

シンガポール金融先物取引所と今後の先物業界

米 村 浩

要 旨

シンガポール金融先物取引所 (SIMEX) は、欧米や我が国の補完的先物市場として1984年の取引開始以来約10年間急成長を果たしたが、ここ数年は取引が伸び悩んでいる。本稿では、SIMEX の発展の過程とその経営戦略をサーベイすることによって、最近の SIMEX の短期的な取引停滞が、上場商品の品揃えの一巡とボラデリティの沈静化現象に加え、ユーロドル先物取引の成熟化、日本株の株価低迷や変動性の低下による日経平均先物の取引減少、海外機関投資家の取引の手控え、などによるものであることを指摘した。さらに、戦略的電子取引システム GLOBEX の成長で SIMEX はその存立基盤に大きな不安材料を抱えておりそれが解決されていないことや、ベアリングズ事件で電子化の遅れや SIMEX の管理の甘さを世界に露呈したこと、など長期的にも解決し得なかった問題点も示した。また、これらに加えて、先物業界全体の観点からも、先物市場が成熟化したことの影響や、電子化・店頭化などの不透明要素のために、先物取引所の将来は決して楽観できないとの認識を示した。最後に、そのような厳しい環境の中、SIMEX が、補完市場としての不安を払拭しつつ地域センター取引所への脱皮を果たし、日本版ビッグバンを収益機会と捉えて東京市場と共存していくことを当面の目標として掲げるべきことを提言した。

目 次

- | | |
|---------------------|------------------------|
| I. はじめに | 1. 取引高の伸び悩み |
| II. SIMEX の成長と取引振興策 | 2. CME の思惑と GLOBEX |
| 1. 取引商品の推移・出来高 | 3. ベアリングズ事件 |
| 2. 相互決済契約 | IV. SIMEX の課題と今後の先物業界 |
| 3. 税及び手数料の軽減による取引振興 | 1. SIMEX の電子取引システム ATS |
| 4. 商品の多様化と商品性の工夫 | 2. MSCI 台湾インデックス先物 |
| 5. 日本関連先物商品の順調な伸び | 3. SIMEX と先物業界の今後の課題 |
| III. SIMEX のつまづき | |

I. はじめに

シンガポール金融先物取引所 (Singapore International Monetary Exchange - SIMEX) は、主に、自国通貨や自国政府・企業が発行する証券をベースとしない先物商品を上場することで成功している世界でも稀な先物取引所である。ロンドン国際金融先物取引所 (London International Financial Futures Exchange, 以下 LIFFE) は、近隣国ドイツ国債やイタリア国債などで取引を拡大し、シカゴ・マーカントイル取引所 (Chicago Mercantile Exchange, 以下 CME) もドイツ・マルク通貨先物、日本円通貨先物など、他国の現物金融商品をベースとした先物商品の上場に成功しているが、それぞれ自国の株価指数先物や金利先物などもその取引の多くを占めている。特に CME においては、海外現物商品の上場先物商品は脇役に過ぎない。これら巨大先物取引所と異なり、SIMEX は、基本的には、海外先進国の現物金融商品を主として上場し、取引振興を図るという補完的市場であった。また、歴史的経緯から、金融法制度は英米から輸入しており、欧米投資家にとっては非常にアクセスしやすい先物取引所である。一般に、先物商品は、現物商品 (あるいは基礎商品) があってこそ存在するものではあるが、先物商品上場あるいは先物の取引のためには、決済を差金で済ませることができ、現物商品に絡む受渡しは原則不要である。これゆえに、現物の決済が不可能と思われる物価指数の先物や電力先物などの先物商品の上場をも可能となっている。しかし一方で、先物市場が形成されるためには、少なくとも先物取引需要を喚起するだけの当該金融機関

(ブローカーレベルで良い) の集中が既に存在することが必要である。加えて、当局の金融政策の柔軟性と通信面でのインフラという2つの条件も必要である。これら3つの必要条件が揃えば、先物市場は、現物がほとんどない場所でも、育成することが可能であると言える。SIMEX が成長した背景には、シンガポールには、この3つの条件が満たされているアジアでも貴重な金融インフラが揃っていたからである。これら条件にほぼ当てはまる (特に金融政策がより柔軟である) と思われる香港よりも、このシンガポールで先物取引所が大きく成長できたのは、周辺各国に先んじて産業の育成を図ったという業界及び関係当局の努力が主因ではあるが、英語が共通語であるために法制度整備や海外の顧客呼び込みがやり易かったことも無視できないものと思われる¹⁾。1980年代初頭、シンガポール金融通貨庁 (Monetary Authority of Singapore - MAS, 日本の日本銀行と大蔵省の一部に相当する金融当局) は、先物市場の需要を調査し、すでにある程度の取引需要が国内及び周辺各国にあることを確認し将来の需要見込みにも明るい展望があるとの示唆を得たが、これがシンガポールに金融先物取引所を開設する契機となった。もとより、金融立国を目指していたシンガポールであるが、直ちに、米国の2大先物取引所のひとつ CME の国際金融市場部門 (International Monetary Market - IMM) と提携の可能性を模索した。そして、取引所開設のための各種委員会が設けられ、そのリーダーに、当時先物業界最大のブローカーであったコンチネンタル・イリノイを任じた。そして、78年に既に設立されていたシンガポール金取引所 (Gold Exchange of Singapore - GES) を改組し、83年12月に

