

日経 225 オプション市場開設 20 周年に寄せて

滋賀大学経済学部ファイナンス学科
教授 二上季代司

今年 6 月、日経 225 オプションは市場開設 20 周年を迎える。この間、90 年代には「先物悪玉論」による規制強化で先物市場と同様に出来高が低迷したが、2000 年代に入り順調に拡大している。また出来高増加と並行して自己売買比率の低下、外人比率の急上昇、個人比率も高くなるなど投資家別売買シェアも大きく変化した。特に 2004 年ごろからネット証券が先物、オプションの受注取扱いを開始、それが個人の売買比率の上昇に寄与している。総じて、大証の日経 225 先物およびオプション取引は、投資家層の多様化・拡大を伴って市場が拡大しているのが看取される。

ところで、オプション取引は当初から先物取引と比べて個人の取引シェアが高かったことから、オプション取引について個人が手を出すべきではない賭博類似行為、との非難が多かったように思われる。上場オプション取引の社会的意義について、まだまだ正しい理解が浸透していないように思われる。そこで本稿では、株価指数オプション取引が取引所に上場されたことの意義、ならびにその社会的機能と役割さらに今後の証券取引所の課題について、若干の紙面をお借りして私見を述べてみたい。

1、投機と賭博、保険とヘッジ

上場オプション取引についての誤解のひとつは、「投機」と「賭博」さらには「保険（損害保険）」と「ヘッジ」の区別¹の曖昧さに由来する。そこで、最初にこの 4 つの行為の相違点から見よう。これらは、将来の不確定な事態を予想して、その当落を条件に富の再分配を行うという点では共通しているが、「動機」と「契約態様」に相違点がある。

まず、投機と賭博はともに積極的に不確実性に賭けようという動機(リスク愛好)の点で共通しているが、投機は①その当て合いの対象が価格の騰落であること、②その当てあいの仕方そのものが売買形態をとることの 2 点において賭博と違っている。つまり投機は市場行為である。安く買って高く売るのは「資本」の属性であって、これを否定しては資本主義は成り立たない。

他方、保険とヘッジは、一方で実需取引（本業）を行っており輸送中の海難、陸揚げ時点での価格下落など将来の不確実性を回避しようという動機（リスク回避）に基づいて行う複合取引である点で共通する。不利な事態が生じたとき操業短縮を回避するため用意しておくべき準備金が、保険やヘッジを行うことで節約でき、資本効率を高めることが出来るのであ

¹ 以下は、川合一郎『株式価格形成の理論』（川合一郎著作集、有斐閣、1981 年、第 3 巻所収、pp123～126）による。

る。このうちヘッジは市場行為であり、この点で非市場行為である保険とは異なる。

投機は非市場行為であり、しかも保険と違って資本効率向上に貢献しない。射幸心を満たすだけで、むしろ資源のミスアロケーションをもたらす恐れがある。だからこそ、このうち賭博だけが法律で制限されているのである。

以上、4つの関係を図示すると次のようになるろう。

	リスク回避 ↓	リスク愛好 ↓
非市場行為→	保険	賭博
市場行為 →	ヘッジ	投機

(出所)川合、前掲書(注1)。一部修正。

2、先物とオプション

この図によれば、先物取引は投機とヘッジに使われることは明らかである。株価指数先物取引において、現物株を運用している年金基金が、株価が下がった場合にも予定している年金給付金が支払いえるように余分のキャッシュを用意すべきところ、先物売りでヘッジすることでそのキャッシュを節約し、株への資産配分を高めることが出来る。その相手になるのが投機であり、投機層が広く多様であればあるほどヘッジも容易になる。先物取引は、投機が入ることでヘッジヤーの価格変動に備えた準備金を節約し、社会全体として資本効率を高めることに貢献する。それが先物取引の社会的意義である。

ではオプションの場合はどうか。

オプション取引の値鞘稼ぎは、①予想の対象が将来価格の騰落であり、騰落差(正確には行使価格と決済日の価格との差額)が授受され、投機的性格が認められるが、②契約時点ではまだ売買は行われておらず将来時点での売買の約束にすぎない。契約は流通外の行為にとどまっており、そこに「賭博的性格」が認められる。しかし、これに加えて、③特に上場オプションには流動性があり、約定後も転売・買い埋めが容易であることから、オプションそれ自体が価格変動し、そこに二次的ではあるが、投機が付着する。

3、保険とオプション

他方、リスク回避目的のオプション取引は、ヘッジというより保険に近い。株式投資を行っている年金基金が、株価が下がれば行使価格との差額(保険金に相当)をもらおう、その見返りとして下がっても下がらなくてもオプション料(保険料に相当)を渡そうという契約だからである。この取引によって、当該年金基金は値下がりに備えた余分のキャッシュを節約でき、そこにオプションの社会的意義がある²。

² そのほか、個別具体的には、銀行の自己資本比率が、保有株の値下がりで低下し、追加資

ところで保険は、動機からすればリスク回避であるが、非市場行為であることから賭博的要素を含んでいる。その賭博的要素は条件さえ揃えば前面に出ることもあり得るし、工夫次第でその弊害を除去することもできる。

