

日本の個別株オプション市場における主要オプション戦略の比較分析 — カバードコール、プットライトおよびプロテクトティブプットの実証研究 —

小水流 一生¹

1. はじめに

近年、日本の個別株オプション市場においては、マーケットメーカー制度の導入により継続的な気配提示が行われるようになり、流動性および価格形成の透明性が改善している。これにより、市場参加者の共通の認識に基づいた価格により、戦略のパフォーマンスを評価する環境が整備された。

従来、オプション戦略に関する実証研究はインデックスオプションを中心として行われており、個別株オプションを対象とした分析は限定的であった。また、行使価格(moneyness)が戦略パフォーマンスに与える影響についても、十分な検証が行われていない。

本稿では、日本の個別株オプション市場を対象として、カバードコール、プットライト、およびプロテクトティブプットといった代表的な戦略のパフォーマンスを比較するとともに、複数の moneyness を設定することで、その構造的な違いを明らかにした。

2. データと分析手法

本稿では、大阪取引所に上場する個別株オプションのうち、2024年9月よりマーケットメーカー制度の対象となった10銘柄を分析対象とする²。分析期間は2024年9月から2025年12月までである。

分析対象とする戦略は、カバードコール(Covered Call)、プットライト(Put Write)、およびプロテクトティブプット(Protective Put)の3種類である。各戦略について、行使価格の水準として at-the-money (ATM) に加えて、out-of-the-money (OTM) +2%、+5%、+10%の複数の moneyness を設定し、その違いによるパフォーマンスを比較する。

原資産価格には東京証券取引所の終値を用い、オプション価格には大阪取引所での気配値および清算価格を使用する。新規ポジションの構築には、実際の取引可能性を考慮し、売建ての場合は Bid 価格、買建ての場合は Ask 価格を用いる。

評価にあたっては、日次ベースで清算価格を用いて時価評価を行い、ポジションは満期まで保有し、取引最終日の翌営業日にロールを行う。また、リスクフリーレートとして無担保コール翌日物レートを使用した。

各戦略について日次リターン系列を構築し、パフォーマンス指標としてトータルリターン、年率リターン、ボラティリティ、およびシャープレシオを用いた。

¹ 光世証券株式会社 トレーディンググループ担当執行役員

² 2025年9月には対象銘柄が30銘柄へ拡大された(JPX, 2025)

3. 実証結果

3.1 基本統計量

表1は、各戦略および moneyness ごとの平均的なパフォーマンスを示している。分析期間において、Buy & Hold 戦略は 44.87%のトータルリターンを記録しており、全体として上昇相場であったことが確認される。

カバードコール戦略はトータルリターンでは劣後するものの、ボラティリティの低下によりシャープレシオはすべての moneyness で Buy & Hold 戦略を上回っている。

