

# 金融先物取引所の経営戦略

—電子取引システム GLOBEX を巡って—

米 村 浩

## 要 旨

米国に続いて、この10年余り先進各国では金融先物取引所が次々と開設され、金融先物取引は、急拡大した。本稿は、この間の金融先物取引所の“経営戦略”を分析し、金融先物商品の現況を論じる。わが国の金融先物取引所に比べ、海外の金融先物取引所は、それぞれの国内において公的役割を担う一方で、民間企業と同様な利益追求型の経営戦略活動を活発に行うところが特徴的である。特に、90年前後に、先進国での大型先物商品の上場が一巡したことによって、主要先物取引所間では、従来の競争戦略に加え、パイを分かち合うというような共栄的行動が採られた。92年6月より開始されたグローバルな電子取引システム、GLOBEXは、各取引所間の協調戦略が展開された象徴的な舞台となった。そして、その後、GLOBEXは経営上の一時的な行き詰まりに至り、離脱するパートナーが相次いだ。その間の一連の行動原理は、取引所間の共通目標にあるのではなく、やはりそれとは基本的に相容れることのできない自所の便益の再確認にあると言える。言い換えれば、その結末は、自取引所の主体性確保という回帰現象であった。さらに、それら一連の先物取引所の経営活動を通して見ると、現物証券市場でもそうであるが、コンピュータ及び情報産業との関わりが、今後、より重要になってきていることがわかる。また、それら各国の金融先物取引所の経営戦略分析に加え、先物商品の浮沈のキーポイントとして、①先物商品の特性と取引システムとの相性、②先物商品のデファクト・スタンダード現象、③金融インフラの重要性、④市場の成熟化、などが指摘される。

## 目 次

- |                     |                               |
|---------------------|-------------------------------|
| I. はじめに             | III. 各先物取引所の取引振興戦略の分類         |
| II. 先物取引所の協調戦略の始まり  | 1. 世界制覇を目指す取引所—CBOT, CME      |
| 1. 提携（相互決済契約）の必要性   | 2. 地域リーダーを目指す取引所—LIFFE, MATIF |
| 2. 提携（相互決済契約）の実現可能性 |                               |

3. 自国商品の防衛を目指す取引所—DTB, 東証・大証・東京金先等
  4. 大取引所の補完市場として発展を目指す取引所—SIMEX
- IV. GLOBEX 取引システム

## I. はじめに

近代における先物取引は、1848年シカゴ商品取引所 (Chicago Board of Trade, 以下, CBOT) で農産物の先物取引が行われたことに端を発している。その後、シカゴ大学のフリードマン教授 (M. Friedman) が、金融リスクを回避する手段として金融先物を上場する必要性を提起し、1972年にシカゴ・マーカンタイル取引所 (Chicago Mercantile Exchange, 以下 CME) において、金融先物取引のひとつとして、通貨先物が上場された<sup>1)</sup>。

農産物類の先物がすでに150年の歴史を持つのに比べ、金融先物は、いまだ四半世紀を経たばかりであり、その歴史は比較的浅い。しかしその後、77年に CBOT において米国債先物が上場され、大成功を収めて以来、株式、債券、為替、短期金利及びそれらの派生証券など数々の先物取引 (及び先物オプション取引等) が上場され、いまや金融先物は、先物市場全体においても、主力商品となった。85年には、わが国においても、債券先物が東京証券取引所で上場され、次いで、株価指数先物 (日経平均先物, TOPIX 先物) が大阪証券取引所と東京証券取引所へ、短期金利先物 (ユーロ円先物) が東京金融先物取引所へ、など主要先物商品が80年代後半次々と上場された。そして、金融リスク管理の重要性の認識の広まりと、金融リスクそのものの増大と相まって、金融先物の取引高は急

1. GLOBEX とは
2. GLOBEX の開始と各取引所の戦略展開
3. GLOBEX 経営の行き詰まりの要因分析
- V. 先物商品の取引の現況とキーポイント
- VI. おわりに

激に発展した。海外においても、80年代末から90年代初頭までに多くの主力商品の上場が終わっており、将来の世界の先物市場としてのパイの大きさを、ある程度見通せるようになった。この間、海外の先物取引所では、早くから、新規上場商品の開発と取引振興の失敗を幾度となく経験したため、新規上場商品の品揃えと合わせて、他の取引所との連携によっても、市場規模の拡大を目指すという動きがみられた。このような非常にビジネスライクな行動が、わが国では、公的な役割を担うべきとされる取引所の主体的行動によって、この10年あまりも続けられたのである。

その象徴的な試みが、CME と、情報通信社ロイターと、後に加わる CBOT の金融先物業界の3巨人が主導し、大金を投じて計画された電子取引システム、GLOBEX (グローベックス) である<sup>2)</sup>。シカゴにある世界の2大先物取引所 CME と CBOT は、順調に出来高を伸ばしていたが、先進各国が次々と自国で先物取引所を立ち上げ、より急速に取引を拡大させたために、80年代前半に8割以上を占めていたシェアは90年代初頭には5割程度にまで下がっていた。そのような状況下、世界における先物センターとしてのシカゴの地位を守り、より世界の先物市場をリードするために計画されたのが、この GLOBEX であった。しかし、92年開設後、2年間にわたる取引量の見込み違い (徐々に伸びてはいた) と経営方針のもつれから、94年に CBOT がこの GLOBEX からはやばやと

脱退し、続いて採算問題から、ロイター社も来年 (98年) の4月には、正式に事業から手をひくことになった。ロイター社の脱退により、主要協働者3者のうち2者が抜けることとなったが、これは、新規商品上場と、他の新たな取引システム (または提携) への移行という先物取引所の2大経営基本戦略を振り返る節目であると考えられる。

先物取引所は、この数年、戦略的に合従連衡を繰り返してきた、または、それを行うことが可能であった。この点で、現物取引所 (東京証券取引所やニューヨーク証券取引所の株式現物取引等) の行動とは、全く異なっている。それにもかかわらず、このような先物取引所の戦略や行動は、学究的な観点からほとんど議論されておらず、その動きがたまたま金融経済専門新聞や雑誌に報じられるだけである。本稿では、近年におけるこのような先物取引所の合従連衡の動きをサーベイし、それらを先物取引所の市場振興戦略の観点から分類し、それら戦略の中でも2大先物取引所の最大の賭けであった24時間稼働の電子取引システム GLOBEX をめぐる各取引所の動向の分析を通して、先物取引商品が活況となるための要因を明らかにし、それらを上場する先物取引所及び先物業界の今後を展望する。

