

# デリバティブ投資家層の裾野拡大に向けた勉強会報告書

～個人投資家の拡大に向けて～

2016年7月29日

日本取引所グループ・大阪取引所  
日本証券業協会

## 目次

1.	はじめに .....	2
2.	国内/海外の個人投資家によるデリバティブ取引の現状 .....	2
(1)	国内デリバティブ市場の概況 .....	2
(2)	海外デリバティブ市場の概況 .....	3
3.	主な論点・課題に係る意見 .....	4
(1)	普及・教育面での論点・課題 .....	4
①	証券投資における投資家裾野拡大 .....	4
②	先物・オプションのイメージの改善 .....	5
③	業界を挙げた教育・理解の促進 .....	5
④	商品特性に応じた取引手法の理解 .....	6
(2)	営業面での論点・課題 .....	7
①	個人投資家向けのマーケティング・商品認知度の向上 .....	7
②	口座開設基準（保有資産・投資経験等） .....	7
③	販売チャンネルの特性に応じた活用 .....	8
④	証券会社の従業員による取引禁止緩和の検討 .....	8
(3)	制度面の論点・課題 .....	9
①	金融所得一体課税の促進 .....	9
②	取引時間の延長等 .....	9
③	流動性・リスク管理等 .....	10
4.	おわりに .....	10

## 1. はじめに

2015年9月に公表された証券4団体主催「東京国際金融センターの推進に関する懇談会」の報告書における課題の一つとして、我が国金融資本市場の国際的地位の向上のために、デリバティブ市場における商品の多様化とともに、多様な国内投資家層の市場参加を促すことが掲げられた。

事実、わが国の個人投資家におけるデリバティブ取引については、FX取引が盛んである一方、株価指数先物や株価指数オプション、有価証券オプションといった有価証券関連デリバティブ取引については投資家層が限定的な状況にある。

このような状況を踏まえ、本年4月から7月にかけて「デリバティブ投資家層の裾野拡大に向けた勉強会」を開催し、有価証券関連デリバティブ取引を中心に、個人投資家層の裾野拡大に向けた現状の把握と、中長期的に取り組むべき論点・課題について議論を行った。

本報告書は本勉強会の内容をまとめたものである。

## 2. 国内/海外の個人投資家によるデリバティブ取引の現状

### (1) 国内デリバティブ市場の概況

ここでは、わが国におけるデリバティブ市場の概況として、大阪取引所のデリバティブ市場規模の推移、FX取引（店頭・上場）、CFD取引（店頭・上場）の状況をみていく。

大阪取引所における上場デリバティブ取引の取引高は10年で5倍に成長しており、市場規模は全体として拡大傾向にある（別紙1）。日経225先物・日経225miniを中心として個人投資家による取引高に関しても増加傾向にあり、全体の取引高における個人投資家のシェアは20%前後で推移している（別紙2）。その中で、個人投資家の稼働口座数の変化は、横ばいで推移している状況にある。

上場FX市場に目を向けると、2011年のレバレッジ規制や税制改正をきっかけに取引数量は減少し、口座数も伸び悩みを見せている。また2010年に開始した上場CFD取引については、徐々に口座数が伸びを見せている状況にある。

同時期における店頭デリバティブ取引に目を向けると、店頭FX取引は個人投資家により活発に取引が行われている。市況の影響もあるものの、取引金額・建玉金額・口座数ともに増加の一途をたどっており、年間（1日あたり）25兆

円規模取引が行われている（別紙3）。店頭CFD取引に関しても2011年のレバレッジ規制導入後、口座数・市場規模は一旦減少したものの、足元では拡大傾向にある（別紙4）。

以上でみてきたように、店頭FX・CFD市場では個人投資家の参入が多くある一方、先物・オプションを中心とする上場デリバティブ市場における個人投資家の参加率は一定規模に留まっているのが現状である。

