

先物世界の構造変化

元近畿大学大学院教授

高橋 弘

1 はじめに

先物取引の世界は激動の時代を迎えている。商品の主流は株価指数、個別株式次いで金利がランキングされているが、ITの進歩と取引所組織の株式会社化によって国際間そして国内相互間で合従連衡、クロスボーダーの激しいM&Aが展開しつつある。

証券・商品取引所の支配権をめぐる争いはかつて想像もできなかったことである。いまでは世界の取引所が等しく上場自社株式の時価総額上昇を競い、高配当を目指す時代に突入した。これまで多くの取引所が相互理解の協定(MOU)を締結してきたが、07年に入り資本提携するものが増えつつある。一方、規制機関相互でも従来の情報交換のMOUからグローバル化時代に適応するMOUを締結している。

この小論では先物取引所M&Aの経緯を辿り、急展開しつつある現状を規制機関の動向とあわせ紹介しようとするものである。

2 主要取引所M&Aの経緯

国際間先物取引所のリンケージそして相互決済は古く1984年にシカゴ・マーカンタイル取引所(CME)とシンガポール国際金融先物取引所(SIMEX)の間で締結され今日に至っている。SIMEXの市場開設をCMEが全面支援したことが背景にあった。1998年ドイツ取引所(DT)がスイス・オプション金融先物取引所が合併してEurexが誕生した。そして2000年アムステルダム、ブリュッセルとパリ取引所が合併してEuronextが創設された。

2001年アトランタに本拠を持つ店頭電子取引

所ICEがロンドンの国際石油取引所(IPE)、02年にはEuronextがロンドン国際金融先物取引所(LIFFE)を買収した。03年ロンドン株式取引所(LSE)は北欧のOMXグループと株式デリバティブ売買のジョイントベンチャー「EDXロンドン」を設立した。06年シカゴ商品取引所(CBOT)はシンガポール取引所(SGX)と合併で商品先物を中心とする「ジョイント・アジア・デリバティブ取引所」(JADE)を設立した。この年アメリカNASDAQはLSE支配を目的として同取引所株式30%を取得した。

エネルギー先物をめぐる主導権争いがニューヨーク・マーカンタイル取引所(NYMEX)とICEとの間で激しくなり、NYMEXはドバイに合併取引所DMXを発足させて、その清算業務をニューヨークで行うことにした。

3 07年の大統合(別掲図「世界の主要取引所」参照) NYSE Euronext

1月NYSEグループとEuronextは5か国に所在する6デリバティブ取引所(アムステルダム・ブリュッセル・リスボン・パリ・ユーロネクストLIFFE・MTS)を運営する単独の持株会社を発足させた¹⁾。この持株会社はデラウェア州法により設立、その株式はドル建てでNYSEまたユーロ建てでパリ取引所に上場された。異なる自主規制規則とテクノロジー(NYSEはSIAC、EuronextはAEMS)の下で初のクロス・アトランティック取引所が実現した。

ビジネスプランでは情報テクノロジーのコスト削減が盛り込まれ、グループが用いる売買プラットフォームは3年以内に6から2へ、データセンターは10から4に縮小させる。

CMEグループ

7月アメリカ最大のCMEが159年の歴史を持

ち、かつて先物王国の覇者であった CBOT を吸収した。CME と CBOT は 06 年合併に合意していたが、07 年 3 月突然 ICE が合意価額を上回る買収提案を行い両者が争った。

CME は ICE との間で買収価額を巡り激しい TOB 合戦を展開したが、最終的に CME が勝利を収めた。CBOT が創設したシカゴ・オプション取引所 (CBOE) が ICE 側に加担するなどの曲折はあったが、結局 CME が買収価額を三度引き上げ Eurex の規模を凌ぐ世界最大の先物取引所 CME グループが誕生した。電子売買システムをすべて CME の GLOBEX に、市場を CBOT に集約し、2,200 人を抱える職員の 450 人をレイオフしてコスト削減を進める。詳細については別途紹介したことがあり、本稿では簡単な記述にとどめる²。

NASDAQ・Dubai・OMX

アメリカの店頭株式市場 NASDAQ はロンドン株式取引所を支配下に置くべく、その株式取得を着々と進め 30% を掌握したものの買収目的を達成できず、別途スウェーデンの OMX と合併で新たな取引所を創設するため合意していた。しかし一方でアラブ首長国の国営ドバイ取引所が NASDAQ に対抗して OMX の株式を買い進めていた。

