

先物・オプションマーケット

欧州エクイティ・デリバティブ事情 (3・完)

日本証券経済研究所大阪研究所
主任研究員 二上季代 司

- | | | |
|---|-------------------|---------------|
| 1 | 欧州の上場エクイティ・デリバティブ | |
| 2 | 個別株オプション | (以上第 7 巻第10号) |
| 3 | カバード・ワラント | |
| 4 | OTCエクイティ・デリバティブ | (以上第 7 巻第11号) |
| 5 | EU統合のインパクト | |
| 6 | 新商品開発の動き | |
| 7 | 取引所間提携 | (以上本号) |

5 EU統合のインパクト

前 2 回では、欧州エクイティ・デリバティブについて、わが国に存在しない取引(個別株オプション、カバード・ワラント、OTCデリバティブ)に重点をおいて紹介した。今回は近年の各国市場の動向を紹介して終わりとする。現在、欧州の派生市場関係者の最大の関心事はEU統合への対応策である。第 1 に、96年 1 月から実施される EU 投資サービス指令により各国取引所はかつてない競争を迎える。これにより域内の証券会社は本国の監督当局の免許を受ければ域内全域での支店設置、投資サービスの提供のほか取引所へのアクセスが自由にできる。言い替えれば、域内他国に所在する証券会社が望めば、取引所は当該国に海外端末を設置することに對し当該国の許可を得る必要がない。したがって、海外端末設置による取引獲得競争が起きる可能性が高い。第 2 に、通貨統合により共通の通貨単位で商品開発できる可能性がでてきた。第 3 に、加盟国の農業保護政策の撤廃方針ならびにロシア、東欧の加盟により、将来、巨大な農産物派生市場が形成される可能性がでてきた。もっとも、通貨統合ならびに東方への加盟国拡大についてはなお紆余曲折が予想される。

次の関心事は、—欧州に限ったことではないが—ユーザーの動向である。国際分散投資に伴って OTC デリバティブが拡大、さらには国際的ファンド・マネージャ

ーがヘッジやアセット・リロケーション等の観点から複数の市場、商品にまたがって運用を行っている。取引所としてはこうしたニーズを取り込んで出来高増加につなげたいところである。

6 新商品開発の動き

その対応策として各国取引所が打ち出しているのが、①新商品開発、②取引所間提携(リンク)である。まず新商品開発からみてみよう。LIFFE は 94 年 2 月、中型株価指数 FT-SE Mid 250 Index を上場、95 年 6 月には株価指数 FT-SE100 の Flex Option の取引を開始した。Flex は権利行使価格、期間等を柔軟に設定できるオプションで、米国の CBOE が 93 年 2 月に開始し、急速に拡大した。オーダーメイドの商品設計であり OTC オプションに吸収されたニーズに応えようとするものである。英では、インベストメント・トラストがポートフォリオのリターンを確保するため決算日(年末が多い)を満期とし、目標リターンに見合った行使価格の Zero Cost Collar 戦略(プット買いコール売り)を利用する向きが多いが、今までそれに対応できるのは OTC オプションしかなかったのである。

しかし、欧州では現在、自前の新商品開発としては LIFFE の Flex にとどまっており、商品種類も FT-SE100, CAC-40, DAX など一般株価指数に多くを依存している。この点、例えば米国をみると業種別指数オプションの開発(Philadelphia 証取の銀行株指数、セミコンダクター指数、金・銀指数、公益株指数など)、新興市場の株価指数の上場(CBOE のメキシコ株価指数オプション)などの動きがみられ、それらの出来高も増えている。CME では 13 年ぶりに新市場部門(新興市場 Growth and Emerging Market)が創設された。このように米国では、機関投資家のアセット・リロケーションや国際分散投資のニーズに応え、積極的に新商品・新市場を開発、商品種類の多様化を進めている。

これに対し欧州では、自前で新商品を開発するよりも他の取引所で上場されている商品をその取引所とのリンク(提携)により相互に乗り入れ、商品種類の多様化に対応するケースの方が圧倒的に多い。その理由は、①原資産の市場規模が米国に比べはるかに小さく、その一方個別株オプションがすでに上場されており、米国の業種

別指数のような商品は中途半端な設計になりやすいこと、②受入側の取引所では、すでに建玉が積み上がっている既存商品を取り入れることで低コスト、成功度の高い商品開発になるし、リンク先では自己の商品の新たな流通チャンネルが加わり出来高増につながること、③ユーザーである国際的大銀行、投資銀行は欧州各国の金融商品を対象に分散投資をしているが、複数の取引所にアクセスする事から生じるオペレーションコスト・リスクを節約したいとのニーズがある等による。そしてまた、取引所間リンクを通じた商品多様化は、EU統合によって激化する取引獲得競争によって一層、拍車をかけられ、事実94年より急増しているのである(後述)。

7 取引所間提携

(1) LIFFEのリンク戦略

ところで、欧州では取引所間リンクにも2つの異なる戦略が見られる。英LIFFEは、米国、アジア等の商品を相互決済その他の方法によりヨーロッパのタイムゾーンでLIFFE立会場において取引できるための各国取引所とのリンク戦略を取っている。これは24時間取引ニーズへの対応策といえよう。この構想はLIFFEが、94年5月にCME及びロイター主導のGlobexへの不参加を表明した後に明確な戦略となった。現在、LIFFEが合意に至ったリンクは、①米CBTの債券3商品、LIFFEの債券3商品を相互に乗り入れ(96年開始予定)、②東京国際金融先物取引所(TIFFE)のユーロ円金利先物(96年4月開始予定)等である。なお、LIFFEは東証の日本国債先物を取引している(91年開始)。これは翌日の東証始値を清算指数に使うことで毎日決済するもので建玉は積み上がらない。基本的にはリンクを必要としないものであるが、同じく24時間取引に対応するものといえる。

