

先物・オプションマーケット

OTCデリバティブ解禁と上場先物・オプションへの影響

本年12月の証券取引法改正により、我が国でもOTCデリバティブが解禁される。本稿ではOTCデリバティブと上場先物・オプションそれぞれの特徴に注目して分析し、解禁後の影響について考察することとする。

1 OTCデリバティブの解禁

証券取引法第201条は、取引所の相場を利用した差金授受を取引所外で行うことを禁止する規定であり、現物の受渡しを伴わないOTCデリバティブはこの規定の構成要件に該当する疑義があった。また、刑法上においても賭博罪（刑法第185条、第186条）に該当する疑義があった。刑法の違法性を阻却するためには、当該行為が法令による行為または正当な業務による行為に該当する必要がある（刑法第35条）が、法律関係を明確にするためには、OTCデリバティブを法令による行為として規定したうえで、証券取引法第201条についても適用を除外する等の措置が必要であった。

これに対して、本年12月の証券取引法の改正においては、第2条で有価証券店頭デリバティブが証券業における行為として法定された。また、第201条に第2項が設けられ、いわゆるOTCデリバティブが第201条の適用除外とされることとなった。このことで刑法上の違法性が阻却されることになり、我が国において疑義なくOTCデリバティブ取引を行うことが可能となった。

2 OTCデリバティブの特徴

OTCデリバティブとは、一般に取引所上場の先物・オプション取引に対して、取引所外で行われる相対取引を指す。上場先物・オプションとの比較においてその特徴は次のとおりである。

① 原資産

原資産は、上場ものが取引所の選定する株券や株価指数に限定されているのに対して、OTCデリバティブでは対象に制限はなく、利用者のニーズに応じて自由に設定できる。

② 決済方法

上場ものは取引所を通じて決済され、毎日の値洗いや証拠金の預託により信用リスクが遮断されるスキームを持つが、OTCデリバティブは、当事者間で相対で決済するので、相手方の信用リスクを伴う。

③ 時価開示

上場ものは時価が取引所により開示され透明性が高いが、OTCデリバティブについては業者による提示や自己評価となるため比較的不透明になりやすい。

④ 商品設計

上場ものでは、商品が先物・オプションに限定され、満期日、権利行使価格、取引サイズ等が定型化されているのに対し、OTCデリバティブでは商品、諸条件を顧客ニーズに応じて自由に設計できる。OTCデリバティブには、先物・オプションだけでなく、エクイティスワップやエクイティリンク債、インデックスワラント、カバードワラント等の様々な形態が存在する。

⑤ リスク

上場ものの価格変動リスクに加えて、OTCデリバティブには信用リスクが存在する。

⑥ 匿名性

上場ものが、需給を一ヶ所に統合して取引することや、取引手口が一部公開されていることにより比較的匿名性が低いのに対して、OTCデリバティブでは当事者、関係者間に情報が限定されるので匿名性は高い。

こうしたOTCデリバティブの特徴からして、12月の解禁以後は、投資家サイドから見て、基本的には流動性、時価の透明性、信用リスクがない等の点を重視する場合は、上場先物・オプションを、個々のニーズに即した商品設計や匿名性を重視する場合はOTCデリバティブという風に使い分けられることになろう。

3 OTCデリバティブの市場参加者

OTCデリバティブを利用する市場参加者としては次のものが挙げられる。

① 証券会社

証券会社は、OTCデリバティブを業者として投資家の相手方となる場合と顧客として利用する場合の両方がある。

●業者として投資家の相手方となる場合：

業者は投資家のOTCデリバティブ取引の相手方となることで手数料収入が得ることができる。既存の上場先物・オプションにおいては、手数料の自由化等の影響で十分な収益が上がらなくなりつつあるが、OTCデリバティブの場合、その商品の構成・仕組みを顧客ニーズに合わせて新たに開発すること自体が競争であり、他社にない仕組みを考えれば高い収益を上げられる可能性を持った商品である。OTCデリバティブを業者として扱える証券会社には、信用リスクに耐えられるだけの資本力と、ポジションのリスクを取れるだけの技術がある会社に限定される。

●顧客として利用する場合：

投資家の相手方となる際には、証券会社はそのポジションのリスクを必ずどこかでヘッジする必要がある。その場合、上場先物・オプションや現物株でヘッジするか、他の業者との間で反対のポジションを持つこととなるOTCデリバティブを行うことによりヘッジするかの2通りしか手段がない。そのため、証券会社も顧客として利用することが考えられる。

② 銀行、生命保険会社、損害保険会社（金融法人）

我が国の金融法人は、政府保有分も含めて大量の株式を保有している。これらのヘッジとしてOTCデリバティブを利用することが考えられる。ヘッジは上場先物・オプションでも可能であるが、原資産や期間を自由に設定できること、匿名性が高いこと等を重視する場合は、OTCデリバティブを利用することになる。

また、株式の持ち合いによりいびつになったポートフォリオを、指数に連動するように変更したい場合に、現物株の入れ替えをせずにスワップ等を利用するようになった投資目的に利用されることも予想される。

③ 事業法人

事業法人も、金融法人同様、ヘッジや投資目的でOTCデリバティブを利用することが考えられる。

こうして見ると、OTCデリバティブは機関投資家中心のマーケットとなるが、信用リスクが存在することや上場先物・オプションと比較すると時価が不透明であるこ

と等から年金基金はそれほど利用しないと予想される。また、個人投資家の参加もインデックスワラント、カバーワラント、エクイティリンク債等限定された参加にとどまりそれ程大きくはならないだろう。

