

## 欧米個人投資家のデリバティブ取引

野村総合研究所 金融コンサルティング部  
主任コンサルタント 飯野 正文

### はじめに

米国とオランダでは、個人投資家が資産運用の一環としてデリバティブを取引している。FX取引や、エクイティ商品では日経225mini等株価指数先物に人気集中しているわが国とは異なり、欧米では個別株オプションの人気が高く、米国では個別株オプション取引高の4割、オランダでは3割相当が個人投資家による。多くの証券会社は株式、債券や投資信託に加え、デリバティブも個人投資家向けのメニューとして提供している。

両国の資産形成層は、退職金の積立てや子供の学費を準備するためには自ら運用しなければならないというマインドが備わっている。特に一定以上の資産を運用している富裕層や準富裕層は、運用資産のリスクヘッジにも気を配っており、デリバティブ取引を資産形成手段として重宝している。

わが国でも有価証券オプション「かぶオプ」が上場から20周年を迎えようとしているが、個人投資家による同商品の取引状況は芳しくない。米国とオランダを参考にすることで、わが国の個人投資家の間でデリバティブ取引を普及させるための

ポイントが見えるのではないかと考えられる。

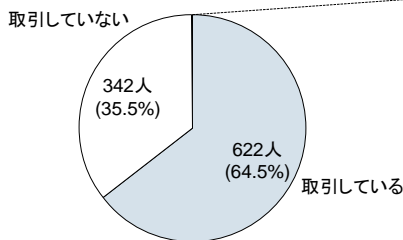
### — 米国 —

米国でのデリバティブ取引が本格的に始まったのは、個別株オプションが上場した1973年と言われている。1990年代後半から急速に取引高が拡大した背景には、オプションの商品性に関する投資家教育が充実していたことや、ネット証券の台頭による取引コストの低下が挙げられる。

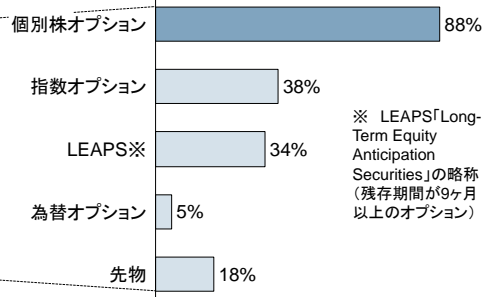
### 個別株オプションの人気が高い

米国のオプション取引の啓蒙教育機関であるOptions Industry Council（以下、OIC）が2015年に実施した投資家アンケートによると、預かり資産25,000USD以上のネット証券ユーザーのうち、65%がオプションを取引している<sup>1</sup>。また、デリバティブ商品の中でも特に個別株オプションの人気が高く、同調査によると、オプション取引している投資家の9割近くは個別株オプションを運用している。

過去12ヶ月以内にオプション取引しているネット証券顧客  
N = 964（運用資産25,000USD以上の投資家）



オプション取引した投資家が運用しているデリバティブ商品  
人（n = 622）、複数選択可



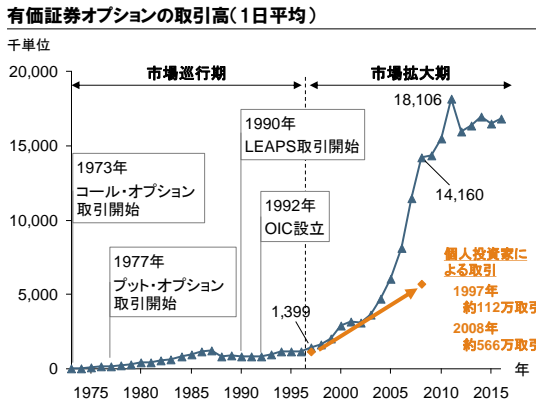
注) オプション取引していない投資家(n=342)のうち、先物取引している割合は6%

(出所) Options Industry Council “2015 Study of Options Investors”

<sup>1</sup> Options Industry Council, “2015 Study of Options Investors”

