

株券オプションへの期待

野村證券株式会社 金融研究所

投資技術研究部 西 迫 伸 一

はじめに

閉塞感が蔓延している日本経済に活気を取り戻すために金融・証券分野で進行中の日本版ビッグバンの一環としてついに株券オプションが上場されようとしている。これまで様々なところで株券オプションの紹介がなされているが、実際にこの商品が生まれたことで投資家にとって何が変わるのであろうか。下げ相場での利益を狙うのであればこれまでも信用取引による空売りが存在し、下値を限定しながら株価の上昇を狙う商品としても転換社債が既に存在する。株券オプションの上場はこれまでに存在した投資手法に比べて異なる何かを提供してくれるのであろうか。本稿では、株券オプションの出現によって可能となる投資手法と株券オプションが既存の取引及び市場に与える影響について現在の投資家のニーズと照らし合わせながら考えてみた。

信用取引との使い分け

株券オプションの長所としてしばしば紹介されるのは、「下げ相場でも膠着相場でも利益を狙える投資手法」という特徴である。しかしながら株価の下落が予想される場合の投資手法としてはこれまでも信用取引による空売りが存在した。株券オプションの上場によって今後はこれにコール売りとプット買いが加わることになる。もちろんオプションの教科書をひも解けばこの他にも様々な投資手法が紹介されているが、基本的な特性はこの二つでほぼ説明されるであろう。さてこのように株券オプションの登場によって同じ目的に対し信用取引とオプション取引のどちらを選択すべきか判断に迷うことが多くなろう。そこでここではその使い分けの判断基準について考えてみたい。

そもそも信用取引を行う場合の銘柄選択基準及びマーケットタイミングの判断基準とは何なのであろうか。図-1は過去の株式相場と信用残の関係である。信用買い残が信用売り残を常に大きく上回っており、しかも信用売り残の水準が比較的安定しているのに対し、信用買い残は株式相場の騰落との連動性が非常に高い。信用売り残の相対的な低さは信用取引に対するヘッジニーズの低さを表している。一方、株式相場の騰落との高い連動性を持つ信用買い残は投機のニーズの高さを窺わせてい

る。

ヘッジという概念はその資産を保有し続けなければならない何らかの理由がある場合に生まれるニーズである。貯蓄あるいは老後の貯え等の目的で個人が株式投資を行っている米国とは異なり、日本の個人投資家にとっては株式を必ず保有し続けなければならない理由は経営参加者を除くとそれほど多くはない。個人投資家の取引が主体の信用取引においてヘッジニーズが見られないのは致し方なからう。株券オプションの上場によって個人投資家には新たなヘッジ手段が登場するわけだが、ヘッジによるニーズがそれほど大きいとは考えにくい。しかもオプションの損益と株式の損益が通算されない現在の税制の下ではヘッジ手法にも限界がある。塩漬けとなっている株にカバードコールを行い期間収益の底上げを狙うなどの方法にとどまるのではないか。

このような理由から株券オプションについても信用取引と同様当初はその主要なニーズは投機ということになる。投機目的で銘柄を選択する場合、目新しい材料が出た銘柄や需給に偏りが出た銘柄を取引することによって短期的な売買益を狙うことになる。今回この分野に新たに株券オプションが登場したわけだが、それではどのような場合に株券オプションを選択した方が信用取引を選択するよりも有利なのであろうか。

目新しい材料が出た銘柄を売買する場合、好材料であろうと悪材料であろうとその材料が株価に影響を与えると予想して取引を行うわけであるから株価の騰落にはある程度方向観を持っているはずである。株価の方向観が明らかな場合は、わざわざ損益が複雑なオプションを用いてもオプションが持つ長所をそれほど活かすことはできない。オプションの長所はむしろ相場観に迷いがある場合にこそ有効となる。したがってある材料が出た後、株価がその材料に過剰反応し割高な状態になっていると判断した場合などにオプションの持つ長所を投資行動に有効に反映させることができよう。材料が正当に織り込まれずに割高感が続いていると判断できる場合でも、このような状況の際に信用取引の空売りを行うと、その後さらに割高感が増幅されて信用期日を迎える時には大きな損失を抱えることになるというケースは少なくはない。このような場合に便利なのが株券オプションということになる。信用売りの代わりにプットオプションを買うことによって株価上昇に対するリスクを抑えながら株価下落時の利益を狙うことができるからである。このように考えると現在の投機目的の信用取引のうち今後オプション取引が取って代わるであろう分野としては、このような需給の偏りを狙った投機取引ということになるのでは

