

第16話 特別清算指数（SQ）の話

（公益財団法人）日本証券経済研究所
大阪研究所長 二上 季代司

前2回（14話、15話）では、先物取引、オプション取引の決済ならびに証拠金や担保の管理などを担当している清算機関の役割について説明がありました。

ところで、わが国の先物やオプションの取引高では、日経225やTOPIXなど株価指数を対象としたものが大きなウェイトを占めています。こうした「指数」は株券や債券とちがって「有体物」ではありませんので、決済日に受け渡すべき「モノ」がないのです。ではどのようにして「決済」が行われているのでしょうか。

今回は、株価指数を対象とした先物、オプション取引の決済日において行われている決済方法、その際に使われる「特別清算指数（SQ、Special Quotation）」についてお話ししましょう。

1、決済日（権利行使日）

先物取引は売買と決済の期日を切り離し、決済を後日に繰り延べる取引です。決済日が違えば異なる上場物件として扱われます。たとえば日経225先物取引では、2017年1月末時点で最も決済日の近い「3月限」は、2017年3月の第2金曜日（10日）に決済日を設定しています。その前日の9日（この日が取引最終日になります）までに行われた3月限の取引はすべてこの同じ第2金曜日に決済されます。日経225先物取引は決済日を異にする13本の「限月取引」が上場されており、最長の限月取引は2021年12月限となりますが、いずれも第2金曜日です（下図）。

（注）決済日の来る月のことを「限月（げんげつ）」と呼び、3月に決済日がくるものは「3月限（ぎり）」と呼んでいます。オプションについても、権利行使日の来る月を「限月」と呼びます。

またオプション取引は、一定の行使価格で買い付ける権利（これを「コール」といい、売り付ける権利は「プット」といいます）を売買するものですが、この権利行使日も日経225オプションの場合には第2金曜日に設定されています。日経225オプションは権利行使日をより多く設定しており、それだけ「限月取引」の数も多く、19本となっています（下図）。このほかに週ごとに行使日を設定する取引があり、全部で23本となります。

日経 225 先物の決済日と同オプションの権利行使日（いずれも第 2 金曜日）

2017 年	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
先物			①			②			③			④
オプション		①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨		⑩
2018 年	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
先物			⑤			⑥						⑦
オプション			⑪			⑫						⑬
2019 年	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
先物						⑧						⑨
オプション						⑭						⑮
2020 年	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
先物						⑩						⑪
オプション						⑯						⑰
2021 年	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
先物						⑫						⑬
オプション						⑱						⑲

(注) 日経 225 オプションの場合には、これに加えて直近の毎週金曜日を権利行使日とする 4 本が上場されています(週次設定限月取引、weekly オプションと呼びます)。現時点でいえば(2017 年 1 月末)、2 月 3 日、17 日、24 日、3 月 3 日です。2 月 10 日は通常限月取引の行使日となります。また、売買単位が 10 分の 1 の日経 225mini も、上記の日経 225 先物(mini と区別して Large と呼んでいます)と並行して取引されており、その決済日は Large と同じ決済日に加えて 3・6・9・12 月以外の月の第 2 金曜日を決済日とする限月取引も上場されています。

2、現物決済と現金決済

さて、大阪堂島商品取引所や東京商品取引所ではコメ等の農産物、原油・金等の鉱産物・貴金属等の先物取引が行われており、決済日にはコメ等の現物が実際に受け渡されています。大阪取引所でも、有価証券(個別株)オプションの場合はトヨタ自動車やソフトバンクなどの現物株が受け渡されています。このように決済日に現金と現物で決済される方法を「現物決済」と呼んでいます。

これに対し、株価指数は「モノ」ではありませんので現物決済は不可能です。そこで、決済日(あるいは権利行使日)には「反対売買」(あるいは権利を行使)することにより売りと買いの差額の授受で決済することにしています。これを「差金決済」と呼んでいます。この際にどの値段で決済させるかが問題となります。この値段のことを「特別清算指数(SQ)」といいます。

手続きとしては、最終取引日の翌日(決済日)に SQ が算出され、これに基づいて差額が計算されて、そのさらに翌日(最終決済日)に差額の授受が行われます。(休日の場合には決済日は前日に繰り上げ、最終決済日は翌日へとずらしていきます)

