

## 低迷する我が国株式オプション市場の現状と問題点

我が国の株式オプション市場(いわゆる個別株オプション市場)は97年の市場開設以来、取引が低迷している。99年の取引代金を米国の株式オプション市場の取引代金と比較すると、およそ1,000分の1に過ぎない。特に、当初期待されていた個人投資家による取引参加は今のところほとんど見られない。

一方、米国株式オプション市場は新たな成長期を迎えている。2000年は9月末時点で、過去最高を記録した1999年の年間取引高を早くも上回り、10月には月間で過去最高となる7,008万件の取引高を記録した。

### 1. 停滞する我が国の株式オプション市場

#### 1) 低迷する取引規模

我が国の株式オプション市場は97年の市場開設以来停滞し続けている。我が国における株式オプション取引は、投資家に対し新しい投資手段もしくはリスク・ヘッジ手段を提供するという観点や、現物株式市場を補完し、その機能を高めるといった観点などから導入が要請され、97年7月から東京証券取引所と大阪証券取引所にて開始された。

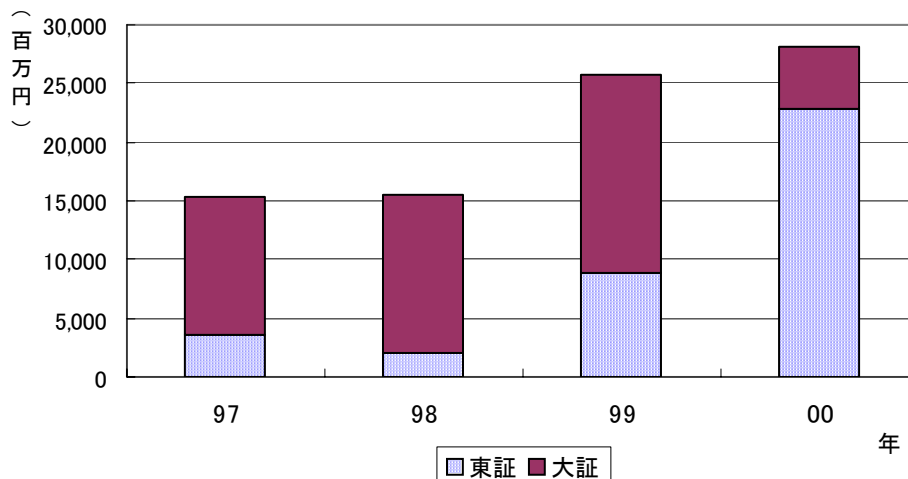
取引開始時には両市場に20銘柄ずつが上場された<sup>1</sup>(重複上場を除くと両取引所あわせて33銘柄)。選ばれた銘柄は現物株式市場において高い流動性を持ついわゆる主要銘柄中心であり、これらの銘柄全体で東証第一部時価総額の約3割を占めたことから、リスク・ヘッジ目的で大いに利用されることが期待された。しかしながら、99年、2000年にかけて取引代金は増えているものの(図1)、2000年の株式オプション全体の売買高の対東証・大証の現物株式売買高比率は0.25%に過ぎず<sup>2</sup>、現時点では期待されたような目的は達成されていない。また、米国株式オプション市場の取引規模と比較しても我が国の株式オプション市場の規模は99年の年間取引代金の比較で、およそ1,150分の1とあまりにも小さい(表1)。NYSEと我が国の3市場(東京・大阪・名古屋)の現物株式の売買代金比が約5:

<sup>1</sup> 上場銘柄数は順次増やされて、2000年9月末現在、東証に170銘柄、大証に97銘柄が上場されている。そのうち94銘柄が重複上場されている。

<sup>2</sup> 10月末までの数字で計算。我が国の株式オプションの取引単位は、対象株券の売買単位と同じ数量に設定されているので、銘柄によって異なる場合があるが、ここでは計算の単純化のために株式オプションの取引高(単位:ユニット)の数値に1,000をかけた数値を使用した。ちなみに、2000年(9月分までのデータで計算)の米国の株式オプション市場全体の売買高の対NYSE現物株式売買高比率は25.4%である。

