

インターナショナル・セキュリティーズ・エクステンジ

急成長したアメリカの電子オプション取引所

吉川 真裕

一九九八年十一月、インターナショナル・セキュリティーズ・エクステンジ（ISE）と名付けられた電子オプション取引所を開設する計画が発表され、一九九九年二月には証券取引委員会（SEC）に取引所開設申請、二〇〇〇年二月にシカゴ・ボード・オプション取引所（CBOE）以来二七年ぶりとなるSEC管轄の取引所の開設が認可され、同年五月にISEは取引を開始した。アメリカには株式オプションを取引する取引所が四つ存在し、上場銘柄の棲み分けによって共存がはかられていたが、ISEの参入によって取引所間の競争激化が予想された。既存の取引所が取引フロアでの取引を中心にしていたのに対してISEは取引フロアを持たない電子取引所であり、ナスダック銘柄をめぐるマーケットメーカーと電子証券取引ネットワーク（ECN）のシェア争いに似た競争が株式オプション市場でも繰り広げられることになった。その後、ISEでの取引は加速度的に増加し、二〇〇一年八月には第四位、同年一〇月には第三位、二〇〇三年一月には第二位、同年二月には株式オプションでは首位（株価指数オプションを含めると第二位）の座を獲得することになった。

本稿ではISE設立の経緯やその後の経過を振り返った後、ISEの仕組みと特徴を簡単に紹介し、ISEを含めたアメリカの株式オプション市場の展望をおこなう。

1 I S E E開設の背景

取引所でのオプション取引は一九七三年四月にC B O Eが開設された際に株式を対象として世界ではじめて実施された。その後、アメリカでは一九七五年一月にアメリカン証券取引所（A M E X）、同年六月にフィラデルフィア証券取引所（P H L X）、一九七六年四月にパシフィック証券取引所（P C X）、同年十二月にミッドウエスト証券取引所（一九八〇年撤退、C B O Eへ移管）、一九八五年二月にニューヨーク証券取引所（N Y S E E）が株式オプション取引に参加した。アメリカの株式市場では取引所上場銘柄の八割はN Y S E Eで取引されているが、株式オプション市場では上場銘柄の棲み分けがおこなわれており、取引の集中はさほど生じていなかった（一九九六年の取引シェアはC B O E四四％、A M E X二九％、P C X一七％、P H L X八％、N Y S E E二％）⁽¹⁾。

一九九七年四月には市場参入が遅れ、取引シェアが最低であったN Y S E Eが株式オプション市場の閉鎖を決定し、上場銘柄をC B O Eに移管することが発表された。I S E Eのアニユアル・レポート二〇〇〇年版によれば、取引フロアでの取引が主体の株式オプション市場に電子取引を導入する計画の検討は一九九六年にE T レードのウィリアム・ポーター会長を中心として始められていたが、N Y S E Eの株式オプション市場の閉鎖によってN Y S E Eで株式オプションを担当していたデービッド・クレル（現I S E E最高経営責任者）とゲイリー・カツツ（現I S E E最高業務責任者）が加わり、この計画はより現実味を帯びることになった。そして、一九九七年一月にインターナショナル・セキュリティーズ・エクステンジブル（有限責任会社）がニューヨーク州で設立され、一九九八年一月一〇日には二〇〇〇年第1四半期に電子オプション取引所を開設する計画がI S E Eから公表され、一九九九年二月二日にS E Cに対して取引所の開設認可申請がおこなわれた。

アメリカの株式オプション市場では一九七六年二月以降に重複上場が開始されたが、S E Cは当初、すでに取

引がNYSEに集中していた株式市場での市場間競争促進方針とは裏腹に株式オプション市場では流動性の分裂を心配していた。その後、オプション取引に対する不適当な勧誘等が表面化し、SECは一九七七年七月から一九八〇年三月まで新規のオプション上場を停止していたが、一九八〇年三月にはオプション取引所から提案された新規上場銘柄のくじ引きによる棲み分けを決定する一方、株式市場に導入された取引所間の注文回送方式の導入を提案した。しかし、オプション取引所の反対にあい、取引所間の競争促進は見送られた。

