

## 解 説

### 個別株先物の将来性

(財)日本証券経済研究所大阪研究所  
主任研究員 吉川真裕

本年1月29日からロンドン国際金融先物・オプション取引所(LIFFE)で、イギリス株5銘柄、アメリカ株7銘柄、ユーロ導入諸国株13銘柄、計25銘柄のユニバーサル・ストック・フューチャーズ(Universal Stock Futures)と名付けられた個別株先物取引が開始された。この個別株先物の導入計画はロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併計画の撤回から3日後の2000年9月15日に発表され、イギリス株のみならず、ヨーロッパ株も対象としていたことから難航するヨーロッパ株式市場統合を受け渡し・決済費用のかかる現物株式ではなく、差金決済の先物取引で実現しようとする試みとして注目を浴びた。さらに、ヨーロッパ株に止まらず、アメリカ株をもその対象としており、アメリカ議会で個別株式先物の導入をめぐる議論がおこなわれていた時期でもあったので、外国でアメリカ株の先物取引がスタートし、国内市場が空洞化するのではないかといった議論もアメリカでは巻き起こした。LIFFEの発表に刺激され、ユーロネクスト・アムステルダム(ヨーロピアン・オプション取引所を傘下を持つ旧アムステルダム取引所)、スペイン金融先物取引所(MEFF)、ワルシャワ証券取引所、モントリオール取引所でも相継いで個別株先物取引が導入されており、アメリカでも2000年12月には導入の決定がおこなわれている。

以下ではLIFFEのユニバーサル・ストック・フューチャーズを中心に諸外国における個別株先物の仕組みと取引状況を紹介します。個別株先物の将来性について考察する。

#### 1 LIFFEのユニバーサル・ストック・フューチャーズ

2000年9月20日に発表されたユニバーサル・ストック・フューチャーズの内訳はイギリス株5銘柄、ユーロ導入国株5銘柄(ドイツ株2銘柄、フランス株1銘柄、オランダ株1銘柄、フィンランド株1銘柄)、アメリカ株5銘柄の計15銘柄であったが、LIFFEは12月13日に投資家の要望に応じてアメリカ株2銘柄、ユーロ導入国株8銘柄(フランス株2銘柄、イタリア株2銘柄、スペイン株2銘柄、ドイツ株1銘柄、オランダ株1銘柄)の計10銘柄を加えて2001年1月29日から取引を開始すると発表した。

この結果、ユニバーサル・ストック・フューチャーズ

の内訳は国別にはアメリカ株7銘柄、イギリス株5銘柄、ドイツ株3銘柄、フランス株3銘柄、オランダ株2銘柄、イタリア株2銘柄、スペイン株2銘柄、フィンランド株1銘柄の計25銘柄となり、売買高や株式時価総額ではよりバランスのとれたものになった(表1)。

他方、この25銘柄をLIFFEにしたがってテクノロジー、テレコム、銀行、石油、医薬品の5業種に分類してみると、テクノロジー6銘柄、テレコム6銘柄、銀行5銘柄、石油5銘柄、医薬品3銘柄となり、消費財関連の銘柄が少なく、テレコムやテクノロジーといった銘柄に重点が置かれていることがわかる(表1)。

なお、LIFFEは10銘柄の追加上場を発表した2000年12月13日にユニバーサル・ストック・フューチャーズの指定マーケットメーカー(Designated Market Maker)の募集をおこなっており、2001年1月19日にBanca Commerciale Italiana (BCI)、CMT Capital Markets Trading UK (EUR)、DRW Investment UK (DRW)、Geneva Ireland Financial Trading (Geneba) / 代行会員 The Kyte Group (KYT)、Mako Global Derivatives (MGD)、Schneider Trading Association (Schneider) / 代行会員 GNI (GNI)、Susquehanna Ireland (SUS)、Tradelink Worldwide (TLW)の指定マーケットメーカー8社を各銘柄ごとに発表している。

