

オプション取引の社会的意義と投資家保護

一上季代司

一九八〇年代以降の金融市場に起きた特筆すべき変化の一つは、経済環境の変動激化（したがってリスク増大）と金融工学の発展によりデリバティブ（派生）市場が急速な発展を遂げたことであった。一九七三年に個別株オプションがCBOEに上場されてから、上場オプション市場は取引量の急速な拡大と上場銘柄の多様化がすすんだが、それだけではなく九〇年代に入ると、エクイティ・スワップ、クレジット・デリバティブなどオプションの原理を使った新種の取引が開発され、拡大した。これら新種の取引は、従来、賭博的性格をもち賭博罪に抵触すると考えられてきたのだが、冒頭で見たようなリスクの増大と金融工学の発展によって、これら取引の経済的な意義が見なおされるようになり、その結果、九〇年代前半に法的に解禁が容認されたのであった。とりわけ金融工学は、「将来の不確実性」リスク」という定性的な状態を数量に還元することで、リスクに関する契約を市場取引化することに成功した。このような変化の延長上に、ビッグバンによる各種デリバティブの解禁があることはいうまでもない。

ところで、こうした金融取引における歴史的な意義はあまり認識されていないようである。例えば、昨年、日経平均株価指数オプション取引につき某証券会社が適合性原則違反により違法勧誘で不法行為責任を問われた判決があったが、その判決文の中で「リスクヘッジの必要のない者が利ざや稼ぎのために行う指数オプション取引は「賭博性」の側面を強く持ち、このような賭博性の危険を承知で引き受ける者のみが行うべき取引であっ

て通常の多くの個人投資家には適合しない。……中略……個人投資家がオプション取引に参加することは賭博の勝ち方に関して知識の乏しいままにプロが相手の賭博場に参加していくことを意味し、もともとゼロサム市場において五分五分の危険であったものが、無知ゆえにハンディを抱えて参入することに成って危険のみが増大することとなる⁽¹⁾（傍線と番号は筆者が付した）という認識が示されている。日経平均株価指数オプションに対するこのような見解は、冒頭で述べた近年の歴史的な意義が理解されていないことの反映であるように思われる。⁽²⁾

そこで、以下では 断りなき限り単にオプション取引という場合は日経平均株価指数オプションをさす

値鞘目的のオプション取引は投機ではなく賭博か？ オプション取引は、リスクヘッジ機能をもつといわれるが、そのメカニズムは何か？これと先の「賭博」とされる「値鞘稼ぎ」とはどう関係しているのか？すなわちオプション取引の社会的機能とは何か？ 投資家の属性によってオプション取引での「勝ち負け」に偏りが生じるのか？言い換えれば個人投資家が「負け組み」でプロの機関投資家や証券会社ディーラーが「勝ち組み」なのか？ オプション取引における真の意味での投資家保護とは何か？といった諸点について簡単に検討してみた。

2 値鞘稼ぎにおけるオプション取引 投機と賭博

一般に、賭博は将来の不確定な事態を賭けあってその当落を条件に富の再分配を行うもの、とされているが、単にそれだけなら賭博のほかに投機、ヘッジ、保険（ここでは損害保険を念頭においている）もそれに該当するはずである。⁽³⁾ところが、このうち賭博だけが賭博罪の適用を受け原則禁止とされるのに対し、他の三形態は経済的に意義のあるもの・有用なもの、と容認されているのはなぜだろうか。一見したところ、投機と賭博はともに将来の不確実からくる利得を追求しようとする（risk lover リスク愛好）のに対し、ヘッジと保険は将来の不確実

からくる損失を回避しようとする（risk averter リスク回避）という動機・態度・目的において区別できることがわかる。

（１）投機と賭博 共通性と相違性

そこで最初に、値鞘稼ぎにおけるオプション取引は賭博性の側面を強くもつ、と指摘されている点から見ておこう。つまり、ともに積極的に不確実性に賭けようとする点で共通する投機と賭博について、両者の共通点と相違点から検討しよう。

