

先物・オプションマーケット

欧州エクイティ・デリバティブ事情 (2)

日本証券経済研究所大阪研究所
主任研究員 二上季代 司

- | | | |
|---|-------------------|-------------|
| 1 | 欧州の上場エクイティ・デリバティブ | |
| 2 | 個別株オプション | (以上第7巻第10号) |
| 3 | カバード・ワラント | |
| 4 | OTCエクイティ・デリバティブ | (以上本号) |
| 5 | EU統合のインパクト | |
| 6 | 新商品開発の動き | |
| 7 | 取引所間提携 | |

3 カバード・ワラント

個別株オプションに次いでわが国にまだないのがカバード・ワラント (Covered Warrant—以下 CWと略) である。伝統的ワラント・オプションは発行会社によって資金調達のため (例えばワラント付債券)、経営者報酬や従業員持株制度のため (オプション) に発行されるのに対し、CWは第三者がプレミアム稼ぎのために個別株、複数株バスケット、株価指数を原資産とし、それを引当てにして発行する買付け=コール (又は売付け=プット) 選択権である。

原資産は何でもよく、通貨、貴金属、債券、原油等のコモディティのCWも活発に発行されている。「カバード」と形容する理由は、これを発行する第三者が権利行使される場合に備えてあらかじめ原資産を留置し、その偶発債務をカバーしたことに由来する。他方、CWは有価証券としての法的構成をとり、譲渡性があり、その多くはユーロクリアやセデル等の国際的決済機関を通じて所有権の移転が行われ、一部は各国取引所において上場、取引されている。

第5表はCWの発行額をみたものである。近年、その発行は件数、金額とも急増しており、特に株式関連の増加が著しい。発行地域をみると、独、スイスの両国が最も多く (通貨別にみても独マルク建て、スイスフラン (SF) 建てが多い)、ついで英、米、香港等でも活発である。近年では発展途上国株をカバーしたものが現れている。本

来は、よく発達したデリバティブ市場がないか、あるいは上場オプションでは対応できないニーズを満たすために案出された商品である。

80年代中期にシティ・コープのスイス現法が三菱商事、カシオのドル建てワラントをSF建てワラントにリパッケージしたものが最初といわれている⁽¹⁾。しかし次第に現物株を買切りで保有しカバーするものが増え (その典型がAsea Brown Boveri株のCW—89年発行)、最近でははじめから債務のすべてを現物でカバーするのではなく、ダイナミック・ヘッジングによってデルタ分だけカバーする傾向が強い。その場合、個別株のプットのCWの売りヘッジとして借り株市場が必要であり、CWの発行増加にともなってユーロ市場を舞台に借り株市場が拡大する契機となっている。同様に指数のCWの場合には指数オプション・先物が利用され、その拡大を促している。なお、CWの組成及び発行の主幹事はスイスのSBC、仏のパリバ、ソシエテ・ジェネラル、クレディ・リヨネ、英のBZW、米のシティコープ、ゴールドマン等が多い。

まず、独の状況を見ると、発行ロットは小規模である。例えば発行会社が発行する伝統的ワラントは38社が64銘柄発行しており、時価総額117億マルク (1銘柄当たり1.8億マルク)、そのうち規模上位8銘柄で60億マルクを占め、比較的大口である。これに対しCWは個別株又はバスケットのワラントが268銘柄、77億マルク (1銘柄当たり0.3億マルク)、そのほか指数ワラントが240銘柄ある (以上、94年春現在の残高⁽²⁾)。そのメリットとして現物株に比べ低額で株式投資と同様の効果が得られること、また満期が長いことから上場オプションでは満たし得ない長期のエクスポージャーが可能であること、個人投資家向けの節税CWを組成することも可能であったこと等が挙げられる。デメリットとしては価格形成が不透明であり、スプレッドも広いことであろう。買い手は個人投資家が多い。もっとも、93年ごろから機関投資家が買い手に登場するケースが多くなり、これにともなってスプレッドは縮小気味である。