## II. 先物取引所の協調戦略の始まり

最初に先物取引所間で決済を含む本格的な相互協力関係を結んだのは、CME とシンガポール国際金融取引所 (Singapore International Monetary Exchange, 以下 SIMEX) である。SIMEX は、84年の取引所開設にあたり、いくつかの困難を抱えていた。すなわち、

SIMEX は、シンガポールという国際金融都市に所在しているが、シンガポールの産業規模は、欧米やわが国のそれに比べ、質はともかく量的には明らかに見劣りするものであり、かつ自国通貨シンガポール・ドルは、国際通貨とは言い難いものである<sup>3)</sup>。そこで、SIMEX では、すでに取引が活発に行われている CME における通貨先物と短期金利先物 (ユーロドル先物) とを上場し、CME の取引が行わない米国時間の夜中にこれらの取引を行うことで、アジア地域での金融先物需要を吸収するという戦略を採った。この相互協力関係には、相互決済契約が盛り込まれている。これは、例えば、CME の会員ブローカーに口座を持っている投資家も、SIMEX で先物取引をすることができるというもので、すなわち、その SIMEX 約定分は CME に取引内容が自動的に送付され、CME の口座での取引として有効となるのである。逆に、SIMEX のブローカーに口座を持っている投資家は、CME 約定分も SIMEX の口座で有効となる。この契約のおかげで、SIMEX のユーロドル先物取引は、ある程度の成功を収め、SIMEX 立ち上げ時の苦境を救った。

さて、現物の証券取引所と異なり、なぜ先物取引所では、このような国または地域の異なる2点間でこのような提携が行われる必要があったのか (必然性)、また、このようなことを行うことが可能となったのであろうか (実現可能性)。これらについて、ここで整理しておく。

### 1. 提携 (相互決済契約) の必要性

①ある国の公定歩合の操作や重要な国際会議での金融政策の決定などのイベントは、取引時間だけでなく、24時間生起する可能性があり、取引所は、投資家サイドから常に取引時

間の延長の要請を受けていた。特に、先物取引所の扱う標準物（通貨先物、ユーロドル先物）は、個別株などと異なり、いわば“世界共通商品”が多いので、24時間の対応が望まれていた。

②取引対象となった通貨先物やユーロドル先物は、米国の投資家が24時間取引したいだけでなく、アジア地域の投資家も投資希望を、潜在的に持っていた。

## 2. 提携（相互決済契約）の実現可能性

①先物取引は、その多くが標準化されているために、取引銘柄が少なく、手続きが煩雑とはならない。

②先物取引は、差金決済であるために、相互決済契約を結び、ある一方の取引所で受渡しの過不足が生じて、決済に証券の受渡しが必要で、送受金のみで、取引所間の決済が済んでしまう。（現物の証券取引所では証券受渡しが必要であって、そこでは、国外で機動的に取引に見合う証券受渡しを行うことは事実上不可能である）

③先物ポジションを持っていない投資家が新たに取引をする可能性よりも、取引所でポジションを形成した投資家が次の取引を行う可能性の方が、一般的にみれば高いので、取引機会の増加（取引時間の延長）は、双方の取引高増に寄与するために、メインの取引所にとってもメリットがある。

しかし、これら相互決済が滞りなく行われるためには、大きな障害があったのも事実である。すなわち、相互決済が行われるすべての先物取引について、CMEとSIMEXの取引所間で、取引ルール、決済方法等のすり合わせをす

る必要があった。ところが、CMEは、すでに確立され、既に活発に取引が行われていた世界第2位の大型先物取引所であり、SIMEXは新参の取引所であるので、SIMEXは、取引ルールや決済方法のみならず、取次業者（会員）の扱いに至るまで、先物に関わる法律の整備と取引所の業務規定作成についてCME及び米国の先物制度をほとんど導入した。

これには、もちろん、金融立国を目指すシンガポール政府の強いバックアップがあったからこそ実現できたものであり、小国で政府の力が強いゆえに、短期間に環境整備が行うことができたということは、忘れてはならない。

また、同国の人口の約75%を占める中国系住民（華僑）は、その民族性的一面として、投機に対して抵抗感が少ないために、新興取引所の流動性を確保する重要な支援材料となったと思われる。当時人口二百数十万の都市にも関わらず、数百人ものローカルズが日々活発に取引を繰り返すインフラが整備された。投機のみで生活をする自己勘定取引者（locals, ローカルズ）というのは、預け金に従って決められた範囲内で取引を繰り返すことができ、それが結果として上場商品の流動性を高める（ちなみに、ブローカー経由の投資家は、海外からの注文が多い）。

ただし、CMEの方は、SIMEXとのこのような契約をしている間にも、すでに自分独自で24時間取引（後述）を模索していたようで、SIMEXとの契約も期限を設け、5年契約とし、以降、契約更新時に、CMEにとり何が得策かを見極める戦略をとった<sup>9</sup>。SIMEXは、自分にメリットが大きい契約であるので、このようないわば将来が約束されない契約を結ばざるを得なかった。

## III. 各先物取引所の取引振興戦略の分類

本稿では、先物取引を振興させる取引所の行動を、いわば公的な“取引振興”ではなく、取引振興のための“経営戦略”として位置づけている。海外の先物取引所は、公的性格よりも、株式会社や有限会社組織として、積極的に利益追求型の取引振興を行っているからである。そして、以下で論じるように、先物取引所の取引振興戦略を4つに分類した。それぞれの戦略の特徴を、その経緯とともに、以下簡潔に論説する。

