

株価指数オプション取引30周年によせて

大阪大学名誉教授 仁科 一彦

1. 株価指数オプション取引開始にいたる世界の金融経済情勢（前々稿）
2. オプション取引の特性と歴史（前稿）
3. 株価指数オプション取引の足跡とデリバティブ市場の使命（本稿）

3. 株価指数オプション取引の足跡とデリバティブ市場の使命

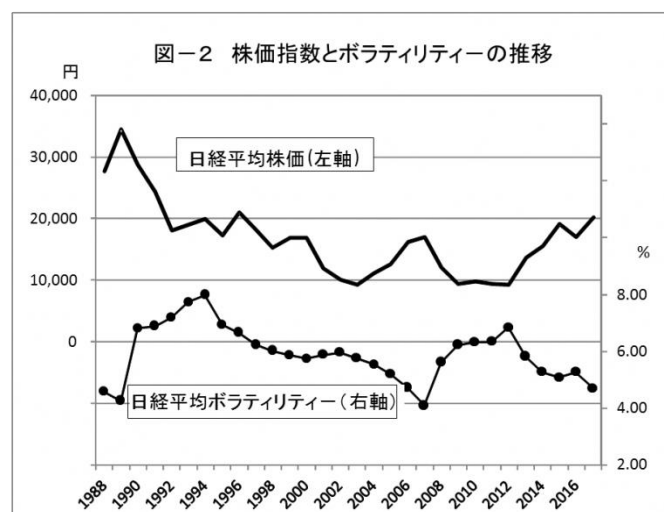
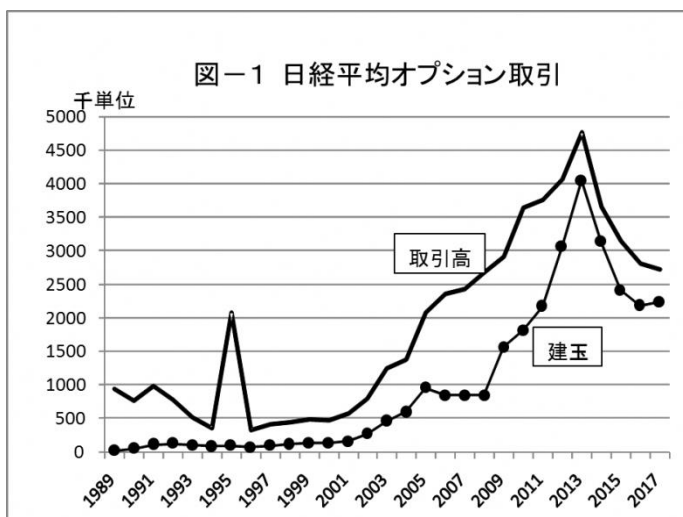
本論では前々稿で、今から30年前頃の世界とわが国の金融経済の趨勢から判断して、株価指数オプション取引の開始が適切であり、時宜を得たものであったことを確認した。前稿では、オプションの特性を再検討したうえでその歴史を振り返り、オプション取引は歴史上で観察された影響をはるかにしのいで現代の経済において有効な機能を発揮すると思われることを理解した。

本稿では、先ず株価指数オプション取引のこれまでの足跡を概観して、同取引がもたらした成果をまとめる。その後オプション取引の本質的な機能を国民経済的な見地から整理する。最後にこれからのわが国金融経済において、さまざまなオプション取引が重要な役割を果たしながら発展していくために、重要と思われる事柄について言及する。

株価指数オプション取引の足跡

図-1は日経平均オプション取引の30年間の推移を示している。同取引は発足以来順調に拡大を続けてきた。取引高と建玉に大きな変動もなく、深刻な事態も経験していない。唯一、2013年以降に取引高と建玉が減少し続けていることが懸念されるが、それ以前の急激な上昇の調整とも考えられる。この間オプション取引の出来高は年平均約3.3パーセントで増加し、建玉も順調に拡大している。

