

非対称情報の存在と証券市場

清水 葉子

1 はじめに

取引所への注文集中義務が比較的緩和されているアメリカの証券市場では、従来から市場分裂の問題がさまざまな形で論じられてきた。たとえば、一九七〇年代には、NYSEやAMEXといった主要取引所から地方取引所への大口取引の流出をめぐって市場分裂問題が取り上げられたが、こうした議論では、注文執行の場が複数に分断され、かつそれらの市場の間で価格情報の交流がなかったために、顧客の最良執行が損なわれるのではないかという懸念が主にクローズアップされた。最良執行をめぐる問題は、その後ナショナル・マーケット・システムの導入にもなつて、各市場間に気配情報、価格情報、注文を回送するシステムをめぐる、透明性を向上させることで解決が図られた。

一方、現在の市場分裂問題はそれとは別の様相を呈しており、既存の証券市場から、非取引所組織である代替的取引システム（ATS）への無視できない量の取引流出が注目を集めている。こうした問題は、ATS上でかなりの量の取引が行われているにもかかわらず、ATSがナショナル・マーケット・システムに十分統合されていないために価格情報の透明性に問題があるという点に加えて、ATSが取引所類似の機能を持ちながら、自主規制機能など取引所の持つ規制義務を果たしていないことなどの規制構造上の問題に焦点が当てられているといつてよい。

しかしながら、こうした問題も、一九九七年のオーダー・ハンドリング・ルールの導入によってATS上の取引の一部がナショナル・マーケット・システムに統合されたほか、今年五月に発表されたSEC提案によってATS規制の強化が図られ、市場の透明性の問題と規制構造上の問題の両方に関して一応の方向性が示された。

ところで、こうしたATS規制についての議論が進められる中で、ATSなどの非取引所取引システムに対する認識自体もしだいに変質してきたように思われる。すなわち、ATSは、当初、コンピューター・テクノロジーを利用した特殊な取引システムであって、SECの証券市場規制の隙をついて登場した変則的な存在であるといった認識がされていたと考えられるが、その後徐々に、ATSも証券市場のさまざまな取引ルールのバリエーションの一つに過ぎず、市場全体としてはそのようなバリエーションを許容した上で市場間競争が進められるべきであって、透明性の確保や規制構造の問題は規制上の工夫で技術的に解決可能であるという考えに移ってきたように思われる。こうした雰囲気の変化は、たとえば証券市場におけるグローバル化が進展し、各国ごとに取り引きルールに少しずつ違いのある市場が世界全体として並存するという状況と無関係ではない。

こうした問題意識の変化にもなつて、今後は、複数の取引システムの並存を前提とした上で、市場参加者が取引システム間の選択をどのように行っていくのか、またそうした複数システムの並存が市場全体として見たときにどのような帰結をもたらすのかといった方向へ関心が移っていくと考えられる。既存取引所がクロッシング・セッションなどの別セッションを設けたり、自動執行システムの導入に積極的に取り組むといった動きもこうした考え方を反映していると推測できる。

2 情報の非対称性の存在と証券市場

近年のマーケット・マイクロストラクチャの議論では、さまざまな市場制度の存在を、市場参加者の間の情報格差に着目して説明しようとする研究がさかんである。⁽¹⁾こうした考え方は、市場参加者の中に、新たに得た情報に基づいて証券価格の評価を改訂し売買を決定している情報優位にあるトレーダーと、新規情報に基づかずポर्टフォリオの入れ替えなどの流動性理由で取引を行うトレーダーの二種類があると想定し、さまざまな市場現象をそうした種類の違うトレーダーたちの戦略的行動の結果として解釈するという立場がとられている。