しかし、取引所リンクによる24時間取引は今までのところ、債券やエネルギー商品に限られている(SIMEXとCMEユーロドル先物を取引、SIMEXと国際石油取引所(IPE)ブレンド原油、NYMEXとシドニー証取一石油、天然ガスなど)。エクィティの場合、現物株の取引はローカルタイムに限られるために派生取引を24時間取引するニーズがもともと小さいためである。

なお、LIFFEはロンドン商品取引所(LCE)を買収することで合意した(96年6月予定)。これにIPEも加わる

との見方もあり、そうなるとロンドンに金融、商品にまたがる総合的な一大派生取引所が出現する。この合意の背景として、①ユーザー・ニーズ(国際的ファンド・マネージャーが株価指数や債券だけではなく貴金属等の商品をも組み込んだ運用を活発にしているが、そのオペレーションコストを節約したい)、②取引所サイドの見通し(EU農業政策及び東方への拡大により農産物派生取引の需要が高まる)、③共通の清算会社LCHで決済しており、統合への障害が少なかったこと等があげられる。

(2) 大陸諸国の取引所リンク戦略

I OMグループのFEX構想

これに対し、大陸諸国の取引所では相互に海外ターミナルを設置し相手先の会員業者がそれを通じて自取引所の上場商品を取引し決済することを認めるといった内容のリンクが一般的である。いわば会員権を相互に開放するわけである。

その先駆的な例が92年5月に発表された、スウェーデンOMグループを中心とするFEX(First European Exchange)構想である(のちオーストリアOTOBも参加)。これはOMグループ傘下の2つの取引所(OMストックホルム、ロンドンのOMLX)、オランダEOE、スイスSOFFEXが相互に端末を設置しコンピュータ・ネットを通じて、リンク先の会員業者に自取引所の商品の取引を認めるといった内容である。その背景は、①国際金融センターから離れたローカルな小国の派生取引所にとって海外からの取引誘致は端末設置による以外、有力な方法がないように思われたこと、②参加取引所の立会方式はEOEを除きすべて立会場をもたない電子取引であり、アクセスの方法としてコンピュータ・ネットを通じたリンクは技術的にも可能であった等である。

しかし、この構想は、EOEとSOFFEXが離脱した(93年)ことで失敗に終わった。その理由は、①会員業者にとってリンク先にトレーディング部隊を設ける事なくアクセスできるメリットがある反面、自己の会員権の水増しになるデメリットもあり、どのような商品をリンクに乗せるかで紛糾する恐れがあったこと、②EOEは立会場取引(オープンアウトクライ)であり、電子取引の取引所とのリンクには違和感があった等である。その後、OMストックホルムとOMLXはリンクを実現し、さらにOMグループはフィンランドFOM、ノルウェーOSEともり

リンクの合意に達した。こうして、FEX構想は北欧 3 国の派生取引所リンクとして形を変えることとなった(ちなみにOTOB, FOM, OSEのシステムはOMグループが開発したものであり、OMグループの出資を受け入れている関係にある)。

II 独仏のリンク

しかしFEX構想は挫折したとはいえ、リンクによる会員権開放で出来高増加を図るという着想は前述のようにEU投資サービス指令実施後の有力な取引獲得手段として大陸各国に伝播することになった。すなわち93年1月EOEとOMLX, 93年7月独DTBと仏MATIF, 94年8月DTBとSOFFEXがそれぞれリンクに合意している。このうち、DTBとMATIFのリンクは現物株も巻き込んだ広範な内容に拡大発展している。

93年7月の提携時点では、リンクの内容はDTBのBund(独長期国債)、Bobl(独中期国債)についてMATIFの2商品と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内容であった。しかし、この間、①DTBがドイツ証券取引所(DB)に吸収、DBは現物のフランクフルト証券取引所と派生市場のDTBを抱え、現先一体運営が可能になったこと、②通貨統合のスケジュールが遅延し、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、望み薄となったなどの状況変化があった。

そこで、95年10月末、独DBと仏SBF(フランス証券取引所協会-現物のパリ証取を管理・運営)、MATIF、

MONEPの4者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事で合意した⁽¹⁾。しかし、独仏間では立会方式の違いがある(現物株では独は電子取引IBISと立会場取引の並存、パリでは電子取引、派生取引ではDTBは完全電子取引、MATIFとMONEPはオープンアウトクライ)。そこで提携の条件として、①SBFがCACシステムに替わって開発した新しい気配システムNSCを独側が現物株取引に際して使用すること、②代わりに仏側はCAC-40指数先物をMATIFの立会場からDBの電子取引に移すこと、とされている。

以上のように、欧州の派生取引所はユーザー・ニーズ(運用手段・対象の多様化、低コストで効率的な取引執行・決済)に対しては取引所間リンクによって応えようとしている。もちろん子細にみれば、英と大陸諸国とでは明確な違いがみられるのであるが、激化する市場間競争に自己の置かれた立場をよく認識しつつ対処し努力する姿勢は共通しており、この点は我々もまた学ぶべきであろう。

(注1) “French and German bourses plan joint trading system”, *Financial Times*, October 31, 1995, “European bourses link-up moves closer to fruition”, *Financial Times*, November 24, 1995.

