

香港における株式オプションの 導入プロセス

「コンサルティティブ・ペーパー方式」

香港証券取引所は一九九〇年六月に株式市場活性化策として株式オプションの導入案を監督当局に打診し、一九九二年一月には株式オプションに関する第一回目の公開草案（コンサルティティブ・ペーパー）を発表して、原株の適格基準と取引要綱に関する意見を市場関係者に求めた。そして一九九三年三月には第二回目のコンサルティティブ・ペーパーが発表され、コンピュータによる自動取引執行や清算機関の設立等が提案された。一九九四年七月には株式オプションの取引要綱等がようやく固まり、最初のコンサルティティブ・ペーパーの公開から二年近くに及ぶ準備の成果が同年一月に通称「オプション白書」という形で香港証券取引所から公表された。このレポートには株式オプションの取引要綱、取引会員権、清算会員権、システムへのアクセス、必要経費、取引参加資格などが詳細に記載されており、一九九五年八月の取引開始を目的とした取引参加者への種々の申請スケジュールやシミュレーションの日程まで明記されていた。翌二月には株式オプション取引のマーケット・メーキングに関する第三回目のコンサルティティブ・ペーパーが発表され、一九九五年九月八日には当初の構想打診から五年以上の歳月を費やして香港における株式オプション取引は開始された。

本稿では、わが国よりも一足早く株式オプションを導入した香港での取引要綱等の決定プロセスを紹介する。取引要綱等の決定は香港証券取引所が市場参加者の意向を汲み上げるためにコンサルティティブ・ペーパーを発表し、市場参加者の意見に配慮しながら原案を修正するという興味深い方法によって行なわれた。こうした香港での経験を学ぶことによって、株式オプションのみならず、今後わが国で新商品を導入する際の決定プロセスにコンサルティション方式という開かれた方法が採用できないか、一考する価値はあるだろう。

コンサルティティブ・ペーパー I

第一回目のコンサルティティブ・ペーパーは「上場オプション・原株の適格基準とオプション取引要綱」と題され、全三章補遺三からなり、オプション上場の基礎となる上場銘柄の選定基準と取引要綱が提示されている。

表1 コンサルティティブ・ペーパー I の目次

前書き	オプションを上場する原株の適格基準試案
I	取引要綱試案
II	オプションのタイプ
1	取引単位とサイズ
2	上場限月
3	取引時間
4	呼値
5	満期
6	権利行使価格の間隔
7	権利行使価格の新規設定
8	権利行使スタイル
9	同一日権利行使
10	満期時のイン・ザ・マネーの権利行使
11	割り当て方法
12	建玉の取り消し調停
13	清算期限
14	オプション代金の清算
15	オプション用語の解説
補遺A	オプションを上場する原株の適格基準
補遺B	オプション：基本的コンセプト
補遺C	株式オプション

第一章「オプションを上場する原株の適格基準試案」ではアメリカでのオプション上場適格基準を参考にして、最低流通株式数七〇〇万株、最低株主数二〇〇〇人、市場価格が選定時点で三カ月間七・五香港ドル以上、売買高が選定時点で二・二カ月間に二四〇万株以上、香港証券取引所に上場済み、という基準でオプション上場銘柄を選択した場合、四〇社が対象となることが示されている。ただし、ここで提示された上場適格基準はあくまでもガイドラインであって、現時点では四〇社ものオプションを上場する予定はなく、上場基準に満たない銘柄は絶対に上場されないというわけではないと付け加えられている。

