

---

## オプション取引の魅力語る— —実践経験から(座談会)

オプション取引が誕生して2年余り、利用層が着実に拡大し、個人投資家の参加も増加する傾向にあるが、その一方でオプションは難しい、分かりにくいという声の多いのも事実である。オプション取引のなお一層の拡大を図るには、こういった投資家の不安を解消し、利用しやすい商品であるとの理解を定着させることが重要である。

そこで、今回は、株式だけでなくオプション取引についても経験豊かな個人投資家のAさん、機関投資家でオプションを手掛けておられるBさん、先物・オプショントレーダーのCさん、それに司会役を兼ねて準大手証券の先物・オプション取引責任者のDさんの4人に、実践経験に基づいてオプション取引の魅力を中心に様々な視

点から話し合ってもらった。

### 「理論より実践、習うより慣れろ」でスタート

D氏： オプション取引を始められた動機からお伺いしたいと思います。まず、Aさんはいかがでしたか。

A氏： 私自身株の売買を30年ほど経験していますが、株式市場が低迷してきて、この先今までのようなパフォーマンスは望めないだろうと考えていた矢先に、株式の先物・オプション市場が生まれたので、これだということで早速勉強を重ねて取り組みました。最初のうちは、理論よりも実践をということでテスト的に始めました。実際に取り組んでみると、理論とは異なる点も出て来ます。また色々な場の癖もありますので、やりながら勉強したというわけです。オプションや先物となると、観念的に難しいという先入観があって、特にオプションは横

文字が多いものですから、そのことだけでこれはダメだ手に負えないと思われる方が多いのではないかと思います。しかし、いったん取り組んでみれば、そんなに難しいものではありませんし、最初は堅実なものから入って行けば良いと思います。今年に入ってから株式はだめですが、先物やオプションは利用価値が随分あったと思っています。

**B氏：** 私どもは機関投資家の立場上、ヘッジ・ニーズとしては株価指数先物を試行錯誤しながら運用していた時期でもありましたが、オプションの方はその特徴としてリスクを限定しつつ収益が得られる商品ということで、新しい収益機会がまた1つ増えたという考え方をして取り組みました。最初は、Aさんがおっしゃたように今まで聞いたことのないボラティリティとかデルタとかガンマという言葉が出て来て、教科書を読んでもなかなか理解出来ず、とにかく「習うよりは慣れる」ということで始めました。ただ、実際に取引する段になって、組織でやる以上、いくら任せられたといっても権限付与を受けるにあたって上司に商品の説明をする必要があるのですが、それがなかなか理解してもらえず、苦勞しました。

**D氏：** 今Bさんは、オプションを収益商品という認識で初めから取り組んだと言われましたが、金融機関の場合は保有されている有価証券のヘッジのために取引されるのが一般的なようですが、現状はどうでしょうか。

**B氏：** やはり使ううちに変わって来たと思います。指数先物のスタート時においても、ヘッジ枠という形で売買権限を設けたものの、私どもでは当初はアウトライトを中心にサヤを取っていくという売買の方が多かったように思います。また、オプションについても慣れるまではサヤ取りの商いを試行したというのが実情です。でも平成2年1月以降の相場の下落局面においては、先物・オプションのヘッジ機能をたびたび利用しましたし、現在もよく利用させていただいております。

