

デリバティブ市場統合における論点

二上季代司

日本取引所グループでは、今年の七月に現物市場の東証への統合を終えた後、⁽¹⁾来年三月を目途にデリバティブ市場を大証に統合する予定である。そして、この統合と同時に大証は「大阪証券取引所」から「大阪取引所」へ商号変更する。ちなみに、来年三月といえは、改正金融商品取引法の施行によって「総合的な取引所」が可能になる時期である。すなわち、デリバティブ市場を運営する大証は証券デリバティブだけではなく、金融デリバティブ、コモディティ・デリバティブについても市場を開設できることになる。

こうして、来年以降のデリバティブ市場において大きな変化が予想されるが、以下では、デリバティブ市場統合に関連して特に重要と思われる論点について整理してみた。

1 システム統合

第一は、市場統合に伴って着手されるシステム統合のありかたである。現在の取引所市場では、取引のシステム化が高度に進展している。アルゴリズム取引やHFT（高頻度取引）など取引執行がシステム化されていなければ対応できない発注方法が増えており、システム開発費やメンテナンス費用も巨額に上っている。

この結果、市場統合において、各市場の取引システムが異なっていれば、取引参加者にとって新たな専用端末や専用回線を接続するなど追加的に多額の費用がかかることになる。システムを統合し、同一のプラットフォーム

ムで取引することができれば、取引所にとって業務・コストの両面で効率性が向上するし、取引参加者にとっても既存の設備で接続可能な市場が拡大することを意味し、メリットが大きい。こうして取引所・取引参加者双方にとってシステム統合は必要不可欠になっている。

日本取引所グループでは、本年七月に大証の現物市場を東証に統合したが、その際、売買システムを東証の「Arrowhead」に統合した。他方、来年三月予定のデリバティブ市場の統合では、取引システムを大証の「J-GATE」に統合する。

東証のデリバティブ市場では、取引システムとして現在、「Tdex+」と呼ばれるシステムを使っている。これはNYSE lifeが開発した「LIFFE CONNECT」をベースにしている。他方、大証では「J-GATE」と呼ばれる取引システムを使っており、これはNASDAQ OMXが開発した「Click/X-Stream」をベースにしている。

ちなみに金融デリバティブ市場を運営する東京金融取引所の取引システムは東証と同様に「LIFFE CONNECT」をベースにしており、コモディティ・デリバティブ市場を運営する東京商品取引所は、大証と同様にNASDAQ OMX社のシステムをベースにしている。

つまりわが国のデリバティブ市場では、この間、NASDAQ OMXとNYSE lifeのいずれかのシステムをベースにしてきたのである。そして市場統合により、日本取引所グループのデリバティブ市場はNASDAQ OMXのシステムをベースに統合を図っているのである。

ちなみに、世界の主要なデリバティブ市場のシステムを簡単に整理すると表1のようになる。これらの取引所グループも、統合の過程で、現在のシステムに一本化してきたのである。

たとえば、CMEグループでは、中核のCMEが一九九二年に世界初の電子取引システム「Globex」を開発し

た。二〇〇六年には、電子取引所ICE (Intercontinental Exchange) による買収攻勢をうけたNYMEXがこれに対抗して「Globex」を導入したことが、〇八年のCMEによるNYMEX（および傘下のCOMEX）買収へとつながる。また、その前年の二〇〇七年に、長年のライバルだったCBOTがCMEと合併して、世界最大のデリバティブ総合取引所が誕生した。そしてCBOTは自らの電子取引システム「e-dot」を放棄し「Globex」へ移行させ、CMEグループの取引システムは「Globex」に、清算システムは「Clearing21」に一本化、統合することになった。

次に、NYSE Euronextでもシステム統合は取引所再編と前後しながら進められてきた。NYSEと統合前のEuronextでは、現物はパリ証券取引所の取引システム「NSC : Nouveau Systeme de Cotation」が傘下の他の取引所に導入されていた。他方、二〇〇二年にイギリスのLiffeを買収して以降は、傘下のデリバティブ市場の取引システムは次々に「LIFFE CONNECT」へ移行していった。

ところが、二〇〇七年にNYSEとEuronextが合併すると、NYSEの開発した取引システム「UTP」が傘下の各国現物取引所市場に導入され、「NSC」と交替していった。次いで、同様に傘下のNYSE Liffeの各国デリバティブ取引所市場にも「UTP」が導入され、「LIFFE CONNECT」から徐々に移行しつつある。NYSE Euronextもまた取引システムは「UTP」、清算システムは「UCP」へと一本化しつつある。そうであればICEによる買収後は、再び、システム統合が始