例えば、保険では複合した二つの取引の金額に乖離があるとき、保険は賭博的要素を含んでしまう。1億円の積荷に2億円の保険を掛けると、差額の1億円分は賭博である。この1億円分は、実需取引とは離れて、海難に遭うことに賭けているからである。

損害保険と賭博は紙一重なのである。

このため損害保険業の歴史は、賭博的目的をもった保険加入者からアンダーライターが如何に自分の身を守るか、の歴史であったともいえる。例えば過大保険からくる賭博的要素を排除するための評価技術(積荷の価値・保険金・保険料の評価)の発展、実損補填主義(実際に受けた損失額以上には支払わない)の確立、免責事項の挿入、受入保険総額と支払保険金総額を均衡化させるための保険数理技術の発展などはその好例である。これは逆にいえば、保険が賭博に墮することのないようにするための工夫でもある。

4、上場オプションと店頭オプション

ではオプションの場合はどうか。オプション取引では保険の場合と違って、リスクテイカーはライター(売り手)だけではなく、買い手側にも現われる。複合取引以上に出るオプションの買い³は値鞘稼ぎ(投機目的)であってヘッジではなく、そのような取引は保険の場合と違って日常茶飯に見られる。むしろこのようなリスクテイカーが売り買い両方に広範に現われてこそ、ヘッジャーはリスクを回避でき、先述したオプションの社会的機能が果たせるのである。

むしろオプション取引の「賭博的要素」の弊害は、店頭オプションのような相対取引にとどまる場合に顕著となる。アメリカでは、1973年にCBOEで個別株オプションが上場されるまでは、オプションは店頭取引で行われており、証券業者と顧客とのアイタイ取引に局限され、リスクテイカーとヘッジャーが広範に交わることがなかった。つまり、リスクテイカーがヘッジャーの将来リスクに備えた予備的動機のキャッシュを節約するという先述の社会的機能を十分果たしていなかった。その意味では、証券業者と顧客とが株式相場を利用した賭博的行為を行っている、といわれてもやむをえなかった。

しかも、オプションプレミアムは取引者の株価予想にもとづいて目の子算的に計算されており、往々にして相場情報にアクセスできる証券業者側に有利な値付けになっていた。その

本が必要になるところ、プットオプションの購入でそれを不要にするというのも、資本効率向上の機能が反映されている姿である。

³例えば、100億円の株を保有している機関投資家が値下がりリスクを回避しようと、想定元本200億円分のプットオプションを購入すれば、差額の100億円分は値鞘稼ぎ(投機目的)である。

意味ではまさに、「賭博性の側面を強く持ち」、顧客は「無知ゆえにハンディを抱えて参入することに成って危険のみが増大する」こととなっていた。

しかし1973年に上場オプションが出現して以来、状況が変わった。オプションが上場されると、リスクテイクとヘッジャーが交わるようになり、取引参加者の間で広範にリスク配分が行われるようになる。すなわち、先述のオプション取引の社会的機能が発揮されるようになる。それだけではなく、ブラック・ショールズ・モデルによるオプション価格の算出は、上場されていることともあいまってオプション価格の透明性を向上させる。

すなわちオプションは上場させることで、本来内包している賭博的要素を除去し、社会的機能を十分に発揮させることにつながるのである。加えて、ネット証券が提供しているサービス（豊富な情報提供や発注・執行スピードの速さ等）により、業者との格差はほとんどないといってもよい。顧客がいつも「負け組み」とはいえなくなった。

5、デリバティブ市場の健全な発展と大証の役割

以上のように、オプションを上場させることの意義は、店頭オプションのもつ不透明性、賭博的要素を除去し⁴、広範な投機層を呼び込むことで、その社会的機能（価格変動準備金の節約＝資本効率の向上）を十分に発揮させる点にある。

他方、金融工学の発展そのほか環境変化により、1990年代から店頭デリバティブ市場においてクレジット・デリバティブ、天候デリバティブ、保険デリバティブ等、新種の取引が生成・発展している。98年12月の金融システム改革法により多くの店頭デリバティブ取引が証券会社や金融機関等の業務と規定され、わが国でも盛んに取引されるようになった。

しかし新種の店頭デリバティブにも上述のような制約がある。例えば、夏場に気温が30℃より下がれば1℃下がるごとに100万円もらおう、その代わり下がっても下がらなくても10万円払おうという「天候デリバティブ」は、それだけ取ってみれば賭博行為である。

それが98年以降に許されるようになった理由は、遊園地や海水浴の経営者が冷夏の影響で運営経費が回収できない事態に備えて手元におくべき準備金が節約できるというメリットがあれば、これも資本効率向上に貢献していることになるからだろう。しかし、そのメリットは本業が天候に左右される業種に限られ、それ以外の一般顧客にまで広がれば「賭博」となる恐れが強い。このため、取引層は限定されざるをえない。

現在のオプション取引のメインとなっている株式オプションも、前身は店頭オプションだったのである。取引所の役割は、店頭オプションの中で成長が期待されるものを採し出し、これを上場させて、価格の透明性を向上させ、カウンターパーティリスクを減じ、その社会

⁴ そのほか、清算機関を通じてカウンターパーティリスクを減じることが出来るメリットもある（浅野幸弘「デリバティブに見る大証の革新性」『大証先物オプションレポート』2007年7月）。

的役割（資本効率の向上）を十分発揮させるようにすることにある。