

株券オプション開始にあたって

勸角証券株式会社

エクイティ・トレーディング部

木ノ内浩敏

I はじめに

いよいよ日本でも株券オプション取引が大阪、東京両証券取引所で開始される見込みである。上場銘柄は両取引所とも20銘柄であるが、その内7銘柄は重複しているため総数33銘柄が上場されることになる。現在は先物・オプションと言えば日経平均やTOPIXなど株価指数であるが、これらはインデックスをベンチマークにしている機関投資家向けの商品と言えるし、事実オプション市場においては売買高に占める個人投資家の比率は約7%にすぎない。株券オプションは対象が個別銘柄であるため、機関投資家だけでなく個人投資家を含め幅広い投資家層の参加が期待される。アメリカCBOEでは全売買高の約50%が個人投資家とのデータもある。投資家層の厚みが増せばそれだけ様々なリスクを取る人が増えることになり株券オプションの価格形成も合理的に行われることになるし、また後述するようにオプションではプット・コール・パリティが成立するので現物株との間に裁定機能が働き、オプションと現物株の価格は相互に影響を与えることになる。一時は株式市場の下落の犯人として扱われた先物市場との裁定残高は、今でも株式市場に大きな影響を与えるものとして毎日報告されている。これからは株券オプションと現物株の間でも同様のことが起きる可能性は高いと言え、現物株の価格を決める新たな要因の一つとして株券オプションの売買動向が加わることになる。ただし、裁定取引と言うのはあくまでもデリバティブと現物株のどちらか一方に何らかの理由で需給が発生して一方が他方に比較して割高もしくは割安になる状態が生じた時に割高なものを売却し、割安な方を買うことによって両方の価格を相対的に正常な状態に保つ市場の大切な機能である。株券オプションが始まることによって、この市場機能が強化されることは株式市場の活性化につながるものと考えられる。

ただ、一方で①日本においては機関投資家と比較して個人投資家のオプションに関する情報格差が大きいものとみられ、個人投資家に対する投資リスクや商品性などについて証券会社が十分に説明する必要がある。②株券オプションと現物株の間に裁定機能を働かせるため、あるいは株券オプションのリスクヘッジ機能を高めるためにも株券の貸借を現在の信用取引だけでなく別に貸借市場を取引のルールを含め整備する必要がある。③現状で

は分離しているオプションと現物株の売買損益を通算するなど税金面でも改革の必要がある。一などが株券オプションが盛んになるための今後の課題として挙げられる。なお、個人的には取引開始基準、特にオプションの買いについてはリスクが買付け代金に限定されることもあり、規制はなくてもよいのではないかと思う。

II プット・コール・パリティについて

一般的にはオプションの満期日における価格は次のように計算される。

コール価格 = 現物価格 - 権利行使価格

プット価格 = 権利行使価格 - 現物価格

ただし、コール価格、プット価格ともマイナスになる場合はゼロとする。しかし、株券オプションでは満期日を迎えたものは株価指数オプションとは異なり、最終的な決済方法が差金決済ではなく現物の受渡しを伴うため、例えばコールの場合に権利行使価格が現物価格よりも高い場合であっても現物株の流動性が少ない時には権利行使が起こり得る。買方が権利行使した場合には権利行使日から5営業日後に現金と株券の受渡しを行うことになるが、権利行使されたことがわかるのは現物株の立会時間終了後であることから、もし、株券を保有していなければ翌営業日中に市場から買い付けなければ受渡しができないことになる。株券オプションの権利行使日(満期日)の翌日は日経平均オプションのSQであるほか、3, 6, 9, 12月の場合には株価指数先物のSQとも重なることになるので株券オプションでは、現物価格と権利行使価格が近く、オプションの建玉残高が多い場合には注意が必要である。

満期日以前のオプションの価格は市場が考えているボラティリティの水準によって大きく異なる。例えば、アット・ザ・マネーでボラティリティが20%と40%の場合を比較すると残存日数に関係なく価格は約2倍になるなど、オプションの価格はボラティリティに大きく依存するが、ボラティリティの水準に関係なく同一の限月、権利行使価格間ではプット・コール・パリティと呼ばれる次の関係式が成立する。

$$\text{現物価格} = \text{コール価格} - \text{プット価格} + \text{権利行使価格} \times (\text{金利})$$

現状では金利水準が低くかつオプションの残存期間が短ければ(金利)は近似的に1とみなせるので、同一権利行使価格間のコールを買い、プットを売却すれば現物株を保有していることと同様になり、オプションで個別銘柄の先物買いが合成できる(表1参照)。

逆に、コールを売却してプットを買えば個別銘柄の先物売りが合成できる。実際の市場では手数料や税金があるため、常に上記の関係が維持されるわけではないが信用取引で逆日歩や取引規制がかけられていれば信用取引

に替わる有効な取引手段となる。また、株価指数先物やオプションでもみられるように市場の流動性は、証券会社のディーラーが与えていることから株券オプションでも同様のことが考えられる。この時のヘッジ方法は様々であるがプット・コール・パリティも有力な選択肢の1つとなる。

