

先物・オプションマーケット

海外のカバードワラント市場について

クレディ・リヨネ証券会社 東京支店

エクイティ・デリバティブ部

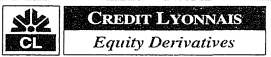
はじめに

1998年12月の証券取引法改正で有価証券の範囲が拡大されたことで、外国カバードワラント（以下「カバードワラント」という。）が外国証券の定義に加えられることとなった。株式市場に関わってきた方々の間で、ワラントと聞いてよいイメージをもっている方はあまりいないと思う。しかし、ここでいうカバードワラントとは、80年代後半から90年代始めに活発に取引されていたワラントと以下の点で異なっている。

1. 一般のワラントは、企業のエクイティ・ファイナンスの結果に生まれた金融商品であるため、銘柄はエクイティ・ファイナンスをした企業のものに限られていた。それに比して、カバードワラントは、原資産が発行体と異なるものであり、個別銘柄のみならず指数も原資産となり得るわけである。
2. カバードワラントは、コール型のみならずプット型も可能であるため、相場の下落時に対応ができる。
3. 外貨建てが主流だったワラントと異なり、円建ての取引となる。

ここでは、過去なぜ海外でこの商品が成功しているのか、日本の株式市場がなにを学ぶべきなのかを探ってみたい。

(表1)

 CRÉDIT LYONNAIS EQUITY DERIVATIVES		
AN ACCESS TO THE MAIN FINANCIAL CENTERS :		
European indices	American Indices	SE Asian Indices
France : CAC 40	USA : S&P 500	Japan : NIKKEI 225
France : SBF 120	USA : S&P 100	Japan : NIKKEI 300
Germany : DAX 30	USA : XMI	Japan : TOPIX
Switzerland : SMI	USA : NASDAQ	Hong-Kong : HANG SENG
Holland : EOE	USA : Dow Jones	Malaysia : KLSE
GB : FTSE 100	Brazil : BOVESPA	Korea : KOSPI
Belgium : BEL 20	Argentina : BURCAP	Thailand : SETI
Italy : MIB 30	Mexico : Merval	Taiwan : TWSE
Spain : IBEX 35	Canada : TSE 35	Singapore : STRAITS TIMES
Europe : DJ STOXX 50		China : HSCE
: DJ EURO STOXX 50		

出所：“The Derivative Review” All You Need to Know about Warrants & Notes by Credit Lyonnais Securities Equity Derivatives

海外のカバードワラント概観

欧州の投資家は90年代の初頭からカバードワラントに馴染んできた。ドイツ・フランスを始めとした欧州投資家は、各国株式指数、個別銘柄にカバードワラントを通じて投資してきた。1998年には、弊社がパリ、チューリッヒ、ルクセンブルグ、香港で上場したものだけでも400余に及んでいる（カバードワラントは有価証券であるため、同じ原証券の銘柄でも満期日・行使価格の異なるものも別証券として数えている。）。

原資産のうち、各国株式指数は表1のようなものが取引可能となっており、まさに世界主要株式市場にアクセスがあるといえる。

個別銘柄も同様に多岐に渡った選択肢がある（表2）。

ここには、イギリス、アメリカ、そして日本の各代表的な銘柄が取り扱われている。指数、個別銘柄のみならず、個々の投資家の要望で作られたバスケットを原資産にしたカバードワラントも取引されている。

また、通貨もまた、各国投資家の利便性を考えて、ユーロ、米ドル、スイスフラン、英ポンド、香港ドル等が用意されている。

〈投資家層〉

大多数が小口の個人投資家となっている。公募されるカバードワラントは他の証券に比べて少額投資が可能であり、オプションの要素によって投資効果が高いため、効率良い投資としてカバードワラントが選ばれている様である。米国で、上場オプションを取引する大学生が珍しくないのと同様、リスクとリターンを熟知しつつも未だ富裕層には属さぬ投資家層がカバードワラント市場を支えているのである。それ以外にも、ワラントファンド

(表 2)

