

解 説

デリバティブを使った個人資産ヘッジ

はじめに

1998年10月にバブル崩壊後の安値を付けた日経平均は、今年2月に2年7ヶ月ぶりに20000円台を回復した。その過程で日本の産業構造の変化にスポットライトが当たり、通信やインターネットビジネスなどを手掛ける企業の株式が、東京市場の時価総額をバブル期の80%近くまで戻す牽引役となっている。

また、重厚長大産業の衰退とは裏腹に、テクノロジーを持つ店頭市場上場企業が再評価され、IPOを目指すベンチャー企業も注目を集めている。このところ国内外の金融機関を中心にベンチャーキャピタル事業進出の話題も頻繁に聞かれるようになってきた。また、市場整備としてもマザーズが開設され、ナスダック・ジャパンの立ち上げも間近に控えており、市場の関心度も一段と高まってきている。このような日本市場の急速な変化も、米国の巨大資本主義やインターネット普及を背景にしたニューエコノミーの影響が大きいと思われる。

ベンチャー企業家が抱える問題

日本を先行している米国の株式市場では、このインターネットブームに乗って毎日何人のミリオネアーが生まれるのかというのがホットな話題の一つである。

ベンチャー企業の創設者は、取引所に上場させるか、あるいは大きなハイテク企業の買収対象になるまでその企業を育て上げる資金を提供してくれるベンチャーキャピタルを探す、というのがごく一般的なシナリオである。残念ながら日本においては大企業の買収対象を目的とするベンチャー企業育成は難しいのが現状のようだが(企業文化の問題だろう)、米国では盛んである。シスコ(Cisco)、マイクロソフト(Microsoft)、ヒューレット・パッカード(HP)などの大企業は、小さなハイテク企業を積極的に買収してきた。こうした買収が行われる場合、大抵は株式交換方式が採用される。したがって、企業を売却する創設者達は売却先企業の株式を保有することになるが、この保有株式には売却制限がつけられるこ

とが多い。即売却可能な部分はあっても半年は保有する条件がつけられたり、インサイダーの問題が絡む場合などは3年間ほど非売却条件がつくこともある。

ここで問題になるのが、売却を制限されている期間の保有株式の下落リスクである。その期間中は当然マーケットリスクや企業の業績下方修正の可能性などが考えられる。こうしたリスクを回避するために、デリバティブを使ったヘッジスキームが提供されている。このスキームをこれから紹介してみたい。

資産ヘッジ

例えば、ある実業家がベンチャー企業の立ち上げに成功し、その企業をマイクロソフトに売却し、マイクロソフト株を百万株取得したとしよう。ここでこの実業家は2つの問題を抱えることになる。

- 1) 彼は一躍資産家となるが、それはまだ計算上のことであり、株式を売却できない以上現金は手元に入っていない。
- 2) 彼の資産はマイクロソフト株の株価の動きに連動し、株式市場のマーケットリスクなどによってその資産価値は大幅に減少する可能性がある。

この問題を解決するために、ウォールストリートのデリバティブマーケットではゼロ・コスト・カラー(Zero Cost Collar) やリストラクティッド・ストック・ヘッジング・プログラム(Restricted Stock Hedging Program) と呼ばれる商品が開発されている。この商品(契約)はコストがかからず(ゼロ・コスト・カラーは手数料等もすべて含んだ設計になっている)、マーケットのリスクから実業家の資産の目減りを防ぐ役割を果たす。ただ、最低金額は商品提供者によって変わってくるが、大体5億から10億円位である。

先ほどの例に戻って、この実業家の持つ百万株のマイクロソフト株には2年間株式を売却出来ないという制限がついていたとしよう。この株式を取得したときのマイクロソフト株の株価が100ドルであったと仮定すると、彼の資産は評価上1億ドルとなる。