投機と賭博は、ともに将来の不確定な事態を賭けあって、その当落を条件に富の再分配を行う点で共通している。しかし、投機においては、その当て合いの対象が価格の騰落にあつて騰落の差額が授受されること、その当てあいの仕方そのものが売買形態をとること（上がると思つものは「買い」、下がると思つものは「売る」）、の二点において賭博と異なっている。賭博では当てあいの対象は何でもよく、また売買の形態をとらない。要するに、賭博は市場経済とは無縁な世界においても成り立つのである。ところが、投機は市場内・流通内の行為であつて市場経済においてのみ成り立っている。（安く買って高く売るのは、商業資本、産業資本を問わずおよそ資本たるものの共通の行為ですらある。）この意味で投機は資本主義社会において賭博より一段、高い地位を得るのである。

では値鞘稼ぎにおけるオプション取引は投機か、賭博か。この点につき、オプションとは別種の派生取引である先物取引（あるいは清算取引ともい⁴う）と比較してみよう。

(2) 値鞘稼ぎにおける清算取引とオプション取引

清算取引において予想の対象は将来価格の騰落であり、上(下)がると思つものは買(売)っておき、上(下)がった時点で反対売買を行い、その差額が授受される。したがつて値鞘稼ぎにおける清算取引は「投機」である。これに対し、オプション取引においても、予想の対象は将来価格の騰落であり、騰落差(正確には行使価格と決済日の価格との差額)が授受され、投機的性格が認められるが、契約時点ではまだ売買は行われておらず将来時点での売買の約束にすぎない。契約は流通外の行為にとどまつており、そこに「賭博的性格」が認められるのである。しかし、これに加えて、特に相場オプションの場合には流動性があり、約定後も転売・買い埋めが容易であることから、オプションそれ自体が価格変動し、そこに第二次的ではあるが、投機が付着する。

このように見ると、値鞘稼ぎのオプション取引は、賭博的要素を含むが「賭博そのもの」ではなく、賭博的要素を含む投機である、といったほうが正しいだろう。

3 オプションの社会的機能

次に角度を変えて、オプションの社会的機能について見よう。一般にデリバティブ取引の社会的機能としてヘッジ(保険つなぎ)が指摘される。もっとも、ヘッジは元来、清算取引において、保険とは区別されて使われてきた用語である。したがつて、この点についてもオプション取引に言及する前に清算取引について検討してみよう。

(1) ヘッジ(清算取引の場合)と保険 共通性と相違性

ヘッジも保険も、ともに将来の不確定な事態からくる損失を避ける(すなわちリスクを回避する)目的・動機で、当落を条件に富の再分配を行う、実需取引に付随した「複合取引」であること、の二点において共通している。実需取引において将来、何らかの原因で損失をこうむるリスクがあるからこそ、この損失を回避するためにヘッジや保険が用いられるのである。したがってヘッジ・保険は先の投機・賭博と比較すると、不確実性を回避しようとする点(投機・賭博はリスクラバー＝愛好者である)、必ず複合取引である(投機・賭博は単独取引でも成立する)、の二点において全く逆の立場にある。

他方、ヘッジと保険は次の点で異なる。すなわち、ヘッジにおいてはその当てあいが流通内の行為であるが、保険は流通外の行為である。⁽⁵⁾例えば、ヘッジにおいては、実需取引において現物を一〇〇円で買った者が値下がりすると困る場合に、別途に先物取引で売っておき、将来予想があたって値下がりは、その時点で買い戻し、実需取引での損失を先物取引での売買益でカバーするのである。ところが、保険においては、実需取引で(例えば)輸取出引を行っているものが輸出品目の輸送中に海難に遭うというリスクがあるときに、積荷の船が沈めば一億円もらおう、ただし、この賭け事のエントリー条件として沈んでも沈まなくても一〇万円渡そう、という契約を結ぶのである。その相手方になるのが保険引受者(アンダーライター)であり、あの船が沈めば一億円渡そう、他方、そうなった場合の支払原資をプールする必要から、沈んでも沈まなくても一〇万円もらおう、という契約内容となる。

こう見ると、オプションの場合は、その契約内容およびキャッシュフローのあり方からして、リスク回避行動はヘッジというより保険に近い。一方において大量の株式投資を行っているものが、株価が下がれば行使価格と

の差額をもらおう、その見返りとして下がっても下がらなくてもオプション料を渡そうという契約だからである。

(2) オプションの社会的機能

以上の結果、清算取引、保険取引、オプション取引の社会的機能を総括すれば、次のようになる。

まずこれらの共通点を挙げると、ヘッジ手法ないしは保険契約を利用することによって、不確定な事態からくる損失に備えるべき追加資本を節約し、資本利益率（リターン）低下を食い止めることができる。事業会社の場合は思わざる原料高（あるいは製品安）に遭遇したり、あるいは海難・火災に遭遇した場合に、事業規模を維持するための追加資本を節約しているのである。株式投資における機関投資家の場合には、購入予定株の思わざる高騰（あるいは保有株の思わざる下落）のため解約に備えた準備金が減少し、それを補充するための追加資本を節約し得るのである。