この推移を原資産である日経平均株価と比較すると、日経平均株価の水準は図-2にあるように、バブルの崩壊期を除けば、1万円から2万円のほとんど1万円の範囲内を変動しており、非常に対照的である。また株価指数のボラティリティーにも明確なトレンドや大きな変動は見られない。株価指数が上昇しない理由は日本経済全体の停滞をはじめとしていくつかの理由が考えられるが、ここではその派生契約であるオプション取引の拡



大にのみ注目したい。(注1)

一般に経済全体の活動にともなって金融経済の活動も変動する。短期的あるいは特殊な局面では両者の乖離もあるが、ほぼ並行すると考えられており、とりわけ株式市場の動きは景気のシグナルとして重視されている。たしかにこの30年間の日本経済は停滞しており、それが株価指数にも反映されていたことは周知の通りである。にもかかわらず新しく導入されたオプション取引がこのように顕著な成長を遂げたのは注目に値する。その理由としては以下のいくつかが考えられる。

それまで不可能であった取引が導入されると同時に広範に利用されて、その後も着実に増加したのであるから、潜在的なものも含めて多くのさまざまな需要に応えたことは間違いない。おもな需要としては、効率的なリスクコントロールを必要とする資産管理や運用に携わる主体、あるいはオプション取引が持つ新たなリスク特性を積極的に利用する投資主体などがある。それらにとっては本来必要でありながら利用できなかった手法が可能になったのであるから、いわば需要が顕在化したとも言える。さらに重要なのは、新たに可能になったリスクコントロールの手法が便利で安価なために、さらなる需要を創り出したことである。すなわちそれまではリスクコントロールの必要性は認めながらも実際には実行できなかった主体が、積極的に活用するようになったことである。株価指数オプション取引市場はオプションという契約を取引する市場をわが国で初めて拓いたのであり、金融産業全体にオプション取引の構造と特性に関する理解を広めたという貢献が認められるであろう。

株価指数オプション取引の成功に導かれて、その後多くの新しいオプション取引が導入されたことは周知の通りである。たとえば、株価指数オプション取引の開始以降に新たに導入されたオプション取引には以下のように多彩であり、オプション取引が備えている本来の特質に相応した展開であると考えられる。なおここに整理してあるのは新規に導入されたオプション取引のみであり、取引制度の緩和や拡大に関する措置は省略してある。同期間中にはこれらのいわば新商品とも言うべき積極的な展開の他にも、イブニング・セッションやナイト・セッションの開始、あるいは立会時間の延長や立会外大口取引制度導入による取引の拡大と円滑化等が進められており、総体としてのオプション取引は順調に発展してきたと評価できると思われる。

1989年6月	日経平均オプション取引開始
10月	TOPIXオプション取引開始
1990年5月	長期国債先物オプション取引開始
1994年2月	日経300先物・オプションの取引を開始
1997年7月	株券オプション取引開始
1998年6月	業種別株価指数先物・オプション取引開始
2000年11月	中期国債先物オプション取引の導入
2001年6月	S&P/TOPIX 150オプション取引開始
2015年5月	Weeklyオプション取引開始
2016年7月	JPX日経インデックス400オプション取引を開始
2018年6月	フレックス・オプション取引開始

こうして現在では、金融産業において資産管理や運用のための標準的な手法としてオプション取引が広範に活用されているが、金融サービスを購入する企業や家計セクターにおいても日常的な手法として理解され、受け容れられるようになることがこれからの課題で

もある。たとえば企業の資金調達において為替や金利の変動を考慮に入れて調達条件を検討する場合、前稿で紹介したように、オプション取引が可能になったために調達メニューは確実に増加している。メニューの増加が先端的な企業財務にとって意義があることは明白であろう。同様に、家計の貯蓄メニューも、株価指数や為替のオプションを含む合成貯蓄商品が開発されたために、それまでの画一的な貯蓄メニューが明らかに拡大している。高齢化社会を迎えてこれらの多様なメニューが提供されることは意味がある。