プットライト戦略は ATM において最も高いシャープレシオを示す一方、moneyness が深くなるにつれてパフォーマンスは低下する。

プロテクティブプット戦略はトータルリターンが低下する一方で、リスク低減効果が確認される。

表 1. 各戦略および moneyness 別の平均パフォーマンス

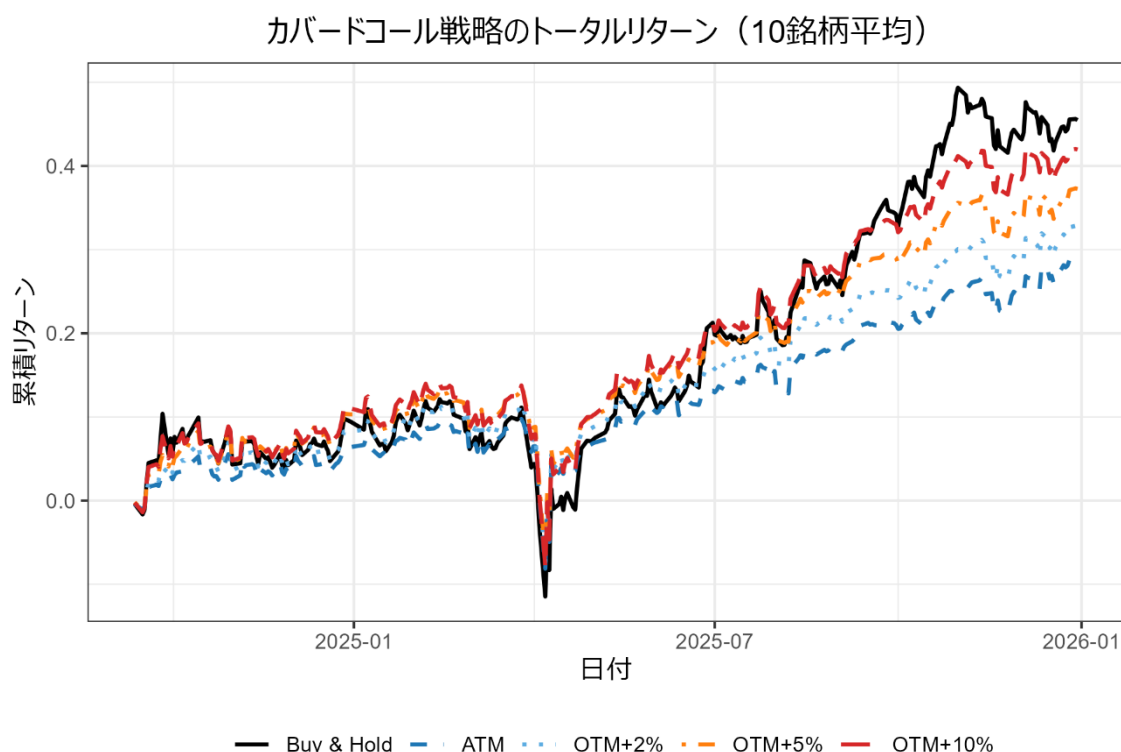
Strategy	moneyness	Total Return (%)	CAGR (%)	Volatility (%)	Sharpe Ratio
Buy & Hold	-	44.87	34.03	37.98	0.93
Covered Call	ATM	29.57	22.74	24.30	1.05
Covered Call	OTM +2%	34.18	26.17	26.11	1.09
Covered Call	OTM +5%	39.36	29.99	28.50	1.10
Covered Call	OTM +10%	43.98	33.44	31.91	1.07
Put Write	ATM	28.02	21.59	22.38	1.08
Put Write	OTM +2%	22.33	17.29	19.95	1.02
Put Write	OTM +5%	16.00	12.45	17.99	0.87
Put Write	OTM +10%	9.41	7.38	13.21	0.83
Protective Put	ATM	13.79	10.50	24.09	0.33
Protective Put	OTM +2%	20.08	15.34	26.29	0.50
Protective Put	OTM +5%	26.59	20.30	28.93	0.65
Protective Put	OTM +10%	33.36	25.49	32.37	0.79

3.2 カバードコール戦略

図1はカバードコール戦略のトータルリターンを示している。Buy & Hold 戦略と比較し

てリターン水準は低いものの、変動は抑制されている。moneyness 別では、OTM が深くなるほどリターンは高まる一方、変動も大きくなる傾向が見られる。特に OTM+5%付近でリスクとリターンのバランスが良好である。

図 1. カバードコール戦略のトータルリターン (10 銘柄平均)



3.3 プットライト戦略

図 2 はプットライト戦略のトータルリターンを示している。全体として安定した推移を示しており、ボラティリティの低さが確認される。

ATM において最も高いパフォーマンスが観察され、moneyness が深くなるにつれてリターンは低下する傾向が見られる。

3.4 プロテクティブプット戦略

図 3 はプロテクティブプット戦略のトータルリターンを示している。トータルリターンは低い水準にとどまる一方、下落局面における損失抑制効果が確認される。

moneyness が深くなるにつれてリターンが改善する傾向が見られ、リスク低減とリターンのトレードオフが示されている。

図2. プットライト戦略のトータルリターン (10銘柄平均)

