

注目集まる個別株先物

大阪証券取引所は、個人投資家を意識した新商品として、個別株先物の上場を検討することを、「大証の戦略を考える会」の最終報告書に盛り込んだ。個別株先物は、ロンドン国際金融先物取引所（LIFFE）が 2001 年 1 月に導入したのに続き、米国でも、規制緩和を受けて、年末には導入される見通しである。

1. 世界的に導入が進む個別株先物

個別株先物が注目を集めている。これまで株式関連の先物取引は株価指数を対象としたものが中心で、個別株を対象とした先物取引は制度上禁止されていたり、マージン取引が可能であったりしたこともあり、上場している取引所は少なかった。

しかし、今年に入ってロンドン国際金融先物取引所が 2001 年 1 月に取扱いを開始したほか、個別株先物の上場を決める取引所が相次いでいる。また、米国でも、規制緩和を受けて今年末にも導入される予定で、ナスダックやシカゴの派生商品取引所が準備を進めている。わが国でも、大阪証券取引所が積極的に検討する旨を、「大証の戦略を考える会」の最終報告書に盛り込んだ。その他の国でも、個別株先物を上場する取引所が相次いでいる。

1) 英国

英国では、ロンドン国際金融先物取引所（以下 LIFFE）が、2001 年 1 月 29 日、ユニバーサル・ストック・フューチャーズ（以下 USF）という名称で、25 銘柄を対象に個別株先物取引を開始した。その後、LIFFE は対象銘柄を徐々に増やし、10 月現在、74 銘柄を取り扱っている。

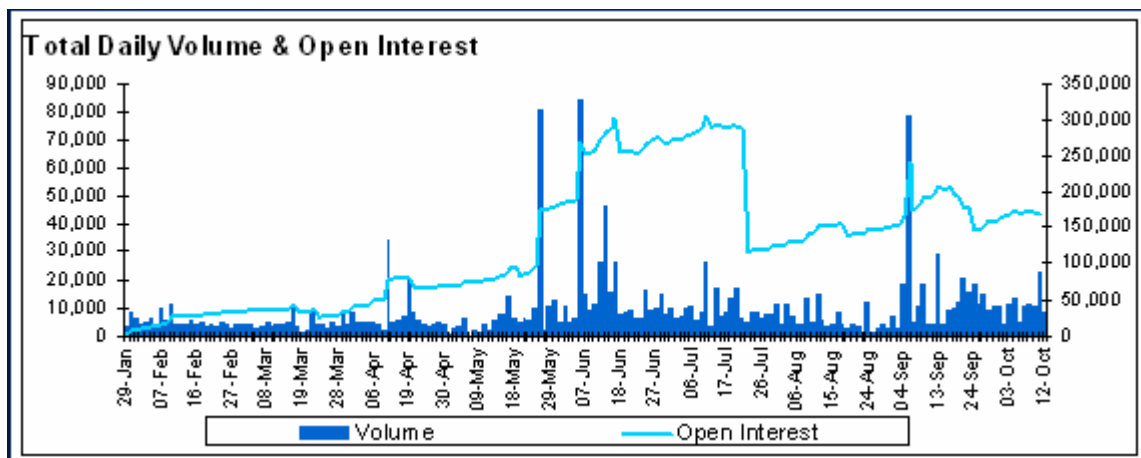
USF は国内銘柄にこだわらず、むしろ国際的な主要銘柄を対象としているのが特徴で、英国企業は、74 銘柄中 11 銘柄しかない。LIFFE は、欧州では決済コストが高いことがクロス・ボーダー証券取引を妨げているという批判が市場参加者の間で高まっていることに着目し、個別株先物取引の決済を差金決済のみとすることにより現物の受け渡しを省き、決済コストを低く抑えることによって、クロス・ボーダー証券取引を主導することを狙っている。