9 月 20 日突然 NASDAQ とドバイ取引所は OMX との三社でグローバル・プラットフォームを創設すると発表した。この発表では NASDAQ が OMX との合体確保、ドバイは 5% 議決権制約条件付きで NASDAQ の 19.99% 保有株主となり、DIFX (ドバイ金融先物取引所) が NASDAQ の上場商品の再ブランドを認め、NASDAQ は DIFX の戦略的株主となり、ドバイは NASDAQ から LSE の株式 28.0% を買いつけると述べた³。

その後カタール投資庁 (QIA) が LSE の株式 20% 取得を発表、LSE 側は長期保有の株主として

歓迎すると声明した。LSE はカタールの金融センター・ドーハの開発に協力している。QIA とドバイの LSE 持株は 48% に達するが、ドバイは NASDAQ とともに OMX の運営に傾注し、LSE の株式を手放す意向である。9 月 26 日 OMX の役員会は NASDAQ とドバイが買付価格一株 265 SEK (\$40.6) に引き上げたことを認め、ドバイ側は 47.6% を確保したと発表した。OMX は南米コロンビア、ドバイとカタールにも売買テクノロジーを提供しており、08 年に完成する高性能プラットフォーム QUEST を SGX、香港、アムステルダムに売却する契約を締結している。

これら三大合併以外に Eurex によるアメリカ ISE、LSE によるイタリア取引所、NASDAQ によるボストン株式取引所、ICE によるカナダ・ウイニペグ取引所の買収などがあり、NYMEX はモントリオール取引所株式 10% を取得、両社はエネルギー先物のジョイントベンチャーを設立した。

4 取引所間 MOU と資本提携

国際間の取引所で締結される MOU には 情報交換や新商品の共同開発を目的とするもの、上場商品のノーハウ使用を他方にみとめるもの、あるいは 相互売買そして相互決済のリンケージ協定を結ぶものなど様々な形態がある。しかし双方共に自己の市場振興を目指すことにあり、中には実益が伴わず、時として名目のみの協定に終わっているケースが多くある。また折角の協定が新商品上場をめぐって知的財産権争いになったことがある。

CBOT と SGX は合併の JADDEX を持ち、インドの Multi 取引所からパーム油決済価格の使用承認を得ているが、この商品の中心市場であるマレーシア取引所は SGX と MOU を締結しているものの、決済価格の使用を拒否している。一方、

Euronext LIFFE は 06 年 8 月 Multi と MOU を締結しており、ロブスターコーヒーと白糖の先物価格をベースにしたミニ先物上場をインド側に認めている。

取引所相互間の MOU は国際間で多く締結されているものの、どのような成果を挙げているのか、これまで深く検証されたことがない。そんな中で MOU を一歩前進せしめ、取引所相互間で株式の持ち合いを含む資本提携がクローズアップしてきた。アジア戦略を推進する NYSE は 07 年 2 月インド・ナショナル株式取引所(NSE)株式の 5% を取得、6 月東証も SGX の 4.99%、SGX とドイツ取引所がボンベイ株式取引所の株式各 5% を取得した。SGX は今後も各国取引所の株式持ち合いを進め、持株比率を引き上げる意向である。

このような株式取得がいかなる目的を持っているのか、将来の合併を意図するのか、自国商品の市場拡大を念頭にしているのか、あるいはシステム統合による売買コストの引き下げを推進させるためなのか、それぞれの思惑が背景にある。いずれにしてもクロスボーダー間のリンケージに向けて激しい競争が今後も展開する。

5 規制機関の MOU 展開

先物取引のグローバル化が進むとともに規制機関相互の MOU が締結されてきた。各国の法制が異なるために先物規制は多くの困難を伴い、障害の除去には相当の年月を要するといわれている。欧米間における規制についてはこれまで詳細に論じたことがある⁴。以下その後の経緯と進展状況を要約しておきたい。

国際証券監督者機構 (IOSCO) は 2010 年までに実行する多国籍間情報交換と規制支援 MOU 基本戦略設定計画を策定している。

アメリカ商品先物取引委員会 (CFTC) と欧州証券規制者委員会 (CESR) は 04 年 10 月クロス

ボーダー問題の行動計画 - トランス・アトランティック取引推進の協力・展開の協議を開始する声明を発表、その後ラウンドテーブルを重ね、06 年 5 月アメリカと EU 加盟国における規制形態のオンラインガイドを公表した。