一九八五年四月にはそれまで認められていなかったナスダック銘柄を対象とした株式オプション取引が認可され、その際にはくじ引きによる棲み分けはおこなわず、重複上場が本格化することになった。その後も重複上場の是非をめぐる議論が白熱したが、一九八九年五月にSECは既上場銘柄を含めた二段階の重複上場実施を決定した。これを受けて一九九〇年一月から新規上場銘柄の重複上場、一九九二年一月からは既上場銘柄の重複上場が実施されたが、市場の分裂を防止する市場間連結システムの構築は紆余曲折を経て難航し、既上場銘柄の重複上場もオプション取引所間の結託により、実質的にはおこなわれなかった。⁽²⁾

こうしたアメリカの株式オプション取引を巡る経過を踏まえればISEの市場参入は既存取引所の紳士協定に対する挑戦であり、自らの決定を実質的に覆されたSECにとっても重複上場と市場間連結システムの構築を進める梃子となりうる動きであった。取引所間の紳士協定は参加者すべてが協調してこそ成り立つのであり、ISEの参入はその存続を不可能とするものと見て取ったCBOEは一九九九年八月から紳士協定を破って重複上場を活発化させ、他の取引所もこれに追随し、ISEの市場参入計画とSECへの取引所開設申請はSECによる認可を待たずにアメリカの株式オプション市場に影響を与えることになった。

2 ISEEをめぐるその後の推移

ISEEの取引所開設申請に対しては既存取引所からの反対表明がおこなわれたが、二〇〇〇年二月二四日にCBOE以来二七年ぶりとなるSEC管轄の取引所の開設が認可された。そして、同年五月二六日にISEEはLSIロジック・コーポレーション、アルコア、SBCコミュニケーションズの三銘柄の株式を原資産としてオプション取引を開始した。ISEEは六〇〇銘柄程度の株式を原資産とした株式オプション取引をおこなうことを目標として掲げていたが、二〇〇〇年末の上場銘柄数は一七九銘柄であり、二〇〇〇年二月の一営業日平均取引高は八万三三八二契約、取引シェアは二・八%であった。

取引開始から一周年を迎えた二〇〇一年五月にISEEは三二〇銘柄を上場し、目標とする六〇〇銘柄の半分をすでに取引対象としており、平均取引高は二二万九〇〇一契約、取引シェアも七・八%に達していた。そして、同年一〇月には四〇九銘柄を上場して平均取引高は三八万二二七契約、取引シェアは一三・二%に達し、CBOE(三四・七%)、AMEX(二七・七%)に次ぐアメリカ第三の株式オプション取引所となり、PCX(一一・三%)とPHLX(一一・一%)を開設後一年半で追い抜いた。状況が異なるとはいえ、これは後発のNYSEが一三年かかっても達成できなかったことであり、異例の躍進であった。

取引所開設から二周年を前にした二〇〇二年五月一日にISEEはニューヨーク州の有限責任会社(LLC)からデラウェア州の株式会社(コーポレーション)へと組織変更をおこなった。この時点でISEEは五二五銘柄を上場し、平均取引高は五四万三一一四契約、取引シェアは二一・〇%に達していた。そして、ISEEの発表によれば、ISEEが上場する五二五銘柄の株式オプションのうち二六六銘柄はすでに取引シェアは最大であり、CBOE(二九・〇%)とAMEX(二七・四%)に対する対抗意識をのぞかせた。