## （2） 海外デリバティブ市場の概況

海外で、個人投資家のデリバティブ取引、もしくはデリバティブ内包商品への関心が高い国として、米国・オランダ・香港の取引状況から示唆を得ることとした。

米国の個人投資家の間ではオプション取引が広く利用されており、特に株式オプションの人気の高い。別添資料「海外個人投資家によるデリバティブ活用実態に関する調査」（以下、「資料」という）P6はネット証券の顧客のうち、過去12ヶ月以内にオプション取引をしている顧客の比率と、オプションの種類について示している。ネット証券顧客の過半数がオプション取引を行い、そのうちの88%が株式オプションを取引している。一方、オプション取引を実施した顧客のうち、先物取引を利用した投資家は18%、オプション取引を利用しない投資家のうち、先物取引を利用した投資家も6%に留まっている。これは、先物取引が中心である日本との相違として特徴的である。資料（P8、12）は米国の投資家のデリバティブ利用目的を記載している。一定の資産規模を保有する投資家層は、他地域と比較してリスク資産の保有率が高く、それに対するリスクヘッジ目的でのデリバティブ利用に関心が高いとされている。ネット証券を利用する投資家のオプション利用目的でも資産形成目的が約6割を占めており、米国の個人投資家の間ではヘッジ・資産形成ツールとしてデリバティブが活用されていることがうかがえる。

資料（P25）はオランダの上場デリバティブ市場の取引高を示している。原資産は個別株・株価指数が中心となっている。個人投資家にはオプション取引が広く浸透しており、市場における取引シェアは約30%と推計される（資料P26）。また、オプションへの直接投資率も高く、プレーンバニラオプションの取引が一般的である。一般家計のポートフォリオに占めるオプションの割合は平均で5%を上回っており、日本の現状と大きく異なる状況となっている（資料P28）。オプションの取引目的としては、ヘッジ：短期的取引が2：8となっている。ま

た、投資戦略としてはカバードコールの利用が多い。(資料 P31)。

なお、オランダが他の欧州主要国と比較しオプション取引が盛んな背景として、オランダ独自の税制（貯蓄と投資の年平均純資産額 2 万ユーロ以上に対し一律 1.2%課税のみ。キャピタルゲイン課税は行われぬ）が要因と考えられる（資料 P32）。

資料（P47）は香港の状況を示している。香港の個人投資家の間ではデリバティブの代替商品としてオプション類似商品であるワラントが取引されている。ワラントとオプションを比較したのが資料（P47）の表である。先物・オプションは機関投資家もしくは一定の投資経験のある個人投資家層の商品として認識されている。ハンセン指数や優良中国株など、個人投資家に馴染みのある原資産のワラントが多く取引されている（資料 P48）。

上述のとおり、米国・オランダでは、デリバティブ取引は資産運用ツールの一環として認識されていることがうかがえる。

### 3. 主な論点・課題に係る意見

国内デリバティブ市場における個人投資家の現状及び海外における個人投資家のデリバティブ取引の利用状況を踏まえ、デリバティブ取引の個人投資家層の拡大に向け、中長期的視点から取り組むべき論点・課題として、主に以下のような意見が挙げられた。

#### (1) 普及・教育面での論点・課題

##### ① 証券投資における投資家裾野拡大

貯蓄から投資への流れを促進し、証券投資等を通じた個人投資家の資産形成を促していくことの必要性は論をまたないところであり、まず大前提として、証券投資における個人投資家の裾野拡大を図っていくことが重要という認識が示された。

その上で、証券投資に一定の知識と経験を得た個人投資家が、1段階上のレベルの投資手法として先物・オプション取引を活用することは、1つの選択肢となり得るとの意見が示された。こと有価証券関連デリバティブ取引については、原資産たる証券投資との親和性から、証券投資の新たな個人投資家層を広

げていくことで、先物・オプションといったデリバティブ取引の投資家層の拡大にもつながっていく、との意見も示された。

### ② 先物・オプションのイメージの改善

デリバティブ取引に新たな個人投資家の参入を阻む要因の1つとして、そもそも先物・オプション取引に対するネガティブなイメージを払しょくすべきではないか、との意見が多く聞かれた。デリバティブ取引に対して馴染みのない個人投資家には、デリバティブ取引は単なる博打・投機であるとのイメージや、高リスクで危ないというイメージが先行しているが、デリバティブ取引は例えば夜間時間帯における株式等の現物取引の代替手段ともなりえる点や、市場に流動性を供給する非常に重要な役割を果たしている点などを考慮すべきという意見も示された。