は、アジアで最初の金融先物取引所として SIMEX を組織し、翌84年9月に取引を開始した。以降、90年台前半に至るまで、SIMEX は、他の先進国の先物取引所の例にもれず、急成長を果たした。主力のユーロドル先物、日経平均先物、ユーロ円先物は、それぞれ、CME、大阪証券取引所 (Osaka Stock Exchange - OSE)、東京金融先物取引所 (Tokyo International Financial Futures Exchange - TIFFE) が、母国市場であり、取引時間のズレを利用したり、母国市場の金融制度・取引所内規の不備・不足をビジネス・チャンスとし、SIMEX は、補完という役割以上の成長を果たしたと言えるであろう。しかし、その後、本市場での新商品上場が止まり、全体のパイが伸びなくなってしまうと、補完的市場としての SIMEX の取引高の拡大にも陰りが生じてきた。また、取引振興重視政策の陰で、ベアリングズ事件が発生し、SIMEX の管理体制の甘さが指摘されたりするなど、補完市場としての危うさも指摘されるようになった。また、昨今では、東南アジア金融不安の余波を受け、当該地域での金融活動や、投資そのものが、見直される動きがでてきている。

SIMEX に限らず海外の多くの先物取引所は、既に株式会社組織として積極的な経営活動を行っているが、取引所と証券会社の役割が分離しづらくなっている現在、SIMEX を、ニッチに自らのポジションを確立し、急成長を果たした金融先物業企業として捉えても、その経営戦略行動は非常に興味深い。本稿では、このような SIMEX の成長戦略の経緯をサーベイし、その発展への貢献を述べるとともに、補完的市場であるがゆえに付随する問題点を明らかにする。また、取引の電子化や店頭化の進展な

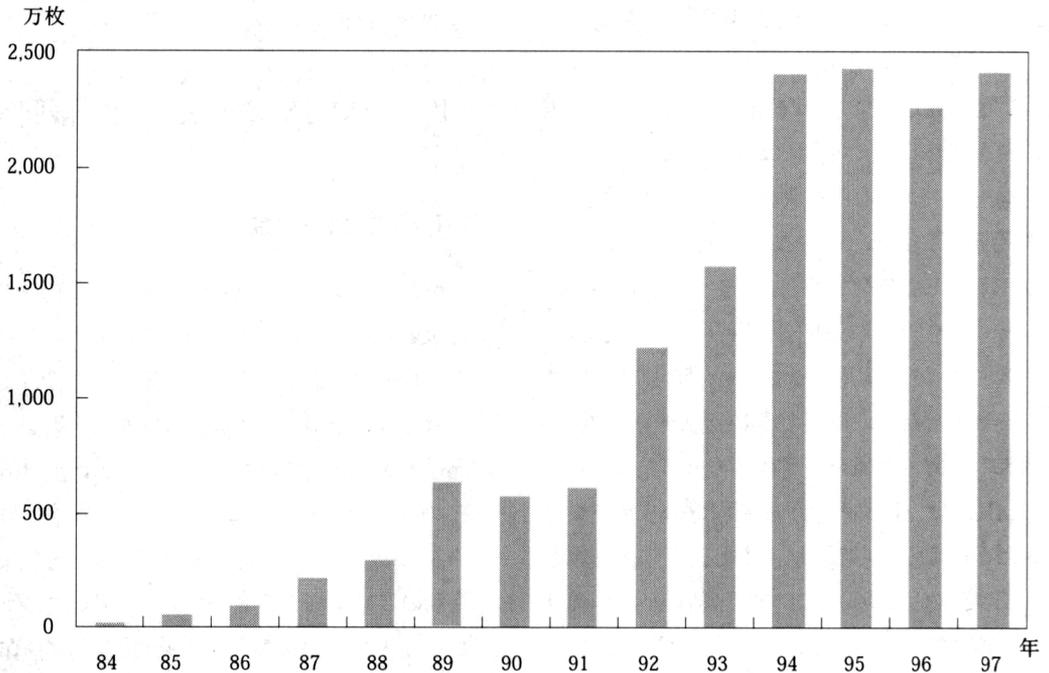
ど、周辺環境が大きく変化しつつある先物業界全体との関わりについても言及する。

II. SIMEX の成長と取引振興策

1. 取引商品の推移・出来高

開設当初の1984年9月 SIMEX に上場された金融先物は、ユーロドル先物とドイツ・マルク通貨先物であり、直後の84年11月には日本円通貨先物が上場されるなど、徐々に上場商品の品揃えが拡充されたが、中でも主力商品は CME の基幹商品であるユーロドル先物であり、徐々に取引を拡大して行った。87年には、米国金利の変動やブラックマンデーを受けて、ユーロドル先物の出来高は、年間150万枚 (前年比約3倍) と急増しているが、SIMEX における80年代は、基本的に、このユーロドル先物に依る単一商品経営と取引所の体制整備の時代であったと定義されるであろう。SIMEX は、設立以来、CME (特に IMM) の取引制度・業務規定を大幅に採用し、ユーロドル先物取引の海外からの注文の呼び込みに成功した。また、86年9月には、既に海外で日経平均を取引する権利を獲得していた CME がその権利の使用を一部 SIMEX に認めたために、SIMEX は、通貨を除けば初めて日経平均株価指数先物という日本物を上場することになったが、続いて大阪証券取引所が日経平均先物を上場し取引を急拡大させたために、SIMEX の同先物は、80年代後半から90年初頭にかけて伸び悩んだ。SIMEX の日経平均先物の名目的な取引高は、ある程度の水準を保っていたが、実際は、日系証券会社の実績づくりのための自己クロスが多かった。しかしその後の92年以降、日本関連先

