

解 説

デリバティブ実践講座 - 7 -

～上級編～ OTC市場の実際(2)

OTCオプション市場の特徴

1 はじめに ～上場市場との違い

今月号から数回にわたってOTCオプション市場の実際、種々の商品及びその特性といったものを紹介してみよう。本レポート4月号ではトピックス的なりあげ方をしたので、今回は若干教科書風に(系統だてて、あるいは「退屈な」やり方で)説明することをお許しいただきたい。

まずは上場ものとのちがいがという点にふれておこう。表1を見ていただきたい。上場もの、ワラント、OTCもののそれぞれ性格が比較対象してある。ここでいう「ワラント」は、エクイティ・ファイナンスに付随してくる新株を取得する権利証書(これが、日本の証券取引法上のワラントの定義である。)のみならず、差金決済(cash settlement)されたり、流通株(secondary market shares)が受渡しされるものも含まれる。OTCの特徴は、それが相対の「契約」(bilateral agreement)であることにある。たとえば、ワラントは有価証券と認識されていたり、券面が存在しているが、OTCオプションは片務的与信「契約」なのであり、買い手と売り手の間には「契約書」が存在するだけなのである。相対契約であるが故に、商品設計(サイズ、年限、行使価格、特約条項等)はかなり自由で、長期の所謂エキゾチック・オプションを数多く産み出している。

第二に、「執行リスク」ということについて考えてみよう。たとえば、顧客が大証10枚換算の限月の異なるコール・スプレッドを組むとする(例:7月20,000円コール

の買い、8月21,000円コールの売り)。このような場合、発注が行われて、注文がインプットされる間に、市場が変動してターゲットとしていた価格で約定できない可能性は当然残されている。また特別気配になっていたり、最後に取引された価格と、現在ターゲットとしている約定価格があまりに離れていたりすると、注文執行は必ずしも容易ではない。これに対してOTCもの場合、OTCオプションを管理する自己勘定が売りむかうので、価格について合意があれば、そこでdoneしておしまいである。相対契約であるから、逐一注文をインプットするなどということは必要なく、たとえ上場ものの方が気配で取引できないとしても、OTCディーラーがその値段で受けられるといえ、契約成立である。

OTCディーラーはいかに複雑な組合せのポジションでも、自己勘定で受ける以上、そのポジションのポジション・デルタをとりあえずヘッジすればよいわけで、個別にヘッジをあてたりしない。組合せがたとえば5つのオプションによってできているようなケースを考えれば、この「執行リスク」の差は明らかであろう。

しかしながら、第三に「与信」ということについて考えてみよう。たとえば顧客が、マーケットタイミングとして今はあるオプションを売るのに絶好のチャンスだと判断したとする。上場ものであれば、そこにビッドがある限り直ちに執行できる。なぜならば、取引所を通じてこのオプションを買った方は、売り手の信用(credit)について心配する必要がない—取引所が清算してくれる—からである。これに対してOTC市場は「相対」である以上、オプションの売り手がイン・ザ・マネーで終了したとき清算できる相手か否か(つまり与信可能な相手先か)を、取引を行う前に確認しなくてはならない。つまり、OTCの場合、いいタイミングだから今すぐ執行したいと言われても、クレジット・ラインが確保されていなければ執行できないことになる。

表 1

	上場	ワラント	店頭オプション契約
上場種類	上場	上場又は非上場	非上場(相対契約)
権利行使価格、満期日	アメリカン又はヨーロッパ	通常アメリカン(他のタイプも可)	どのようなものも可(GER, Capped, Ladder, Barrier, Asian, Atlantic...)
サイズ	標準化	柔軟	柔軟
売りから入れるか?	標準化、通常小規模	非常に小規模から中規模	通常大規模
証金・担保	入れる	入れない(券面受渡し)	入れる
清算決済の義務	必要	不要	不要(ただし相手のクレジットによる)
	取引所	発行者	売り手

2 制度上の問題

OTCオプションの歴史は、また各国の法律・規制、会計制度に対する解釈論争(?)と提案の歴史でもある。ここでは詳細にふれる余裕がないが、たとえばOTC長期合成先物(コール+プット)に対する米国先物取引委員会(CFTC)の規制論はその一例である。また英国の非居住者取得株数制限に対するエクイティ・スワップとOTCワラントの利用とか、ドイツでの税務上のアービトラージを狙った仕組みの開発などそれぞれの国に応じて問題点があり、またそれに対する提案が行われている。