一方、米国・オランダにおいては、個人投資家によるデリバティブ取引の20-40%は“資産形成”を目的に利用されていることが示された。

わが国では取引目的別の統計が無いものの、デリバティブ取引に対してネガティブなイメージが先行する現状においては、“投資”としての資産形成目的のデリバティブ取引の活用方法について顧客目線に立ちつつ具体的に示していくことが重要ではないか、との意見が挙げられた。例えば、先物取引やオプション取引を利用して保有現物株の価格下落をヘッジする際の具体的な活用方法を示していくことなどが挙げられた。

### ③ 業界を挙げた教育・理解の促進

先物・オプション取引の普及しない要因として、先物・オプション取引の商品性は複雑であり、特に取引未経験者に対してその理解を促すのが難しいことが挙げられた。例えば、限月やSQ、SPANなどといった個人投資家にとって聞きなれない用語が、個人投資家を遠ざけている一因であるとの意見があった。特にSPANについては、その計算方法を個人投資家が理解するのは難しいため、例えば、最低額としてはSPAN算出額を維持しつつも、証券各社がそれ以上の証拠金額を求めることを前提に、顧客への説明にはSPANではなく、信用取引やFXのようなシンプルな計算方法を用いることも可能ではないかという意見が挙げられた。一方で、指数先物などのインデックスの商品は、複雑な商品を組み込んだ投資信託などよりも、むしろわかりやすい商品性であり、商品の特徴・リスクの理解を促していくことが重要との意見も聞かれた。

海外では、例えば米国において、取引所が共同設立した団体(Options Industry Council: O I C)が、投資家向けの基礎的なデリバティブ教育コンテンツの開

発・提供を行っており、証券会社各社のサービスや独自コンテンツと連携し、業界として理解の促進、普及活動ができる体制を構築している事例が示された。これらを踏まえ、新たな投資家層を呼び込むためには、業界としてより一層の投資教育の充実化を図っていくことが重要ではないか、との意見が多くあった。現状、わが国では先物・オプション取引の普及・教育は取引所や証券会社各社ごとに実施されている状況にある中、効率的に教育・普及活動を行っていくためには、海外事例を参考に、取引所等が中心となって業界団体・証券会社と協働して行うことも考えられるのではないかと、との意見があった。その際、従来も実施している投資教育やセミナーに対して、どういった変更が必要になるのか、取引未経験者のニーズの把握等、さらなる検討が必要との意見も挙げられた。加えて、取引を開始した後に参考とすべきタイムリーな投資戦略やマーケット予想等の情報配信が不足している状況も改善すべき、という指摘も挙げられた。

#### ④ 商品特性に応じた取引手法の理解

デリバティブ取引に係る投資教育に際しては、デリバティブ取引特有の利用方法やリスク管理方法を理解した上で取引を行ってもらうことが重要との意見が多く聞かれた。

デリバティブ取引は、レバレッジが効くというその商品特性により、少額の資金で投資ができるという点はメリットである一方で、証拠金以上の損失が起こりうるというリスクに対して、認識を高めていくことが必要であるとの意見が多くあった。そのためには、投資家自身によりロスカット注文を発注する等、損切などの必要性の認識を高めてもらうよう周知を行っていくことも必要ではないかと、との意見も挙げられた。一方で、投資家自身がロスカットを行うのが難しい現状を踏まえると、証券会社側がその仕組みを準備することも一案という指摘もあった。

海外の証券会社においては、投資家の知識レベルやリスク許容度に合った取引を提供しており、より細かなリスク管理を実施しているという事例や、個人投資家がデリバティブ取引を開始するにあたり、デリバティブ取引に関する知識・理解を確認するための簡単なテストを行い、その理解度に応じて取引可能な水準を設定するような事例もみられ、こういった例も参考になるのではないかと、との意見もあった。