第二章「オプション取引要綱試案」では以下のようない五項目の取引要綱が提示された。

- ① コール・オプションとプット・オプションの両方を導入、
- ② 契約サイズは原株の一取引単位、
- ③ 上場限月は三カ月もの・六カ月もの・九カ月もの三種類で、原株市場への影響を考慮して一月サイクル・二月サイクル・三月サイクルの三サイクル、
- ④ 取引時間は原株市場と同一、
- ⑤ 最小値幅は投資家が覚えやすいように原株の最小値幅と同一、
- ⑥ 満期はハンセン指数先物・オプションと同じく、限月の最終営業日の前営業日、
- ⑦ 権利行使価格の間隔は原株の価格水準に応じて一〇香港ドル以下で一香港ドル、一〇香港ドル越え二五香港ドル以下で二・五香港ドル、二五香港ドル越えて五香港ドル、
- ⑧ 権利行使価格はアウト・オブ・ザ・マネー(OTM)二本、アット・ザ・マネー(ATM)、イン・ザ・マネー(ITM)一本の計四本が設定され、常にこれらが存在するように追加設定(満期を迎える週を除く)
- ⑨ 権利行使のタイプは毎日権利行使に応じて原株の引き渡しが行なわれるアメリカン・タイプ、
- ⑩ オプション購入日に権利行使をして原株を取得する同一日権利行使が認められている。
- ⑪ 満期日におけるITMオプションの権利行使は権利行使に伴う費用を考慮して自動的に行なわれる。
- ⑫ 権利行使に伴う原株の割り当ては二段階で清算機関においても各清算会員においてもランダムに行なわれる。
- ⑬ 建玉の相殺調停(キャビネット取引)は定款に準じて行なわれる。
- ⑭ 清算は翌営業日(T+1)に行なわれなければならない。
- ⑮ オプション代金は取引成立時に全額支払われなければならない。(フル・プレミアム方式)

コンサルティティブ・ペーパーⅡ
第二回目のコンサル

ティティブ・ペーパーは「取引所取引株式会社オプション」取引・清算・参加に関する提案」と題され、全六章補遺五よりなる。⁽³⁾ここではコンサルティティブ・ペーパーⅠに対する反応を踏まえて取引要綱試案を一部変更し、取引手続き・清算手続き・基金・取引会員/清算会員の役割等が論じられている。

表2 コンサルティティブ・ペーパーⅡの目次

前書き	
本書の範囲と目的	
1 市場構造：オプション取引所とオプション清算機関	
1.1 オプション取引所の役割	
1.2 清算機関の役割	
2 取引システムと取引手続き	
2.1 取引スクリーン	
2.2 発注	
2.3 付け合わせと執行	
2.4 取引システムからのアウトプット：レポートと検索	
2.5 新規オプションの設定	
2.6 原株上場廃止に伴うオプションの取り扱い	
2.7 建玉制限	
2.8 オプション市場開設の法的前提	
3 清算	
3.1 清算手続き	
3.2 リスク管理	
3.3 株式分割等に基づくオプション契約の変更	
4 参加	
4.1 オプション取引所	
4.2 清算機関	
5 基金	
6 オプション取引：会員への提案	
6.1 株式取引とオプション取引の相違	
6.2 バック・オフィスの監督	
6.3 顧客との関係	
補遺A コンサルティティブ・ペーパーⅠに対するコメントへの対応	
補遺B 理論価格	
補遺C CCASSとの接続	
補遺D 証拠金計算	
補遺E オプション取引・決済・清算のスケジュール	

市場参加者の意見を受けて取引要綱は以下の点が補足・変更された。

① 限月に関しては直近限月に対する要望が強く、三カ月もの・六カ月もの・九カ月ものに加えて一カ月ものが追加され、計四種類に拡張された。

② 最小値幅に関しては原株の最小値幅と同じではオプション代金に比べて大きすぎるという意見が寄せられ、一律〇・〇一香港ドルに変更された。

③ 権利行使価格の間隔についても原株価格に比べて大きすぎるとい意見が多く、間隔を縮小する方向で今後検討することが明らかにされた。

④ 清算期限に関しては翌営業日(T+1)としていたが、翌営業日の取引開始まで(T+0)が正確な表現であると訂正された。市場参加者からは原株と同じT+2を望む声が強かったが、T+0がオプション取引の国際的標準であるとして却下された。

⑤ 権利行使に関しては市場関係者の中にハンセン指数オプションと混同している者が見られ、清算機関が認めた特別な場合を除いて原株の受け渡しが必要であることが明記された。

⑥ 建玉の相殺調停に関してはキャビネット取引と呼ばれる相殺取引の方法に対する質問が多数寄せられたが、売り手と買い手が合意した場合に限ってキャビネット取引は実施され、その数量に関してはターミナル上に表示されることが明らかにされた。

⑦ 契約サイズに関しては原株の取引単位では混乱を生じる可能性があるという指摘も見られたが、原株の取引単位にしない権利行使時に問題を発生しうるとして原案を変更しないことが確認された。

