

株価指数オプション取引30周年によせて

大阪大学名誉教授 仁科 一彦

1. 株価指数オプション取引開始にいたる世界の金融経済情勢（本稿）
2. オプション取引の特性と歴史（次稿）
3. 株価指数オプション取引の足跡とデリバティブ市場の使命（次々稿）

1. 株価指数オプション取引開始にいたる世界の金融経済情勢

1989年6月に大阪証券取引所（現在の大阪取引所）で日経平均オプション取引が開始され、同年10月には東京証券取引所でTOPIXオプション取引が開始された。これらはわが国で実施されたオプション取引の嚆矢であり、現在にいたるまで継続して取引されている。この事実は、オプション取引が成熟した経済社会が必要とするデリバティブ取引の主要な柱であるという理解が浸透している証左であるといえよう。本論の目的はこのオプション取引がどのような経済情勢のなかで誕生し、いかなる経緯を経て発展してきたかを総合的に検討することである。そのうえで、現代経済において枢要な機能を果たすオプション取引について、求められる役割を理論的に整理したうえでこれからの展望を試みたい。

株価指数オプション取引に先行して約1年前にわが国では株価指数先物取引が開始された。筆者は本誌『先物・オプションレポート』2018年6月号「株価指数先物取引30周年」のなかで、株価指数先物取引を開始した当時の金融経済環境を概観して下記のように記した。

世界の主要国では金融の自由化へ向かう動きが活発になり、必然的に金融産業の競争が促進されつつあった。この動きは、経済の成長と成熟ともなっていて、生産者や消費者がより便利で安価な金融サービスを求める方向に対応したものであり、各国の行政も諸規制の緩和（Deregulation）によってそれを積極的に支援した。そこでは金融機関が競争上の優位を求めて金融新商品の開発に注力し、いわゆる金融革新（Financial Innovation）が進み始めた。すなわち金融仲介と各種の金融サービスに携わる諸機関は、それまでの狭い範囲の業容に固執するのではなく、需要者である企業や家計の要求に応えるべく、多様で先端的な契約や取引を開発する必要に迫られたのである。

諸規制の緩和や撤廃によって生まれた金融革新の萌芽は、特にアメリカとイギリスで顕著に現れた。たとえばアメリカでは金融・資本市場の自由化が急速に進み、新しい契約や取引手法が開発された、これらの影響は金融機関の業容を大きく変えると同時に、金融産業における競争を促すことになる。イギリスでは1986年にビッグバンと呼ばれた大規模な金融改革が実施されたが、その準備はすでに1970年代後半に始まっていたと言われている。

こうした動きはわが国に無関係であるはずはなく、いわゆる貿易摩擦から発した金融自由化への圧力に対して、金融行政は「認可」や「緩和」を記す措置を積極的に実施した。またそれらの動きを促進したわが国特有の環境条件として、高度成長を経験した企業部門が新しい活動分野として貿易や海外進出を指向したことと、同じく高度成長の成果として急激に進んだ家計の金融資産残高の蓄積も見逃すことはできない。さらに国内における重要な要因として、国債の大量発行とその残高の増加が新たな流通市場を形成しつつあったことも注目しなくてはならない。金融機関と家計の双方にとって、金融資産として重要な項目となりつつある国債が市場で自由に取引される時代を迎えていたのであるから、国債を保有するそれぞれの主体が合理的な選択と取引を望むようになるのは自然の流れであった。

金融行政はそれに応じて効率的な市場の設置を急ぐ必要があったと考えられる。以上の考察から、株価指数先物取引の開始が時宜を得た決定であったと結んでいる。

株価指数先物取引の開始から一年を経て開始されたオプション取引の場合も、その経済環境の動きについては同様の指摘と解釈が適切であろうと思われるので、オプションに関する主要国の具体的な動静と、わが国の金融経済情勢を略述しておく。

主要国のオプション取引に関する動きとしては、

- 1979年 アメリカ SEC オプション取引の拡大を認可
 - 1981年 アメリカ SEC 各取引所にTBのオプション取引認可
 - 1983年 アメリカ 円のオプション取引開始
 - アメリカ S&P 株価指数オプション取引開始
 - 1984年 イギリス 株価指数先物とオプションの取引開始
 - 1985年 アメリカ スイスフランと英ポンドの先物、オプション取引開始
 - アメリカ 店頭株式ならびにその指数のオプション取引開始
 - アメリカ 円とドイツマルクの通貨オプション取引開始
 - スイス ヨーロッパ初の株式と債券の指数オプション取引開始
 - 1986年 アメリカ 円の先物オプション取引開始
 - アメリカ TBの先物オプション取引開始
 - 1987年 フランス 株式オプション取引開始
- 等がある。

