

解 説

個人投資家と株式オプション

(株)野村総合研究所
資本市場研究部 岩谷 賢 伸

株式オプション取引は、①少額の資金から取引が可能であること、②買いポジションを取ればリスクを限定しつつ利益を追求できること、③現物株式の取引などと組み合わせることにより投資手法を多様化させることができるとともに、保有株式の値下がりリスクなどのヘッジや指値での売り買いを可能とする手段としても活用できることなどから、多くの個人投資家の市場参加を期待できる商品である。だが実際は、米国で個人の取引が活発なのに対し、わが国では個人による取引がほとんど見られない。本稿では、日米でこのように状況が異なる要因を追求するべく、まず米国の実態を分析した後、わが国株式オプション市場の将来展望を探ることとする。

1. 米国株式オプション取引の実態分析

1) オンライン取引との高い親和性

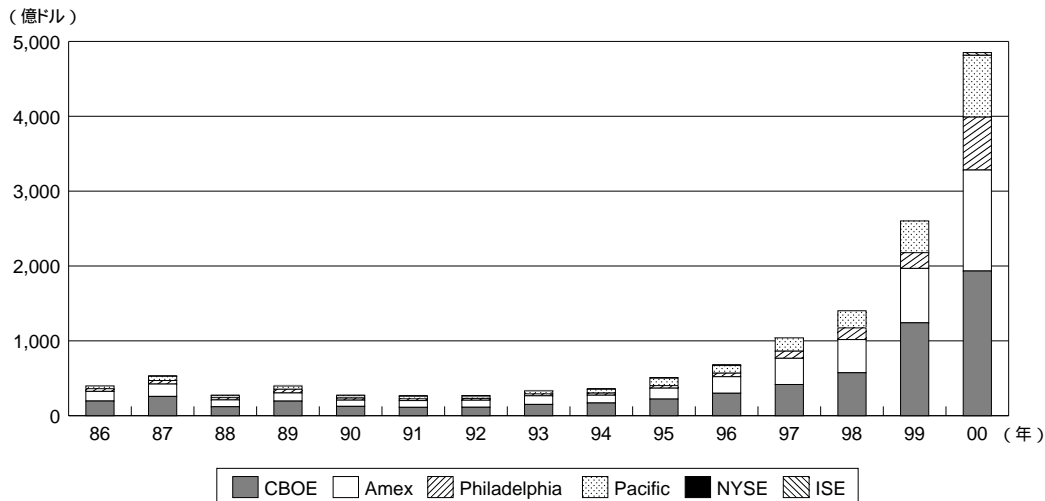
米国株式オプション市場では、個人投資家とその急成長を支えている。昨年、5市場1合計で過去最高となる4,851億ドルの取引代金を記録したが(図1)、投資家別

取引状況を見ると、取引高ベースで個人が全体の44%を占めた。個人分以外の取引はマーケット・メイカーが49%、法人が7%となっていることから、主に個人の注文に対しマーケット・メイカーが売り・買い向かっているという市場構造が窺える。

株式オプション市場で活発に取引している個人投資家はいわゆる大衆投資家ではない。大衆投資家層よりも投資の習熟度が高く、数の上でも相対的に少ないとみられる投資家層が該当すると考えられる。2000年5月にオプション取引の教育啓蒙機関である Option Industry Council(OIC)が「オプション・ユーザーに関する調査」²という株式オプション投資家の実態調査を発表しているが、それによれば個人オプション投資家は一般的に、①裕福で学歴が高く、②インターネットを頻繁に利用し、③アクティブな投資性向を持ち、リスク選好も高い、といった特徴を持つ。また、およそ4割の投資家がインターネット経由でオプションを取引している。

株式オプションの売買が、株式のオンライン取引の拡大と時期を同じくして急成長したことも注目される。オンライン株式取引については、チャールズ・シュワブやE*トレードを始めとするオンライン・ブローカーが98年の後半頃から急激に取引口座数を伸ばし、99年以降は個人の株式売買の3割から4割がオンライン経由で執行されるまでになった。このように急拡大を遂げたのは、①証券会社のウェブ・サイト等で豊富な投資情報やリア