このような損失（これに伴う追加資本）の回避・節約は、トータルに見ると清算取引、保険取引、オプション取引においてどのような意味をもっているのだろうか。清算取引の場合には、対象が流通内の価格変動からくる損失の回避であるから、一方の利得は他方の損失であって社会的にはゼロサムとなる。これに対し、保険の場合には海難や火災など流通外の事態から生じる損失の回避であり、社会的にも損失となる。日経株価指数オプションの場合も、対象が株価という価格変動であることから、清算取引と同様に、株価変動に備えるべき追加資本を節約し、資本利益率（リターン）低下を食い止めることに貢献しているのである。オプションの場合にも、一方の利得は他方の損失となり社会的にはゼロサムとなる。

(3) 投機、ヘッジ、保険の社会的意義

では、今度は観点を变えて、清算取引におけるヘッジと投機を比較してみよう。両者はともに流通内の行為であるが、投機とヘッジは動機が正反対であり、この結果、投機は、リスクを回避しようとするヘッジヤーの相手方となってリスクを分担し、ヘッジヤー側がリスクに備えてさもなくば個別に保有せねばならなかったであろう追加資本を全体として節約することに貢献するという役回りになる。この節約益の一部がトータルとして投機利潤となるのである。したがって清算取引は、ゼロサムゲームであるが投機利潤はゼロにはならない。ヘッジヤー側にとつて追加資本が節約できるメリットがある分だけ、少々不利な価格であつても清算取引を取り結ぼうとするニーズがある。その部分がカウンターパートである投機の利潤に相当するのである。この投機利潤の受けとめ手である投機資本は抽象的にはゼロであり得るが、現実的には価格水準自体の変動に備える追加的な準備金相当額が必要となり、それが投機資本の自己資本となる（例えば先物ディーラーのネット・キャピタルがこれに相当する）。この額が多いと安全だが投機資本の利益率は低下する。

同じことを保険についてもみておこう。保険の場合、保険者には保険引受者（アンダーライター）がカウンターパートとなる。保険引受者は、保険者がリスクを回避しようとする相手になってリスクを分担する。保険者から徴収した保険料をプールし保険事由が発生した保険加入者に保険金を給付することで、各人が保険事由の発生に個別に備えた場合に必要となる追加資本が節約できるのである。したがって保険事由が発生する限り、社会全体としては絶対的な損失であるが、保険引受者の利潤はゼロにならない。保険者が個別に対応したときに備えるべき追加資本を節約できるメリットがある分、保険料に保険利潤を加算してもニーズがある、ということになるからである。

同様のことはオプション取引にも当てはまる。オプション取引はキャッシュフローとしては保険取引に類似しているが、その社会的意義は保険取引よりも清算取引のほうに近い。値鞘稼ぎのリスクテーカーの行為は、「賭博的要素」を含んではいるが、ヘッジヤーの相手方となってリスクを分担し、ヘッジヤー側がリスクに備えてさもなくば個別に保有せねばならなかったであろう追加資本を全体として節約するという、投機と同様の社会的意義を有しているからである。この節約益の一部がトータルとしてリスクテーカー側の利潤となる。したがってオプション取引も、ゼロサムゲームであるが「投機」利潤はゼロにはならない。ヘッジヤー側にとって追加資本が節約できるメリットがある分だけ、少々不利なオプション価格でも受容するニーズがあり、その部分が「投機」利潤に相当するのである。

以上のように、同じ将来の不確定な事態の当てあいでありながら、賭博を除く投機、ヘッジ、保険が社会的に有用なものとして容認されているのは、これらが流通内外の不確実性（リスク）から由来する追加資本の必要性を、リスク配分によって社会全体として節約する方法であるからにほかならない。その手段としては清算取引、保険取引のほかオプション取引があるのである。

(4) 賭博的要素への対処

とはいっても、保険取引とオプション取引はそれ自体としては流通外の行為であることから賭博的要素を含んでいる。そしてまた、その賭博的要素は条件さえ揃えば前面に出ることもあり得るし、したがってまた、工夫次第でその弊害を除去することもできるのである。