WARRANTS ON BRITISH EQUITIES													
	WKN	REUTERS	TYPE	CUR	STRIKE	EXPIRY	SPOT	BID	OFFER	RATIO	MIN TRADE	PREMIUM	GEARING
BRITISH AIRWAYS	916 850	CLGBP01	C	EUR	400	04.20.00	436.50	0.33	0.36	5	100	35.01%	3.76
BRITISH AIRWAYS	916 851	CLGBP01	C	EUR	600	04.20.00	436.50	0.16	0.18	5	100	58.95%	7.84
BRITISH TELECOM	916 854	CLGBP01	C	EUR	800	04.20.00	1 078.30	1.07	1.16	5	100	30.87%	2.88
BRITISH TELECOM	916 855	CLGBP01	C	EUR	1100	04.20.00	1 078.30	0.65	0.71	5	100	36.63%	4.72
LLOYDS TSB	916 858	CLGBP01	C	EUR	750	04.20.00	901.00	0.80	0.87	5	100	34.07%	3.21
LLOYDS TSB	916 859	CLGBP01	C	EUR	1000	04.20.00	901.00	0.51	0.56	5	100	43.61%	5.01

WARRANTS ON US EQUITIES														
	SYMBOL	WKN	REUTERS	TYPE	CUR	STRIKE	EXPIRY	SPOT	BID	OFFER	RATIO	MIN TRADE	PREMIUM	GEARING
INTEL	INTC1	915957	CLDEM23	C	EUR	80.00	02.07.00	121.53	5.02	5.34	10:01	100	5.80%	2.25
INTEL	INTC2	915958	CLDEM23	C	EUR	95.00	02.07.00	121.53	4.00	4.26	10:01	100	8.40%	2.82
INTEL	INTC3	915959	CLDEM23	C	EUR	115.00	02.07.00	121.53	2.89	3.07	10:01	100	13.90%	3.92
MICROSOFT	MSFT1	915951	CLDEM23	C	EUR	100.00	02.07.00	85.41	7.84	8.34	10:01	100	3.40%	2.04
MICROSOFT	MSFT2	915952	CLDEM23	C	EUR	115.00	02.07.00	85.41	6.70	7.13	10:01	100	4.40%	2.38
MICROSOFT	MSFT3	915953	CLDEM23	C	EUR	140.00	02.07.00	85.41	5.02	5.34	10:01	100	7.40%	3.18
COMPAQ COMPUTER	CPQ1	916 709	CLDEM25	C	EUR	25.00	01.21.00	27.41	1.50	1.62	5:01	100	12.10%	3.44
COMPAQ COMPUTER	CPQ2	916 710	CLDEM25	C	EUR	35.00	01.21.00	27.41	0.85	0.92	5:01	100	32.80%	6.06
COMPAQ COMPUTER	CPQ3	916 711	CLDEM25	C	EUR	45.00	01.21.00	66.77	1.11	1.18	5:01	100	15.80%	5.59
ORACLE	ORCL1	916 715	CLDEM24	C	EUR	20.00	01.21.00	21.52	3.17	3.33	5:01	100	6.90%	1.97
ORACLE	ORCL2	916 716	CLDEM24	C	EUR	30.00	01.21.00	21.52	2.03	2.14	5:01	100	16.90%	3.07
ORACLE	ORCL3	916 717	CLDEM24	C	EUR	40.00	01.21.00	21.52	1.27	1.34	5:01	100	32.80%	4.92

