

解 説

世界の先物・オプション市場 — (4) —

スイス株価指数先物・オプション

スイスの金融派生商品には長い歴史がある。すでに1893年において、スイスの証券取引所の全出来高のうち、古典的な現物取引はわずか5%を占めるにすぎなかった。出来高の77%が先渡取引、18%がプレミアム取引で、それぞれが現在の標準的な先物、オプションの前身とも言えるものであった。

現在のスイスでは、株式派生商品の市場が大きく分けて3つある。

1 店頭市場

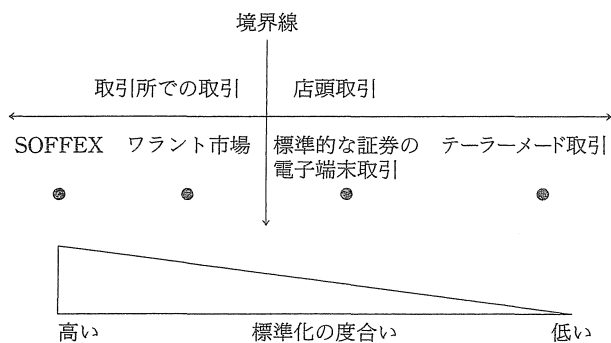
1-1 標準的な証券の電子端末取引

1-2 テーラーメイド取引

2 ワラント市場

3 SOFFEX

これらのマーケットでは市場ごとに取引の標準化の度合いが異なっている。以下のグラフで、それぞれの市場の標準化の度合いを比較してみた。



スイスの株価指数先物・オプションはSOFFEXに上場されているため、以下ではSOFFEXを中心に解説する。しかし、他の株式派生商品市場との関連性も同様に重要と思われるため、最初に店頭、ワラント市場について簡単にふれておく。

1 派生商品の店頭市場

1.1 標準的な証券の電子端末取引

株式派生商品の店頭市場は2つの「市場」に分類される。ひとつは標準的な証券の市場（電子端末取引）である。ここではスイスの証券取引所に未上場のワラントやその他、標準的な金融派生商品およびハイブリッド商品

も取引される。2つ目がテーラーメイドの金融派生商品のための「市場」である。

スイス・バンク・コーポレーション (SBC) がスイス市場でハイブリッド派生商品の発行を開始したのは1991年1月16日である。この日、債券とブルスプレッドを組み合わせたGROIユニット（投資収益保証ユニット）の第1号を発行した。GROIの発行でスイスの派生商品市場は新たな時代に突入した。1991年以降、全種類の現物証券を対象に異なるペイアウト構造を備えた様々な種類の派生商品が発行されている。これらの商品の買い手は主に個人投資家である。

1.2 テーラーメイド取引

テーラーメイド取引は、スイスでもっとも新しい株式派生商品の形態である。投資家のニーズに合わせた取引形態や高度のオプション戦略を実現出来るこの店頭市場は、国内外の機関投資家を魅了しており、SOFFEXの株価指数オプションとの間に熾烈な競争が起っている。全株価指数オプションの取引高に占めるSOFFEXの比率は、1992年の60%から、1993年には30%に、1994年には26%に低下している。

2 ワラント市場

ワラント市場はスイスの各証券取引所で行われるオープン・アウトクライ（場立ち）方式の市場である。1986年10月に記名株を対象とした最初のワラントが発行された。需要は旺盛で、当時、規制上、記名株売買が禁止されていた外国人投資家が積極的にワラントを買った。ネッスルが株式を公開すると、すべての記名株が大幅に値上がりし、優良銘柄を中心にワラントは人気を集めた。

1994年11月現在、チューリヒ、バーゼル、ジュネーブの証券取引所に上場されているワラントは合計で434銘柄。1993年には取引高が急増したが、1994年には著しく縮小している。

ワラント市場はブル・マーケットと位置付けられる。株価が上昇すると、取引高が現物に比べ急増する。ワラントの空売りが認められていないことと、上場ワラントの98%がコールワラントであることが、その理由である。

3 SOFFEX

SOFFEXの正式名称はSwiss Options and Financial Futures Exchange（スイス・オプション・金融先物取引所）。スイスでただひとつの上場オプションの取引所である。SOFFEXの歴史は1982年にさかのぼる。当時、専門家グループが伝統的なオプション取引所（オープン・ア

ウトクライ方式) の創設を検討していた。しかし、調査の結果、各証券取引所ごとに派生商品の売買を行うと、人件費や経費などコスト負担が大き過ぎることが明らかになった。1985年前半に、取引を1つの取引所で集中的に行うことが決定された。取引と決済をすべて完全にコンピューター化し、一元化する案がまとまった。このようにして、1986年12月15日にスイス・オプション・金融先物取引所会社が設立された。

SOFFEXは民営の有限責任会社で、コンピューター化された全上場銘柄の売買と決済を運営する。また、取引所の運営と監督および社内のコンピューター部門によるシステムの管理と開発も同社の責任である。

この市場では、市場参加者の地理的な拠点はまったく関係がない。SOFFEXの会員は地理的に離れていても、コンピューターネットワークを通じて、取引所で直接、売買を執行出来る。1992年12月に、外国人会員が始めてスイス国外からの取引をスタートした(ドイツのフランクフルト)。現在、スイス国外に居住する会員3社がSOFFEXとコンピューターで結ばれている。

SOFFEXは1988年5月に知名度の高い無記名銘柄11銘柄の(アメリカン・スタイル)オプションを上場した。同年12月7日にはスイス株価指数(SMI)を対象とした(ヨーロピアン・スタイル)オプションの売買をスタートした。SMIは派生商品のために特別に作られた指数で、優良銘柄23銘柄で構成される。また、時価総額加重平均型で、時価総額の上位3社(ネスル、ロッシュ、スイス・ユニオン銀行)が全体の45%を占める。配当に伴う修正は行われぬ。指数はLaspeyres公式に基づき、リアルタイムで計算され、チューリヒ、バーゼル、ジュ

ネーブの各取引所で新たな値が付くと自動的に指数が計算される。

1990年11月に、SMI先物が上場された。先物契約の規格はSMIオプションと合致するように大幅に修正された。市場参加者にヘッジや裁定取引の機会を提供するために、限月、取引時間、最終売買日、清算価格の計算方式はSMIオプション契約と同一になっている。1994年の1日当たり平均出来高は6924枚で、1993年に比べて92%増、1991年に比べると225%の増加である。

1994年5月に、SOFFEXはスイス株価指数を対象とした長期オプション(LTO)を上場した。現在では、債券の先物・オプションの売買も行っている。

SOFFEXの強みのひとつは、株式の低行使株価オプション(LEPO)である。LEPOの行使価格は1スイスフランで、当然、現物株式と同様の動きをみせる。この派生商品を利用して、マーケットメーカーは現物と同等の取引を効率的に執行出来る。

新システムの導入：EBS

1995年5月には現在のオープン・アウトクライ方式に代わって、電子端末を利用した株式の自動取引システム(EBS: Elecktronische Borse Scheiz)が導入される。これによって、株式ワラントも離れた場所からコンピューターを使って取引されるようになり、スイスの金融派生商品市場の効率性と透明度が一段と向上する。

スイスバンクコーポレーション チューリッヒ
国際金融部
株式関連CM&Tリサーチ
アレクサンダー・M・イナイヘン

インデックスオプション及びストックオプション、インプライドボラティリティー比較チャート

