

ETF市場におけるRFQプラットフォーム (CONNEQTOR) の導入について

東京証券取引所 株式部 株式総務グループ 課長

岡崎 啓



東京証券取引所では、ETF取引の利便性向上のために、新しいプラットフォームであるCONNEQTORを2021年2月に導入する。本稿では、ETF利用の拡大と、そこで浮き上がってきた問題点、それに対する対応策について概説する。

1. マーケットメイク制度の導入とその改善

近年、世界のみならず日本においても、ETFの利用が拡大している。ETFの特徴は語りつくされている部分もあるが、商品組成

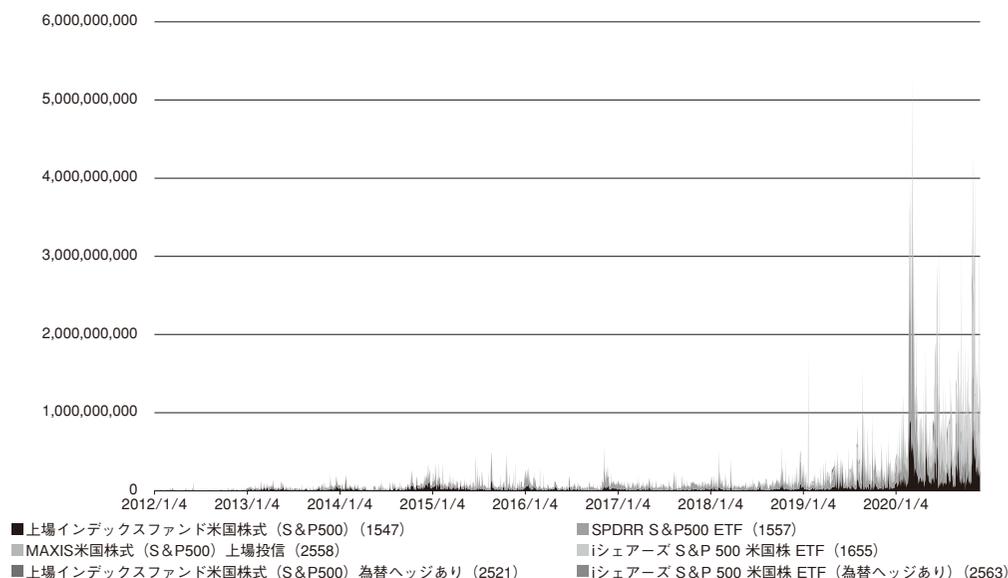
においても流通においても、「商品性自体が競争を組み込んでいるために、商品性が徐々に改善される」という点を挙げたい。ETF、すなわち上場投資信託として、どの証券会社でも同じように売買が出来ることから、販売会社を経由する必要がある投資信託とは異なり、新しくETFを組成する運用会社であっても、優れた商品を作れば様々な証券会社経由での資金流入を見込むことが出来る。

流通においても、ETFは基準価額で設定交換が行われることで市中に流通するが、マーケットメイカーは市場価格で売買することで基準価額との差額の分だけ利益を出すことが出来る。マーケットメイカー同士の競争が発生することでスプレッドが縮まり、投資家はコストを抑えて売買を行うことが出来る。しかしマーケットメイクにはインフラ、ヘッジ、在庫保持等に一定のコストがかかる。流動性が高い銘柄であれば、売買すなわち利益を出せる機会が多いのに対し、低流動性銘柄

〈目次〉

1. マーケットメイク制度の導入とその改善
2. 改善後の効果と施策の検討
3. CONNEQTORの開発
4. 今後の展望

(図表1) S&P500に連動するETFの売買代金(円)



では利益を出せる蓋然性が低く、うまくマーケットメイクが入らず、それによって投資家も高いコストを払わなければならない場面があった。そこで東証は2018年にETFのマーケットメイク制度を導入した。マーケットメイカーに対してインセンティブを支払うことで、低流動性銘柄においてもマーケットメイクを行うことを合理的にした。

しかし2018年に導入したマーケットメイク制度で提示するよう義務付けられた注文のサイズはマーケットメイカー1社あたり500~3,000万円であったことから、機関投資家からは、スプレッドが縮小したことを評価する声もあった一方で、より大きな注文の提示に対する要望が多く寄せられた。それまで、機関投資家によるETFの執行は市場外が中心

であり、マーケットメイク制度の導入を機に立会内市場にも注目が集まったことで、新たなニーズが寄せられることとなった。

そこで2019年には、マーケットメイク制度Version 2として、機関投資家による利用ニーズの強い銘柄にマーケットメイカー1社あたり1億円以上を提示するという施策を導入した。具体的には、日経225やTOPIXに加え、株式ではS&P500やMSCI KOKUSAI、債券では米国債や世界債券インデックスといった指数ごとに数銘柄を選定し、追加的なインセンティブを設定することで、機関投資家の執行に必要なサイズの流動性を供給した。

