

解 説

金融教育と投資サービス法と 株価指数オプション取引

南山大学 経済学部 助教授
吉本 佳生

1. はじめに

日経225オプションのような株価指数オプション取引は、一般的には、難易度の高い金融取引（金融商品）と評価されており、証券会社と個人客の間でトラブルが生じることも多い。しかし、株式投資の知識や経験が浅い個人にとっても、実は、証券取引所で取引される株価指数オプションは、優れたリスク管理を低コストで実現する有効な手段となりうる。

最近、金融教育の必要性が叫ばれることが多く、また、消費者保護の立場から、金融商品販売を巡るトラブルを減らすための投資サービス法が近く制定される予定だが、健全な個人投資家育成のために最も必要なことは、リスク管理に関する教育であると、筆者は考える。従って、金融教育の最初の段階から、もっと株価指数オプション取引について教え、個人投資家にとっての株価指数オプション取引の有用性を強調するべきだと考えている。そこで本稿では、リスク管理を中心にした内容の金融教育を行う場合の、株価指数オプション取引の活用方法について述べることにする。

2. 金融教育の最重要課題はリスク管理

日本では近年、金融知識を広く一般に教育する「金融教育」が盛んになりつつある。中学校や高校でも、生徒が現実に存在する企業について自分たちで分析し、その株式を買ったつもりになって「株式投資シミュレーション」をすることが増えているようだ。日本経済が再び長期的な発展をするために、個人の資金がもっと株式市場に流入することが求められており、欧米に比べて遅れているとされる金融教育が普及しつつあることは、何にせよ望ましいことだ。しかし、数週間や数ヵ月単位での株式投資シミュレーションで、本当に必要な金融知識が身につくだろうか。株式投資に親しむことはできても（金融業界からすれば、株式投資への抵抗感や警戒感を弱めることができるからそれでいいのかもしれないが）、また、株式投資の具体的な手続きなどは学べても、資産運用の

基本的な考え方が身につくわけではない。

また、個人向けの投資アドバイスなどでは、単純に「長期投資」の有効性が強調されることも多い。もちろん、個人投資家が株式投資を活用して着実な資産形成を目指す場合に、長期投資を基本とすることの長所は多い。しかし、結果として投資に失敗したときに覚悟すべき損失金額（金融機関がリスク管理によく使うVaR）でリスクを測るなら、長期投資ほどリスクは大きくなる。例えば、ある企業の株式を購入したとして、その企業が倒産して株式が紙屑になる危険性は、保有期間が長くなるほど高くなる。株価変動の幅を考えても、1日での下落幅には限度があるが、1年での下落幅には限度がなく、1日より1ヵ月の方が、また、1年より10年の方が、投資に失敗したときの株価下落幅は大きくなりうる（その代わりに、投資に成功したときの株価上昇幅も、1年より10年の方が大きくなりうるから、成功した長期投資は資産を飛躍的に増加させうるのである）。

だから、長期投資であっても、デイトレードのような短期投資であっても、不用意な損失を避けるためにはリスク管理が重要である。これは、金融機関が行う金融取引では当然のことだが、個人が株式投資などで資産運用を行う際にも、まず最初にリスク管理について学ぶことが望ましい。

本来なら、資産運用を行おうとする個人は、たとえ投資の初心者であっても、その前に、①金融資産の持つ様々なリスクによって損失を被るとき、どの程度までの損失なら耐えられるかを認識し、②投資対象の各種リスクについて調べ、③最悪の場合でも自らが耐えられる範囲内での損失に抑えられるような取引方法を選択するべきである。株式投資などを行わず、預貯金に近い性質の金融商品だけで資産運用をしているつもりでも、金融取引に関する各種リスクへの認識不足が原因で、不用意に大きなリスクを負い、しかもそれが長期間修正できない状況に陥っている場合がある（その具体例については後述する）。だから、一般的な預貯金以外の方法で資産運用をしようとする個人は、最初にリスク管理を学ぶことが大切なのである。