WARRANTS ON JAPANESE EQUITIES															
	SYMBOL	WKN	REUTERS	TELEKURS	TYPE	CUR	STRIKE	EXPIRY	SPOT	BID	OFFER	RATIO	MIN TRADE	PREMIUM	GEARING
HONDA	HONDC1	916306	CLDEM27	953 280	C	EUR	5 000	01.14.00	38.50	0.46	0.49	10	100	12.30%	7.90
HONDA	Honda1	916307	CLDEM27	953 281	C	EUR	6 000	01.14.00	38.50	0.22	0.25	10	100	26.10%	15.34
HONDA	Honda2	916308	CLDEM27	953 282	C	EUR	7 000	08.18.00	38.50	0.21	0.24	10	100	45.70%	16.18
HONDA	HONDP1	916309	CLDEM27	953 284	P	EUR	5 600	01.14.00	38.50	0.76	0.86	10	100	-12.70%	4.49
NEC	NEC C1	919358	CLDEM24	TBA	C	EUR	1 150	08.25.00	6.70	1.72	1.81	10	100	4.60%	3.83
NEC	NEC C2	919359	CLDEM24	TBA	C	EUR	1 300	08.25.00	6.70	1.32	1.38	10	100	9.40%	4.81
SONY	SONYC1	916310	CLDEM27	953 283	C	EUR	12 500	01.14.00	92.00	0.98	1.02	10	100	15.30%	9.04
SONY	SONYC2	916716	CLDEM27	953 285	C	EUR	13 500	01.14.00	92.00	0.67	0.71	10	100	20.30%	12.88
SONY	SONYC3	916717	CLDEM27	953 286	C	EUR	15 000	01.14.00	92.00	0.44	0.47	10	100	30.20%	19.69
SONY	SONYC4	916010	CLDEM27	953 288	C	EUR	18 000	08.18.00	92.00	0.35	0.37	10	100	54.10%	24.93
SONY	SONYP1	916315	CLDEM27	953 289	P	EUR	12 000	01.14.00	92.00	1.17	1.27	10	100	-13.70%	7.26
SONY	SONYC5	919360	CLDEM28	TBA	C	EUR	9 000	08.25.00	68.43	1.32	1.39	10	100	7.80%	3.06
SONY	SONYC6	919361	CLDEM28	TBA	C	EUR	10 000	08.25.00	68.43	1.04	1.09	10	100	11.30%	3.59
TOSHIBA	TOSH C1	919362	CLDEM28	919362	C	EUR	750	08.25.00	5.20	0.86	0.90	10	100	12.20%	4.00
TOSHIBA	TOSH C2	919363	CLDEM28	919363	C	EUR	850	08.25.00	5.20	0.64	0.68	10	100	18.40%	5.09
TOYOTA	TOYOC1	916718	CLDEM27	953 266	C	EUR	3 500	01.14.00	26.80	0.29	0.32	10	100	12.20%	8.34
TOYOTA	TOYOC2	916719	CLDEM27	953 268	C	EUR	4 000	01.14.00	26.80	0.17	0.20	10	100	22.00%	13.38
TOYOTA	TOYOC3	916720	CLDEM27	953 269	C	EUR	5 000	08.18.00	26.80	0.12	0.15	10	100	48.80%	17.64
TOYOTA	TOYOP1	916320	CLDEM27	953 277	P	EUR	3 000	01.14.00	26.80	0.19	0.26	10	100	-23.90%	10.21
TOYOTA	TOYOC4	919364	CLDEM28	TBA	C	EUR	3 000	08.25.00	26.80	1.22	1.29	10	100	9.90%	4.17
TOYOTA	TOYOC5	919365	CLDEM28	TBA	C	EUR	3 500	08.25.00	26.80	0.91	0.95	10	100	18.00%	5.62

出所：“The Derivative List” The Complete Range of Warrants, Notes & Certificates with Current Prices by Credit Lyonnais Securities Equity Derivatives

やワラントを組み込むことの可能なファンドマネージャーが、投資効果を上げる為に使用している。手軽にテーラーメイドの商品をつくることもできるので、ファンドマネージャーらプロの投資家は各自の相場観をカバードワラントの形にパッケージして、利用している。

<ドイツ>

欧州のなかでもドイツはもっともカバードワラントが広く流通している国である。この国では、全人口の6.6%が株式投資を行っているといわれ、この数字はスイス13%、アメリカの21%と比較すると低く感じられるが、“ビッグ・バン”によりフランクフルト証券取引所が欧州2番目の金融市場になったように、投資家層の拡大は速いペースで進んでいる。

ワラント等の情報を提供する専門紙も各種発行されており、その情報のレベルは高いものである。

取引所に上場されているワラント数は7000種類をこえ、250,000人に及ぶ個人投資家がいる。投資総額もワラント価額総額で、約6兆円となっている。手元にある87ページの専門誌をみるとその73ページがワラントの価格等を示すページとなっており、そのうち60ページが株式のワラント等のページである。種類としてもっとも多いものは、ドイツ株式の個別銘柄であり2,500種類のコールと600種類のプットがある。このコールとプットの4:1の比率は指数を原資産とするカバードワラントでは同程度の比率となり、400種類のコールと350種類のプットがある。投資家の保有期間に関しては一般化は難しいが、日本で上場オプションが比較的短期であるのに比して、6ヶ月程度の中期投資がめだっている。

