 (100)
1987	376,098 (73.4)	21,386 (4.2)	50,508 (9.9)	8,585 (1.7)	56,056 (10.9)	512,633 (100)
1988	227,010 (80.9)	17,368 (6.2)	25,550 (9.1)	2,865 (1.0)	7,685 (2.7)	280,478 (100)
1989	231,632 (79.0)	22,954 (7.8)	30,850 (10.5)	2,352 (0.8)	5,546 (1.9)	293,244 (100)
1990	272,121 (78.0)	42,590 (12.2)	22,055 (6.3)	1,071 (0.3)	11,102 (3.2)	348,939 (100)
1991 1~6	273,119 (77.1)	46,988 (13.3)	17,281 (4.9)	856 (0.2)	15,903 (4.5)	354,147 (100)
7	201,733 (80.3)	26,795 (10.7)	12,139 (4.8)	399 (0.2)	10,155 (4.0)	251,221 (100)
8	225,270 (76.7)	38,721 (13.2)	13,876 (4.7)	349 (0.1)	15,533 (5.3)	293,769 (100)
9	206,075 (75.0)	41,618 (15.1)	12,902 (4.7)	325 (0.1)	13,794 (5.0)	274,714 (100)

資料：OCC, Monthly Statistical Report.

表2 キャップスの取引状況

	S&P100キャップス			S&P100 オプション	S&P500キャップス			S&P500 オプション
	コール	プット	計		コール	プット	計	
11.8	518	398	916	245,689	241	103	344	64,043
11	518	398	916	148,603	241	103	344	21,626
12	454	305	759	246,550	225	175	400	112,076
13	236	383	619	271,372	38	143	181	34,242
14	122	0	122	286,227	13	29	42	49,210
15	190	85	275	576,038	22	20	42	115,098
18	85	45	130	368,631	398	291	689	77,099
19	115	115	230	427,804	143	15	158	96,602
20	745	560	1,035	221,177	161	12	173	34,501
21	1,171	1,211	2,382	225,198	311	311	622	35,550
22	1,171	1,211	2,382	256,219	311	311	622	79,430
25	245	180	425	198,941	43	53	96	77,358

(注) 1991.11.8 取引開始。

資料 Wall Street Journal

### 3 キャップスについて

#### (1)その特徴

キャップスはS&P100及びS&P500の両指数について導入され、指数の一定の水準の上昇又は下落に参加する権利を投資家に付与するものである。投資家が強気であればキャップスのコールを買い、弱気であればプットを買うことになる。

#### (2)商品性

キャップスは当初ATMの権利行使価格で上場され、それよりもコールについては30ポイント高、プットについては30ポイント安のところに上限又は下限の価格(Capped price)を設定する。例えば、S&P100指数が369.55の時に導入するとすると、コールのキャップスは権利行使価格370、上限価格400(370+30)となり、プットのキャップスは権利行使価格370、下限価格340(370-30)となる。キャップスの買手は、コールの場合は権利行使価格から上限価格まで、プットの場合には権利行使価格から下限価格までの範囲で指数の変動による利益を得ることになる。売手は、指数があまり動かず、権利行使価格の近くに留どまっている場合に利益を得ることになる。

S&P100キャップス、S&P500キャップスはともに権利行使はヨーロッパ型であり、これにユニークな自動権利行使の特徴が付け加わっている。もし、基本指数がコールにあつては上限価格以上になった場合、プットにあつては下限価格以下になった場合、建玉は自動的に権利行使される。キャップスの保有者は権利行使と上限又は下限価格との差30ポイントから支払ったプレミアムを差し引いた額を利益として受け取る。キャップスの売手は30ポイントを負担することになるが、そのリスクは、30ポイントからキャップスを売った時に受け取ったプレミアムを控除した額に限定される。買手、売手は共にいつでも建玉を手仕舞うことができる。キャップスは、自動権利行使されなければ、満期日にしか権利行使できな

い。

新シリーズは、S&P100キャップスについては2か月ごとに上場され最長期間は4か月、S&P500キャップスでは上場は3か月ごと、最長期間は6か月である。シリーズの追加は大幅な相場の動きがあった場合に行うことにしている。S&P100、S&P500のいずれのキャップスについても、呼値は最低10単位についての売り気配、買い気配である。

#### (3)従来のオプションとの比較

キャップスは買手の値上り利益への参加を限定することになる。しかし、利益参加の限定と引き換えに、キャップスは権利行使価格と満期日が同じである従来のオプションよりもコストが安くなる。キャップスの買手のリスクは従来のオプションと同様に支払ったプレミアムに限定される。キャップスの売手のリスクは、従来のオプションの売手の場合と異なり、一定の額に限定される。リスクは、30ポイントからキャップスを売ったときに受け取ったプレミアムを差し引いた額に限定される。キャップスの投資家は、従来のオプションと同様、満期前であればいつでもオプション市場において建玉を手仕舞うことができる。