### 1. 世界制覇を目指す取引所—CBOT, CME

CBOT（米国）もCME（米国）も、共に、シカゴに本拠を置く、世界の2大先物取引所であり、以下紹介する金融専門の先物取引所と異なり、農産物等の先物も扱うことでも共通している。しかしながら、その取引所としての性格は異なっており、CBOTが、より歴史は古く、T-Bond先物やT-Note先物という共に米長期金利物という同一種の金融先物商品で世界一の先物取引所としての座を確保しているのに対し、CMEは、ユーロドル先物（短期金利先物）、SP500先物（株価指数先物）、円通貨先物・独通貨先物など上場先物商品の品揃えが豊富で、出来高においてCBOTの地位に肉薄している。また、新商品開発に奥手という意味ではないが、前者がやや伝統を重んじ、独立独歩を好む傾向があるのに対し、後者は、比較的先進的なイメージを持ち、新しい物事及び事業に挑戦することを好む。このような経営風土を

反映し、CMEは、比較的新しい上場商品を開発することに熱心で、他の取引所との相互決済締結やコンピュータ端末上での売買手法の開発などを率先して模索することによって、世界進出戦略を立ててきた。本来、CMEの上場しているユーロ物や通貨物は、どこの国でも上場しても良い世界共通商品であって、それら世界共通商品の取引の多くを自前の取引所で執行させることがCMEの最大のねらいである。一方、CBOTも、基幹商品のT-Bond先物を、後述の世界第3位の先物取引所ロンドン国際金融先物取引所（London International Financial Futures Exchange, 以下LIFFE）との間で相互決済契約を締結するなど、世界戦略には消極的ではない。しかし、CBOTは、GLOBEXに対抗して、当時AURORAという電子取引システムを開発中であったが、その開発がGLOBEXよりもさらに遅れ気味で、当初は、主に自前の取引所だけの取引時間を延長するなどの施策を行っていた。CBOTの上場商品は、T-Bond先物をはじめ、T-Note先物（米中期債先物）など、米国内の時間帯だけで相場が動く商品が主流であるため、取引時間延長で十分との判断があったと思われる（同時に、夜間取引を行いアジア時間帯の取り込みも怠らなかった）。しかし、CBOTは、89年、一転、CMEの誘いに乗って、ロイター社の情報通信技術を利用し、3者主導でGLOBEXの開発に移行することになった（後述）。

### 2. 地域リーダーを目指す取引所—LIFFE, MATIF

世界第3位の先物取引所LIFFE（英国）は、82年にロンドンで開設された。世界の2大取引所CBOTとCMEに大きく水をあけられ

ていたものの、国際色豊かな先物商品を上場し、欧州地域でのリーダーとしての地位確保に成功している。しかし、LIFFEは、ロンドンというユーロ現物取引の中心地であるにも関わらず、LIFFEが開設された以前からCMEがすでにユーロドル先物の取引を行っていたために、ユーロ物の代表格であるユーロドル先物取引についてはCMEの取引量に大きく水を空けられている。手数料は双方とも自由化されているので、LIFFEは、CMEに比べ流動性が小さいという欠点しかないが、CMEの先行者利得のために、それを挽回できないのである。LIFFEの主力商品は、英国債先物(Guilts)、英ポンド預金金利先物等であるが、88年には、ドイツ国債先物(Bunds)が、89年には、MATIFと出来高を競って勝利したユーロマルク先物が主力商品のひとつに加わった。ユーロドル先物は、先に上場したCMEにその主導権をとられたものの、他の欧州金利先物(特にドイツ・イタリア関連)に成功している。他国の国債や短期金利を上場し、かつそれら商品の本国での出来高を凌駕しているのは、CMEやCBOTにもない特色であり、欧州の金融センター、ロンドンの強みを生かしているといえる。取引所の戦略としては、CMEとの競合商品が多少あるためか、設立以来、CBOTに比較的近い関係を維持している(しかしLIFFEは、ドイツ国債のGLOBEX上場問題に関しCBOTと主導権を争ったという経緯もあり、CBOT一辺倒ではない)。電子取引システムAPT(Automated Pit Trading)をいち早く開発し89年末に夕方時間のセッションとして導入している。APTは、補完時間帯の電子取引システムとしては、世界で初めてのものである。この取引システムのコストは、比較的安

く、使い勝手もブローカー間で好評であるため、出来高も日中のセッションの約10分の1ほどの出来高を保っている<sup>9)</sup>。

パリ国際金融先物取引所(あるいはフランス国際金融先物取引所とも言う、Marché à Terme International de France、以下MATIF、仏)は、LIFFEより4年遅れて、86年にパリで開設され、フランス国債先物等を中心に取引された。MATIFは、仏国民の英国国民に対するライバル心や欧州連合への主導権確保の政治的な流れもあって、LIFFEに対抗するために、CME及びその運営するGLOBEXとの提携を選んだ。MATIFは、一見、LIFFEやわが国の先物取引所等との出来高とそれほど遜色のないように見えるが、フランス国債の額面が、シカゴの米国債やわが国の国債先物に比べ非常に小さいために、LIFFEに比べ、実質的な規模は大きくない。しかし、欧州連合(EU)の最大の推進国であるフランスにあって、ロンドンやフランクフルトに対する競争意識は非常に強く、欧州の先物取引所の主導権を狙っている。欧州通貨のバスケットのECU債先物は、MATIFがLIFFEのECU金利先物に対抗し、上場して一時成功を収めたが、この取引は、結局、先細りとなった。MATIFは、自社開発でのコンピュータ端末取引を検討していたが、欧州覇権を目指すために、比較的積極的にかつ早期に、CMEの主導するGLOBEXに参加した。しかし、GLOBEXにおいて、MATIFは、当初、経営参加権のない従属的な契約を結ばざるを得ず(94年に修正された)、GLOBEX上の取引も当初見込みが大きく外れたので、本年(97年)初頭には、GLOBEXからの脱退を一度は決心した(後述)。