図1 SIMEXの全上場商品年間出来高合計の推移



物商品の急成長で、SIMEXは、主要取引商品の増加と取引高の拡大をしばらく享受する。原動力となったのは、前述の日経平均先物と89年10月に上場されたユーロ円先物であった。顧客開拓とともに、株価指数と日本円短期金利のボラティリティもたまたま上昇したため、出来高が急増した。94年には、SIMEXが、日経300の取引権利を獲得したのに伴い、日経300先物の取引が開始された。オプション取引は、87年9月にユーロドル先物オプションが上場されたが、他の取引所の短期金利先物オプションと同様、価格絶対値でみた変動性が小さいという特性を持ったために、現在のところ出来高の拡大はあまりみられていない。設立以来、SIMEX全商品合計の出来高推移が図1に示されている。80年代後半から91年にかけて、ユーロドル先物を主力として取引は拡大したが、92年から94年にかけて、日本関連先物商品の好調を原因に、

SIMEXの出来高は、大きく伸びた。94年の全商品取引高合計は、91年の約4倍となった。しかし、95年以降は、世界の先物業界全体の主力商品の上場が一巡したために、SIMEXの出来高も、伸び悩んだ。また、取引施設・設備面に目を転じれば、SIMEXは、取引の拡大と共に事務所及び取引フロアが手狭になったため、それらを89年9月に同国金融街にあるOUBセンター・ビルへ移設した。その後、96年3月には、時間外で電子取引を開始した。

2. 相互決済契約

シンガポールは、従来から、欧米の金融制度を大胆に取り入れ、海外投資家からの金融取引を呼び込むことに積極的であった。もとよりシンガポールは、香港同様、英国の植民地であったことから、法制度が整備されていたし、多民族国家であり、建国時、主要閣僚のうち少なく

ない人数が英国での教育を受けていたことなどから、英語を事実上の共通語として使用していた。また、シンガポールの国際金融現物取引の端緒とされるオフショア市場(Asian Currency Unit-ACU)開設にしても、米銀バンク・オブ・アメリカの提案により、68年に非居住者外貨預金の利子課税免除を認めたのが始まりであり、当時、周辺国にも投資先があまりなかったことや、ユーロ市場で米ドルが不足していたことなどから、集めた資金はロンドンにただちに預け直されたりしていた。このようなことから、シンガポールの金融当局は、ニューヨークとロンドンを結ぶつなぎ市場、あるいは政治的安定を備えた東洋の「チューリッヒ」としての地位に、商機を見いだしていた。そのような背景があるので、シンガポールでは、金融先物業についても、政府の強いリーダーシップの下、英米の取引制度を大胆に取り込んだ。SIMEX は、設立に際し、米2大先物取引所の一方であるCMEの制度を採用し、CMEとの相互決済契約(Mutual Offset System-MOS)締結を果たした。これは、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、そのSIMEX約定分はCMEに取引内容が自動的に送付され、通常のCMEでの口座での取引と同様に有効となる。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、成功を収め、SIMEX立ち上げ時の経営的苦境を救った。SIMEXでは、相互決済契約のメリットとして、以下の項目を掲げている。

- ・取引時間及び取引機会の拡大
- ・より効果的なリスク管理

- ・より厚みのある流動性の確保
- ・取引コストの節約
- ・委託証拠金の節約

SIMEXのユーロドル先物の最終決済価格は、CMEのクリアリング・ハウスが定める最終決済価格と同一となるように決定される。また、96年2月、SIMEXは、拡大するユーロ円先物について、CMEとの間で相互決済契約を始めることを発表した。

3. 税及び手数料の軽減による取引振興

取引所開設の84年、シンガポール政府は、先物市場育成のために、いくつかの税軽減措置を講じた。SIMEX自身が5年間税金を免除され、法人会員は、取引による利益について、通常と同国法人税率である40%ではなく、10%のみが課税された。また、96年からは、新しい先物・オプション取引に伴う利益については、トップ20の法人についてのみ、5%という軽減税率が適用されることになった。また、取引振興のために、SIMEX自身も、特定商品及び特定期間に亘って清算会員に対するクリアリング・フィーの減免を図ることがある。なお、通常のSIMEXが徴収するクリアリング・フィー(取引所手数料)は、清算会員の自己口座の場合、片道1契約につき、0.30米ドルであり、その他の取引、すなわち、清算会員の関連会社口座取引、同顧客口座取引、非清算会員の自己口座取引、顧客口座取引は、すべて0.80米ドルとなっている。これらクリアリング・フィーの減免は、即効性のある取引振興策であるために、最近では、新しく上場した競合する金融先物商品について、取引所間のクリアリング・フィー引き下げ競争がしばしば生じている。