スイスではCWの発行は極めて活発である。この国では記名株式への外人投資は制限されているため、記名株式への投資の代替としてそのCWが利用された。またCWは有価証券取引税が免除されていることも拡大の一因である。スイスの特徴は大株主が収益向上の手段として

CWを発行していることである。例えばマーティン・エブナー氏率いる金融持株会社BZグループは業種毎にファンドを設定し、それぞれがCWを発行している。薬品ファンドPharma Visionは総資産35億SF(うち98%はロシュ株)、銀行株ファンドBK Visionは21億SF(うち77%はUBS株、残りはチューリッヒ保険など)ほかにガス株ファンドなどがあるが、それらは持ち株を引当てにして巨額のCWを発行している⁽⁹⁾。

他方、仏では92年までCWの発行は不活発であった。というのは法律でCWの発行には発行会社の許可が必要とされているためである。発行会社は第三者がCWを発行するのを嫌がる。というのは、CWが発行されると投資家の資金がそちらに吸収されて発行会社の財務計画(例えばワラント債による資金調達)を阻害する、またInvestor Relationの努力をフリーライド(ただ乗り)するもの、と考えるからである。94年春現在、CAC40指数のワラントが38銘柄、個別株のワラントが4銘柄となっている。

このほか、英ではインベストメント・トラストの発行が一般的である。すなわち自己のポートフォリオを引当てにして権利行使日を決算期にあわせ、また目標利回りに基づいて行使価格を設定して発行するケースが多いのである。他方、米では投資銀行等が自ら組成し、それを新規公開の形で主幹事となって売りさばき、上場するのが一般的である。その中心はアメリカン証券取引所(AMEX)であり、80年代末に日経225ワラント、最近では日経300ワラントを上場したことは記憶に新しい。

なお、スイスのように大株主がCWを発行することについては利益相反の問題が指摘されている。支配株主が利益見通しを語ることでCWの価格が大きく変動することがあるからで、そのため香港証券取引所は大株主によって発行されたCWは上場を認めないことを宣言している(93年10月)。

4 店頭(OTC)エクイティ・デリバティブ

CW発行のイニシアチブは投資銀行や金融機関にあるが、CWがリテール向けの量産品であるとする、OTCデリバティブはホールセール向けのオーダーメイド商品といえよう。これもわが国では証取法201条等により行えない取引である。店頭デリバティブは当事者同士の相対的な契約であり、譲渡性を備えていない。この点、法的

には「有価証券」であるCWとは異なっているところである。

エクイティ・デリバティブ契約は80年代終わり頃から発生し、90年代に入って急速に発展してきた。国際スワップ・デリバティブズ協会(ISDA)は、93年になってはじめて第6表のようなエクイティ・デリバティブの商品別、対象株式別、利用者別内訳を公表したが、それはこの契約が無視できないほどの規模になってきたからであろう。これによると、米国株のデリバティブ契約が相対的に小さい反面、日本株や英国株その他のデリバティブ契約の規模が大きいが分かる。もっとも、この数字は92年末の残高であり少々古い、概ね大きな変化はないものと考えられる。英国をはじめとするヨーロッパ株関連も拡大傾向にあり、アジア株等のエマージング・マーケットでもごく最近になってデリバティブ契約が急速に拡大している。要するに、エクイティ関連では原資産市場の規模(株式時価総額)とデリバティブ契約の規模とは一致していない。しかも、この契約は日本株であれ何であれ、ロンドン及び香港(英国法が通用する)でブックイングするケースが多い。

そこで日本株、米国株に次ぐ規模を誇る英国株のOTCデリバティブの代表的な利用例を見よう。

①ホールセールでは機関投資家がダウンサイド・リスクのヘッジからポートフォリオを守るために利用するのが一般的である。例えばインベストメント・トラストが、年初の早い段階でポートフォリオのリターンを確保すべく、FT-SE100構成銘柄中主要数10銘柄からなる株式バスケットを対象に、年末の最終週を満期とするプットを買い、同時にコールを売ってプレミアムを相殺するゼロコストカラー(Zero Cost Collar)を購入するというようなケースである。年末を満期とする長期の上場オプションがないこと等、オーダーメイドの商品が組成できることがOTCのメリットである。

