

## 解 説

### アメリカでの個別株先物取引

吉川真裕

2002年11月8日、ナスダックとロンドン国際金融先物・オプション取引所(LIFFE)が設立した先物取引所ナスダックLIFFEマーケット(NQLX)と、シカゴ・マーカント取引所(CME)とシカゴ・ボード・オプション取引所(CBOE)がメジャー・ホルダー、シカゴ商品取引所(CBOT)がマイナー・ホルダーとなった先物取引所OneChicagoにおいて、個別株先物取引が開始された。シングル・ストック・フューチャーズ(SSF)と呼ばれるこの商品は、1999年以来アメリカの議会を中心として議論を巻き起こし、2000年12月21日に成立した商品先物取引近代化法に基づいて、適格市場参加者には2001年8月21日から、一般顧客には2001年12月21日から取引所での取引が認められていたが、証券取引委員会(SEC)と商品先物取引委員会(CFTC)による規制細目の決定が遅れ、2001年9月11日の同時多発テロの影響もあって、当初の予定よりも1年以上遅れての取引開始となった。アメリカでは最後の大型商品として関係者の期待を集めたSSFであるが、今のところ取引は低調であり、一足早く2001年1月29日にイギリスでLIFFEが導入した個別株先物(ユニバーサル・ストック・フューチャーズ)と同様に苦戦を強いられている<sup>1</sup>。

以下では、SSF導入決定に至る経緯と決定から導入までの経過を振り返った後、両取引所での取引要綱と取引対象を紹介し、現在の取引状況を踏まえてSSFの将来性について展望する。

#### 1. SSF導入決定に至る経緯<sup>2</sup>

1974年の商品先物取引法の改正に伴って商品先物取引を監督する商品先物取引委員会(CFTC)が誕生し、証券取引を監督する証券取引委員会(SEC)との間で監督権限をめぐる論争が巻き起こった。1975年にCFTCがシカゴ商品取引所(CBOT)にGNMA債(政府抵当金庫債)の先物取引を認可したことにSECが反発し、逆に1981年にSECがシカゴ・ボード・オプション取引所(CBOE)にGNMA債のオプション取引を認可した際にはCFTCが訴訟を起こし、この取引はCFTCの管轄にあるという判決を受けてCBOEでの取引が一時停止される事態にもなった。

そこで、こうした管轄権争いを收拾するためにSECとCFTCは1982年に管轄権の棲み分けに関する合意に達した。この合意は両機関の委員長の名前を取ってシャド・ジョンソン合意と呼ばれており、①株価指数を含む証券を対象とするオプション取引はSECの管轄とすること、②株式と地方政府債券を対象とする先物取引は当面禁止し、解禁に向けた調査を共同でおこなうこと、③財務省証券等の登録免除証券と株価指数を対象とする先物取引と先物オプション取引はCFTCの管轄とすること、の3

点を柱とする。ただし、③の株価指数を対象とする先物取引と先物オプション取引に関しては、②で禁止した個別株先物の代替商品とならないように、現金決済とすること、価格操作が容易でないこと、市場全体または広範囲を対象とする指数(ブロード・ベース指数)であることという条件がつけられ、SECがCFTCの上場認可に拒否権をもつことになっていた。

シャド・ジョンソン合意で当面禁止するとされた個別株先物については合意後、数年間は調査がおこなわれたようであるが、その後は調査もおこなわれていなかった。しかし、1998年にCBOTがCFTCに申請したダウ・ジョーンズ社の業種別株価指数の先物取引をSECが拒否したことをきっかけに、両機関による管轄権争いが再び巻き起こり、個別株先物の禁止を含めたシャド・ジョンソン合意の見直しが議論されるようになった。というのも、SECは1997年に同一指数のオプション取引を認可していたからであり、CBOTがSECを提訴し、1999年にはCBOTが勝訴してCFTCはCBOTの申請を認可することになったからである。

