

經濟論叢

第十二卷 第一號

- イギリス最低賃金制發展過程の一考察(→)
.....前川嘉一 1
- オプションと逆指値.....鎌倉昇 23
- 「急速稅務減価償却」と企業會計上の減価償却
.....高寺貞男 39
- 人事管理の性格に対する一考察.....飯野春樹 55
- 書評
- J. M. ギルマン『利潤率低下論』.....岸木誠二郎 71
- ヴィクター・パロ『最高の金融帝國』.....金田重喜 75
-

昭和三十三年七月

京都大學經濟學會

オプションと逆指値

——アメリカの証券投機——

鎌倉昇

序

私はさきに「アメリカの証券金融」と題して、ニューヨーク株式取引所における証券投機とコール・マネー市場の關係について簡単な説明を加えたが、紙幅の制限のために、そこで充分立入って採上げ得なかつた問題もすくなくない。そのうち、証券金融の經濟活動にあたえる影響については、すでに別の機会に若干立入って説明を加える機会があつた。残るいま一つの重要な問題は証券価格の変動要因に対する分析である。ただその問題に立入るまえに、ニューヨーク株式取引所における売買仕法のうち、とくにわが国の証券取引所のそれと比較していちじるしい相違のあるものについていささか説明を加えておこうと思う。その意味では、本稿はさきに掲げた前稿「アメリカの証券金融」にただちに引續いて、アメリカにおける証券慣行についての解説ではあるが、同時に今後引續いて執筆予定の証券価格についての分析の序論的な位置にあるものともいえる。

- (1) 「アメリカの証券金融——証券投機とコール・マネー」(經濟論叢、昭和三十三年三月号)。

(2) 「証券市場における資金吸収」(インフューストメント、昭和三十三年二月号)、「証券資金と産業資金——いわゆるAbsorption Theory についで」(経済研究、昭和三十三年四月号)。

一、商品市場における掛繋売買との対比

アメリカの証券売買慣行のうちとくに興味深いのは選択権附売買すなわちオプション (options) といわれるものである。これの意味をあきらかにするには、しばらく証券市場を離れて、商品市場とくにその先物市場における掛繋売買 (hedging) と対比するのが便利である。その意味で、まず掛繋売買の性質から説明することにしよう。

掛繋売買はしばしば保険繫ぎともいわれるが、予見しがたい将来の価格変動によって不測の損失を受けぬように、先物市場で売買契約を結んでおくことである。そういう意味では、掛繋売買は一般に日常の経済行為において広く行われている。たとえば註文生産は大概の場合一種の掛繋売りである。いま註文を取つてある品物を生産するとしよう。その品物を作るのに三ヶ月かかるとすれば、三ヶ月のちのその品物の市価はかならずしも予測しやすくない場合が多い。通常の註文生産では、註文をとるときに販売価格 (引渡価格) を決定しておき市場価格の如何にかかわらず、三ヶ月のうちにその品物が出来上れば約定の価格で引渡すことになっている。もし三ヶ月のうちにその品物の市価が約定価格より高くなつていけば、註文生産者はその利益を逸することになる。しかし市価が約定価格以下に下つた場合に発生すべき損失はまぬがれ得るわけである。保険売りといわれるのはそういう意味からである。

家屋を請負契約などで建設会社に依頼して建てることがある。この場合依頼主の方は掛繋買をしたことになる。家が出来上るには数ヶ月の日数が必要である。この期間に材料費値下りその他で建築費が下つても、それによる利