オプションが浸透するのに20年かかった

米国ではオプション取引が開始されてから市場が拡大するまで20数年余りかかっている。個人投資家の裾野拡大には、1992年に設立されたOICが中核的な役割を担った。



(出所) Options Industry Council 資料、関係者ヒアリング等

米国の各オプション取引所や証券会社が共同設立したOICが、オプション取引の教育・啓蒙機関として投資家やファイナンシャル・アドバイザー(以下、FA)を教育する役割を担っている。1992年に設立されて以来、オプション取引の初心者から熟練者まで、幅広い範囲での個人投資家に対し、セミナーや勉強会での情報発信に努めている。

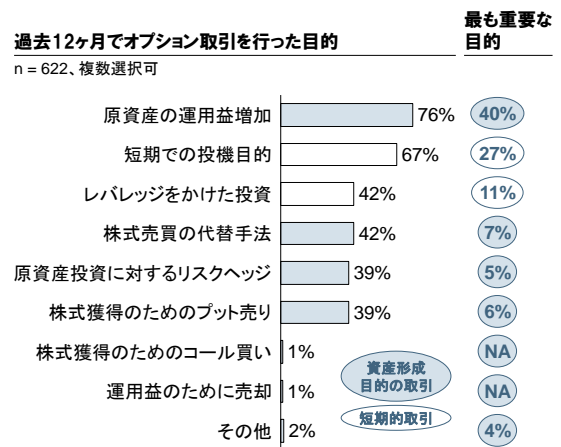
OICは設立当時から多くの投資家に注目されていた。初年度は600万USDの予算でテレビや各種新聞・雑誌に広告キャンペーンを展開し、設立後3ヶ月で30,000件の問い合わせが寄せられた<sup>2</sup>。また、世界金融危機が引き起こした市場混乱をうけ、OICが提供している上級者コースへの申込みが急増するなど、ベテラン投資家からも重宝されている状況が伺える。

OICはFA向けの教育にも熱心である。2014年にAdvisor Leadership Council(以下、ALC)を設立し、FAに特化した教育プログラムを構築している。オプション取引を希望する個人投資家が増える一方で、FAの専門知識が追いついていないことが指摘されていた。ALCは、オプションの活用

方法や投資家への勧め方など、基礎的なノウハウをFAに再教育するための情報発信を行っている。

決して「賭博」目的ではない

米国でオプション取引が個人投資家の間で注目されはじめた1990年代は、短期取引が活発に行われており、ITバブルの崩壊と同時に多くの投資家が損失を被ったと言われている<sup>3</sup>。しかし現在では、短期的目的ではなく、資産形成目的で運用するのが主流になっている。



(出所) Options Industry Council “2015 Study of Options Investors”

そもそも、オプション取引している投資家は、大衆的なネット証券ユーザーに比べ、より金融資産が多く、投資経験が長い。ゆえに、運用している株式等のリスクヘッジツールとしてオプションを運用するニーズが高い。

証券会社各社も、基本的にオプションの短期的取引は推奨していない。ある大手対面証券会社では短期的取引が目的のストラテジー(ネイキッド・オプション等)は原則として厳しく制限しており、それでも、短期的な目的で取引したいという顧客からは一筆取っている。

取引できるのは、証券会社に認められた顧客のみ

それでは、証券会社はどのように投資家を制限しているのか。

<sup>2</sup> OIC ウェブサイト  
<sup>3</sup> 関係者インタビューより

オプション取引を希望する投資家は別途、取引資格を証券会社に申請しなければならない。証券会社は顧客の金融資産や投資経験を加味し、オプション取引の可否を通知する。

例えば、ある大手対面ブローカーでは、オプション取引を希望する顧客には、最低ラインとして、支店長による顧客の審査のほかに、社内のデリバティブ・グループによる審査も通過しなくてはならない。さらに、運用目的に応じて取引要件が異なる。ヘッジ目的でのデリバティブ取引を希望する場合、持ち家・不動産を除く純資産を20万USD以上保有していることを証明しなければならない。短期的目的で取引を希望する投資家へのハードルは更に高く、100万USD以上の純資産が必須要件となる。更に、先物の場合は純資産500万USD以上運用していなければならない。

#### ネット証券は取引レベルを細かく設定

ネット証券各社も同様に厳しい制限を設けている。各社はオプション取引を希望する投資家に相応の知識を求めている。言い換えれば、運用初心者にはオプション取引を推奨しないのが基本的なスタンスである。ネット証券は投資家の運用資産のほか、投資家の投資経験やオプション取引の習熟度合いを審査基準に取り込んでいる。