4. 商品の多様化と商品性の工夫

SIMEX は、主要先進国の現物金融商品をベースとした補完市場である。補完市場に要求されることは（パソコンの互換機メーカーが同様な例であるが）、基本商品設計を、事実上の業界標準である先物商品の母国（欧米や日本）にある先物取引所のスペックに合わせることである。そのため、SIMEX では、先物商品の基本設計を、母国市場のものに合わせざるを得なかったが、さらに、取引最終日の最終決済価格についても同一化を図った²⁾。これは、即効性のある振興策ではないが、海外投資家が SIMEX で取引を行う際に安心感を与えることになった。しかしながら、補完市場である SIMEX は、顧客を惹き付けるために、基本設計以外ではより効果的な独白色を打ち出さねばならなかった。まず、SIMEX では、他の金融先物取引所に比べても、非常に熱心かつ敏感に、取引時間を拡大し、海外からの取引の取り込みを図った。また、SIMEX は、オプション及び先物でリーズナブルな証拠金コールを行うスパン（Standard Portfolio Analysis of Risk - SPAN）を比較的早期に導入した³⁾。このスパンの導入は、投資家に対し納得のゆく証拠金を要求するのに、必要なものである。次に、SIMEX は、バンドルズ・アンド・パックス（Bundles and Packs）など、現物の先端金融取引に絡んだ新しい約定方法の工夫を行った⁴⁾。従来も、スプレッド取引など、オープン・アウトクライ方式の取引に向く取引手法が盛んに行われていたが、ある程度の取引が見込め、かつ、マーケットメーカーとの（擬似的）相対で決定されるような取引手法は取引所が正規に認可し、取引を円滑に進める工夫が求めら

れていた。同取引は、FRA (Forward Rate Agreement) のヘッジやスワップ取引のポジション調整などで使用されている。次に、注目すべきは、ハーフ・ティック・トレーディングである。従来より、SIMEX の日経平均先物が大証のそれより半分のティック幅で建値されていたが、短期金利についても、より細かな最小値幅の設定が望まれていた。現物の短期金利市場では、0.0625% (1/16ベース) もしくは 0.03125% (1/32ベース) 刻みで多くは建値されるので、小数点第3位以下の微調整のためには、従来までの先物の0.01%の刻みではなく、より一段の細かい建値が要求されていたのである。また、短期金利先物の価格は、利回りに対する価格絶対値に対する反応度が債券などより小さいために、最小変動幅を下げ価格を名目上変動しやすくし、相場に妙味を持たせる意味合いもあった。SIMEX は、97年3月より、直近1年のユーロドル先物について、従来の半分の最小値幅で建値・取引を行うハーフ・ティック・トレーディングを採用した。また、97年11月から、ユーロ円についても、ハーフ・ティック・トレーディングを開始している。このような SIMEX の一連の商品の多様化と商品性の工夫の多くは、CME などの欧米先進取引所の商品性改善の動きに対し、後追いながらもすばやく反応したものである。

5. 日本関連先物商品の順調な伸び

SIMEX の主力3商品のうち、日経平均先物（225種）とユーロ円先物（3カ月）は、それぞれ、大阪証券取引所（OSE）と東京金融先物取引所（TIFFE）に上場されている我が国を代表する金融先物商品である。SIMEX の日経平均先物は、大阪に先駆けて上場したあと、

表1 SIMEX の日本関連先物の出来高の推移と我が国の同等先物との比較 (1990年以降)

	日経平均先物 (225種)				ユーロ円先物 (3カ月)							
	SIMEX		大阪証券取引所 (OSE)		比率 SIMEX/OSE		SIMEX		東京金融先物取引所 (TIFFE)			
	出来高	建玉	出来高	建玉	出来高	建玉	出来高	建玉	出来高	建玉		
1990	880,513	4,502	13,588,779	191,844	3.2%	1.2%	816,043	17,767	14,413,693	309,489	5.7%	5.7%
1991	721,751	9,287	21,643,085	159,807	1.7%	2.9%	1,491,742	65,898	14,665,521	252,786	10.2%	26.1%
1992	3,349,243	52,184	11,927,329	148,976	14.0%	17.5%	2,472,931	99,385	14,959,373	439,263	16.5%	22.6%
1993	5,162,199	89,786	8,461,458	69,876	30.5%	64.2%	3,532,998	202,657	23,386,953	1,005,426	15.1%	20.1%
1994	5,801,098	98,099	6,208,754	105,458	46.7%	46.5%	6,820,673	336,299	37,425,846	1,127,285	18.2%	29.8%
1995	6,456,984	111,341	7,220,900	161,895	44.7%	34.4%	6,549,295	224,168	36,329,959	1,216,178	18.0%	18.4%
1996	4,887,912	126,867	7,043,977	239,706	34.7%	26.5%	8,162,548	311,946	29,334,830	1,364,990	27.8%	22.9%
1997	4,844,495	100,617	7,484,182	211,363	32.4%	23.8%	9,624,680	469,049	25,523,583	1,554,497	37.7%	30.2%

※すべて暦年ベース。商取引所の発表数値より作成。日経平均先物の比率の項については、SIMEX の日経平均先物の額面が大証証券取引所の半分なので、SIMEX の出来高 (または建玉) に0.5を乗じたものに大証の出来高 (または建玉) を除して計算している。