1であるのに比べてバランスを失していると言えよう。

図1 我が国の株式オプション取引代金



(注) 2000年は10月分までの合計。

(出所) 東京証券取引所「東証統計月報」、大阪証券取引所「統計月報」より野村総合研究所作成

表1 日米の株式オプション市場規模比較 (99年)

<株式オプション市場>

	株式オプション取引代金	比率
米国	2,603(億ドル)	1,156
日本	256.8(億円)	1

《参考》現物株式市場

	上場株式売買代金	比率
米国	89,452(億ドル)	4.9
日本	2,087,062(億円)	1

(注) 1.比率の算出において、為替レートは1ドル114円で計算。

2.株式オプション取引代金は、米国は4市場の合計で、我が国は東証と大証の合計。

3.上場株式売買代金は、米国はNYSEの売買代金、我が国は3市場合計。

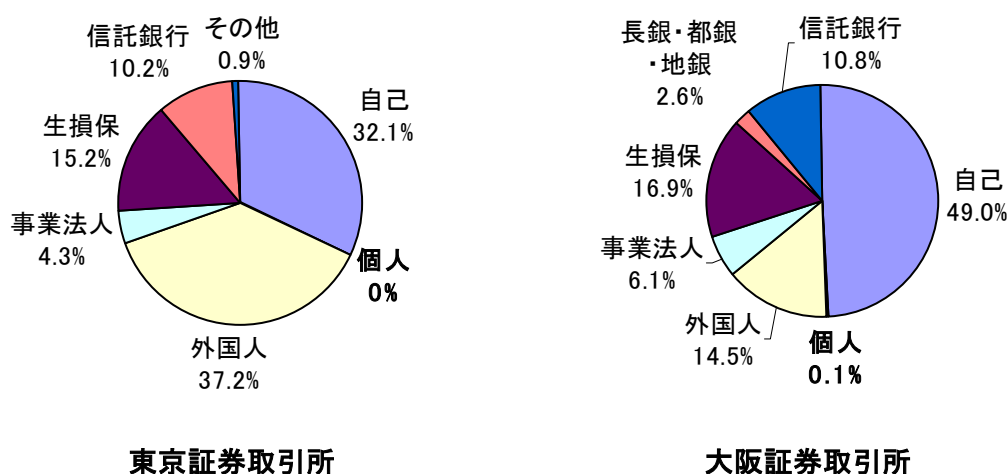
(出所) 東京証券取引所「東証統計月報」等により野村総合研究所作成

2) 低調な個人投資家の市場参加

株式オプション取引は、①少額の資金でも取引が可能であること、②買いポジションを取ればリスクを限定しつつ利益を追求できること、③現物株式の取引などと組み合わせることにより投資手法を多様化させることができることと、保有株式の値下がりリスクなどのヘッジや指値での売り買いを可能とする手段としても活用できる。そこで、市場の開設に際しては、個人投資家のニーズを満たす商品として、多くの投資家の市場参加が予想された。だが、これまでのところ個人投資家の市場参加は非常に低調である。株式オプション取引代金全体に占める個人の割合は、両市場合算で97年は8.9%とまぎれまぎれであった

が、98年以降は、98年0.6%、99年0.1%と急激に低下し、2000年は10月末までのデータで0.1%を切っている（図2）。株式オプション市場では、個人が主要な買い手として参加することが期待されるが、以上のように個人の取引がほとんどない、つまりは買い手不在のため、内外の機関投資家と証券会社などが主要な市場の構成者となっているのが実状である。市場関係者の間では、理論価格を下回る機関投資家の売り注文に対して証券会社が自己で向かうといった取引が中心になっているとの指摘もある。

図2 投資部門別株式オプション取引金額比率（2000年1～10月合計）



（出所）東京証券取引所「東証統計月報」、大阪証券取引所「統計月報」より野村総合研究所作成

しかし、99年以降、EB（他社株転換社債）などオプションを組み込んだ仕組み商品が個人投資家向けに販売されたり、株式オプションと似通った性質を有するカバードワラントが人気を呼んだりしている<sup>3</sup>。こうした現象をみる限り、我が国の個人投資家には株式オプション取引に対するニーズがないと判断するのは早計であろう。