二〇〇三年一月二日にはマーケットメーカーの出す気配値で業者や他のマーケットメーカーの注文も自動執行されるワンサイズ・フィッツ・オール・ルールがSECの認可を得てISEで採用された。アメリカの株式オプション市場では従来、顧客注文はマーケットメーカーの気配値で自動執行されていたが、業者や他のマーケットメーカーの注文はその注文を受けたマーケットメーカーが了解した場合にのみ執行されてきた。これは顧客注文の執行を優先する一方、マーケットメーカーのポジション調整を容易にするという配慮から生まれた慣行であったが、ISEはこの慣行を以前から問題としており、ディスプレイ上に表示された価格で誰もが平等に取引できるべきであるという主張をおこなってきた。というのも、注文執行に人手を介する限り、電子取引であっても恣意的な判断が取引を遅らせる可能性があるからであった。

他方、一月三十一日にはかつてオプション業界から拒絶された市場間連結システムが一四銘柄の株式オプションを対象として五つの取引所間で導入が開始された（六月二七日に全銘柄に導入完了）。ただし、このシステムは株式市場の市場間取引システム（ITS）を模倣したもので、株式市場のスペシャリストに当たる単一のマーケットメーカーが取引所間で注文を回送するシステムであり、時間優先原則も自動執行機能も備えてはいない。ITS形式の市場間連結システムは実効性が低いという反対意見が多かったことを考えれば、このシステムの導入はSECの執拗な要請に対してオプション業界が形式的には従うが、最も実効性の乏しい形に再び骨抜きにしたものとも考えられる。

さらに、二月七日にはISEで複数の注文を組み合わせるISEスプレッズが導入された。ISEでは二〇〇一年一月に複数の注文を組み合わせたスプレッド注文専用の注文板を導入していたが、この方式では流動性が高まらないため、ヨーロッパの取引所が導入している条件付き注文の執行を採り入れた。

これらの改善策もあって、二〇〇三年一月に I S E では五三三銘柄の株式を対象として平均取引高が七五万二一四六契約、取引シェアが二五・四％に達し、A M E X (二三・六％) を追い抜き、C B O E (二六・五％) に次ぐアメリカ第二の株式オプション取引所となった。そして、二〇〇三年二月には平均取引高が七一万五四八一契約、取引シェアが二七・二％に達し、C B O E (二六・四％) を追い抜き、アメリカ最大の株式オプション取引所となった(株価指数オプションを含めると第二位)。I S E の発表によれば五三三銘柄のうち三四七銘柄で取引シェアが最大であり、ダウ工業株指数の三〇銘柄のうち二二銘柄(原株の時価総額で七八％)、S & P 五〇〇指数の五〇〇銘柄のうち二二八銘柄(原株の時価総額で六四％)でも取引シェアが最大に達していた。

その後も I S E は株式オプション取引では月間取引シェア首位の座(株価指数オプションを含めると C B O E に次いで第二位)を守り、二〇〇三年一月には五九〇銘柄の株式を対象として平均取引高一二万三九八契約、取引シェア三〇・四％に達し、C B O E (二五・一％)、A M E X (一七・四％)、P H L X (一六・六％) P C X (一〇・六％) を凌駕しており、I S E の発表によれば五九〇銘柄のうち四一五銘柄、ダウ工業株指数の三〇銘柄のうち二四銘柄(原株の時価総額で七七％)、S & P 五〇〇指数の五〇〇銘柄のうち二二八銘柄(原株の時価総額で六六％)で取引シェアが最大であった。

3 I S E の仕組み³⁾

(1) 概要

I S E では取引フロアでのマーケットメーカーを通じた株式オプション取引をコンピューター上で模倣した取引システム(OMテクノロジー)のクリック・システムを改良)を採用しており、プライマリー・マーケットメー

カー（PMM）とコンペティティブ・マーケットメーカー（CMM）という二種類のマーケットメーカーとエレクトロニック・アクセス・メンバー（EAM）というブローカーによって取引がおこなわれている。