現実には、金融機関でさえ自らのリスク管理に失敗することがあり、個人が適切なリスク管理を行うことは難しい。個人にとっての金融リスク管理でポイントになるのは、①リスク管理が難しい金融商品と比較的容易な金融商品が存在すること、②期間が長期になるほどリスクは大きくなり、リスク管理も難しくなることであろう。そのため、最初の段階では、リスク管理が比較的容易な金融商品を選び、短期投資でのリスク管理を学ぶことが

望ましい。これは、金融機関が債券や外為などのトレーダーを養成する際にも適用されている考え方で、最初は、流動性が高い資産のデイトレードから学ぶのが普通である。

そして、株価などの資産価格のボラティリティを計測し、損失が生じる可能性について確率的に認識することが、金融リスクを管理する上で一番重要な基礎技術である。ただし、統計学の基礎知識がない個人には習得が難しい。また、株式市場で長期投資を行う際にはリスクが大きくなるので、株価指数に連動するインデックス運用などを利用してマーケット・リスクを軽減することが有効である。

株価指数オプションは、株価指数のボラティリティの変動そのものに賭ける金融商品だから、上手に活用すれば、満期日までの数ヵ月、短期投資を行う間に、株価指数のボラティリティに関する感覚を養うことができる。オプション取引では、オプションの売り手にならず、買い手になる限り、最大損失金額は限定されているので、オプション取引を利用して株式投資のリスクを限定する方法も学ぶことができる。取引所取引で、かつ、他の株価指数オプションよりも取引量が多い日経225オプションの、その中でも比較的流動性の高い条件のものを売買すれば、リスク管理を行いやすく、手数料などのコストも低い。

そもそもオプション取引とは、リスクを効率的に取引したり管理したりできるように開発され発展してきた金融商品だから、リスク管理を学ぶのに最適の教材でもある。金融教育によって、自らきちんとリスク管理をしながら株式投資を行うような、健全な個人投資家の育成を目指すのであれば、株価指数オプション取引は金融教育のカリキュラムに是非とも取り入れるべきものである。

3. 投資サービス法と近年のヒット金融商品

株価指数オプション取引を活用した株式投資がリスク管理の面で優れていることは、株価変動以外の要因によるリスクを考えると、さらに明確になる。この点について、2006年中に成立が見込まれる投資サービス法と、近年のいくつかのヒット金融商品に関係させて論じることにしよう。

2005年12月22日に金融審議会金融分科会第一部会が出した「投資サービス法（仮称）に向けて」と題する報告書が、金融庁のホームページ上で公開されている。投資サービス法は、金融商品の利用者を幅広く保護するルールを整備し、個人の資金の資本市場への流入を促進するための制度的インフラの構築を目指すものだ。その対象

となる金融商品は「より高いリターンを期待してリスクをとるもの」とされているが、そこでのリスクとしては「市場リスクと信用リスクのいずれかのリスク」が想定されており、また「元本欠損が生じるおそれ」があることをリスクがある状態と考えているようだ。そして、金融商品販売に関する規制は、仕組みやリスクをどの程度まで事前に説明すべきなのかの「説明義務」と、客のタイプによってどの金融商品なら販売してもよいのかの「適合性原則」を中心に論じられている。

大きな問題点の一つは、市場リスクと信用リスクによる元本割れのおそれだけをリスクとして強調しすぎている点である。個人の資産運用であっても、管理すべき金融リスクには、いろいろなタイプのリスクが含まれる。特に、不意の出費などでその金融商品を急遽売却（あるいは中途解約）しなければならなくなったときに、適正価格よりも安くでしか売れない（高い取引コストがかかる）危険性があるという意味での、「流動性リスク」には注意が必要である。