これらの市場を支えている証券会社は数多くあり、マーケットメーカー等を通じその腕を競っている。このマーケットメーカーはロイターやブルムバーグを通して常に投

資家に提供されており、カバードワラント市場は流動性のある市場となっている。これにより、各投資家が自由に投資家の考えている投資期間に応じて保有しているカバードワラントを売却することができるのである。

マーケットメーカーの例をアルファベット順にあげると以下ようになる。また、会社名の右にあるものはロイターのコードである。

ABN Amro Bank	AAHGE
Bankers Trust	BTWAA
Hypo Vereinsbank	HVWTS
BHF-Bank	BHFFM
CS First Boston	CEGA
Citibank	CITIDE
Credit Lyonnais	CLDEM01
Commerzbank	CFP1
Deutsche Bank	DBWA
DG Bank	DGOPT100
Dresdner Bank	DRBWAR01
Goldman Sachs	GSDEWTS
Lehman Brothers	LBWTS01
Merril Lynch	MLWTS
Morgan Stanley	MSSXA
Nord LB	NORD/LB1
Rabobank	RABOWTSDE
Sal.Oppenheim	SALOPP
Salomon Brothers	FFSC, SBBA
SBC Warburg Dillon Read(UBS)	SBDA
Societe Generale	SGEDEM0, DESG0
Trinkaus & Burkhardt	TUB/WTS
WestLB	WESTLB01

〈香港〉

1993年にクレディ・リヨネによって初めて香港証券取引所に上場されたカバードワラントは、1997年には発行総額約600億円、発行ワラント数480という市場に育った。当然のことながら他証券会社も参入し、現在のクレディ・リヨネのマーケット・シェアは20%強となった。カバードワラント市場に参入する障壁は証券会社にとって決して高いものではない。しかし、ここで常にカバードワラント市場で上位の実績をもって生き残るには、投資家から信頼される継続性のあるマーケット・メーカー能力、そして後述するが単なるコールやプットのみならず、投資家の相場観を反映させる魅力ある商品開発能力が伴わねばならないのはいうに及ばない。

1998年のアジア危機により、この年の発行総額は約200億円、発行ワラント数は138と1997年の3割に終わった。

しかし、その後の市場の正常化とともに再びカバードワラントの人気は戻っており、ここにきて1997年を超える勢いで伸びている。この6年間、10社近い証券会社が参入・撤退した市場であるが、自由競争そして各社が切磋琢磨し香港カバードワラント市場を盛り立て活気の有るものとしているのである。

カバードワラントが日本に紹介されることの意義

弊社は、日本で初めてのカバードワラントの公募を行うため市場需要調査を行ったが、その際に以下の様な貴重なご意見を伺うことができた。

〈日本の株式市場にとって〉

今、まさに個人投資家が株式市場に回帰し始めているといわれている。海外でカバードワラントの投資家の大半は個人であり、少額で効率よく投資のできる金融商品として人気が高い。カバードワラントが、長い目で見た時に日本でも株式市場に個人投資家を呼び戻す起爆剤となる可能性があるといえる。

今までいろいろな株式デリバティブが上場されてきたわけだが、株式オプション等の新商品が上場される前に実際は本当に必要な投資家は海外のマーケットで相対の取引を行っていた経緯がある。そこで、上場ものには流動性が必要とされる訳だが、市場環境また個人投資家の株式市場離れとあいまって、なかなか流動性の確保が困難であったのではないだろうか。

カバードワラントは満期、行使価格の点でそして証券としての位置づけが異なるので、指数を原資産とするカバードワラントも、上場オプションの直接の競争相手とはいえない。また、上場オプション取引がカバードワラントをマーケットメイクする証券会社の競争により活性化される可能性もある。また、個別株のカバードワラントの場合には、原証券となった個別銘柄の流動性が高まることも考えられる。このビッグバン、さらに日本の景気回復の兆しが見え始めたタイミングを逃さずに、個人投資家の心を捉える商品を提供し、現在ある市場とともに育てていきたい。