まず保険取引であるが、複合した二つの取引の金額に乖離があるとき、保険取引は賭博的要素を含んでしまう。

例えば、百万円の積荷に二百万円の保険を掛けると、差額の百万円分は賭博になる。この百万円分は、実需取引とは離れて、海難に遭うことに賭けているからである。このため保険業の歴史は、賭博的目的をもった保険加入者からアンダーライターが如何に自分の身を守るか、の歴史であつたともいえる。例えば過大保険からくる賭博的要素を排除するための評価技術（積荷の価値・保険金・保険料の評価）の発展、実損補填主義（実際に受けた損失額以上には支払わない）の確立、免責事項の挿入、受入保険総額と支払保険金総額を均衡化させるための保険数理技術の発展などはその好例である。これは逆にいえば、保険が賭博に墮することのないようにするための工夫でもある。

ではオプションの場合はどうか。オプション取引では保険取引の場合と違って、リスクテーカーはライター（売り手）だけではなく、買い手サイドにも現われる。複合取引以上に出るオプションの買いは値鞆稼ぎ（投機目的）であつてヘッジではなく、そのような取引は保険取引の場合と違って日常茶飯に見られるからである。むしろこのようなりスクテーカーが売り買い両方に広範に現われてこそヘッジヤーはリスクを回避でき、先述したオプションの社会的機能が果たせるのである。むしろオプション取引の「賭博的要素」の弊害は、店頭オプションのような相対取引にとどまる場合に顕著となる。アメリカでは、一九七三年にCBOEで個別株オプションが上場されるまでは、オプションは店頭取引で行われており、証券業者と顧客とのアイタイ取引に局限され、リスクテーカーとヘッジヤーが広範に交わることがなかった。つまり、リスクテーカーがヘッジヤーのリスクに備えた追加資本を節約するという先述の社会的機能は十分果たしていなかった。その意味では、証券業者と顧客とが株式相場を利用した賭博的行為を行っている、といわれてもやむをえない面があつたのである。しかも、オプションプレミアムは取引者の株価予想（確率分布）にもとづいて目の子算的に計算されており、往々にして

相場情報にアクセスできる証券業者側に有利な値付けになっていたのである。その意味ではまさに、「賭博性の側面を強く持ち」、顧客は「無知ゆえにハンディを抱えて参入することになって危険のみが増大する」こととなっていたのである。

しかし一九七三年に上場オプションが出現して以来、状況が変わった。オプションが上場されると、リスクテーカーとヘッジヤーが交わるようになり、取引参加者の間で広範にリスク配分が行われるようになった。すなわち、先述のオプション取引の社会的機能が発揮されるようになったのである。それだけではなく、ブラック・ショールズ・モデル（以下、BSモデルと略）によるオプション価格の算出は、上場されていることともあいまってオプション価格の透明性を向上させることとなった。

BSモデルの原理は「無リスク裁定機会の不在」であって、オプションの経済的価値を現物株と無リスク資産によって複製することによって算出している。保険の場合は保険事由が発生する確率分布を描き、多数の法則によって保険料を算出しているのだが、BSモデルは満期日における株価の確率分布を必要としない。一九七三年以前の店頭オプションのように各取引者の株価予想（確率分布）にもとづいて恣意的に算出される事はなくなったのである。BSモデルでは、一定の行使価格・行使期日のオプション価格は現物株価とボラティリティ（および金利）によって一義的に算出される。しかも上場オプションの場合には取引者の異なった株価予想はオプション価格に最大公約数的に集約され、インプライド・ボラティリティとして透明性をもって表現される。そこには店頭オプションに見られる不透明性は払拭されている。もし、オプション価格が上記の理論価格から乖離すれば、市場が効率的である限り、裁定取引が発生してその乖離を縮小させる。

このように金融工学の発展により、オプション価格は現物価格とボラティリティによって理論価格が算出可能

となった。また上場オプションの場合は、店頭オプションと違って流動性が高く、裁定取引を通じて理論価格へ収斂するようになってくる。こうした価格形成上の透明性は投資家の属性によって影響されるものではない。したがって個人投資家が常に負け組みであるなどとはいえないのである。