**D氏：** 始めた当初は、先物は先物、現物は現物といった感覚でお使いになっていたということですね。

**B氏：** ええ、そうです。まだ現物、先物、オプションの3つがリンクした形ではなく、先物とオプションそれぞれのアウトライトをやっていたというのが当初の実情です。最近になってようやく3つを組み合わせるの取引をやりだしました。

#### 個人が参加し易いオプション市場に

**D氏：** 先程上司の理解がなかなか得られなかったというお話でしたが、失敗すると現物株以上に膨大なリス

クを負うということもあって、年配の上司になってくると、取引手法の理解が難しいというだけでなく慎重にならざるを得ない面もあるだろうと思います。Aさんのように物事に意欲的で、若い考え方をもちの人はわりと楽に入ってきて来られますが、そうでない、現物しか見ていない方にどう取り組んでもらうかが今後の課題でもあります。得てしてそういう人達から、最近のように、現物の出来高が減って来ているのは先物・オプションのせいだと批判的なことを言われる。今後、現物、先物、オプションの3市場をうまく融合させ活用していかねばならないことはみんな分かっていると思うのですが、こういう人達にもう少し理解してもらうためにはどうしたらいいでしょうか。

**A氏：** 私の経験からすれば、先物はちょっと大変ですが、オプションの場合は損失を限定出来ますから、堅実なものから入って行くといいでしょうね。

**B氏：** 個人投資家にも幅がありますが、先物・オプションを始めるにしても、前段階において、参入障壁が高すぎると思います。預かり資産にしてもそうですし、税制面や担保等においてもしかりです。その障壁が低くなって、個人が利用し易い条件の下で、オプションなり先物の有用性や、商品の魅力を理解出来るようにすれば、どんどん増えて来ると思います。宝くじでも10万円分も買う人がいるようですが、宝くじのリスクに比べればオプションのリスクは限られたもので、レバレッジ効果も高いわけですから。ただ宝くじは簡単に買えてもオプションは預かり資産がないと取引出来ない。これはやはり問題だと思います。

**A氏：** 個人にすれば証拠金も高すぎますよ。この間また規制してさらに高くなった。これは機関投資家や事業法人を念頭に置いているからだと思いますが、これでは個人は永久に参加出来ない。プロは現物と先物の両方から利益を図れるが、個人は片方の現物だけにしておけるというのであれば、これは大きな問題ですよ。

#### スタッフの充実を一

#### 物足りないトレーダーサイドの習熟度

**D氏：** 参入障壁もそうですが、顧客と直に接する証券会社のスタッフの育成も非常に重要な要素だと思うのですが。

**A氏：** 証券会社サイドでも、本店と一部の支店を除けば先物やオプションを理解しているスタッフはほとんどいなかったと思います。ところが昨年10月の暴落以降、これからは先物・オプションだということで、各社が一斉に出て来た。研修会を開いたり、にわかづくりの社員

研修をして、一見わかったような格好で顧客から注文を取った。そのために、随分トラブルが起こったと思います。各地区の支店・営業所に先物やオプションに堪能な人間を作らなければいけません。これがまず大事です。一般営業マンでは無理ですよ。

**C氏：** かなり育ってきつつあると思うのですが、スタッフ不足はおっしゃるとおりです。変なたとえになりますが、車も教習場に通わずに好き勝手に運転をしていたら事故ばかりでとんでもないことになる。オプションも何も知らない人達がどっと参加したら、やはりそういう危険があるでしょうね。ですから、スタッフの養成にしろ顧客の育成にしろ第一段階、第二段階というように段階を踏んでいくことが大切だと思います。お金の有無や参加者の資質がどうと言う前に、そういう順序を踏んでいくべきだという気がしますね。

**D氏：** 金融機関から見られた場合、そう言った点はどうですか。

**B氏：** やはり物足りないというか、証券会社のトレーダーの習熟度が今一つかなという感じがしますね。例えば先物なら先物の動き、オプションならオプションの動きについては確かに一部は習熟しておられる。ところが、先物とオプションの相互関係はどうか、あるいはそれと現物を合わせたらどうなのか、といった形でオプションをみている人は非常に少ないと思います。特に先物担当からオプション担当に移った人は、その日の値動きを非常によくウオッチされるものの、横のプライスとの関係はどうか、ということについてはほとんど考えていないように思います。