### 3. 自国商品の防衛を目指す取引所—DTB、東証・大証・東京金先等

ドイツ金融先物取引所(Deutsche Terminbörse、以下DTB)は、金融自由化が遅れ気味なドイツにおいて、主要先進国中最も遅く、90年にフランクフルトで開設された<sup>9)</sup>。DTBは、コンピュータを使った電子取引システムによる取引所であり、そのシステムはスイス先物オプション取引所(Swiss Options and Financial Futures Exchange、SOFFEX)から購入し改良を加えたものである。DTBは、個別株オプション上場によって始められ、続いて国債先物や株価指数先物等が上場された。電子取引システムをメインの日中のセッションとして使用している先物取引市場は、世界の中では少数派であり、主要国ではわが国の3取引所とこのDTB、SOFFEXだけである。すなわち、その他主要国の各先物取引所が自前で開発している電子取引システム、例えばAPTやGLOBEXは、通常は、夜間セッション用として補完的に利用されるものであって、オープンアウトクライ方式(取引フロアという物理的施設において大声で呼び値を出し取引を行う方式)で取引される昼間のメイン・セッションでは使われないのである。DTBの当面の戦略は、自国の通貨マルクが欧州でも域内基軸通貨的役割を果たしているために、ドイツマルク関連の先物については少なくとも自国ドイツ国内の先物取引所で最も活発な取引を行わせることにある。具体的には、LIFFEが先に上場したドイツ国債先物やユーロマルク先物の出来高をDTBに取り戻すことが開設以来の悲願である。そのために、取引開始時から、ドイツ内の先物ブローカー(銀行)に、LIFFEではな

くDTBでの取引を半ば強制的に取引を行うよう指導し、ドイツ国債はある程度の出来高を確保した。しかし、取引開始以来7年を過ぎた現在も、LIFFEのドイツ国債先物の出来高には約3倍の差をつけられ、また、ユーロマルク先物の方は、ほとんどすべての取引をLIFFEにとられたままで、手つかずである。DTBは、国外に端末設置を働きかけることに熱心であるが、上場商品の少なさから、欧州域内にそれほど普及するに至っていない。また、最近DTB、SOFFEX、MATIFの3取引所が提携すると報道がなされた。

わが国の3先物取引所(東京金融先物取引所を含む)のうち東京証券取引所と大阪証券取引所は、諸外国にあまり例をみない現物兼営の先物取引所である。80年代半ばの設立当初は、技術的な問題や証券・銀行の垣根問題もあって現実的な選択であったが、今になってみると国際性や運営コストなどの点から見て後悔される体制である。3先物取引所とも、先物については、ドイツ同様、すべて電子取引システムによる取引である。東京金融先物取引所に対する施策と合わせ、わが国の金融当局の先物取引に対する施策は、ドイツよりは早かったが、先進国全体から見れば、早いとは言えなかった。債券先物は、85年東京証券取引所において始められ、続いて日経平均先物が大阪証券取引所に、ユーロ円先物が銀行界主導で新規開設された東京金融先物取引所に上場され、出来高自体は、この3取引所を合わせると、LIFFEに次ぐ地位にまで成長した。ただ、わが国の先物取引に対する法制度や取引所業務規定などの内規が国際的標準にかなっていないとは言えず、業界問題も絡んで3取引所に分かれ、それぞれで大型システム投資を行ったために、市場参加コストや

取引コストは高く、海外からの注文取り込みも成功しているとは言えない。しかし、わが国の産業規模からみて、米国等に比べ、先物取引所の数自体が多いとは必ずしも言えず、逆に競争を促進しているとも言える。わが国の保守的な国民性と、皮肉にも為銀主義（投資家が海外の銀行や証券会社と直接取引できないことなどの規制）という金融保護政策のおかげで、債券先物、株価指数先物、ユーロ円先物などの主力商品のシェアの多くは、現在まで国内の3先物取引所にとどまることができた（しかし、近年、SIMEXの日本物の取引高の増加も著しい）。また、株価指数先物の改良や、オプション取引など品揃えの拡充は行っているが、国外の商品の上場計画等はなく、国外にコンピュータ端末を普及させる計画はない。これは、一面、消極的ではあるものの、後述のGLOBEXの施策と照らし合わせると、無謀な投資を行わなかったと評価できる側面もないわけではない。

#### 4. 大取引所の補完市場として発展を目指す取引所—SIMEX

SIMEXは、自国の金融商品、シンガポールドルや株価指数先物の上場は行わなかった。産業規模が小さく、自国通貨の取引量等、先物取引に耐える流通量はない。また、先物市場が、現物市場、引いては現物経済への影響を及ぼすことを政府が恐れたために、上場の許可がなかなか下りなかった<sup>7)</sup>。SIMEXが、その取引所存立のための有効な戦略のひとつとしてとったものが、主要市場の補完市場としての役割である。前述のように、SIMEXは、CMEとの相互決済契約を締結し、CMEの主力商品であるユーロドル先物と通貨先物のアジアにおける補完市場として始まった。その後、その補完市場

としての経営戦略の矛先は、日本物の上場に向けられた。日経平均先物（225種）で、ある程度の成功を収め（その後、大証の同商品上場でもそれほど出来高は落ちなかった）、ユーロ円でも東京金融先物取引所のユーロ円先物の3分の1程の出来高を保っている。しかし、LIFFEが、DTBのドイツ国債やユーロマルクの取引の多くを奪い取っているのに対し、SIMEXがわが国の国債先物、株価指数先物、ユーロ円先物を上場しても、わが国での先物取引を上回るほどに至っていない。その理由は、前述した為銀主義、わが国の国民の保守性などが考えられるが、そのほかにマルクは欧州の半基軸通貨として、ドイツ国内だけでなく国外でも以前から活発に取引されていたが、円はそれほどの域内流通性を持っていないことにもよるものと思われる。また、流動性不足でSIMEXに注文を出さない機関投資家も多い。一方で、SIMEXは、出来高は少ないものの、LIFFEとの提携によりユーロマルクの相互決済も行い、既存の大型商品の一部を取り込む戦略にも、依然積極的である。SIMEXも、夜間取引用に、自前でATS(Automated Trading System)という電子取引システムを開発している。

### IV. GLOBEX 取引システム

#### 1. GLOBEX とは

GLOBEXは、当初CMEと総合情報通信会社ロイター社が、共同で開発したコンピュータ端末を利用した電子取引システム（端末取引、エレクトロニック・トレーディング、システム取引、スクリーン・トレーディングなどとも言う）である。ロイター社は、当時すでに同様な