表1 デリバティブ市場のシステム

	CMEグループ	NYSE Euronext	NASDAQ OMX
取引システム	・ Globex	・ UTP (Universal Trading Platform) ・ LIFFE CONNECT	・ X-Stream Trading ・ Genium INET Trading
清算システム	・ Clearing21	・ UCP (Universal Clearing Platform)	・ X-Stream Clearing ・ Genium INET Clearing (IHSECURE)

(注) NYSE Euronextでは、2011年12月より、デリバティブ取引システムを「LIFFE CONNECT」から「UTP」へ移行させている。

(出所) 各取引所、アニュアルレポートその他により作成。

まるものと思われる。

最後にNASDAQ OMXのシステムを見ておこう。ここでは、OMXがシステム開発を主導しており、「Genium INET」と呼ばれる取引および清算システムが利用されていた。NASDAQによる買収以降も、システム開発はOMXが主導し、現在は新しいシステム「X-Stream」も開発され、利用されている。

2 清算業務、清算機関

デリバティブ市場の統合では、システム統合と並んで清算業務、清算システムの統合も重要な論点となる。

デリバティブ市場では、現物市場と異なって、ポジション（建て玉）が、取引終了後も反対売買によって手仕舞わないかぎり、決済期日まで残ることになり、相手側双方に債務不履行リスクが恒常的に発生する。しかもそれが日々の価格変動に応じて増減するのである。このためデリバティブ市場では、清算機関が売買当事者の債務を引き受けることによって、この債務不履行リスクを、CCP（Central Counter Party、中央カウンターパーティ）として集中的に引き受けて債務履行保証を行うとともに、この引き受けたリスクをカバーするために、証拠金や預託金等の担保金の受け入れ等のリスク管理を行うのが慣行となっている。

もちろん現物市場でも売買当事者の債務不履行リスクはゼロではなく、そのリスクを債務引き受けの形で清算機関は引き受けている。しかし、リスク累積額は受け渡し期日までの三日間（四日目決済）にすぎず、積み上がるリスク量はデリバティブ市場の比ではないのである。この結果、デリバティブ市場では、現物市場以上に、清算業務が重要な役割を果たすのである。⁽³⁾

日本取引所グループでは、グループ内の「日本証券クリアリング機構」が、市場統合以前から各証券取引所の現物取引のほか東証デリバティブ市場取引の清算業務を担当していた。日本取引所グループ発足に伴い、この七月には、大証デリバティブ市場の清算業務も移管された。これによって証券デリバティブでは取引証拠金の一本化、証拠金・資金決済事務の一元化が可能になった。

ところで、わが国のデリバティブ市場は、取引所と同様に清算機関も縦割りになっており、そのありかたも多様である。

金融デリバティブは、東京金融取引所が市場運営をしており、清算業務は取引所内清算部門（インハウス清算機関）が担当している。他方、証券デリバティブでは、市場統合前は、大証がインハウス型、東証がグループ内子会社型の清算機関になっていた。これが市場統合に伴い、グループ兄弟子会社の「日本証券クリアリング機構」へ統合された。また、コモディティでは外部独立型の「日本商品清算機構」が東京商品取引所と大阪堂島商品取引所の取引を集中的に清算している。

また市場統合とは直接は関係しないものの、時期的に店頭デリバティブ改革と重なったために、清算機関は、市場デリバティブのみならず標準的な店頭デリバティブ取引も清算することとなった。例えば、日本証券クリアリング機構では昨年七月からCDS（クレディット・デフォルト・スワップ、インデックス型）の清算を開始、一月からLIBOR金利スワップの清算を開始、本年二月にはTIBOR金利スワップまで範囲を拡大している。

それでは世界の主要なデリバティブ市場の清算機関はどのようなありかたをしているのだろうか。それを見たものが表2である。

なお、店頭デリバティブの清算では、清算処理（約定確認など）を市場取引とは別組織で行う場合が見受けられる。これは、市場取引とは別組織にしたほうが管理しやすいのか、それとも今後の店頭デリバティブ取引拡大を見込んでのことなのであろうか。

