

先物・オプションマーケット

個別株オプションについて

日本証券経済研究所大阪研究所

主任研究員 二上季代司

1 導入の意義

7月18日より大証、東証でそれぞれ代表的な20銘柄(うち7銘柄が東西共通)を対象に個別株オプション取引が始まる。その導入の意義は何であろうか。投資家、市場、証券会社それぞれにとっての意義をまとめてみると次のようになる。

①投資家にとっての意義

まず、投資家にとっては投資手法が多様化し、投資機会が増え、資産運用の効率化が期待できることである。個別株オプションに限らないが、派生商品の価格は元になる原資産・資金の受け渡しを伴うことなくその価格変動を反映する。このことから、元本(およびそれに付随する取引コスト)を負担することなく価格変動だけを取引することが可能になる点に派生取引の特徴がある。この性質により少ない資金でそれに数倍する想定元本の取引が可能になり、投機やヘッジ、原株や転換社債を組み合わせた多様な投資戦略を低コストで行うことが可能になる。指数オプションと比較すると、個別株オプションは1単位のプレミアムが総じて安く、また市場ポートフォリオだけではなく個別株や株式バスケットを対象とした投資戦略も組みやすい。今回、株価指数先物・オプションに加え個別株オプションが株式市場に導入されたことにより、投資家の資産運用の幅がさらに広がったことが第1の意義にあげられよう。

②市場にとっての意義

次に、現物株式市場に与える影響についてはどうか。売買高については、現物株のポジション調整が個別株オプションによって代替され売買高が縮小する可能性が考えられる反面、個別株オプションのリスク回避効果により安心して現物株を取引したりダイナミックヘッジによる現物株の取引が行われるなど、売買を増やすプラス効果も指摘される。また、価格形成については現物価格のボラティリティを高める可能性が考えられる反面、オプションの上場により情報が豊富になり株価の情報に対する調整速度を速め、また空売りに対する制約など制度的制約を回避させて情報効率性を高める効果も指摘されている。

アメリカではこのような個別株オプションが現物株式に与える影響について実に多くの実証分析が積み上げられている⁽¹⁾。それによれば、売買高、価格形成、ボラティリティに対して総じてプラス(売買高増加、売り買いス

プレッドの縮小、ボラティリティの低下)の効果があったことが指摘されている。証拠金取引(日本の信用取引に相当)に与える影響についても重大な関心が持たれているが、アメリカでは証拠金取引の規模が拡大していることから悪影響はみられないようである。このようにアメリカでは個別株オプションが総じて市場効率性を高める効果を指摘する実証研究の方が多い。

もちろん、個別株オプションの導入により複数市場にまたがる不正行為の可能性が生じるため、市場サーベランスについて特別の配慮が必要になることは言うまでもない。

③証券会社にとっての意義

最後に証券会社にとっての意義は何か。まず品揃えが豊富になり収入源が多様化すること、ヘッジの手段が豊富になり執行能力の向上につながるなどが期待される。個別株オプションは指数オプションと比べて個人投資家向け商品といわれるが、それは個人投資家レベルの株式ポートフォリオが市場平均からかけ離れていること、およびプレミアムが総じて安いからである。また個別株オプションは短期勝負となるため顧客との連絡は密になり、個人投資家との顧客関係の強化に資する効果があるだろう。

そのほか、個別株オプションを組み込んだ投資信託も開発されるであろう。それだけではない。個別株オプションは、店頭デリバティブが解禁されると、指数先物・オプションと相まって店頭オプション等を組成するための原料としての機能を担うこととなり、様々な金融新商品の開発を可能にする。証券会社としては取扱商品の多様化につながる。

一方、機関化の進展、外国人投資の拡大に伴い、大口取引やバスケット取引など業者のポジションを必要とする執行が増えているが、これに際して証券会社は、現在のところ指数先物・オプションしかヘッジ手段をもっていない。これに個別株オプションが加わることでより一層ヘッジ手段が豊富になり、執行能力の向上に資する効果が期待できよう。これに加え、証券会社のディーリング部門には現物、指数先物・オプション市場等との裁定取引を通じて、市場に流動性を提供するという新しい機能も加わって来よう。

2 欧米の個別株オプション

以上が、個別株オプション導入の一般的な意義であるが、もちろん、株式市場の具体的なあり方によってその意義は国によって区々であろう。表は主要な欧米取引所における個別株オプションの取引高をみたものである。アメリカが世界最大の取引規模を誇っている事は言うまでもないが、ヨーロッパ大陸(ドイツ、スイス、オランダなど)の個別株オプション市場の規模も意外に大きい