システムを開発中であって、その技術力を生かし、世界で初めて、24時間先物取引端末を世界中に普及することをねらったのである（電子取引システムのメリット・デメリットについては表1参照）。GLOBEXより先行して始まったコンピュータ端末取引は、わが国の3取引所の電子取引システムやLIFFEのAPTなどが挙げられるが、それらはいずれも国内での設置を主眼としたものであって、世界的な普及を狙ったものではなかった。また、わが国3取引所のシステムが、日中の本セッションで使用されるのに対し、APTとGLOBEXは、主に、本セッションの補完として設計され、本国時間の夜間等での需要の掘り起こしを狙っている。GLOBEXは、設計思想が規模や使用時間という点で従来のシステムとは大きく異なるために、コストが高くつき、またその立ち上げ時期も当初予定から大幅に遅れることになった。最も早い当初予定では89年末にも開始される予定であったので、結局、3年近く遅れたことになった。

CMEとロイターは、当初、すべて自前の技術力と資金力で開発するつもりであったが、コストが高くなり、また上場予定商品の品揃えを広げるために、同じシカゴのCBOTに参加を求め、ロイターやCMEと同様の経営権を与えることでCBOTを同計画に取り込むことに成功した。CMEはCBOTとの間で、先物取引所共通目標委員会(Futures Exchanges Common Goals Committee)を組織し、取引システムや清算システム等の共同化などが話し合われた（同種の協働活動は現在も続いている）。また、他の海外の先物取引所に参加を要請し、MATIFとSFE(Sydney Futures Exchange, シドニー先物取引所)等がこれに

表1 コンピュータ端末による取引のメリットとデメリット

メリット
①公正な取引
②正確な取引記録
③迅速な取引
④リアルタイムな情報
⑤取引時間拡大への対応
⑥場所代、人件費の節約

デメリット
①多額のシステム開発費用
②システム改善の費用と時間の増大
③マーケットの臨場感

〔出所〕 柳 嘉夫 (1991)

応えた。LIFFEやDTBも参加を真剣に検討したが、参加コスト、戦略上の相違、経営参加権などの問題で、後に参加を見送った。わが国の取引所がそのような海外の取引所システムに参加することは、法制度改正等、煩雑な手続きを必要とし、事実上不可能であった。SIMEXは、相互決済対象のCME商品（ユーロドル先物等）が24時間取引されると、上場商品も時間帯も、ともに競合してしまうことになるので、GLOBEXのアジア時間帯での稼働は、脅威と感じていた。SIMEXにとっては、CMEが、ユーロドル先物や通貨先物などの主力商品の相互決済契約を契約更新時に打ち切り、GLOBEXに注力するかもしれないという危惧を持っていた。

#### 2. GLOBEX の開始と各取引所の戦略展開

システム開発により開始が延び延びとなっていたGLOBEXは、92年6月ようやく開始された。その主な特徴は、本格的に世界のほとんどの金融センターに端末を設置する（予定で

ある) こと、MATIF など提携取引所の金融先物商品も取引できること、取引時間が非常に長いこと(夜間取引という概念よりも日中取引以外の時間帯という概念に近いこと)などである。開始前、当時のメラメド GLOBEX 会長は、「3~5年後には、昼間の取引の30%程度になるだろう」と、その期待のほどを述べた。その当初の主力商品は、CME の主力商品であり、かつ世界商品であるユーロドルと通貨先物である。しかし、新規に開設される取引所は常にそうであるが、マーケットメーカーがよほど活発にマーケットメークしない限り、流動性がほとんどないところから始めなければならない。また、GLOBEX は、システム開発費用に多額の資金を投じていたために、取引所が徴収する手数料が高くそれが引いては顧客の委託手数料に跳ね返り、若干高くなってしまっていた。GLOBEX が、最も期待していたのは、ユーロドル先物であったが、これは SIMEX で同時時間帯に同じ商品が取引されており、かつ、投資家は、その約定注文を CME へ送付することができるので(相互決済契約)、従来からの SIMEX でのユーロドル先物取引でも特に不都合はなかった。GLOBEX には、値段の透明性というメリットもあったので、多くのトレーダーや投資家は、GLOBEX の取引の厚みができ、代わって SIMEX の流動性が失われれば、GLOBEX に乗り換えても良いと考えていたが、実際は当面様子見とする投資家やブローカーが多かった。開設以来、数カ月は、大型商品の追加上場などもあって、まずまずの立ち上がりであったが、取引開設1年後経ても、GLOBEX の取引は、日中のセッションの取引の1%程度にとどまっており、メラメド会長が期待した30%という数字とは、ケタ外れに小さ

いものであった。明らかに、主力商品ユーロドル先物が、相互決済契約先の SIMEX のユーロドル先物と競合し、流動性の点で劣っていた。LIFFE と MATIF のユーロマルクの同時上場のケースと同様に、流動性で優位に立ったことが、市場関係者の間で、“常識的に”明らかになったとたん、MATIF に委託注文が入りづらくなったことと似た現象が起きていた。このように、流動性の大きい方に、より取引の厚みが出てくる傾向は、取引所間の先物商品振興競争の世界では、歴史的見地から、一般的な現象である。また、GLOBEX 端末の海外普及も、計画より大幅に遅れていた。さらに、GLOBEX の経営政策において、CBOT は、ドイツ国債先物を自前の商品として GLOBEX に上場しなかったために、LIFFE 既上場のドイツ国債先物を LIFFE の商品として GLOBEX に乗せることに事実上の拒否権を使用した。このことや他の経営問題がネックとなり、LIFFE は、GLOBEX の参加を躊躇していた。経営母体のひとつ CME は、CBOT がドイツ国債先物上場問題で主張しすぎることに対し、不快感をあらわにした。また、当時の GLOBEX の伸び悩みの要因について、「電子端末に対する抵抗感があったことや GLOBEX システム自体使いにくいこと(『日本経済新聞』)」などが挙げられている。また、94年に入り、同年9月に切れる SIMEX との相互決済契約の契約延長問題について、CME の一部会員からは、GLOBEX 育成のために SIMEX との相互決済契約を延長すべきではないとの強い声もでていたが、CME は、「GLOBEX がまだ軌道に乗っていないうえ、一方で SIMEX との相互決済を利用する CME 会員が増えている(『日経金融新聞』)」ことから、契約を更新した。ま