このようにコンサルティティブ・ペーパーIで提案された取引要綱は市場参加者のコメントを参考にして訂正されたわけであるが、コンサルティティブ・ペーパーIIでは先のコンサルティティブ・ペーパーでは触れられていなかった取引手続き・清算手続き・基金・取引会員/清算会員の役割等が主に論じられた。

まず、第一章「市場構造・オプション取引所とオプション清算機関」で香港証券取引所の株式取引とは異なる部門でオプション取引が行なわれ、香港証券清算会社(HKSCC)が清算機関となることが提案された。

第二章「取引システムと取引手続き」ではオプション取引はコンピュータによる自動取引執行システムによって行なわれることが提案され、インプライド・ボラティリティや利率・配当などもスクリーンに表示され、気配値が存在しない場合には理論価格が表示されることが明らかにされた。注文の付け合わせはファースト・イン・ファースト・アウト(FIFO)というフロアでのオープン・アウトクライを模倣した方式で行なわれ、将来的にはスプレッドやストラドルといった複合注文にも対応する予定であることが示されている。新規オプション銘柄は上場数日前には発表され、新規権利行使価格の設定は少なくとも一時間前には発表されるとしている。そして取引所によって銘柄ごとに建玉制限が設けられる予定であることが明らかにされている。

第三章「清算」では清算会員の口座とその顧客全体の口座は別々に管理され、ネット支払も別々に行われることが示されている。証拠金は現金、原株(コールの売り一契約ずつに対応)、銀行保証または信用状、その他の代用証券によって預託されなければならない。Trans Canada Options Inc.によって開発された売り建と買い建をネットにしてリスク調整後の最大損失額を計算する証拠金システムが採用され、日中に追加証拠金が請求される場合もあり得る。権利行使は午後四時三〇分までに清算機関に通知されなければならない。権利行使に伴う割り当ては証拠金計算の後に行なわれるので割り当てを受けた者は売り建玉の証拠金を翌営業日まで引き出すことはできない。また、各清算会員は顧客を含めた売り建玉から計算されるネット・ワース・レシオを自己資本の範

囲内に維持しなければならず、取引開始時点においては清算会員は清算機関に不慮の事態に備える準備基金を現金で預託（HI BORで付利）しなければならない。

第四章「参加」では取引及び清算業務への参加要件が示されており、取引会員は清算会員と清算契約を結び、検定試験に合格したオプション顧客アドバイザーを要し、顧客の注文を受けるためには顧客とオプション契約合意書を交わさなければならぬことが示された。そしてここではじめて流動性を維持するために取引会員の中からマーケット・メーカーを募集する予定であることが明らかにされた。他方、清算会員は顧客を持たないセルフ・クリアリング会員、顧客口座の清算をも行なえるフル・クリアリング会員、他の清算会員とその顧客口座をも清算できるマネージング・クリアリング会員に分かれ、清算会員の要件は取引会員よりも厳しく、検定試験に合格したオプション・コンプライアンス・オフィサーを雇用していなければならない。

第五章「基金」ではオプション市場開設のための基金は取引所の基金から拠出され、運転経費に関しては取引会員と清算会員から徴収されることが説明されている。

第六章「オプション取引・会員への提案」では株式取引とオプション取引の相違、バック・オフィスによる監督、顧客との関係について注意事項が示され、大口顧客の建玉を報告する義務があることが明記されている。

オプション白書

二度にわたるコンサルテイティブ・ペーパーの公表とそれに対する市場参加者のコメントを受けて作成された冊子は「取引所取引株式会社オプション市場構造・参加・費用」と題され、全八章補遺七よりなる。ここではそれまでのコンサルテイティブ・ペーパーに対する反応を踏まえて取引要綱をさらに変更し、費用・取引会員権・清