〈エクイティ・デリバティブ解禁との関連において〉

日本では1998年12月1日に解禁になったエクイティ・デリバティブであるが、解禁後もその取引は既存商品の中に組込まれる形で行われることが主流であり、エクイティ・デリバティブそのもので取引をすることは私募の取引でもまだ数が少ない。公募の例を見るとそのほとんどが債券に組込まれている。投信に組込まれている場合もあるが、実際は投信が日経リンク債に投資している為、投資家は間接的に日経リンク債を購入する形での投資になっている。そういった意味でカバードワラントが有価

証券として認められたことで、投資家は有価証券として直接エクイティ・デリバティブをカバードワラントとして購入できる機会を得たことになる。これは今までの商品に比べ投資対象が直接見えやすく、その時価がわかりやすいという投資手段が提供されたということであり、その意義は大きい。

カバードワラントの定着のために

90年代初頭にかけてのワラントマーケットの経験をもたれる方々がもっとも問題視されていたのはその流動性の欠如であろう。もともとオプションであるから、価格の変動は大きくまた特に個別株のボラテリティーも実際にどう動いているのかが分かりづらく、いったん流動性がなくなると非常に取引しづらかった経験を持つ人が多いと思う。この経験をふまえて、流動性を確保することはカバードワラントを定着させるためには不可欠であろう。

ドイツの項でマーケットメーカーを23社ほどロイターコードとともにあげた。これはロイターやブルムバーグといった市場参加者がよく見ている情報ソースに、各社が提供したカバードワラントの価格を提示することでドイツの投資家がこの市場に参加しやすくなっているという例に他ならない。

弊社のロイターのページを示すと、以下の通りである。1ページ目はメニューとなっており、2ページは例として日経225指数を原資産とするカバードワラントのページを示しておく。満期は2000年9月SQのものであり、コ

ールとプットが行使価格をかえてそれぞれ4本ずつ出ている。この場合に価格はザラ場中には、日経225指数の変化に応じて毎分更新されている。

将来性と応用

香港の項で商品開発能力と書いたが、ロイターのスクリーンで示したコールとプットは通常のヨーロピアンタイプであった。ではその応用にはどんなものが考えられるのであろうか。

各社様々な商品名をつけているわけだが、各相場観に応じたカバードワラントが用意されているのである。表3の例では、ワラント価額を安くするために、リターンにキャップをつけた「キャップド・ワラント」、投資したい銘柄を現在の市場価格より低い価格で手に入れる「ロデオ・ワラント」、一定レベル以上の急激な上昇は見込めない銘柄に比較的安いワラント価額で投資する「シャーク・ワラント」等々、投資家の考える相場観を商品化しているわけである。

ここでは日本でも95年から取引されている他社株転換可能債(Exchangeable Bond—EB)と似た投資妙味を持つロデオ・ワラントを紹介しておく(表4)。

これは個別銘柄を原資産にするものである。カバードワラントはこの対象個別銘柄よりも低い価格で発行される。そして満期日の株価がキャップ価格(現在の株価より高い一定の価格)より高ければ、キャップ価格で償還され、低ければ株式償還となる。つまり株価が上昇して

Printed By Reuters : CL		Thursday, 6 May 1999 09:31:07	
14:35 07APR99 CREDIT LYONNAIS EQUITY DERIVATIVES HK23075		CL4A	
TEL:	852-2868-5517	FAX:	852-2537-0099
MAIN GLOBAL MENU	<CLWA>	US-CANADA-LATINAM	<CL 3 A>
EUROPE	<CL 5 A>	FAR EAST	<CL 4 A>
OTC OPTIONS	<	RODEO SECONDARY	<CL 4 D>
HONG KONG LISTED WRTS	<CL 4 J>	CORRIDOR WRTS	<CL 4 E>
LUXEMBOURG LISTED WRTS	<CL 4 G>	RODEO WARRANTS	<CL 4 F>
REVERSE SECONDARY	<CL 4 C>	REVERSE RODEO WRTS	<CL 4 B>
CORRIDOR SECONDARY	<CL 4 L>	INDEX LINKED NOTES	<CL 4 M>
CREDIT LYONNAIS TOKYO	TEL	(813) 55 10 86 56-7	
JAPANESE SECTOR WARRANT	<CL 4 O/P>		
JAPANESE RODEO WARRANT	<CL 4 Q>		
JAPANESE REVERSE RODEO	<CL 4 R>		
Nikkei Bull Certificate	<CL 4 S>		
Nikkei 225 WARRANTS:			
September 2000 Fixed Prices	<CL 4 UF>		<CLEQDO3>