知られているように市場参加者の間に情報格差が存在する市場では、典型的な逆選択現象が生じる可能性がある。たとえば、常に売りと買いの気配を提示する義務のあるマーケット・メーカーは、情報優位にあるトレーダーと取り引きする場合には平均的に損失を被ることになるため、マーケット・メーカーが情報トレーダーと情報トレーダーを見分けることができれば、情報トレーダーにはリスクプレミアムを上乗せしたより広いスプレッドを提示し、非情報トレーダーには狭いスプレッドを提示することで収支を均衡させることができるはずである。しかしながら、実際にはマーケット・メーカーは両者の区別をすることができないか、たとえ区別ができたとしても相手によって異なる気配を提示することができないため、両方のトレーダーに平均的なリスクプレミアムを上乗せした気配を提示するほかない。となると、マーケット・メーカーの提示する気配は、情報トレーダーと取り引きすることで生じる損失を、非情報トレーダーからの利益で相殺することができるようなものとならざるを得ず、その結果、非情報トレーダーは本来負担する必要のないリスクプレミアムをマーケット・メーカーのスプレッドを通じて負担していることになる。以上のように見ると、マーケット・メーカーの提示するスプレッドは、このように市場に正の割合でマーケット・メーカーより情報優位にあるトレーダーが存在することから説明され

る。

もちろん、こうした逆選択の問題があまりにも深刻であれば、どんなにマーケット・メーカーのスプレッドを広くとつても市場が成立しないことが考えられ、その場合には市場自体が存続できないことにもなりかねない。したがって、実際の市場はこうした情報問題を解決する工夫を何らかの形で内蔵していると考えることが出来る。こうした情報の非対称性という枠組みを前提とすると、証券市場では、市場仲介者と情報トレーダー、非情報トレーダーのあいだで、それぞれが相手の行動を予測した上で自分の行動を決定するという戦略的な競争が行われていると見ることが出来る。この競争は、逆選択コストの転嫁をめぐる競争であつて、情報トレーダーは自分が情報トレーダーであることを隠すことができれば、他の市場参加者のコスト負担の下でできるだけ有利な取引を行えるであろうし、市場仲介者はそのようにして情報トレーダーから転嫁される逆選択コストをさらに非情報トレーダーに転嫁することで市場を存続させようとするであろう。

こうした状況では、非情報トレーダーは情報に基づかない流動性要因に基づく取引をしようとしていることを何らかの形で市場に伝えなければ、本来負担する必要のない逆選択コストを転嫁させられてしまうことになる。したがって、もし、そうした非情報トレーダーだけのための市場をもとの市場外に設定することができれば、非情報トレーダーの取引は市場外に流出する可能性がある。このように、情報の非対称性のもとで、逆選択コストの転嫁をきらう経済主体が、自分の「タイプ」をシグナリングすることで事実上の別市場を形成し、より有利な均衡価格を得ようとする行動は、「分離均衡」の問題として分析されている。

たとえば、保険市場に関する分離均衡の研究はよく知られているものであるが、たとえば、事故確率の低い被保険者と高い被保険者が存在しており、保険会社に事前にそうした「タイプ」が見分けられない場合、保険会社は通常は両タイプの平均的事故確率から割り出した保険料率を平等に提示することで事故確率の低い被保険者には高い被保険者のリスクプレミアムを負担させると考えられる。ここでは、事故確率の高い被保険者のリスクプレミアムが事故確率の低い被保険者に転嫁されている。しかしながら、たとえ保険会社に事前に両者の見分けがつかなくつた場合でも、各々の事故確率にあわせて二種類の保険商品を設計して、両タイプの被保険者が自分向けに設計された商品を選択する方が自らに有利になるようにすることができれば、被保険者の自主的な選択行動を通じて、結果的に両者を分離することができる。そうしたケースで後者の均衡を分離均衡と呼んでいる。

3 市場分裂の可能性

こうした考えに基づけば、NYSEのアップステアーズ取引⁽²⁾を非対称情報の存在から生じた一種の市場分裂として説明することができるのではないだろうか。NYSEでは、サイズの大きいブロック取引は、しばしば取引所のフロアーを離れて、アップステアーズ・ブローカーと呼ばれる証券会社によって注文の付け合わせを行ったあと、フロアーに回送されて約定がなされることが知られている。そうした証券会社は、ブロック取引の注文を取引所のフロアーにつなぐまえに独自で取引相手を見つけたり、場合によっては証券会社自身が自己勘定で引き受けたりするが、このように取引所のフロアー以外の場所で注文の付け合わせがなされるようなブロック取引の処理の仕方は、フロアーで付け合わせが行われるダウンステアーズ取引に對比してアップステアーズ取引と呼んでいる。

