

## やさしい解説



## ボラティリティーの現実

アナリスト 平井 こうたろう

今回はオプション取引を行う上で重要なボラティリティーについてお話したいと思います。「オプション取引は難しい」と言って避ける人もいらっしゃるかもしれませんが、基本的な事項だけでも知っておくと意外なところで役立つこともありますので、マーケットを見る上でのポイントを考えながら話を進めたいと思います。

## CallとPutでは異なるボラティリティー??

国内市場、特に債券や株式においてはCallとPutのインプライド・ボラティリティーの水準を比較するとCallの方が低いケースが多いということをご存じですか？これは実は日本の会計制度の影響を強く受けたことで引き起こされている現実なのです。

相場を予想する上でまず考えるのは「相場が上昇する確率と下落する確率はそれぞれ50%」という前提を置いています。もし本当にそれぞれ50%ずつであれば、本来CallとPutのインプライド・ボラティリティーの水準に違いが出ることはありません。行使確率が同じになるストライクプライスで比較すれば、一時的にはともかく、裁定が働いてCallとPutのインプライド・ボラティリティーは同水準に落ち着くはずで、それが異なる水準になるには何らかの理由があるはずで、

まず理由の1つとして考えられるのは「働くはずの裁定が働かない」というものです。国内市場はまだ未成熟かつ参加者が限定的で、CallとPutのボラティリティーが歪んだときにその裁定取引を行って収益を狙いに行く参加者がいないということです。実際に米国市場では確かにそのような裁定取引を狙う市場参加者は存在しており、それによって実際に裁定が働いています。国内市場でそうした動きが出ないのは、やはり債券や株式の市場でオプションはまだ付随的であり、一言で言えば「慣れていない人が多い」ために、そのようなニッチなところまでは興味を持って追いかけていないという言い方はできるかもしれません。

しかし本当に考えられる理由は会計制度の問題です。2000年に出された「金融商品会計にかかる実務指針」というものでオプション取引自体が財務会計ベースに則って取引を行っている市場参加者に、やりやすいオプション(Call)とやりにくいオプション(Put)という違いが出てしまい、インプライド・ボラティリティーも違いが出る効果を持たせてしまったのです。とはいっても、発表される以前の会計制度はもっといい加減なものでした。損益を把握する上では正しい方向性での修正だとは思いますが、取引を行う側から見れば「取引を減らす、もしくはやめる」ということを選択させることになってしまったのです。これをきちんと説明していきましょう。

## 財務会計ベースでのオプション売り

オプションの本を見ると「カバード・コール」と「ターゲット・バイイング」というCallとPutを使ったオプション手法が紹介されています。この2つの例を見比べてみましょう。

## 例1 カバード・コール

**前提** A株式会社の株価を500円で購入＋  
ストライクプライス600円のコールを50円の  
プレミアムで売却

- ①オプション満期時に株価が700円のときの損益  
現物株：700－500＝200（実現益）  
オプション：50－(600－700)＝▲50（実現益）  
したがってトータル収支は150円の実現益
- ②オプション満期時に株価が400円のときの損益  
現物株：400－500＝▲100（評価損）  
オプション：50（実現益）  
したがってトータル収支は50円の実現益と100円の評価損

## 例2 ターゲット・バイイング

**前提** A株式会社の株価が500円のと看、ストライクプライ  
ス400円のプットを50円のプレミアムで売却

- ③オプション満期時に株価が300円のと看の損益  
現物株：0（簿価は300円）  
オプション：50－(300－400)＝▲50（実現益）  
したがってトータル収支は50円の実現損
- ④オプション満期時に株価が600円のと看の損益  
オプション：50（実現益）  
したがってトータル収支は50円の実現益