ユニバーサル・ストック・フューチャーズの取引要綱は次のようになっている。

取引単位：イギリス株は1,000株、その他のアメリカ株やユーロ導入国株は100株。

取引限月：各銘柄とも3月/6月/9月/12月から直近の2限月とその他の月から直近の2限月の計4限月。

取引最終日：イギリス株は限月の第3水曜日、アメリカ株/フィンランド株/ドイツ株/オランダ株/スペイン株は限月の第3金曜日、フランス株は限月の法的に定められた営業日(penultimate business day)、イタリア株は限月の第3金曜日の直前営業日。

決済日：各銘柄とも取引最終日の翌営業日。

呼値の単位：イギリス株はペンス(100分の1ポンド)、アメリカ株はドル、ユーロ導入国株はユーロ。

最小値幅：イギリス株は0.5ペンス、アメリカ株は0.01ドル、ユーロ導入国株は0.01ユーロ。

取引時間：イギリス株/フィンランド株/フランス株/イタリア株/オランダ株/スペイン株ではロンドン時間(GMT)で8時から16時30分まで、アメリカ株とドイツ株ではGMTで8時から18時まで(ただし、ドイツ株では取引最終日の取引終了時間は19時まで延長される)。

決済方法：原株の受け渡しはおこなわれず、すべてEDSP(Exchange Delivery Settlement Price)を用いて差金決済。

表1 ユニバーサル・ストック・フューチャーズの構成銘柄の特徴

通貨	銘柄 (追加10銘柄には*)	国	主市場	業種	指定マーケットメーカー
ユーロ	Nokia OYJ	Finland	Helsinki Exchanges	Technology	KYT (Geneva), MGD, GNI (Schneider)
	Alcatel SA	France	Euronext Paris	Technology	TLW
	France Telecom SA *	France	Euronext Paris	Telecoms	TLW
	Total Fina Elf SA *	France	Euronext Paris	Oils	TLW
	Deutsche Bank AG	Germany	Deutsche Boerse	Banks	DRW, KYT (Geneva), MGD
	Deutsche Telecom AG	Germany	Deutsche Boerse	Telecoms	DRW, KYT (Geneva), MGD
	Siemens*	Germany	Deutsche Boerse	Technology	DRW, KYT (Geneva), MGD
	Eni SpA *	Italy	Borsa Italiana	Oils	BCI, GNI (Schneider)
	Telecom Italian SpA *	Italy	Borsa Italian	Telecoms	BCI, GNI (Schneider)
	ING Groep NV *	Netherlands	Euronext Amsterdam	Banks	TLW
	Royal Dutch Petroleum Company	Netherlands	Euronext Amsterdam	Oils	TLW
	Banco Santander Central Hispano SA *	Spain	Bolsa De Madrid	Banks	GNI (Geneva), TLW
	Telefonica SA *	Spain	Bolsa De Madrid	Telecoms	GNI (Geneva), TLW
ポンド	AstraZeneca plc	UK	London Stock Exchange	Pharmaceuticals	EUR, GNI (Schneider), TLW
	BP Amoco plc	UK	London Stock Exchange	Oils	EUR, MGD, GNI (Schneider), TLW
	GlaxoSmithKline plc	UK	London Stock Exchange	Pharmaceuticals	EUR, GNI (Schneider), TLW
	HSBC Holding plc	UK	London Stock Exchange	Banks	EUR, MGD, GNI (Schneider), TLW
	Vodafone Group plc	UK	London Stock Exchange	Telecoms	EUR, MGD, GNI (Schneider), TLW
ドル	AT&T Corporation	USA	New York Stock exchange	Telecoms	SUS
	Cisco Systems Inc	USA	NASDAQ Stock Market	Technology	SUS, TLW
	Citigroup Inc	USA	New York Stock exchange	Banks	SUS, TLW
	Exxon Mobil Corporation	USA	New York Stock exchange	Oils	SUS, TLW
	Intel Corporation *	USA	NASDAQ Stock Market	Technology	SUS, TLW
	Merck & Co., Inc	USA	New York Stock exchange	Pharmaceuticals	SUS, TLW
	Microsoft Corporation *	USA	NASDAQ Stock Market	Technology	SUS, TLW