**C氏：** 若いトレーダーが習熟するまでにはかなりの時間がかかる。まして、先物・オプション間さらには現物を含めて話が出来るところまで行くにはなかなか……。いきなり先物・オプションから入ったため現物の経験がないという人もいます。日本では歴史も浅いし、その分ノウハウが少ないこともありますが、いずれにせよスタッフの養成は急務だと思います。

**B氏：** トレーダーも委託の出来高を常に意識されるようで、全体よりも目先の動きでリコメンドされることが多い。特にAさんが言われたように、下落局面に入って現物が出来ないために先物やオプションの新規の証券会社の勧誘があったわけですが、多くのトレーダーの方が目先張りの動きを中心にお話しされています。そういう点に対しては非常に失望を感じましたね。

**D氏：** 金融機関としても、外資系がやっているようなサヤ取りを確実にやるには、証券会社の方でオプションだけの担当、あるいは先物だけの担当というのでは総合

的な判断が出来ないので不十分だとおっしゃるわけですね。今のところまだそこまで対応仕切れないのが現状だと思います。

**C氏：** 外資系と一言では片付けられないですが、彼らは独自の得意な戦略を持っているわけです。例えばD社なら何が得意で、M社なら何というように。彼らは歴史的に若いころからそういう派生商品をちゃんと勉強していますし、利用のノウハウも持っています。また、自分の得手、不得手を十分心得ています。

売り買いが得意な人は売り買いに専念するし、時間価値の減価を狙う人は頑ななまでに時間価値の減価だけを取る。また、リバーサル、コンバージョンを用いたアービトラージ、あるいは普通の裁定が得意なところはそれだけを、あとはオプションの組み合わせで、四十八手じゃないですが何通りもある戦略の中で得意なやつだけを頑なにやっていく。そういう人がやはり生き残っていくんだと思います。

**A氏：** それでいいですよ。私らでも得手、不得手があります。ただし、先物だけは今日は一日出歩かないという時以外はやりません。これは大変な商品ですからね。

**B氏：** われわれ機関投資家が裁定取引をやるのはコスト高の問題もあってかなり難しいと思います。そこで、私どもが欲しいのは、今こういう動きがあるので、将来的に価格変動はこうなるであろうといった情報なのです。そういう情報提供がいただけるトレーダーがたくさんいて欲しいと思います。

**現物取引にも先物・オプションの知識が必要な時代に  
一般投資家への普及は、個々のニーズに合った勤め方を**

**D氏：** 先物・オプションは、今後必要にして欠かせないものだと思いますが、それを一般の方にどのように知らしめていけばいいのか。理解を深めていただくために、色々な形で何回も経験してもらい、普及の運動を繰り返す必要があると思うのですが、このあたりはいかがでしょうか。

**A氏：** 今後は、現物の取引をしようと思えば、先物やオプションを知っていないとだめなんですよ。例えば、木曜日はオプションの権利行使の日でしょう。その日の日経平均の動きは特に注目する必要がある。これを知らずに現物をやろうというのはリスクが高いですよ。ことに最近は先物とオプションが現物をリードしている感がありますからね。

**D氏：** そうした認識を現物しかやっていない方に持ってもらうためには、先物やオプションの魅力をどうアピールしていくか、どうみんなに参加を呼び掛けるかとい

うところが大きなポイントのような気がしますね。

A氏： 二、三の人から聞いた話ですが、10億円相当の株を持っている人がそれを運用したいと思って、取引している証券会社の支店に「オプションはキャッシュなしで売りができると聞いたが、どうだろうか。」と相談したところ、そこでは、オプション取引が十分わかっていたために「いや、あれは怖いですよ。あれで損した人がたくさんいます。」と言ったようです。こういうケースはよくあると思います。本店などオプションのよくわかっている人のところへ連絡するなど、親切に対応すべきですよ。先物やオプションを本当にやりたい人は他にもたくさんいるのですから。

D氏： 確かにいらっしゃいますね。ただ“先の物を手当て買いする”という発想は今まで日本人にはなじみのなかった分野ですから、普及するには多少時間がかかると思います。