他方、当時は大統領によって設立された財務長官、連邦準備制度理事会(FRB)議長、SEC委員長、CFTC委員長による金融市場に関するワーキング・グループが店頭デリバティブ等のハイブリッド商品に関する業務の規制問題を検討していた最中であり、議会ではSECとCFTCを統合して新たな規制機関を設立するという動きも見られた。こうした中で議会は1999年12月にシャド・ジョンソン合意の見直しをSECとCFTCに指示し、同時に会計検査院(GAO)にシャド・ジョンソン合意に関する報告書を作成させた。2000年4月に公表されたGAOの報告書では、SECの監督下にある取引所ではナロー・ベース指数を対象としたオプション取引がおこなわれ、海外では個別株の先物取引もおこなわれており、店頭市場では株式やナロー・ベース指数を対象としたエクイティ・スワップ取引がおこなわれている状況を踏まえれば、シャド・ジョンソン合意は投資家の選択肢を限定し、規制上の不透明性をもたらしめているという問題点が指摘された。ただし、シャド・ジョンソン合意を廃止した場合、商品先物取引法にはインサイダー取引に関する規制がないこと、信用取引・オプション取引・先物取引の証拠金水準に違いがあること、証券市場と先物市場では顧客の適格性に違いがあることから、新たな問題が生じる危険性もGAOの報告書では指摘されていた。

この報告書を受けて、議会はシャド・ジョンソン合意の見直しへ向けた議論を本格的に開始し、金融市場に関するワーキング・グループが協議していた店頭デリバティブ取引に対する規制も含めた商品先物取引近代化法を2000年12月21日に成立させた。この法律では、シャド・ジョンソン合意の①はそのままで、シャド・ジョンソン合意の②を廃止し、株式やナロー・ベース指数を対象とした先物取引と先物オプション取引はSECとCFTCの共同管轄のもとで取引所での取引を解禁すること、シャド・ジョンソン合意の③を見直し、ブロード・ベース指数を対象とする先物取引と先物オプション取引はCFTCの専管とすることが定められていた。そして、新たに解禁される取引のうち、株式とナロー・ベース指数を対象とする先物取引は銀行・信託会社・資産額500万ドル以上の個人といった適格市場参加者に対しては2001年8月21

日から、その他の投資家は2001年12月21日から、株式とナロー・ベース指数を対象とする先物オプション取引は2003年8月21日からという期日が明記されていた。

## 2. SSF導入決定から導入までの経過

2000年12月21日に商品先物取引近代化法が成立し、個別株先物の解禁が決定されてから、CBOT、CBOE、シカゴ・マーカント取引所(CME)、ニューヨーク・マーカント取引所(NYMEX)、ナスダック、アメリカン証券取引所(AMEX)、アイランドECNが導入の意向を表明した。2000年の契約数ではCBOEが株式オプション取引の活況に支えられてはじめてCMEとCBOTを上回っていたからであり、とりわけ先物業界では1983年の株価指数先物オプション以来の大型商品として注目が集まっていた。

こうした中で2001年3月26日にナスダックがロンドン国際金融先物・オプション取引所(LIFFE)と共同子会社として先物取引所を設立する計画が発表された。LIFFEはすでに1月29日からイギリスで個別株先物取引を開始しており、ナスダックはLIFFEが使用している電子取引システム(LIFFEコネク)とノウハウに基づいていち早く個別株先物市場を開設し、流動性を確保することを狙いとしていた。

これに対して、2001年5月14日にCBOEとCMEも共同子会社として取引所を設立し、個別株先物取引を開始すること、取引システムはCBOEのCBOEダイレクトかCMEのGlobex 2のいずれかを採用すること、出資比率は45%ずつであり、CBOTが残る10%を出資することが発表された。この提携はナスダック/LIFFE連合に個別株先物の取引開始において遅れをとらないためと、シカゴの3大取引所が別々に個別株先物を導入した場合には流動性の分裂が生じ、共倒れになりかねないことから、個別株先物も他の先物取引やオプション取引と同様にシカゴが中心市場になるべきであるという共通認識から生じており、後に新取引所の名称もシカゴの取引所が1つになって協力するという意味でOneChicagoと名付けられた。

他方、ナスダックとLIFFEの新設取引所はナスダックLIFFEマーケット(NQLX)と名付けられ、2001年8月22日にCFTCから自主規制機関(SRO)としての認可を受けているが、この直前に初代最高経営責任者のWarren Langley氏が給与待遇の問題で辞任するという失態を演じた。これに対して、シカゴ連合はその直後に前CFTC委員長で個別株先物の解禁にも尽力したWilliam J. Rainer氏を会長兼最高経営責任者に迎え、シカゴと先物業界の総力を結集する形をアピールしていた。