4 上場先物・オプションの特徴

OTCデリバティブと上場先物・オプションの大きな相違点には、先述のとおり信用リスクの有無が挙げられる。OTCデリバティブは当事者間の契約による相対取引であるため、契約が履行されないリスクを伴うが、上場先物・オプションには値洗いや証拠金の預託等の決済履行確保のための様々な手段が講じられているため、基本的には信用リスクを考慮しなくても済む。また、取引所を通じて決済するため当事者のデフォルトの影響を直接被る心配がない。こうした信用リスクの遮断とデフォルト時の備えが、対象を標準化することにより流動性があることと並んで、上場先物・オプションの大きな特徴と言える。

我が国の証券取引所は、海外の先物取引所のように、必ずしも取引所自身が各参加者の取引の相手方となるスキームとなっていないので、信用リスクを遮断仕切れているわけではないが、その影響を1対1のものとするのではなく、参加者全体の負担で軽減させようとしている点でOTCデリバティブよりも優れているといえる。また、デフォルト時に、その不履行額による被害が少なく済むように、あるいは、デフォルト時においても参加者の負担が極力少なく済むような対応が用意されている。

具体的には、まず値洗い制度が存在し、参加者のポジションは常に実勢価格に洗い替えられ損失が累積することを防いでいることが挙げられる。今般の決済時限の短縮によりその効果は更に高まることとなった。次に実際にデフォルトが発生した時のために証拠金制度が存在する。参加者は必ずポジションに応じた証拠金を積む必要があり、この証拠金の預託により参加者がデフォルトした場合の担保が確保されている。更には、デフォルトした参加者の預託する証拠金をもってしてもカバー仕切れない損失がある場合に備えて、取引所が決済履行確保のための基金を事前に徴収している。証拠金で損失を埋め切れない場合にはその資金が投入されることで決済が履行される。

また、OTCデリバティブの場合、信用力の有るものし

か取引することすらできないため、自然と参加者が限定的になるのに対して、取引所においては直接取引に参加できる者を会員証券会社に限定し、取引の決済に関しては会員に責任を負わせることによっても信用リスクの低減効果が発揮されているとも言える。

上場先物・オプションにおいては、こうした仕組みが設けられていることをもって信用リスクが担保され、参加者は信用リスクを考慮することなく取引に参加できるのである。

5 上場先物・オプションへの影響

OTCデリバティブの解禁により、我が国でもようやく、デリバティブ市場としての両輪が揃うことになる。海外市場を見渡しても、OTCデリバティブとの共存が図られる一方で、競争も激しく行われている。

まず、共存という視点から見ると、OTCデリバティブと上場先物・オプションでは、『2 OTCデリバティブの特徴』で述べたとおり大きな相違点があるため、基本的にそれぞれに異なるニーズがある。したがって、OTCデリバティブ解禁以後も単純に同じパイを食い合うわけではないので、上場先物・オプションの取引高が明らかに減少するとは考えにくい。

また、OTCデリバティブの相手方となった証券会社は、そのポジションリスクをヘッジする必要がある。流動性の問題から上場先物・オプションが利用されるケースが多くなると予想され、それに伴って上場先物・オプションの取引高を増やす要因となることが予想される。ヘッジ先がまたしてもOTCデリバティブとなったケースにおいても更にその相手方がヘッジする必要性が生じるため、何らかの形で上場ものの取引高として反映されることになろう。

OTCデリバティブの解禁により上場先物・オプションの流動性が低下することになっては、既存の利用者の利便性が低下することになるが、こうした予想からすると

解禁後も上場先物・オプションの取引高に大きく悪影響を与えるとは思われず、OTCデリバティブと上場先物・オプション双方が相互に影響し合い、共存共栄できる環境が整うことになるといえる。

次にOTCデリバティブとの競争という観点から見ると、海外取引所においては、上場先物・オプションの信用力を更に高めることで取引参加者を確保、拡大しようという動きが進んでいる。決済履行確保のための手段を更に備え、どんな不測の事態においても取引所自身が破綻しないような対応を更に講じている。格付け機関によりAAA格付けを得ることでその信用力をユーザーにPRし、そのことで更に銀行等による自らの与信を高める結果となっている。各取引所間の競争としても、この信用力向上競争はますます加速している。

また、OTCデリバティブの柔軟な商品設計に対抗するために、海外の取引所においてはフレックスオプションといった条件の選択肢を多くした商品が導入されている。

一方で、OTCデリバティブの世界においても、その信用リスクの部分を何とか担保したい、あるいは事務作業を簡素化したいとの考え方から、決済部分のみをクリアリングハウスにのせようとする動きが進んでいる。

こうした点を踏まえると、今後我が国においてもOTCデリバティブとの競争に耐えるべく取引所の更なる信用力強化や商品開発が進むことになるだろうし、OTCデリバティブと取引所取引とのリンク、融合が進んでいくことになろう。こうして競争し相互に影響し合うことは、利用者にとっては、選択肢が増えるだけでなく、既存の商品の利用についても提供されるサービスが向上されるため更に使い勝手のよいものとなっていこう。

この度のOTCデリバティブ解禁により、我が国のデリバティブ市場が熟成期に入り、利用者にとって更に利便性の高い市場となることで国際競争力が高まることを期待したい。