ただし、これらの国に共通していることは、OTCオプション取引そのものは、経済行為として認められているということである。実際にISDA(International Swap Dealers Association)ももともとは各国の金利・通貨スワップ・ディーラーが集まってできた団体(が、かつて共通スワップ契約書(ISDA master agreementと呼ばれる。)を作成したのと同様、OTC株式オプションについてもISDAマスターを1992年にリリースしており、OTCディーラーは概ね、このマスターに基づいて細部の契約交渉に入る。

翻って日本の場合とはいうと、OTC株式オプションそのものをそのまま取引してよいか実ははっきりしない(どちらかというと現行法及び規制のもとでは、証券会社や銀行が、なまのオプション契約の形で行うのは難しいというのが現実の解釈であろうと思われる。)

日本市場には、しかしながら債券や為替の店頭(OTC)オプション取引が実際にあるではないかという議論は当然におこる。もっとも、こちらは選択権付売買という特約条項付売買契約の形をとっており、形式上現物の受渡し(delivery)を伴う。これに対し、日経指数や東証株価指数そのものは抽象的な概念でたとえば、日経225指数の場合、たとえ構成銘柄が変わっても日経225は日経225である(受渡しすべき(deliverable)現物が存在しない。即ち特約条項付「売買」をする対象が「モノ」として存在しないのである(指数そのものは従って証取法上の有価証券ではない。))。

一方それならば、個別株のオプションなら現物受渡しが出来るから可能かという、原理的にこれを排除する法的な理由はどこにもないのだが、証券取引所会員の証券会社であれば市場集中義務や一物一価との兼ね合いが問題になる(市場の時価とは関係なく、行使価格で取引所場外での売買が発生するため。)。それでは特定の株の終値と行使価格との差金で決済しようとする、今度は証取法201条(「有価証券市場によらないで、有価証券市

場における相場により差金の授受を目的とする行為---をした者は、一年以下の懲役または百万円以下の罰金に処し---刑法(明治四十年制定!)第186条(筆者注:賭博罪一の適用を妨げない!)との関係が問題になってくる(平成になっても明治の理念は生きている!?)。国内で埒がわからないのなら内一外の取引を考えようとする今度は当然外為法が問題となる等々(因みに外一外の取引という形では、ディーラー間のOTC取引は盛んで、日本を含む各国の主要株価指数についてはブローカーのマーケットが既に存在している。))。

本稿は実践論を目的としたもので、制度論を行うことが目的ではないので、この辺りでおくが、問題は非常に入り組んでいる。OTCディーラー達は、それでも需要に応えるための工夫を法務担当者や相談しながら行い、種々の取引に結びつけているのが現状である。現実の需要の変化に、昔からある法律が対応しきれないことは筆者にも理解できるが、角を矯めて牛を殺すことにならないように柔軟かつ迅速な対応を一徒らに規制を上積みするのではなく、むしろ市場の自由化の方向で行政当局が行うことが必要であろう。

3 OTC市場における「第二世代」のオプション

さて最後に、来月以降のために、上場市場ではみることのできない、OTC市場特有の変った形の(exoticな)オプションをみておこう。表2を御覧いただきたい。この表が必ずしも全ての商品を網羅しているわけではない(実際商品開発は不断に続いている。)が、ベースに流れている必要な考え方の大まかな分類にはなっていると思う。相対契約であるが故のOTC市場商品の多様性をみていただければ幸いである。ここに掲げているようなオプションは、いずれも従来(「第一世代」)のオプションの単なる組合せでは、そのペイオフ(return profile)を複製(replicate)できない。