ただしオプション取引が経済の発展に貢献するためには、後述するように、デリバティブ一般に関する正確な理解が浸透することが必要である。複雑な理論ではなく、リスクのコントロールとリスクのシェアリングのためにオプションをはじめとするデリバティブが有効かつ必要であるという認識を共有することが望ましい。

オプション市場が軌道に乗ったことがもたらした大きな成果のひとつに、株式市場のボラティリティーデータが継続的に公表されるようになったことがある。ボラティリティーの概念自体はポートフォリオマネジメントの分野で古くから注目されていたが、株式市場の予想ボラティリティーがオプションのプレミアムに与える影響が明らかにされたことと、オプション市場のデータを用いて信頼できる推計値が得られるようになったことは、金融・資本市場の発展に大きな意味を持つと考えられる。

オプション取引市場の使命とその発展

最後にオプション取引市場が持つ国民経済的な機能を簡潔に整理したうえで、わが国のオプション取引市場が将来に向かって担うと思われる使命について私見を述べ、発展を期待したい。

ここではオプション取引を含むデリバティブ一般について、その枢要な機能を概説する。対象をデリバティブ一般にまで拡大する理由は、オプション取引の機能がデリバティブ一般の機能と一致するからにほかならない。経済学の最も基本的なメッセージに、「市場メカニズムは諸資源を効率的に配分するために最も優れたシステムである」があることはよく知られている。しかしその命題が成立するために克服しなければならないいくつかの困難な問題があり、なかでもリスクの存在は代表的な難問である。これに対して高度に抽象的な理論ではいわゆる「条件付き請求権」なる取引手段を用いて解決を試みている。詳細な理論解説は省略するが、デリバティブ取引はこの条件付き請求権を実際に利用するために現在では最も有力な候補である。資本主義経済の難題であるリスクコントロールとリスクシェアリングに対して、デリバティブ取引は簡素なスキームで分かりやすく、かつ安価に対応できる手法なのである。他に同様の機能を提供できる契約も作成可能であるが、複雑でコストが高くなる。

これまで述べてきたように、経済の成長と成熟が経済活動の多様性を生み、同時にリスクの問題が重要視されるとき、有力な対応手段がデリバティブ取引なのである。成長にともなって部分的あるいは局所的に所得や資産の格差が拡大することはあり得るが、それを恐れて成長のない停滞した経済を望む国民はいないと思われる。それゆえデリバティブ取引の進展が必要であり望ましいのである。

将来に向かってわが国のオプション取引市場がいつそう発展していくために、現時点で注意すべきと思われる事柄について考察する。

第一は、金融経済に限られることではないが、新しい技術や製品が導入されるときに指摘される問題として、不安や懐疑あるいは混乱を避けるという課題である。オプション契約というそれまでに存在しなかった手法の成果を参加者が享受するためには、オプション

取引市場に関する情報を公平に伝えて、手法の正確な理解を促すことが必要である。取引に関わる誤解や曲解が市場の発展に有害なことは論を待たないからである。発足以来30年を迎えたオプション取引市場にこのような懸念は無用に思われるかもしれないが、プレーン Vanilla と呼ばれる単純なオプション取引はもとより、これからはエキゾチックと呼ばれる先端的で複雑な取引が増加すると思われるので、依然として注意すべき事柄であると思われる。

たとえばオプション取引を企業の資金調達に応用した例をみる。やや古い出来事であるが、日本の株式市場がいわゆるバブル状態にあった頃、多くの企業が当時の株価を前提にしてワラント債を発行して資金を調達した。ワラント債はコールオプションと同様の契約内容で、将来の株価水準を条件として、その購入者に企業の株式を購入する権利を与えるものである。ただし株価指数オプション取引のように市場で買い手と売り手が企業とは独立に自由に取引するのではなく、売り手は発行企業である。多くの企業がワラント債で資金を調達したが、バブルの崩壊によって株価が下落したために、ほとんどのワラント債が株式を購入する権利を失っていわゆる「紙くずワラント」と化した。

