

## プロローグ – 私がオプションに出会うまで

本書の説明をする前に、なぜ多くの個人投資家は（ファンドマネージャーも）通常の株式投資で利益を上げるのが難しいのかを説明しましょう。

その説明のひとつに、効率的市場仮説があります。これは、非常に多くの頭のいい投資家が、公開されているあらゆる情報をもとに株式を売買しているのに、株価にそれらの情報はすぐに織り込まれて、株価はほぼ瞬時に「適正な」株価に変動するというものです。

この仮説に従えば、市場の平均指標を長期にわたって上回る運用をすることはほぼ不可能ということになります。実際には、市場は概ね効率的ですが、常に完全に効率的というわけではなく、ある情報に関して、ときには非効率的になると考えるのが妥当だと思いますが、こういう難しい話は横に置いておいても、みんなが競争をすれば、ほぼ半分の人平均以下の成績になることは小学生でもわかります（正確に言うと、中央値以下の人が半分です）。

そのような激しい競争世界の中で、プロより時間も情報も知識も少ない週末投資家が、プロ（≡市場の平均）より優れた成績をコンスタントに上げるのは、非常に難しいと言わざるを得ません。常識的に考えて、頭がよく、知識も情報も個人投資家より豊富で、しかもアシスタントを何人も雇っているプロ（≡市場の平均）に個人投資家が勝ると考えるのは、妄想あるいは自信過剰以外の何物でもありません。「過半数のプロの成績が市場の平均以下」ということと、「過半数のプロが無能だ」ということは、まったく違うことです。ファンダメンタル分析は、役に立たないのではなく、彼（彼女）らのファンダメンタル分析により、株価は直ちに適正な値になってしまうと考えるべきです。『ウォール街のランダム・ウォーカー』の著者であるマルキール教

授は、「猿がダーツを投げて銘柄を選んだポートフォリオが、プロが運用している投資信託よりリターンが良い」と述べています。もちろん、これは比喩ですが、出鱈目あるいはいい加減なファンダメンタル分析で株式投資を行えば、その成績が市場の平均を下回ることは明白です。

私は、「ファンダメンタル分析は労多くして、益僅少」と悟り、ファンダメンタル分析は諦めました。個人投資家が趣味でファンダメンタル分析をするのはいいと思いますが、 $\alpha$ （超過リターン）を得ようとして一生懸命ファンダメンタル分析をすることは、涙ぐましいとともに愚かしいことです。

ついでにテクニカル分析について一言だけ述べます。初めて投資をする個人投資家の多くは、最初にテクニカル分析の本を手に取ります。テクニカル分析で有効性が証明されたものは、事実上、ひとつもないにもかかわらず、今でもテクニカル分析の本が存在しているということは、人間が進化の過程で獲得してきた優れた認知能力とその後の学習によって、何もないところに、パターンを見つけてしまう、あるいはパターンを見つけようとするからでしょう。テクニカル分析から得られるものは何物でもありません。

## 2 インデックスの Buy & hold 時代の終焉

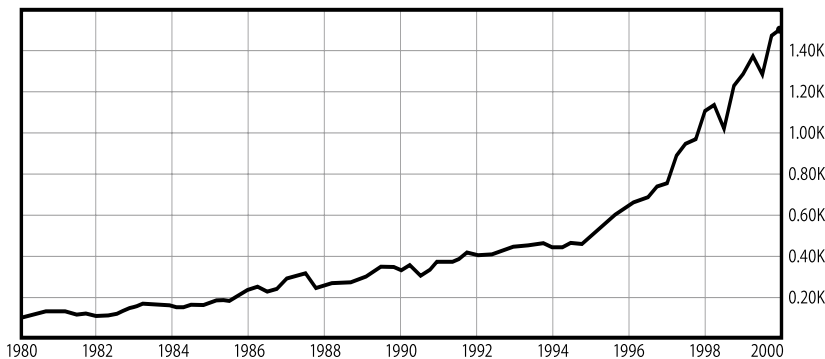
そもそも、企業の業績予想を行うこと自体が至難の業であるうえに、人間が進化の過程で獲得してきた優れた認知能力のゆえに、人間はさまざまなバイアスから逃れることはできません。

