

オプション市場休止が意味するもの

三木 まり

1 はじめに

大阪証券取引所において、六月末をもって、電子取引システムを利用したオプション市場が、株式取引の売買が低調なために休止された。オプション市場は、平成一〇年二月一日に施行された改正証券取引法において、証券取引所による複数の有価証券市場が可能になったことを受けて、昨年二月一日に開設されたものである。オプション市場の創設にあたっては、機関化現象の進展に伴う投資手法の多様化に対するニーズに応えること、及び、現物市場の流動性と価格発見機能を向上させることが目的であった。また、オプション市場は、機関投資家向けの市場で、売買成立まで注文情報が漏れない独自の価格形成が特徴であった。

しかし、主な参加者として見込まれていた機関投資家の参加が少なく、今年二月一三日に取引対象銘柄をそれまでの大証取引所一部上場銘柄から、ナスダック・ジャパン市場銘柄を含む同取引所上場全銘柄に拡大したが、半年の累計売買高は、八万五〇〇〇株と低調で、売買の活発化する見込みが少なかったため⁽¹⁾休止された。オプション・システムが開発された米国においても、ナスダック、パシフィック証券取引所ともに二〇〇〇年九月二一日付けでオプション市場の取引を休止し、これをもって開発したオプション・テクノロジー社は株式売買の付合わせ業務から撤退している。

本稿では、機関投資家の潜在的需要はあったものの、開設後半年あまりで休止に至ったオプション市場に

ついて、その休止の要因と電子取引システムの持つ課題について検討することにした。

2 オプティマーク市場の概要

オプティマーク (OptiMark) は、コロラドのオプティマーク・テクノロジー社 (OptiMark Technologies, Inc.) が一九九六年九月に発表し、一九九七年一月一八日に米国特許庁から特許を得た取引システムである。オプティマーク・システムでは、従来の価格、サイズ (株数) という発注方法に加えて、「優先度」という新たな注文尺度が付け加えられた。優先度は、○から一の間の一〇・一刻みの数値で指定される。一は絶対に取引を成立させたいという売買意思を、○は全く取引を成立させたくないという売買意思を表す。その際、優先度は視覚的に色別で表示される。例えば、優先度○は黒、さらに優先度が上がるにしたがって紫・青・赤・黄、優先度一は白となる。また、価格は縦軸、数量は横軸でディスプレイされていた。取引時間帯については、午前八時二〇分から午後四時の間に一五分間隔でコールが行われた。

オプティマーク市場は、各投資家の優先度をそれぞれの価格、サイズの組み合わせごとに掛け合わせ、掛け合わされた優先度の高いところから取引をマッチさせていくものである。⁽²⁾ 従来は、価格、サイズの二次元の要素で構成された注文形態を、投資家が証券会社に伝えていた。通常、投資家は市場状況に応じて価格変化をどの程度許容するか、取引サイズをどのように変更するかといったトレーディング・インタレストを口頭で証券会社に伝えている。これに対して、オプティマークは、それまで口頭でしか伝えられてこなかった複雑で微妙な発注の二要素を、価格、サイズ、優先度という三次元のプロフィールの形態で電子化したといえるだろう。このように、オプティマークは、独自の先進性をもった取引システムであったといえる。

加えて、オプティマークは、機関投資家のニーズである 匿名性が保持されること、自分の注文の価格やサイズが知られないこと、市場にすぐにアクセスでき、また注文を取り下げることができること、価格発見機能があること、などを満たした取引システムであった。これらの特徴を考慮すると、機関投資家の潜在的なニーズは存在したはずである。しかし、なぜ、このように機関投資家のニーズを満たす先進性をもった取引システムが、これほどの短期間で取引の休止につながったのだろうか。このことについて、次節において検討してみたい。

3 オプティマーク・システム休止の要因

大阪証券取引所においてオプティマークが休止した理由について主に三点が挙げられている。まず第一に、機関投資家の取引需要が掘り起こせなかった点、第二に、証券会社の幅広い協力が得られなかった点、第三に、売買の不振でシステムを提供する日本オプティマーク社（JOS）の経営状況が悪化した点⁽³⁾であるといえる。

まず、機関投資家の需要について検討していきたい。機関投資家は、既存の株式市場で大量の売買を執行すると、自らの注文が市場に伝わって株価が不利に変動するマーケット・インパクトが避けられない。取引の匿名性が保証されるオプティマーク市場は、執行コストが引き下げられると前評判を呼んでいた。したがって、機関投資家の潜在的需要はあつたはずである。

しかし、オプティマーク・システムを生かすには、銘柄、株数、株価だけでなく、売買の優先度合いや発注方法などの条件を入力する必要があつた。このように取引手法が複雑であつた上、その匿名性がゆえに、注文状況がわからず手探りで注文することを機関投資家は強いられたといえるだろう。このことが、売買高の低調につな

