

## 第2話 オプション取引の話

### 1、はじめに

今回は、前回（「先物取引の話」）に引き続き、「オプション取引」を取り上げてみましょう。前回でも述べたように、デリバティブは「現物取引」から派生してきたものです。先物取引は、契約と受渡しを時間的に分離させた取引です。入手したいのは（あるいは売り渡すのは）まだ先であるが、受渡しの時に予定された価格、数量での取引を確実にしておきたいために、今から契約だけ済ませておこうというニーズから生まれました。ただし、先物取引は、契約は既に済んでいますから元に戻すことはできません。もしこれを取り消したい場合には、反対売買を行って、先の契約を相殺するしかないのです。

ではオプション取引はどのようなニーズから生まれたのでしょうか？この取引を理解するためには、日常的に身近に行われている類似の取引を想起してみると有益です。

### 2、手付金とオプション

そのひとつは、不動産取引でごく当たり前のように行われている「手付金」です。土地や家屋を購入するときに、即金で全額購入する人はきわめてまれで、1～2割程度の手付金を支払い、住宅ローンを組んで資金手当てを行い、残金は物件の引き渡し時点など手続きがかなり進んだ段階で支払われるのが通例でしょう。

たとえば (a) が、時価 3,000 万円のマンションの購入を決断したとしましょう。手付金として不動産業者 (b) に 1 割の 300 万円を払っておけば、引き渡し時に、同程度の住環境・価格のマンションが 3,300 万円まで値上がりしていても、当初の値段通り、3,000 万円で (b) から購入できます。(b) はこの値段で引き渡す義務があるのです。他方で、これが 2,500 万円に値下がりしていれば、手付金を放棄して最初の契約を解除できる場合もあります。

これと大阪取引所で行われているオプション取引とを比較してみましょう。たとえば、執筆時点（2015年7月17日）の三菱UFJFGの株式オプションのうち、8月限月、行使価格900円のコール・オプションは30円50銭でした。8月限月物は8月13日が取引最終日です。つまり、コール・オプションの買い手Aは売り手Bに現時点で30円50銭支払えば、8月13日に三菱UFJFGの株を単価900円でBから購入できる権利を持ちます。仮に同株価が13日に1,000円に値上がりしていれば、権利を行使してBから900円で買えば、オプション料だけ損はしていますが所定通りに900円で購入できたこととなります。

あるいは権利を行使して900円でBから買い、同時に1,000円でBに売り戻したことにして差額100円をBから受け取ることもできます。この100円を充当して1,000円の同株を買えばやはり買いコストは900円で済んだこととなります（日経225オプションなどの

株価指数オプションでは受渡しできる有体物はないため、こうした「差額」の支払いで決済します)。このようにコール・オプションは、将来の一定期日(8月13日)に、900円で三菱UFJFG株を購入する権利であり、買い手はオプション料を払ってこの権利を入手し、他方の売り手はオプション料を受け取る代わりに、買い手が権利を行使すれば同株を900円で売り渡す義務を負うのです。逆に、買い手は期日に同株が900円を割り込んでいれば、購入する権利を放棄することもできるのです。

### 3、手付金とオプションの違い

このようにオプション取引は、不動産の手付金と同様に、将来の経済・金融情勢の変化によって物件の値段がどのように変化しても、当初の条件での購入を確実にすることができるのです。加えて、もっと有利な条件がほかにあれば、権利を放棄することもできます。しかし、オプションは手付金とは類似してはいますが異なる点もあります。

#### 【手付金は契約の部分的履行】

先ほど、不動産取引ではほかにもっと安いマンションが見つければ、手付金を放棄して最初の契約を解除できる「場合」もある、と書きました。必ず解約できるとは書きませんでした。なぜならば、手付金は契約の締結を双方が確認し、部分的に履行することでその履行完遂の意思を表明する行為であって、契約は既に締結されているのです。

不動産の引き渡しには住宅ローンに伴う抵当権の設定・登記手続きなど一連のプロセスが必要で時間がかかりますから、やむを得ない事情で解約せざるを得ない場合も出てきます。それを考慮しつつ、しかし安易な解約で取引自体が不安定になることを防ぐために、いわば「保証金」として手付金をやり取りするのです。そして手付金は契約の部分的履行ですから、購入代金の一部に充当できるのです。

しかし、契約の履行がかなり進んだ段階(たとえば、残金の一部支払いや引き渡し準備の完了など)では、もうキャンセルはできません。それは解約ではなく「違約」であり、手付金放棄ではなく、損害賠償の対象になってきます。また、その前段階であれば買い手が手付金放棄により解約できるのと同様に、売り手サイドも手付金を返却し、同額を買い手に払う(これを「倍額返し」という)ことで解約することができるのです。

#### 【オプションは契約の予約金】

これに対しオプションはどうでしょうか。手付金は、購入金額に充当できますが、オプションは充当できません。なぜなら、手付金の支払いはすでに締結された契約を部分的に履行する行為ですが、オプションはそもそも契約の仮予約だからです。契約それ自体は8月13日に「権利行使」によって締結されます。だから、売買代金900円はオプション料とは別に払う必要があります。他方、オプションは予約行為ですから権利を放棄して契約しないことも自由なのです。