## 2. 米国株式オプション市場の拡大

一方、米国では株式オプション市場が新たな成長期を迎えている。

米国における株式オプション取引は1973年にシカゴ・オプション取引所（CBOE）にて始まり、その後75年にアメリカン取引所（AMEX）とフィラデルフィア証券取引所（PHLX）、76年にパシフィック証券取引所（PSE）とミッドウエスト証券取引所（MSE）でそれぞれ

<sup>3</sup> カバード・ワラントに関して詳しくは、岩谷賢伸「多様化する個人向け金融商品」『資本市場クォーターリー』2000年秋号参照。

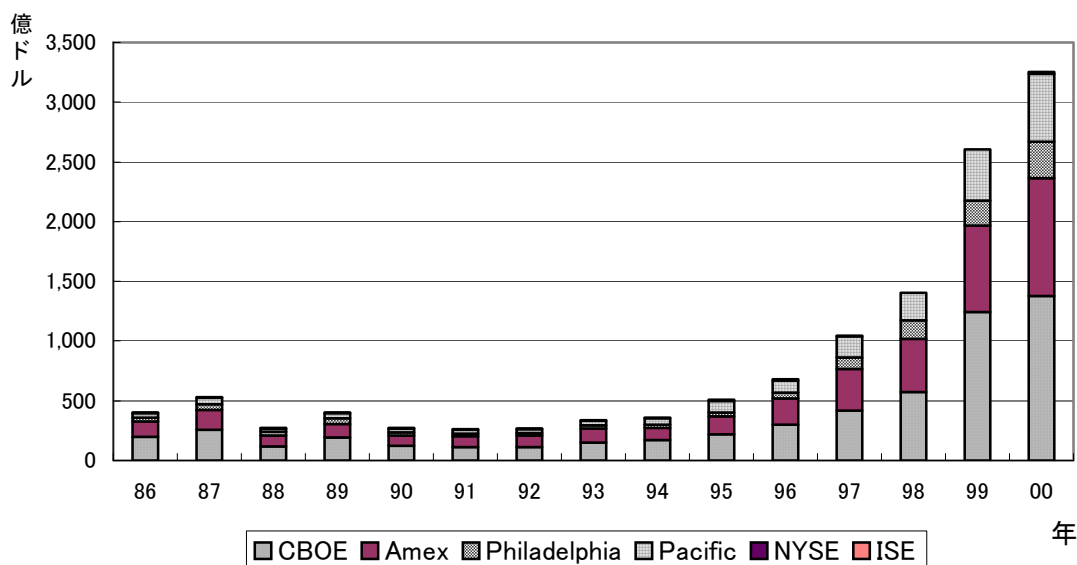
開始された。80年にMSEがオプション部門をCBOEに統合した後、85年にはニューヨーク証券取引所(NYSE)も条件付きで株式オプション市場に参入したが、97年に同じくCBOEにオプション部門を売却した。2000年12月現在、同年5月に取引を開始した電子オプション取引所「インターナショナル・セキュリティーズ・エクスチェンジ」(ISE)を含めて5つの取引所で株式オプションの取引がなされている。

株式オプション市場の最初の成長期は73年の取引開始後すぐに訪れた。しかしこの時は、取引拡大の速度があまりにも速く、不適正な投資勧誘等が問題にもなったことから、77年にSECが新たな銘柄の上場を一時停止し、株式オプション取引の実態に関する調査を行った。SECは調査報告書の中で投資家保護の充実や取引所の監督強化などを提言した後、80年にモラトリアムを解除した。