91年までは、伸び悩んだ。その理由は、大証の日経平均先物の上場により、流動性が失われたためであり、海外投資家の日本物への興味も未だ低かったためである。その後、92年から、表1の通り、手数料の安さや取引時間の長さを利点に、SIMEXの日経平均先物は取引が急拡大した。また、ユーロ円先物も、89年に上場したあと順調に成長を続け、直近の97年には、SIMEXにおいて最も出来高の多い上場商品となり、年間出来高1,000万枚の大台も目前となっている。特にこの2年間は、東京金融先物取引所の同商品の出来高が下落する中、出来高を伸ばしており、東京金融先物取引所の出来高に対し約4割に達し、同じく建玉で約3割を占めるなど、東京市場のパイを奪っていることがはっきりと確認される。CMEとの相互決済契約開始や、後述ATS稼働による取引時間の拡大などが、SIMEXのユーロ円先物の取引拡大に寄与している。また、一般に表1のSIMEX/OS Eの出来高比率が建玉比率より大きいのは、SIMEXの売買回転率が高いことを示しているが、これはSIMEXでは、大きなovernight positionを持ちにくい個人会員の売買が、ある程度の取引シェアを占めていることを表している。

92年以降の日経平均先物やユーロ円先物などのような日本関連物の伸びは、主に、投資意欲が旺盛であった海外勢の投資呼び込みに成功しているためであった。割安な手数料を除いても、欧米の取引制度の導入や、英語ベースでの取引・事務手続きなど、SIMEXは、我が国の先物市場に比べて、欧米投資家や海外ブローカーが心理的にもアクセスしやすい市場であった。

Ⅲ. SIMEX のつまづき

1. 取引高の伸び悩み

92年から94年にかけて、日経平均先物やユーロ円先物などの取引の急拡大を背景に、出来高を大きく伸ばしたSIMEXであったが、95年以降の出来高は伸び悩んだ。上場商品のボラティリティの沈静化、主要な上場商品の品揃えの一巡などが主な原因である。

個別に上場商品を見てみると、ユーロドル先物は、既に90年台初頭には、取引需要が成熟段階を迎えており、95年以降の出来高に停滞に影響したものは、主に日経平均先物の出来高減少であったとすることができる。日経平均先物について、とりわけ海外投資家を惹き付けていたSIMEXは、日本株の価格低迷とともに（ボラティリティも低下）、取引が停滞、日本人の安定顧客を多く有する大阪証券取引所以上の取引減少を示現した。その停滞度合いは、前述表1の日経平均先物の対大阪証券取引所出来高比の低下にも読みとることができる。また、建玉では、93～94年には、大阪証券取引所建玉の約半分の水準を誇っていたが、96～97年には、約4分の1のレベルに低下するなど、日経平均を取引する機関投資家のSIMEX離れをも示唆している。これは、先物取引でのリスク管理の重要性が高まる中、特に一度で大きな取引を行う機関投資家の流動性を重視する姿勢が高まっていることなども影響しているものと思われる。

2. CMEの思惑とGLOBEX

前述CMEは、米2大先物取引所のひとつであり、長らく、SIMEXの最も重要なパート

ナーとして、相互決済契約を遂行してきた。両取引所で相互決済されてきたユーロドル先物は、依然、SIMEX での最も活発に取引される商品のひとつである。しかしながら、CME は、当初より、自所主導の世界戦略を立てており、SIMEX との相互決済契約も5年単位と区切って延長していくことを望んだ。そして、CME は、92年6月、ライバル取引所 CBOT と、情報通信会社ロイター社の3社共同で、24時間電子取引システム、GLOBEX を立ち上げた。ロイター社は、以前より同様なシステムを模索中であって、3社はその技術力・ノウハウを生かし、世界で初めて、本格的でワールドワイドな取引システムを共同開発したのである。SIMEX 側としては、相互決済対象の CME 商品（ユーロドル先物等）が24時間 GLOBEX で取引されると、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であった。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更新を打ち切り、GLOBEX のみに注力するかもしれないという危惧を持っていた。CME 及び GLOBEX 関係者は、シカゴの日中セッションの3割くらいの出来高を見込んでいた。しかし、GLOBEX は、手数料の割高感やマーケットメーカーの少なさなどから、当初、関係者の期待ほどは伸びなかった。GLOBEX 側としても、既存のままで米国夜間時間帯での取引が可能な CME-SIMEX の相互決済契約が邪魔な存在であったことは確かであった。94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 の内部では、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主張が為されていたが、結

局、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 会員が増えていることから、契約を更新した。この後、GLOBEX は、CBO T、ロイター両社の脱退を経ながらも、出来高を徐々に増やしている。GLOBEX の自立は、SIMEX との競合を意味し、引いては、CME 側からの相互決済契約の打ち切りの可能性を大きくしている。

3. ベアリングズ事件

95年2月27日、イングランド銀行は、同国の証券会社ベアリングズ（SIMEX の清算会員、ベアリング・フューチャーズ・シンガポールの親会社）が、シンガポールの SIMEX 及び大阪証券取引所を主体とした日経平均先物取引で、多額の損失を抱え、当局管理下に置かれたことを発表した。SIMEX は、すぐに、同先物子会社の会員資格を停止し建玉残高を SIMEX の管理下に置き、顧客名など事態を把握することに努め、同社保有のポジションを清算した。また、市場の債務不履行を抑えるために、日経平均先物の取引委託証拠金を2倍に引き上げ、証拠金入金まで取引を受託してはならない旨を各会員に通知した。地元のシンガポールの主要行が直ちに信用供与を表明したことも事態収拾を助け、結局、顧客やその他の清算会員に被害を与えることなく収拾した。しかし、この事件が SIMEX、シンガポール国金融界のみならず世界中の金融機関や管理当局に与えた衝撃は大きかった。8億6,000万ポンドに上る巨額の損失が、SIMEX の同社トレーダー、Nicholas Leeson 氏一人によって為され、英国の名門証券ベアリングズ本体が崩壊してしまったからである（後に、同社はオランダの ING グループ

