

日経225オプション市場の創設20周年に寄せて

大阪大学大学院経済学研究科
仁科 一彦

1. 日経225オプション上場の意義と成果
2. オプション取引の機能
3. 日経225オプション市場の展望と課題

大阪証券取引所における日経225オプション市場は、2009年6月をもって創設20周年を迎える。この期間中にわが国経済は戦後最悪の不況と停滞を経験し、現在でも非常に厳しい経済環境のもとにあることは周知のとおりである。本論では、こうした条件のもとで、日経225オプション市場の意義と役割を再考し、簡単な展望を試みる。

1. 日経225オプション市場の意義と成果

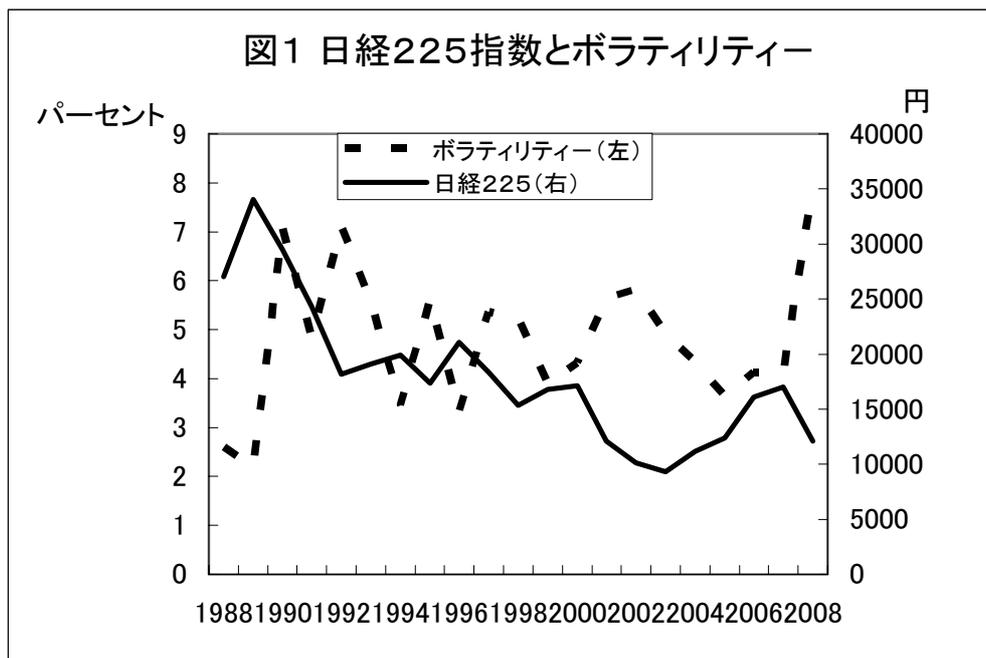
私たちが生活する資本主義経済においては、さまざまな経済活動をもたらす将来の現象は、現時点で見れば、かならずリスクや不確実性を伴っており、そのリスクは誰かが負担しなければならない。高度に発達して成熟した経済では、多様な経済活動が営まれており、対応するリスクや不確実性も多様で複雑になる。このような場合に効率的で強力なリスク・コントロール・メカニズムを提供するのがデリバティブであることはすでに広範に理解されておりである。わが国でも徐々にではあるが、これから日本経済が成熟するにつれてデリバティブが必須の道具になるということが認識されつつあると思われる。このような背景で、以下では日経225オプション市場の意義と現時点で評価すべきいくつかの成果をまとめておく。

オプションの契約と取引は、先物やスワップ取引とともに、一般にデリバティブの基礎を形成することもよく知られている。大阪証券取引所が、日経225株価指数先物取引の開始からわずかな期間においてオプション取引を導入したのは、わが国における本格的なデリバティブ取引の開始を明確にするという意味で、歴史にのこる決定であった。