80年代は、85年にNasdaq銘柄も新たにオプション取引の対象に加えられるなど市場の活性化策が講じられたが、一般的にそれほど大きな市場の成長は見られなかった。90年代に入り、90年には満期までの期間を2、3年と普通のオプションよりも長めに設定した新商品LEAPS(Long-term Equity Anticipation Securities)が開発されたが、95年頃までは市場は停滞気味であった。しかしながら、96年以降、特にここ数年取引代金が急激に伸び、株式オプション市場は第二の成長期に入っている(図3)。

99年には4市場合計で過去最高となる2,603億ドルの取引代金を記録した。これは、5年前の7.3倍に上り、同時期にNYSEとNasdaqの現株の売買代金がそれぞれ3.6倍、7.6倍となっていることと比べても株式オプション市場が大きく拡大していることがわかる。2000年は9月分までの数字で3,251億ドルと早くも昨年実績を大きく上回っている。

図3 米国株式オプション市場の取引代金



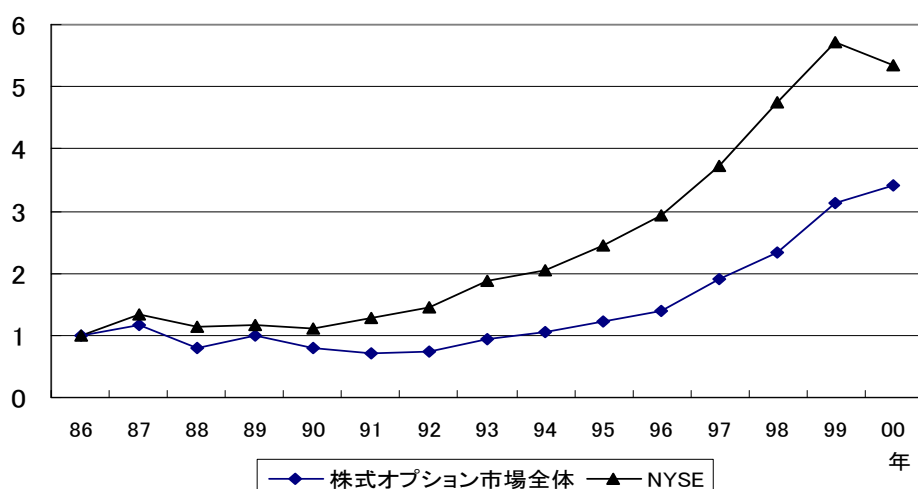
(注) 2000年のデータは、9月分までの数字。

(出所) OCC "OCC Monthly Statistical Report"より野村総合研究所作成

### 3. 市場拡大の背景

以上のように市場が急拡大している背景には第一に、現物株式市場における取引がここ数年大変活発で、売買高が大きく伸びていたという事実が挙げられよう。90年代に入ってからNYSEの売買高が増加していくのに少し遅れて株式オプションの売買高も増加傾向になり、96年以降NYSEの売買高が急速に伸びるのに合わせるように株式オプションの売買高もその頃から伸びが著しくなっている（図4）。

図4 株式オプション市場全体とNYSE現物株式の取引水準（86年の売買高を1とした場合）



（注）2000年の数値は、9月分までのデータを元に計算。  
（出所）NYSE資料等より野村総合研究所作成

第二の要因としては、個人投資家の積極参加とインターネットの利用が挙げられる。現在個人投資家の株式売買高の4割以上がインターネット経由であると言われるように、ここ数年でインターネットは個人投資家の便利な資産運用ツールとして定着してきた。プロのトレーダーとほとんど変わらない投資情報を駆使しながら、日中の価格変動などを利用して短期の売買を繰り返す「デイ・トレーダー」も登場している。オプション取引は現物株式等の取引よりも仕組みが複雑でかつリスクも高いため、全ての個人投資家に適した取引であるとは言えないが、インターネットという新しいツールを得たことにより、従来よりもオプション取引に個人投資家が参入しやすくなるとともに、高度な投資技術に習熟した投資家も増加しているようである。現在、アメリトレードやE\*トレード等、多くのオンライン・ブローカーがオプションのインターネット経由の取引サービスを提供している。証券会社にとっても、一般にオプション取引の手数料は現物株式の手数料よりも高いため<sup>4</sup>、