た、MATIF から、GLOBEX が3社主導であり外国の取引所が経営になんら参加できないことへの不満が出されていたが、GLOBEX は、94年4月より、シカゴ以外の取引所にも経営参加権を認め、一方で既締結分を除き、参加取引所は、今後、他の不参加取引所との相互決済契約を結べないことを骨子とする新体制を発足させた。この間、CME の要請で後から加わった CBOT は、GLOBEX の主要メンバーであったにも関わらず、実は自前のコンピュータ開発や LIFFE との相互決済契約計画などの独自路線構築にもみれんを残していた。

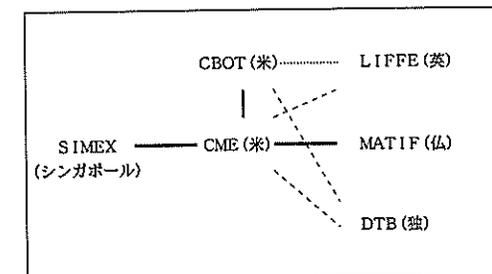
このような GLOBEX 不振と様々な制約条件の多さに対し、経営トップの仲の悪さもあって、94年4月、CBOT は、ついに脱退を表明し、ロイターのライバル会社ブルームバーグと組んで、独自に新しいコンピュータ端末取引を目指すことにした。LIFFE と DTB も後に参加見送りを決めた。その後、95年3月には、GLOBEX を脱退した CBOT と GLOBEX に参加しなかった LIFFE は、T-Bond 先物など6商品について相互決済契約の締結を発表、「現実路線の世界戦略(『日経金融新聞』)」と報じられた(GLOBEX 設立前後の各金融先物取引所の提携関係は、図1、図2参照)。

### 3. GLOBEX 経営の行き詰まりの要因分析

取引自体は低調とは言え徐々に上向っていた中で、上述の GLOBEX における各取引所の提携行動の行き詰まりを、以下振り返ってみることにする。

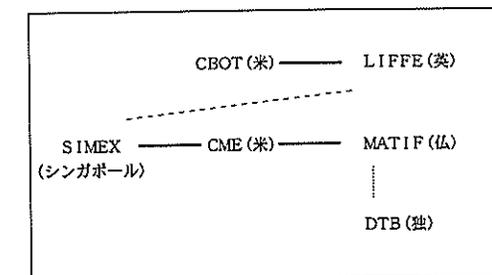
仮に、CBOT が GLOBEX 育成のためにドイツ国債上場で LIFFE に譲歩したり、CME が GLOBEX 育成のために SIMEX との相互

図1 92年半ばの取引所の提携関係



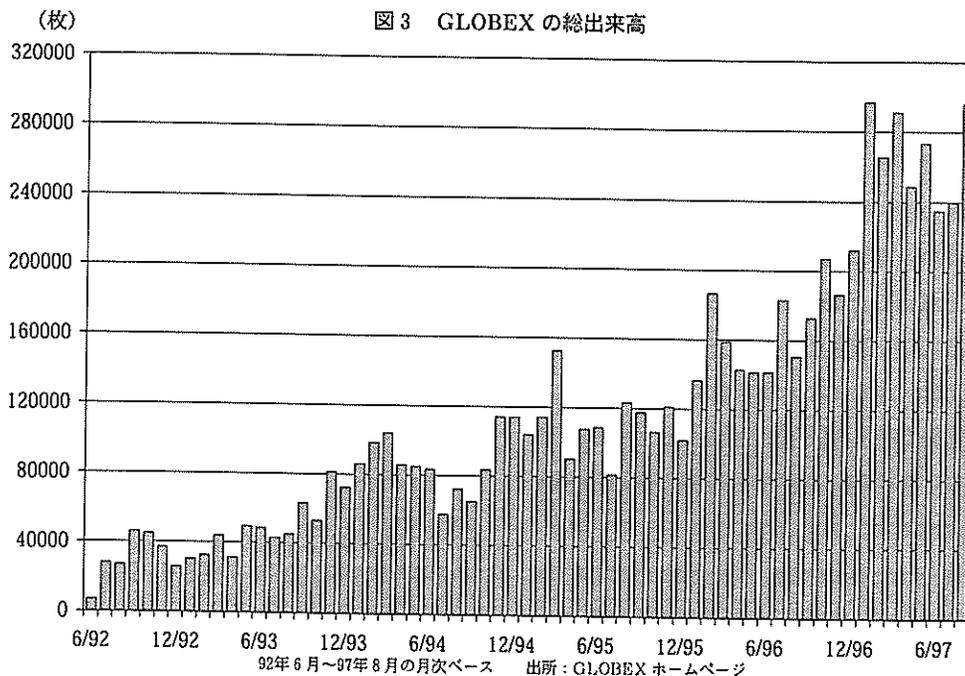
二重線は提携関係を示し、点線は提携を模索している関係を示す

図2 94年半ばの取引所の提携関係



二重線は提携関係を示し、点線は提携を模索している関係を示す

決済契約を延長しなかったりすれば、多少なりとも92年から94年に実際に示現された取引高以上の取引活況を実現していたであろう。しかしながら、GLOBEX 行き詰まりの根底にあったのは、やはり CBOT と CME の世界の2大先物取引所の主導権争いであったと思われる。シカゴ全体のシェア維持と、自らの取引所の利益確保という相容れないジレンマが引き起こした結果であったろうと思われる。CBOT としては、GLOBEX にとどまれば、ドイツ国債を CBOT の自前商品として上場することができるが、すでにドイツ国債で圧倒的な実績を積み LIFFE が流動性という面で立ちはだかり、同商品の GLOBEX での取引が伸びないことは容易に予想できた。相互決済契約では共に自所の商品として扱うことができるので、CBOT 自体で他の上場商品を開発する自由度も維持することもできるため、GLOBEX から脱退して、LIFFE との相互決済契約を結ぶという選択