により買収された)。原因は、ベアリングズの内部管理の甘さという単純なものであるが、多様化する金融取引に対し管理体制が追いつかないという事実が、ベアリングズ固有なものとして定義しづらいところに、この問題の根深さがある。シンガポール政府のこの事件に関連した緊急の法改正は、同3月1日と素早かった。その内容は、①監督当局としてMASの権限強化すること、②SIMEXに損害賠償基金を設置すること、③法人会員の役員・従業員資格を免許制とすること、などであった。また、この事件を契機として、SIMEXからブローカーに対する取引内容に関する問い合わせや指導が急に厳しくなったという。しかしながら、こうした規制の強化は、市場を健全にする一方で、一般に、投資家の売買意欲を短期的にいくぶん削ぐことになる可能性もある。SIMEXは、欧米の諸制度を大幅に取り入れたものの、取引の海外からの呼び込みのために、実質的な運営は意図的に緩めにしてきた経緯がある。例えば、法人会員の個別の要請によって例外的に建玉制限を緩和したり、クロス取引に関しCME並に厳しく規制することが遅れ気味であったことなどが挙げられる。また、87年のブラック・マンデー時に、日経平均先物を非常に低価格で値付けしてしまったことなど、誠実的な注文執行を問われる事件なども起きた。これらについての人々の記憶が消えないうちに新たな事件が発生すれば、残念ながら、SIMEXのその後の改善努力とは無関係に、投資家には、慢性的問題とも受け取られてしまう。いずれにせよ、このような取引制度の訂正は必要不可欠なものである。先物取引所間の監督面での関係が強まっている現在、今後は、取引振興という従来のスタンスから、世界共通の規制・監督スキームをベースに

した先物取引所運営へと、いくぶん軸足を移さざるを得なくなるであろうと思われる。

IV. SIMEXの課題と今後の先物業界

1. SIMEXの電子取引システムATS

他の主要先物取引所と比較すると、SIMEXは、電子取引については、最も消極的な取引所のひとつであったと言えるだろう。というのも、開設以来長らく一番の主力商品であったユーロドル先物が、夜間時間帯にはCMEで取引されており、CMEとの契約により、同ユーロドル先物の夜間取引ができないため、電子化移行のインセンティブが働かなかったからである。しかしながら、一方で、海外顧客注文の呼び込みのために、SIMEXは、世界の先物取引所の中で本セッションの取引時間が最も長くなっていた。例えば、世界の主要先物取引所の日中セッションは、平均して7～8時間程度であるが、SIMEXでは、ほとんどの主力商品について、レギュラー・セッションで11時間もの長い間取引を行っていた。それは、自国通貨をベースとした金融商品を主力としない補完取引所の立場としては、やむを得ない選択であったと言えるかもしれない。しかし、時間ベースで半日を費やす取引時間は、取引所内で働くトレーダーにはフィジカル面で、彼らを雇用する法人会員ではコスト面で、それぞれ重い負担となっていた。一方では、投資家が競合取引所に対してアクセスし易くなってきたために、既存の投資家がSIMEXでの取引を継続するためにはさらなる取引時間の延長が必要であった。そのような会員と投資家の双方の要望を満たす

ために、SIMEX は、96年3月15日、自動取引システム (Automated Trading System - ATS) と呼ばれる電子取引システムを開始した。ATS の稼働時間は、主に、シンガポール時間で夜の7時35分から深夜の1時までである。この時間は、ロンドンのはぼ日中時間帯のすべてと、ニューヨークでの米経済指標発表の時間帯および金融市場操作が明らかになる時間帯をカバーしており、比較的取引が活発な時間帯である。ちなみに、前述の相互決済契約上の理由から、このATSにおいて、主力3商品のうちでは、ユーロ円先物のみの上場となっている。しかしながら、この電子取引システムの稼働も寄与し、ユーロ円先物の取引は、徐々に拡大している。

2. MSCI 台湾インデックス先物

現在、SIMEX が最も成長を期待している金融商品は、MSCI 台湾インデックス先物である。90年代初頭まで、SIMEX は、ユーロドル先物という単一商品による経営に苦しんでいたが、90年半ばからの日本関連先物商品の取引拡大で、経営安定の恩恵を受けた。このような経験から、SIMEX は、従来までの欧米金融先物の上場による取引拡大路線から、アジア重視、あるいは地域密着型の新商品開発へと、戦略スタンスを移すようになった。そして、97年1月、SIMEX は、MSCI 台湾インデックス先物を上場し、日本以外のアジア各国の金融先物上場に乗り出した。同指数は、台湾証券取引所の代表的な77の株式の加重平均をとったものである。このような近隣諸国の金融商品をベースとした取引を上場することは、自由な金融諸制度を背景として欧州各国（特にドイツ・イタリアなど）の金融先物商品上場で大成功を収めてい

るロンドン国際金融先物取引所 (LIFFE) の経営戦略を念頭においているものと思われる。同様のポジションを、急成長するアジア地域で確保するねらいがあるものと思われる。97年末、MSCI 台湾インデックス先物の出来高は、月間10万枚程度であり、比較的順調な成長を続けている。

