

デリバティブ市場の新たな段階 ——証券と商品の融合——

滋賀大学経済学部
ファイナンス学科
教授 二上季代司

1、はじめに

デリバティブ市場に関する規制について、昨年来、重要な動きがみられる。

第1に、昨年春の金融商品取引法や投信法の改正により、海外商品先物に加え国内商品先物市場も投信の運用対象に加えられた事である。この結果、今年になって東京工業品取引所に上場されている金先物に直接運用する公募投信が設定されたほか、金や白金、原油等、コモディティを運用対象とするETF（Exchange-Traded Fund）が大証や東証でも上場され始めている。

第2は商品取引法改正である。昨年10月、商品取引における相場操縦行為等への幅広い規制が導入されたが、今年7月には第2段階として商品取引所と証券取引所等との相互乗り入れが可能になる。証券取引所が商品取引所を子会社にする事や持株会社の傘下に商品取引所と証券取引所を並べる事、また証券取引所が兼業として商品取引所を運営する事もできるようになる。

そして来年1月には、法律の名称も「商品先物取引所法」に改称され、店頭コモディティ・デリバティブは同法の規制対象とされて不招請勧誘の禁止が導入、これを扱う業者も原則として「商品先物取引業者」としての認可を受ける必要が出てくる。

第3は、個人客を相手方に、差金決済取引である「CFD（Contract for Difference）取引」が見られるようになったことから、有価証券関連の店頭デリバティブについても不招請勧誘の禁止や証拠金の倍率規制などが導入されることになった。これは国内の一般投資家保護の観点からの措置であるが、別の観点（システミックリスク防止）からも、世界的な金融規制の一環として店頭デリバティブ全般についての規制強化がG20の間で合意されている（標準的な取引は中央清算機関で決済させる事、それ以外の取引について追加的な自己資本を付加させる事など）。

わが国は、アメリカと同様、法規制ならびに行政面（金融庁と農水・経産省）で「証券と商品が分離」されてきた。その基本的あり方は当面変わらないだろうが、市場運営の面では、限りなく証券と商品の融合が可能になりつつある。また、わが国では、金融機関や証券会社などが金利や為替、株価指数、株式、クレジットと並んでコモディティを対象とした店頭デリバティブ取引を業として行っているが、G20合意が実行に移されると、店頭デリバティブ取引の標準化さらには取引所取引へのシフトが強まるものと思われる。

以下では、上記の点をもう少し敷衍しつつ、「証券と商品の融合」を迎えたデリバティブ市場の現代的意味について考えてみたい。

2、商品取引所法改正の背景とコモディティ・デリバティブ

2009年商品取引所法改正の背景は、①国内商品取引所の出来高が世界的な傾向とは逆行して低迷していること、②商品先物市場の透明性向上が国際的に合意されたこと（08年7月洞爺湖サミット）、③取引所取引と反比例して店頭取引での苦情が急増したこと、などの事情があげられる。

商品取引の出来高は2000年代に入って世界的に拡大している。08年秋の金融危機は商品取引に一時的な停滞をもたらしたが、その後すぐに回復し、金・白金・パラジウムなどの貴金属、非金属、原油・天然ガスなどのエネルギー、農産物等の出来高が再び、拡大している。

その背景には、中国、インド、ブラジル、ロシアをはじめとする新興国経済の発展という潮流がある。この潮流に支えられて、原油等のエネルギーや貴金属、非金属、農産物などの需給が逼迫し、上昇しやすい地合いが生まれている。このため、国内的にも事業会社サイドに原材料の価格変動リスクに対するヘッジニーズが生まれている。

ところが国内商品取引所をみると、主要4取引所を合計してもこの間、逆に出来高は減少している。国内事業会社のヘッジニーズは海外市場を利用せざるを得ない状況におかれている。国内商品取引所の活性化策が叫ばれるのは当然である。

こうして商品取引所法が改正され、証券取引所と商品取引所の実質的統合や兼業拡大への道が開かれるとともに相場操縦等の範囲の拡大、店頭デリバティブへの不招請勧誘の禁止の導入等が盛りこまれたのである。

以上のように、事業会社側で原油等の原材料価格変動リスクへのヘッジニーズが潜在的に蓄積されていることを下地にして、金融機関が取引先企業に対して証券会社を相手方とするコモディティ関連の店頭オプションや店頭スワップ契約の締結を媒介あるいは紹介する事例が2000年代に入ってみられるようになった。