ちなみに、コモディティ・デリバティブでは原資産の現物取引が市場外で大量に行われている。このことから、「EFP (Exchange of Future for Physical)」と呼ばれる取引手法が比較的よく使われる。これは信頼性のある取引所価格を利用するために、市場外で先渡し期日の現物取引をその日の取引所清算価格で締結しておいて、同時に先渡し期日を決済日とする反対方向の先物取引を終値ベースで付け出すのである。こうしておけば、その前後に売り買い双方がさらに反対方向の先物取引を注文することで、自社の期待した価格水準で取引が執行できることになる。

こうした取引手法は、市場外で行われる店頭デリバティブ取引にも転用できることから汎用性の高い取引手法と言え、金融取引にも転用した取引を「EFRP (Exchange of Future for related Positions)」と呼ばれる。

表2 デリバティブ市場の清算機関

	CMEグループ (インハウス型)	NYSE Euronext (外部独立型)	NASDAQ OMX (外部独立型)	EUREX (グループ子会社型)
清算機関	(米国) CME Clearing (EU) CME Clearing Europe	(米国) NYPC (先物) OCC (オプション) (EU－英国除く) LCH Clearnet (英国) ICE Clear	LCH Clearnet	Eurex Clearing
店頭取引の 清算処理	Clearport	B-Clear		Eurex OTC Clear

(注) ICEによるNYSE Euronext買収後、NYSE liffe (英国) では清算機関がLCH ClearnetからICEの子会社であるICE Clearに交替した。

(出所) 表1に同じ

3 勧誘規制

最後に、証券および金融デリバティブとコモディティ・デリバティブとは勧誘規制に差異があることについて述べてみよう。前者においては、取引所市場で行われるデリバティブについては「不招請勧誘」は禁止されていないが、後者のコモディティ・デリバティブでは「不招請勧誘」が禁止されている。

商品先物では、二〇一一年一月より商品先物取引法が全面施行され、「不招請勧誘⁽⁴⁾の禁止」が導入された（損失限定取引については禁止の対象外）。すでにそれ以前、二〇〇五年改正商品取引所法施行により「再勧誘禁止など不当勧誘行為禁止」が導入され、これに準拠した形で農水省・経産省が「委託者の保護に関するガイドライン」を策定している。

このガイドラインは、勧誘行為をかなり広くとらえ、先物取引のメリットを強調するだけでも「勧誘行為」とみなし、その行為に対してすら「再勧誘」を禁止する、極めて規制色の強いガイドラインである。「不招請勧誘の禁止」が法定化されたことにより、先のガイドラインは、「商品先物取引業者等の監督の基本的な指針」と改められたが、その厳しさはむしろ増している。

他方、金融商品デリバティブにおいても、金商法は「不招請勧誘の禁止」条項を設けているが、その対象は政令にゆだねられている。現状ではFXやCFDなど店頭デリバティブがその対象であり、上場デリバティブについては対象外になっている。その理由は、店頭デリバティブは価格が不透明であるが、取引所取引は透明・公正だから、というものである。しかし商品デリバティブでは、これが支配的な見解とはされていない。

「総合的な取引所」において勧誘規制の異なる二つの市場が混在することには無理があり、この差異の解消が求められるだろう。

- (1) このほか、七月には清算業務の日本証券クリアリング機構への統合、自主規制業務の東証自主規制法人への統合も行われた。
- (2) 東京金融取引所は来年二月にシステム更改を予定している。
- (3) ちなみに現物市場では「信用取引」に伴う証拠金等の受け入れなど、リスク管理業務が付随するが、それは基本的には受注した証券会社のリスク管理の問題であって取引所プロパーの問題ではない。
- (4) 「不招請勧誘」とは、「契約締結の勧誘の要請をしていない顧客に対し、訪問し又は電話をかけて勧誘をする行為」をさす。
- (5) ガイドラインでは勧誘行為について、「商品先物取引の委託契約締結、または契約締結後の個々の取引の委託の意思形成に影響を与える程度に商品先物取引を勧める行為」と定義している（下線部、筆者）。
- (6) 店頭FXは、先のような農水省・経産省策定の厳しいガイドラインは適用外となっている。それは法令と所管官庁が異なるからであるが、不招請勧誘を禁止されているのはずの店頭FXが学生・主婦層など幅広い層に浸透していったのは、このガイドラインの非適用と無関係ではないと思われる。

(にかみ きよし・客員研究員)