算会員権・リスク管理・端末操作等が詳しく論じられている。

補遺Aにまとめられている取引要綱は一三項目からなり、①コール・オプションとプット・オプションの両方を導入、

②オプションを上場する原株の適格基準は正式には決定されていないが、当初は一〇銘柄以下を予定しており、上場銘柄はま

表3 オプション白書の目次

要約	6	オプション市場へのアクセス
1 イントロダクション	6.1	データ・コミュニケーション・ライン
1.1 これまでのコンサルテイティブ・ペーパー	6.2	アクセス方法：PCターミナルとユーザー・デバイス
1.2 上場商品	6.3	最良のアクセス方法の選択
1.3 期待される恩恵	6.4	フロントとバック・オフィスのシステム
1.4 取引契約と清算契約	7	オプション取引と清算：費用の要約
1.5 準備と設置	7.1	オプション取引会員と清算会員の会費
1.6 オプション取引会員の責任	7.2	ハードウェアとソフトウェア（推定）
1.7 デフォルトに対する基金	7.3	トレーニング
1.8 権利行使に伴う株式受渡と清算	7.4	清算会員の財務要件
2 費用	7.5	清算機関の手数料
2.1 費用に対する態度	7.6	取引税と印紙税
2.2 システム利用権	7.7	CCASS
2.3 運転費用	8	実施へのタイム・テーブルと手続き
3 オプション取引会員制	補遺A	上場商品：取引要綱
3.1 参加要件	補遺B	取引業務
3.2 継続要件	補遺C	清算業務
3.3 マーケット・メーカー	補遺D	取引／清算学習コース・試験・その他のトレーニング
4 オプション清算会員制	補遺E	日常業務要件
4.1 オプション清算会員の種類	補遺F	会員によるシステム・アクセスの技術的説明
4.2 参加要件	補遺G	用語解説
5 リスク管理と現金決済		
5.1 準備基金		
5.2 清算会員の債務不履行手続き		
5.3 清算会員の継続義務		
5.4 清算会員の登録		
5.5 顧客の証拠金と建玉の監視		
5.6 現金決済		

だ決定されていない。

③ 契約サイズは原株の一取引単位、

④ 満期日は限月の最終営業日の前営業日、

⑤ 上場限月は直近三限月と三・六・九・一二月から二限月の五限月制(最短七カ月、最長九カ月)に変更された。

⑥ 権利行使価格の間隔は権利行使価格が二香港ドル以下の場合〇・一香港ドル、二香港ドルを越え五香港ドルまでの場合〇・二香港ドル、五香港ドルを越え二〇香港ドルまでの場合〇・五香港ドル、二〇香港ドルを越え五香港ドルまでの場合一香港ドル、五〇香港ドルを越え一〇〇香港ドルまでの場合二・五香港ドル、一〇〇香港ドルを越える場合には五香港ドルと市場参加者の意見に従って大幅に縮小された。

⑦ 権利行使価格はA T MとI T M二本、O T M二本の計五本が設定され、I T MとO T Mが少なくとも二本存在するように追加設定されるよう変更された。

⑧ 最小値幅はプレミアム(オプション価格)の水準が〇・〇一香港ドルから五香港ドルまでの場合〇・〇一香港ドル、五香港ドルを越えた場合〇・〇五香港ドルに変更された。

⑨ 権利行使のタイプは毎日権利行使に応じて原株の引き渡しが行なわれるアメリカン・タイプであるが、満期日におけるI T Mオプションの自動権利行使は行なわれないうちに變更された。

⑩ 取引時間は原株市場と同一、

⑪ 株主割当増資や株式分割・特別な大規模配当があつた場合には権利行使価格と契約サイズがオプション価値を一定に保つように調整される。

⑫ オプション購入日に権利行使をして原株を取得する同一日権利行使が認められる。

⑬ オプション代金は取引成立時に全額支払われなければならない(フル・プレミアム方式)、清算は翌営業日の取引開始まで(T+0)に行なわれなければならない。

第一章「イントロダクション」ではオプション取引参加業者は香港証券取引所の会員権を取得し、オプション取引会員(O T M)となることによつて取引所での取引が認められ、香港証券取引所の子会社としてオプション清算会社(O C H)が設立され、財務・監督要件を満たしたO T Mが清算会員(O C H会員)として認められることが示されている。また、取引と清算はO T Mのオフィスにある統合されたコンピューター・システム端末から行なわれ、S O F F E Xが開発し、D T Bによつて改良されたシステムが採用される。そして権利行使に伴う原株の受け渡しは原株同様にT+2で行なわれ、割り当てが取引終了後に行なわれるために原株を持たないオプションの売り手は貸し株契約を事前に締結しておく必要があることが明記されている。

第二章「費用」では、オプション市場開設費として一七〇万香港ドルが開発基金から拠出され、その後の運転経費はオプション取引会員からの月額固定費と取引量に応じた変動費によつて賄われることが示されている。さらにオプション取引会員はシステム・アクセス権として二〇万香港ドル(会員権返上一年後には返還される)を拠出しなければならないことが付け加えられている。