<sup>4</sup> 例えばE\*トレードの場合、上場株式の売買手数料が14.95ドルであるのに対し、オプションの取引手数料は20ドル+（単位数）×1.75ドルで、最低手数料29ドルである。

サービス提供のインセンティブが強い。

ちなみに、個人オプション投資家の実態を把握するには、2000 年 5 月にオプション取引の教育啓蒙機関である Options Industry Council (OIC) が発表した「オプション・ユーザーに関する調査」<sup>5</sup>が参考になる。この調査は 95 年の調査に続き 2 回目の調査で、個人オプション投資家とオプションを現在利用していない個人投資家<sup>6</sup>（以下ノン・ユーザー）へのアンケートを集計したものである。調査結果から、個人オプション投資家は一般的に、①裕福で学歴が高く、②インターネットを頻繁に利用し、③アクティブな投資性向を持ちリスク選好も高い、といった特徴を持つことが判明した。また、個人のオプション投資家がここ数年取引件数を増やしていることや、およそ 4 割の投資家がインターネット経由でオプションを取引し、インターネットがオプション取引のツールとして浸透していることなどがわかった（表 2）。

表 2 個人オプション投資家の実態

<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 90%は男性で、平均年齢は 52. 5 歳であった。（ノン・ユーザーは、78%が男性で、平均年齢は 55. 1 歳）</li> <li>・ 52%が大学院卒であった。</li> <li>・ 職業・役職で一番多いのは、会社役員・オーナー（29%）で、退職者（28%）と（医者、弁護士などの）プロフェッショナル（23%）がこれに続く。</li> <li>・ 平均年収は 17 万 5,000 ドルで、平均流動資産保有額は 86 万 6,000 ドルである。</li> <li>・ 90%が上場株式に、68%が店頭株式にも投資している。</li> <li>・ 年間のオプション平均取引件数は 23. 5 件で、前回調査（95 年）の結果（17. 1 件）に比べて大幅に増加した。（株式の年間平均取引件数は 34. 9 件）</li> <li>・ 38%がオンライン経由でオプションの取引をする。（株式をオンライン経由で取引するのは 31%で、60%のオプション投資家はフル・サービスの証券会社を利用している）</li> <li>・ インターネットの利用について、仕事目的で 1 週間に平均 11. 9 時間、プライベートで平均 8 時間利用している。（ノン・ユーザーは、仕事目的で平均 9. 1 時間、プライベートで平均 6. 7 時間）</li> <li>・ 81%が自分は投資について非常によく知っていると認識している。（ノン・ユーザーの場合は 61%）</li> <li>・ 74%が「マーケットのスリルを味わうのが楽しい」と答えており（ノン・ユーザーの場合は 51%）、また 72%が「ハイ・リターンと引き換えにハイ・リスクを取ることに全く抵抗がない」と答えている（ノン・ユーザーの場合は 49%）。</li> <li>・ 54%が一番の投資情報源をインターネットであると答えている。</li> <li>・ ノン・ユーザーがオプション取引を行わない理由として、最も多いのが「オプションについてよくわからないから」（51%）で、2 番目に多いのが「大変危険だから」（34%）であった。ただし、「大変危険だから」と答えた割合は前回の調査（45%）に比べて減少している。</li> </ul>
---

（出所）OIC “Study of Options Users”より抜粋

<sup>5</sup> 調査は 99 年 11 月から 2000 年 1 月にかけて行われた。総サンプル数は 1,956。

<sup>6</sup> 現在はオプション取引を利用していないが、過去 1 年間に少なくとも 1 回は証券取引を行った投資家をサンプルにしている。

第三の要因としては、取引高の多い銘柄が複数のオプション市場に重複上場されるようになり、各取引所で扱う銘柄が増えたことや<sup>7</sup>、効率的かつ公正な株式オプション市場の構築のために、規則の改正や市場間のリンクなどが進められていることが挙げられる。