取引対象となるオプションは一〇個のグループに分類され、各グループごとに一社のPMMと二三社（各銘柄では最低二社）のCMMが割り当てられ、値付けをおこない、顧客の注文はEAMのみが取り扱うことができる（ただし、PMMやCMMはチャイニーズ・ウォールを設ければEAMを兼ねることもできる）。

（2）プライマリー・マーケットメーカー

PMMになるためには伝統的な取引所の会員と同様にPMM会員権を買い取るかリースする必要がある、ISEが認可した業者のみがPMMとして活動することができる。

PMMは指定された銘柄に対して常時、注文執行単位（銘柄ごとに異なるが、最低で一〇単位）の売り買い双方の確定気配（最大スプレッドに制約あり）を提示する義務があるほか、提示数量を越える注文に応じるかどうかの問い合わせに応じる義務を負い、顧客の指値注文が一〇単位未満の場合には一〇単位に満たない部分を補充して顧客注文の執行を容易にする義務も負う。

その代わりに、PMMは顧客の指値注文を除いたCMMの確定気配やEAMの自己売買注文に対して同一価格での執行を優先的に割り当てられる。具体的には、五単位以下の注文執行に対しては一〇〇%、それを超える注文執行では（a）最良気配の注文量に比例して、または（b）競合者が一社の場合には六〇%、競合者が二社の場合には四〇%、競合者が三社以上の場合には三〇%、のいずれか大きい方を割り当てられる。

PMMは指定銘柄以外でも取引できるが、四半期ベースでPMMの全取引量の一〇%を越えてはならない。

(3) コンペティティブ・マーケットメーカー

ＣＭＭになるためにもＣＭＭ会員権を買い取るかリースする必要がある、ＩＳＥが認可した業者のみがＣＭＭとして活動することができる。

ＣＭＭは値付け業務をおこなう場合にはその銘柄に対して、毎日六〇％以上、注文執行単位（銘柄ごとに異なるが、最低で一〇単位）の売り買い双方の確定気配（最大スプレッドに制約あり）を提示する義務がある。

ＣＭＭも指定銘柄以外でも取引できるが、四半期ベースでＣＭＭの全取引量の二五％を越えてはならない。

(4) エレクトロニック・アクセス・メンバー

ＥＡＭになるために会員権を買い取るかリースする必要はなく、アクセス料等をＩＳＥに支払うだけでよい。

ＥＡＭはＩＳＥに上場されている全銘柄に対して顧客注文または自己注文を発注することができる。ただし、ＥＡＭの自己注文は同一銘柄に対して継続的に一定量の売り注文と買い注文を出し、値付け業務に類する行為をおこなうことは禁じられており、同業者や自己勘定で成り行き注文や即時執行可能な指値注文、最良気配から三ティック以上離れた指値注文を出すことも禁じられている。

五〇単位以上のブロック注文はＰＭＭとＣＭＭに通知され、三〇秒間価格改善の機会が与えられるが、顧客のブロック注文をＥＡＭが執行する用意のあるファシリテーション注文の場合には一〇秒間の価格改善時間の経過後、注文を出したＥＡＭがファシリテーション注文の最低四〇％を執行できる。

(5) ガバナンス

ＩＳＥの取締役会は一五人で構成され、最高経営責任者、ＰＭＭ代表二人、ＣＭＭ代表二人、ＥＡＭ代表二人の七人と八人の外部役員からなる。ただし、外部役員数は過半数とされているが、現在は執行権を持たないアイバース・ライリーＩＳＥ会長が外部役員に含まれており、外部役員が過半数を占めるとは言いがたい。

3 ISEの取引の特徴

ここではＩＳＥの取引の特徴を株式オプション取引の清算業務を一手におこなっているオプションズ・クリアリング・コーポレーション(ＯＣＣ)のデータに基づいて紹介する。⁽⁴⁾