## (2) 営業面での論点・課題

### ① 個人投資家向けのマーケティング・商品認知度の向上

先物・オプション取引の中でも、2006年に導入された日経225miniは多くの新たな個人投資家層の呼び込みにつながったとの意見があった。その要因としては「個人投資家向けの先物取引」として、その商品設計から、所要証拠金が10万円程度と個人投資家が取引を開始しやすい投資金額規模であることも大きいとの意見や、マーケティングが功を奏した面が大きかったとの意見があった。また、FX取引やCFD取引が個人投資家に比較的多く取引されていることの原因についても、商品の投資金額のサイズや、個人投資家向けとしての商品の位置付けによる点が大きいの意見があった。海外においては、マス向けにCMや広告といった一般の投資家が目につく媒体においてデリバティブ取引のマーケティングが行われており、商品の認知度の向上に一定の貢献を果たしているとの事例が示された。わが国では先物・オプション取引が目につく媒体が限られているため、まずは広告出稿に関する業界内外の環境整備を進め、マス向けのCMや広告、ウェブ媒体での共同マーケティング等を通じて、認知度向上に向けた取組みも必要ではないか、との意見もあった。

### ② 口座開設基準（保有資産・投資経験等）

新たな投資家層の拡大を図る上で、個人投資家の口座開設のしやすさについても議論が行われた。

デリバティブ取引は、その商品特性上から、投資金額を超える損失が生じるリスクがあること、限月や証拠金など証券投資とは異なる商品特性に対する知識・理解が必要なことから、デリバティブ取引の口座を開設するにあたっては、一定の投資経験と商品に対する理解、一定の金融資産が必要である、と意見が多く挙げられた。

実際、海外においても商品に対する理解度や投資経験、保有金融資産の状況に応じて、取引できるデリバティブに段階的に制限を加えている事例が示された（(1)③再掲）。

その中で、オプションの買い取引における損失リスクは、オプション料（プレミアム）に限定される中においても、過度に制限を加えているまたは見直しを行うことも考えられるが、現状は強いニーズがないことから議論がなされて



いない、等の意見もあった。

### ③ 販売チャネルの特性に応じた活用

現状、個人投資家が先物・オプション取引を行うにあたっては、ネットを通じた取引が中心であり、対面営業を通じた取引はほとんど無いとの現状が示された。

先物・オプション取引は、ネットを通じた取引については、口座数は逡増傾向にあるものの、稼働口座数では大きく変化はないとの現状が示された。その中で、最近では、スマホアプリを通じた取引やAPIによる自動発注機能等を利用した取引が増えてきているとの事例が紹介された。

対面営業においては、コンサルティング営業を軸に営業展開を図っている中で、デリバティブ取引は顧客フォローを含めた事務の煩雑性等に対して採算性が低く、取引にあっても顧客が取引を自己で管理できるネットチャネルに誘導する、との事例が複数示された。

海外、特に米国においては、ネットを通じた取引が充実しているという日本と同様の状況が示される一方、対面におけるコンサルティング営業においては、カバードコールやプレミアム戦略を中心に資産形成ツールの1つとしてオプション取引が広く提案・利用されていることが示された。

わが国では税制上の問題（後述）から、先物・オプション取引を直接的に資産形成に組み込むことが難しく、ゆえに仕組債や投資信託を通じてデリバティブ取引を利用している、といった意見も示された。

### ④ 証券会社の従業員による取引禁止緩和の検討

現状、わが国の証券会社の従業員による有価証券関連デリバティブ取引は報酬として付与された株式及びストックオプションのヘッジ目的で行う一定の取引を除き原則禁止されている状況にある。これに対し、個人投資家に対して先物・オプション取引を活用した資産運用を勧めていくにあたり、また、投資家が利用する取引ツールの利便性向上という観点からも、より顧客目線に立つためには、一定の条件下のもと証券会社の従業員も取引を行うことができることが望ましい、との意見があった。

海外においては、フロントランニングやインサイダー問題が生じうる商品は禁止である点は共通であり、最終的には各社の規定に委ねられるものの、一定の条件の下で取引が可能となっていることが示された。

これを踏まえ、過去の経緯や法令との関係等の論点を整理し、例えば投機的

利益の追求を目的としない取引等について検討する余地があるのではないか、との意見があった。ただし、取引禁止の緩和が進んだ場合においても実際の証券会社の対応については各社の判断に委ねるべきとの意見があった。