益は得られないが、価格上昇などによって思わぬ失費の重なることからは免れ得るわけである。保険買いといわれるのはこの理由によってである。

これらはほんの一、二の例にすぎない。しかし掛繫売りや掛繫買いが日常決して稀なことではないことは明らかである。組織された商品市場においては、掛繫売買がもつとはつきりとした形で絶えず行われている。ただ一般の傾向として、掛繫買いよりは掛繫売りの方が多いということは広く認められている。この点の事情はすてによく知られているが、念のために簡単に説明しておこう。すてに明らかないように、掛繫売買が行われるのは将来に起り得べき価格の不測の変動による損失からまぬがれるためであった。将来の価格の不測の変動は売手にとっても買手にとっても厄介なことには違いないが、生産期間という技術的な問題に縛られることの多い生産者（すなわち売り手）にとつて厄介さは一そう大きい。通常の場合、買手にとつては、将来ある財を買おうと予定していたとして、価格が急に上昇したとすれば、購買計画を打切ればそれによって大きい損害を免れることも出来る。予定していた品物の購入を断念せねばならないというのはそれ自身残念なことも知れないが、一応それだけの損失である。ところが売り手にとつては事情が異なる。数ヶ月のちでの販売を予定したとすれば、場合によってはすでに生産に着手していなければならない。価格が当初の予想よりも下つて来た場合、簡単に計画の変更が出来ない。計画を抛棄するには、すでに生産過程に投入した原料・材料その他の費用の回収をどうするかも考えねばならない。こういう点から、掛繫ぎを必要とする度合は買手におけるよりも売り手において強いのが通常である。したがつて、原則として先物市場では需要よりも供給が多くなるのが普通で、先物価格は現物価格より概して低くなるのが通常である。ケインズはこのような考え方から「正常の状況では、現物価格は先物価格より高くなる。すなわち、そこ

に *backwardation* があつて *normal backwardation* の理論を打出したのである。

もちろん先物市場の売買当事者がすべて掛繋売買だけを目的にしているのではない。保険のためではなく、むしろ投機のために売買をするものもある。ケインズを中心とする人々は、先物市場における投機は買いの方が売りよりも多く、結局、先物市場における需給をほぼ等しからしめていて考えたのである。*normal backwardation* のとき、先物価格は現物価格より低い。したがって通常ときには、先物価格は時期がたつにつれて相対的に上昇する傾向がある。この鞘が投機利益の源泉になると考えたのである。

- (1) J. M. Keynes, *A Treatise on Money*, Vol. II, 1930, pp. 142-4.
- (2) たとえばトーマン・ケーンは掛繋売買でいふべし。"He does not speculate; he insures." と書らう。A. Marshall, *Industry and Trade*, 3rd ed., 1920, p. 260.

二、証券市場における選択権附売買

証券市場はかなりの点において商品市場に似ているが、またある重要な点において商品市場と異なる。それは証券市場で取引の対象とされる株式その他の証券に生産期間というような技術的制約がなく、その意味で先物取引における掛繋ぎの必要性が比較的すくないことである。わが国の証券取引所において戦前許容されていた差金決済による清算取引が戦後廃止されるようになった一つの根拠は少くともこの点にあるとおもう。私は清算取引の復活をめぐる最近の論議にいままた何らかの意見をこころ述べることは差控え、別の機会にゆずりたいとおもうが、さしあたり証券市場で掛繋ぎの意義がきわめて稀薄なことをまず指摘しておきたいとおもう。

ニューヨーク株式取引所における現行の取引方法は、(1)現金取引 (cash delivery)、(2)普通取引 (regular way)、(3)発行日取引 (when issued)、(4)オプション (選択権付売買) の四種になっている。このうちもっとも広く採用されているのは普通取引でわが国の現行取引仕法のモデルになったものであり、ニューヨーク株式取引所では現在五日決済になっている。現金取引と発行日取引についてはここで立入って説明しない。いま、とくに問題にしようとするのはオプションについてである。けだしこれはわが国の現行取引仕法では正式に認められていないし、またさきに説明した商品市場における掛繋売買といくらかの類似性をもっているから、もっとも興味深い取引仕法であるからでもある。

ニューヨーク株式取引所も正式にはオプションを認めてはいない。ただ取引所会員が選択権付売買の裏書人になることを認めているだけである。これがどういふ意味かを明らかにするには、まずオプションとはどういうものか、またどのようにして行われるかを明らかにしなければならない。