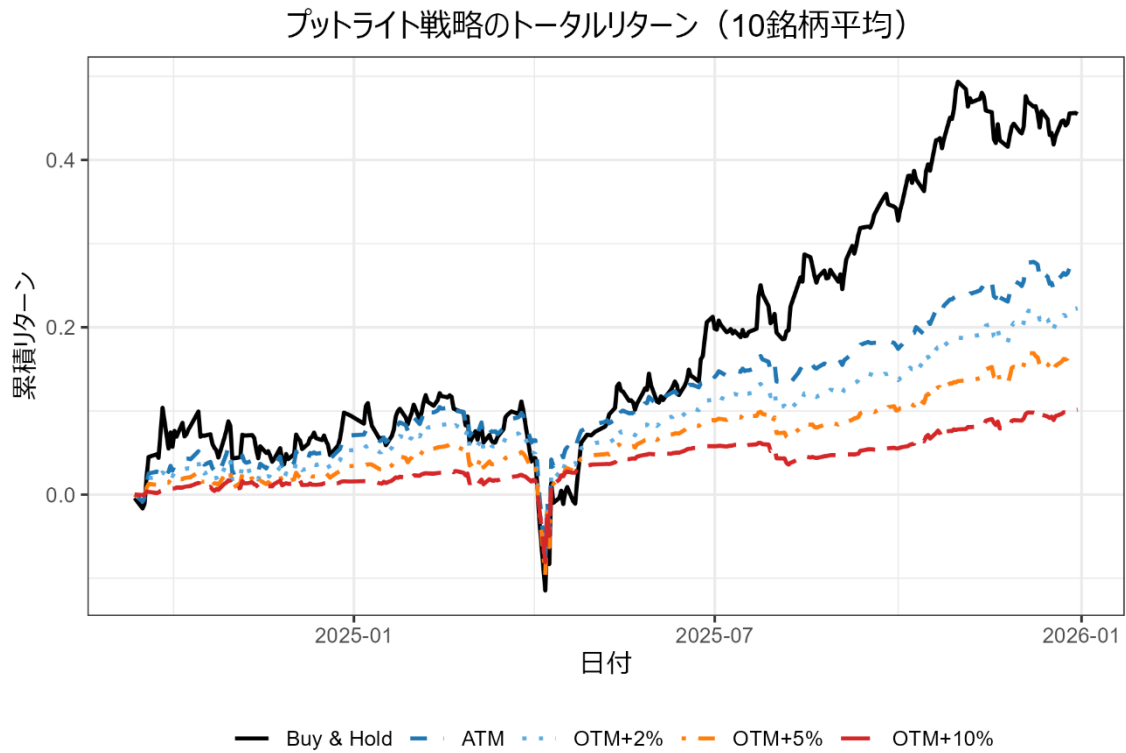
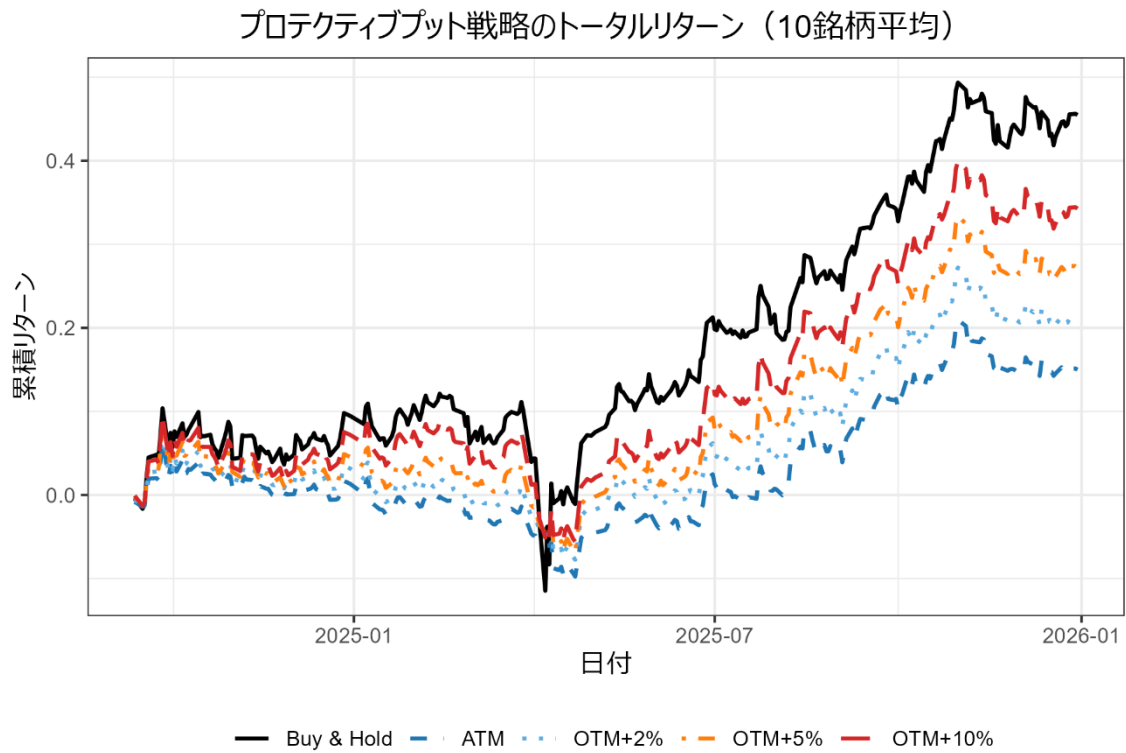