2001年9月11日の同時多発テロの発生でアメリカでは多くの予定が狂うことになったが、個別株先物に関してはテロ発生以前にもSECとCFTCによる規制の細目は決定されておらず、導入の遅れは規制当局の準備が間に合わなかったことにある。個別株先物の証拠金に関する規則案が提示されたのは2001年10月5日であり、関係者のコメントを集めて検討がおこなわれ、最終決定がおこなわれたのは2002年7月24日であった。

この間、2002年1月8日にOneChicagoはCBOEダイレクトを取引システムとして採用することを決定し、1月21日には個別株先物の対象となる30銘柄の株式を発表した。これを受けて、NQLXも2月5日には個別株先物の

対象となる50銘柄の株式を発表し、3月14日にはOneChicagoが取引対象とするナロー・ベース指数と個別株先物の追加銘柄、そして24社のマーケット・メーカーを発表した。7月24日の証拠金規則の決定から個別株先物の導入への動きは加速し、9月5日にはNQLXの取引所規則がCFTCに認可され、OneChicagoも9月9日に取引所規則を発表した。9月24日にはOneChicagoが10月25日に個別株先物取引を開始すると発表したが、NQLXは顧客証拠金規則がSECによって承認されない限り、個別株先物取引は開始できず、取引所規則はフェデラル・レジスターに掲載後最短でも35日を要することから、OneChicagoが10月25日に個別株先物取引を開始することは不可能であると反論した。そして、NQLXは10月7日に個別株先物取引を11月8日から開始すると発表し、OneChicagoも10月21日に取引開始日をNQLXと同じ11月8日に延期することを発表した。こうして11月8日にはNQLXとOneChicagoが同時に個別株先物取引を開始した。

## 3. SSFの取引要綱

### (1) 取引単位と呼値

NQLXでもOneChicagoでも株式市場での通常の売買単位である100株を契約単位とし、呼値(価格の最小値幅)が1セントであるので、1契約では1ドルの変動となる。

### (2) 取引限月

NQLXでは各銘柄とも3月/6月/9月/12月から直近の5限月とその他の月から直近の2限月の計7限月上場し、最短で1年3カ月、最長で1年6カ月にわたって取引がおこなわれるのに対して、OneChicagoでは各銘柄とも3月/6月/9月/12月から直近の2限月とその他の月から直近の2限月の計4限月上場し、最短で4カ月、最長で6カ月にわたって取引がおこなわれる。

### (3) 取引最終日

NQLXでもOneChicagoでも個別株オプションの取引最終日と同じ限月の第3金曜日を取引最終日とし、休日の場合には直前営業日を取引最終日とする。

### (4) 決済方法と決済日

NQLXでもOneChicagoでも個別株オプションと同様に原株の受け渡し決済が3営業日後(T+3)におこなわれる。

### (5) 取引時間

NQLXではアメリカ東部時間の9時30分から16時2分まで、OneChicagoではアメリカ東部時間の9時15分から16時2分までであり、OneChicagoで15分取引が早く開始される。

### (6) 値幅制限と取引停止

NQLXでもOneChicagoでも個別株オプションと同様に値幅制限は存在しないが、重要情報の発表やサーキット・ブレーカー(株価指数の変動に基づく取引停止措置)のため原株が取引を停止した際には取引が停止される。

### (7) 証拠金

NQLXでもOneChicagoでも個別株オプションと同様に契約金額の20%プラス評価損金額(マーケット・メーカーは適用除外)とし、代用有価証券等も認められる。個別株オプションや現物株式との組み合わせや個別株先物どうしの特定の組み合わせについては軽減措置が定められているが、当面はSPAN等の包括的なリスク調整証拠金制度は適用されない。

(8) 建玉制限

NQLXでは同一契約について差し引きで200契約であるが、取引最終日の1カ月以内にはより制限が強められる場合もある。OneChicagoでは取引最終日の5営業日前までは存在せず、取引最終日の5営業日前からは同一契約について差し引きで13,500契約というCFTCの規則が適用される。