オプションすなわち選択権付売買は、まず選択権付売りと選択権付買いにわけることが出来る。選択権付売りというのは、ある一定期間のあいだなら契約で定めたプレミアムを払いさえすれば取消し出来るような売り契約でプット (puts) といわれる。これに対して、選択権付買いというのは、ある一定期間のあいだなら契約で定めたプレミアムを払いさえすれば取消し出来るような買い契約でコール (calls) といわれる。例をあげて説明しよう。いまかりに五〇ドルの相場の株式を千株買うとしよう。買い手はこの株の価格はさらに上ると思つて買うわけであるが、かりに三十日のコールにしたとしよう。この場合に買い手は一定額のプレミアムをまず払わねばならない。さて契約を結んだ後にその株価は上らずにかえつて下つたとする。買い手はここで株代金を支払つて現株を引取る方がよ

いか、それとも買い契約を取消してプレミアムだけ損する方がよいかのオプション（選択権）をもつわけである。予想外の値下りによる損失が多ければ、プレミアムだけの額を放棄して買い契約を放棄する方が有利である。もし予想が適中して価格が急上昇すれば買い契約を実行するのが有利なことはいうまでもない。この場合にもさきに払ったプレミアムは返してもらえないが、プレミアム以上の利益が出ればそれだけは当然買い手の純益である。選択権付売りすなわちプットの場合もまったく同様に考えればよいわけであるから、ここでは繰返して説明しないでおく。

つぎに、選択権付きの売りと買いとを組合せたダブル・オプション (double options) といわれるものがある。これはある株について同時に選択権付売りと選択権付買いとをあわせて行うものであるが、売買契約の価格をいずれもその時の相場に等しくする仕法と、売り値を市価よりも高く、買い値を市価よりも低くというように売値と買値に差をつける仕法とがある。前者がストラドル (straddles) といわれ、後者がスプレッド (spreads) といわれるものである。ダブル・オプションをおこなうのは、もし価格が上れば売り契約を取消し、価格が下れば買い契約を放棄し、いずれにしても相場変動によっておこるべき損失に対して保険をかけるわけである。プレミアムがその保険料にあたるわけである。

オプションの性格についてはいままでの説明でほぼ明らかであろう。その基本的な性質は商品市場における掛薬売買と似ている。価格の予期せぬ変動によって起る損失からまぬがれようとする方策である点は両者に共通しているわけである。

これだけのことを前提しておいて、つぎにオプションが実際にどういうように行われるかを説明しよう。オプション

オンには四種類の当事者がある。まず売手と買手、それにブローカーと裏書人とである。売手・買手については後に説明する。まずブローカーと裏書人について一言しておこう。さきにも一言したように、ニューヨーク株式取引所の規則では選択権付売買を場内で行うことを正式には認めていない。したがってこれらの取引の直接の仲立をするのは場外のブローカーである。ニューヨークではこれらのブローカーは the Put and Call Brokers and Dealers Association という協会を組織してそのメンバーになっている。この協会のメンバーは一時は五〇ほどあったのが、一九五〇年までに二八に減少して来た。これらメンバーのうちわずか一社だけがニューヨーク株式取引所の会員であるにすぎない。さて、ブローカーによって仲立ちされた契約の裏書をし、契約が誠実に守られるかどうかを監視し、かつ契約が守られなかった場合の保証にあたるのはニューヨーク株式取引所会員の証券業者たちである。前掲の Put and Call Brokers and Dealers Association の規則ですべてのオプションは取引所会員たる証券業者によって裏書を受けねばならぬことになっているからである。この裏書があるために、選択権付売買の買手は売り手の身元や財産状態を一々調査する必要がなく、取引がいちじるしく容易になる。売り手の側はある程度のマージンを証券業者に預け、それで裏書を得るのである。プット（選択権付売り）の場合には売り値の二五パーセントが普通である。ただこの場合もし売り手が空売をしていけば、空売のためのマージンをすでに預託しているから、とくにあらためてプットのためのマージンはいらぬことになる。つぎにコール（選択権付買い）の場合、売り手が現株を持っておればマージンは不要であるが、かりに売り手が現株を持っておらぬ場合には証券の売買価格の三〇パーセントのマージンを預託せねばならない。