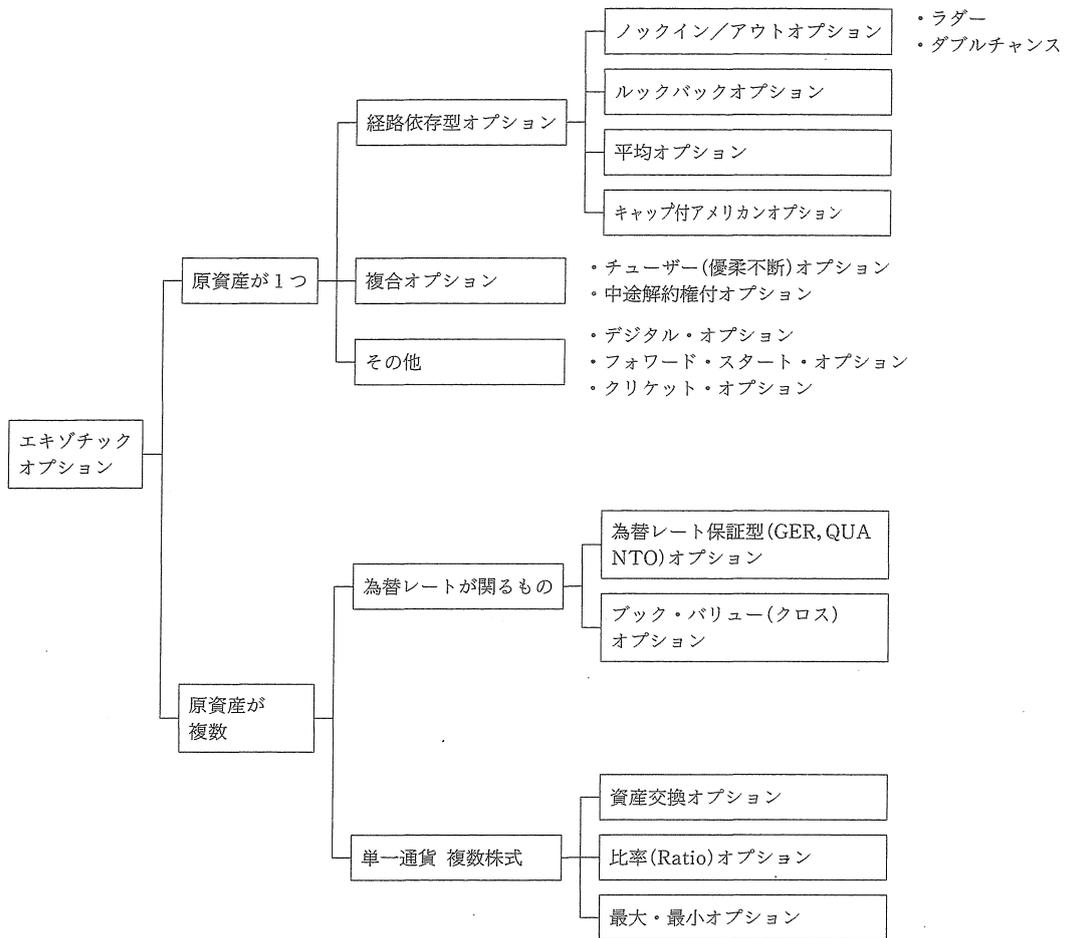
このような「第二世代」オプションが登場してきた背景には、

- ①「第一世代」(伝統的)オプション市場の成熟化(とくに上場ものについては、OTCオプションの特定リスク変数のヘッジマーケットとして)
- ②顧客の多様な要求に応える必要性
- ③各社の商品開発競争

といった点が挙げられよう。

次号以降、これらエキゾチック・オプションについて詳しくみていくことにする。(続)

表 2 エキゾチック・オプションの分類



* これらのオプションは、ブラック：ショールズ (=マートン) [1973] のフレームワークで評価式がつくられており、最近著しい発展をみせている。金利の期間構造を考慮した金利オプションモデル(ヘース=ジャロウ=モートンなど)の構成とは異なることに注意。また、経路依存型オプションはリスク中立下での価格付けを行っているが、リスク選好をもつ経済との間で等価確率測度 (equivalent martingale measure) が存在しているかについては明らかではない(というか必ずしも存在しない。)ことに注意。

日経平均株価の補充銘柄について

日本経済新聞社は平成 5 年 7 月 1 日、日経平均株価の算出対象銘柄であるにつかつ (9606) が整理ポスト入りしたのに伴い、同社を採用銘柄から除外し、塩野義製薬 (4507) を補充し 7 月 2 日より実施することを発表した。