さらに、ネット証券各社は、オプション商品に関しては取引レベル制度を運用している<sup>4</sup>。オプション初級者はカバード・コール等の初歩的なストラテジーを取引できるが、オプション取引に慣れていけば、より高度な取引レベルを獲得できる。昇格要件として、金融リテラシーを審査するインターネット上のテストに合格するほか、運用資産や投資経験年数といった基準も設定されている。

OptionsXpressが指定するオプション商品と取引レベル（2016年6月時点）

商品・ストラテジー	レベル					
	0	1	2	3	4	5
株／債券／ 뮤チュアル・ファンド	●	●	●	●	●	●
カバードコール／株式の空売り		●	●	●	●	●
コール・プットの買い／カバードプット売り			●	●	●	●
デビット・スプレッド				●	●	●
クレジット・スプレッド／株式プット売り					●	●
ネイキッド株式コール売り／ネイキッド指数プット、コール売り						●

(出所) OptionsXpress ウェブサイト等

上記はOptionsXpressが運用している取引レベル制度を表している。Level 1はオプション取引の登竜門としてオプション初心者向けに設定されており、リスクヘッジ目的のオプション取引に限定される。Level 2になれば、オプションの買いが解禁されるが、取得要件として1年以上のオプション取引経験があり、かつオプション取引に関するテストに合格しなければならない。

なぜ、証券会社はこのように取引レベルを設定しているのか。投資家はオプションの商品性を理解した上で自身の運用資産やノウハウに見合った取引ができ、知識不足に起因する損失を未然に防ぐことが可能である。副次効果として、オプション取引している友人・知人やデイトレーダーが意見交換するウェブサイトや、取引レベルを開示することで、自身の専門性の高さを周囲にアピールすることも可能である。

このような制度は、証券会社へのメリットも大きい。投資家の知識不足に起因する運用損を防ぐことで、顧客離反や、証券会社に対する風評被害を未然に防止することができる。また、昇格要件に当該証券会社との取引年数も加味されるため、自社を長く利用してもらうインセンティブを与えることができる。更に、高度なオプション取引を一部の投資家に限定することで、当該取引に係るサポート体制・インフラ整備にリソースを必要以上に捻出しなくて済む。

<sup>4</sup> Trading Level や Options Trading Authority 等、証券会社によって名称が異なる。いずれの証券会社も5段階程度の取引レベルを運用している。

高度な投資家に対するサポートも充実

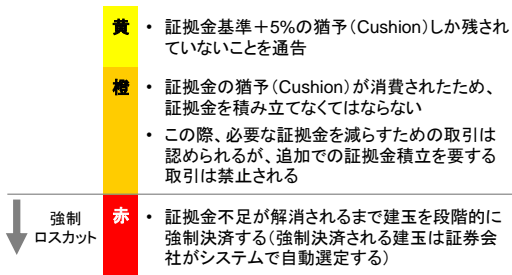
ここで、証券会社が投資家に向けたサポートについて触れたい。多くの証券会社は、FAをサポートするオプションの専門家部隊を配置したり、ネット証券の場合、巨額の損失をシステム上未然に防ぐインフラに投資している。

ある証券会社では、顧客が個別の銘柄やストラテジーに関するアドバイスをFAに求めた場合は、FAが専門家部隊と相談した上で問い合わせ対応している。大手の対面証券でも同様で、必要に応じて、オプションの専門家チームが、FAをバックアップしている<sup>5</sup>。

ネット証券はリスク管理システムで競合

このような営業現場でのサポートもさることながら、各社はシステム面での対応も充実させている。一例として、相場急変時でもリアルタイムで運用状況をモニタリングし、必要に応じて証拠金を即時にロスカットするシステムを導入している証券会社がある。

Interactive Brokers で使用しているアラートシステム概要



(出所) Interactive Brokers 資料、関係者ヒアリング

上記は、証拠金不足が発生するリスクが高くなったタイミングで、画面上のアラートで顧客に行動を促し、必要に応じて強制的にロスカットを発動させるシステムの事例である。このような強制ロスカットサービスは、オプション取引に熟練した投資家だけに提供されている。当該サービスを