図3. プロテクティブプット戦略のトータルリターン (10銘柄平均)



3.5 銘柄間のばらつき

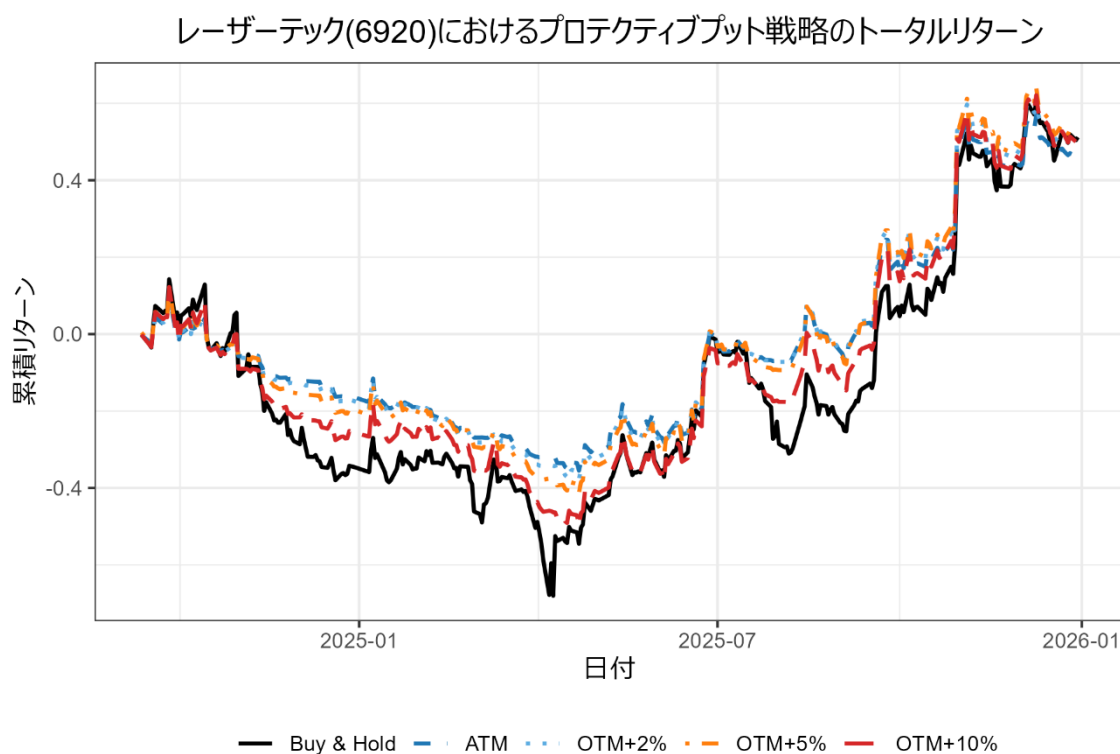
以上の結果は10銘柄の平均に基づくものであるが、個別銘柄レベルでは戦略のパフォーマンスに大きなばらつきが存在する。

図4はレーザーテック(6920)におけるプロテクティブプット戦略のトータルリターンを示している。本銘柄においては、価格変動が大きい局面において損失が抑制されることにより、プロテクティブプット戦略がBuy & Hold戦略を上回るパフォーマンスを示している。

この結果は、平均ベースの分析とは対照的であり、戦略の有効性が市場環境や銘柄特性に大きく依存することを示唆している。すなわち、オプション戦略のパフォーマンスは一様ではなく、対象銘柄のボラティリティや価格動向に応じて大きく変化する。

