

## 店頭先物化 (Futurization of OTC)

滋賀大学経済学部  
教授 二上季代司

### 1、はじめに

店頭デリバティブ市場の改革は2008年からの世界的な金融危機において顕在化した店頭デリバティブのもつシステミック・リスクを低減する目的で着手され、現在、各国間の調整を得ながらG20（日本、米国、欧州主要国など）を中心に進められている。

国際的に合意を得た改革案は次の4点であった。すなわち①標準化された店頭デリバティブ契約（以下、標準契約と略）は取引所または電子取引基盤を通じて取引されるべき、②標準契約は中央清算機関（以下、CCP）を通じて決済されるべき、③店頭デリバティブ契約は取引情報蓄積機関に報告されるべき、④中央清算機関を通じて決済されない店頭デリバティブ契約（以下、非清算契約）にはより高い所要自己資本を賦課すべき、である。その後、④を補完する形で非清算契約には証拠金規制も加えることで合意している。

この改革案の眼目は②であった。すなわち、店頭デリバティブ契約の債務をCCPへ集中的に引き受けさせ、決済リスクやカウンターパーティリスクをCCPが集中的に管理、圧縮・低減させることをつうじてシステミック・リスクを低減させようとするものである。非清算契約に対しては、自己資本や証拠金の賦課によって取引者自身にリスクを負担させるとともに、こうした負担を課すことで集中清算（したがって標準契約化）へのインセンティブを高めることを狙ったわけである。なお①および③は、取引の透明性を図ったものである。

この改革案は合意に参加したG20において2012年末までに実施されることになっていたが、その進捗状況は各国間でばらつきがあり、総じてかなり遅れている。わが国では2010年の金商法改正により、標準契約のCCPへの清算ならびに取引情報の保存・報告が義務化された。これに伴い、日本証券クリアリング機構が11年7月よりインデックス型のCDS (i Traxx Japan) の清算を開始、12年10月には円建て金利スワップの清算を開始している。今後、CCPへの清算を義務づけられる契約と取引者の範囲は拡大すると見込まれている。また、2012年金商法改正により、公布後3年以内に標準契約の取引執行は電子取引基盤等の使用を義務付けられる。電子取引基盤の運営者としては、店頭デリバティブ取引の当事者である内外の大手証券会社や大手金融機関も想定されるだろう。

他方、欧州やアメリカでは改革の実施が日本よりも遅れているのだが、民間レベルではむしろ改革を先取りしたような事態が進行しているように思える。その一つが、アメリカを中心に起こっている、店頭デリバティブ取引を取引所へ取り込もうとする動きである。これは「店頭先物化 (Futurization of OTC)」と呼ばれているのだが、この小稿ではこの動きを紹介してみよう。

## 2、アメリカの店頭デリバティブ市場改革と「先物化」

アメリカでは2010年7月に「ドッド・フランク法」が成立し、これによって監督機関であるCFTCとSECが標準的な店頭デリバティブのCCPへの集中清算その他の細目にわたる詳細規定に当たることになった。2000年の「商品先物近代化法」以降、米国の店頭デリバティブ市場は、プロ同士の取引であるとの理由で規制の無い状態が続いてきたのだが、ようやくCFTCおよびSECの管轄下に入り、先の国際的合意に基づいた店頭デリバティブ市場改革が進められることになった。

CFTCは金利、外為、コモディティ、広範な証券インデックスなど多くの原資産クラスを参照するスワップを管轄し、SECは個別証券、ローン、シングルネーム（個別会社）など限定された証券インデックスなどを参照する証券スワップを管轄する。このどちらの性格をも有するものはCFTCとSECの共管とされる。このうちCFTCの管轄下で「店頭の先物化」が顕著になっている。

その最初の動きは2012年6月に起こった。エネルギー・デリバティブの電子取引運営会社で有名なICE（Intercontinental Exchange）がこれまで取引のアレンジをしてきた店頭エネルギー・スワップを、自社の運営する二つの先物取引所（ICE Future USとICE Future Europe）に上場させると表明し、12月、店頭エネルギー・スワップをエネルギー先物契約に切り替えたのである。同じころ、CMEグループ傘下のNYMEXでも同様の切り替えが行われた。