は、賢明であった。一方、CMEのSIMEXとの相互決済契約延長問題にしても、同様なCMEの個としての便益への考慮が影響した。すなわち、CMEが契約を延長しない場合、SIMEXがユーロドル先物でLIFFEと組むおそれがあり、それは強力なライバル群となってしまうので、ユーロドル先物というCMEの看板商品自体が影響を受ける可能性があったのである。GLOBEX自体は、アジア時間帯を押さえる分、多少取引が増えるかもしれないが、CMEの本体への影響は未知数で、その決断は、リスクが高いのである。SIMEXと相互決済契約を破棄するときは、GLOBEXが、SIMEXの出来高を抜くか同じ程度にしておくことが、CMEの取引所としての安全な戦略であると思われる。このために、CMEも、GLOBEXの繁栄よりも、自らの取引所の安定性のために、SIMEXとの相互決済契約を延長した。以上のように、CBOT、CMEとも、自らの取引所の繁栄という目標や2大取引所としての互いのラ

イバル意識というしがらみの前では、GLOBEXという共同作業は、プライオリティが劣るものであったろうことが推測される。取引量の見込み違いが引き金になり、共通目標と自らの便益というジレンマに陥り、結果としては、自取引所の主体性確保という回帰現象を引き起こしたのである。

その後、GLOBEXは、徐々に取引高を増やしていった(図3参照)。伸び率は悪くはなかったが、取引絶対量は未だ満足するレベルのものではなかった。事前の期待と投資金額が大きかっただけに“成功”とまでは言えないかもしれないが、開設5年を経過してある程度の“定着”は果たしたといえるだろう。しかし、GLOBEXのもう一方の担い手のロイター社にとっては、いまだ当初期待したリターンを得ることはないことから、現状を見切りをつけることにし、来年(98年)4月から正式に脱退することになっている。また、MATIFも一旦は脱退を表明したが、CMEと協議の末、MATI

Fの親会社、パリ証券取引所の開発した電子取引システムNSCをCMEが導入し、CMEと共に、GLOBEXを継続することになった。

GLOBEXが、この成長ペースを維持するならば、もちろん21世紀には、主要な取引所の補完マーケットとして機能することが可能であるが、いまだ、先行き不透明な部分も多い。先物業界は手数料が薄く、先物取引所自体がそれほど資金力があるわけではないが、現在では、先物取引所は、いわば情報産業のひとつとなっている。GLOBEXへのロイターの参加、CBOTのブルームバーグとの提携、わが国先物取引所の日立、NTTデータ及び他のコンピュータ・情報企業とのつながりなど、例を挙げれば枚挙にいとまがない。私設取引所やインターネット取引などの現物証券取引の例を取ってみてもわかる通り、情報産業については、新たな技術革新が起こる可能性が高く、GLOBEXの将来の収益性を、現時点で、はっきりと見通すことは難しい。また、先物取引自体にしても、主要先物ブローカー間で店頭に近い形式で取引される計画や、米国債現物取引大手仲介業者の先物仲介業務への進出報道など、取引所を取り巻く環境はますます厳しくなっている。今後も、技術革新をうまく利用して安価にシステムを構築することや、その投資コストに見合う先物需要を掘り起こすことができるかが、先物取引所に問われている。

## V. 先物商品の取引の現況と キーポイント

以上の章において、各先物取引所の経営戦略について論じた。

海外先物取引所の経営戦略については、わが

国の公的役割を重視した取引所のイメージからは、ほど遠く、かなり戦略的なものであるが、これは、主に先物取引所の特徴である。先物商品は、株式や債券の現物と異なり、多くの場合指数や標準物を設定され、かつ差金決済であるために現物の決済が不要で(預託証券などの発行も不要)、比較的他の国の商品を手軽に上場できる。反面、取引所の方からみれば、グローバルな経営活動や商品性の設定などが必要となっているのである。前章までの取引所経営戦略に加え、このような商品性への理解が先物市場浮沈のカギを握っていると言える、本章では、前章までの議論を補完する意味で、先物商品の現状理解のために、以下、いくつかのキーポイントを挙げる。

### ① [先物商品特性の取引システムとの相性]

株式指数先物や債券先物の相場は、イベントがその本国で生起することが多く、GLOBEXのような24時間取引には向かない。例えば、T-Bond先物(米長期国債先物)は世界一の金融先物商品であるが、CBOTがGLOBEXを脱退する際に、その出来高は、GLOBEX中1%のシェアしかなかった。長期的には、出来高が増える可能性もあるが、コストや取引所の政策の独自性を維持するためには、CBOTのGLOBEX脱退はより賢い選択であると言える。一方で、CMEが上場しているユーロドル先物や通貨先物などの世界商品は、比較的24時間稼働の電子取引システムに向いている。

### ② [先物商品のデファクト・スタンダード]

先物取引にも、コンピュータのOSのように、1つの先物商品について1つのデファクト・スタンダード(事実上の業界標準)があって、先に上場し、シェアを固めた先物商

品は、それがたとえ本国でなくても取引の中心となることができる。これは、CMEのユーロドル先物や、LIFFEのドイツ物、イタリア物で明らかである。一度、このような流動性の差が大きくなってしまえば、その差を逆転することは、非常に難しい。

### ③ [金融インフラの重要性]

金融センターとしての充実度は、もちろん先物商品活況には重要である。MATIFに対するLIFFEの優位性や、ドイツの証券後進性がDTBの発展のネックとなっていることなどが例として挙げられる。このような金融センターとしての充実度というのは、現物市場の大きさという点よりも、競争的な金融機関の集積度という点が、より重要であると思われる。自国の商品以外で成功を収めているのは、事実上、LIFFEだけであるが(CMEのユーロドルはユーロとは言えドルであり、米国からみれば自国物なので、やはりCMEは通貨物を除き自国物中心である)、このような国際性を生む土壌は、ロンドンの金融センターとしてのインフラがあったからこそである。自国金融機関がすべて外国金融機関に買収されても良いくらいのほぼ完全な規制緩和が背景にある。

### ④ [金融先物市場の成熟化]

すでに大型の先物商品は出尽くしている。わが国でも、89年のユーロ円先物上場を最後に、先物商品の大型商品はなく、世界的に見ても、主要国の国債先物、株価指数先物、短期金利先物は、80年代末までに、ほぼ出尽くした。90年代に入ってから緩やかな出来高の伸びは、主に、金融自由化や取引時間の延長などを主因としている。