表1の取引シェアではすでに見たＩＳＥの拡大が著しいことがわかるが、他の四つの取引所では二〇〇三年のＣＢＯＥ、二〇〇一年と二〇〇三年のＰＨＬＸを除いて前年比で取引シェアが低下していることがわかる。取引高そのものを見ると、ＩＳＥが拡大を続けたこの間、二〇〇二年には取引高全体は減少しており、二〇〇三年のＣＢＯＥ、二〇〇一年と二〇〇三年のＰＨＬＸ、二〇〇三年のＰＣＸを除いて前年比で取引高が低下していることもわかる。この間、取引の減少の多いのは、ＣＢＯＥ、ＡＭＥＸ、ＰＣＸという順であり、ＰＨＬＸではＩＳＥの陰に隠れていたが、取引高も取引シェアも拡大していたことがわかる。

表2の取引代金シェアを見ると、この間、他の取引所では二〇〇一年と二〇〇三年のＰＨＬＸとＰＣＸを除いて前年比でシェアも低下しており、取引代金そのものでも他の取引所では二〇〇三年のＰＨＬＸを除いて前年比で低下していたことがわかる。全取引所で見ても二〇〇三年を除いて取引代金は低下しているにもかかわらず、ＩＳＥの取引代金だけが拡大を続けていることが目を引く。

表3の取引回数を見ると、この間、他の取引所では二〇〇一年のPHLXを除いて前年比で取引回数もそのシエアも低下しており、ISEとの格差がより著しいことがわかる。また、表4で取引高を取引回数で割った一取引当たりの平均取引高を見ると、CBOE、ISE、PCX、AMEX、PHLXという順で小さく、一般的に増加傾向にあることがわかる。他方、表5で取引代金を取引回数で割った一取引当たりの平均取引代金を取引高で見ると、ISE、AMEX、CBOE、PCX、PHLXという順で小さく、一般的に減少傾向にあることがわかる。一取引当たりの平均取引代金の減少傾向はコール・オプションの方がプット・オプションよりも多く取引され、この間は株価が低下傾向にあったためと考えれば理解できるが、一取引当たりの平均取引高の増加傾向は取引の大口化が進んだとしか考えようがない。

こうした数字からは取引の活発なISEとCBOEでは一取引当たりの平均取引高や平均取引代金が小さく、取引の比較的少ないPCXやPHLXでは一取引当たりの平均取引高や平均取引代金が大きいがわかるが、小口注文が顧客注文であるとは限らない。OCCは取引高を顧客勘定、業者勘定、マーケットメーカー勘定に分けて公表しているの、その数字をまとめたのが表6、表7、表8である。

全体としてみれば、顧客勘定とマーケットメーカー勘定の比率がそれぞれ四〇％台で残りが業者勘定ということであるが、この間、マーケットメーカー勘定が六％ポイント強低下する一方、業者勘定が五％強上昇し、顧客勘定はほぼ変わらずという傾向が見て取れる。ただし、取引所ごとに見た場合にはISEの比率の水準だけが乖離しており、他の取引所と比べてマーケットメーカー勘定の比率が高く、顧客勘定と業者勘定の比率が低いことがわかる。これらの数字によればISEではマーケットメーカーの取引が他の取引所よりも活発におこなわれていること、取引高首位のISEの顧客勘定取引高と業者勘定取引高はCBOEとAMEXよりも小さいこと、逆

表 1 株式オプションの取引高とシェア

単位：契約

	2000年	2001年	2002年	2003年	2000年	2001年	2002年	2003年
全取引所	672,871,757	722,680,249	709,784,014	830,308,227	100%	100%	100%	100%
ISE	7,565,684	65,353,969	152,399,279	244,968,190	1.12%	9.04%	21.47%	29.50%
CBOE	278,920,392	254,321,905	203,570,211	214,180,198	41.45%	35.19%	28.68%	25.80%
AMEX	205,716,498	203,942,399	183,452,782	175,802,038	30.57%	28.22%	25.85%	21.17%
PHLX	72,135,321	96,360,224	84,935,093	109,205,164	10.72%	13.33%	11.97%	13.15%
PCX	108,533,862	102,701,752	85,426,649	86,152,637	16.13%	14.21%	12.04%	10.38%