(出所) LIFFE, *LIFFE's Universal Stock Futures - Facts & Figures*, 2000, "Universal Stock Futures Contract (Exchange Contract No.56): Appointment of designated market makers," *Circular*, No : 01/06, 19 January 2001

EDSP : イギリス株 / フランス株 / ドイツ株 / スペイン株のEDSPIはそれぞれロンドン証券取引所, ユーロネクスト・パリ(旧パリ取引所), ドイツ取引所, マドリード取引所の公式引け値。フィンランド株 / オランダ株 / イタリア株のEDSPはそれぞれヘルシンキ取引所, ユーロネクスト・アムステルダム(旧アムステルダム取引所), イタリア取引所の引け前10分間の売買代金加重平均値(VWAP)をLIFFEが計算。アメリカ株のEDSPはそれぞれニューヨーク証券取引所とNASDAQの寄り付き直後の10分間のVWAPをLIFFEが計算。

指定マーケットメーカー : 各銘柄ごとに指定マーケットメーカー(DMM)を置き, 流動性の向上に努める。指定マーケットメーカーはマーケットメーカーに関わる取引費用やクリアリング費用を免除され, 各銘柄ごとのLIFFEの収入の30%を与えられるが, 各銘柄ごとの最大

スプレッドと最低注文対応量を遵守し, 3月 / 6月 / 9月 / 12月からの直近限月とその他の月の直近限月では取引時間の80%以上で双方の気配値を提示しなければならない。

ホールセール取引施設 : LIFFEでは市場参加者の便宜のために大口取引施設, ベーシス取引施設, アセット・アロケーション施設, デルタ・ニュートラル取引施設といったホールセール取引施設(Wholesale Trading Facilities)を併設している。なお, ベーシス取引契約はユニバーサル・ストック・フューチャーズと原株 / 店頭オプション / 他取引所上場オプションとの間の価格差の取引, アセット・アロケーション契約はユニバーサル・ストック・フューチャーズどうしの価格差の取引, デルタ・ニュートラル取引契約はユニバーサル・ストック・フューチャーズとLIFFE上場オプションとの間のデル

タ・ニュートラル・ポジションの組み合わせ取引である。

入力価格制限：入力ミスを防止するため、LIFFEコネクトでは各銘柄ごとに最小値幅の倍数で基準価格からの最大乖離幅の2倍を指定し、この半分以上基準価格から離れた価格での価格入力を排除。

## 2 ユニバーサル・ストック・フューチャーズの取引状況

2001年1月29日、イギリス株5銘柄、ユーロ導入国株13銘柄、アメリカ株7銘柄を対象としてユニバーサル・ストック・フューチャーズの取引がLIFFEで開始された。初日の取引は3,004単位(想定株数で270万株、想定売買代金で1,800万ポンド)と報じられており、期待が大きかっただけに取引は極めて限られたものであったと言える。このうち56.5%がイギリス株、30%がアメリカ株、13.5%がユーロ導入国株であり、最も活発に取引されたのはイギリスのボーダーフォンで1,070単位、アメリカ物ではインテルの175単位とマイクロソフトの174単位、ヨーロッパ物ではジューメンズの85単位が最高で、フランスの3銘柄とオランダの2銘柄では全く取引がおこなわれなかったと伝えられている。

ところが、2月2日までの5営業日の売買高は25,902単位(1日平均5,180単位)、想定株数で11,598,300株(1日平均232万株)、想定代金で81,239,777ポンド(1日平均1,625万ポンド)、2月2日時点での建玉総数は9,469枚であり、すべての銘柄で取引がおこなわれ、順調な滑り出しであるとLIFFEは2月5日に発表している。