利用できる顧客は、ネイキッドオプションの売りが認められた投資家(取引レベルの最上位に該当)に限定される<sup>6</sup>。

こうしたサービスが向けられている上位顧客は人数こそ少ないが、運用資産の規模や取引の量からして、証券会社の収益を左右するほどである。ゆえに、上位客を囲い込むには、魅力的な取引インフラは必要不可欠であると、証券会社の経営層は考えている。Charles Schwab が 2011 年に OptionsXpress を 10 億 USD で買収し、同社のオプション取引インフラを取り込み、当時話題となったが、買収の背景には、Schwab が運用していた取引インフラが、他社に劣後していた問題意識があったと言われている。

FA は自らオプション取引できる

システムや専門家部隊によるサポート体制が万全であっても、顧客を抱えている FA 自身がオプション取引の経験がないことには、オプション取引の普及に対する効果は限定的と言えよう。

その点、米国の証券会社社員は原則、自らオプション取引でき、FA も例外ではない。取引内容の逐次報告、及び運用状況の定期報告の義務はあるが、IPO 銘柄や私募投信、インサイダー情報に基づいた取引でなければ、原則として認められている。この手の規則は、各社が独自の方針を社内規定で文書化し、運用している<sup>7</sup>。

ある証券会社の FA は、自らディーラーとしてオプション取引していた経験があったからこそ、オプション取引を迷っている顧客を、自らの経験談を交えながら「もうひと押し」できると主張していた<sup>8</sup>。

<sup>5</sup> 市場関係者インタビューより (2016年2月実施)  
<sup>6</sup> 市場関係者インタビューより (2016年3月実施)  
<sup>7</sup> Investment Advisers Act, Section 204A の規定に基づく  
<sup>8</sup> 市場関係者インタビューより (2016年3月実施)



— オランダ —

欧州の個人投資家によるオプション取引は、オプションをファンドや債券に組みこんだデリバティブ取引が一般的である。他方、オランダではオプション単体での取引が浸透している。オランダに拠点を置く Euronext Amsterdam では、個人投資家がオプション取引高に占める割合は3割程度である<sup>9</sup>。

オプション取引は古くから馴染んでいる

もともと、オランダにおけるオプション取引の歴史は17世紀に遡る。当時から既に、チューリップの球根を原資産としたオプション取引が活発に行われていた。「チューリップ・マニア」という用語は、チューリップ価格の急騰でコール・オプションを大量に売っていた業者の倒産によって引き起こされた経済不況に由来している。

1977年11月に欧州で初のオプション専門取引所 European Options Exchange が設立され、翌年から同取引所で個別株オプションが売買された。同時に、オランダの個人投資家にオプション取引を浸透させるため、市場関係者が一斉に動き出した。マーケットメイカー (IMC、Optiver など) がオプションの流動性確保に努めたほか、European Options Exchange が、当局や市場関係者と提携し、様々な普及活動を行った。

普及活動の例として、オプション取引所 (Optiebeurs) の名称を生活シーンに浸透させる PR キャンペーンが行われていた。サッカーやテニスのナショナルチームのスポンサー活動のほか、国民の間で人気が高かった元大臣をオプション取引所の広告塔として仕立て上げ、「オプション」「オプション取引所」を一般用語として馴染んでもらう PR キャンペーンを打ち出した。

他に、中学生・高校生を対象とした啓蒙活動もオプション取引所の主導で行われた。学生を取引

所の団体ツアーに招待したほか、中学校が競い合う投資コンテストを主催するなど、10年後、20年後の投資家層の早期育成にも努めた点が特徴的である。

これらの活動が奏功し、オプション取引はオランダ国民に広く認知されるようになった。現在は、国や取引所は教育・啓蒙活動から手を引き、ネット証券各社が自らの顧客基盤形成のために行っている。

オプション取引は広く浸透

米国に比べ、オランダでオプション取引している投資家の層が厚い。ある大手銀行の顧客データによると、オプション取引をしていた顧客の3割以上は運用資産が25,000EUR未満で、オプション取引が運用ポートフォリオに占めた割合が、対面サービスを利用している層だと4.5%、来店せずにネット取引に特化した層では6.0%である。

大手リテール銀行の口座保有者 (2003~07年の集計値)