オプションの対象になるのは当然に値動きの大きい株で、オプション専門のブローカーはその時々々に適当な銘柄

を数十種選んでそれについて宣伝する慣習になつてゐる。プットもしくはコールをおこなおうとするものは、まずニューヨーク株式取引所会員たる証券業者のところへ行く。さきにも説明したとおり、すべてのオプションにはこれら株式取引所会員の裏書が要求されているから、まず取引所会員を通して契約の取決めを始めるわけである。顧客からプットもしくはコール契約の申込みを受けた証券業者はみずから取引の相手方をさがして出合いをつけるようなことはせず、the Put and Call Brokers and Dealers Association のメンバーのなかから適当なブローカーを物色し、顧客をそこへ紹介する。みずからは契約が出来たときに裏書人になるわけである。さてこれらのブローカーは協会の作成した一定の契約用紙をもつてゐる。契約書は縦九センチ横二二センチほどの紙片で、契約の日、取引株数(百株)、株の銘柄、一株あたり契約価格、契約期間などが記載され、ブローカーがサインをすることになつてゐる。売り手の名前も買い手の名前も契約書にはあらわれない。プットにせよ、コールにせよ、契約の当事者はブローカーの仲立ちで契約が成立した以上、それ以後株券や代金の授受は裏書人たる証券業者とのあいだで行えばよいのである。ブローカーが、契約の仲立ちをして、それに対するコミッションを受取ることはいうまでもない。

- (1) 空売のマージンについては、さきに「アメリカの証券金融」(経済論叢、昭和三十三年三月号)二三四ページで説明した。
- (2) もちろん、直接にブローカーに申込み、ブローカーから裏書人となるべき取引所会員の証券業者をきめてもらう場合もある。

三、オプションの経済的意義

いままでオプションの形式的な側面を簡単に説明した。つぎにいま少し立入つてその経済的意義を明らかにしようとおもう。まずプットに申込んだ人がどういう操作をするか、例を挙げて説明しよう。

いまある人が、ある銘柄の株を一株六〇ドルで百株だけ選択権付の売りすなわちプットの契約を結んだとしよう。まずこの人はプレミアムを払わねばならない。いまかりにそれが三五〇ドルであったとしよう。さて彼は契約で定めた期間中にはいつでも現株を引取っても良いし、またプレミアムを犠牲にして契約を取消することも出来る。しかし実際にはこのプットの契約を、契約期間中、つぎつぎにおこなう取引の防波堤に使うわけである。かりに、この株の価格が五五ドルに下つたとする。彼はここでさらに百株買ひに出る。この場合はもちろん条件付きではなく普通の買ひである。さてつぎに同じ株が五九ドルに上つたとする。彼はここでさきを買つた現株を売り、一株四ドル、百株で四百ドルの利益を得る。もちろん、株価が下つたのであるから、最初に五五ドルになったときに、解約条件を發動することは出来たはずである。しかしそうしなかつたのは、プットの保険的な機能をそのまま利用して、その防波堤のかわりに現株を五四ドルで買ひ、五九ドルで売り、四百ドルの利益を得たのである。つぎにまた株価が五五ドルに下つたとする。ここで彼は新たに百株現株を買つてもよいし、あるいは選択権を發動してプットで買った百株の契約を破棄することも可能である。いままた彼は選択権を行使せずに、現株百株を買つたとする。幸いに株価が六〇ドルよりも高くなれば、彼は、五五ドルで買った現株を売り、同時にプットの契約を結んだ百株も現株を引取つて、さらにこれを現物で売れば、その双方で利益が得られるわけである。また株価が五八ドル位で止つたとすると、五五ドルで買った現株は売つて利益を得、あわせてプット契約の百株は選択権を行使して取消せばこれによつて起る損失は防止しうるわけである。

以上の簡単な例示によつて、オプションが実際にどう使われるか、ほぼ明らかになつたとおもう。しかしオプションの効用はこれだけにつきるのではない。つぎにいままでに説明したことを整理しつづさらに若干の点を附加え、