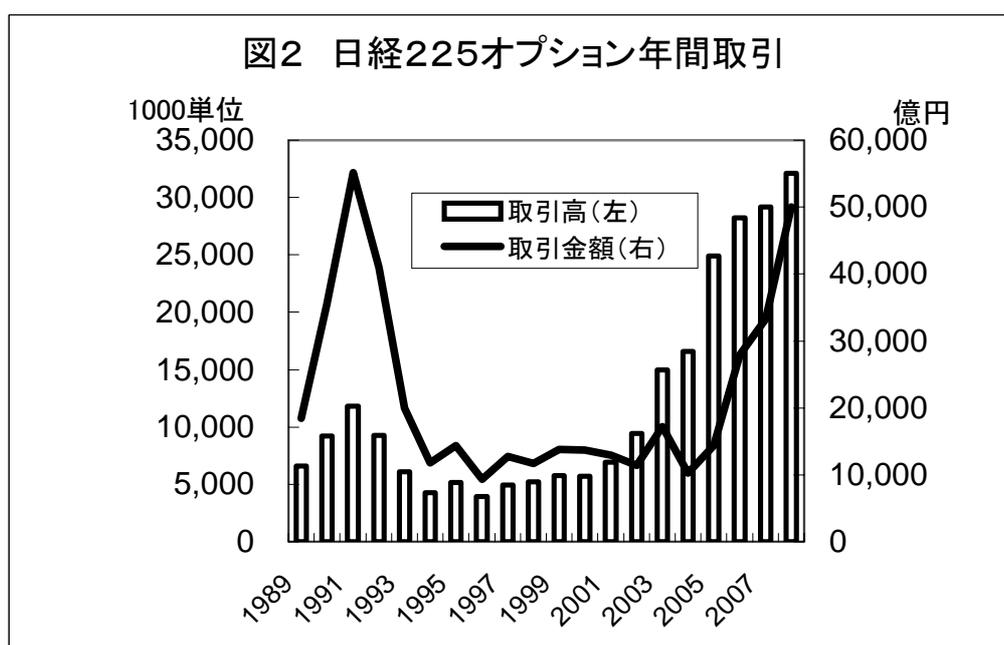
堂島の米会所という伝統があるとはいえ、先物取引に対しては偏った考えが蔓延し、オプションはおろかデリバティブという言葉さえ行き渡っていない時代に、日経225オプション市場の創設は英断であったといえよう。それまで経験のない、全く新しい取引を開始するについては、シカゴの取引所が株価指数のオプションを上場してから約15年を経ているとはいえ、多くの不安や摩擦があったことは否めない。金融証券界をはじめとして、関連するビジネスや行政に携わる人々のなかに、慧眼の士が多かったと考えられる。

この期間中の日経平均株価指数の推移と、日経225オプション取引の実績は、それぞれ図1と図2に示すとおりである。あらためて強調する必要はないが、オプションの原資産である株価指数は長期的に下落を続けており、下落幅

も大きい。また、指数の変動性（いわゆるボラティリティー）も不安定な動きを示している。そのなかでオプションは順調に取引を増やし、それに伴って取引金額も増加している。導入当初の莫大な取引金額は、取引高が多かったこともあるが、株価指数の水準が高いことによるものである。同程度の取引高であった2003年から2004年にかけての取引金額と比較すれば明らかであろう。期間後半は取引高と取引金額の双方が順調に拡大しており、この市場創設が成功であったことは間違いない。



日経225指数は月間平均値の年間平均、
ボラティリティーは月次収益率の年間標準偏差



このような事実から推察されるのは、市場参加者にとって日経225オプション取引が、決して特別な投資対象ではなく、ごく一般的な存在になったということではなかろうか。市場参加者は、資産管理サービスに携わる機関投資家や個人投資家など多様であるが、いずれにとってもオプション取引が日常的な取引対象として認識されているといえよう。

この動きは、単に日経225オプションという商品の成功のみならず、次節で詳細に述べるオプションの機能が正常に作用するために重要な意味を持つ。すなわち、冒頭で強調したように、現代の経済社会においてデリバティブは重要な役割を果たすが、その役割に関する理解がオプション市場の拡大とともに促進されるという効果がある。さまざまな種類の保険や、転換社債、リスクの条件付きの貯蓄商品や投資信託、あるいは種々の仕組み条件付きの資金調達、さらにはいわゆるストック・オプションにいたるまで、オプションの性質を備えた金融取引の種類は膨大な数に上るが、オプション市場の拡大によってオプション取引が身近で日常的になることにより、それらに関する正確な理解が促されるからである。日経225オプション市場の創設とその後の経緯はそのような効果をもたらしていると考えられる。

次に、わが国の金融資本市場と金融ビジネスが世界を舞台にして競争し、発展していくためには、株式指数オプションの市場を備えていることが不可欠であるが、日経225オプション市場がその任務を果たしてきたことも指摘しておかなければならない。もしこの市場が導入されず、あるいは創設が大幅に遅れていたら、わが国の金融資本市場と金融ビジネスは深刻な不利益を被っていたと考えられる。

2. オプション市場の機能

すでに明らかにしたように、デリバティブは経済活動がもたらす将来のリスクに対処するための効率的な方法を提供するものであり、オプションは単独でその機能を持つとともに、デリバティブ一般の基礎を形成するものでもある。

たとえば巨額な年金基金の管理者を想定する。彼が近い将来に資産価格の大幅な変動が起こる可能性に遭遇したとき、自らが管理する資産価値の下落に備えるために有効な手段を講ずる必要がある。この場合、まずオプションを利用したポジションを検討するのが標準的であろう。もしオプション取引が可能でなければ、資産の一部を売却するか先物取引を利用しなくてはならない。先物取引が有効である場合もあるが、オプションは想定するリスクに対してよりの確にかつ低い費用で対応できるのである。そのような利点を持つオプションの取引が可能である経済社会と、利用不可能な経済社会を比較すれば、オプション市場の機能を再確認できるであろう。

