

## 先物・オプションマーケット

### 世界の金融先物・ オプション取引所(8)

ドイツ先物オプション取引所 = DTB =  
(Deutsche Terminbörse)

#### 1 沿革

ドイツで株式のオプション取引が始まったのは1970年7月のことで、1973年にCBOEで開始された完全に標準化された上場オプションとは仕組みが異なっていたとはいえ、取引所取引として開始されたという意味ではかなり早かったといえる。しかし、ドイツでは先物やオプションは極めて投機性の強い取引とみなされ、こうした取引における債務不履行は法律違反ではないとの解釈があったことから普及が進まなかった。このような状況であったため、ドイツの年金、投資信託等の大手機関投資家は国内の先物・オプション取引の利用が法律あるいは内規によって禁止されており、国外市場にヘッジ手段を求めている。

この間ヨーロッパではLIFFE, MATIF, EOE等の設立が相次いだ。また、スイスでは1988年5月に世界初の完全にコンピュータ化された先物取引所SOFFEXが開設された。このような動向に触発されて、ドイツの8証券取引所からなる証券取引所連合はDTBの創設を決議し、準備作業を開始した。また、法制面の不備も89年の証券取引法の改正により解消された。

そして1990年1月26日、DTBはスイスのSOFFEXに次ぐ完全なコンピュータ取引市場として取引を開始した。開設時の上場商品はドイツ国内の優良企業14社（現在は15社）の個別株オプションのみであったが、同年11月にはDAX先物、長期国債先物を上場した。以後順調に上場銘柄を増やしている。現在の上場商品と取引開始年月日は以下のとおりである。

- 1990. 1. 26 個別株オプション
- 11. 23 DAX先物, 長期国債先物
- 1991. 8. 16 DAXオプション, 長期国債先物オプション
- 10. 4 中期国債先物
- 1992. 1. 15 中期国債先物オプション
- 1. 24 DAX先物オプション

また、現在、短期（3カ月物）ユーロマルク金利先物の上場も検討されている。

1991年には、全ヨーロッパの先物・オプション取引所のなかで、個別株オプション取引では最大の取引高を記録し、また、全上場商品の取引高としても1日平均6万単位を超える取引が行われた。1992年の1日平均取引量は10万単位を超える。

#### 2 組織

DTBは、ドイツの主要銀行17行の共同出資により設立されたDTB有限会社により運営されている。このDTB有限会社は会員間の清算機関としても機能する。

DTBはドイツ証券取引所法により定義づけされた取引所である。DTBはフランクフルトに本拠地を置く。したがって、DTBはヘッセ州政府により法的に監督される。そして、取引と清算はドイツ証券取引所法やDTBの諸規則により詳細に規定されている。

DTBの会員は2つに大別できる。すなわち、

- ・マーケット・メーカー機能をもつ取引所会員
  - ・マーケット・メーカー機能をもたない取引所会員
- なお、マーケット・メーカーになるためには申請に基づく免許が必要であるが、特別の資格要件はない。

#### 3 取引システム

DTBの取引は、伝統的なオープン・アウトクライ方式とは対照的に、コンピュータによって自動的に処理される。会員は自店内にあるシステム端末から注文及び気配を入力する。システムは、注文の条件又は気配が対当するときは、価格優先・時間優先の原則に基づき自動的に売買を成立させる。売買契約は、自動的に決済システムに転送され、売買当事者は店内の端末を通じて約定確認を受け取る。

このようにDTBは、完全にコンピュータ化された取引所である。このシステムの基本ソフトはスイスのSOFFEXから購入し、それをコンサルタント会社アーサー・アンダーセンに委託し、DTB向けに改良したものである。

#### 4 清算

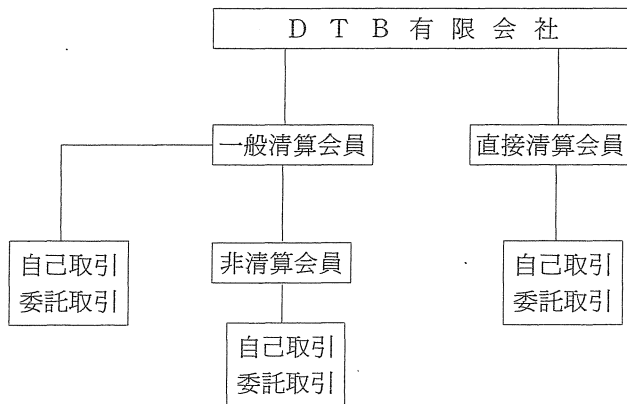
DTB有限会社（清算機関）は、常に各取引の相手方となり、各取引の契約の履行を保証することで、清算リスクを排除する機能をもつ。

DTB清算機関の会員は次のとおりである。

- ・一般清算会員：自己売買、委託売買に加えて、非清算会員の売買の清算ができる。
- ・直接清算会員：自己売買、委託売買に限って清算ができる。

なお、清算免許をもたない取引所会員は、一般清算会員を通じてしか清算することができない。(非清算会員)