しかし、2月(20営業日)の売買高は97,955単位(1日平均4,898単位)、2月末時点での建玉総数は33,384枚、

1月29日以来の累積売買高は115,292単位(1日平均5,013単位)、想定株数で4,700万株(1日平均204万株)、想定代金で6億3,200万ポンド(1日平均2,748万ポンド)であると3月2日にLIFFEは発表し、強気の姿勢は後退している。1日平均で比べると、最初の1週間よりも売買高と想定株数は減少しているが、想定金額と建玉は増加しており、イギリス以外の値がさ株の取引が多いようである。

## 3 その他の個別株先物の仕組みと取引状況

個別株先物の存在はこれまでほとんど知られていないが、個別株先物を禁止し、株価指数先物を米国証券取引委員会(SEC)と米国商品先物取引委員会(CFTC)が共同監督する合意がおこなわれ、世界初の株価指数先物がアメリカで導入された1982年以前にまでその歴史は遡る。アメリカのフューチャーズ・インダストリー・インスティテュート(FII)のファクトブックで確認できるところでは、ブラジルのリオデジャネイロ証券取引所はその前年の1981年に個別株先物をすでに導入している。そして、1990年にはスウェーデン、1994年にはオーストラリア、1995年には香港でも取引が開始されている。

現在確認できる13の取引所で取引されている個別株先物の特徴を比べてみると、決済方法では香港先物取引所とワルシャワ証券取引所、LIFFEを除いて受け渡し決済がおこなわれており、取引単位では100株が中心、取引最終日は個別株オプションと同じく限月の第3金曜日が多い(表2)。

個別株先物があまり知られていないのはほとんどの取

表2 世界の個別株先物の特徴

導入年	国名	取引所名	決済方法	取引単位	ティック・バリュー	取引最終日
1981	ブラジル	リオデジャネイロ証券取引所	受け渡し	原株と同じ	0.01リアル×株数	毎月第3月曜日
1990	スウェーデン	OM	受け渡し	100株	25SEK	限月の第3金曜日
1994	オーストラリア	シドニー先物取引所	受け渡し	1,000株	10豪ドル	限月の最終金曜日の前日
1995	香港	香港先物取引所	差金決済	500株が中心	0.01香港ドル×株数	限月の最終営業日の前日
1997	ポルトガル	ポルトガル・デリバティブ取引所	受け渡し	100株	1ユーロ	限月の第3金曜日
1997	ノルウェー	オスロ証券取引所	受け渡し	100株	1NOK, 5NOK, 25NOK	限月の第3木曜日
1998	ハンガリー	ブダペスト証券取引所	受け渡し	額面10万HUFの原株	1HUF, 5HUF	限月の14日の直後の営業日
1999	南アフリカ	南アフリカ先物取引所	受け渡し	100株	1R	限月の第3木曜日
2000	オランダ	ユーロネクスト・アムステルダム	受け渡し	100株	5ユーロ	限月の第3金曜日
2001	スペイン	スペイン金融先物取引所	受け渡し	100株が中心	0.01ユーロ×株数	限月の第3金曜日
2001	ポーランド	ワルシャワ証券取引所	差金決済	500株	30PLN, 50PLN	限月の第3金曜日
2001	イギリス	ロンドン国際金融先物オプション取引所	差金決済	1000株/100株	5ポンド/1ユーロ, 1ドル	限月の第3水曜/金曜他
2001	カナダ	モントリオール取引所	受け渡し	100株	1カナダドル	限月の第3金曜日

引所であり活発に取引がおこなわれていないからである。オーストラリアや香港、オランダといった現物市場での取引が比較的多い市場では個別株先物の取引は現物取引の1%程度に過ぎないが、現物市場が活発でないポルトガルなどではもう少しできているようである。一方、個別株先物の成功例として上げられるのはスウェーデンのOMによるフィンランド株ノキアの取引であり、スウェーデンにおけるノキア株取引の30%程度に達すると言われている。