がった第一要因といえる。

現実の市場では、情報を持たないトレーダーたちも市場の動向を見て、情報を持ったトレーダーたちの持つ情報がいかなるものかを推測しようとする。例えば、A社の株式が買われ始めたとなると、そのとき、情報を持たない通常のトレーダーは、「A社に何か自分の知らない好材料があるのかもしれない」と考えるだろう。一部のトレーダーが買っているうちは、その信憑性に対する評価は半信半疑の状態であろう。しかし、買ったトレーダーの数が増加するにつれて、信憑性は高まっていき、自分も機を逸しないようにA社の株式を買おうとするだろう。他方、情報を持つトレーダーも、自分が買えば「周囲のトレーダーは、自分がA社に関して好材料を持っていると考えるだろう」ということは十分承知しながら売買するに違いない。そのような情報をいつまでも独占し利益を享受し続けられないことは充分認知しているはずである。このように、互いに相手の行動や反応を読み合いながら合理的に意思決定を行うトレーダーによって、市場で売買が進行していくと想定する方が極めて自然であろう。これに対して、オプティマークは、参加者全員にとって匿名性が維持されるかわりに、機関投資家が投資判断を行う際に情報不足につながったといえる。機関投資家は、匿名性の保持と引き換えに、価格形成が行われている市況を全く知ることが出来ず、特に、情報を持たない機関投資家は手探りの状態で売買の意思決定を行うことを強いられたといえる。

また、生命保険会社などの機関投資家は、ほぼ同じ指数を用いて売買を判断しており、売り買いの思惑が一致するケースが多い。既存市場では、様々な見方をする個人投資家が、機関投資家とは別の注文を出し需給のバランスをとっている面がある。そういった点で、オプティマーク市場は、機関投資家のみを対象にしているだけに、需給のバランスをとることが難しく、実際の参加者が広がらず、市場はさらに細るといふ悪循環に陥ったと考え

られる。

次に、オプティマーク市場が休止した第二の要因について検討していきたい。オプティマーク市場の拡大には、証券会社の幅広い協力が不可欠だったといえる。しかし、実際には、大手を中心に、機関投資家の大口注文を仲介することは重要な収入源とみなされており、オプティマーク市場は、むしろ競合相手とみなされた観がある。取引システムを開発した米国のオプティマーク社が、昨年、株式売買の付け合わせから撤退した背景にも、米国証券会社の協力が得られなかったことが背景にあるという。

米国には、オプティマーク市場と競合する取引方法にアップステアズ取引（upstairs trading）という大口注文取引がある。アップステアズ取引とは、売り注文（買い注文）に対する買い注文（売り注文）を証券会社が見つけ出し、売り買い両方をそろえた上で約定のため形式的に取引所に回送するものである。⁽⁴⁾ アップステアズ市場の存在理由は、言うまでもなくマーケット・インパクトを避けるためである。例えば、機関投資家が大口注文を取引所にそのまま発注した場合、価格の大幅な変動を招き、執行コストの増大という機関投資家にとって好ましくない事態を招くことになる。それを回避するために、証券会社に対当注文の探索を依頼するのである。この点に関しては、オプティマークも同一で、独自の価格形成によってマーケット・インパクトを回避できた。しかし、結果的に、なぜアップステアズ市場の方が優位に立ったかという点、証券会社が機関投資家の相手方として、流動性を供給する役割を果たした点に他ならない。まず、証券会社は、相対注文を集めるために投資家を直接勧誘することができる。次に、証券会社は、投資家を直接勧誘することができることによって、流動性の供給者という役割に加えて、情報の管理・伝達機関として機能しうることである。例えば、大口の売り注文の場合、それが、何らかの発行会社に関する情報に基づくものではなく、投資家自身の流動性要因によるものであると、買い方に

説明することが可能である。或いは、売り手がおおよその株数と希望価格を証券会社に伝えることによって、それに対する注文がどのくらいあるかを調べさせることが可能である。また、アップステアズ市場の場合、基本的に相対取引であるため、評判による規律によつて、顧客情報へのフリーライダーのインセンティブは小さい。こうした点が、オプティマーク市場に対して、アップステアズ市場が優位となりえた理由であろう。また、アップステアズ取引は、証券会社にとつて、重要な収入源であり、オプティマークが競争相手と見なされた理由でもあると思われる。