3. SIMEX と先物業界の今後の課題

(1) 先物市場の成熟化

世界の先物市場は、未だ徐々に出来高が増加しているものの、全体としては、すでに成長期を経て、成熟期に入っているものと思われる。これは、先進5カ国の株価指数先物、国債先物、通貨先物、短期金利先物とそれらのオプションがすでに上場尽くされ、主な顧客開拓も進んだためである。各取引所は、先進5カ国以外のOECD加盟諸国に帰属する先物や、取引時間の拡大、小口化による個人投資家の開拓などに力を注いでいる。ここ数年の先物出来高の拡大は、主に、これら先物取引所の既上場商品の商品性の改善努力と、BIS規制や金融資産の時価評価の流れなどに関連した金融リスク管理意識の高まりに依るものと思われる。従来までは、商品の品揃えという「量」的な商品供給であったが、今後は、取引システムのアクセスの難易や操作方法のし易さ、証拠金の加重など、「質」的な商品性を高める段階に入っていると言えるだろう。パイの奪い合いの段階とも言え、自国商品への注力など得意分野への特化や、取引所間提携などによる棲み分けも強化されるであろうと思われる。

(2) 先物取引の電子化と店頭化

従来から、先物取引所は、銘柄数が少なく電

子化し易いにも関わらず、現物取引所と比べても、取引の電子化に積極的とは言えなかった。先物取引所では、個人会員の会員数が多く、それら会員が意志決定に大きな影響力を持つために、個人会員の生計の場であるオープン・アウトクライ方式のセッションを、放棄しづらかったのである⁹⁾。しかしながら、取引の電子化は、業務の省力化・効率化、取引の透明性確保、取引の迅速化、不正取引排除など、業界全体に対するメリットも非常に大きい。80年代後半から、日独で完全電子先物取引所が開設され、LIFFE で電子端末取引が補完セッションで使われるなど、各国先物取引所に電子化の波は及んだ。ブローキング・レベルでも、現在では、米国の現物株式市場において、専用回線やインターネットを利用した対個人取引が急増しているが、先物市場においても、米国先物ブローカーがインターネットを利用して自動注文を受け付けるなど、新しい電子化の動きが活発となっている。米2大先物取引所のひとつCMEは、ミニS & P 500株価指数先物の50枚以下などの小口注文について、インターネットを通じてGLOBEXに直接アクセスし、手軽に注文できるようシステム構築を急いでいる。先物業界の電子化の流れは必然的なものであるが、技術革新という不確定要素が鍵であるだけに、その将来の姿をはっきりと見通すことは難しい。

また、大口の現物株式市場では、ブローカー同士が取引所を介さず、直接、取引を行う非取引所取引(店頭取引)への模索が、活発となってきている。取引所外での取引は、価格の公正性や透明性を確保するなどの問題点はあるが、それにもかかわらず、手数料の安さ、取引アレンジの便利性、取引の匿名性などメリットは多

い。通貨や短期金利の先渡し取引を別物とすれば、先物業界は、未だほとんどの取引が取引所を通して執行されており、標準物として商いが集中するために取引所はなお十分な流動性を備えている。しかし、一方で、巨額注文受付においてブローカーの寡占化が進み、資金力のあるブローカーは、自前で取引をアレンジし値段を建てる実力を備えつつある。もし、先物取引が店頭で行われると、現在ではしばしば漏れる最終顧客の手口も知られることなく匿名性が確保され、かつ、日々の受渡しの手間がなくなればバックオフィスにかかるコストが大幅に削減される。このような中、ゴールドマン・サックスなど米大手ブローカ数社が、先物取引について、独自の電子取引システムの構築を検討し始めている。先物取引は、現物取引に比べ、受渡し決済面での問題が少ないため、一旦、このようなシステムが立ち上がると、またたく間に主要業者間で広がる可能性がある。しかしながら、店頭形式での先物取引は、最終決済までに相当な期間があるために、より高度な信頼性を必要とし、現物取引よりも対象業者の範囲は限定的にならざるを得ないだろうと思われる(対象業者範囲を広げると、維持コストや証拠金システムなどは取引所形式と似てくるであろうことが予想される)。

(3) 補完取引所から地域センター取引所へ

97年半ばのタイ・パーツの下落を端緒として近隣東南アジア諸国や香港・韓国へと広がった経済の混乱は、当地がいかに軟弱な経済力を土台としているかを認識させた。経済優等生と見られていたシンガポールも、比較的影響が軽いとは言え例外とまではならなかった。SIMEXは、我が国の先物取引所と比べ、海外の投資家

の注文呼び込みに成功しているとは言っても、それは主に移り気な機関投資家であり、欧米取引所のように、継続した注文が見込める個人投資家層を広くカバーしているわけではない。SIMEX が今後、東南アジアの経済変動に抵抗力を強めるためにも、より幅広い投資家層を開拓する必要がある。また、日本物である日経平均先物とユーロ円先物と、CME の最主力商品であるユーロドル先物の3大先物商品に収益を頼る構造になっているため、政策上の変化でそれら先物商品の取引が大きく落ち込む可能性があり（例えば、相互決済契約のCME側からの破棄など）、収益面で大きなダメージを被る可能性がある。SIMEX は、補完的市場であるが故に、欧米や我が国の先物取引所にはない「不安」を常に抱えつつ成長してきたのであり、それを逆に原動力として、利にさとい柔軟な取引振興政策を生み出してきた。しかし、そのようないわば成熟商品を主力としているままでは、94年からの出来高伸び悩みが示している通り、継続的な成長は望めず、かつ、従来からの「不安」も払拭することはできない。また、SIMEX は、欧米主要先物取引所の後追いで新商品を上場してきており、独自の新規商品の開発力・企画力はさほど強くなかった。今後は、収益構造の安定のためにも、商品開発力を高め、相対的に主力商品の比重を下げる必要があるとらう。