4 小括

以上をまとめてみれば以下のようなふうになる。

(1) 値鞘稼ぎのオプション取引は、一般的には賭博的要素を含んでいるが、その弊害は店頭オプション時代のものである。冒頭で紹介した京都地裁判決のオプション取引に対する認識は、まさに一九七三年以前の店頭オプションにおいてこそ妥当するのであって、現代の上場オプションには妥当しない。

(2) オプションが上場され、BSモデルによるプライシングが行われると、値鞘稼ぎのリスクテーカーは「投機」となり、ヘッジャーのカウンターパートとなって価格変動リスクに備えるべき追加資本の節約に貢献する役割を担う。清算取引における投機と同様の役割を担うのである。こうした社会的機能を十分に働かせるためには参加者が個人を含む広範な層に広がっていることが望ましい。

(3) 従ってオプション取引は、ゼロサム市場（一方の利得は他方の損失）ではあるものの、投機はハイリスク・ノーリターンではない。リスクテーカー（投機）はリスク分担を通じてヘッジャーの追加資本節約に貢献する。したがってヘッジャーの側に理論価格から見て少々不利であっても利用しようとするニーズがあり、その結果、全体として投機はプラスサムとなる。⁽⁸⁾これは清算取引の場合と同様である。

(4) オプションの上場とBSモデルの開発により、オプション価格は透明性をもつようになった。こうした価

格形成上の透明性は投資家の属性によって影響されるものではない。したがって個人投資家が常に負け組みであるなどということはできない。ただし、満期日（権利消失）までの値動きは激しく、その間の価格変動に機動的に対処しなければディーリングが投機的得失を左右することはあり得る。この意味では相場情報に劣後する個人投資家は一般的には不利になる可能性はあるだろう。

(5) オプションの場合には、キャッシュフローのあり方が現物株は勿論、先物取引とも異なり特殊なもので高度の商品知識を必要とすること、ハイリスクであること（特に売り手の側はきわめてリスクが高くなること）、現物市場とオプション市場の相場情報を常にウォッチして売買のタイミングを逃さないことなどが特に注意すべき事項になる。こうした注意事項は、商品知識の普及、金額を少額に抑えること、インターネット利用により相場情報へのアクセスが容易になったことにより、絶対的な限界ではなくなっている。従って、投資家保護という点から、あらかじめ、個人投資家の参加を排除することが唯一の解決策とはいえない。結局は、証券会社による勧誘のあり方（説明義務、適合性の原則）と契約後のフォローアップの問題に帰着するのである。

注

- (1) 京都地裁平成二四年九月二八日判決（<http://cgi2.osk3web.ne.jp/~syoutken/db/data/140918.html>）
- (2) もっとも、筆者は、日経平均株価指数オプションに対するこのような認識が判決に影響したといっているわけでもちろんない。
- (3) 投機、賭博、ヘッジ、保険の共通性と相違点、ならびにそれらの社会的機能については川合一郎「株式価格形成の理

論(日本評論社、一九六〇年、のち「川合 郎著作集」第三巻、一九八一年に所収)第一編第三章において展開されている。もっとも本書では清算取引が分析対象となっておりオプション取引への言及はほとんどない。小稿は川合理論に依拠しつつ、さらにオプション取引についてその性格、社会的機能について検討するものである。

(4) 反対売買によって清算されるのが一般的であることから、先物取引はまた清算取引とも呼ばれる。

(5) 欧米の大学でスタンダードなファイナンスの教科書であるツヴィ・ボディとロバート・C・マーティンの「現代ファイナンス論」もその一章でヘッジと保険を区別している。ただ、その違いは、ヘッジの場合は逆の予想がた場合に得べかりし利益を失うが、保険の場合はプレミアムだけの損失限定であるというだけである。しかし、そうなるのはヘッジの場合には売買がすでに行われているためであるのに対し、オプションは売買の約束を取り付けただけで予想に反したばあいはその約束を放棄することができるからである。

(6) ここでいう価格変動は価格水準から乖離する限界変動部分であって、価格水準自体の全般的な上昇(下落)はヘッジできない。このことは、ヘッジしようと思っても相手が居ない、という形であらわれる。

(7) 例えば、百億円の株を保有している機関投資家が値下がりリスクを回避しようとして、想定元本二百億円分のプットオプションを購入すれば、差額の百億円分は値鞘稼ぎ(投機目的)である。

(8) これはもちろん全体としていえることなのであって、個々の投機行為が必ず利益を伴うわけではない。

()にかみ きよし・客員研究員)