C氏： オプションの教科書を最初から最後まで読んで、全部理解して、これを誰にでも分かるように説明しろと言われても、それは非常に難しい。車の運転の例で言いますと、運転は出来ても、タイヤをどうやって作るのか、ラジエーターはどう働いて、どうしたら故障を直せるのか、ということまで全部理解しているわけではないですからね。

A氏： それは無理ですし、その必要はありません。私は実践を通して理解を深めています。ですから、あまり難しいことを考えず、とにかくやり易いところからやりなさいと人にも勧めています。

C氏： 人それぞれに合ったやり方もありますしね。Aさんのようなアウトライトの勘どころをつかんでいる方にまどろっこしい方法を勧めても、それに共鳴していただけないでしょう。また、非常に慎重でアウトライトや投機はしたくない、ヘッジに限りたいという人に、ここになったら売れ、ここになったら買えと言ってもしようがない。その辺りは、それぞれの顧客のニーズに合わせて、どのように勧めていくかがポイントだと思います。

患者に病気の原理原則から説明する医者はいないですね。良い医者ほど多くを語らず、どこが悪いか、どうすれば治るかポイントをつかんで分かり易く説明します。そういうトレーダーになりたいとは思っています。

D氏： いろいろな手法で取引する顧客がいるから、面白いのであって、時間価値で取る客もいれば、今日中に儲けてやろうとする者もあってよいと思います。

それに、オプションは、相場が動かない時でも収益を得るチャンスがありますし、乱高下すればまたおもしろい戦略が組めるという魅力があります。そのことをでき

るだけ多くの人にわかってもらいたいですね。

A氏： やはり個人には堅実なものから勧めていって、徐々に相手に理解してもらい、次にある程度のリスクはあるけれども、醍醐味もあり利益も大きいというところへ入っていくということでしょうね。

D氏： そういう意味では、最初はパーティカル・スプレッドのような形から入ればいいのではないかと思います。その他、手放したくない株券を持っている人が、暴落しそうだと思ったときに安いプットをちょっと買っておくと、不安がやわらぎます。この辺がもう少し普及するようになってもいいのではないかと思いますね。

A氏： 信用取引をしている人もたくさんいるわけですよ。この人達に参加してもらう必要もある。今一番近いところにいるわけですよ。

D氏： 確かに信用取引での損や担保不足になるところをプットの買いでうまく切り抜けたというケースも出ているようですね。

#### 組み合わせのバリエーションを楽しめるオプション

D氏： ところで、これまでの運用成績の方はいかがでしょうか。また、どういったストラテジーを組まれていますか。

A氏： 今のところかなり成果は上がっています。オプションと先物を組み合わせたり、現物を買って、先物を売るとか、とにかく単発ものではなく、組み合わせが多いです。

B氏： 私どもでは、最近、オプションは売り方に回る方が多いです。やはり、時間価値を取るというのを基本戦略にしています。当初は、市場全体も未成熟だったし、参加者自体の習熟度がなかったという点もありましたが、頻繁にミスプライスが出て、そのために結構“おいしい市場”だなというのが実感でした。今は参加者もかなり増えて来ましたが、スタートしてからかなりの期間も経過しているので、かえって以前ほどのうまみは無くなってきました。したがって、先物とオプションをリンクして利用することによって、今度は逆に、大きくは取れないけれども安定的に収益を計上するという形を志向するようになりました。

A氏： お互いに株の持ち合いをしている企業もたくさん知っています。株式だけを持っていても使いようがないので、オプションなどを随分勧めるのですが、非常に難しく考えてなかなか入って来ないですね。

C氏： 株券を大量に持っていないが動かせない人などは、権利行使価格の高いコールを売っておくとか、有効

な戦略もあります。我々トレーダーとしてもお客様のニーズに応えられるようなストラテジーをご紹介するわけですが、理解していただくのもなかなか大変です。私なんかには言わせれば、子供がやっているファミコンのほがかえって難しいと思います。別に魑魅魍魎を扱っているわけでもなく、非常にシンプルな原理原則がそこにあるだけですからね。