#### 4 個別株先物の将来性

昨年9月の発表以来、注目を詰めてきたLIFFEのユニバーサル・ストック・フューチャーズもすでに個別株先物を取引しているスウェーデンやオーストラリア、香港と同様に流動性の獲得に苦労している。とりわけヨーロッパ諸国の銘柄の取引が少ないことから、差金決済のみとしたことで受け渡し・決済の費用がかからず、難航するヨーロッパ株式市場統合を個別株先物で実現するという目論見は当てが外れたようである。しかし、まだ取引は始まったばかりであり、今後の動向が注目される場所である。なかんずく現在準備が進められているアメリカの取引所での個別株先物取引が成功すれば世界的な個別株先物ブームが訪れる可能性がないわけではない。

LIFFEのユニバーサル・ストック・フューチャーズはDTB(現EUREX)にBUND先物・オプションを奪われ、一時は赤字に陥ったLIFFEがLIFFEコネクトという電子取引プラットフォームを導入し、再び国際金融市場の中心への返り咲きをかけた一大構想である。受け渡し・決済費用がアメリカ国内取引の10倍にも達すると言われるヨーロッパのクロスボーダー取引を個別株先物で代替し、証券取引所間で難航するヨーロッパ株式市場統合を一期に実現するというユニバーサル・ストック・フューチャーズのコンセプトはこれだけ注目を浴び、追隨して個別株先物を導入する取引所も出たようにコンセプトとしては申し分ない。とはいえコンセプトとして申し分がなくともやはりいまだに流動性が見つからない機関投資家を対象としたトレードポイントや小口投資家を対象としたJIWAYと同様に、すでに流動性のある取引所から取引を獲得することが極めて困難であることが改めて確認されたと言えよう。

個別株先物ではいずれの国でも現物市場に大きな影響を及ぼすほどの取引はおこなわれていない。個別株オプションの取引が活発でシカゴ・オプション取引所(CBOE)がついにシカゴ商品取引所(CBOT)とシカ

ゴ・マーカントイル取引所(CME)を契約数で追い抜いたアメリカでは1982年の個別株先物を禁止したシャド・ジョンソン・アコードの見直しが決まり、各取引所では個別株先物の導入に向けて期待が高まっている。アメリカではこれまで禁止されてきたこともあって新商品としては1983年の株価指数オプションと株価指数先物オプション以来の大型商品と見られているが、他の国々で流動性が見つからないのにはそれなりの理由があるはずであり、過大な期待は禁物であろう。

個別株先物に流動性が見つからない最大の原因は現物株の取引が活発であり、あえて個別株先物を取引したり、当初の流動性の少ない個別株先物に参加しようというインセンティブが小さいからであろう。LIFFEは当初の流動性の低さをある程度見込んで個別株オプションと同様にマーケットメーカーを採用したが、それでも今のところは功を奏してはいない。この点では個別株オプションもまた同じであるが、オプション取引の場合には損失を限定するために買ったり、部分的にヘッジや益出しをするために売るといった需要があり、取引費用の安さやレバレッジの高さ、売りから入れるといった点だけで取引がおこなわれているわけではない。しかも個別株オプション取引が盛んな国は世界的に見ても限られた国であり、流動性の高い現物市場を代替するのは容易なことではない。

個別株先物が流動性を集め、成功するとはある意味では現物市場から流動性を奪うということにほかならない。新商品は既存商品にも好影響を与えるべきで、その存続を危うくしてはならないと考えるのは流動性というものの性質に対する誤解であろう。流動性はつねに高いところへ流れるという性質を持ち、都合良く配分されるわけではない。たしかに個別株オプションは原株に良い影響を及ぼしたという実証結果が多いが、個別株先物の場合には原株とほとんど用途は同じであって原株の流動性を奪う以外に流動性の獲得の道は考えにくい。先物取引が導入されているほとんどの商品では現物取引よりも先物取引の方が流動性が高く、そのことに不満を言う者はあまりいない。個別株先物が成功するとは現物市場を上回る流動性を獲得してはじめてそう言えるはずである。先物取引が流動性を獲得できないのは現物市場の効率性が高く、先物取引と現物取引の差が小さい場合である。そして、その代表が株式の個別銘柄市場であろう。アメリカでの個別株先物の導入によってこうした従来の見方に変化が生じることになるのかどうか、興味深いところである。