近年では例えば、5年前後の運用を前提として元本確保を目指す単位型のリスク限定型株式投資信託や、10年以上の運用を前提として元本保証をする変額年金保険（投資型年金保険）など、元本保証や、一定の条件つきで元本確保を目指すことを売り物にした金融商品が流行している。ただし、これらの金融商品は高コストである場合が多く、しかも、中途解約時には多額のコストが差し引かれるために元本割れしやすいという意味で、流動性リスクが高い。しかも、中長期での元本保証は、インフレによる実質価値の目減りを考慮していないために、さほど意味がない。現時点で100万円を預けて、10年後に100万円以上が保証されても、10年間でインフレが生じて、例えば物価が2倍になり、貨幣価値が半減していれば、実質的には元本の50%に相当する価値を失う危険性がある（インフレにより、10年後の100万円では現時点で50万円のモノしか買えなくなるため）。

そもそも、個人が資産を運用する際に、市場リスクや信用リスクを負担すれば、それに応じたリターンが得られるかもしれないが、個人が不用意に流動性リスクを負っても、それによってリターンが高まる可能性は低いと考えられる¹。具体的に、個人にとっての流動性リスクが高いリスク限定型投資信託や変額年金保険の仕組みを調べてみても、中途解約時のコストが高いことがリターンを高めているとは思えない。また、リスク管理の観点から考えれば、個人の資産運用ではできるだけ流動性リス

¹ このように考えられる理由については、吉本佳生（2005）『金融広告を読みぬ』光文社新書を参照のこと。

クを避けるべきである。例えば、ある個人が10年間使わないつもりで変額年金保険を購入した後で、予想もしなかったような巨額の出費が生じたために、変額年金保険を中途解約する必要が生じたとする。その状況自体がかなり悪い状況であるので、そんなときにさらに高い取引コストがかかるようでは、最悪時の損失でみたリスクが増幅されており、リスク管理としては失敗である。

上記の商品と同様の問題点を持つ金融商品として、銀行が満期の延長や短縮をする権利を持つ定期預金がある。比較的長期の定期預金で、例えば、満期を5年にするか10年にするかを銀行が5年後に選択するといったものである。2005年にはいくつもの銀行がこのタイプの定期預金を発売したが、ほとんどが年1%以上の金利で、満期時には元本と利息が保証される。現在の円の低金利を考えれば、年1%はかなりの高金利であり、2005年のヒット金融商品の一つとなった。原則として中途解約はできず、特例が認められて中途解約できたとしても、高率のコストが差し引かれる危険性があるので、この金融商品の流動性リスクは非常に高い。

もちろん、長期の定期預金はインフレに弱く、インフレが生じて実質的な損失が生じる際には、銀行は長い方の満期を選択する(先の例であれば、満期は5年でなく、10年になる)。このような商品では、元本保証(元本欠損がないこと)は無リスクを意味しない。それなのに、投資サービス法が市場リスクや信用リスクによる元本欠損のおそれを中心に、個人の金融取引のリスクを想定したのでは、ここに述べたような金融商品が持つリスクは対象から漏れてしまう。

投資サービス法の議論から欠けているもう一つの大きな問題点は、商品設計についての評価である。金融リスクについて無知な個人がリスクの高い金融商品を購入してトラブルに陥ったという場合には、確かに、金融商品の販売側が説明義務を怠ったり、適合性原則に違反していることが多い。しかし、商品設計そのものに問題がある金融商品も多いと考えられる。市場リスクや信用リスクだけでなく、流動性リスクなども含めて、全体としてリスクが高い一方で、手数料が高いためにリターンが低い金融商品も存在する(ここでのリターンは、当然ながら、取引コストを差し引いた上での期待収益率のことである)。特に、リスク限定型株式投資信託、EB債、銀行が満期を選択する定期預金、リスク限定型外貨預金といった金融商品は、それぞれ株価指数・個別株式・金利・通貨についてのオプション取引を利用する仕組みになっており、しかも、これまでに流行した商品は、客側がオプションの売り手になるものがほとんどである。こうい