オプションの経済的意義を説明しようとおもう。

(1) オプションが証券売買にもないがちな危険防止に役立つことはすでに述べた。現株を買うにあたってブット、現株を売るにあたってコールを併行しておこなうことによつて、あたかも商品市場における掛繋ぎのような効果期待することが出来る。現株売買のときだけではなく、マージン買入にあたってブット、空売りにあつてコールを併行させ、やはり掛繋ぎの効果をあげうることも言うまでもない。

(2) オプションを投機的な目的に使用することもすでに明らかであらう。さきに掲げた例でいえば、一株五〇ドルでブットを設定したが、これは将来株価が五〇ドル以上になることを期待しているからである。もしブットの契約期間中に株価が五〇ドル以下に下れば選択権を行使して買入契約を解消するが、もし五〇ドル以上に上れば現株を引取り投機的利益を得るわけである。

(3) 証券投資の方法としてはコールによる方がマージン買入より低いコストですむという点も無視出来ない。実例をもつて説明しよう。さきの例に示したように、五〇ドルの株式百株を三〇日間選択権付のコールで買うときは、さしあたりプレミアムとして一三七ドル五〇セント裏書人たる株式取引所会員たる証券業者に預託せねばならない。このほかにアメリカ連邦政府の定めた移転税を最初に支払わねばならないが、それはこの場合約一〇ドル程度である。このほかにブローカーへの手数料を払わねばならないが、その額は僅かである。これに對してもしマージン買入を行ったとすれば、現行五〇パーセントのマージン率として、二千五百ドルのマージンを預託し、そのほかに売買手数料その他を支払わねばならない。証券投機を行うにあつて、コールによる方がはるかに少い資金で始めることが出来る。

(4) つぎに、証券投機にあつてエクイティーを維持しようとする動機も無視し得ない。大口の顧客は証券業者に「得意先勘定」という勘定をもっている。すでに説明したように、この「得意先勘定」の、担保証券額から貸方残高を差引いたものがエクイティーといわれる。ところで、いまかりにマージン買入をすると、「得意先勘定」の帳尻は悪化するはずである。けだし、証券購入コストは全額「得意先勘定」の貸方に記入され、借方には証券購入額の五〇パーセントのマージン預託額しか記入されないから、当然に「得意先勘定」の貸方残高は増加するわけである。これに反してコールの契約を結ぶ場合には、かりに現金でプレミアムその他を払わぬとしても、「得意先勘定」の貸方記入はきわめてわずかしが増加しない。「得意先勘定」の帳尻を悪化させたくないという意図のもとにコール契約を選ぶこともしばしば行われる。

まだこのほかにこまかい点を算上げればいろいろあるかも知れない。しかし要するに証券投機をおこなうにあつて掛繋ぎ的な要素を導入しようとするものがオプションであることは以上によって明らかであろう。

ところで、プットにせよ、コールにせよ、選択権を行使する側はよいとして、選択権を相手が行使することを認めてオプションを出す手³⁾ (makers of option) の側は、どういふ経済的計算からそうするのだろうか。まず第一にプレミアムを得ることはかなりよい誘因であることは否定出来ない。さきの例にあげた三〇日オプションについての一三七ドル五〇セントはいわば最低で、契約期間が長くなり、契約条項が複雑化するにつれて（たとえばストラドル、スプレッドなど）、プレミアムは高くなり、時価五〇ドルの株百株で五百ドルのプレミアムを得ることも出来る⁴⁾。巨額の持株を有する個人や投資会社にとって恰好の収入源である。場合によって配当などをはるかに超える収入をこれから得ることも困難ではない。

いま一つの重要な点は、これによってかなり有利な証券売買が出来ることである。ある種の銘柄の株のよい売場ないし買場をさがしている人があるとしよう。彼は是非とも買わねばならぬわけでもなく、是非とも売らねばならぬわけでもないとする。オプションが相手方によって行使されれば、売れないしまた買えないという意味では、もともとであるが、プレミアムが手に入る。かりに契約で定めた値で売れたりまた買えたりしたとする。契約どおりの価格であるから、それだけでも彼にとって充分であるが、同時にプレミアムが入っているから、実質的には元値は引上げられ、買値は引下げられたのと同じことになる。

