

世界の派生取引所における 最近の動向について

ここ二、三年、世界の派生取引所における動きの顕著な特徴は、「取引所間リンク（提携）」の波及であった。ところでこれまでの取引所間リンクの目的はユーザ側への二四時間取引へのニーズを満たすことで取引拡大になげようとするものが多かったが、ドイツ証券取引所（DB）とパリ証券取引所、MATIF、MONEPの四取引所間の現物・派生取引両方を含む包括的な提携構想は立会時間帯が重なる取引所間のリンクであり、これまでとやや異質の要素を含んでいる。すなわちこのリンクの内容は、相互に相手の会員業者に自取引所の商品の取引を認めるといふもので、いわば会員権の相互開放によるユーザ拡大を狙ったものだからである。さらにこれと並行して昨年には英ロンドンでLIFFE（国際金融先物オプション取引所）によるLCE（ロンドン商品取引所—ココア、コーヒー、砂糖主体）の買収、今年にはいると米シカゴのCBOTとCMEとの合併構想が伝えられ、明らかに、世界の派生取引所を取りまく環境ならびにこれに対する取引所側の対応には新しい要素が感じられる。

以下では、こうした派生取引所側の対応策をもう少し詳しく紹介し、その最近の特徴やその背景にあるものを整理してみた。

取引所間リンクの波及

取引所間リンクの雛型は、一九八四年シカゴCMEとシンガポールSIMEXとの間に結ばれた相互決済制度である。この契約の内容は、CMEの商品であったユーロドル先物をSIMEXでも上場、取引きできるようになり、建て玉をどちらの取引所でも決済できるというものである。これによって、①ユーザはほぼ二四時間にわたってユーロドル先物を取引きし、かつ手仕舞えること、また②SIMEXはすでに流動性のある商品を上場でき取引拡大につなげられること、③CMEは立会時間外についても有力な商品の流通経路を確保できること等のメリットがあった。

その結果、ユーロドル先物はSIMEX最大の商品に成長している。一〇年後の九四年、SIMEXはロンドンのIPE（国際石油取引所）とブレント原油の相互決済について合意、その出来高も急増している。このほか、九四年以降、同様のリンクにかんする契約締結は、①米のNYMEXとシドニー先物取引所の間（シドニーの会員業者がローカルタイムでNYMEXの石油・ガスの取引ができる）、②英LIFFEと米CBOTとの間（CBOT商品であるTボンド、Tノートの先物・先物オプションとLIFFE商品であるドイツ国債、イタリア国債、イギリス国債の先物・先物オプションを相互に上場し、建て玉は母国取引所に移管）、③LIFFEとTIFFE（東京金融先物取引所）との間（ユーロ円をLIFFEに上場、建て玉はTIFFEに移管）など枚挙に暇もないほど流行し始めている。

【二四時間取引ニーズ】

ところで、こうした取引所間リンクの背景として考えられるものは、まず第一に二四時間取引へのユーザニーズであろう。通貨や金利、原油などは世界的商品であり、原資産そのものが二四時間取引の対象となっており、その派生取引においても二四時間取引のニーズがでてくるのは避けられない。そのことが立会時間という物理的

な制約をもつ取引所をして他国取引所とのリンクに走らせた理由の一つである⁽¹⁾。

しかしながら逆にこのことが、これまでの二四時間取引を目的としたリンクの対象が通貨、金利、エネルギーなど国際商品に限定されている結果ともなっている。とりわけ株式派生取引についてこの種のリンクはまだ存在していない。なぜならば、現物株式の取引の多くが母国の現物取引所に集中されており、その立会時間外に取引きされる事はまだ限定的であつて、原資産そのものが二四時間取引の対象になりきれていないからである。すなわちエクイティに關していえば二四時間取引へのニーズはまだそれほど高くないということになる⁽²⁾。

事実、他国の商品を相場してもっとも成功した取引所としては、S I M E X と L I F F E をあげる事ができるが、その成功した商品としては S I M E X ではユーロドル先物以外では日経二二五、L I F F E ではドイツ国債、イタリア国債であり、いずれも時差がほとんど無く母国市場における原資産の立会時間にオーバーラップする形で取引が行われているものばかりである。もつとも、それだけに S I M E X や L I F F E と母国市場との競争は厳しく、母国取引所とのリンクを伴わない、いわば勝手市場に近いものとなっているのであるが、いずれにしても、他国の派生商品を相場・取引きする場合には、その正否は原資産の保有状況、取引状況に大きく左右されることになる⁽³⁾。

【国際分散投資、運用対象の多様化】

その点でいえば、時差がほとんど無い独仏間リンクは、これまでのような二四時間取引ニーズに対応したのではなく、株式の国際分散投資の拡大、運用対象の複合化というユーザー側の別のニーズに取引所間リンクで応えた本格的な試みといえるものである。独仏間リンクは、九三年七月にはじめて明らかにされたのであるが、そ

