

解 説

個別株オプションの実際 ～OTC市場の現場から～(第2回)

1 はじめに

この号が皆さんのお手もとに届く頃は、上場株券オプション取引が始まって1カ月弱の時点である。今のところ、まだ皆がこわごわ参加している状態のようである(現状、ソニーだけ個人の人気で一人気をはいている感があるが…)

いずれにしても証券会社サイドの事務対応の完備と、機関投資家がある程度参入してこない限り、なかなかボリュームは大きくならないかもしれない。引き続き注視していきたい。

さて今回は、個別株店頭デリバティブをめぐる諸規制について概観しておこう。

2 証券取引法201条とその周辺

周知のように1997年7月末現在において「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又は次の取引と類似の取引をした者は、一年以下の懲役若しくは百万円以下の罰金に処し、又はこれを併科する。ただし刑法(明治四十年法律第四十五号—傍点筆者)第186条(筆者注:賭博罪)の規定の適用を妨げない。(以下略)」という、かの有名な条文は生きている。

もっとも、この条文の余命もはやいくばくもないようで、今年5月に出た証券取引審議会(“証取審”)デリバティブ特別部会による「有価証券関連の店頭デリバティブ取引について」の報告は201条改正の必要性を明示している。

これを更に受けて、今年6月に証取審及び金融制度調査会(“金制調”)がそれぞれ最終答申を提出、どうやら98年初の通常国会に法改正案提出というスケジュールのようである(なお、審議会の答申はインターネット上、大蔵省のホームページ(アドレスは<http://www.mof.go.jp/>)で簡単に見ることが出来ます。)

しかしながら、201条改正から刑法186条への言及が削除されるか否かは定かではないし、金制調(銀行向け)の答申を読むと、銀行が業として行えるのは「原資産の受け渡しを伴わない範囲であれば」(同答申P17)いいのではないかという話になっていて、証券局/証券会社に多少遠慮したのかなと見えなくはない。

現物受渡しを伴うものは「伝統的な銀行業務と同質ではない」と見なしているわけで、要は「現物受渡しのものは証券会社と、受渡しのないものは銀行と」やり

なさいということなのだろうか。顧客の立場から見れば、現物受渡しがあった方がいいかない方がいいかは、その時々状況によるのであって、状況によってつきあう相手の業種をどちらにするか、顧客サイドが考えるというのは、あまり意味のあることとは思えない。厳然とした銀証分離(証取法65条、昨今の銀行による100%別(子)会社の設立、将来の持株会社下において証券会社と銀行はそれぞれ別のoperating companyとする構想など)をどこまで監督当局が守ろうとするのかは今後関心をもって注視したい分野だが、正直なところ、この部分(現物受渡しのある/なし)についてはユニバーサルバンク方式(何でもあり?)でいいような気がするのだが……。

また、証券会社が店頭デリバティブを業として行うには、証取審5月報告でも指摘しているように、証取法第2条第8項の各号に追加して店頭デリバティブを列挙することが必要となるが、一方で当然のことながら、大証又は東証正会員である証券会社に課せられた市場集中義務の規定を緩めない、法律は変わっても何もできないことになってしまう(ところで、しばしば誤解されているようなので復習しておく、市場集中義務は取引所正会員の自主ルールであって法律ではない〔大阪及び東京証券取引所定款(ともに)第23条参照〕)。従って例えば外為銀行や機関投資家が海外の銀行や証券と相対の売買を行ったり、事業会社同士が相対売買をすることについては何ら市場集中義務からくる制約はない。来年に外為法が改正されると、事業会社が直接、外資系の証券・銀行の親会社と、個別株オプション(with or without physical delivery)取引を行うケースも出てくるであろう。また、証取法201条における「市場」とは日本国市場であると解するのが一般的なので、例えば日本に上場されていない海外の株式について、たとえ差金決済取引を行ったとしても(賭博に対する観念論的な懸念—全く金融取引におけるこの明治の残骸にはさっさと退場してもらいたい—は必ずしも払拭できないが)直ちに201条には抵触しない。

以上、201条をめぐる問題について概観したが、確かに法的整備がなされない限りは差金決済(cash settlement)を伴う個別株(ないしそのバスケット)を原資産としたオプションやスワップを行うのはかなり勇気のいることになってしまう。政策保有株のヘッジは、金融機関・事業会社を問わず常に出てくる話題だが、とりわけ昨今のように、特定の業種・セクターや銘柄だけが売り込まれている状態では尚更である—これなど典型的に現物受渡しがあっては困るものであり、各社とも、ではどうやったら実質このような差金決済効果を、現行法規制下で得られるのかに知恵を絞っているところだと思われる(あわせて会社法や商法の205条、206条あたりを読んでいる人も多いかと推察します)。