私は、その事実を謙虚に認識することが何より大事で、株式投資においては、極力主観的な判断は避けるべきだと考えています。結局、「ファンダメンタル分析は涙ぐましいとともに、愚かしい」ならば、市場の平均に連動するインデックス投資が次善の策かもしれません。しかし、ボーグル（バンガードの創始者）をはじめ、インデックスの

Buy & hold を勧めていた巨匠は、ほとんどが1980年から2000年頃までの「猿でも儲かる相場」での経験を主として語っているものであり、その時代は、彼らにとって極めてラッキーな時代であったことを忘れてはいけません。

下図は1980年から1999年までのS&P 500の推移です。この時代なら、インデックスのBuy & holdで十分でしょう。

◆ S&P 500の推移 (1980年～1999年)



しかし、近年、市場の平均指標は、米国では15年以上、日本では30年以上にわたって、必ずしも上昇基調にはなく、昨今の相場では、これらの戦略だけで利益を上げることが難しくなっています。超長期で見た場合は、人口の増大と経済規模の拡大で、相場（株価）は上昇するでしょうが、個人投資家のライフ・スパンから考えられる10年から30年の期間で見た場合、今後株価がどうなるかはまったく予想がつきません。

いくらチャートを見ても、そこから得られるものは何もありませんが、下図は米国株の代表的なインデックスであるS&P 500の最近の15年間の価格の推移です。前ページの1980年から1999年までの

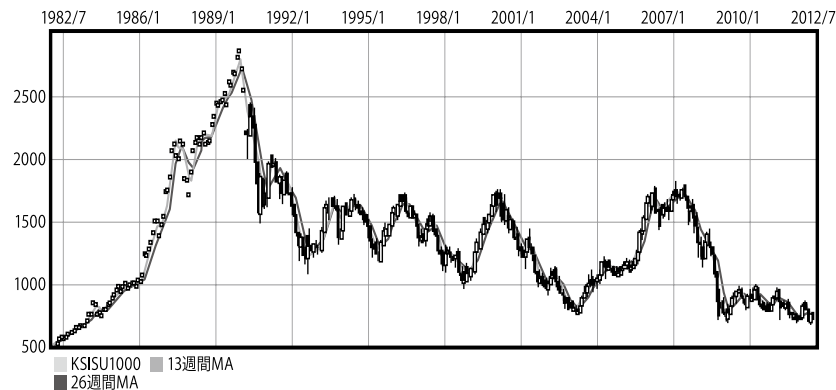
S&P 500の推移とは一変していることが、一目瞭然です。

◆ S&P 500の推移 (最近15年間)



下図はTOPIXの最近30年間の価格の推移です。さらに悲惨です。

◆ TOPIXの推移 (最近30年間)



一方、バリュー株のリターンは、長い期間で全体的に見れば、グロース株のリターンを上回るといことは広く知られています。そこで、

株式を配当率やPER（株価収益率：株価 / 1株あたりの利益）などでグループ分けして、最もバリューなグループに属する銘柄を機械的に選択するというのが、前著『東大卒医師が教える科学的「株」投資術』の結論でした。私のような凡庸な個人投資家が自分で運用して、市場の平均を少しでも上回ることを目指すなら、「感情を排して、機械的に銘柄を選択して、選択基準に外れたら、機械的に売る」方法しかないように思われました。

私の前著が出版された前後、かの有名なファンドマネージャーであるGreenblattが“The little book that beats the market”という本（その後邦訳されました）を出しましたが、内容は私の方法とほぼ同じです。つまり、割安性の指標と収益性の指標で20～30銘柄をスクリーニングして、機械的に買い付けるという方法です。これらの方法で「市場の平均」を上回る可能性はかなり高まります。

現在は、米国ではバリュー・インデックスに連動するETFがたくさん上場されていますので、あえて自分で運用する必要性は、以前よりは少なくなりましたが、これらのバリュー系ETFや機械的銘柄選択法のリターンは、S&P 500やTOPIXなどの時価総額加重インデックスよりも長期的にはいいリターンを上げます。しかし、リターンがいいと言っても、市場の平均指標をせいぜい年率で数%上回る程度です。市場の平均指標がマイナスであれば、バリュー系ETFのリターンも、当然マイナスになります。特にここ5、6年のバリュー系ETFのパフォーマンスは非常に悪くなっています。

人生が150年か200年ぐらいあれば、市場の平均指標に連動するETFやバリュー系ETF、あるいは機械的銘柄選択法のBuy & hold（長期投資）戦略は、確かに有効だと思われませんが、人生はあまりに短いのです。