III おわりに

表1はブリヂストン(以下BS社)の株価データを基にしてヒストリカル・ボラティリティ(以下HV)を使って計算したオプション価格である。株価指数オプションではインプライド・ボラティリティ(以下IV)がHVよりも過去の例では高くなっていることや権利行使価格によってIVが異なるスマイルなどは考慮していない。これを基にターゲットバイイングとカバード・コールについて簡単に考えてみる。

2月14日にBS社の株価は2,300円だが2,200円になれば買いたいと考えている場合に権利行使価格2,200円のプットを40円で売却する方法である。権利行使日にオプションが権利行使されなければBS社の株式は手に入らないものの、オプション料の40円が利益となり、これを2,200円に対する金利として計算すれば約1カ月で1.8%(年利では約22%)になる。逆に、BS社が2,100円に値下がりした場合にはプットの買い手から権利行使されることになるので、2,200円で株式を買わなければならないがその時でも始めにプレミアムを40円受け取っているので実質2,160円で買い付けたことになる。この場合でも何も

しなければBS社の株式を2,200円で買っていたはずであるからそれよりも安くなっている。それでは、権利行使日を待たずに2月21日にBS社を2,110円で市場から買い付けるとともにプットを120円で買い戻した場合は次のようになる。プットの売買損益は▲80円だから実質の買付けコストは2,190円になる。この場合でも2,200円よりは安くなっているが、権利行使日までの間はオプションのプレミアムの中に時間的価値が含まれているため先程の例よりは高くなる。ターゲット・バイイングを行った時は基本的に権利行使日までプットを買い戻さない方が現物株の買いコストは有利になる。

一方、カバード・コールは現物株を保有しており、売却目標値段がある場合に目標値段より高い権利行使価格のコールを売却する方法である。2月14日にBS社は2,300円であるが2,400円になれば売却したいと考えている時、権利行使価格2,400円のコールを50円で売却する。権利行使日に権利行使されなければ株式は売却できないもののプレミアムの50円が利益となり、約1カ月で2.2%(年率26%)の利回りとなる。また、株が上昇して権利行使された場合には2,400円でBS株を売却しなければならないがプレミアムの50円を受け取っているので実質2,450円で売却した効果が得られる。

以上の2つの戦略は株価が大きく変動しないということが前提条件となるが、これ以外にも転換社債やワラントとの組み合わせなども考えられ株券オプションが株式投資に新たな投資方法を提供することになり、株式市場の活性化につながるものとみられる。

表1 ブリヂストン社のオプションの価格シミュレーション

(単位：円)

日付	株価	プット 2200	プット 2400	コール 2200	コール 2400	コール -プット 2200	プット コール パリティ
2/14	2300	40	140	140	50	100	2300
2/17	2250	60	180	110	30	50	2250
2/18	2220	70	200	90	20	20	2220
2/19	2200	80	220	80	20	0	2200
2/20	2150	100	260	50	10	-50	2150
2/21	2110	120	300	30	10	-90	2110
2/24	2130	100	270	30	10	-70	2130
2/25	2140	90	260	30	10	-60	2140
2/26	2200	60	210	60	10	0	2200
2/27	2200	60	200	60	10	0	2200
2/28	2160	70	240	30	10	-40	2160
3/3	2170	60	230	30	10	-30	2170
3/4	2210	40	190	50	10	10	2210
3/5	2230	30	170	60	10	30	2230
3/6	2210	30	190	40	10	10	2210
3/7	2200	40	200	40	10	0	2200
3/10	2190	30	210	20	10	-10	2190
3/11	2190	30	210	20	10	-10	2190
3/12	2220	10	180	30	10	20	2220
3/13	2200	10	200	10	10	0	2200

〔参考〕

株券オプション取引における建玉制限数量

株 券 オ プ シ ョ ン	建玉制限数量
東 　　　　　レ 株券オプション	10,000単位
武田薬品工業 株券オプション	5,000単位
ブリヂストン 株券オプション	5,000単位
新日本製鐵 株券オプション	10,000単位
日立製作所 株券オプション	10,000単位
日 本 電 気 株券オプション	10,000単位
松下電器産業 株券オプション	10,000単位
ソ ニ ー 株券オプション	10,000単位
ロ ー ム 株券オプション	2,000単位
京 セ ラ 株券オプション	10,000単位
三菱重工業 株券オプション	10,000単位
トヨタ自動車 株券オプション	10,000単位
本田技研工業 株券オプション	5,000単位
任 天 堂 株券オプション	10,000単位
日本電信電話 株券オプション	10,000単位
三 井 物 産 株券オプション	10,000単位
日本興業銀行 株券オプション	10,000単位
東京三菱銀行 株券オプション	10,000単位
住 友 銀 行 株券オプション	10,000単位
東京海上火災保険 株券オプション	10,000単位

(注) 上記建玉制限数量は、平成10年3月末日現在における上場株式数並びに同日からさかのぼって1年間におけるオプション対象株券の年間売買高(全国の証券取引所の合計)を基準として見直しを行います。