一方、英米の銀行協会、アメリカ先物業協会、先物オプション協会などの 6 団体は「金融規制に関する EU - US 連携」と題し、規制緩和の具体的事例を列挙した報告書を発表 (05 年 9 月)、また EU は金融サービス行動計画 (FSAP) を策定し多くの委員会指令を発表した。

金融手段市場指令 (MiFID) の目的は金融手段の大口・小口取引について EU の統一市場形成を促進することにある。指令は透明性の向上と顧客分類規制を含む幾つかの方法で顧客保護を目的としている。指令は 95 年以降延期、07 年 11 月に期限が到来する新たな投資サービス指令には上場・店頭デリバティブ商品が含まれる。MiFID は加盟国域内 25 カ国に影響をもたらす活動を展開する。

06 年 11 月欧州証券取引所連合 (FESE) と欧州清算機構 (ECSCHE) そして欧州証券預託協会 (ECSDA) はクロスボーダー取引の透明性向上とコスト削減を目的とする行為規則を制定し 06 年末までに価格の透明性、07 年 6 月末までに内部運営条件のアクセスを確立、08 年初にはサービスの不均等と会計基準を統一することなどを定めた。

CFTC - FSA

06 年 11 月 CFTC はイギリス金融サービス機構 (FSA) と互恵 MOU を締結し、アメリカ「契約市場」(contract markets) をイギリスの海外投資取引所 (investment exchange) として認め、アメリカで活動するイギリスの取引所を契約市場として指定なしに認めると双方の委員長が署名し、以前からあった MOU を補完した。規制機関

の国際間 MOU では市場監視目的のための協議と協力、価格操作や弊害ある売買活動を抑止するための情報交換や緊急措置などが定められている。

07年10月CFTCはEUの商品デリバティブ規制を検討するため「グローバル市場諮問委員会」(Global Markets Advisory Committee, GMAC)を開催、クロス・アトランティック規制の改定に着手した。11月MiFID効力発生とともに欧州の規制フレームが大きく変化するため、これに対応すべくEUの規制責任者を招き取引所売買・清算行為規則について再検討する。

Euronextの監督フレーム

これまで欧州市場取引所と清算業務を監督する幾つかの協定があったが、単なる情報交換協定に留まらず次第に具体的な協力体制が構築されるようになってきた。07年1月アメリカ証券取引委員会(SEC)はEuronextを監督する5か国(オランダ、フランス、ベルギー、ポルトガル、イギリス)と協定を締結した。

この協定において双方はNYSE・Euronext両市場の共有と提携を確認し、各国の国内法や監督規制を尊重すること。また規制機関相互の協力を推進すること、そして双方が定期的に会合して予期される問題に対処することなどで合意した。

おわりに

以上先物市場の激しい構造変化についての現状を見てきた。日本の金融庁も05年以降アメリカSECと毎年会合を重ねている。しかしアメリカでは先物市場の直接監督責任を持つのはCFTCであり、両国間のMOUについて日本の法務省や外務省がどのように関与するのかといった対処すべき課題があるといわれる。商品先物の分野でも縦割り行政で経済産業省と農林水産省が関与している。世界でこのような規制形態を持つ国は見当たらない。

先物世界をグローバルに見るとインドや中国が急成長し日本の占める割合は相対的に低くなっている。激動する先物世界にわが国が追随し得るか注目される。

¹ 吉川真裕「NYSEとユーロネクストの合併合意」(証研レポート No.1636 2006年6月) 同「トランス・アトランティック・エクスチェンジ」(証研レポート No.1642 2007年6月)

² 高橋 弘「CME・CBOT 合併宣言 CBOT159年の歴史に幕」(投資日報社「先物市場」2007年9月号)

³ NASDAQ・Borse Dubai, Press Release (20 September 2007)