ないだろうか。そしてこの場合、株価の上昇を予想する場合にはコール買い、株価の下落を予想する場合にはプット買いといずれも買いが主体となろう。

株式市場に与える影響

これまでに述べたように現在の個人投資家の信用取引のニーズを考えた場合、数あるオプションの利用法のうち上場直後から活発に取引されるニーズはある程度限定されるであろう。需給の偏りを狙った投機目的のロングポジション、塩漬け株のパフォーマンスアップを狙ったカバードコール等である。これらの取引は株式市場にどのような影響をあたえるのであろうか。オプションの登場によって比較的情報の少ない投資家でもリスクを限定させながら需給の偏りを狙う投資が可能になる。これまでは株価の過熱感が高いとわかっていても踏み上げを懸念して空売りを躊躇したり、またその空売りの踏み上げが株価の過熱感をさらに増大させる現象がしばしば見られた。株券オプションという踏み上げの心配の無い投資手法が登場したことで株式市場の需給の偏りが少なくなる可能性は高いと考えられる。

また、株券オプションが上場されたことによって信用取引の売買高が減少するのではないかという向きがある。確かに現在投機目的で行われている信用取引のうち一部は株券オプション取引に流れるであろう。しかしながら米国の株式市場を見る限り株券オプションの登場によって日本の信用取引にあたる証拠金取引が減少したという現象は見られず、図-2に示すように90年代にはいっても証拠金取引は増え続けている。その背景には米国の株式市場の堅調さもあるが、株券オプションの登場によってこれまで見られなかった新しい性格の資金が株式市場に流入しやすくなったという側面も否定できない。また米国の場合取引コストも日本に比べて低いことから原株とオプションを絡めた投資手法が個人投資家にとっても可能であり、株券オプション取引を始めた投資家の中で原株を絡めていることも証拠金取引の売買高を高めているのであろう。日本の場合現在の取引コスト及び税制を考慮すると株券オプション取引の投資手法の一部として信用取引が増えることは難しいかもしれない。しかしながら日本の株券オプションは現物決済であり現在の税制では個人投資家にとって満期日前の転売・買戻し決済よりは権利行使を伴う決済の方が有利なことが多いことから、可能ならばオプションの権利行使に信用取引を利用する例は増えることであろう。したがって従来

の目的での信用取引の売買高は減る可能性もあるが、今後は株券オプション取引の決済と絡んだ信用取引が増える可能性は高い。

株券オプション定着の条件

今回発表された株券オプションの取引対象株券(原株銘柄)は市場を代表する大型銘柄に限定されている。株券オプション取引の面白さが引き出されるのは原株の値動きの激しい銘柄であるが、このような大型銘柄では値動きも比較的安定したものになると考えられ、オプション取引の妙味も味わいにくかろう。米国の場合数百を超える銘柄が株券オプションの原株として採用されているが、そのうち常時流動性が保たれている銘柄は一部であり、何か材料が出て株価が動きはじめると急激にオプションも売買され始める。株券オプションは様々な相場環境に対応可能な投資手法を提供するという目的で上場されたことを考慮すると、その特徴をよりよく発揮するためには原株の銘柄数も初めから幅広く設定されていることが望ましい。

また、現在の株券オプション取引制度で最も問題となるのが税制であろう。株式の損益とオプションの損益を通算できないことや、個人投資家の場合オプションの売買益が雑所得扱いとなり総合課税が課せられるなど、教科書通りのオプション取引を行うには現在の税制が様々な形で問題となる。現在の税制の下で個人投資家がオプション取引を行うと、権利行使による現物決済では分離課税となるのに対し、反対売買による決済では総合課税が適用される。税引き後の最終損益を最大化しようとすると、銘柄毎に決済方法を変えなければならない。このような煩雑さはオプション取引普及のための障害となる可能性がある。

また、米国の株券オプション取引を見ると取引所の努力の大きさが窺える。フロアブローカーに対して価格分析システムを提供したり、投資家のために様々な紹介資料も用意されている。米国では複数の証券取引所が株券オプションを取り扱っており、各取引所が他の取引所との競争下に置かれていることがそのような努力を促している。日本で株券オプション取引が普及するか否かにはこのような取引所間の競争原理の導入も不可欠であろう。今回大証と東証で同時に取引がスタートするが、初めからお互いの機能の住み分けを行うのではなく、競争原理が働くことによって真に効率的な市場が発展するのであろう。