また、「買い」予約と並んで「売り」予約もできます。これがプット・オプションです。同じく三菱UFJFGの8月限月、行使価格900円のプット・オプションは24円でした。プ

ット・オプションの買い手 A が売り手 B に 24 円を支払えば、8 月 13 日に同株価が 800 円であったとしても 900 円で B に売りつけることができるのです（あるいは売りつけと買い戻しを同時におこなったことにして差額 100 円を B からもらうこともできます）。

コール、プットいずれにしても最終取引日が過ぎてしまえば権利は消滅します。契約の仮予約ですから、予約日が来てしまえば、契約を締結するか、しないか、のどちらかしかないのです。

#### 4、オプションの起源とその機能

古代ギリシアの哲学者で測量術や天文学にも造詣の深かったターレスが、オリーブの実が豊作になることを見越して権利料を払ってオリーブの圧搾機を所定の賃料で借り占めた事がありました。これが世界最古のオプションだといわれています。ターレスは天文学の知識を利用して次の収穫期にオリーブが豊作になることを予想していたのでした。

先物取引もオプション取引も、将来の不確実な事態に対処するために現物取引から派生してきた取引です。そのための方策として、将来必要な時点で受け渡しをするが、契約は現在時点ですておくのが「先物取引」です。他方、将来時点で本契約をするかしないか決めたいので、今から権利料を払って価格・数量の条件を盛り込んだ契約の権利だけを手に入れておくのが「オプション取引」です。将来時点が来て事態が明らかになった時に、価格が有利に動いていれば権利を行使し、そうでないならば権利を放棄します。そうすることで将来の不確実な事態が自分に不利になっても困らないようにするわけです。

他方、取引最終日の値段がいくらになるかによって「権利」の値打ちも変化してきます。三菱 UFHFG の株価が 1,000 円ではなく 1,100 円まで値上がりしているとすれば、900 円で買える「権利」はもっと値打ちが出てきますから、買い手 A にとって同株のコール・オプションはもっと高い値段で転売できるでしょう。このようにオプションの値段が変化できるようになれば、ここに投機取引が入り込みます。「先物取引の話」でもご説明しましたように、比較的少額の元手（この場合はオプション料）で大きな価格変動差を掬える機会がありますから、投機取引にも向いているのです。

#### 5、先物取引とオプション取引

先物取引は、将来の不確定な事態から損失を被るかもしれないというリスクに対し、積極的にそのリスクを負ってでも利益を得ようとする投機取引や、逆に利益を得るチャンスを放棄してでもリスクを回避しようというヘッジ取引にも利用することができます。また比較的少額で取引できること、品物の在 high に制約されずに大量の取引ができることから、売買価格に対する多数意見が顕在化しやすくなり指標価格の形成も容易になります。

他方、オプション取引は将来の不確定な事態からくるリスクを回避したいヘッジャーや少額のオプション料で値ザヤ稼ぎをしたい投機者がオプションの買い手に回ります。買い手は比較的少額で取引ができ、かつ品物の在 high にも制約されませんから同様に売買価格に

対する多数意見が顕在化しやすいのです。しかし、それが可能なのは、オプションを売る者がいるからで、売り手は、所定の条件で売り応じる(コールの場合)あるいは買い応じる(プットの場合)義務を負う見返りにオプション料を徴収します。この場合、オプションの売り手がリスクを一手に引き受けるのです。

先物取引とオプション取引は、①リスクの再配分機能、②価格発見機能という共通した社会的機能を持っていますが、リスク再配分の仕方は根本的に異なっています。だからこそ併存しているのです。そこで最後に両者の違いを見ておきましょう。

#### 【損益】

オプション取引は契約実行の予約権ですから、その後、自分に不利な方向に価格が動けば、予約権を放棄して契約しない(権利不行使)こともできます。だから損失は初めから確定しておりオプション料だけで済みます。これに対し、先物取引は契約をすでに済ませていますから、その後に価格が不利になっても取り消すことができません。もし取り消したい場合には反対売買によって相殺するしかないのです。それだけではありません。反対売買の値段によっては損失が出るだけでなく、その損失は反対売買の価格に左右され、どれだけの損になるかは不確定です。

#### 【証拠金】

このことは「証拠金」の徴収についても違いを発生させます。先物取引は、その後に先物価格が上昇していれば買い手に評価益が出てきます。その裏側で、売り手にこれと同額の評価損が出ているのです。取引最終日までその評価損益は先物価格の変化とともに変動していき、取引最終日に確定します。そして損が出ている側は益が出ている側にその金額を払って決済終了です。この決済が不履行にならないように、先物価格の変動幅を堅めに見積もって最大損失予定金額だけ双方からあらかじめ拠出させておけば、決済をスムーズに履行させることができます。したがって先物取引では買い手・売り手の両サイドから「証拠金」を徴収します。

他方、オプションの場合は、取引最終日に決まった条件で売り応じたり(コールの場合)、買い応じたり(プットの場合)する義務があるのは、オプションの売り手側です。ですから、売り手サイドに、その義務が果たせるように「証拠金」を拠出させるのです。買い手には証拠金は不要なのです。

つまりオプション取引は、損失限定(オプション料)でヘッジにも投機にも利用できるデリバティブだということになります。

さて、以上でオプションの説明を終えましょう。最終回の第3話では「スワップ」について説明してみたいと思います。

(第2話、終わり)