- (1) マーシン買入にあつてのマーシン率は一九五八年一月十五日に五〇パーセントに引下げられた。
- (2) 前掲「アメリカの証券金融」(経済論叢、昭和三十三年三月号)一九二〇ページ。
- (3) これに対して、プレミアムを支払ってオプション権を獲得する側を、オプションの保持者 (holders of option) という。
- (4) オプションのプレミアムは百株について、最低百十二ドル五十分セントであるが、最高は六百ドル以上の場合もあり得る。

四、逆 指 値

証券市場において保険的な役割をはたす取引仕法として逆指値がつかわれることもある。まずそれがどう利用されるかから説明しよう。

いまある株を一株五〇ドルで買ったとして、その後この株の価格が一株五五ドルまで上ったとする。一株につき五ドル利益が出たわけであるが、これはまた帳簿上の利益にしかすぎない。もしさらに株価が上れば利益は増加するが、かりに逆に株価が下落すれば利益は減少するし、またときには逆に損失に転ずる可能性すらある。このとき

もし株価下落の予想がきわめて強ければただちにこの株を売って利益を現実のものにするのが通常の方法である。問題は、この株価はさらに上昇するという予想をもちながら、しかしその反面には株価下落の惧れも否定出来ないような場合にある。こういう場合に、たとえば五四ドルに逆指値の売注文を入れておく、これは株価が五四ドルまで下れば始めて効力を発生する保留付きの売注文である。もしこの株価が五五ドルで止ったり、あるいはそれ以上に上ればこの売注文は効力を発生しない。株価が五四ドルに下るとただちに委託を受けていた証券会社は取引所においてこの株を売りに出すわけである。もつとも常にならずしも五四ドルで売れるとは限らない。五三ドルになるかも知れないし、五二ドルになるかも知れない。しかしいずれにしても株価がさらに下って損失が大きくなるのを防ぐことは出来るわけである。こういう逆指値を英語でストップ・オーダー (stop order) もしくはストップ・ロス・オーダー (stop loss order) というが、それは損失が大きくなるのをストップさせるための注文という意味である。

同じことを逆指値の買いについてもおこない得る。値下りを予想して空売した人が、予想どおりに利益を得たとする。まだこの利益が帳面上の利益にすぎない場合、この利益を保護するために時価よりすこし高いところで逆指値の買注文を出しておく。それによって、株価が反騰して利益を消失せしめさらには損失すら引起すのを防ごうとするわけである。

もつとも逆指値の利用はすでに発生した帳簿上の利益を保護するだけにとどまらない。これから始めようとする買いや売りについて予防的な役割をはたさせることもある。たとえばいま一株五〇ドルの株があり、これを買おうとしているとしよう。もとより今後の値上りを期待しているわけであるが、万一の場合の値下りも懸念にならぬわ

けてないでしょう。この場合に四九ドルに逆指値の売注文を入れるでしょう。予想どおり株価が上れば予定どおりの利益が得られる。もし株価が予想に反して下落したとしても蒙る損失はかぎられている。同様に空売をした場合に、株価のその時の相場より少し高い所に逆指値の買注文を入れておくことによって、万一予想がはずれた場合の損失を局限することが出来るわけである。

逆指値によって損失が大きくなるのを防ぐ方法については以上の例によってほぼ明らかであろう。ただ逆指値の効用については若干注意せねばならぬことがある。つぎにその点を指摘しておく。第一に、逆指値は時には逆に避け得るはずの損失をおこすこともあるという点である。たとえば先の例で、五〇ドルで買った株が四九ドルに下ったとする。問題はこの場合価格はさらに下落するか、それともこの下落は単なる小波瀾ないし一時の下押ししてやがてまた反騰するかは一概にはいえないという点にある。もしこれが一時の下押しにすぎないとすれば急いで売らない方が結局利益になるはずである。逆指値を入れておくと、こういう場合にも売注文は効力を発してわずかながら損失をもたらすことになる。総じて逆指値の裏にある予想の構造は、価格下落はさらに一その下落を、価格上昇はさらに一その上昇を引き出すという型のものであり、その点よりすればこういう事のおこるのは当然の帰結である。¹⁾