そして証券会社は、現状では主として海外市場を通じて、この取引をヘッジしている。もし、国内市場の使い勝手が良ければ、国内商品取引所にもヘッジニーズが持ちこまれ、逆行的に出来高が減少するようなことはなかったであろう。

3、証券と商品の融合—商品ETF—

他方、機関投資家等のバイサイドにおいても、コモディティに対する関心が世界的に高まってきた。機関投資家にとって、コモディティは株式・債券等の伝統的アセットクラスとは区別された「オルタナティブ投資」に分類されるが、他のオルタナティブ投資と比較しての相対的優位性が高まってきたのである。

コモディティは、①株式と同程度のボラティリティがあり投資妙味があること、②株式・債券などの伝統的アセットとの相関が低く、リスク分散効果が高いこと、というオルタナティブ投資に適した属性を備えている一方、③証拠金の差入れや乗換え、現物保管などのオペレーション上の煩雑さや取引コストの高さ等のデメリットがあった。

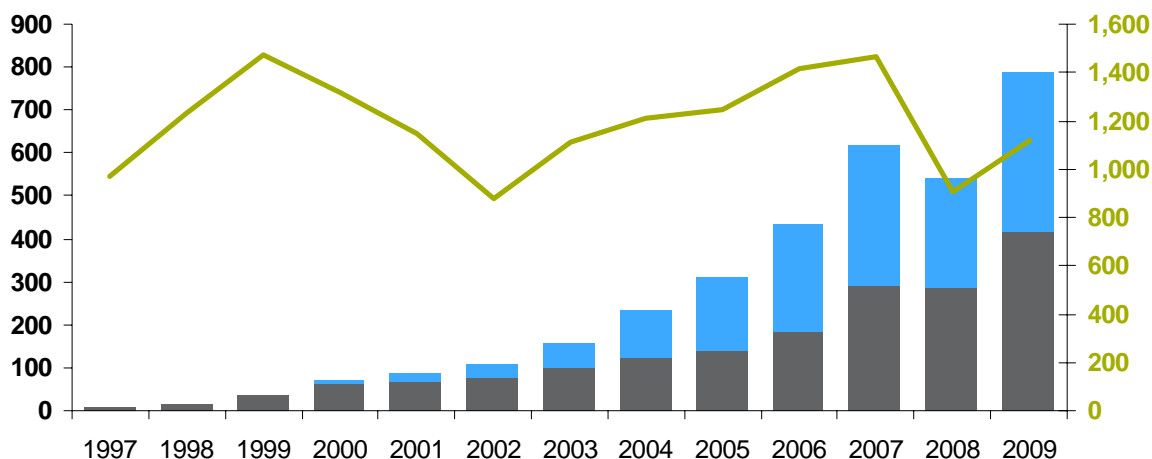
このため従来、オルタナティブ投資としては、主にヘッジファンドや不動産ファンドなどが用いられてきたのである。ところがヘッジファンドは解約停止期限（Lock-up period）があり、08年の金融危機に際して流動性の面で難があることが強く意識されるようになった。また不動産ファンドも金融機関の新規融資停止で借り換えが困難となり償還停止が多発した経緯がある。

これに対し、2003年に金の現物担保型ETFがロンドン証券取引所に上場されて以来、原油や貴金属を対象とした現物担保型、期先商品先物連動型のETFが次々と上場され、コモディティをそのまま組入れることに伴うデメリットがかなり解消できることがわかった。この結果、年金基金をはじめとする機関投資家の間で、オルタナティブ投資の手段として商品ETFに注目する向きが増えてきたのである。

世界のETF残高は昨年末時点で約1兆ドル、そのうち最大のアメリカは900本以上、7,890億ドルと8割近くを占めている。この数字は、アメリカの公募投信全体の約6.5%を占める。別図はETF組成最大手のBarclays Global Investorsがもつブランド名「iShares」のホームページ上から借用したものであるが、これによれば株価の動きに影響されながらも、傾向的には拡大基調を保っていることが示されている。

アメリカのETF残高

10億ドル



(注) 折れ線は S&P500 指数[目盛りは右側]、棒グラフは ETF の残高推移 [下半分は iShares、上半分は他社、目盛りは左側]