図1 米国株式オプション市場の取引代金



(出所) OCC“OCC Monthly Statistical Report”より野村総合研究所作成

ル・タイムの株価等が閲覧できる，②簡単に，しかも時間を選ばず取引することが出来る，③従来よりもかなり安い手数料で売買することが出来るといった特長が投資家に評価された結果であった。オンライン取引が導入されてから従来の株式取引の形態は大きく変わったが，同様に株式オプション取引についてもオンライン取引の発展が及ぼした影響は無視できないと思われる。むしろその恩恵は，現物株式取引以上であるとも言えよう。なぜなら，現物株式の取引よりも株式オプション取引の方がより複雑であり，取引に当たってリアル・タイムで欲しい情報もより多いからである。パソコンの画面上でそれらの投資情報が一覧できるようになったことで，電話等で面倒なやり取りをしていた従来よりもオプション取引参加へのハードルが下がったのは明らかである。

2) 投機利益を目的とした取引

一般的に，個人の株式オプション取引の形態としては，短期的な投機利益を目的とする売買か，保有する現物株式の株価の下落リスクをヘッジするための売買がほとんどであると言われてきた。だが，ここ数年は前者の方が後者よりも盛んに行なわれていると推測される。オプション取引は現物株式等の取引よりも仕組みが複雑で，リスクやボラティリティも高いため，全ての個人投資家に適しているとは到底言えないが，その裏返しとして投資習熟度の高い投資家が上手に取引を行えば現物株式よりも高いリターンを得られる可能性がある。リアル・タイムの投資情報の取得や，インターネットを通じてのタイムリーな注文が可能になったことにより，以前に増して短期的な利益を挙げられる可能性は高まったはずであり，またそれを追求する傾向は強まっているであろう。日中の価格推移を睨みながら頻繁に売買を繰り返す，いわゆる“デイ・トレーダー”も株式オプションを投資対象の1つにしている。

「投機的」という範疇に括られるこうした取引は，株式オプションの本来の目的であるリスクのヘッジや，現物株式等と組み合わせての投資手法の多様化からはかけ離れているとも言える。しかし，オプションの長所を生かした取引の前提条件となる，高い市場の流動性に，短期の利食いを目的とした取引の増加が一役買っていることはほぼ間違いない。

3) 株式オプション市場間競争

市場の主催者である取引所に目を向けてみると，個人投資家の株式オプション取引をさらに活発化させるために，5つの取引所が互いに競い合っている。

従来，取引所間の紳士協定により，単独の取引所で取引されてきた流動性の高い銘柄が，99年8月以降複数のオプション市場に重複上場されるようになり，各取引所で扱う銘柄数が増加した³。5つの市場がオプションのプライシングを巡って市場間競争を繰り広げることによって，売り気配と買い気配のスプレッドが縮まり，その結果，マーケット・メイカーの収益は負の影響を受けているものの，個人投資家にとっては望ましい価格形成がなされるようになってきている。

また，各取引所は投資家教育・啓蒙，詳細でタイムリーな投資情報の提供などに努めている。投資家教育については，例えば取引所のウェブ・サイト上に，オプションの投資手法を学習したりするためのラーニング・センターが設けられ，そこでは様々な教材が無料で閲覧できる。取引所の主催による，オプション投資のセミナーや講習会も数多く開催されている。投資情報や取引ツールについては，チャートやリアル・タイムの気配値，株式分割や買収・合併情報，新規上場情報，満期日カレンダー，価格到達お知らせメール機能，オプション計算機，銘柄検索機能など現物株式取引と同様の情報及びツールをウェブ・サイトから簡単に手に入れられる。これらに加えて，例えばAMEXでは，A社という会社の株式を対象としたオプションに関して，どのような条件(限月や権利行使価格等について)のものが最も頻繁に取引されているのかといったことが一目でわかるようになっている。

以上に加え，新たなヒット商品の輩出にも余念がない。99年3月に上場されたETF(Exchange Traded Fund: 株価指数連動型上場投資信託)の一つであるNasdaq 100 Index Tracking Stock(通称: キューズ)のオプションは，たちまち株式オプション市場で重要な位置を占める商品になっている。ETFとは，特定の株価指数に連動するように運用がなされるインデックス・ファンドで，取引所に上場されているものを指し，AMEXの取引所活性化のための戦略商品として現在およそ80のETFが上場されている。なかでもキューズは売買の最も盛んなETFであ

り、本家のインデックス・ファンドを脅かすまでの存在になりつつある。このキューズのオプションは、株式オプションに分類され、現物と同時に上場されたが、昨年 AMEX で最も取引の多い株式オプションとなった。5 市場全体で見ても 2 番目に取引の多い銘柄であり、直近では全株式オプション取引の 10% 近くを占める。キューズについても最近まで AMEX のみでの取引であったが、今年の 3 月に 5 つの取引所全てに上場され、個人を中心にさらに活発に取引されている。