図表1 DTB清算会員の仕組み



5 DAX指数

個別株オプションに続いて、1990年11月からDAX先物取引が導入された。DAX指数はこの株価指数先物取引を開始するために1988年7月に新たにスタートした株価指数である。ドイツの指数としては初めてリアルタイム(1分毎)に計算・公表されており、現在ではドイツ証券市場を代表する指数となっている。計算方法は時価総額加重、構成銘柄数は30銘柄で全上場企業の時価総額の約60%、出来高の約80%を占めている。

現在、DAX指数派生商品としては、先物取引に続いて、1991年には現物オプション、92年には先物オプションが導入されている。

なお、DAX先物の取引概要については図表2、DAX指数派生商品の取引高の推移は図表3のとおりである。

6 最近の動向～長期債先物を巡るLIFFEとの競争を中心に～

ドイツ長期国債先物はDTB開設前からLIFFE(ロンドン金融先物取引所)でも取引されているが、DTB開設以来、両取引所の熾烈な競争が展開されている。両者の取引高については、図表4のとおりである。

ドイツの主要銀行はDTBの長期国債先物上場以後、それまでLIFFEで行ってきた取引をDTBに移管する動き

を活発化させている。例えば、ドイツ第2位のドレスナー銀行は、DTBの流動性が高まったことに呼応してLIFFEの立会場のブースを閉鎖し、フロア・トレーディングから撤退した。

LIFFEへの対抗策の一つとして、DTBはドイツ国債先物の現物引き渡し適格銘柄にドイツ信託公社債(政府保証付、92年8月から発行)を加える決定を下した。なお、LIFFEもこれに同調することを検討している。

また、DTBは1992年末にMATIF(パリ国際金融先物取引)との提携に合意したが、この提携もLIFFEを意識した面がある。

最近まとまった提携内容は、①94年半ばをめどにMATIF会員にDTB端末を配備して、長期国債と中期国債の先物・先物オプション取引を可能にする(ただし、清算はDTB会員を通す)。②95年の早い段階でMATIFの上場商品から2商品(当初、ECU債先物と同先物オプションが取りざたされていたが、最近の欧州通貨混乱から、通貨統合のスケジュールが遅れることが予想されるため、CAC40先物なども候補に挙がっている。)を選別し、DTB端末にMATIFのライセンスを与え直接取引への参加を認める。③乗り入れ状況をチェック、取引と清算のシステム一本化を研究、その可能性を検証するというもので、最終的にはシステムの本一化を目指している。

DTBは昨年のCBOT(シカゴ商品取引所)との提携交渉が暗礁に乗り上げた後、GLOBEXとの提携を模索しているが、すでにGLOBEXに参加しているMATIFとの提携で、GLOBEXとの交渉が加速化されそうである。

MATIFとの提携と同時に、DTBは取引端末を国外に設置することを認めた。将来的には一般会員権を国外の投資家、金融機関に全面解放する方針である。この決定は、フランクフルトに拠点を持たない周辺国金融機関の参加によるDTB取引拡大が目的。現在でもDTBの取引の35%強は外国系金融機関が占めているため、さらに新規参加者を獲得しようという狙いがある。もちろんロンドンにも端末設置が可能となるため、LIFFEへのけん制もとることができる。

(R.M)

図表2 DAX指数先物の取引概要

取引対象商品	DAX指数
取引単位	DAX指数×100マルク
建値の表示	取引単価は少数第1位まで表示 (例:1,205.5)
呼 値	単位:0.5 金額:50マルク
限 月	3月,6月,9月,12月のサイクルの直近3限月
決 済	清算金額は最終清算価格で計算され,取引最終日の翌営業日に決済。
取引最終日	決済期日の前営業日
決済期日	各限月の第3金曜日。 当日が休日に当たる場合は前営業日。
当日清算価格	最後の15分間において取引された先物の最終価格
最終清算価格	決済期日のフランクフルト証券取引所における始値に基づいたDAXの特別指数
値幅制限	DTBは,市場が健全に機能するよう,価格制限を設けて取引を制限する権限を有する。
取引時間	午前9時30分～午後4時

出所:DTB

図表3 DAX派生商品の取引高の推移

(単位)			
	DAX先物	DAXオプション	DAX先物オプション
1990	51,363	—	—
1991	1,251,453	2,045,707	—
1992	3,271,055	13,944,986	136,439
1993.1-8月	2,375,407	12,408,421	35,935
1月	247,066	1,176,517	4,478
2月	290,422	1,674,623	6,979
3月	382,124	1,744,222	6,988
4月	216,430	1,365,380	3,691
5月	201,064	1,094,647	1,891
6月	284,140	1,299,853	2,117
7月	347,743	1,969,540	4,216
8月	406,418	2,083,639	5,575

出所:DTB

図表4 長期国債(BUND)先物の取引高比較

(単位)			
	DTB	LIFFE	比較(%)
1990	59,665	9,581,516	0.6
1991	2,282,896	10,112,305	22.6
1992	5,327,846	13,604,523	39.2
1993.1-5月	2,619,096	7,300,744	35.9
1月	337,022	1,035,948	32.5
2月	395,746	1,219,188	32.5
3月	637,896	1,859,482	34.3
4月	622,536	1,539,535	40.4
5月	625,896	1,646,591	38.0

出所:FIA月間レポート