「金融商品会計にかかる実務指針」では、現物株は現物株、オプションはオプションでそれぞれ損益を別建てで計算する、つまりターゲット・バイイングのようにストライクプライスが現物の簿価になるのではなく、実際に買われたときの時価が簿価になります。例1のカバード・コールでは、この実務指針的に算出すると①や②という結果になりますが、①の場合でもストライクプライスが600円だからといって現物株の実現益が100円(=600-500)ではなく、200円(=700-500)になり、差額100円はオプション部分の売買損益で計上されます。しかし行使されたときにはどちらも実現益なので、市場参加者はどちらで計上されても気にしないというのが基本路線です。

一方、ターゲット・バイイングでは権利行使されても400円の簿価になる(だからこそターゲット・バイイングたる所以)はずが、現在の会計制度上では実現損50円となり、実現益50円+評価損100円にはなりません。つまり実現損益が確定されないために、うかつに売れないというオプションになってしまったのです。

それ以前の会計制度では、上記ターゲット・バイイングは50円の実現益となっていました。ですからCallもPutも同じように売ることができる状況であったのですが、実務指針に従うようになって以降はCallを自由に売れてもPutを自由に売ることができなくなり、これがインプライド・ボラティリティーを歪ませる結果となってしまったのです。

## 会計制度はクリアできないか?

時価会計ベースで行っている市場参加者にはこのような差は生じません。日々値荒いをし、日々P/Lが出るような形になっています。時価会計ベースで売買をしている人からすれば、人によっては「愚かな時代遅れの発想」くらいにしか感じないかもしれませんし、コールのボラティリティーが低く出がちであるという理由がわかっていない人もいることでしょう。ボラティリティーの違いの理由はきちんと会計制度を研究している市場参加者のみが知っている事実です。このような現実を知った方は、それでもCallとPutの歪みを取りに行く裁定取引を行いますか?それともこうした背景を知った上で、それを利用して相場見通しを考えますか?

結論を出す前に、もう1つ考えてもよさそうなポイントがあります。会計と先物の限月というスケジュール感の問題です。先物は3、6、9、12の各月に限月交代します。また先物オプションは1カ月毎に償還します。つまり時価会計と財務会計が一致する月と一致しない月があるという考え方です。

財務会計と時価会計が一致するのは取引が完全に完結してポジションがなくなった場合、つまり実現損益として完結した場合です。先物の限月で言えば、1、4、7、10月限は決算期末を跨いでしまうので会計不一致が発生しますが(国債先物オプションは月末償還ですが、先物が発生する場合は不一致が生じます)、それ以外の月はすべて実現損益として発生します。こうした事実が時価会計と財務会計のミスマッチを避ける/狙う戦略になりうることになります。ただ実際にはあえてこのポイントを勘案して収益を狙いに行く銀行勘定のトレーダーはほとんどいません。銀行勘定の債券や株式のトレーダーでオプションに長けている人が必ずしも配属されているわけではありませんし、ややこしいことは避けて通る傾向が強いの銀行勘定部門です。ですからなるべく原資産がある形でのオプション取引(カバードコール)を行うことはあっても、シンセティックな形で行うことはあまりありません。残念な話ではありますが、それもまた現実であり、デリバティブを駆使して運用ノウハウを向上させていくということがなかなか進んでいかないのが銀行勘定の問題です。一方で会計基準もIFRSに徐々に近づいており、運用ノウハウを向上させる前に会計制度の確定時期も含めて考えていかないとイケない対処づらい問題であるとも言えます。

ただこれまでの話を踏まえて考えたとき、相場上昇時に「Callが買われてボラティリティーが上昇した」という新聞記事があったときには、少し疑ってかかった方が安全だと言えそうです。



富士山マガジンサービス (<http://www.fujisan.co.jp/>)で  
お求めいただけます。

### ● PC クイックアクセス

<http://fujisan.co.jp/msreview>

### ● モバイルクイックアクセス

<http://223223.jp/m/msreview>



### ● デジタル版

<http://www.fujisan.co.jp/magazine/1281684019/>



書店でお買い求め  
いただけます

雑誌版は雄峰堂兜町店(山種ビルB1F、東京メトロ「茅場町」駅直結)にて一般発売されています。どうぞお買い求め下さい。