2. わが国株式オプション市場の発展に向けて

一方わが国では、97年の市場開設以来個人投資家の市場参加は非常に低調である。株式オプション取引代金全体に占める個人の割合は、両市場合算で97年は8.9%とまずまずであったが、98年以降は98年0.6%、99年0.1%と急激に低下し、2000年は0.1%を切った(図2)。そもそも取引水準が米国に比べて圧倒的に低く、金額ベースで1,000分の1にも満たない状況⁴であることを勘案すると、個人の取引は現在のところほとんど行われていないといっても過言ではない。

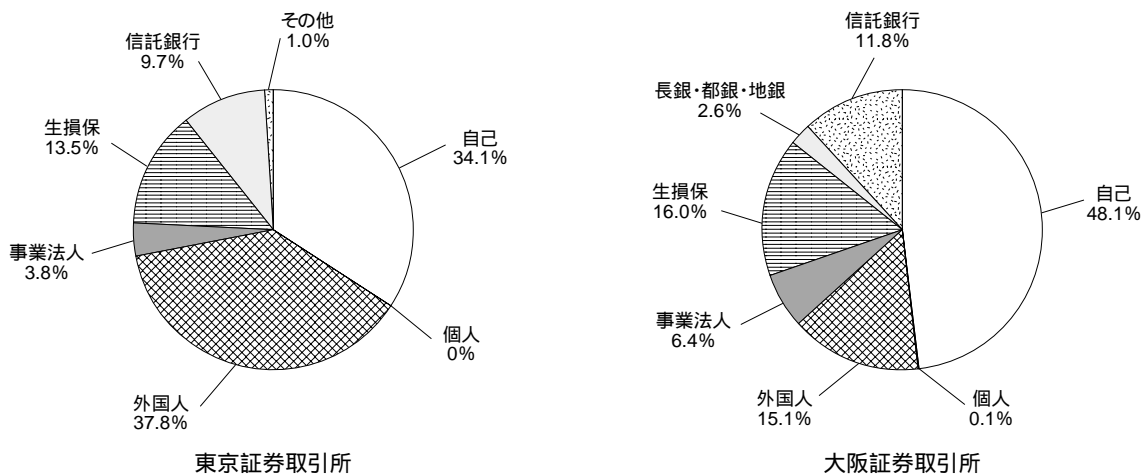
しかしながら、現状のこの数字を以ってわが国に個人の株式オプション投資のニーズがないというのは少し性急であろう。わが国でも5社程度のオンライン専門証券会社を通じて、株式オプションと非常によく似た性質を持つカバードワラント⁵が取引され、徐々にではあるが

取引規模が拡がりつつある。例えば、オンライン専門の DLJ direct SFG証券では、2000年3月の取引開始以来、12ヶ月連続で取引規模が拡大しており、1営業日当たりの約定件数も2001年3月には1,500件に達している⁶。同月の東証と大証の1営業日当たり株式オプション取引高は、それぞれ1,010単位と1,937単位であり、取引水準に大差はない。カバードワラントが少しずつ投資家に浸透してきている背景には、カバードワラントの発行体である外資系金融機関がマーケット・メイクを行って流動性を確保していることと、ウェブ上で取引の条件などを確認しつつインターネット経由で簡単に注文を出せることが挙げられる。一方で、1社によるマーケット・メイクは価格形成の点で透明性が低く、投資家が理論価格とは乖離した価格で取引することになる恐れがある。現に今年の5月には、マーケット・メイカーがオプションの理論価格とは大幅に乖離した異常な価格を提示し、投資家に誤解を生じさせるという事態が発生している⁷。

わが国には、現時点では株式オプションのような複雑な商品の取引に習熟した投資家はそれほど多くないが、カバードワラントの取引状況を見る限り、潜在的な株式オプションの取引ニーズは高まっていく可能性がある。そうしたニーズに市場が応えるためにも、米国の先行事例を参考にしつつ、いくつかの改善の取り組みがなされていくべきであろう。

まず第一に、税制上の不利な取扱いの改善である。わ

図2 投資部門別株式オプション取引金額比率(2000年)