った金融商品では隠された手数料が非常に高いことは、商品の仕組みを理解している者には周知の事実であり、この場合、販売側の説明義務や適合性原則よりも前に、商品設計そのものを問題にすべきである。

これらのようにトラブルが多く発生した(あるいは今後発生しそうな)金融商品において、オプション取引は頻繁に悪用されているが、オプション取引自体に問題があるわけではない。また、多くの場合、個人がこれらの金融商品のリスクを理解せずに購入してトラブルに巻き込まれるのは、オプション取引についての知識がない(あるいは不足している)ためであると考えられる。例えば、銀行が満期を選択する定期預金は、一見すると、さほどリスクが高い金融商品にみえないが、オプション取引について十分に理解している人なら、金利オプション取引が応用されていて、客側がオプションの売り手になるために金利が高くなっていること、そして、オプションの売り手になるのだからリスクは非常に高いことに気がつくだろう。

そして、投資サービス法が先に紹介した報告書をベースにした内容になるのであれば、その影響を受けにくい金融商品(上記の定期預金など)の販売を促進する効果を持つと思われる。すると、金融知識が浅い個人が、自分では比較的リスクが低い(一般的な預貯金より少しだけリスクが高いだけの)金融商品を購入しているつもりで、実際には、オプションの売り手になることで高いリスクを負うような金融商品を買ってしまうというケースは、きっと増加するはずだ。

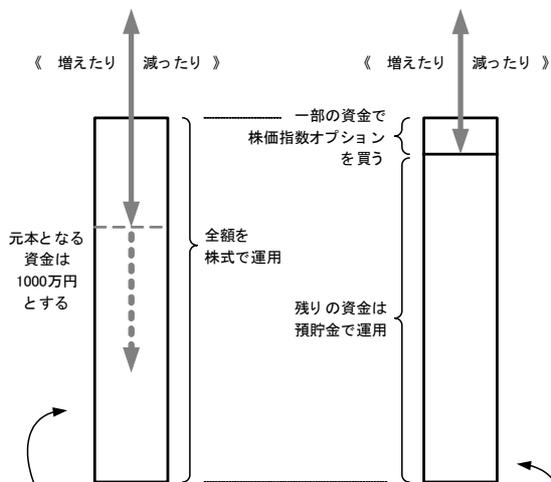
つまり、中途半端な金融知識を学んで金融商品を選ぶと、かえって不用意に高いリスクを負う危険性があるという状況は、投資サービス法が制定されても改善されない(むしろ悪化する可能性もある)と、筆者は考えている。個人が資産運用の効率を高めるためには、結局、低コストで市場リスク以外のリスク管理の面でも優れた金融商品を、きちんと自分で仕組みを勉強して取引するしかない。繰り返しになるが、日経225オプションは、いろいろなリスク管理の面で優れた金融商品であり、インターネット取引を利用すれば、かなり低コストで取引できる。また、オプション取引について学ぶことで、これまでに紹介したような危険な金融商品も避けられる。

5. 株価指数オプションでの投資トレーニング

筆者は、個人が株価変動リスクに対する感覚を磨くためには、ATMあるいはOTMの株価指数オプション(日経225オプション)を購入し、タイミングを見計らって売却するという投資が有効だと考えている。想定元本を意識

し、例えば1000万円の資金があるとして、その金額で株式投資（インデックス運用）を行うのと同じ投資効果を持つ株価指数オプションを購入する。仮に、2ヵ月後が満期日でATMあるいはOTMの株価指数オプションを50万円で購入したとすると、想定元本1000万円のオプション取引を50万円の資金で行うことになる。このとき、2ヵ月間の期間限定で1000万円分の株式投資をしているとの認識さえあれば、オプション取引は有効なリスク管理手段となる（図1を参照）。