なお、他の銘柄における詳細な結果については付録Aを参照されたい。

図4. レーザーテック(6920)におけるプロテクティブプット戦略のトータルリターン



4. おわりに

本稿では、日本の個別株オプション市場を対象として、カバードコール、プットライト、およびプロテクティブプットといった代表的なオプション戦略のパフォーマンスを実証的に分析した。

分析の結果、カバードコールおよびプットライト戦略は、トータルリターンの水準ではBuy & Hold戦略に劣後する傾向が見られる一方で、ボラティリティの低下を通じてリスク調整後パフォーマンスが改善することが確認された。これは、カバードコール戦略がリスク

調整後パフォーマンスの観点で相対的に優位であるとする Hemler and Miller (2015) および Sand and Borchgrevink-Persen (2017) の実証結果と整合的である。

一方、プロテクティブプット戦略は、下落局面における損失抑制効果を有するものの、オプション購入コストによりトータルリターンが低下する傾向が見られた。

また、moneyness を段階的に設定した分析から、戦略ごとにパフォーマンスの特性は大きく異なることが確認された。特にカバードコール戦略においては、中程度の out-of-the-money 水準においてリスク調整後パフォーマンスが相対的に高くなる傾向が見られた。

もっとも、銘柄別の分析においては、平均的な傾向とは異なる結果も確認されており、戦略の有効性は市場環境や個別銘柄の特性に大きく依存することが示唆される。すなわち、オプション戦略のパフォーマンスは一様ではなく、対象銘柄のボラティリティや価格動向に応じて変化する。

以上より、本稿の結果は、近年、取引環境が整備されつつある日本の個別株オプション市場においても、オプション戦略が有するリスク・リターン特性が海外市場での実証分析とも整合的であることを明らかにし、また、moneyness の設定が戦略パフォーマンスにおいて重要な役割を果たすことも示している。

参考文献

Dash, M., & Goel, A. (2014). A comparison of ITM and OTM protective puts and covered calls. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 6(1), 126–141.

Foltice, B. (2022). Revisiting covered calls and protective puts: A tale of two strategies. *Journal of Wealth Management*, 25(2), 92–101.

Hemler, M. L., & Miller, T. W. (2015). Covered calls and expected stock returns. *Journal of Financial Economics*, 118(2), 387–403.

Israelov, R. (2017). PutWrite versus BuyWrite. AQR Capital Management.

Sand, D., & Borchgrevink-Persen, M. (2017). Performance of option trading strategies: Evidence for individual stocks and the OBX during 2005–2015. Master's thesis, Oslo and Akershus University College.

S&P Dow Jones Indices. (n.d.). The S&P 500 stock covered call index: Why, when and how it works.

S&P Dow Jones Indices. (2026). S&P 500 Daily Covered Call Indices: Methodology.

Chicago Board Options Exchange. (n.d.). CBOE S&P 500 PutWrite Index methodology.

日本取引所グループ. (2025). 個別株オプションに係るマーケットメーカー対象銘柄の拡大について. <https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/2041/20250828-01.html> (最終閲覧日：2026年5月22日)

付録 A 個別銘柄別の詳細結果

付録 A では、各銘柄・各戦略についてシャープレシオが最大となる moneyness のみを抜粋して掲載しており、その他の結果については省略している。

表 A1. 日本製鉄におけるオプション戦略のパフォーマンス

Strategy	moneyness	Total Return (%)	CAGR (%)	Volatility (%)	Sharpe Ratio
Buy & Hold	-	14.58	11.46	23.06	0.57
Covered Call	ATM	34.83	26.91	17.21	1.45
Put Write	ATM	17.98	14.09	15.30	0.92
Protective Put	OTM +10%	6.82	5.40	19.53	0.35

表 A2. レーザーテックにおけるオプション戦略のパフォーマンス

Strategy	moneyness	Total Return (%)	CAGR (%)	Volatility (%)	Sharpe Ratio
Buy & Hold	-	32.45	25.12	61.15	0.66
Covered Call	OTM +10%	9.77	7.72	44.26	0.38
Put Write	ATM	-9.54	-7.68	35.16	-0.06
Protective Put	OTM +2%	47.90	36.63	42.69	0.93