デリバティブは、その名前からも明らかなように、前提となる経済活動や資産（原資産）の将来動向を基礎にして派生した契約であり、それを金融資産として市場で取引できるという特徴を持つ。したがって、原資産の性質や動向がいかに複雑であっても、単純で明快な契約条件を作成できるという利点と、市場取引による合理的で透明性の高い価格形成が期待できるという優位性を持つ。

たとえば地震に対する保険を考えてみる。広範な地域に集中的な被害をもたらす地震に対しては、他の災害保険とは異なる内容の契約が必要でと考えると、多くの場合に、契約は複雑な内容で構成されていた。しかしオプションを利用すれば、個々の契約者の災害状況にかかわらず、たとえば震度のように明快な指標のみにもとづいて契約を作成できる。保険を提供する（オプションのプレミアムを受け取る）側にとってもそのほうが望ましく、市場取引も活発になると考えられるので、より低費用の保険が供給されると考えられる。

将来の不確実な状況を考慮に入れたうえで前もって合理的な決定を追求するということは、保険に限らず、広く経済活動一般において求められる重要な行動である。それは、個人の経済活動はもとより、政府の財政支出や、企業の設備投資計画にも必然的に現れる。この問題に対して革新的な解法を与えたのが、リアル・オプションと呼ばれるアプローチである。

このアプローチによれば、将来に想定されるさまざまな可能性をあたかもオプション取引の権利行使価格のように扱って、対応するプレミアムの価値を算定する。この価値を経済計算に取り入れることによって、現在の決定をより合理的な内容に修正することができるのである。すでにこの手法を採用した政府や企業の成功例も報告されており、これから有望なアプローチであると注目されている。

なおこのアプローチに関して次の点を確認しておく。一般にオプションを含むデリバティブをリスク・ヘッジの手段としてのみ強調する議論が多いが、それはデリバティブの片面的な理解にすぎず、むしろリスクに関するさまざまな対応を可能にする、すなわちリスク・コントロールの基礎として把握すべきである。たとえば、リスクの種類や内容によっては、単に避けるばかりではなく積極的に利用するのが合理的な場合もある。あるいはそれを他に譲渡するか購入することが検討に値するかもしれない。オプションの理論によってリスクの価値を把握することができれば、こうした先端的な意思決定をより合理的かつ効率的にすることが可能になるのである。

オプションの価格を求める代表的な理論であるブラック・ショールズ公式は、インプライド・ボラティリティーという指標を提供した。この指標に関する詳細な説明は省くが、市場参加者が将来に対して暗黙のうちに抱いているリスクや不確実性の大きさを表すものである。そこでもしこの指標を測定することができれば、資産管理サービスからマクロの経済政策まで広範な活動に対して有用な情報を供給できることが推察される。この試みはすでに動き出しており、随所で言及され利用されている。

3. 日経225オプション市場の展望と課題

これからの日本経済がどのような成長を遂げるか不明であるが、経済規模から判断して、たとえ低い成長率で推移しても巨額の資金需要が存在することは間違いない。またGDPの3倍近い金融資産残高を有し、これから急速に高齢化へ向かう家計部門が貯蓄の設計に無関心でいるとは思われない。そのような状況では、わが国の金融資本市場が国民経済において果たす役割が増加し、さ

らに重要性を増すと考えられる。

そこで想定される日経225オプション市場には、拡大と成熟という展望が与えられるであろう。すでにリスク・コントロール手段として確立したデリバティブの基礎として、多様な種類と形態のオプションが上場され、さらに活発に取引されるようになるのではなかろうか。これは上記で詳述したオプション市場の機能を一層本格的に発揮することを意味する。

また新しい展望として、最近の経験から得た重要な動きを付記しておきたい。大阪大学の金融保険センターに大阪証券取引所が設置した寄付講座で進めている、インプライド・ボラティリティーの研究と計測のプロジェクト（VXJ）が予想以上の反響を得て、広範な関心を集めていることがある。これは資産管理サービスの内容が高度化してこのような指標を必要とするようになったことや、昨今の金融危機に関連してマクロ経済の分析にも有用であると判断されたことを背景にしている。オプション市場から発生する情報の重要性がさらに高まることを示唆しているともいえよう。

以上のような展望を与える日経225オプション市場について、あえて課題を求めると以下の2点が想起される。

第一は、可能な限り簡素で明快な制度のもとで、多くの市場参加者を集めることである。これはあらためて強調するまでもなく、すべての金融資本市場に共通の課題であるが、デリバティブという先端的な取引を支えるオプション市場に対して、とりわけ強く求められることであろう。

第二は、オプションの性質を備えるか、オプションの特性を活かした新しい取引商品を開発して、機関投資家や資産管理サービスの専門家が持つ潜在的な需要を刺激することである。それによってオプション市場はさらなる拡大へと進展し、拡大は流動性の上昇を招くから、新たなアイデアやイノベーションを導くという、望ましいサイクルが期待されるからである。

これらの展望は、日経225オプション取引が、国民経済に対してこれまでに以上に貢献する可能性を示しているのではなかろうか。

以 上