#### (4)スプレッドとの比較

コールのキャップスはバーティカル・コール・スプレッドに似ており、プットのキャップスはバーティカル・プット・スプレッドに似ている。バーティカル・スプレッドは満期日は同じであるが、権利行使価格の異なるオプションの買い付けと売り付けで作られる建玉である。キャップスの建玉は、買いと売りの2つの取引ではなしにひとつの取引で作られる。

従来のオプションと異なり、キャップスは買手、売手双方のリスクを限定し、かつ、顧客は現金勘定で取引することができる。

#### 4 指数キャップスの仕組み

##### (1) シリーズ

ATMコール・キャップス1銘柄、ATMプット・キャップス1銘柄が当初双方の指数について上場される。基本指数の大幅な変動に対応して、権利行使価格は追加される予定である。例えば、もしS&P100が370から390に動けば、権利行使価格390、上限価格420の新しいキャップスが追加されることになる。

##### (2) 権利行使価格と上下価格との間隔

間隔は30ドルである。

##### (3) 自動権利行使

指数が、コールにあつては上限価格以上になった場合、プットにあつては下限価格以下になった場合に自動権利行使が行われる。例えば、権利行使価格370、上限価格400のコールのキャップスは指数が400以上となれば、満期前のいつの時点でも自動的に権利行使される。

##### (4) 権利行使の種類

ヨーロッパ型。保有者は満期前には建玉の権利行使はできない。

##### (5) 取引の期間

S&P100キャップスは4か月、S&P500キャップスは6か月。新しいキャップスはS&P100については2か月ごと、S&P500については3か月ごとに追加される。

##### (6) チッカー・シンボル

S&P100キャップスはCPO、S&P500キャップスはCPSである。限月及び権利行使価格についての標準コードが使われる。

##### (7) 取引単位

指数値の100倍。

##### (8) 呼値の単位

呼値はドルと端数で行われる。プレミアムの1ポイントは100ドルを表す。呼値の単位は3ドル未満で売買されるキャップスについては1/16、その他については1/8である。

##### (9) 決済

現金決済。S&P100オプション、S&P500オプションと合算。

##### (10) 売買の方法

マーケット・メーカー方式。取引はS&P100オプション、S&P500オプションと同じ場所で行われる。

##### (11) 建玉制限

通常の指数オプションと合算。

#### 5 キャップスの預託及び証拠金所要額

キャップスの預託所要額は指数オプションと類似しているが以下の特有の要件がある。

##### (1) 現金勘定取引

プット又はコールのキャップス取引は現金勘定の売り建てでもつことができる。CBOEの規則24.11(b)(iii)によると、キャップスの割当て義務を確保するために、「顧客はキャップスの間隔に指数の定数を乗じた額に等しい額を現金又はレギュレーションT220.8条(a)(3)に定義される現金に相当するもので預託しなければならない」。例えば、顧客がS&P100コールキャップス2月限360(上限390)を1575ドルで売建てた場合、この勘定の預託所要額は、潜在的な割当て義務額から受け取ったプレミアムを控除した額(3000ドル-1575ドル)に等しい1425ドルとなる。

(2)証拠金勘定取引

プット及びコールのキャップスの裸(naked)の売建ての証拠金所要額は、

- a) 上下限までの間隔に指数の定数を乗じた値(3000ドル)か又は、
- b) 指数オプションの証拠金所要額即ち、オプションのプレミアムの100%+基本指数値の15%-OTMの額、但し、最低はプレミアム+基本指数の10%

のいずれか小なる額である。例えば：

S & P 100コールキャップス 2月限380(上限410) 1  
 単位を8.75で売付け  
 基本のS & P 100指数 370

証拠金の計算：(410-380)×100=3000ドル

又は

100×8.75= 875ドル

15%×100×370=5550

(380-370)×100=(1000)

5425ドル

証拠金所要額 3000ドル

控除受取りプレミアム (875)

預託要件 2125ドル

コール(プット)キャップスの買建てであって、指数オプションのコール(プット)の売建てで相殺される場合で

もスプレッドとしては取扱わない。この勘定ではキャップス取引の買建ての全額を支払い、コールの売建てについて裸の証拠金所要額を預託しなければならない。

例えば：

S & P コールキャップス 2月限360(上限390) 1単位  
 を19で買建て

2月限380コール1単位を14.375で売建て

基本のS & P 100指数の値 375

証拠金の計算：19×100 =1900.00ドル

14.375×100 =1437.50

15%×100×375 =5625.00

(380-375)×100=(500.00)

証拠金所要額 8462.50ドル

控除受取りプレミアム (1437.50)

預託所要額 7025.00ドル

キャップスだけのスプレッド及び指数オプションとキャップスを使ったスプレッドにはスプレッド証拠金が適用される。ストラドルについても同様である。ただし、キャップスのストラドルの片方が権利行使されれば、キャップスのいま一方は手仕舞いをしなければ、裸の建玉として証拠金が課せられることになる。

(M.N.)