表 2 株式オプションの取引代金とシェア

単位：100万ドル

	2000年	2001年	2002年	2003年	2000年	2001年	2002年	2003年
全取引所	485,106	277,549	161,278	164,000	100%	100%	100%	100%
ISE	3,666	18,663	32,659	43,490	0.76%	6.72%	20.25%	26.52%
CBOE	193,302	91,699	45,591	41,904	39.85%	33.04%	28.27%	25.55%
AMEX	134,873	71,275	39,109	32,334	27.80%	25.68%	24.25%	19.72%
PHLX	70,741	47,234	22,015	27,046	14.58%	17.02%	13.65%	16.49%
PCX	82,524	48,677	21,904	19,227	17.01%	17.54%	13.58%	11.72%

表 3 株式オプションの取引回数とシェア

単位：回

	2000年	2001年	2002年	2003年	2000年	2001年	2002年	2003年
全取引所	56,347,240	42,512,436	39,895,500	43,979,691	100%	100%	100%	100%
ISE	882,205	4,075,521	8,909,377	13,800,933	1.57%	9.59%	22.33%	31.38%
CBOE	24,450,059	16,819,619	12,863,366	12,812,544	43.39%	39.56%	32.24%	29.13%
AMEX	17,997,614	11,020,140	9,151,100	8,648,134	31.94%	25.92%	22.94%	19.66%
PHLX	4,759,120	4,856,550	4,472,904	4,402,339	8.45%	11.42%	11.21%	10.01%
PCX	8,258,242	5,740,606	4,498,753	4,315,741	14.66%	13.50%	11.28%	9.81%

表 4 株式オプションの 1 取引当たり平均取引高と対平均比

単位：契約

	2000年	2001年	2002年	2003年	2000年	2001年	2002年	2003年
全取引所	11.94	17.00	17.79	18.88	100%	100%	100%	100%
ISE	8.58	17.89	17.11	17.75	71.86%	105.24%	96.18%	94.01%
CBOE	11.41	15.12	15.83	16.72	95.56%	88.94%	88.98%	88.56%
AMEX	11.43	18.51	20.05	20.33	95.73%	108.88%	112.70%	107.68%
PHLX	15.16	19.84	18.99	24.81	126.97%	116.71%	106.75%	131.41%
PCX	13.14	17.89	18.99	19.96	110.05%	105.24%	106.75%	105.72%

表5 株式オプションの1取引当たり平均取引代金と対平均比

単位：ドル

	2000年	2001年	2002年	2003年	2000年	2001年	2002年	2003年
全取引所	720.95	384.05	227.22	197.52	100%	100%	100%	100%
ISE	484.52	285.57	214.30	177.53	67.21%	74.36%	94.31%	89.88%
CBOE	693.04	360.56	223.96	195.65	96.13%	93.88%	98.57%	99.05%
AMEX	655.63	349.49	213.18	183.92	90.94%	91.00%	93.82%	93.11%
PHLX	980.66	490.18	259.19	247.66	136.02%	127.63%	114.07%	125.38%
PCX	760.35	473.97	256.41	223.17	105.47%	123.41%	112.85%	112.99%

表6 株式オプションの顧客勘定取引高とシェア

単位：契約

	2000年	2001年	2002年	2003年	2000年	2001年	2002年	2003年
全取引所	608,504,223	642,886,658	640,674,299	765,594,982	45.22%	44.48%	45.13%	46.10%
ISE	4,110,278	32,579,219	95,852,423	174,873,583	27.16%	24.93%	31.45%	35.69%
CBOE	258,552,295	236,469,743	198,292,327	216,041,038	46.35%	46.49%	48.70%	50.43%
AMEX	186,689,687	189,537,601	177,171,737	176,049,786	45.38%	46.47%	48.29%	50.07%
PHLX	62,706,032	90,402,791	84,715,051	111,140,227	43.46%	46.91%	49.87%	50.89%
PCX	96,445,931	93,897,304	84,642,761	87,490,348	44.43%	45.71%	49.54%	50.78%