の当時の提携内容は D T B (ドイツ先物取引所) の独長期国債・中期国債、ついで M A T I F F の三商品を相互の会員が直接に取引でき、次の段階で共同清算を実施するというものであった。しかしその後、D T B がドイツ証券取引所 (D B) に吸収、D B は現物のフランクフルト取引所、派生市場の D T B を抱え、現先一体運営が可能となったこと、通貨統合のスケジュールが遅延して共通の通貨単位で共同に商品開発を図るとの期待が当面、望み薄となったことなどの状況変化があり、九五年一〇月に再び新たな提携の合意に達した。これによると独仏四つの取引所間で共同のトレーディングシステム「double Franco-German Platform」を設置し、相互に会員が単一のシステムを通じて現物株、先物、オプションの取引ができるというものである。もつとも D B は現物、派生取引ともに立会場をもたないコンピュータ取引の面で先行しているが、M A T I F F、M O N E P は立会場取引 (オープンアウトクライ) の形式をとっており、その調整にはまだ時間がかかるとみられている。

しかし、リンクを通じて互いに会員権を開放する事で、①会員業者 (ユーザー) はあらかじめオペレーションスタッフをおくことなくリンク先の取引所商品を取引でき、国際分散投資に伴うヘッジ、アセットリロケーションなどの多様な戦略を低いコストで実施できること、②取引所側にとってリンク先の会員業者 (ユーザー) から取引を獲得できること、等のメリットがある。とりわけ E U では E U 投資サービス指令の実施 (本年一月) により取引所間競争が激化するとの見通しがあった。この指令によって、各国取引所は域内の他の加盟国においてその国の許可をとることなく海外端末を設置してユーザーを獲得することができることとなった。そこで経済的交流が深く、ともに L I F F E をライバルとあおぐ独、仏両国の取引所がユーザーの囲い込みに走った側面も見逃せないのである。

新商品開発の傾向

取引所間リンクは一面では、会員業者に対して商品の品揃え・多様化を、安価なやり方で提供する方法であるが、もちろんこれによって、ユーザーニーズを完全に満たす事はできない。そのことは近年、いわゆる先進国のベンチマーク商品（S & P、DAX、CAC40、日経二二五、FTSE100）の出来高が伸び悩んでいる反面、エキゾチックな商品の伸びが著しい事にも表れている。すなわち、取引所間リンクと並行して新商品の開発も積極的に行われているわけであるが、そこにはまた、いくつかの共通した特徴が看取されるのである。

【OTCへの対抗商品】

九三年にCBOEが株価指数のフレックスオプション（Flex Option）を導入、出来高が急増し成功を収めたが、これは行使価格、期限が柔軟に設定できるもので店頭（OTC）株式オプションに流れた客注を引き戻そうとするものである。九五年には英LIFFEにもFTSE100を対象とするフレックスオプションが導入された。特に、機関投資家の側からすれば決算日に併せて行使期限を設定したいというニーズがあり、これまでの定型化された取引所オプションではそのニーズを満足させる事ができなかったのである。

また行使期限が長期のオプションも同様のニーズに応えるものと考えて良からう。米のAMEXやCBOEにおける各種指数のLeaps、仏MONEPのCAC40長期オプション等がそれであり、その成功に触発されて独DTBでもDAXの長期オプションの導入が考慮されている。

【アセットリロケーションへの対応商品】

成功した商品開発のもう一つの例としては米における業種別指数オプションがあげられよう。EHLX（フィラデルフィア証券取引所）の銀行株指数、セミコンダクター指数、金銀指数、AMEXのコンピューターテクノロジー指数などは出来高も多い。そのほかにも業種別指数オプションの種類は多く、CBOEでも数多くの業種別指数オプションが上場されている。

またCBOEのNASDAQ100など小型株の指数オプションも伸張度が高い。こうした動きは機関投資家のアセットリロケーションへのニーズに対応したものである。いまのところ業種別指数オプションは米の取引所に限られているが、それは米国の株式市場の規模が十分大きく、そうした細分化された指数オプションの存在が可能だからである。ヨーロッパにおいてもLIFFEではFTSEMID 250の指数先物が九四年に上場されている。ただ、個別株オプションがすでに存在しているなかで、業種別指数商品をつくるほど原資産市場の規模は大きくないため、中小型株指数や成長株指数などのやや大振りな商品開発にとどまっているのが実状であろう。

【エマージングマーケットへの対応商品】

第三に注目されるのはエマージングマーケットへの対応策である。米における、CBOEのメキシコ株指数、ラテン一五指数（メキシコ、ブラジル、チリなどの代表銘柄一五で構成）のオプション、AMEXのメキシコ株指数オプションなどが代表的である。また、CMEでは一五年ぶりに新市場GEMD（Growth and Emerging Market Division）を創設している。

取引所間合併構想の背景

以上のように、機関投資家の運用のオーダーメイド化、アセットリローケーションの効率化、エマージングマーケットへの運用拡大等のニーズを受け、アメリカの取引所を中心に積極的な商品開発が行われてきたのであるが、そのことは、当然にも取引所サイドに開発コストの負担、上場商品増加に伴う各種負担をもたらす。とりわけオプションの種類の拡大はオープンアウトクライの取引所では立会場の拡張を必要とし、コンピューター化された取引所においても一層の機械化投資を要するのである。