わが国の金融情勢としては、

- 1979年 手形市場金利完全自由化
 - 1980年 新株引受権付社債導入
 - 新外為法jにより外国人の日本株取得自由化
 - 1982年 東京金取引所開設（金の先物取引）
 - 1983年 金融機関の国債ディーリング認可
 - 1985年 国債先物取引開始
 - 大口定期預金金利自由化
 - 1987年 国内銀行の海外デリバティブ取引認可
 - 株式先物取引（株先50）取引開始
 - 1988年 金融先物取引法成立
 - 株価指数先物取引開始
- 等が注目にあたいする。

こうした環境下で諸金融機関は、規制下における単なる規模の拡大競争から脱して、新しい競争条件下における金融産業構造への移行を見越していたのではなかろうか。すなわち諸規制の緩和や撤廃により金融・資本市場の自由化が進むのは先行する主要国を見れば明らかであり、それは新たな競争を中心とする金融業務の変革が避けられないことを意味すると認識していたと思われる。たとえば海外業務の拡充や国内業務の効率化を重視した展開を試みたのはその証左であったと言えよう。そのプロセスで、金融革新の基礎となるのがデリバティブであるから、先物取引やオプション取引に関する理解が広まっていったと考えられる。

それまでわが国の金融機関ではデリバティブが実際に取引された経験はなく、その必要性はもとより、構造や意味も認識されていたとは言い難い。これは、先物取引が世界に先

駆けて18世紀に大阪堂島の米会所で創出されて以来理解が浸透していたのとは異なる特徴であり、オプション取引が先物取引より早くに利用されていた欧米とは対照的でもある。

金融革新とオプション

経済活動が存在するかぎり、資金の貸し手（供給者）と借り手（需要者）が必ず存在する。それらの人々や組織が、経済の成長と成熟ともなっていて、みずからに都合の良い多様で複雑な契約を要求するようになるのはすでに述べたとおりである。そのような契約とは、契約によって発生する将来のキャッシュフローパターンが多様で複雑になるという特性を持つ。たとえば、将来の収入が経済動向の如何に依存して不安定である場合、それを確定した一定の収入に変更したければ、そのようなキャッシュフローパターンを持つ契約と交換するか、それを可能にするような契約を購入しなければならない。あるいは、将来のキャッシュフローが何らかの経済動向にのみ依存することが明らかであり（たとえば為替レートやGDPもしくは特定の財の価格水準に依存）、そのキャッシュフローを実現したいのであれば、それらの特徴と条件を明示した契約を作成するか購入しなければならない。そのように柔軟（flexible）なキャッシュフローパターンの設計を可能にするのがオプション契約の基本的な機能である。

現代ではさまざまなオプション取引のバリエーションが開発されて、さらに多様な需要を喚起している。こうした特質と機能を持つオプション取引を信頼できる整備された市場で取引可能にするのがオプション市場の役割である。

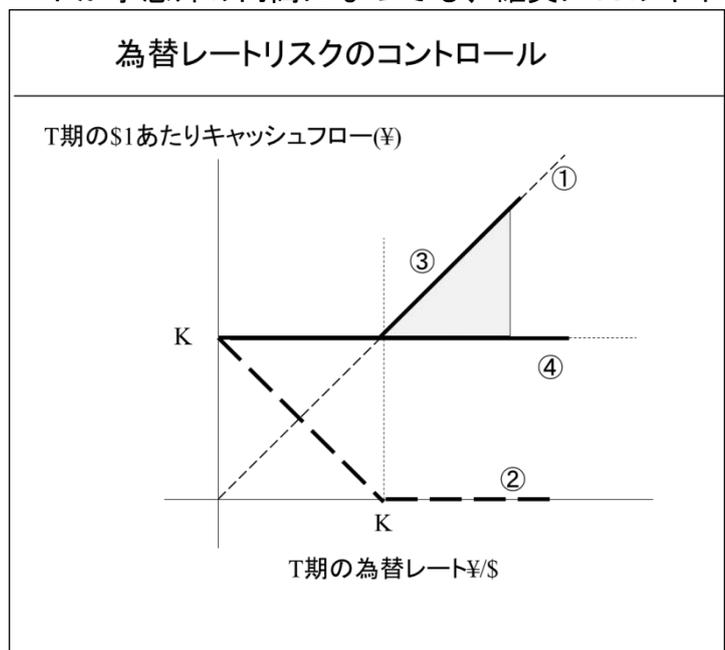
オプション取引の本質と経済的機能についてより詳細な解説は本論の次稿と次々稿で予定しているが、ここではごくシンプルな例によるオプション取引の説明をして、上記の内容を直感的に理解する一助にしたい。