重複上場に関する議論は取引開始直後からあり、89年5月にはSECが全ての銘柄の重複上場を認可していく方針を打ち出した<sup>8</sup>。しかし、90年1月22日以降上場された銘柄と店頭銘柄の重複上場は盛んになされたものの、それ以前に上場され、単独の取引所のみで取引されてきた銘柄、特にブルー・チップ銘柄については各オプション取引所間の紳士協定により重複上場がされてこなかった<sup>9</sup>。ところが、99年8月にCBOEが紳士協定を破ってPHLXの単独上場銘柄であるデル・コンピューターのオプションを上場したのを引き金に、PHLXがその報復としてCBOEの単独上場銘柄であるコカ・コーラとさらにAMEXの単独上場銘柄であるアップル・コンピューターのオプションを上場したことから、争いが市場全体に広がり、株式オプション市場間の重複上場競争が始まった。しかし、各オプション市場が気配値情報を共有していないことから、顧客注文の最良執行がなされないことが懸念された。

そこで、99年10月SECは各オプション取引所にオプション市場間の電子的なリンクージ・プラン提出を求め、提出されたプランの中からCBOE、AMEX、ISE<sup>10</sup>の3取引所合同のリンクージ・プランを採用することを2000年7月に発表した。

同時に、SECはオプション取引所及びマーケット・メイカーの気配値表示義務と、顧客の注文を最良気配値より悪い価格で執行した場合の情報開示(Trade-Through Disclosure)に関する規則改正案と新規規則案を提出した。規則案は11月に承認され、2001年2月に施行される。

#### 4. 我が国株式オプション市場の活性化に向けて

ここ数年、米国の株式市場の活況に比べて、我が国の株式市場は株価の伸び悩みもあって低迷を続けている。我が国の株式オプション市場が拡大しない要因の一つが、そこにあることは言うまでもない。しかし、現物市場動向の違いという点を割り引いても、米国の株式オプション市場の取引代金が我が国の1,000倍を上回るというのは、異常なほどの格差であると言わざるを得ない。このような格差が生じた背景には、既に触れた、我が国の株

<sup>7</sup> 2000年現在の各市場の上場銘柄数は、CBOE1,200超、AMEX1,400超、PCX800超、PHLX約800、ISE150超となっている。

<sup>8</sup> 重複上場に関しては、吉川真裕「アメリカにおける株式オプションの重複上場」『証券経済研究』97年9月号に詳しい。

<sup>9</sup> 重複上場競争が始まる前、上場銘柄のおよそ60%は単独取引所上場銘柄であったといわれる。

<sup>10</sup> ISEは2000年1月にオプション取引所として正式に認められた。電子オプション市場であるISEの新規参入が市場間競争を促進したという指摘もされている。

式オプション市場における個人投資家の市場参加の低調さが大きく影響しているのではなからうか。我が国の個人投資家が株式オプション取引に消極的な背景には、複雑な商品の取引に習熟した投資家層が少ないことや証券会社による投資家教育や営業努力の不足、といった事情もあるが、より大きな理由として、オプションの課税制度に問題があるように思われる。

我が国の現行税制では、個人投資家が反対売買もしくは権利放棄する（される）ことにより株式オプション取引を終了した場合、そこから生じた損益は所得税法上雑所得として総合課税の対象となる（表3）。したがって、分離方式で課税される株式の譲渡益と、オプション取引から生じた損失を損益通算することは認められない。我が国の株式オプション取引制度においては、権利行使日を各銘柄の取引最終日に限っているため（ヨーロピアンタイプ）、個人投資家が例えば買いポジションを取ってリスクを限定しつつ利益を追求するような場合、価格の動向を見ながら取引最終日前にオプションを市場で売却するといった取引が盛んに行なわれると思われるが、現物株式と株式オプションの損益通算が認められないのでは、このような個人投資家の投資意欲を減退させてしまう。

加えて、雑所得として総合課税の対象となるため、所得の高い人ほど税率が高くなる。同じ有価証券投資でありながら、かたや現物株式の場合は、申告分離もしくは源泉分離の選択が認められ、一方では分離課税さえ認められないということでは、租税の公平性に反すると言えなくもない。