(注) オプションの場合には、権利行使価格と SQ と比較して、買い手に利益が出る場合に買い手が権利行使を申告します。うっかりミスで申告しない買い手もいるかもしれませんが、大阪取引所では利益が出ている場合には、無申告であっても申告したものとみなしています。

3、SQ の算出

したがって、決済日（権利行使日）に算出される SQ の水準は、取引当事者の損益を大きく左右する極めて関心の高い数値です。

現在の SQ の算出方法は、指数を構成する各銘柄の当日始値を使って算出しています。トヨタやソフトバンクは 9 時の取引開始時には直ちに取引が成立（約定）して始値が決まることが多くみられます。しかし、相場が大きく動いた日や流動性の低い株の場合は約定が遅れるかもしれません。つまり、225 銘柄の始値の成立時間はバラバラで、それらを拾い集めて算出しているのです。TOPIX の場合は東証 1 部銘柄すべての始値で算出します。

この算出方法は 1989 年（平成元年）9 月限から始まりました。

それ以前は、取引最終日の日経 225 平均株価の終値を「清算指数」に使っていたのです。（日本経済新聞社は、証券取引所から集めた各銘柄の株価を使って一定間隔ごとに日経 225 株価指数を算出し、関係各方面に配信しています。このうち、取引最終日の最終の株価指数を「清算指数」として使っていたのです。）

当初こうした算出方法を採用していた理由として、ヘッジの利用者からすれば、先物の最終値段と清算指数が同一であること、また利益の出ているオプションの最終価格も権利行使価格と清算指数の差額に等しいことが望ましいことが挙げられます。現物のポートフォリオの値動きを先物やオプションを使って模倣できるからこそ、現物の損失を先物やオプションの利益でカバーできるのです。

(注) 利益の出ないオプション価格はゼロに近づいていきます。

しかし、取引の目的はヘッジだけではありません。裁定取引や投機目的のものもあります。裁定取引は現物株取引と先物・オプション取引を反対方向（現物買いの先物売りなど）に組み合わせた複合取引です。投機も単純な売り買いは少なく、現物株のほか様々な資産を組み合わせる場合が多いのです。そうすると取引の最終時点が近づき、自分のポジションの損益がある程度、予想できるようになると、利益確定や利益拡大あるいは損失回避を狙ってポジション調整が始まります。先物・オプションのみならず指数を構成する現物銘柄を絡めた錯綜した取引が、大引け直前のわずか十数分間に集中します。その結果、株価の乱高下が生じたのです。特に日経 225 の場合には会社の規模に関係なく、株価とみなし額面で指数が計算されますので、少ない金額で株価により大きなインパクトの与えられる小型株に売買が集中したのです。加えて、決済日の設定からわかるように、3 月、6 月、9 月、12 月は先物の決済日とオプションの権利行使日が重なっていますから、影響はより大きくなるのです。

このような「株価の乱高下」と「価格操作」を回避するための解決策として、日経 225 先物・オプション取引が最終を迎え、ポジション調整ができなくなった翌日に清算指数を

確定することとしたのです。しかしヘッジが効率よく機能するためには清算指数は最終取引時点の日経平均株価により近いものでなければなりません。そこで、清算指数はその次の約定時点、つまり翌日の始値で算出することとしたのです。

ちなみに **SQ** 制度はアメリカから導入されたものです。というのは、こうした現象はアメリカですでに起こっていたからです。アメリカでも指数先物・指数オプション・個別株オプションの取引最終日は、3月、6月、9月、12月の第3金曜日でした（この日を「**Triple witching day**」と呼んでいました）。この日の大引け間際になると、やはり売買が集中し株価は乱高下したのです。そこで、この解決策として1987年6月限から、取引最終日翌日の始値で算出する **SQ** 制度が始まったのです。

わが国は、2年ほど遅れて、それを取り入れました。こうした算出方法は複雑ではありますが、取引当事者が自分に有利な方向へ動かすことが困難ですし、したがって、そうした思惑での売買によって株価が乱高下することも防げるでしょう。なお、従来は、最終決済日は10日、取引最終日はその3日前であったスケジュールも現在のように変更されました。ちなみに、先物の決済日とオプションの権利行使日が重なる **SQ** は「メジャー**SQ**」と呼ばれ、より高い関心を集めています(これに対しオプション行使日だけ、あるいは日経 **225mini** の決済日だけの場合にはマイナー**SQ** と呼ばれています)。

さて、次回（第17話）は「理論価格」についてご説明しましょう。

（第16話、おわり）