このような中、97年1月、SIMEX は、MSCI 台湾インデックス先物を上場した。また、98年4月、SIMEX は、自国の株価指数とマレーシア・タイの2カ国の株価指数を上場することを発表した。これらの新しい動きに見られる通り、SIMEX は、地域センター取引所としての性格をより強めていくことになるものと思

われる。

（4）日本版ビッグバンへの対応

SIMEX の補完的市場としての存立基盤は、アジア地域で金融の自由化が最も進んでいたことにあった。しかし来る数年間、アジア最大の市場である東京市場は、外為法の抜本改正、証券委託手数料の自由化などビッグバンの時代を迎える。これは、シンガポールの魅力のひとつであった英米型の自由な金融取引のメリットが相対的に薄れることを意味する。しかしながら、このような東京市場の改革は、SIMEX からの取引契約の流出を必ずしも意味しない。例えば、欧州の株式取引の米国への流出懸念から始まった英国のビッグバンは、米国の成長を止めるのではなく、相乗効果を伴い、英米の金融取引の全体的なパイの拡大と、他国からの英米市場への取引呼び込みに大いに役立った。立場は違うが、このような歴史を考慮すれば、東京市場の改革は、シンガポールおよび SIMEX にとっても、急成長するアジア・パワーを背景に新たな収益機会を模索するチャンスと捉えるべきであろう。米国が同国大企業とダイナミックな成長企業を保有する大市場であり英国が周辺諸国に対する地域金融センターとして位置づけられるならば、我が国も自国企業を中心とした大市場へ、シンガポールも周辺諸国に対する地域金融センターとしての地位を確立することは、両国の取引所の経営戦略の当面の目標として現実的なものであると思われる。

注

- 1) 例えば、取引所の素早い立ち上げのためには、当時、米国流のオープン・アウトクライ方式（立ち会いセリ方式）を導入がキーのひとつとなるが、そうした個人会員育成には、英語を一般の人でも話せるシンガポールがアジアで最適であったと言える。フィジカルな取引所は、電子化取引所よりも、商品上場や商品性改良が素早くで

- きるというメリットがあることも、SIMEX の強みとなった。
- 2) SIMEX は、当初最終決済日が大阪証券取引所と異なっていた日経平均先物について、最終決済日の同一化を図ったり、ユーロ円先物の最終決済価格を東京金融先物取引所と同一化するなどの施策を行った。
 - 3) スパンは、当初 CME によって開発されたもので、先物価格理論やオプション理論に基づき、リスクを算定するもので、完全にリスクを捕捉するものではないものの、既存の証拠金算出を大幅に改善させる。現在では、我が国の一部の取引所をはじめ、世界の多くの先物取引所が導入している。
 - 4) バンドル (Bundle) とは、1年に4限月ある先物契約を1年もしくは複数年分まとめて取引するもので、直近の限月から始まる各限月の取引枚数は同じとなる。ユーロドル先物には、1年、2年、3年、5年、7年、10年、5年～10年先渡し の7種類があり、ユーロ円先物には、1年、2年、3年の3種類がある。FRA のヘッジやスワップ取引のポジション調整などで使用される。パックス (Packs) とは、同じく各限月の等分取引であるが、開始限月が直近の限月ではなく1年後や2年後から始まる点がバンドルと異なる。
 - 5) オープン・アウトクライのセッションにおいて、個人会員は、値付け面で、実質的な優先権を享受していると言える。取引が完全に電子化され、時間優先の原則が徹底されれば、そのような値付け面でのメリットが消失してしまう。米村・米澤 (1996) 参照。

参考文献

- 大蔵省財政金融研究所内金融・資本市場研究会編 (1991), 『アジアの金融・資本市場』, 金融財政事情研究会。
- 落合大輔 (1998), 「シンガポールの証券市場改革」『資本市場クォーターリー』, 1998年春号, 野村

総合研究所。

- 忽那憲治・佐賀卓雄 (1993), 『アジアの証券市場』, 87-99頁, 濱田博男編, 東京大学出版会。
- スティーブン・フェイ (1997), 『ベアリングズ崩壊の真実』, 宇佐美洋訳, 時事通信社。
- 日本経済新聞社編 (1987), 『欧米金融・資本市場』 199-217頁, 日本経済新聞社。
- 日本証券経済研究所編 (1994), 『図説アジア・オーストラリアの証券市場』。
- 米村浩 (1997), 「金融先物取引所の経営戦略」『証券経済研究』, 第10号。
- 米村浩・米澤康博 (1996), 「海外先物市場の取引手法と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。
- Lee, Sheng Yi (1990), *Monetary and Banking Development of Malaysia and Singapore*, 3rd ed., Singapore University Press.
- Slatyer, W. and Craew, E. (1993), *Trading Asia-Pacific Financial Futures Markets*, Allen & Unwin, Australia.
- Tan, Chwee Huat (1997), *Financial Markets and Institutions in Singapore*, Singapore University Press.
- SIMEX ホームページ [http://www. simex. com. sg.](http://www.simex.com.sg)
- SIMEX, *Annual Report 1996.* (琉球大学法文学部講師)