CBOTとCMEの合併構想の背景には、昨九五年の出来高が前年比で伸び悩んだ反面、新商品の開発や取引システムの充実などで経費が増加傾向にあったことが指摘されている。約二億ドルの巨費を費やして立会場を拡張しつつあったCBOTが出来高低迷のため費用捻出に苦慮、そこで管理部門や清算業務の統合による経費削減を狙いにCMEに合併を申し入れたものとされているが、当初この申し出を一蹴するとみられていたCMEが、これを受け入れ両所が合併を含むコスト削減策を検討する共同戦略委員会の設置にまで至っているのは、CMEにおいても商品開発の負担が重荷になっているからであろう。

他方、英国のLIFFEによるLCEの買収については、当初、二四時間取引へのニーズに対応するため米のCSCC(コーヒー・砂糖・ココア取引所)との合併やCBOTとの提携を考慮していたLCEに、これまた立会場拡張の必要に迫られていたLIFFEが買収を申し込んだものとされている。さらに、その背後には、LCEの会員四四社のうち、二九社までがLIFFEの会員でもあり、これら重複会員の間から複数の立会場にアクセスするためのトレーディングオペレーションコストの削減、決済の効率化を望む声がでていたこと、そして重要な点は、LIFFE、LCEともに共通の清算会社LCHで決済しており、決済の効率化の条件が備わっている

たことである。このほか、EU農業政策やEUの東方への拡大により農産物の派生取引が長期的には拡大するとの見通しがLIFFEの側にあつたことも見逃せない。

また完全コンピュータ取引の独DTBにおいてもオプション銘柄数の拡大に伴ってコンピュータの容量が限界に近づき、業者が注文などをインプットする場合には上限を設け、これをこえるインプットについては超過場口銭を徴収するとの案がでたこともある。

以上をまとめてみると以下のようなになるう。

最近の世界の派生取引所を巡るさまざまな動き(取引所間リンク、新商品開発、合併構想)には、ユーザーニーズ、市場間競争の激化、市場経済の拡大の三つの要素が働いている。

1. ユーザーニーズとしては、①二四時間取引、②グローバル化(国際分散投資の拡大)、③運用対象の複合化(複数の市場、商品にまたがる運用)、④運用のオーダーメイド化(OTCデリバティブの拡大)、⑤オペレーション(取引・決済)コストの節約があげられよう。二四時間取引のニーズとしては通貨、金利、原油などのコモディティに集中しており、二四時間取引を目的とした取引所間リンク、立会時間外取引システムの構築等はほぼこうした世界的な商品に向けられている。

グローバル化、運用対象の複合化、運用のオーダーメイド化にたいしては、品揃えの豊富化という観点から、他国商品を勝手上場するか、新しく商品開発を行うか、あるいは取引所間リンクに乗せて他国商品を取引するかの選択がとられている。この場合、株式はほかの商品に比べローカル色が濃く、現物株が取引きされている時間帯にこそ派生取引のニーズが生じるという点に着目すると、SIMEXが日経二二五

で成功した理由、また独仏リンクが周辺諸国に大きな警戒心をもたれている理由が理解できよう。

またオペレーションコストの節約という点に関しては、複数の取引所にアクセスするためのコスト（主として場立ちなどトレーディングオペレーション）、証拠金や決済に伴う清算業務のコストの節約に分ける事ができよう。取引所間リンクによる相互決済は後者の清算業務の効率化に資することになる。独仏連携にみられるような遠隔地端末からの参入は前者のコスト節約に資することになる。

2. 市場間競争の激化の要因としては、グローバル化、ボーダーレス化に伴って各国市場圏が統合したこと、またEUの投資サービス指令の実施があげられよう。

3. 市場経済の拡大という点では、農業保護政策の撤廃方向（農産物デリバティブズのニーズ拡大）、東欧圏、南ア、南米、イスラエルなどエマージングマーケットの成長があげられよう。ロンドンのLCEを巡る合併交渉の経過は、農業保護政策の撤廃に向けた思惑が絡んでいたことが指摘できるのである。

(9)

(注)

1. もっとも、リンクという形はとらなくても、立会時間外の電子取引システムの構築（自前で作るか、グローベックスのような共同出資の形でつくるかは別として）によっても二四時間取引への対応は可能であり、現にそのような対応をとっている取引所もある。しかし、リンクは安上がりな方法であることは事実である。またグローベックスは、その稼

働時間中は取引集中の目的から他の取引所とのリンクを認めない排他的な条項を含んでいたため、CBOTとEIFF

Eが脱退し、両者が別個にリンクを締結するという結果を生んだ。これは市場間競争の一駒ともいえよう。

2. しかしこれも程度の差ということであって、例えば、米AMEXの日本株指数オプションはかなりの出来高であるし、店頭デリバティブまで視野を広げると、日本株のOTCオプション・スワップの在ロンドンの残高はかなり積み上がっている。これは相当程度、日本株の海外保有者が存在していることが背景となっている。

(10)