後述するように、個別株先物取引は現物の信用取引と類似した経済効果を持っているため、すでに流動性の高い国内株取引を中心とするのでは、活発な取引が期待できないと判

断したとも考えられる。取引は LIFFE が誇る取引システムである LIFFE コネクトによって行われるが、流動性を高めるために銘柄ごとに指定マーケット・メーカーを導入している。

これまでのところ、最も盛んに取引されているのは、イタリアのエネルギー・コングロマリットである Eni となっている。この他、英国以外の銘柄の流動性が高くなっている。

図 1 USF の取引高の推移



(出所) LIFFE

2) 米国

米国では、個別株先物取引をめぐる、証券取引を監督する SEC と商品取引を監督する CFTC のどちらが監督権限を持つかについて合意することができなかつたため、1982 年に結ばれたシャッド・ジョンソン協定により同取引は禁止されてきた¹。この協定に基づいて、商品取引法では、先物取引は市場全体の動きを反映する株価指数についての先物取引のみ、先物取引所で行うことができると定めていた。

しかし、2000 年 12 月末に成立した商品先物近代化法 (Commodity Futures Modernization Act) により、個別株先物取引も解禁されることとなった。商品先物近代化法は、店頭デリバティブ取引を中心に、派生商品取引市場全般の規制のあり方を見直したものである。派生商品取引における過剰な規制がイノベーションを妨げることなく、効率性や透明性、競争を促進することを目指したもので、99 年 5 月に、財務省、FRB、SEC、CFTC の代表者から成る大統領直轄の作業部会が検討を進め、その結果 11 月に発表した報告書をもとに定められた。

商品先物近代化法の成立に伴い、商品取引法と証券取引所法が改正され、「ナロー・ベ

¹ この合意は、当時の SEC のシャッド委員長と、CFTC のジョンソン委員長の名前にちなんで、こう名付けられた。

ースド指数」に関する先物は、証券取引所でも先物取引所でも取引することが可能となった。広く市場全体の動きを反映する「ブロード・ベースド指数」の先物取引は、引き続き商品取引所のみで取引が認められ、CFTCが監督を行う。

ここで問題となるのが、ナロー・ベースド指数の定義である。商品取引所法及び証券取引所法では、先物取引の対象が、①構成銘柄が9以下であること、②いずれか1構成銘柄の構成ウェイトが30%以上であること、③いずれか5つの構成銘柄の構成ウェイトの合計が60%を超えること、④構成ウェイト下位（累計で25%に達するまで）銘柄の1日平均売買代金の合計が5,000万ドル以下であること、の4つの条件のいずれかを満たす場合には、ナロー・ベースド指数とすることとした。個別株先物は構成銘柄が1つなので、ナロー・ベースド指数先物取引に含まれることになる。商品取引所での個別株先物取引はCFTCが、証券取引所での取引はSECが、それぞれ規制、監督する。

商品先物近代化法では、個別株先物は2001年8月21日には機関投資家に、12月21日には個人投資家を含む全投資家に解禁されることになっている。しかし、ようやくこの10月になってSECとCFTCが個別株先物取引に関する投資家保護や証拠金率に関するルールの草案を公表した段階で、個別株先物取引はまだ開始していない。

個別株先物が解禁されることになったことを受けて、すでに、複数の取引所が、個別株先物取引の上場準備を進めている。まず、ナスダックがLIFFEと提携して設立した新取引所ナスダック・ライフ・マーケット（略称はNQLX）が、8月22日、いち早くCFTCから取引所としての認可を受けた。

また、アメリカン証券取引所も9月6日、個別株先物を上場することを発表した。NQLXがLIFFEの取引システムであるLIFFEコネクトを利用したシステム取引を行うのに対し、アメックスはフロア取引を行う。

これに対し、シカゴの3派生商品取引所は、共同で個別株先物専用の取引所を立ち上げることを決めた。シカゴ証券取引所もこの構想に参加する方向で、交渉を進めている。8月末には新取引所のCEOにCFTCの前委員長であるライナー氏を起用することを発表した。取引所の名称などの詳細はまだ明らかになっていない。