Printed By Reuters : CL		Thursday, 6 May 1999 09:30:49							
0928 CL EQUITY DERIVATIVES(JAPAN)		CL4U							
CL NIKKEI 225 BONJOUR		(COVERED WARRANTS)							
NAME	MAT	S/W	STRIKE	C/P	CURR	BID	ASK	SPOT	DELTA
	09/00	1	16,000	C	JPY	2,585	2,664	16,940	60%
	09/00	1	17,000	C	JPY	2,073	2,136	16,940	53%
	09/00	1	18,000	C	JPY	1,643	1,693	16,940	46%
	09/00	1	19,000	C	JPY	1,281	1,320	16,940	39%
	09/00	1	13,000	P	JPY	755	778	16,940	-20%
	09/00	1	14,000	P	JPY	1,037	1,068	16,940	-25%
	09/00	1	15,000	P	JPY	1,391	1,433	16,940	-32%
	09/00	1	16,000	P	JPY	1,821	1,877	16,940	-39%

(表 3)

WARRANTS ON EQUITIES AND INDICES

A SOLUTION FOR EACH CUSTOMER :
Tailor-Made Warrants from USD 300 000 premium amount

- Vanilla Warrants
- Capped Warrants
- Rodeo Warrants
- Shark Warrants
- Ladder Warrants
- Reset Warrants
- Lookback Warrants
- Corridor Warrants
- Reborn Warrants

(表 4)

WARRANTS ON EQUITIES AND INDICES

RODEO WARRANT :
Return Or Discount Equity Options

The warrant is issued at a lower price than the share price (Discount) . At maturity :

- If Share price < "Cap Level" : Redemption in Shares (Discount)
- If Share price > "Cap Level" : Redemption in cash (Return)

Example : Rodeo Warrant 1 year
 Share price : 100
 Cap Level : 105
 Offer Price : 90.95
 Delta : 52.6%
 Leverage : 0.6x

At maturity, if share price < 105 : Redemption in 1 Share (Discount : 9.05 %)
 At maturity, if share price > 105 : Redemption is 105 (Return : 15.45 %)

出所 : "The Derivative Review"

いればR(リターン)が、あるいは(Or)下落していればDE(ディスカウント・エクイティ、現在の株価より低い価格の株)で償還されるO(オプション)の内蔵されたカバードワラントなのである。

日本の投資家にはすでにEBとして確立された商品があるわけだが、このロデオ・ワラントは発行金額が原則としてEBよりも少額から行うことができるので、機動的である。これは主に事務コストの違いによるもので、弊社の場合300,000米ドルから発行している。

このように、カバードワラントは債券よりも少額で複雑な投資家の相場観への対応が可能であるため、日本では債券が担っている、オプション等のデリバティブを組み込む土台としての活用も海外では既におこなわれている。

おわりに

新しい金融商品が導入されるたびに問題となる税制であるが、カバードワラントもその例外ではない。この点

については日系・外資系を含め複数の証券会社が国税局等に問い合わせ中であり、投資家からの問い合わせに苦慮しているのが実状である。カバードワラントの市場を確立させるためにも、一刻もはやい対応が望まれる。

金利ゼロ時代を迎え、やっと個人も自己の責任においてリスクとリターンを考えて投資をする時がきたといえる。海外ですでに歴史のあるカバードワラントは、日本に定着するのか。株価が単に右上がりであった時代を経験した投資家が、あるいは経験していない新投資家世代がこのカバードワラント市場を投資機会とみることができのかどうか。カバードワラントが日本の「投資家」に対する一つの問題提起、投資とは何かを再度考える出発点となるのであれば、カバードワラントも自立した市場に育つ可能性は十分ある。

以上はクレディ・リヨネの社内資料をもとに書かれたものであり、また筆者の私見も含まれている。