こうしたアップステアーズ取引には、市場参加者の間の情報の非対称性がどのようにかかわっているだろうか。すでに述べたように、情報劣位にあるトレーダーが情報トレーダーの相手方となつて取引を行う場合、非

情報トレーダーは、当該取引から損失を被る可能性が高い。取引規模の大きいブロック取引の場合はなおさらその損失が大きいため、通常のフロアー取引では、相手が情報トレーダーである場合をそれぞれ、ブロック取引は取引の相手方を見つけるのがきわめて難しく、また相手方を見つけられたとしても相応のリスクプレミアムが要求されることになる。こうしたリスクプレミアムは、価格インパクト形で現われる場合もあれば、市場仲介業者の提示するスプレッドの形で現われることもある。

通常のフロアーでの取引では、非情報トレーダーがブロック取引を行う場合でも、注文元の投資家が誰であるかは明示的には明らかにされないため、その取引が新規情報に基づく可能性が否定できず、情報トレーダーなみのリスクプレミアムが要求されかねない。こうした現象は、本来負う必要のないリスクプレミアムを非情報トレーダーが負わされるために、そうした取引を本来以上に抑制してしまうという意味で、逆選択が生じているということが出来る。

これに対して、アップステアーズ取引では、仲介者であるブローカーに対しては取引主体が明らかにされるため、取引者が情報トレーダーでないことを確認した上でブローカーは自己勘定で注文を引き受けることができる。またブローカーが新たに取引相手を探す場合でも、ブローカーの評判をシグナルとして取引の相手方に当該取引が非情報トレーダーとの取引引きであることを示すことができ、逆選択コストを削減することができる。

こうした観点からアップステアーズ取引は、あえて取引主体を明らかにすることで、取引が新規情報に基づかないものであることを市場にシグナルし、逆選択コストを削減するデバイスとして機能していると解釈することができる。アップステアーズ取引は、それがなければ逆選択コストのせいで抑制されてしまったであろう取引を逆選択コストを削減することで生ぜしめているということが言える。

市場仲介者マーケット・メーカーやブロックトレーダーは、流動性を供給しているだけでなく、ある種の情報コントロールを通じて逆選択コストの減少をはかっており、これがかれらの収入の一つの根拠である。

4 おわりに

固定手数料制が廃されて手数料の自由化が進むことでさまざまな形で市場仲介者の競争が熾烈化すると考えられる。固定手数料制が存続していたときには、市場仲介者が逆選択コストに対処するといった情報コントロールサービスとも呼ぶことのできるサービスは、固定手数料の下で得ていた超過利潤の下で暗黙のうちに通常の仲介サービスにバンドルされていたと考えられる。しかしながら、固定手数料が廃止され、通常のブローキングサービスの対価が低下すると、そうした特殊な市場サービスは新たに明確な対価を必要とするはずである。

市場仲介者の収入が手数料からスプレッドへと変化していることが指摘されており、スプレッドは、従来はマーケット・メーカーなどの市場仲介者の在庫リスクで説明されることが多いが、こうした観点に立つと、スプレッドは情報トレーダーとの取引から生じるリスクプレミアムの対価であると考えられる。たとえばアップステアーズ・ブローカーがブロック取引を行って得るスプレッドは、それがなければ非情報トレーダーがこうもっていたであろう証券市場の逆選択コストに対処するための情報コントロールの対価であると考えられる。ここでは注文をつなげ約定清算するだけの仲介業務にに対してはわずかしか支払われない。こうした変化の背景には、ブローカーと取引所が一体化して行ってきた特定サービスのうち、従来ブローカーの行ってきた仲介業務の多くの部分を取引所や各種の取引システムが行えるようになった結果市場仲介者の情報コントロールサービスが相対的に重要度を増してきたことがあると言つてよいのではないだろうか。

注

- (1) Ohta, M. 「マーケットマイクロストラクチャー」(大村敏一他訳) きんざい、一九九六年(原著一九九五年) はこ
うした分野のきわめて包括的なサーベイとなっているが、スプレッドの要因を従来のようにマーケット・メーカーの
在庫に着目して説明するモデルにはわずかに一章をさいているにすぎない。
- (2) アップステアーズ取引については、伊豆久「アップステアーズ取引とは何か―大口注文の場外付け合わせについて」
『証研レポート』一五五四号、一九九八年一月参照。