## VI. おわりに

70年代から80年代を通じて、先物業界は、主要な商品(国債先物、株価指数先物、ユーロ金利先物)を上場するだけで、先物商品の活況を実現し、取引高増を達成することができた。しかし、80年代末から現在にいたる10年間足らずは、先物取引所の競争で始まり、協調路線を経て、独自性への回帰へ至る時代であり、先物市場の商品特性の理解や経営戦略の巧拙の違いが、市場振興を導いたり、逆に、多額の投資リスクを引き起こす要因ともなった。これは、金融市場全体としても、良い経験であった。取引所にとって、新規の先物商品の上場や取引制度の改善に加え、効率的なコンピュータ投資や情報産業との連携の模索は、市場規模の頭打ちの現状から見て、時代の要請である。このような経営戦略を重視するトレンドは、この10年にとどまらず、今後とも公共的な役割も兼ね備える金融先物取引所に突きつけられた課題であるといえるだろう。翻って見て、わが国の3金融先物取引所や金融先物業界は、いかがであろうか。来る数年間は、ビッグバンや国際会計基準への標準化が進むなど、さらに激動の時代を迎える。金融自由化を進めなければ、SIMEXが日経平均先物の出来高で大阪証券取引所を急追しているように、先物取引が海外に流出していく可能性は否定できない。本年、わが国の民間金融機関でも、海外有力金融機関に提携を求めざるを得ない状況などがすでに始まっている。わが国の金融先物業界も、民間金融機関同様、国際化と同時に経営戦略の取り組みなど海外の事例に学ぶことが多く残されているように思われる。

### 注

- 1) 金利先物は、1975年CBOTにおけるGNMA債(政府抵当金庫債)先物が、株価指数先物は、1982年カンザス・シティ・ボード・オブ・トレード(Kansas City Board of Trade, KCBT)でのバリュウ・ライン株価指数先物の取引が、最初である。
- 2) ロイター社は、通信社として有名であるが、世界118カ国に16万台以上の金融情報端末を設置する世界最大の市況情報ベンダーでもある。
- 3) シンガポール証券取引所に上場されている企業数は、上場基準が比較的緩くても、318社(96末)と、日英米の各取引所に比べ少なく、また、国際的にも著名な地場企業は限られている。
- 4) CMEとSIMEXの相互決済契約は、5年契約であるので、89年6月、同条件で延長されれば、94年6月がその満期となる。
- 5) APT(Automated Pit Trading)は、その名が示すように、ピット内のハンドサインと呼び値によるオープンアウトクライ取引を忠実にコンピュータ上に表現した取引システムである。そのために、わが国の3取引所、DTB、GLOBEXのコンピュータ端末取引とは、かなりインターフェイスが異なり、独特の発想(フロア・トレーダー感覚)からプログラミングされている。
- 6) ドイツは、金利自由化等の一部の金融自由化は、非常に早かったが、ユニバーサル・バンク制で証券専門業者がいなかったために、証券化などの世界的潮流には遅れることになった。
- 7) 実際、一面では、株価指数先物は、90年のわが国の株価暴落において主導的な役割を果たしたと言える。但し、先物市場が、暴落の直接的な原因であったのか、あるいは間接的に水準修正として機能したのか等の「先物悪玉論」については、本稿では議論しない。

## 参考文献

- (1) 竹内一郎・原信「国際金融市場 金融のグローバル化」、有斐閣選書。
- (2) 柳 嘉夫「世界各国の金融先物市場の動向」『金融』、91年10月号。
- (3) 米村 浩「東京金融先物取引所の展望(海外金融先物との比較から)」、『金融先物市場』秋季号、投資日報社、89年11月。
- (4) 米村浩・米澤康博「海外先物市場の取引手法とそのわが国先物市場の流動性拡大のための示唆」、『証券経済研究』第3号、日本証券経済研究所、96年9月。
- (5) 日本経済新聞社編『先物王国シカゴ』、日本

経済新聞社、83年10月。

- (6) 『日本経済新聞』、89年 2/4, 3/3, 3/17, 5/30, 6/1, 8/19, 9/30, 10/6, 10/18, 10/30, 11/9, 90年 1/12, 5/3, 5/24, 5/25, 9/14, 9/29, 10/25, 91年 5/23, 92年 4/2, 4/9, 6/18, 6/26, 8/8, 9/15, 9/29, 10/8, 93年 1/19, 2/9, 6/21, 7/10, 12/2, 12/4, 94年 4/16, 5/7, 6/30, 97年 2/12, 2/21。
- (7) 『日経金融新聞』、88年 12/7, 12/16, 89年 1/11, 2/2, 2/6, 2/9, 2/15, 3/3, 5/29, 6/1, 7/24, 10/3, 10/27, 11/25, 90年 8/9, 9/10, 12/26, 92年 6/16, 6/17, 6/18, 6/19, 6/22, 6/26, 6/29, 10/6, 93年 1/19, 3/15, 4/1, 4/1, 9/28, 11/5, 11/10, 94年 1/4, 1/13, 3/18, 3/21, 3/31, 4/16, 5/18, 5/19, 5/20, 6/9, 6/29, 10/7, 95年 3/17, 3/12, 97年 1/29, 2/6。
- (8) Shyy, Gang (1994) "Intermarket Relationship and Information Asymmetry in Currency Futures Markets: GLOBEX vs. SIMEX", *The Review of Futures Markets*, v13 n4 p.p. 1091.
- (9) "Electronic Trading: Where are we headed?" *Futures*, March 1994.
- (10) "Future Bleak for GLOBEX" *Informationweek*, March 1994.
- (11) "Shortsightedness is short-circuiting Chicago's GLOBEX", *Business Week*, September 13, 1993.
- (12) "A World Marketplace", Chicago Mercantile Exchange.
- (13) "CME GLOBEX: Executive Summary", Chicago Mercantile Exchange.
- (14) 各取引所のインターネット・ホームページ資料  
CBOT -http://www.cbot.com/  
CME -http://www.cme.com/  
GLOBEX -http://www.cme.com/globex/  
LIFFE -http://www.liffe.com/

MATIF - <http://www.matif.fr/>

DTB - [http://www.exchange.de/  
dtb/dtb.html](http://www.exchange.de/dtb/dtb.html)

SIMEX - <http://www.simex.com.sg/>  
(琉球大学講師)