例として輸出に従事する企業を想定する。この企業はT期後に製品の輸出代金をドル建てで回収できる予定である。T期後の為替レートは不確定だから、輸出代金を円建てで評価するために為替リスクに関する何らかの対応を必要としている。

図はT時点における為替レートと円建てのキャッシュフローの関係を描くペイオフ図である。もしT期の為替レートの水準に関わらず一定（K）の円貨収入を望むのであれば、外国為替の先物取引で反対（売り）のポジションをとるか、金融機関と為替予約の契約を結べばよい。こうすればT時点で為替レートが予想外の円高になっても、確実にKのキャッシュフローを実現できる。しかし逆に円安に進んだ場合でもキャッシュフローはKに固定されるから、ヘッジをしなければ得られたであろう利益を逸することになる。

もし円高によるK以下のキャッシュフローを避けると同時に円安による有利なキャッシュフローを得たいのであれば、権利行使為替レートがKのプットオプションを購入すればよい。図の影の部分で示されるように、回収予定のドル資金とプット・オプションを合成したポジションはそのようなキャッシュフローを実現するからである。

図の各線は以下のポジションによる



キャッシュフローを表す

- ① 何らのリスク・コントロールも施さないオープンなポジション
- ② 満期T、行使価格Kのプットオプションの買いポジション
- ③ 輸出代金とプットオプションの合成ポジション
- ④ 輸出代金と先物取引もしくは先渡し取引（為替予約）のポジション

この時、プットオプションの購入には現時点でオプションのプレミアムを支払う必要があり、先物取引や為替の予約にもそれぞれ手数料が必要であることは言うまでもない。それぞれがいかなる価格になるかは各取引の市場で決定される。したがって実際には、図の各線で描かれるキャッシュフローは当該費用を差し引いた額だけ下方にシフトすることになる。この例はオプション取引によってリスク・コントロールの選択肢が増えたことを示すものであり、常にオプションを利用するのが適切であることを強調するものではない。リスク・コントロールの目的や需要者の条件によって採択すべき方法は異なるが、オプションの存在によって選択肢が増加したことが重要である。このような手法はオプション取引の市場が存在しなければ実行不可能なことは明らかであろう。ただし非常に抽象的な経済理論モデルにおいてオプション市場が存在しなくとも可能であることも付け加えておく。

この例に見られるように、オプション取引は将来のキャッシュフローパターンに関して多様で多量の要望に応える手法を提供する。現在では、需要者のさまざまな要望に応じて、あるいはそれらの要望を先取りして、先端的で複雑なスキームが開発されている。オプションの特性は貯蓄や投資あるいは保険などの金融経済に限らず、ビジネス一般において広範に利用されているのはよく知られている通りである。

1989年に大阪証券取引所がオプション取引を開始したとき、それに備えて議論を重ねた会合でメンバーから尋ねられた質問が筆者の記憶に残っている。財務省（当時大蔵省）の高官が「オプション取引は保険を市場で取引するようなものですね」と述べた。彼はオプションの本質を理解した炯眼の士であったと言えよう。

以上の考察から、わが国最初のオプション取引が、金融自由化へ向かう世界の金融経済の諸条件から判断しても、当時のわが国の経済状況から判断しても、株価指数先物取引と同様に、時宜を得た適切な出発であったと言えよう。さらに、それまで馴染みのなかったオプションという契約とその取引がこの時から広範に理解され始めたことで、その後の金融経済をはじめとする経済全般に大きな貢献をしたと考えられる。現在ではオプション取引の特性を生かしたビジネス活動はもとより、貯蓄や投資の商品が経済社会に根付いているのは周知の通りである。

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、株式会社大阪取引所の意見・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。