詳細	全体		運用ポートフォリオ €25,000以上		運用ポートフォリオ €100,000以上	
	対面層	ネット層	対面層	ネット層	対面層	ネット層
平均年齢	56.4	51.7	61.7	62.0	63.7	67.3
平均預金 口座残高(€)	69,364	15,101	163,575	65,559	327,917	181,999
オプションが ポートフォリオに 占める割合(%)	4.5%	6.0%	8.4%	11.9%	12.5%	14.8%
サンプル数	16,053		5,120		1,867	

(出所) Kramer, Marc M. "Investment Advice and Individual Investor Portfolio Performance"

とはいえ、取引が活発なのは米国同様に富裕層や元トレーダー、元ブローカーといった、金融リテラシーの高い投資家である。教育レベルの高い個人投資家が複雑なストラテジーを使っていることが多く、あるFAは、自身が所属している証券会社では、オプション取引している投資家の歯科医比率が際立って高いと語っていた<sup>10</sup>。

オプション取引している投資家の多くは55歳~75歳のベビー・ブーマー世代である。若年層に

<sup>9</sup> Markets Media, "Euronext Expands Derivatives" 2015年3月2日

<sup>10</sup> 市場関係者インタビューより (2016年3月実施)

比べて金融資産が多く、比較的年齢層が高いベビー・ブーマーは、原資産の価格下落リスクをヘッジするニーズが高く、デリバティブ商品との融和性が高い。また、オプション取引の普及活動が活発だった1980～1990年代前半を謳歌したこの世代にとって、「オプション」という言葉に対する印象が良く、オプション取引に対する心理的な障壁が低いと言われている<sup>11</sup>。

オランダ人投資家がオプション取引する目標は多様である。リスクヘッジ目的でプット買いする投資家が全体の2割程度で、短期的取引の投資家が過半数を占めている<sup>12</sup>。個人投資家は、自身の資産を預金口座に留めておくぐらいであれば、運用して、より高いリターンを獲得しようというマインドが備わっており、特に主要企業の株式を原資産としたオプション取引が活発である。

#### 口座開設は容易だが、厳格化に向けた動きあり

オランダでは、オプション取引の要件が米国より簡易的である。オプション取引している個人投資家の多くは、証券取引の習熟度合いを見極めるテストを受けることなく、資産運用に関するアンケートに回答するだけで、オプション取引の権限が与えられている。

口座開設に係るノウハウの要件はさることながら、証拠金の基準も米国より寛容である。カバード・コールといった比較的シンプルなストラテジーであれば、証拠金は不要である。また、証拠金が必要なストラテジーでも、各社は取引所の算定額に僅かなスプレッドを上乗せする程度しか徴収しない。また、多くの証券会社は、証拠金として、有価証券のほか、貴金属（金、銀）を現金に代用することを認めている。

他方で、ネット証券各社はこのような条件を厳しめに軌道修正する可能性を示唆している<sup>13</sup>。前述の様に、短期的取引が全体の過半数を占めてい

る現状では優良顧客が育たず、長期的な顧客基盤の形成が危ぶまれている。打開策として、各社は投資家に対し、オプション取引の商品性を理解した上で、自らの資産形成のために運用する取引手法を推奨しはじめている。

#### 各社は事例形式でのプロモーションに注力

では、オランダの証券会社は、どのようにオプション取引を個人投資家に向けてプロモーションしているのか。

保有現物株の価格下落リスクに対するヘッジ手法を、社内の投資専門家が現役トレーダーによるアドバイス（取引した背景や、ストラテジーの内容など）を発信するほか、視聴者とリアルタイムで対話ができるインターネット上のセミナー等を開催し、事例形式でオプション商品の有効活用を浸透させている。米国同様に、FAや専門家による啓蒙活動がオプション取引を後押ししている。

#### — わが国への示唆 —

わが国の個人投資家におけるデリバティブ取引は、FXデリバティブ取引が活発な一方、有価証券を原資産としたデリバティブは、投資家層が限定的な状況である。デリバティブ投資家の裾野拡大に向けて、本稿で紹介した事例から以下の点が挙げられる。

#### 投資家教育

米国では取引所や証券会社が参画しているOICがオプション商品の教育活動の音頭を取り、25年以上にわたり投資家教育に努めている。初歩的な教育から上級者向けのコースまで、多様な投資家ニーズに応えている。また、1990年代は証券会社がオプション教育について投資家を手厚くサポートした結果、投資家の習熟度が上がり、自らオプ