具体的に言えば、取引所市場でエネルギー等を原資産とする先物取引が行われ、その満期日に、差金決済ではなく清算機関を通じて店頭スワップが契約される<sup>1</sup>。つまり取引執行は店頭スワップとしてではなくあくまで先物取引として行われる。こうした動きはエネルギーだけではなく金融資産にも波及していった。

2012年12月、CMEグループのCBOTは、受渡条件付きの金利スワップ先物取引（Deliverable Interest Rate Swap Futures）を上場した。これまでもCBOTは金利スワップ先物取引を上場していたのだが、それは差金決済のみであった。これに加えて、受渡決済をおこなう先物契約を上場したのである。

受け渡し物件は、2、5、10、30年の店頭ドル建て金利スワップである。この商品設計によると、3か月ごとの限月制（IMM-dated）で、受渡日に金利スワップ先物の買い手は、清算機関であるCME clearingを通じて固定金利受け取り、変動金利支払いの店頭金利スワップのポジションを持つことになる。店頭デリバティブの契約が、取引所市場で行われた先物取引の「現物受け渡し」という形で締結されることから、こうした商品設計は店頭取引の「先物化」、（“Futurization” of OTC）と呼ばれる。

---

<sup>1</sup> 先物契約の現物受け渡しをEFP, “exchange of futures for physicals”と呼ぶが、この場合は、店頭スワップで受け渡しがなされるので、EFS, “exchange of futures for swaps”と呼ばれる。

さらに、「先物化」された金利スワップの上場とその取引執行を主業とする取引所が CFTC の登録を得た指定市場 (designated contract markets) として 2011 年に設立された。これが Eris Exchange である。この取引所の運営主体には、モルガンスタンレーも出資している。同社ならびにシティ、クレディスイス、ゴールドマンサックスなどの大手有力業者は、先にあげた CBOT の上場する受け渡し条件付き金利スワップの主要な取引業者でもある。それだけに、この”Futuraization”は、大きな動きになるのではないかと注目されているのである。

### 3、Futurization の背景

以上のように、店頭デリバティブの取引所への取り込みが、“Futurization”という形をとって、昨年からアメリカで進行しているのであるが、その具体的な背景、理由はなんだろうか。

これまでのところ、こうした動きは CFTC の管轄下にあるアセットクラスで起こっている。そして CFTC は店頭スワップに対して、先物取引のそれと比べより厳しい規制を加えている。

例えば、CFTC は、登録指定清算機関に対する規制において、当初証拠金の算出に際して用いるべき最低清算期間 (a minimum liquidation Time) として、多くのスワップ契約の場合には「5 日間」、これに対して先物取引の場合には「1 日間」を用いるべきこと、と規定した。その結果、CFTC の管轄下にあるアセットクラスでは、店頭スワップを組めば、その当初証拠金は、先物契約のそれに比べ約 2 倍になるのであった。また、証拠金として差し入れるべき物件として、先物取引の場合には「信用状」が認められているのだが、スワップの場合は「信用状」を認めなかったのである。

このような、店頭スワップに対する証拠金規制の差別的強化は、冒頭で見た国際的合意の④、すなわち集中清算されない店頭デリバティブ契約については、自己資本や証拠金を強化する、という項目に沿った動きとも解釈できる。したがって、こうした証拠金規制の強化は、米国のみならず今後、他国でも見られるであろう。その結果、米国で始まっている”Futurization”、店頭デリバティブの取引所取引化が米国以外でも出てくるだろう。

清算集中は標準契約に課された義務であり、”Futurization”も定型化された取引所取引としての先物契約に変換することを意味しているのであるから、ある程度「標準化」されていることが前提条件である。標準化されていれば、それだけ取引処理の自動化が円滑に進められるし、代替性が高まるので流動性も増す。時価評価や変動証拠金の計算などリスク管理も容易になるだろう。「店頭の先物化」は取引条件の標準化を内包しているのである。