一方、米国のアップステアズ取引に対して、機関投資家の大口取引として、日本では、クロス取引、あるいは、決め商いがこれに相当する。しかし、日本の機関投資家（生保、投資信託、投資顧問など）は、米国に比べてその数が極端に少なく一社当たりの運用額が非常に大きい。そのため、その売買動向は均質で、米国のアップステアズ取引のように、証券会社が対当注文をアレンジすることは難しく、対当注文を出すのは証券会社だけにならざるを得ない。こうした状況が、オプティマーク市場の日本における短期の休止につながった第二の要因であるといえるだろう。このような運用スタイルが、オプティマークに限らず、一九九八年一二月から株式売買の証券取引所への集中義務がなくなり、その後、誕生したPTSなどの電子取引市場の苦戦が続く理由でもあろう。こうした現状は、効率的な取引システムの構築には、単に新しい取引システムを導入することを意味するのではなく、市場参加者の構成や執行ニーズを考慮したインフラ整備と、継続的な改革、改善の必要性が示唆される。こうした意味において、大阪証券取引所のオプティマーク休止への迅速な意思決定は評価されるだろう。

4 おわりに

本稿では、導入後、半年あまりで休止に至ったオプティマク市場の特徴とその休止の要因を検討した。オプティマク市場の特徴としては、機関投資家のニーズを実現した匿名性と、トレーディング・インタレストである従来の価格、サイズに優先度を加えた三次元のマトリックスで提示し、取引意向をマッチングさせる点にあった。これまで、機関投資家が証券会社のトレーダーとの間で「サイズがこのくらいなので価格がいくらまで動いても良い」といった意向を口頭で示してきたが、そういったニュアンスを優先度の付与によって、明確に、しかも匿名で提示できたのがオプティマクである。

しかし、完全な匿名性が逆に機関投資家のトレーディング・ストラテジーを提示する際に、情報不足をもたらした。また、複雑な発注方法が、機関投資家に十分に定着することもかなわなかった。加えて、日本の機関投資家は、少数で運用額が非常に大きく、運用スタイルが均質なため、流動性の不足にもつながった。さらに、オプティマクは、決め商いやクロス取引を重要な収入源とする証券会社から競合相手とみなされ、証券会社からの十分な協力が得られなかった。以上のような点が、オプティマク市場が短期間で休止に至った理由であるように思われる。

このように新しい取引システムの導入とその失敗は、新しい取引システムの整備だけでは必ずしも効率的にそのシステムが機能しないことを意味している。このことは、新しいシステムの導入は、そのシステムを提案する交渉力をもつ人々或いは集団の利益に役立つよう作られているが、システムを利用する投資家の構成や運用スタイルを考慮しなければ必ずしも成功するとは限らないことを示しているといえるだろう。特に、日本のように機関投資家の数が少数で資産規模が極端に大きく均質な運用スタイルをとる場合、単に電子システムの導入だけで

は、そのシステムが効率的に機能しないことは、オプティマークに限らず、一九九八年一二月から証券取引所の売買集中義務がなくなつて誕生したPTSなどの電子取引システムの苦戦からも伺われる。証券市場を活性化させる上でも、機関投資家に限らず、個人投資家の需給を吸い上げる取引システムの構築と改革、改善が今後の課題となるだろう。その際、ナスダックが導入しようとしているスーパー・モニタージユのような匿名性も希望により維持されつつ、売りと買いのそれぞれについて最良気配から三本までを価格優先、時間優先のもとに統合表示されるような個人投資家も発注しやすい取引システムの設計が有効かもしれない。⁽⁵⁾

一方で、年金基金を中心に機関投資家の運用競争は厳しさを増している。そこにおいては、ますますコスト競争が盛んになってきている。だが、日本における現状のコスト分析は、手数料などの固定コスト要因しか開示されていないのがほとんどであり、マーケットインパクトなどの変動コストまで行っているのは一部の運用機関にとどまっている。今後、受託者責任の観点から、執行における変動的コストについても注目され、管理策が構築されていくことが見込まれる。その際、証券市場が、機関投資家の取引手法の高度化にともなつて、多様な取引を提供できることが望まれる。投資家における最良執行に向けての恒常的な努力が必要なのは言うまでもない。

注

(1) 『日本経済新聞』平成一三年六月六日付朝刊。

(2) オプティマーク市場のマッチングについての詳細は、吉川真裕「始動した新世代の取引システム パシフィック取引所のオプティマーク」『証研レポート』第一五六八号、一九九九年三月を参照。

- (3) 『日本経済新聞』平成一三年六月六日付朝刊。
- (4) アップステアズ取引についての詳細は、伊豆久「アップステアズ取引とは何か 大口注文場外付け合わせについて」『証研レポート』第一五五四号、一九九八年一月を参照。
- (5) スーパー・モニタージュについての詳細は、清水葉子「市場間競争とディーラー市場における顧客指値保護」『証券経済研究』第三二号、二〇〇一年五月を参照。

(みき まり・研究員)