第二に、逆指値が「以下売り、以上買い」であることからして、価格の急激な変動に際してはかならずしも充分にストップ・ロス・オーダーとしての機能をはたさぬことがあり得ることも否定出来ない。もう一度前の例に立戻ろう。一株五〇ドルで株を買った人が、一株五五ドルになったときに、五四ドルで逆指値の売注文を入れたとする。相場の変動が突発的に起り、一気にかなりはげしい崩落のおこることは珍しくない。株価が五四ドルに下ったとき

にただちに委託を受けた証券業者が取引所へ売りを出しても、そこに若干の時間の経過はまぬがれがたいし、また株価の急激な下落の際には往々出合が見つからず、みるみるうちに株価が五〇ドルの台を割ることも充分起り得る。こういう場合には帳簿上の利益が吹飛ぶばかりか、損失の発生すら起り、逆指値の保護的な機能はまったく果せなかつたことになる。

これらの点において逆指値にもあきらかな限界がある。この点をもう少しこまかく吟味するために、さきに採上げたオプションと比較してみようとおもう。そのためにもう一度、一株五〇ドルで株を買ひ、それが五五ドルに値上りして帳簿上の利益を一株につき五ドル獲得した人の例に立返らう。この人は株価のなお一そのの上昇を予想しているが、しかし予想に反して下落する懸念もなくはない。このような場合不測の損失からまぬがれるために二つの方法のいずれかをとることが出来る。一つは五四ドルで逆指値の売注文を入れておいてもよいし、また五四ドルで選択権付売注文すなわちプットの契約を結んでもよい。問題は、どういう点を考慮して逆指値かプットか、のいずれかを選ぶかにある。

オプションの方が決定的に有利なのは、契約期間中何回かのチャンスが狙えるという点にある。逆指値の場合には一旦株価が五四ドルまで下落すると注文は自動的に効力を発してしまふ。前にも指摘したようにそれが一時的な小波瀾であつても、反騰のチャンス待つことは出来ない。これに対してプットの契約を結んでおけば契約期間のあいだ何回か反騰のチャンスを狙い得るし、もし期待通り反騰しなかつたならその時になつて始めて五四ドルで売契約を実行すればよいのである。

オプションと比較して逆指値が劣るもう一つの点もすでに指摘した。五四ドルの逆指値の売注文が必ずしも五四

ドルを保証するとはかざらない。それよりもはるかに低い価格でないと売れないかも知れない。これに対してブックの場合には最悪の場合にも五四ドルで契約を履行にうつせばよいのである。

もつとも、逆指値の方がオプションよりもすぐれた点がないわけではない。それは逆指値注文の方がはるかにコストが安いという点である。逆指値の注文ではコミッションだけ支払えばすむが、オプションの場合にはかなりの額のプレミアムを支払わねばならない。この差は決して無視出来ない金額である。以上の諸点より考えて、オプションの方がコストは高いが安全性も高い。逆指値が専門的に熟練した投機家によってもっぱら利用され、専門的な投機家によってのみ十分な効果をあげ得ることはすでに明らかであろうとおもう。

(1) 逆指値がどういふ型の子想を想定しているかは別の機会に論じておいた。鎌倉昇「経済成長と計画編成」(京都大学総合経済研究所研究叢書、10、昭和三十三年)六九—七〇ページ。

む す び

商品市場における掛繋売買はその本来の性質からして売方の保護という意味が強かった。normal backwardationのあらわれるのはそういう事情にささえられていた。これに反して株式売買におけるオプションにせよ逆指値にせよ、商品市場における生産期間にあたる技術的な要請をもっていない。株式市場のオプションや逆指値が投機と切離しがたく結び付いているのはこういう事情からである。つぎに稿をあらためて株式投機の特性から株価変動の諸要因を順次論じたいとおもう。