第三章「オプション取引会員制」では取引会員の要件として、

① 取引権が停止されていないこと、

② 清算契約を結んでいること、

③ オプション取引オフィサー&リプレゼンタティブ試験に合格したオプション取引オフィサーがいること、

④ 顧客の注文を扱うためには前掲試験に合格したオプション取引リプレゼンタティブがいること、

- ⑤取引システムを預かるスタッフは実務試験に合格していること、
 - ⑥コンピューター端末装置を持ち、テレコミュニケーション・ラインをレンタルしていること、
 - ⑦コンピューター化されたバック・オフィス管理システムを備えていること、
 - ⑧システム・アクセス権を確保していること、
 - ⑨申請手続き費用三五〇〇香港ドルを支払っていること、
- の九項目が上げられている。加えて取引開始後はシステム・アクセス権一つに対して月額固定費（PCTアーミナルで一〇〇〇香港ドル、ユーザー・デバイスで三〇〇〇香港ドル）を支払わなければならない。
- また、取引はオークション形式を想定しているが、流動性を維持するために会員の中から認可された複数のマーケット・メーカーによる補助も規定されており、マーケット・メーカーは
- ①最大気配値スプレッドとして売り気配値の一〇%または〇・一五香港ドルの大きい方、
 - ②最小取引量として一〇単位、
 - ③呼値請求への最長対応期限三分、
 - ④呼値維持（変更の場合を除く）の最短時間三〇秒、
 - ⑤呼値請求への対応割合七五%、
- といった義務を負う一方、自己勘定取引にかかる可変費用の五〇%割引が実施される。
- 第四章「清算会員制」では清算会員の名称が、顧客を持たないセルフ・クリアリング会員（SCM）、顧客口座の清算をも行なえるダイレクト・クリアリング会員（DCM）、他の清算会員とその顧客口座をも清算できるジェネラル・クリアリング会員（GCM）と一部変更され、清算会員の要件はオプション取引会員でかつ、

- ①流動資本が少なくとも負債総額の五%、またはSCMで三〇〇万香港ドル、DCMで五〇〇万香港ドル、GCMで二〇〇万香港ドル、のうち大きい方、
 - ②OCH準備基金として少なくともSCMで一五〇万香港ドル、DCMで一五〇万香港ドル、GCMで五〇〇万香港ドル+四社目以降の非清算会員一社につき一五〇万香港ドル（うち七五万香港ドルは現金、ただしHIBOR付利）、
 - ③二歳以上で、金融機関での実務経験二年以上、かつオプション取引オフィサー&リプレゼンタティブ試験とオプション・クリアリング・オフィサー試験に合格したオプション・クリアリング・オフィサーを要すること、
 - ④会員権のレベルに応じたコンピューター・システムを備えていること、
 - ⑤OCHの清算ネットワークに参加している指定銀行に口座を持っていること、
 - ⑥貸し株契約を締結していること、
- が上げられている。
- 第五章「リスク管理と現金決済」では準備基金、清算会員の債務不履行手続き、清算会員の義務、清算会員の取消、顧客の証拠金口座、現金決済について論じられている。清算会員の自己勘定と顧客勘定の合計を流動資本に応じて制限する際の比率はポジション・レシオと呼ばれており、ネット・ワース・レシオという名前から変更された。

第六章「オプション市場へのアクセス」ではデータ・コミュニケーション・ライン、アクセス方法・PCTアーミナルとユーザー・デバイス、アクセス方法の選択、フロントとバック・オフィスのシステム、といったシステム

ム面での特徴が述べられている。オプション市場へのアクセス方法にはパソコンを利用するPCターミナルとワークステーションを利用するユーザー・デバイスの二種類があり、PCターミナルでは同一銘柄を原資産としたオプション情報が二四系列まで一度に見られるが、複数の銘柄を同時に表示することはできないのに対し、ユーザー・デバイスではウインドウ型のスクリーンで複数の銘柄（一銘柄では二四系列まで）を表示でき、マーケット・メーカーが二四系列までの売り・買い呼値を同時に更新できる機能も備えている。