この時、あるゼロ・コスト・カラーを使ってヘッジをかけたとする。このゼロ・コスト・カラーによって、マイクロソフトの株価が85ドル(=8千5百万ドル)以下

図1 ゼロ・コスト・カラーでヘッジされた保有株の損益

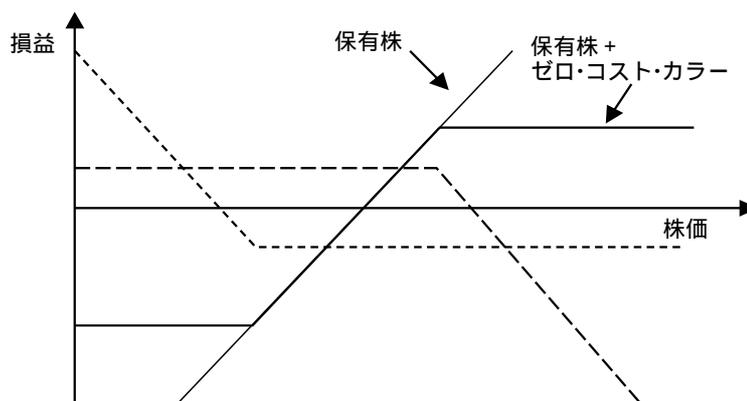
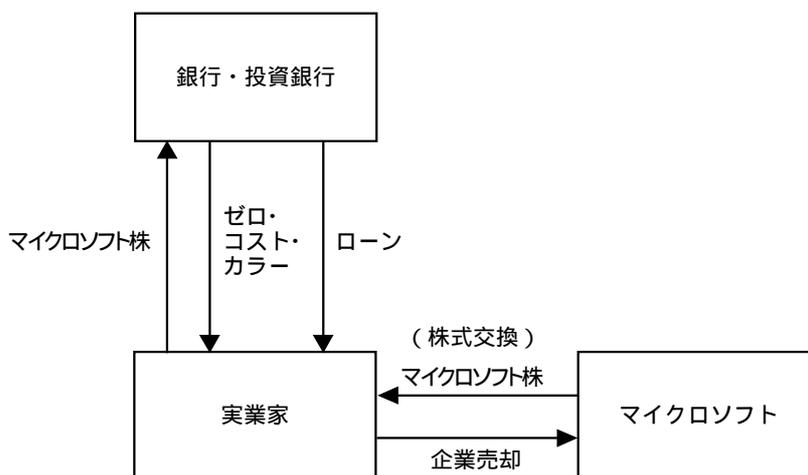


図2 リストリクティッド・ストック・ヘッジング・プログラム



になった場合のプロテクション（損失の回避）を得られる。一方、株価が110ドル（= 1億1千万ドル）以上になった場合、彼はそれ以上の利益を放棄することになる。

つまり、このゼロ・コスト・カラーは、マイクロソフト株の権利行使価格が85ドルのプットオプションを購入し、110ドルのコールオプションを売却したポジションの組み合わせとなるわけだ。派生商品に関してある程度の知識があれば、それほど難しいポジションではないことがわかりいただけるだろう。（保有株式は担保としてゼロ・コスト・カラーポジションの提供者に預け入れる必要がある。）

したがって、株式市場がどれだけ暴落しようとも、彼の資産は8千5百万ドル以下になることはない。しかし、株価がブームに乗って更に急騰劇を繰り広げた場合

は、110ドル以上、すなわち1億1千万ドル以上の資産増加分は放棄しなくてはならない。

リストリクティッド・ストック・ヘッジング・プログラム

ゼロ・コスト・カラーは確かに資産に付随するマーケットリスク等の問題を解決してくれるが、彼がその資産を実際に活用、あるいは消費したい場合はどうしたらいいのか。そのためには当然ながらキャッシュが必要になってくる。

この問題はゼロ・コスト・カラーを発行する銀行などが解決してくれる。彼らは彼の株式資産がその資産価値の85%までは保護されていることがわかっているので、ローンとしてその金額（資産評価価値の85%）まで貸し出しを行ってくれる。彼らがこのスキームに興味を抱く

のは、基本的にはリスクフリーの取引をベースにしているにもかかわらず、貸し出し金利にプレミアム(LIBOR + α ; この α の値は小さくない)を付けることが出来るからだ。発行者のオプションポジションは、当然個別株オプションの上場市場やOTC市場で完全にヘッジされている。

米国ではこのようなスキームの勧誘広告が、Red Herring, Wiredなどのようなベンチャー企業を立ち上げようとする実業家達向けの雑誌に掲載されており、この数年で利用度は上昇しているようだ。

冒頭で述べたように、日本でもベンチャー企業育成やベンチャーキャピタルビジネスが活発になってきている。現在では限りのある日本の大企業への企業売却も後々は増えてくるとされるし、外資系企業が日本のベンチャー企業を買収のターゲットにするだろうことも予想できる。そうすると、このようなスキームへのニーズが日本でも徐々に高まってくるであろう。