3) その他の市場

個別株先物は、スウェーデンではすでに1990年から上場されていた。その他、アムステルダム取引所、シドニー先物取引所と香港先物取引所も比較的早くから個別株先物を上場している。シドニー先物取引所では、1994年に初めて個別株先物が導入され、現在11銘柄が取引されている。また、1995年に個別株先物を上場した香港先物取引所では、30銘柄が取引されている。

ただ、いずれの取引所でも取引は低調である。シドニー先物取引所の個別株先物であるISF (Individual Share Futures) は、主に個人投資家が利用しているが、その取引高は、最も

流動性の高い銘柄でも月間 300 コントラクト程度である。オーストラリア証券取引所で上場されている LEPOs という個別株オプションと競合しており、LEPOs の方が人気が高いというのが、シドニー先物取引所の見解である。香港の個別株先物も、個別株オプションに比べると人気が低い。

これまでに個別株先物を導入した中で、比較的盛んに取引されているのは、2001 年 1 月 11 日から取引を開始したスペインの派生商品取引所である MEFF である。10 月現在で上場銘柄は 5 銘柄しかないが、年初の導入以来 10 月中旬までの出来高は 530 万コントラクトに達した。1 コントラクト当りの取引金額が異なるので単純な比較はできないが、LIFFE では 74 銘柄の USF を上場しているにも関わらず、導入後の取引高は 165 万コントラクトに留まっている。

この他にも、個別株先物の上場を決める取引所が相次いでいる。2001 年 8 月には、シンガポール取引所が国内株式 15 銘柄を対象に 10 月から個別株先物を上場することを発表した。また、インドのナショナル証券取引所とボンベイ証券取引所が、9 月に規制当局が認可したことを受けて、導入に向けて検討を急いでいる。さらに、香港取引所は 10 月 4 日より、個別株先物の対象を国内株式から外国株式に広げた。対象銘柄は、日本、米国、韓国、台湾の各 5 銘柄、計 20 銘柄で、日本企業では、NTT、NTT ドコモ、ソニー、富士通、トヨタ自動車の個別株先物が上場された。

2. 個別株先物取引の特徴

1) 信用取引との相違

わが国では、信用取引が制度的に整備されていることが他国にはない大きな特徴である。個別株先物取引では、将来の一定期日まで買付代金の支払いや証券の受け渡しを猶予される点で、その経済的効果は株式の信用取引と類似している。ただ、両者には以下のような違いもある。

まず、信用取引では、その信用取引注文を受ける証券会社と顧客の間に、株式や資金の貸借関係が生じるのに対し、先物取引では生じない。

次に、信用取引はあくまでも普通取引として執行されるので、取引する際の価格は現物取引と同じであるのに対し、個別株先物は現物株市場とは別個の市場で取引されるので、取引価格が現物市場とは異なるという大きな違いがある。

3 つ目には、レバレッジ効果の違いがある。信用取引でも先物取引でも、取引を行うには証拠金を差し入れる必要があるが、この証拠金率の高低によって、レバレッジ効果に差が出ることになる。

4 つ目として、取引を行うための金利コストがある。先物取引のキャリー・コストは短期

金利であるが、信用取引にかかる金利は、信用を供与する証券会社によって決められる。現在のわが国のようにように市場金利が低い場合には、先物取引の方が金利コストは低くて済む。

5つ目に、わが国固有の事情として、信用取引と先物取引の税制上の違いがある。先物取引による損益は雑所得扱いとされ総合課税されるのに対し、信用取引の場合は現行の証券税制では、源泉分離課税を選択することができる。また、信用取引から生じた損益は現物取引の損益との通算も可能である。

2) 海外の導入済み取引所がアピールする点

個別株先物を導入している取引所が、個別株先物取引の魅力として、共通して上げているメリットとしては、以下の3点がある²。

まず、取引手数料が安いことである。手数料率は取り扱う証券会社によっても異なるが、通常、先物取引の方が、現物取引よりも手数料が安くて済む。例えば、LIFFEはUSFを使えば現物取引の半分から3分の1の手数料で取引することができるとしている。