表3 日米における株式オプションの税制上の取扱い

	日 本	米 国
課税原則	株式オプション取引から生じた損益は、所得税法上は雑所得として、法人税法上は益金（損金）の額として、総合課税の対象となる。	株式オプションの取引から生じたキャピタル・ゲイン（ロス）は個人、法人を問わず総合課税の対象となる。
損益通算	所得税法上 <sup>11</sup> 、株式譲渡益などと株式オプション取引から生じた損失の損益通算は認められない。 法人税法上、益金と損金は合算される。	個人の場合、キャピタル・ロスはその全額が、キャピタル・ゲインに加えて3,000ドルまでのその他の所得と損益通算できる。それでもなおキャピタル・ロスが残る場合には、翌年以降に繰り延べることができる。 法人の場合、キャピタル・ロスとキャピタル・ゲインとのみ損益通算できる。
長期保有の取扱い	規定なし	取引から生じた損益は、オプションの保有期間が1年以上の場合は原則的に、長期のキャピタル・ゲイン（ロス）とみなされ、最高でも20%の課税となる。保有期間が1年以内の場合は、短期のキャピタル・ゲイン（ロス）とみなされ、最高で39.6%の課税がなされる。

<sup>11</sup> 所得税法 69 条 1 項より、雑所得の計算上の損失は、他の所得と損益通算することが出来ない。他の所得と損益通算できるのは、不動産所得、事業所得、山林所得、譲渡所得の計算上の損失のみである。



低迷する我が国株式オプション市場の現状と問題点

反対売買した場合	損益は、総合課税の対象となる。	損益は、キャピタル・ゲイン（ロス）として課税される。
権利が放棄された場合	オプションの売り手が受け取ったプレミアム（オプション料）は収益として総合課税される。 オプションの買い手が支払ったプレミアムは、費用計上される。	オプションの売り手が受け取ったプレミアムは、例外的に、取引日から権利行使日までの期間に係らず、短期キャピタル・ゲインとして課税される。 オプションの買い手が支払ったプレミアムは、キャピタル・ロスとして扱われる。
権利が行使された場合	対象株券の受け渡しによる決済がなされる。  <u>&lt;コール・オプションの買い手&gt;（株券の取得）</u> 支払ったプレミアムや委託手数料を、取得した現物株式の取得価額に含めて計算する。  <u>&lt;コール・オプションの売り手&gt;（株券の売却）</u> 受け取ったプレミアムを含めて、売却する現物株式の譲渡収益を計算する。  <u>&lt;プット・オプションの買い手&gt;（株券の売却）</u> 支払ったプレミアムを控除して、売却する現物株式の譲渡収益を計算する。  <u>&lt;プット・オプションの売り手&gt;（株券の取得）</u> 受け取ったプレミアムを控除して、現物株式の取得価額を計算する。	
その他	プレミアムは、権利行使や権利放棄等が行なわれたときに損益として認識され、それまではプレミアムに対する課税は繰り延べられる。	

（出所）米国内国歳入法、日本証券業協会資料等より野村総合研究所作成

これに対し米国では、法人であるか個人であるかに係らず、全ての所得は総合課税の対象となり、あらゆるキャピタル・ゲインもその中に含まれる。キャピタル・ロスはその全額をキャピタル・ゲインと、それでも足りない場合は、3,000ドルまでの通常所得と損益通算することができる。これにより、株式オプション取引から生じたキャピタル・ゲイン（ロス）は現物株式のキャピタル・ゲイン（ロス）と損益通算することができ、オプションのリスク・ヘッジ機能などが有効に働くわけである。これが活発な米国株式オプション市場を支える一つの要因となっている。

株式オプション市場がその本来の機能を果たし、高い流動性をもって効率的な価格形成をなす市場へと成長していくには、個人投資家の活発な取引参加が必要であり、そのためには我が国でも税制上株式オプションを現物株式と同様に扱い、損益通算も可能とするといった税制上の手当てが施されることが望ましい。

（岩谷 賢伸）