②他方、コールのOTCオプションをホールセール・マーケットから購入して、元本保証の株価連動型商品を組成し、これをリテール市場で分売するケースがみられる。GEP(Guaranteed equity products—元本保証株価連動型商品)がそれである。これは一定期間後(5年後が多い)、元本を保証すると同時に、利子の代わりに株式のリターンが得られる商品である。92年に初めて発売され、

おりからの株価上昇によって93年中に人気化した商品であり、投資信託、生命保険、銀行、住宅金融組合が相次いで発売した。

③金利と株式リターンを交換するスワップ契約では91年頃から増え始めたCFD (Contract for difference) がある。満期はなく解約は顧客側の随意とされている。これは、英株式市場の特殊事情から、ポートフォリオのヘッジ手段として流行しているものである。すなわち、マーケットメイカーを除く英株の投資家は規制により借り株の利用が禁止同然となっている。そこで、CFDは米国その他で普通の戦略となっている貸し株市場を利用した「空売り」が出来ないことから案出されたのである。すなわちエンドユーザーをみると米系ヘッジファンドが大口取引者として登場しており、CFDの60~80%はショート(エンドユーザーは、例えばFT-SE100構成銘柄のうち数10銘柄のリターンを提供し、代わりにLIBORベースの金利を受け取る)のポジションとされている。カウンターパーティとしては、貸し株市場をヘッジ手段として利用できる英国株のマーケットメイカーがあたっている⁽⁴⁾。

もちろん、このようなOTCデリバティブ契約が可能なのは、上場デリバティブがヘッジ手段を提供しているからである。

以上のような関係は、英株に限らず独株、仏株にも見られるものである。すなわち、この契約は英、独、仏、スイスいずれにおいてもリテール分野(元本保証株価連動型商品)とホールセール分野に分かつことができるが、とりわけホールセール分野での利用が顕著であり、かつこの分野では90年以降、国際分散投資の影響を強く受けているのである。株式は、金利、債券、為替と比べ現物の受渡に制約が多い。貸し株が貸し債券に比べ未整備となるのもそれが原因している。そのため海外分散投資が増えれば外国株投資の代替としてデリバティブを利用する例が増える。そして、近年の国際分散投資が米系の投信、年金基金によってロンドンを経由する形で行われたことから、投資対象は米株以外のものが物色され、そのことがOTCデリバティブの対象株式に反映すると同時にロンドンでのブッキングを増やしているのである。

(注1) International Securities Market Association (ISMA), *Derivatives in the context of a single European Market*, Zurich, 1994, Part 3.

(注2) *ibid.* 以下、数字は同書に基づく。

(注3) 『日経金融新聞』95年4月12日付。

(注4) “UK contracts for difference see rising demand”, *Financial Times*, February 24, 1995.

第5表 世界のカバード・ワラント発行額

(単位; 件, 億ドル)

	91	92	93	94
件数	1,038	1,423	3,208	4,450
うち株式関連 (比率; %)	533 51.3	624 43.9	1,430 44.6	2,457 55.2
金額	250	214	491	740
うち株式関連 (比率; %)	83 33.1	98 45.8	183 37.2	415 56.0

出所) *International Financing Review* 誌より作成。

第6表 店頭エクイティ・デリバティブの規模(想定元本残高)

(1992年末, 10億ドル)

	同業者間	対顧客間	計
エクイティ・スワップ	4	6	10
指数(小計)	(4)	(5)	(9)
うち日本株	3	3	6
アメリカ株	1	1	2
その他		1	1
バスケット・個別株		(1)	(1)
エクイティ・オプション	30	36	66
指数(小計)	(29)	(28)	(57)
うち日本株	11	9	20
アメリカ株	3	8	11
イギリス株	6	5	11
ドイツ株	4	2	6
フランス株	3	2	5
その他	2	2	4
バスケット	—	(2)	(2)
個別株	(1)	(6)	(7)

原資料) ISDA

出所) The Group of Thirty, *Derivatives: Practices and Principles*, July 1993, p57.