しかし、こうした「標準化」がすべての店頭デリバティブに波及するわけではないこともまた明らかである。というのは、標準化されない、テイラーメイドの店頭デリバテ

イブ取引（Bespoke products）にも存在理由があるからだ。

保険会社や銀行、事業会社や年金基金などエンドユーザーにとって、標準契約では正確なヘッジが実現できないケースがあるためである。さらに制度的にも、トラッキングエラーが出るような契約では国際会計基準や米国の財務会計基準に照らしてヘッジ会計を適用できない恐れもある。したがってすべての店頭デリバティブを標準化することはできず、したがって清算集中も取引所化（先物化）も制限なく進むということもありえないのである。

#### 4、取引所経営とデリバティブ

近年、世界の証券取引所の評価尺度は大きく変質している。以前は、上場銘柄数や上場会社時価総額、取引高など、証券取引所が提供する「市場機能」が評価尺度であった。しかし、今日では取引所自身の株式時価総額の大きさが第一の評価尺度になっている。さらに企業価値という点では、上場物件が現物であろうがデリバティブであろうが、あるいは証券であろうがコモディティであろうが、区別は無いので、証券取引所も商品取引所も同列に評価されるようになった。

その背景としては、証券取引所が株式会社化し、取引所株が上場されて、その運営の巧拙が「時価総額」として市場で評価されるようになったことが挙げられる。そして、取引所の提供する「市場機能」よりも取引所自体の企業価値が重視されるようになれば、現物市場よりもデリバティブ市場が重視されるようになる。というのは、デリバティブ市場のほうが現物市場よりも収益性が高いからである。

現物取引では、上場会社が申請しなければ上場銘柄数は増えない。上場審査基準の設定や上場審査も自主規制部門下にある。つまり取引所の上場セールス活動が上場銘柄拡大をもたらす効果には本来、限度がある。他方、デリバティブ商品とりわけ証券デリバティブの上場は、取引所の工夫次第で拡大できる余地がある。取引高を見ても、現物株では発行株式数以上に売り物は出せないが、証券デリバティブは現金決済が中心であれば、理論上はいくらでも「売り」を出すことができ、取引高に物理的制限はない。

また、コスト面を見ても、現物株の場合は、適時開示など「上場管理」にかなりの人員を張り付けておく必要があるが、証券デリバティブではこの点でのコスト負担が少ない。要するに、収入およびコストの両面で、デリバティブ市場は現物市場に比べ収益性もともと高く、したがって成長余地も高いのである。こうして、取引所経営にとってデリバティブ市場は、今後ますます重要な位置を占めることになるのである。

世界を見ても、企業価値の高い取引所はおしなべてデリバティブ市場の規模が大きい。

そして、店頭デリバティブ市場の改革は、取引所デリバティブ市場の今後に大きなインパクトをもたらす。第1に、店頭デリバティブ市場の改革は、「標準化」へのインセンティブを高め、“Futurization”という形で店頭取引の取引所化を促進する。第2に、店頭デリバティブの取引執行は、国境を越えてグローバルに展開しており、他国の規制は自国

にも無視できない影響を波及させる。そして第3に、店頭デリバティブの想定元本残高は取引所のそれと比べはるかに大きいだけに、取引所への影響の度合いもそれだけ大きくなるからである。

店頭デリバティブ市場の改革は、今後さらに具体化されていくが、その取引所市場に対する影響を注視していくことが重要だろう。

(参考文献)

1. 店頭デリバティブ市場改革については、FSB, “Implementing OTC Derivatives Markets Reforms,” 25 October 2010.
2. 先物化については、Hahn, A.W., Dunskey, L.A. and Lalone, N.W., “The futurization equation”, *Capital Market Law Journals*, March 20, 2013
3. Eris Exchange については、<http://www.erisfutures.com/>
4. 非標準契約の重要性については、ISDA, “Non-Cleared OTC Derivatives: Their Importance to the Global Economy”, March 2013.