(出所) 東京証券取引所「東証統計月報」、大阪証券取引所「統計月報」より野村総合研究所作成

が国の現行税制では、個人投資家が反対売買もしくは権利放棄する(される)ことにより株式オプション取引を終了した場合、そこから生じた損益は所得税法上雑所得として総合課税の対象となる。したがって、所得の高い人ほど税率が高くなる。また、現物株式の譲渡益と、オプション取引から生じた損失を損益通算することも認められない。かたや、株式の譲渡益については、分離課税で申告方式もしくは源泉方式の選択が可能であることを考えると、課税の中立性に反すると言えなくもない。

これに対し米国では、キャピタル・ロスはその全額をキャピタル・ゲインと、それでも足りない場合は、3,000ドルまでの通常所得と損益通算することができるため、株式オプション取引から生じたキャピタル・ゲイン(ロス)は現物株式のキャピタル・ゲイン(ロス)と損益通算することができる。これにより、リスク・ヘッジを目的としたオプション取引が有効性を増すわけである。また、全ての所得が総合課税の対象となるため、株式オプションからのキャピタル・ゲインもその中に合算される。今後、わが国でも株式オプションを税制上現物株式と同様に分離課税扱いとし、現行の制度に沿って言えば、申告方式を選択した場合は、株式の譲渡損益と株式オプションの譲渡損益を通算出来るようにするといった手当てが望まれよう。

第二に、市場の流動性が非常に低い現状を鑑み、複数の証券会社がマーケット・メイクを行なうことで市場への参加者を増やしてゆくことが肝要であろう。その結果、投機的とも言える株式オプションの売買が多数起ったとしても、市場の厚みを増し、株式オプションがリスク・ヘッジ手段など本来の目的で頻りに用いられるようになるまでのプロセスと捉えてもよいのではないだろうか。

そして第三に、米国に倣いわが国においても取引所同士がサービスを競い合い、市場の効率性を高めていく努力が今まで以上に行われてしかるべきである。例えば昨年、東証が株式オプションの取扱い銘柄数を大幅に増やしたというような動きは評価できる。一方で、ウェブ・サイトを通じて提供する投資情報や取引ツールの質の面では、わが国の取引所はまだ改善の余地が見られる。例えば、オプションの銘柄検索機能の追加や、各銘柄の売買高、オプション料の値動きといった基本的な情報を、

全ての上場銘柄について見やすく、しかもなるべくタイムリーに提示するといったことが検討されてもよいのではないだろうか。投資情報の提供という点では、現時点ではカバードワラントを取り扱うオンライン証券会社の方がかなり進んでいる。

第四に、証券会社がオンライン・トレードのラインナップに株式オプションを加えてもよいのではないだろうか。当初は採算が合わない可能性もあるが、先述した通り、株式オプションとオンライン取引の親和性は高く、将来的に有望な商品となりうる。

以上に挙げた税制改正、マーケット・メイカー制度の導入、取引所のプロモーション、オンライン・トレードといった課題は、そのうちの1つが達成されたからといってすぐに株式オプションの取引を活性化させるといった性質のものではない。取引所や証券会社といった複数の関係者が一体となって課題に取り組むことによって初めて、わが国株式オプション市場は発展に向けて動き出すであろう。

- 1 最大の取引規模を誇るシカゴ・オプション取引所(CBOE)とシェア第二位のアメリカン証券取引所(AMEX)、フィラデルフィア証券取引所(Phlx)、パシフィック証券取引所(PSE)、そして2000年5月に取引を開始した電子オプション取引所「インターナショナル・セキュリティーズ・エクスチェンジ(ISE)の5市場。
- 2 この調査は95年の調査に続き2回目の調査で、個人オプション投資家とオプションを現在利用していない個人投資家へのアンケートを集計したものである。
- 3 2000年現在の各市場の上場銘柄数は、CBOE1,200超、AMEX1,400超、PCX800超、Phlx約800、ISE150超となっている。
- 4 2000年の年間取引代金を比較すると、わが国は米国のおよそ1/650分の1であった。ちなみに、上場株式の取引代金を比較すると、わが国(三市場)は米国(NYSE)のおよそ4分の1である。
- 5 カバードワラントとは、権利の対象となる企業とは別の企業(金融機関など)が発行する有価証券で、株式オプションや株価指数オプションなどを小口証券化したものである。
- 6 DLJ direct SFG証券ホーム・ページのプレス・リリースより。
- 7 カバードワラントのマーケット・メイクをしていたゴールドマン・サックス証券は、「重要な事項につき誤解を生ぜしめるべき表示をする行為」を犯したとして、今年の6月27日に金融庁から、12日間のカバードワラント売買業務の停止や、カバードワラントに係る価格情報の公正・透明化に関する業務改善命令などの行政処分を受けた。