第七章「オプション取引と清算・費用の要約」ではさまざまな費用がまとめられている。会員になるためには二〇万香港ドルのシステム・アクセス権、三五〇〇香港ドルの申請費、ユーザー・デバイスで三〇〇〇香港ドル、PCターミナルで一〇〇〇香港ドルの月額固定費が必要であり、システム関係費用ではユーザー・デバイスで基本設備に一〇万香港ドル、コミュニケーション・ラインの設置に四五〇〇〜九〇〇〇香港ドル、コミュニケーション・ラインの月間レンタルに四二〇〇〜八四〇〇香港ドル、設備のメンテナンスに設置費の一〇〜一五%、PCターミナルで基本設備に約四万香港ドル、コミュニケーション・ラインの設置に五二〇〇香港ドル、コミュニケーション・ラインの月間レンタルに三〇〇〇香港ドル、設備のメンテナンスに約四〇〇〇ドルが推定されている。オプション取引オフィサー&リプレゼンタティブ試験とオプション・クリアリング・オフィサー試験の受験料は三〇〇香港ドル、その研修コースの費用は二五〇〇香港ドル、取引と清算のテクニカル・トレーニング（各七時間）は一〇〇〇香港ドルであり、OCHへ支払う清算手数料は一契約五香港ドル、権利行使手数料は一契約二香港ドル、通常取引以外の建玉調整は一契約五香港ドルとされている。

第八章「実施へのタイムテーブルと手続き」では上場に向けて以下のようなスケジュールが記載されている。

- ① 一九九四年一月二二日までにオプション取引に参加する会員はビジネス・プランを提出
- ② 一九九五年一月一五日までに六月一日から実施されるシミュレーションに参加するためのコミュニケーション・ライン等の申し込み
- ③ 三月一五日までにユーザー・デバイスに接続させるフロントとバック・オフィスのシステムを導入
- ④ 四月二九日までにオプション取引会員と清算会員の正式な申請
- ⑤ 六月一日から七月三一日までシミュレーションを実施
- ⑥ 八月一日からオプション市場の開設

コンサルティティブ・ペーパーⅢ

第三回目のコンサルティティブ・ペーパーは「取引所取引オプション・マーケット・メーキング」と題され、全二章からなる。⁽⁵⁾ここではすでにオプション白書でも述べられていたマーケット・メーカー制に焦点を絞って、オプション取引におけるマーケット・メーカー制の役割を詳述し、マーケット・メーカーの導入に関して市場参加者の意見を求めている。

表4 コンサルティティブ・ペーパーⅢの目次

イントロダクション
コメント
1 マーケット・メーカー制の日常業務
なぜマーケット・メーカーが必要か?
マーケット・メーカーとは何か?
マーケット・メーカーの要件
マーケット・メーカーの義務
・呼値請求
・呼値請求への対応
マーケット・メーカーの特権
手数料割引
マーケット・メーカーの認可
コンピューター取引システムにおけるマーケット・メーカー制
一斉呼値変更機能
2 取引所におけるマーケット・メーカーの特徴
オプション白書での提案
・最大呼値スプレッド
・最小取引量
・最長経過時間
・最短呼値提示時間
・注文対応率
義務の停止

第一章「マーケット・メーカー制の日常業務」ではマーケット・メーカーの必要性、マーケット・メーカーの定義、マーケット・メーカーの要件、マーケット・メーカーの義務、マーケット・メーカーの特権、手数料割引、マーケット・メーカーの認可、コンピューター取引システムにおけるマーケット・メーカー制、一斉呼値変更機能といった項目が説明されている。マーケット・メーカー制とは手数料の割引と引き替えに常時売り買い双方の指値を提示する者（マーケット・メーカー）が存在する制度であり、世界の主要なオプション取引所が採用していることから流動性を高める手段として香港でも導入する運びとなった。オプション取引会員であればマーケット・メーカーになるための特別の要件はないが、取引所の認可が必要であり、当初の三カ月を経過後は満期日ごとに更新されることになっている。マーケット・メーカーは会員の端末を通じた呼値請求に答えることを義務づけられており、手数料の割引措置を受けるが、情報面では他の会員と同一で、執行面でも価格優先・時間優先の原則に従って他の会員と同じ立場にある。というのもこの制度はオークションを補助するためのマーケット・メーカー制であり、取引の一方にかならずマーケット・メーカーがいるという純粹のマーケット・メーカー制ではないからである。他方、コンピューター取引システム上のマーケット・メーカー制として呼値を一斉に提示できるという利点があり、一斉呼値変更機能がこの特徴を強化している。一斉呼値変更機能はマーケット・メーカーがPCターミナルかユーザー・デバイスのどちらかを利用しているかに関わらず使用できるが、ユーザー・デバイスを利用している場合にはリアルタイムでデータをオプション価格モデルとリスク管理システムに転送するPCインターフェイスが利用でき、フロント・オフィス・システムから一斉呼値変更機能に転送するPMOインターフェイスが利用できる。（PMIインターフェイスはマーケット・メーカー以外も利用可能）