3 商法第210条と合成転換社債

次に、商法に定められた所謂「自社株買いの禁止」規定をめぐる問題について言及しておこう。商法改正は、ストックオプションの導入^(注)ともからんで最近のきわめてホットな話題であったが、改正後も自社株の取得については一般原則として「左ノ場合ヲ除クノ外自己ノ株式ヲ取得シ又ハ質権ノ目的トシテ……自己ノ株式ヲ受クルコトヲ得ズ」ということになっている。

(注)以下ではこれ以上このテーマに触れないが、例えばストックオプションの対象を将来一般従業員のレベルまで広げてインセンティブ付与手段として考えようとすると、これが労働基準法上の「賃金」(第11条)と見なされるか否かという問題につきあたる。答えがyesだとすると、同法第24条第1項に所謂、現物給与の禁止規定があるので、これに抵触する可能性があるということになり、前に進まない。世の中うまく(?)できているもので、商法だけ改正しても何にもならないの

である。

転換社債はあまねく知られた商品だが、前回で説明したEB(Exchangeable Bond:他社株償還可能債)の応用で、発行体が転換する株式が、その発行体自身の(既発行)株式であった場合はどうかという話が当然に出てくる。オプション・プライシング上は通常EBが投資家のプットの売りになっているのに対して、(アメリカンスタイルの)コールの買いにすればいいだけという話になる。投資家から見ると、自分が転換して取得する株が新株なのか流通株なのかという違いがあるだけで、殆ど同じようなものとする可能性が高い。このような債券は合成転換社債(Synthetic Convertible)と呼ばれているが、発行体からみれば、これはエクイティ・ファイナンスではなくデット・ファイナンスということになる(図1を参照せよ)。商法上もこれが普通社債に分類されるべきものであることは前回紹介した証券業協会のEBに対する回答などを見ても明らかである。