(出所) http://us.ishares.com/library/docs/etf_overview.htm

もっとも、商品ETFがこの残高拡大に対してどの程度の寄与度があったか、筆者は確認できていない。しかし、ETFの商品属性のメリット（リアルタイムの株価で売買できる透明性・流動性、低コスト）はコモディティ運用においても十分、発揮できることは言える

だろう。また、機関投資家に言えることは個人投資家にとっても妥当する。

以上のように、コモディティが **ETF** の形で証券取引所に上場されることにより、商品取引所と証券取引所がビジネスの面でも融合し始める、新たな段階に入っている。そしてこのことは、証券会社にとっても、事業会社向けに店頭コモディティ・デリバティブ取引等で価格変動リスク手段を提供する傍ら、これを上場デリバティブでヘッジしつつ商品 **ETF** に組替えて機関投資家や個人投資家向けの運用商品に仕立て上げる、いわば商品市場と証券市場にまたがるビジネスチャンスが生まれてくるわけである。

4、日本の **ETF** の問題点

ところが残念なことに、日本の **ETF** は全体として残高・出来高ともに低迷しているのが実状である。投信協会の統計資料によれば、日本の **ETF** は 77 本、残高 2 兆 6 千億円で公募投信の 3.8% となっている（本年 3 月末現在）。本数は 2007 年末の 16 本から急増しているが、出来高・残高ともにむしろ減少している。大証の日経 225 連動型、東証の TOPIX 連動型、ブラジル株式指数、銀行業株価指数など数銘柄を除くと出来高は多くない。

日本のこうした **ETF** 市場低迷の原因としては、一般投資家の認知度が低いことのほか、販売サイドが熱心ではないことがあげられる。投資家サイドにとって **ETF** のメリットの一つは「低コスト」にあるが、そのことは裏返せば、販売サイドにとって手数料が低いことを意味し、販売のインセンティブを損ねているというわけである。

もともと、アメリカでは拡大傾向が維持されているのだから、「低コスト」であることは絶対的な制約にならないはずである。アメリカとわが国で **ETF** に関する手数料コストのあり方は同じではないが、この問題について管理会社(運用会社)が受け取る信託報酬、販売会社の受け取る販売・売買手数料に分けて考えてみよう。

ETF は公募投信と異なって設定時の募集手数料は徴収しない。また、販売後の信託報酬を管理会社(運用会社)と受託会社は徴収するが、販売会社は徴収できない。すなわち販売証券会社にとって、**ETF** は株式と同じテーブル表の売買手数料しか徴収できないのである。他方、管理会社サイドから見ると信託報酬は公募投信の 4 割程度に過ぎないが、設定後の営業努力、運用努力は公募投信ほど必要としない。低い信託報酬ではあるが、組成・管理コストもまた低いのであって、ペイしない商品では決してない。むしろスケールメリットが公募投信以上に働くとさえいえる商品なのである。

このように見ると **ETF** 拡大の障害となっている「低い手数料」とは、もっぱら販売証券会社サイドにとっての問題だと言うことになる。この問題をクリアするために、たとえば、**ETF** に信託報酬の販売会社取り分を設けてはどうか、といった提案も出ている¹。

5、おわりに

新興国経済の発展に伴う商品市場の拡大、これに対する事業会社側の原材料価格ヘッジ

¹ 一柳泰雅「振るわぬ **ETF** 市場、銘柄拡大策の限界」『投資信託事情』2010 年 1 月 25 日

ニーズの高まり、他方での機関投資家サイドのオルタナティブ投資におけるコモディティの相対的優位性は、コモディティ・デリバティブの中長期的拡大を期待させるものである。そして、商品 **ETF** は、その透明性、流動性、低コストという属性から、コモディティ・デリバティブ拡大を現実化させる触媒となるものである。

商品 **ETF** は今年に入って上場されたものが多く、その将来性の評価はこれからであるが、工夫次第では大きなマーケットに成長する可能性を秘めているのではなかろうか。

以上のように見ると、金融危機後のデリバティブ市場は、取引所にとっても、また業者にとっても、商品と証券にまたがる新たなビジネスチャンスが生まれる新しい時代に入ったと言えるのではないだろうか。