**D氏：**あまり難しく考え過ぎるなどといっても、万が一犬吠をするという場合もありますので、例えば、このポジションを組んでどうなったときに再度のヘッジはどうするのか、さらにそのヘッジのヘッジはどうするのかというところまで理解できればそれに越したことはありません。ただ単に日経平均株価が下がるからプットを買っておけばいいとか、コールを売っておいたらいいとか、そういう発想で取り組んでしまったのでは後々禍根を残しかねないですからね。このあたりは証券会社サイドでも十分フォロー出来るようにする必要があります。

**B氏：**オプションの魅力は、確かにレバレッジ効果の問題もありますが、これら価格変動自体の動き、それと時間価値、インプライド・ボラティリティの増減という3つのバランスを取りながらその中でストラテジーをいろいろと変えていく。相場観が微妙に変わっていく中で、そのストラテジーを微妙に変化させて行く、そのバリエーションを楽しむというのがオプションの魅力かなというふうに、私自身は思っています。

**D氏：**最近、常時合成ポジションが建っている状態にしてあるのですか。

**B氏：**単体ベースで建っているということは少ないですね。ですから、例えば最初に10枚でポジションを建てたとしても、だんだん横ぶれというんですか、日数の変化、価格の変化によっていろいろとバリエーションを楽しんでいます。大体最終売買日までこのバリエーションを楽しむという傾向が強かったのですが、以前Cさんに、「確かに魚の骨をしゃぶるのはおいしいけれど、骨が刺さったら痛いですよ。」と言われた記憶がありまして、ほどほどにするようにしています。やはり基本的にそういうバランスの感覚を楽しむのがオプションの大きな魅力だと思います。

仮に1つのストラテジーで間違ってしまった、やられてしまったという場合も、違うポジションを加味するこ

とによって、そのポジションを救済できるんですね。それはもちろん相場観もありますが、最終的に時間的価値がプラスに働くような形で段々と修復していく、その辺が面白味だと思いますね。もちろん相場が上がって、そのレバレッジをばんと取れるというのも魅力でしょうけれども、私どもの場合リスク管理の中で、オプションを単一で考えるときはデルタニュートラルに近い形をいつもみているので、その中で時間的価値をとるということですね。

**D氏：**オプションをオーバーナイトする場合、必ずそういったリスク管理をしておかないと、怖い面はありますね。ですからデルタを0にしておいても、明日の相場はどうなるかわからない、アウトライトでやる場合は、必ずその日のうちにというのがベターではないかと思えます。そういう意味ではどうしても裁定取引が中心になって来るだろうと思えます。

#### 規制の仕方にも工夫が必要—

#### 取引所も市場運営に格段の努力を

**A氏：**現物市場を引っ掻き回すような取引はある程度規制してほしいと思いますが、そのために事業法人や個人が証拠金の関係で大きな影響を受けるのは困ります。ですから、規制の仕方を考えてもういたいですね。参加者全部に一律の規制を掛けるのでは、個人投資家は全く手も足も出なくなってしまう。

**D氏：**今回規制が掛かった理由も、要は現物の出来高が少ないから先物が悪役視されているところにあるわけです。そうではないんだと、現物の低迷はほかにも原因があるということはどうやってアピールし、魅力あるオプションというものをいかにPRし育てていくかということが大きなテーマだろうと思えます。

われわれ証券会社の担当者もよく理解し、また努力しなければなりません、取引所の方でも先物悪役論に挙げて何か手を打っていただかないと大変なことになりかねない。このままでは、個別オプションの導入はとても無理ということにならんと限らないと危惧しています。

そういった意味で、こういう話し合いの場が設けられ、そこでの議論が先物やオプション取引の普及に何らかのお役に立てばいいなと思えます。