(図1) Synthetic Convertibleのメカニズム

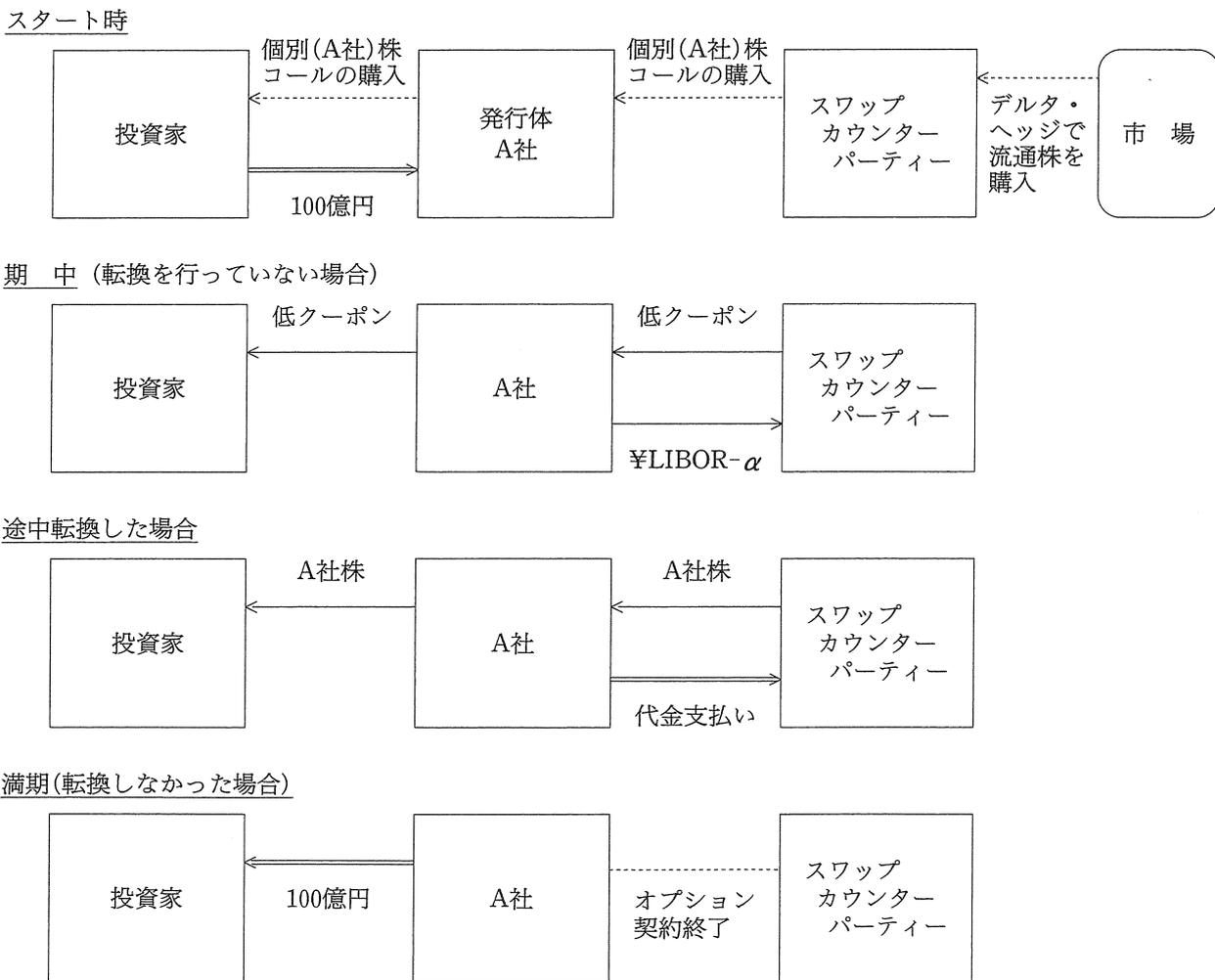


図1の途中転換した場合に、A社がスワップ(オプション)カウンターパーティーに支払うお金を行使の都度とするか(その時点でA社のファンディングが行使された部分については終わる)、行使の有無にかかわらず満期払いとするか(この場合発行体は実質上par-in/par-outのplain vanillaファイナンスをしているのと同じ効果が得られる)は自由に設計できる。ただし後者で行った場合は、カウンターパーティーがA社に対して持つクレジット・エクスポージャーがかなり大きくなる可能性があるため、pricingには(特にスワップラインが限定されている場合)注意が必要である(場合によってはデフォルト・オプションを第三者から購入することになる)。

このような債券はユーロ市場においては結構頻繁に発行されている。また株式の希薄化の問題や、昨今のROEに対する株主からの要求の高まりを考えあわせると、こうしたdilutionのないファイナンスは企業にとっても魅力あるものとなりうる。

この場合の問題は、行使が起った場合、瞬間的とはいえ、商法が原則制限している自社株買いにあたるのではないかという懸念である。しかしながら本来この仕組みは、言うならば、既発行株式の流通における単なる一形態なのであって、商法(の精神?)が本来制限しようとした立法趣旨に照らして何ら弊害はないと考えられる(もっとも現状では円の金利水準がかなり低いため、こうした商品を作るには余り適しているとは言えないのであるが。オプション料を捻出するために債券を高金利の外貨建てとするは勿論可能で、この場合投資家もつコールオプションは外貨建てのcomposite optionと呼ばれる複合資産オプションの一種となる。ペイオフは $\text{Max}(\tilde{S}_t/FX_t - \alpha \cdot S_0/FX_0, 0)$ であらわせる。プライシング上は合成ボラティリティー

$$\sigma = \sqrt{\sigma_{\text{STOCK}}^2 + \sigma_{\text{FX}}^2 + 2\rho_{\text{STOCK}/\text{FX}} \cdot \sigma_{\text{STOCK}} \cdot \sigma_{\text{FX}}}$$

がこのオプションのボラティリティーとなるので、通常オプションより若干値段が高めになる)。

話が横道にそれた。1つ誤解のないように言っておけば、日本の商法のような規定による制限は必ずしも日本

に特有なのではない。各国のjurisdictionによっているのだが、金融ビッグバンを推進するのであれば、是非とも規制当局(法務省と大蔵省)に明確な(OKの)コメントを出して頂きたいものである。

今回は転換社債のプライシング(これは真面目に考えるとすごく難しい!)及びコーポレート・ファイナンスに絡む話題をとりあげられればと考えている。

(T.O.)

(前回の訂正付記)

前月号で貸借レートの説明をした中で、書いているうちに(+/-)の符号をオファー/ビッドの略号として書くはずだったのを、いつのまにか絶対的+/-として書いてしまった。b自体の符号は配当と同じでゼロ以上(正)である(実際のキャッシュ・フローで考える単純人間の悪い癖で、借りて払うのは自分にマイナスなので $b < 0$ とどこかで思ったのかもしれない)。全く恥入るばかりだが、まあ御愛嬌と御寛恕賜りたい。リスク調整後の株価の確率過程におけるドリフト項が $r - \delta - b$ なのはOKだが、表1は以下のようなになるので訂正します。

(表1)オプションの種類とデルタ及びbの大小

種類 ディーラー のポジション	プット	コール
買い持ち	デルタ・ロング $b = b -$	デルタ・ショート $b = b +$
売り持ち	デルタ・ショート $b = b +$	デルタ・ロング $b = b -$

*フォワード・ポイント $= S_0 \cdot \exp\{(r - \delta - b) \cdot t\}$ とした場合
 $b + =$ 貸借レート(オファー), $b - =$ 貸借レート(ビッド)
 $b + > b - > 0$

$b -$ か $b +$ かはヘッジデルタが買い持ち(ロング)か売り持ち(ショート)かで決定されている。御指摘いただいたSS, AS両君に感謝します。