<sup>11</sup> 市場関係者インタビューより（2016年3月実施）

<sup>12</sup> 市場関係者インタビューより（2016年3月実施）

<sup>13</sup> 市場関係者インタビューより（2016年3月実施）

ションのストラテジーを組んで取引しているヘビーユーザー層が形成された。

オランダは 1980 年代からオプション取引所がオプション取引の広告塔となり、国民の生活シーンに「オプション取引」という言葉を浸透させた。他に、学生に向けた教育活動にも取り組んできた。これらの活動が奏功し、オプション取引が国民に認識された現在では、証券会社各社が顧客向けサービスとして教育活動を引き継いでいる。

以上から見られるように、資産形成の一環としてオプションが金融商品として利用されるには、教育を通して熟練層を育てていくビジョンが不可欠である。取引所や当局が旗振り役として投資家や FA を教育することが、健全なデリバティブ取引を普及させる第一歩と言えよう。

#### 社内教育

デリバティブに関する投資家への教育はさることながら、証券会社の中での経験やノウハウの蓄積も必要である。米国では証券会社の社員による先物・オプションの取引は、一部制限はあるものの、原則として認められている。また、OIC は FA に向けた教育活動にも注目し始めており、FA によるオプション取引の推奨活動に向けて動いている。オランダでは、証券会社はトレーダー等による説明会やセミナーを開催し、講師は自身の運用方針やストラテジーについて語ることで投資家教育に努めている。

金融機関の社員にデリバティブ商品を含めた運用を解禁し、自ら運用する選択肢を与えることで、FA 自身がデリバティブをより深く理解し、顧客に対する運用アドバイスの幅を広げることができる。

#### 口座開設

米国の証券会社は、投資家のオプション取引基準を厳しく設定している。特にネット証券では、投資家の運用経験や知識、金融資産に応じて、取

引できるデリバティブの種類を細かくレベル分けし、必要以上にリスクをとったデリバティブ取引を行わないように制限している。

オランダでは、「オプション取引」が金融用語として広く認知されており、富裕層に限らず大衆投資家もプレーンバニラオプションを取引している。他方で、複雑なストラテジーを活用したデリバティブ取引には、相応の運用経験と金融リテラシーが必要であるということも認識されている。米国のように、投資家の金融リテラシーに応じた取引レベル制度の導入が検討されている。

オプションは、誰もが平易に取引できるようにするのではなく、投資家の習熟度を加味した口座開設基準を設けるのが有益と考えられる。比較的风险性が低いカバード・コールから個人投資家をオプション取引に慣れさせ、徐々にリスク性の高いストラテジーを解禁することにより、的確な判断にもとづいてデリバティブ取引できる投資家層が形成される。

#### 個別株オプションの課税制度

また、本編では触れていないが、個人投資家に対するデリバティブ取引の課税制度も、デリバティブ取引普及の阻害要因となっている。

米国では、個人の場合、個別株オプション取引に係るキャピタル・ロス<sup>14</sup>は、その全額がキャピタル・ゲインに加え、3,000USD（夫婦別々に申告する場合は 1,500USD）までのその他の所得と損益通算でき、なお、キャピタル・ロスが残る場合は翌年以降 10 年以内に生じる所得と相殺することができる<sup>14</sup>。

対するわが国では、所得税法上、株式等の配当・譲渡益等と、個別株オプション取引から生じた損失の損益通算は認められない。そのため、デリバティブ取引本来の役割である原資産とのヘッジの利用にあたり大きな弊害となっており、個人投資家に対するデリバティブの投資意欲を減退させて

<sup>14</sup> 米国内国歳入法

いる。

米国やオランダでは、10年、20年というタイムスパンでオプション取引を個人投資家に馴染ませている。取引所や当局が証券会社を巻き込みながら、デリバティブ取引に関する啓蒙活動を徹底させた。わが国の個人投資家に「デリバティブ取引」という資産形成の選択肢を広げるにあたり、当面は教育活動に徹し、資産形成ツールとしての魅力をアピールしつつ、デリバティブ運用に適した投資家層を徐々に広げていくのが望ましい。

以上

本資料に関する著作権は、株式会社大阪取引所にあります。  
本資料の一部又は全部を無断で転用、複製することはできません。  
本資料は、デリバティブ商品の取引の勧誘を目的としたものではありません。