表7 株式オプションの業者勘定取引高とシェア

単位：契約

	2000年	2001年	2002年	2003年	2000年	2001年	2002年	2003年
全取引所	89,983,950	148,615,272	155,955,723	198,482,317	6.69%	10.28%	10.99%	11.95%
ISE	593,813	7,511,543	20,408,731	39,268,460	3.92%	5.75%	6.70%	8.20%
CBOE	33,147,684	49,668,346	41,673,305	48,438,520	5.94%	9.76%	10.24%	11.31%
AMEX	29,237,251	46,367,357	53,130,271	60,440,823	7.11%	11.37%	14.48%	17.19%
PHLX	12,535,187	23,651,372	21,708,958	22,709,802	8.69%	12.27%	12.78%	10.40%
PCX	14,470,015	21,416,654	19,074,458	27,624,712	6.67%	10.43%	11.16%	16.03%

表8 株式オプションのマーケットメーカー勘定取引高とシェア

単位：契約

	2000年	2001年	2002年	2003年	2000年	2001年	2002年	2003年
全取引所	647,255,341	653,858,568	622,898,006	696,539,155	48.10%	45.24%	43.88%	41.94%
ISE	10,427,277	90,617,176	188,537,404	275,794,337	68.91%	69.33%	61.86%	56.29%
CBOE	266,140,805	222,505,721	167,174,790	163,880,838	47.71%	43.74%	41.06%	38.26%
AMEX	195,506,058	171,979,840	136,603,556	115,113,467	47.52%	42.16%	37.23%	32.74%
PHLX	69,029,423	78,666,285	63,446,177	84,560,299	47.85%	40.82%	37.35%	38.72%
PCX	106,151,778	90,089,546	67,136,079	57,190,214	48.90%	43.86%	39.29%	33.19%

にAMEXとPCXではマーケットメーカー勘定での取引が大きく低下していることがわかる。

さらに、全取引所の数字はISEのシェア拡大の影響を強く受けており、取引所ごとに見ればマーケットメーカー勘定の比率の低下は最低九%ポイント強(CBOE)、最高一六ポイント弱(PCX)、業者勘定の比率の上昇は最低二%ポイント弱(PHLX)、最高一〇ポイント強(AMEX)、顧客勘定の比率の上昇は最低四%ポイント強(ISE)、最高九ポイント弱(CBOE)となっており、より顕著であることがわかる。

4 アメリカにおける株式オプション市場の展望

ISEは二〇〇〇年五月の開設以来、急速に拡大し、三年足らずの間にアメリカ最大の株式オプション取引所となった。ISEの最大の特徴は他の取引所が取引フロアでの取引が中心であるのに対して取引フロアを持たない電子取引である点である。電子取引の特徴は人手を介さず、迅速に取引が成立することであるが、ISEは取引フロアでの取引をコンピュータ上で再現しようとしたため、ブロック取引等では価格改善の時間を三〇秒(ファシリテーション注文では一〇秒)設けており、取引時間がどの程度削減されているのかは定かではない。むしろ、フロア取引では難しい匿名性の保持や条件付き注文の執行が重要であるかもしれない。また、AMEXやPHLX、PCXからのマーケットメーカーの撤退が相次いで報じられているが、その際にはフロアに人間を貼り付ける人件費が問題とされていることが多い。同程度の使い勝手であっても、より安い費用で可能であればそちらが選好されるということも考えられる。CBOEでは二〇〇三年にマーケットメーカーの取引フロア定在義務を廃止し、コンピュータ上でマーケットメーカーが値付け業務に着けることにしたので、取引シェアの高さも手伝って他の取引所のようにマーケットメーカーの撤退は報じられてはいない。