ことがわかる。その理由として、ドイツでは現物株に値嵩株が多いため最低投資金額は高額となり個人には手が出しにくい、個別株オプションのプレミアムは比較的少額かつレバレッジが高いこと、またスイスSOFFEXの特徴としてLEPO (Low Exercise Price Option—低

権利行使価格オプション)が上場されており、ディープ・イン・ザ・マネーのためオプション価格はほとんど株価と平行に変動するが、現物株に課せられる有価証券取引税を節約しながら現物株同様のエクスポージャーが作れる事などがあげられる。

表 主要な欧米取引所における個別株オプション (取引高)

取引所名	93年 (千契約)	94年 (千契約)	95年 (千契約)	96年 (千契約)	96年(想定元本ベース、カ ッコ内は1契約あたり)
CBOE (アメリカ)	58,711	68,975	77,040	88,457	
AMEX (アメリカ)	43,390	44,811	48,887	57,082	
DTB (ドイツ)	12,253	9,885	8,770	10,024	165,733 (16.5)
SOFFEX(スイス)	13,400	18,366	32,716	29,421	115,712 (3.9)
EOE (オランダ)	7,630	8,530	9,452	16,374	82,422 (5.0)
MONEP(フランス)	2,248	3,074	2,543	3,980	39,296 (9.9)
OM (スウェーデン)	7,068	10,055	8,828	12,920	28,124 (2.2)
LIFFE (イギリス)	4,768	4,308	3,656	4,298	25,878 (6.0)

(注) 右欄は原資産の想定元本金額ベース (単位:百万ECU) で順位はこれに基づく。1契約あたり想定元本金額の単位は千ECU。

(出所) Futures Industry Association, *Monthly Report*, および Federation of European Stock Exchange, *European Stock Exchange Statistic*,等より作成。

3 持ち合い株のリストラ

それでは日本では上にみたような一般的な意義のほかどのような役割が個別株オプションに期待できるだろうか。

わが国では企業間の株式持ち合いが一般化しているが、その保有株の収益はおしなべて低い。そこで、保有株を裏付けとするコールオプションの売り(カバードコール)の戦略を使うと、収益性を高めることができるし、値を崩さずに保有株を処分することも可能になる。個別株オプションは保有株のリストラの手段としての利用価値が高い。もっとも上場銘柄は東西あわせ33銘柄だけであるから、こうした利用は当面は限られたものになるが、今後上場銘柄が増えれば、このような利用方法が真剣に検討されよう。

4 取引の将来性—仕組み商品の開発ツール

他方、個人投資家による利用ではダイレクトな利用よりも投信やオプション付き債券・預金などのような間接的な利用が増えるのではないかとと思われる。というのは、確かに個別株オプションは指数商品に比べ個人向けの利用が多いのであるが、その理由の1つはプレミアムが安いからである。しかしこのことは証券会社にとって約定代金が低いことを意味し、システム構築や顧客管理、売買管理を考えると採算をとりにくい。証券会社としてはそれ単体では、収益源というよりも個人投資家との顧客

関係を緊密にする手段という位置づけにならう。アメリカでもこの点は同様であるし、大陸諸国でもユニバーサルバンクが顧客との総合的な取引の一環として受注しているのである。これに加え、わが国の現行税制(個別株オプションは総合課税)では個人投資家の参入はなおのこと難しいかもしれない。そのうえオプションは満期になれば価値が消失する、というこれまでの商品とは異質の性格をもっており、「適合性の原則」が厳しく問われる商品である。

したがって、個人投資家は、当面は主として個別株オプションを組み込んだ投資信託の購入という形での間接的な参入が主とならう。むしろ、預貯金に偏重した家計貯蓄1,200兆円を証券市場に呼び込む手段としては投信や債券に組み込んだ商品にしたほうがベターではなからうか。この観点からすると、個別株オプションはこれまでの指数先物・オプションとともに、今後、証券会社をはじめとする金融仲介機関の積極的な商品開発の重要なツールとしての利用価値の方が高いのではないかと考えられる。

注(1) これを手際よく包括的にサーベイしたものとして、吉川真裕「個別株オプションが現株に与える影響—実証分析の概観—」『インベストメント』50巻2号、97年4月を参照。