### (3) 制度面の論点・課題

#### ① 金融所得一体課税の促進

現在の税制においては、株式等の配当・譲渡益等とデリバティブ取引の譲渡損益の通算ができない状況となっている。これにより、先物・オプション取引の本来的な役割である、原資産たる株式等とのヘッジの利用にあたり大きな障害となっており、個人投資家がデリバティブ取引を行うにあたっての弊害が大きい、との意見が大勢を占めた。また、損益通算ができないこと・特定口座を利用できないこと自体が、株式へ投資する投資家が先物・オプション取引を開始することを妨げている大きな要因となっている、との意見も多くあった。

現在、日本証券業協会と日本取引所グループを中心に、デリバティブ取引を含む損益通算を可能とするよう要望を行っている状況にある。税制改正大綱においても検討事項として掲げられている中において、引き続き、業界を挙げて税制改正の早期実現に向けて取組むべきとの意見が大勢を占めた。

#### ② 取引時間の延長等

先物・オプションの商品性の改善点として、米国市況の変動に対応した取引ができるよう、取引時間の延長や祝日取引が必要との意見が複数挙げられた。実際、個人投資家が取引に多く参加している日経 225mini においては、ナイトセッション時間帯（16 時半から翌 3 時まで）の取引が、全取引量の 3 割超を占めており、ナイトセッションにおける取引ニーズは高い状況にあることがうかがえている。また、先物・オプション取引の商品性からメリットの 1 つとしても、現物株式市場が開いていない時間帯における代替取引が可能であることも掲げられた。

大阪取引所においては、本年 7 月から、ナイトセッションの終了時間を午前 3 時から午前 5 時半に延長している。この取引時間の延長は広く PR していくべきという意見とともに、さらなる取引時間の延長・拡大も検討すべきとの意見が挙げられた。

### ③ 流動性・リスク管理等

一部の上場デリバティブ商品の流動性の低さが課題として掲げられた。特に、オプション取引は、限月・プット/コールの別、権利行使価格の設定から銘柄数が多数にわたっている中で、期先の銘柄等では流動性が低いという現状から、取引することが難しいといった指摘があった。加えて、流動性の低い銘柄においてロスカット注文を発注したとしても約定せず、証券会社のリスク管理の点からも問題があるとの指摘があった。その改善に向けては、マーケットメイカー制度の見直しや、反対売買が担保される仕組みの検討なども必要なのではないかとの意見も挙げられた。

さらに、ディープ・アウト・オブ・ザ・マネーの銘柄に係る証拠金は、SPANで計算した額を適用するのではオプションの売りを単独で行う投資家に対しては不十分だという考えも示され、改善を望むという意見も挙げられた。

## 4. おわりに

本論点整理においては、勉強会という位置付け上、現状の把握から、論点・課題を掲げるまでとなっているが、投資教育をはじめとして、ここに掲げられた論点・課題については、検討から課題の解決に至るまで長期の時間及び労力を要するものも多い。

デリバティブ取引は、商品の特性・リスクを適切に理解した上での利用であれば、個人投資家の資産運用手段として有効な選択肢となり得る商品であると言える。貯蓄から投資への流れを促進する上でも、個人の資産形成に向けてデリバティブ取引の有効な活用が図られるべく、本論点整理において掲げられた論点・課題につき、今後、さらなる検討と取組みが行われることが望まれる。

以上

(参考：「デリバティブ投資家層の裾野拡大に向けた勉強会」開催概要)

座長： 大崎 貞和 株式会社野村総合研究所 主席研究員

参加者： S M B C日興証券株式会社

株式会社S B I証券

カブドットコム証券株式会社

大和証券株式会社

野村証券株式会社

松井証券株式会社

マネックス証券株式会社

楽天証券株式会社

事務局： 日本取引所グループ・大阪取引所

日本証券業協会

#### <開催状況>

第1回 (2016年4月20日)

個人投資家の取引動向の把握

第2回 (2016年5月27日)

海外市場動向の実態の把握

第3回 (2016年7月7日)

意見とりまとめ・論点の整理