もちろん、他の取引所も取引シェアの低下に黙って甘んじているわけではない。AMEXにしろ、PHLX、PCXにしろ、株式オプション取引は取引所の屋台骨であり、取引所の存続にもかかわる問題である。PCXとPHLXはすでに新たな電子取引システムの導入認可をSECに申請しているが、CBOEが二〇〇三年六月に導入したCBOEダイレクト・ハイブリッドも含めて、これらはフロア取引と電子取引の結合形態を採り、取引フロアを廃止するという決定をおこなった取引所は見当たらない。既得権益もからむ問題ではあるが、取引シェアがさらに低下し、既得権益が薄れてからでは遅すぎると考えられるが、どうなるのであるか。⁽⁵⁾

他方、急成長したISEは今後も拡大を続けるのであろうか。他の取引所の対応にもよるが、現状では更なる拡大が予想される。ISEの主体別取引比率が他の取引所と異なっており、これが平準化するものと考えた場合、マーケットメーカーの取引が相対的に減少して取引比率が低下する縮小均衡は考えにくく、むしろ顧客取引と業者取引が相対的に増加してマーケットメーカーの取引比率が低下する拡大均衡となる可能性の方が高そうである。あるいは他の取引所の主体別取引比率はフロア取引の場合であり、電子取引の場合では異なる取引主体比率に落ち着くことになるのかもしれない。その場合には他の取引所での電子化の進展が取引主体比率をISEの水準に近づけることになるのかもしれない。

ISEに死角があるとすれば株式オプション取引ではなく、株価指数オプション取引であろう。各取引所のオプション取引高を合計した場合には株価指数オプション取引の存在のため、ISEはCBOEには未だに及ばない。ISEはもとも株式オプション取引を目的として設立された取引所であるが、取引の拡大につれ、株価指数オプションにも関心を示しだした。アメリカで取引の盛んな株価指数オプションはS&P500指数、S&P100指数、ナスダック100指数、ダウ工業株指数を対象としたものであるが、これらはいずれもCBOEで

取引がおこなわれている。実は現在のところ、株式オプションとは違って株価指数オプションは指数開発業者がCBOEと専属契約を結んでおり、ISEは上場しなくても上場できないのである。株式オプションの重複上場を推進したSECがこの慣行を認めているのは矛盾しているとISEは主張しているが、株価指数オプションの重複上場が認められる見通しはつかない。そこで、ISEは二〇〇三年一月にS&Pスモールキャップ六〇〇という株価指数を対象としたオプション取引を開始したが、指数の知名度も低く、取引は少ない。ISEがCBOEに取って代わるためには株価指数オプションという壁が存在しているのである。

注

- (1) この当時の事情に関しては、拙稿「米国における株式オプションの重複上場」(本誌一五四七号、一九九七年六月)、「アメリカにおける株式オプションの重複上場」、『証券経済研究』九号、一九九七年九月)を参照。
- (2) この間のより詳細な経緯については注(1)の文献を参照。
- (3) 以下の説明はISEのホームページ(<http://www.iseoptions.com>)の情報、とりわけ次の文書による。International Securities Exchange Rules, Updated as of December 2, 2003.
- (4) OCCC統計月報(The OCC Monthly Statistical Report For Equity Options)による。なお、この月報はOCCCのホームページ(<http://www.optionsclearing.com>)から入手できる。
- (5) なお、ボストン証券取引所とモンテリオール取引所、インタラクティブ・ブローカーズが設立したボストン・オプションズ取引所(BOX)がISEに続く第二の電子オプション取引所として二〇〇四年二月六日に取引を開始する。

(よしかわ まさひろ・客員研究員)