(9) マーケット・メーカー

NQLXでもOneChicagoでも個別株オプションと同様、各銘柄ごとにマーケット・メーカーが指定されている。

NQLXでは、①直近の2限月については10セントまたは原株の気配値スプレッドの150%以内の最大スプレッド、10契約または原株の最良気配にある株数に相当する最低契約数の売り買い双方の確定気配を継続的に提示すること、②直近の2限月以外については気配請求に対して5秒以内に20セントまたは原株の気配値スプレッドの150%以内の最大スプレッド、5契約または原株の最良気配にある株数に相当する最低契約数の売り買い双方の確定気配を継続的に提示すること、③四半期単位で取引総量の20%以上を取引することがマーケット・メーカーに課されており、NQLXが認めた場合にはすべての限月に対して②が適用されるが、③の取引実績は総量の75%以上とされている。そして、NQLXのマーケット・メーカーはNQLXの当該銘柄の収入の一定割合を還付されるという形で報いられる。

他方、OneChicagoではすべての限月について20セントまたは原株の気配値スプレッドの150%以内の最大スプレッド、5契約の最低契約数の売り買い双方の確定気配を継続的に提示することが義務付けられている。OneChicagoでのマーケット・メーカーに対する見返りとしては、個別株オプションでは同一価格の顧客注文が優先されるが、SSKではマーケット・メーカーが顧客よりも先に最良気配を提示した場合には取引数量の30%までは割り当てられる<sup>3</sup>。

(10) 特別取引

NQLXでもOneChicagoでも取引所外での大口取引のための特別な手続きを定めているが、スプレッド取引等の組み合わせ取引は条件付き注文という形で扱われ、組み合わせ取引専用の注文板があるわけではない。

4. SSFの取引状況

2002年11月8日、NQLXでは10銘柄、OneChicagoでは21銘柄の株式を対象とした個別株先物取引が開始された。この時点での重複上場銘柄はExxon Mobile、General Electric、Microsoft、Oracleの4銘柄であった。取引初日における取引高は、NQLXで6,467契約、OneChicagoで3,019契約であった。ただし、NQLXではナスダック100指数等の4つの上場投資信託(ETF)先物の取引も含まれており、個別株先物だけでは5,597契約であったが、それでも上場銘柄数では2倍以上のOneChicagoをNQLXが上回っていた。2001年1月のLIFFEにおける個別株先物の取引初日の3,004契約はいずれの取引所でも上回ったとはいえ、個別株オプションの取引高と比べればきわめて小さく、前評判は高くはなかったとはいえ、株価指数先物オプション上場以来の大型商品という見方もあっただけに拍子抜けした感は免れない。

その後、両取引所では上場銘柄を順次拡大し、2003年

4月末時点でNQLXでは87銘柄(6銘柄はナスダック100指数等を対象とするETF)、OneChicagoでも87銘柄(1銘柄はダウ工業株指数を対象とするETF)、このうち重複上場銘柄は62銘柄(ETFはなし)となっている。しかし、取引を月ごとにみると、OneChicagoでは2002年12月、NQLXでも2003年1月をピークに減少しており、NQLXがOneChicagoを上回ったのは最初の2002年11月のみとなっている(表1)。他方、建玉(残高)は減少傾向を示しておらず、両取引所を合わせるとむしろ増加傾向にあると言え、建玉では当初からOneChicagoがNQLXを上回っている(表1)。

また、両取引所のクリアリング業務をおこなうオプションズ・クリアリング・コーポレーション(OCC)の資料によれば、マーケット・メーカーの取引シェアは2002年11月と12月の80%台から2003年1月と2月の70%台、2003年3月と4月の60%台へと低下しているのに対して、逆に投資家(顧客)の取引シェアは2002年11月と12月の10%台から2003年1月と2月の20%台、2003年3月と4月の30%前後へと上昇しており、取引全体が減少する中で投資家の取引シェアが高まってきていることがわかる(表2)。