表 A3. トヨタ自動車におけるオプション戦略のパフォーマンス

Strategy	moneyness	Total Return (%)	CAGR (%)	Volatility (%)	Sharpe Ratio
Buy & Hold	-	40.16	30.90	34.26	0.95
Covered Call	OTM +10%	55.66	42.32	29.33	1.34
Put Write	ATM	39.12	30.12	17.56	1.57
Protective Put	OTM +10%	20.03	15.67	31.01	0.61

表 A4. 任天堂におけるオプション戦略のパフォーマンス

Strategy	moneyness	Total Return (%)	CAGR (%)	Volatility (%)	Sharpe Ratio
Buy & Hold	-	40.61	31.23	36.99	0.91
Covered Call	OTM +10%	33.74	26.09	31.76	0.88
Put Write	OTM +10%	11.49	9.06	6.99	1.24
Protective Put	OTM +2%	28.52	22.16	25.08	0.91

表 A5. 東京エレクトロンにおけるオプション戦略のパフォーマンス

Strategy	moneyness	Total Return (%)	CAGR (%)	Volatility (%)	Sharpe Ratio
Buy & Hold	-	52.61	40.09	48.70	0.93
Covered Call	OTM +10%	42.46	32.61	40.39	0.90
Put Write	ATM	17.15	13.46	31.01	0.56
Protective Put	OTM +5%	41.72	32.06	34.11	0.98

表 A6. 三菱商事におけるオプション戦略のパフォーマンス

Strategy	moneyness	Total Return (%)	CAGR (%)	Volatility (%)	Sharpe Ratio
Buy & Hold	-	32.31	25.02	25.94	0.98
Covered Call	OTM +2%	35.03	27.06	17.24	1.46
Put Write	ATM	25.85	20.13	14.92	1.28
Protective Put	OTM +10%	22.15	17.30	24.69	0.76

表 A7. 三菱UFJフィナンシャル・グループにおけるオプション戦略のパフォーマンス

Strategy	moneyness	Total Return (%)	CAGR (%)	Volatility (%)	Sharpe Ratio
Buy & Hold	-	79.69	59.58	32.93	1.58
Covered Call	OTM +5%	93.16	69.05	26.64	2.10
Put Write	ATM	55.34	42.08	21.38	1.74
Protective Put	OTM +10%	65.00	49.09	26.57	1.63

表 A8. 日本郵船におけるオプション戦略のパフォーマンス

Strategy	moneyness	Total Return (%)	CAGR (%)	Volatility (%)	Sharpe Ratio
Buy & Hold	-	18.67	14.63	27.72	0.62
Covered Call	ATM	39.27	30.24	16.16	1.70
Put Write	OTM +2%	25.19	19.62	14.38	1.30
Protective Put	OTM +10%	4.16	3.30	24.64	0.24

表 A9. ファーストリテイリングにおけるオプション戦略のパフォーマンス

Strategy	moneyness	Total Return (%)	CAGR (%)	Volatility (%)	Sharpe Ratio
Buy & Hold	-	29.27	22.72	31.36	0.80
Covered Call	ATM	31.71	24.56	21.81	1.10
Put Write	OTM +10%	11.74	9.25	4.22	2.05
Protective Put	OTM +10%	16.37	12.85	29.32	0.55

表 A10. ソフトバンクグループにおけるオプション戦略のパフォーマンス

Strategy	moneyness	Total Return (%)	CAGR (%)	Volatility (%)	Sharpe Ratio
Buy & Hold	-	108.38	79.59	57.70	1.30
Covered Call	OTM +10%	75.40	56.53	45.47	1.21
Put Write	ATM	49.55	37.84	36.40	1.06
Protective Put	OTM +5%	79.84	59.68	42.06	1.32

本資料に関する著作権は、株式会社大阪取引所にあります。

本資料の一部又は全部を無断で転用、複製することはできません。

本資料の内容は、株式会社日本取引所グループおよびグループ各社（株式会社東京証券取引所、株式会社大阪取引所、株式会社東京商品取引所、株式会社 J P X 総研、日本取引所自主規制法人および日本証券クリアリング機構）の意見・見解を示すものではありません。

本資料は、デリバティブ商品の取引の勧誘を目的としたものではありません。

筆者、株式会社日本取引所グループおよび上記グループ各社は、本資料に基づく投資あるいは類似の行為により発生した如何なる損失や損害に対して、一切の責任を負うものではありません。