図1 想定元本を考えて、オプションを取引する



もし、株価が3割下がって、資産価値が700万円まで減ったとして、損失を確定させたくないために株式を保有し続けると…
 ●700万円の資金がまったく使えない状態になる
 ●さらに損を重ね、大損をする危険性がある

元本の一部だけを使って、株価指数オプションを買えば…
 ●残りの資金は、預貯金にすればよく、いつでも自由に使える
 ●損失金額を自動的に一定金額に抑えられる

普通に1000万円で株式投資を行うケースと比べると、まず第1に、950万円の資金を安全で流動性の高い方法（普通預金など）で運用できるので、流動性リスクなど（市場リスク以外のリスク）を大幅に軽減できる。第2に、損失を確実に50万円に限定できる。第3に、株価の下落を予想する場合、株価下落によって利益が得られるような投資が可能である²。第4に、オプション価格は原資産価格のボラティリティを反映するので、比較的短期の投資であっても、日々当該オプションの価格変動をチェックして、売却のタイミングを探ることで、株価変動リスクに対する感覚をより効率的に磨くことができる。ただし、ATMやOTMのオプションは、購入時には時間的価値だけで価格が決まっているので、そのままであれば

² 株価指数のボラティリティの高まりに賭ける投資も可能である。ただし、オプションの売り手になることは想定していないので、ボラティリティの低下に賭ける投資はできない。

時間の経過による価値減少が大きく、満期日まで日々オプション価格をチェックして売却のタイミングを見計らうことができる状況で購入すべきである。

一定期間、価格変動をチェックしないことを前提に、それでもリスク限定型の株式投資を行いたい場合には、ITMの株価指数オプションを利用の方が望ましい³。例えば、現在の株価指数よりも2割安い権利行使価格のコール・オプションを買って満期日まで保有することにすれば、損失が自動的に想定元本の2割を少し超えた金額に抑えられる⁴。この場合にも、想定元本の株式投資に比べれば、流動性リスクなどを軽減できるし、ITMのプット・オプションを買えば、株価下落に賭ける投資も可能となる。満期日が来れば、新しい株価指数オプションを購入する必要があるため、購入時の時間的価値の分だけ、リスクを限定するための保険料を支払い続けるような投資になるが、コストの高い株式投資信託を買って信託報酬を支払い続けるよりも、また、オプション取引が組み込まれた預金や債券などを買って高い手数料を支払うよりも、ずっと低コストであり、しかもコストに見合ったメリットが得られる。

6. おわりに

クルマの運転を習う際に、まずブレーキとアクセルの操作や感覚を覚えるように、資産運用について学ぶ際には、まずリスク管理の方法を学び、リスクに対する感覚を身につけるべきである。個人投資家向けの金融教育は、まずは金融リスク教育から始められるべきであり、筆者としては、その中で日経225オプションなどの株価指数オプション取引が十分に活用されることを望みし、少しでもそのような金融教育活動に貢献したいと思う。

[参考文献]

1. 金融審議会金融分科会第一部会（2005）「投資サービス法（仮称）に向けて」（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dai1/f-20051222_d1sir/00.html）
2. 吉本佳生（2005）『金融広告を読み』光文社新書
3. 吉本佳生（2002）『投資リスクとのつきあい方』①紙ヒコキで学ぶオプション取引』講談社＋α新書

³ ETFとOTMの株価指数オプションを組み合わせる方法もある。
⁴ そのITMのオプションの購入金額が損失金額の上限となるが、時間的価値の分だけ、想定元本の2割よりも大きな金額になりうる。

1. RNプライム指数構成銘柄の一部変更

豊田工機（株）（コード：6206）株式の合併による上場廃止に伴い、平成18年1月4日（水）より、Russell/Nomura Prime インデックス（RNプライム指数）構成銘柄から当該株式を除外することについての発表がありましたので、お知らせいたします。