第二章「取引所におけるマーケット・メーカーの特徴」ではすでにオプション白書で提示された五つの数値基準について説明が付け加えられている。売り気配値の10%または0.15香港ドルの大きい方という最大気配値スプレッドに関しては原株によるヘッジの際に必要な印紙税から0.15香港ドルが算出され、売り気配値の10%という基準は参考値として提示したものでかならずしも一律である必要はないとしている。最小取引量の10単位に関してはあまりにも小さな数量では流動性を付与することにならないとしており、10単位を越えれば売値の提示数と買値の提示数は異なってもよいと付け加えられている。呼び値請求への最長対応期限三分に関しては妥当な期間であろうと述べており、呼値維持（変更の場合を除く）の最短時間三〇秒に関しても注文の判断を下すためにこの程度は必要であろうと述べている。呼値請求への対応割合七五%に関しては最初の三カ月間を想定しており、日次ベースでの対応の監視も可能であることから他の基準の導入もあり得るとしている。また、マーケット・メーカーの義務の凍結については最小限に抑えたいとしているが、市場混乱時や寄り・引けには凍結することも考えられるとしている。

コンサルテイティブ・ペーパーⅢに対してはどのようなコメントが寄せられたのか明らかではないが、香港証券取引所が提示した数値基準等は変更されず、オプション白書で提示されたものがそのまま用いられている。⁽⁶⁾香港証券取引所は株式オプションの導入に際してコンサルテイティブ・ペーパーを三度も発行し、市場参加者の反応を確かめながら取引要綱等の諸制度を決定した。こうしたコンサルテイション方式は一部少数の人間だけが密室で決定を行なうよりも市場参加者の知恵を結集できるという意味で優れているし、決定に積極的に参加しなかつた者にも責任があるという意味で無用な批判を回避できる可能性もある。もちろん意見が分かれた場合の最終決定は取引所や監督当局が行なうべきであるが、高圧的に決定を言い渡すのではなく、決定理由を明示し、反対

者を説得する努力を払う必要があるだろう。香港の場合にも取引所が市場参加者の意見を入れて当初案を変更したところもあったが、反対理由を述べて当初案を守り通したところもあった。コンサルティション方式をわが国で導入した場合、市場参加者の積極的な対応が得られるのか、意見が分かれた場合の裁定がうまくできるのか、一部少数の人間が決定した場合よりも本当にいいアイデアが得られるのか、といった問題は残るが、民主主義には時間とコストがかかるものだと割り切るべきであろう。官僚機構の弊害が声高に叫ばれる昨今、新商品の導入や新しい制度の改革にも開かれた形で決定が行なわれることが、決定内容と同じぐらいに重要であると言えまい過激であらうか。

(吉川)

注

- (1) 香港における株式オプション上場の経緯、上場後の取引状況等については本誌一五四〇号(一九九六年一月)を参照。
- (2) Stock Exchange of Hong Kong. *Consultative Paper on Listed Options: Eligibility Criteria for Underlying Stocks and Option Contract Specification* (Consultative Paper D). December 1992.
- (3) Stock Exchange of Hong Kong. *Consultative Paper II on Exchange-Traded Equity Options: Proposal on Trading, Clearing, and Participation* (Consultative Paper II). March 1993.
- (4) Stock Exchange of Hong Kong. *Exchange-Traded Equity Options: Market Structure, Participation & Financing*. November 1994.

- (5) Stock Exchange of Hong Kong. *Exchange Traded Options: Consultative Paper on Market Making* (Consultative Paper III). December 1994.
- (6) なお、建玉制限は、契約価値の小さい香港テレコムとホープウェルで限月ごとに二五〇〇枚、その他の銘柄では限月ごとに五〇〇〇枚(ただし、マーケット・メーカーを除く)となっている。