次に、レバレッジ効果が高いことである。例えば、USFの証拠金率は銘柄によって異なるが5～20%程度である。これに対し、英国で信用取引を行う場合、50%程度の証拠金を要求されることが多いようである。

3つ目が使い勝手の良さである。日本のように信用取引制度が整っていない場合には、ヘッジ取引や投機取引が可能であるかどうかは利用する証券会社によるのに対し、個別株先物が上場されていれば、その銘柄については自由にヘッジ取引や投機取引が可能となる。

3. 取引所間の競争という観点

個別株先物の上場は、現物株取引をこれまで取り扱うことのできなかった派生商品取引所にとっては、大きなビジネス・チャンスである。債券先物や株価指数先物などの派生商品は現物株に比べ種類が限られ、しかも少数の代表的商品に取引が集中するため、派生商品取引所は厳しい競争環境に置かれている。個別株先物の上場により、実質的に現物株の取引を取り扱えるようになるのは、派生商品取引所にとって好ましいことに違いない。

これまで個別株先物を上場してきた先物取引所の多くが、国内の証券取引所と同じグループに属さない独立の派生商品取引所だったのもこのためである³。

² 各国の制度的な特殊性により、各国固有のメリットもある。例えば、イギリスでは現物株式を買うときに限り、印紙税（証券取引税）がかかるが、USFの売買にはかからない点をLIFFEはUSFのメリットとして挙げている。

³ LIFFEやシドニー先物取引所。香港先物取引所も、個別株先物を上場した1995年には香港証券取引所とは合併していなかった。

これに対して、証券取引所であるナスダックが個別株先物取引に積極的なのは、個別株先物取引が盛んになる可能性を見越して、一足早く取扱いを始めている LIFFE と手を組んで、競争相手となりうるシカゴの派生商品取引所の機先を制しようという狙いがあると思われる。また、ライバルであるニューヨーク証券取引所の上場銘柄の個別株先物を上場する可能性もある。

4. わが国での導入に向けた課題

これまでのところ、海外で個別株先物が活発に取引されている例はほとんどない。世界最大の証券取引所であるニューヨーク証券取引所と世界最大の派生商品取引所であるユーレックスが、共にニーズは限られるとして導入に消極的である点にも注意が必要である。

わが国において個別株先物が導入されるにしても、その時期は米国での取引開始よりも後になろう。最近になって新たに個別株先物の導入を決めた取引所は、米国での解禁により注目が高まることを見越して導入したという面も強い。これまで、証券市場のイノベーションをリードしてきた米国で、取引所での取引が開始した後、個別株先物取引がどの程度盛り上がるかが注目される。

最も重要な点は、日本では海外にない制度的な信用制度が整っていることに留意することである。前述の通り、個別株取引の経済的効果は信用取引によって得られるものとほぼ同じである。同じ機能を持ち、現物市場の中で執行されるために流動性も高く、投資家に浸透している信用取引がある中で、個別株先物取引のニーズがどれほどあるかは不透明である。

また、個別株先物取引による損益は雑所得扱いとなることも、大きな影響を与えよう。機関投資家が個別株の投資リスクをヘッジするニーズは小さいと考えられるので、個別株先物を利用して現物株の保有リスクをヘッジ使用とするのは主に個人投資家と考えられる。しかし、個別株先物取引からの損益は雑所得とされ、現物取引からの損益と通算することができないため、現物取引のヘッジには利用できない以上、ヘッジ目的の投資家は取引に参加せず、投機目的の投資家のみが利用することになろう。それで十分な利用者が得られるか分からない。現物市場とは別個の市場となるので、流動性が十分得られなければ、取引手数料が安いというメリットも、スプレッドの拡大によって相殺されてしまう恐れがある。わが国でのニーズを量る際には、以上のようなわが国固有の事情を十分に考慮に入れる必要があるだろう。

(落合 大輔)