これはわが国の金融・資本市場で初めての経験であり、広く関心を集めた。金融界やメディアでは、詐欺まがいの行為として非難する論調や、逆に企業が費用のかからない調達をしたとして賞賛する意見、あるいはそもそもそのような調達方法を認可すべきではないという主張まで散見された。当時が株価のバブル崩壊期であり、金融自由化を経験した直後であったこと等を勘案すれば無理もないかもしれないが、ワラント債がオプション契約であるという最も基本的な理解さえあれば避けられた混乱であったと思われる。ワラント債による資金調達が詐欺まがいの行為であることも、費用のかからない調達という優れた財務決定であることも、発行企業の株主に貢献したこともすべて誤解であった。

次は同じく企業の資金調達に関するもので最近まで見られた例である。特徴的な表現は「ゼロコスト・オプション」や「コストゼロの調達」等であり、調達に必要な費用を控除できるという先端的な方法として注目された。前者は金利や為替のリスクをオプション契約を利用してヘッジする場合に、別のオプションを組み込むことによってヘッジコストを相殺できるというものである。後者はおもに海外の投資家に対して転換社債を発行して資金調達を行う場合にみられる。発行条件はクーポンレートをゼロにしてしかもオーバーパーで売り出すので、会計上の支出がなく表面的には調達費用は不要であるとの説明である。このような条件でも投資家の需要は旺盛で即座に完売したと伝えられている。

さて費用のかからない保険や資金調達があり得ないことは明らかであろう。前者では、ヘッジの費用を相殺するために引き受けたオプションが新たなリスクを負担していることを無視している。後者の場合は、発行企業が合理的な額のプレミアムを得ずに表面上の支出のみを注視したことが原因である。厳密に言えば、受け取るプレミアムを合理的に計算して発行価格をさらに高くするか、行使価格を再検討すべきであった。したがって発行企業の株主が損失を被ったのである。

これらは共にオプション契約の特性に関する誤解に基づくものであり、避けなければならない。もし意図的に都合の良い解釈と説明をしていたのであれば、オプション取引の濫用である。いずれの例も企業財務に関わるものであるが、消費者（家計）が、貯蓄や財産形成を検討する際にオプション取引の便利さを享受するためにも、誤解を与えるような説明は避けるべきであることは論を待たない。

第二は、オプションを含むデリバティブ取引について、現在でもしばしば遭遇する批判として以下のような指摘がある。「デリバティブ市場ではゼロサムゲームをしているのだから、国民経済全体には何らの貢献もしない。生産活動を高めるのでもなく、生活水準の向

上にも役立たない」。さらに、「先物やオプション等のデリバティブ取引は投機をあまり、社会問題を引き起こす原因になるから規制すべきである」、「過去の経済危機の多くが投機や行き過ぎた市場取引に起因している。バブルと呼ばれた大きな経済変動もデリバティブ取引を利用した投機によって引き起こされた。それゆえデリバティブ取引は有害である」といったように、数百年前のヨーロッパで見られた批判に近い主張もある。現代でもデリバティブ取引に対してこのような批判があるのは驚きでもあるが、将来のデリバティブ市場の発展のためにも修正しておく必要があると思われる。たしかにデリバティブ取引はゼロサムの行為であるが、それが可能になるからこそ、効率的なリスクコントロールとリスクシェアリングを通して、生産活動が活発になることが重要なのである。その結果、生活水準の向上に貢献することはすでに述べたとおりである。

以上のようにわが国のオプション取引市場は発足以来30年間にわたって順調に進展してきた。この市場が将来にわたって本来の機能を果たしながら、いっそう発展することを期待したい。

- (注1) ボラティリティーの計測については、拙稿「株価指数先物取引30周年、2. 先物取引30年間の足跡とその影響」本誌『先物・オプションレポート2018年7月号』を参照されたい

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。
本資料の内容は、株式会社大阪取引所の意見・見解を示すものではありません。
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。