さらに、2003年4月における両取引所での取引上位4銘柄の取引高と各取引所での取引シェアを調べてみると、NQLXでは①iShares Russell 2000指数ETFが16,333契約(32%)、②Comverse Technologyが5,509契約(11%)、③Dell Computerが2,059契約(4%)、④ナスダック100指数ETF(QQQ)が1,176契約(2%)、上位4銘柄合計で25,077契約(49%)、OneChicagoでは①ダウ工業株指数ETF(DIAMONDS)が15,014契約(19%)、②Sun Microsystemsが6,351契約(8%)、③Dell Computerが6,330契約(8%)、④Microsoftが6,113契約(8%)、上位4銘柄合計で33,808契約(43%)であり、いずれも上位銘柄に取引が集中していることがわかるが、とりわけNQLXでの取引集中が著しいことがわかる。

表1 アメリカにおける個別株先物の取引高と建玉

	1 営業日平均取引高		月末建玉(残高)	
	NQLX	OneChicago	NQLX	OneChicago
2002年11月	4,450*	4,066+	14,885	20,054
2002年12月	2,630*	5,862	16,726	34,226
2003年1月	5,177	5,311	27,703	60,780
2003年2月	3,646	4,964	36,496	57,355
2003年3月	2,642	3,787	32,957	44,945
2003年4月	2,433	3,779	37,139	60,148

\*はOCCデータから推計、+は2002年合計から逆算。

(出所) NQLXとOneChicagoの各月のプレス・リリース等。

表2 アメリカにおける個別株先物の取引主体

	顧客(%)		証券会社(%)		マーケット・メーカー(%)	
	顧客	顧客	証券会社	証券会社	マーケット・メーカー	マーケット・メーカー
2002年11月	40,178	16%	6,985	3%	208,411	82%
2002年12月	48,043	16%	4,963	2%	255,912	83%
2003年1月	97,846	22%	5,838	1%	336,812	76%
2003年2月	89,990	27%	9,997	3%	233,421	70%
2003年3月	93,347	32%	11,244	4%	184,981	64%
2003年4月	72,383	27%	13,226	5%	180,787	68%

(出所) Options Clearing Corporation.

## 5. SSFの将来性

2001年1月29日の取引開始以来、LIFFEの個別株先物も流動性の獲得に苦勞している。今のところ、個別株先物の取引が活発なのはスペイン等の現物株市場がそれほど発達していない市場であって、すでに株式市場が十分に機能している市場では個別株先物が流動性を確保する余地は小さいのかもしれない。しかし、アメリカでは個別株オプションの取引が他国よりも圧倒的に大きく、個別株オプションに習熟した投資家の参加があれば個別株先物も流動性を確保できないとは言い切れない。

アメリカの金融サービス・コンサルタント会社であるCelent CommunicationsのFritz McCormick主任アナリストの調査報告書によれば、個別株先物が流動性を他国では確保できなくてもアメリカでは確保できるかもしれない理由が3つあるという。1つ目はアメリカに固有の小口投資家による先物とオプションのカルチャー、2つ目は現在ニューヨークやシカゴで活発におこなわれつつある個別株先物のマーケティング活動、そして3つ目はリスクをとることや冒険することを好むアメリカ人の特性の存在であるという<sup>4</sup>。この報告書は持続的な教育とマーケティング活動によって個別株先物は投資家に受け入れられるはずであると楽観的であるが、その通りになるので

あろうか。LIFFEも個別株先物導入時には活発なマーケティングをおこなっていたが、いまだに実を結んでいない。アメリカで成功した金融商品が世界に広がっていった事例は多々あるが、他の国で成功しない商品がアメリカでだけ成功するということは考えにくい。アメリカ人は自分たちは特別だと考えたいようであるが、本当にそうなのかどうか、アメリカにおける個別株先物の今後の動向に注目していきたい。

### 注

- <sup>1</sup> ユニバーサル・ストック・フューチャーズについては、拙稿「個別株先物の将来性」(本誌Vol. 13 No. 3, 2001年3月)を参照。
- <sup>2</sup> SSF導入決定に至る経緯については、茅沼俊三「米国における個別株先物取引をめぐる動き」(『証券』53巻630号、2001年9月)が詳しい。
- <sup>3</sup> OneChicagoのマーケットメーカーの義務と見返りについては、OneChicagoのMelissa Rios女史からご教示を受けたことを記して感謝します。
- <sup>4</sup> Christopher Faille, "Celent on Single-Stock Futures: Some Short-Term Worries," *HedgeWorld*, 25 November 2002.