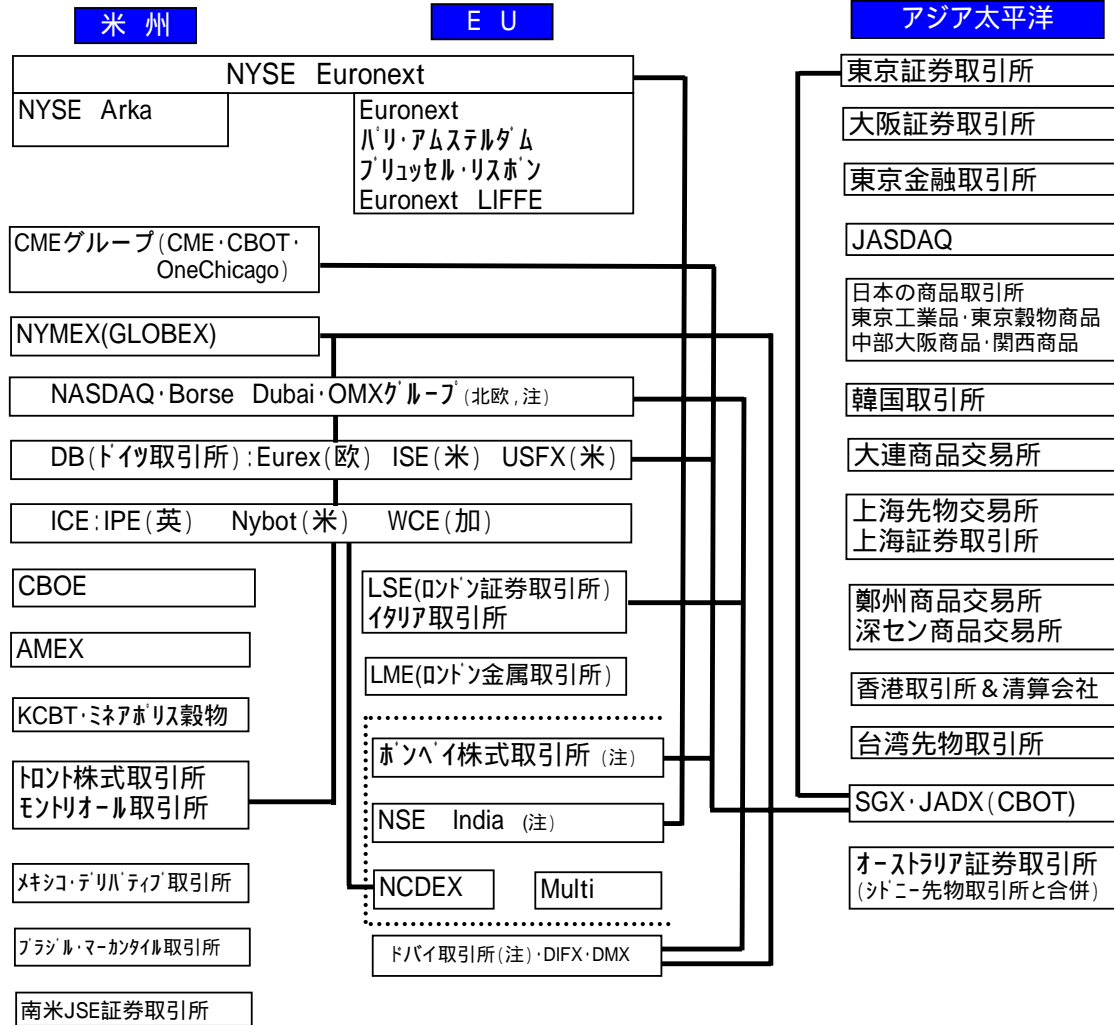
⁴ 高橋 弘「国際間先物規制の新展開 - 欧米間取引促進のための障害除去と課題」(全商連「商品取引所論体系13」07年3月)

参考資料

1. 岩田健治「EUの新しい金融サービス政策とEUから見た取引所再編」(証券レビュー 第46巻第11号 2006年11月講演)
2. 佐賀卓雄「証券取引所のグローバルな再編について」(証券レビュー 第46巻12号 2006年12月)
3. Andoria Corcoran「Regulating Global Markets: The Evolving Federalist Model」(FIA Futures Industry May/June 2007)

世界の主要取引所

(太線は資本提携・2007年10月)



他の地域に Turkish Derivatives Exchange, Warsaw Stock Exchange, Oslo Stock Exchange, EスクワMICEX, そしてアジアには Malaysia Derivatives Exchange, タイ先物取引所などがある。

(注)07年1月NYSEグループとGoldmanがインドNSEの株式20%を取得。6月東証がSGXの株式5%を取得。SGXとDBがホンハイ株式取引所の株式各5%を取得。9月国営ドバイ取引所はNASDAQの株式19.9%を取得するとともにNASDAQが保有するLSEの株式28%を譲り受けてLSEの筆頭株主になった。NASDAQ・OMX・ドバイの三社はグローバル・プラットフォームを構築すると発表。NASDAQは保有するLSEの全株式を売却。