ストックオプション制度への利用

このようなスキームは、ベンチャー企業家以外でも利用ニーズが出てくるだろう。日本でも95年から特定のベンチャー企業が、また97年には改正商法で企業にストッ

クオプション制度を認められることになった。現在では300社以上の企業がストックオプション制度を利用しているようだ。

このストックオプションの付与を受けた従業員は、権利行使期間内にオプションを行使しなくてはならないが、株価が権利行使価格を上回り、実際にオプションを行使して自社の株式を保有しているとしよう。権利行使後すぐに株式を売却してしまえば利益が手元に入ってくるが、様々な理由から自社の株式を保有しておきたい、または保有しなくてはならない状況におかれることがあるだろう。このような場合も上記で説明した、ゼロ・コスト・カラーヤリストリクティッド・ストック・ヘッジング・プログラムなどを使うことによって、自分の資産をヘッジし、現金を使うことが出来るようになる。

今後もストックオプション制度を利用する日本企業が増えてくることが予想され、このようなスキームのニーズは高まるだろうと思われる。ただ、従業員に対してオプション取引を禁ずる企業もある。

ウェストエルビー証券会社
株式派生商品部 T.O

先物・オプションマーケット・解説 総目次(1999)

VOL. NO.	先物・オプションマーケット	解 説	そ の 他
VOL.11 NO.1 '99.1.14	・最近のヘッジファンドの動向について - 1 - さくら証券 松村尚彦	・証券先物取引等に係る証拠金の改正法令・規則について (M.S)	
VOL.11 NO.2 '99.2.15	・最近のヘッジファンドの動向について - 2 - さくら証券 松村尚彦	・デリバティブ取引の会計の動向(1) - アメリカFASBの展開を 中心として - 神戸大学教授 古賀智敏	市場の動向(平成10年) ・平成10年の先物・オプション市場について
VOL.1 NO.3 '99.3.12	・ヨーロッパの株式デリバティブ市場 (財)日本証券経済研究所大阪研究所 主任研究員 吉川真裕	・デリバティブ取引の会計の動向(2) 先物取引の利用実態と会計の動向 近畿大学助教授 浦崎直浩	・大証の株券オプション取引 平成11年3月12日から対象株券 100銘柄に拡大
VOL.11 NO.4 '99.4.14		・デリバティブ取引の会計の動向(3) オプション取引の会計処理に関する実 態分析 甲南大学教授 河崎照行	・日経平均株価構成銘柄の一部入 替えについて
VOL.11 NO.5 '99.5.14	・海外のカバードワラント市場について クレディ・リヨネ証券会社 東京支店 エクイティ・デリバティブ部	・資産運用におけるデリバティブ - 1 - ～年金運用における 株式オプションの利用～ 年金資金運用研究センター 研究員 西迫伸一	
VOL.11 NO.6 '99.6.15		・資産運用におけるデリバティブ - 2 - ～損失の発生過程とその対処方法～ 年金資金運用研究センター 研究員 西迫伸一	
VOL.11 NO.7 '99.7.14	・転換社債のリスク管理 興銀第一フィナンシャルテクノロジー(株) 山本 毅 白石 愛	・資産運用におけるデリバティブ - 3 - ～デリバティブ投資の管理方法～ 年金資金運用研究センター 研究員 西迫伸一	
VOL.11 NO.8 '99.8.13		・資産運用におけるデリバティブ - 4 - ～株式ポートフォリオの ヘッジについて～ 野村証券金融研究所 主任研究員 中嶋啓浩	・大証オプション取引に係る米国 SEC発行のノー・アクション・ レターについて
VOL.11 NO.9 '99.9.14	・SPAN®の採用について - 1 - 企画課 樋出幹雄	・資産運用におけるデリバティブ - 5 - ～米国年金スポンサーの デリバティブ利用～ 野村証券金融研究所 投資技術研究部 副主任研究員 荻島誠治	
VOL.11 NO.10 '99.10.15	・SPAN®の採用について - 2 - 企画課 樋出幹雄		・日経株価指数300構成銘柄の一 部入替えについて ・業種別株価指数構成銘柄一覧 (1999年10月1日現在) ・業種別指数の構成銘柄の定期入 替えについて
VOL.11 NO.11 '99.11.12	・SPAN®の採用について - 3 - 企画課 樋出幹雄		
VOL.11 NO.12 '99.12.14		・CMEにおける日経225先物取引の価格 形成 (Y.S)	