### 3 オプションの勧め

では、このような相場の下で、どうすれば利益を上げることができるでしょうか？

それは、オプションを利用することです。オプションとは、原資産である株式を、あらかじめ定められた期日に、あらかじめ定められた価格で売買する権利です。これだけだと、何のことかわからないかもしれませんが、この本を読み進めていけば、すぐに慣れるので、心配無用です。

今まで出版されたオプションの本は、さまざまな戦略が網羅的に書かれている本がほとんどで、個人投資家は消化不良を起こしていました。

さらに、オプション取引参加者の中には、相場やボラティリティの方向性を予想し、レバレッジ効果を利用して投機的なポジションをとるスペキュレーターがいて、一日中PCの前に座ってられる專業やプロがするものと思われてきました。

これらのことから、オプションと言うと何かリスクの高いものという連想が働きがちで、それがオプションの敷居を高くし、一般の方になかなか普及しなかった理由かもしれません。

### 4 週末投資家にはカバード・コールがお勧め

この本で紹介するオプションは、「カバード・コール」を中心とした、最も基本的かつ保守的なものです。

カバード・コールとは、原資産（株式）の買いとコール・オプション [原資産（株式）を、あらかじめ定められた期日までに、あらかじめ定められた価格で買う権利] の売りのポジションを同時にとる戦略です。この戦略は、投資家が原資産の一定以上の値上がりに伴う利益

を放棄することの見返りとして、オプション・プレミアムを受け取ることによって現金収入を増やします。オプションの時間価値の減衰を利益の源泉としているとも言えます。

マルキール教授は名著『ウォール街のランダム・ウォーカー』で「株式投資不滅の真理」を著しましたが、株式投資に「不滅の真理」があるはずはなく、あるのはただひとつ、「時は金なり」です。時間価値は時間とともに必ず減衰します。カバード・コールを行うことにより、毎日少しずつ減る時間価値を利益として獲得するのです。

カバード・コールを行うと、株式投資と比べて、これらがいかに簡単に利益を上げられる構造になっているかがわかります。株式投資のように、相場に左右されることはありません。相場が上がっても下がっても、横ばいでも利益が上げられます。景気とも関係ありません。相場の予測をすることも必要ありません。

これらのオプション取引を、月に1日か2日するだけで、単に株式を保有している場合に比べて、より高いリターンをより低いリスクで得ることができる可能性が高まります。このため、米国では、カバード・コールはかなり一般的に行われていて、これに関する本は何十冊も出版されています。

しかし、日本市場では実質的にこれを行うことができません。それは、第一に、日本株では、日経225に対するオプションしかなく、個別銘柄やさまざまなETFに対するオプションがないこと、第二に、これが大事なことですが、日本のオプションは差金決済なので、カバード・コールの良きの大部分が失われてしまうことがあります。このため、日本市場では、本来の意味でカバード・コールを行うことはできず、カバード・コールに関する本もほとんど出版されていません。本書は、カバード・コールに焦点を当てた、おそらく日本語の本としては、最初の本です。

本書の構成を示します。プロローグに続く第1章では、オプションの概要について書いてあります。

第2章では、オプションの基礎についてです。数学的なことは省いてありますので、ぜひ理解してください。

第3章では、カバード・コールの基礎と実践について書いてあります。これも最初は少し難しく思われるかもしれませんが、「習うより慣れろ」で、実際にカバード・コールとプット売りを始めると、この内容が理解しやすくなるかもしれません。カバード・コールとプット売りが、いかに個人投資家に向けた戦略であるかを具体的に示します。

第4章では、カバード・コールと同じような戦略である現金確保プット売りについて書きました。

第5章では、これらカバード・コールとプット売りの有効性を示すエビデンスについて書きました。

第6章では、カバード・コールやプット売りの応用として、LEAPSという満期までの残存期間が長いオプションを用いた、LEAPS・ダイアゴナル・スプレッドという戦略を紹介しています。

第7章で、私の投資法の概略を書きました。株式投資では「分散」が大事なように、投資でも、方法の「分散」が大事です。

それでは、週末個人投資家の皆さんを、オプションの世界に案内しましょう。本書を読んで、カバード・コールのよさが理解できたら、まずは米国の証券会社に口座を開いて、カバード・コールを始めてみましょう。