■ 2. 改善後の効果と施策の検討

制度改善を行った結果、一部の銘柄では顕著な流動性の向上がみられた。(図表1) これらの銘柄は、市場外で価格を提示する証券会社が少なく、提案される価格と比べても立会内市場で提示される価格が優れていたことで、立会内市場を使う理由があったとの指摘がなされている。

今後の施策の方向性を考えると、いずれの銘柄においてもマーケットメイカーが投資家の望む数量を提示することが理想的なようにも考えられる。一方で、立会内市場における流動性供給にあたっては、「①ヘッジを踏まえて板に提示するサイズの限界」「②マーケットメイカーのリスク量の総計」「③売買頻度を考えた効率性」といった点について留意する必要がある。それぞれについて検討したい。

まず①について、ETFのマーケットメイカーは一般的に価格変動リスクを取らないため、取ったポジションに対してヘッジを行う。ETFは通常、価格が連動する原資産や類似する値動きをする先物等の資産があるためヘッジが可能であるが、逆に言えば、ETFには即座のヘッジが可能な分しか注文提示が出来ないことになる。当然、スプレッドをワイドにすれば、より大きな注文の提示は可能であるが、スプレッドがワイドになると、投資家が支払うコストが高くなってしまいうため、

今度はマーケットメイクを行う意味がなくなってしまう。そのため、非常に売買が盛んに行われている銘柄においても、板の厚みはヘッジ対象の流動性に依ると考えられ、必ずしも売買代金と比例はしない。例えば米国のS&P500に連動するETFのいくつかは非常に高い流動性を誇り、スプレッドも非常にタイトであるが、立会内市場にも、そこまで大きな数量が提示されているわけではない。また、マーケットメイカー間の競争を考えても、スプレッドをタイトにしなければ注文が他者の注文と対当することはないため、約定可能性を増やそうとするのであれば、ヘッジが可能な範囲でスプレッドをタイトにすべきである。そういった点を踏まえると、板に提示出来るサイズには限界がある。日経225では、今でも10億円の常時気配提示が行われているが、残念ながらこの施策の前後で当該銘柄の売買代金に顕著な差はみられていない。

②について、マーケットメイカーはヘッジを行うとはいえ、常に逆選択リスクに晒されている。例えば相場が急落した際、投資家は売り急ぐと考えられるが、それに対してマーケットメイカーは自然と買い向かうことになる。また、立会内に提示されている注文はすべて即時執行可能なものであり、提示している全量が約定し得る可能性がある。リスク管理のキャパシティや、約定した場合の資金の手当てを考えると、マーケットメイカーが立会内市場に提示出来る注文の総量には限界があり、インセンティブを設定しても、無限に

大きく出来るわけではない。

最後に③について、効率性についても留意する必要がある。現在、手動で発注をしているマーケットメイカーはおらず、すべてのマーケットメイカーはプログラムに基づいた自動発注を行っている。それでも立会内市場に注文を提示する場合には、理論価格の変動に応じて適切に注文が提示され、売買が成立したら正しくヘッジが行われているか、モニタリングを行う必要が生じる。1週間に1度しか売買が発生しないような銘柄に、常時注文を提示することはリソースの観点から無駄が大きい。

上記の点について考慮すると、すべての銘柄について、機関投資家が必要とする数量を常時提示することは困難であると考えられる。そこで、機関投資家の要望に応じて必要な量の注文が提示される、リクエスト型の流動性供給との組み合わせについて検討を開始した。常時ではなく投資家が売買を行いたい時にだけ注文を出すこととすれば、少なくとも②や③の点についてマーケットメイカーの負荷を大幅に減らすことが出来、①についても、柔軟な対応が可能となる。マーケットメイカーの注文提示環境を整えることが、投資家にとっての流動性向上につながることになる。

リクエスト型のサービスとしては、2018年にメールRFQ (Request For Quote = 気配提示依頼。銘柄・気配提示数量等を指定して注文提示を依頼する) という投資家がマーケッ

トメイカーに対して注文提示のリクエストを行い、それに対してマーケットメイカーが呼応するという施策を導入し、一定の利用がなされている。

■ 3. CONNEQTORの開発

上記の通り、理想的には立会内市場における流動性供給も改善したいと考えているが、円滑な流動性供給にあたっては、リクエスト型のサービスを組み合わせる必要がある。メールRFQは解決策の1つではあるものの、一部の機関投資家からは「発注系の情報をメールで流すのには抵抗がある」との懸念が示された他、マーケットメイカーからも「メールへの対応は自動化しにくい」「立会内市場では決済日が一律であり、設定交換を伴うETF等では十分なサイズが供給出来ない」「折角注文を提示しても、他の投資家の注文と約定してしまう恐れがある」といった点が指摘されていた。

そこで、東証は2019年にオンラインでRFQをリクエスト出来て、取引所取引であるToSTNeTによる売買に繋ぐプラットフォーム、CONNEQTORを開発することとした。CONNEQTORを通じて、投資家はマーケットメイカーに対して直接、RFQを送信することが出来る。RFQはプラットフォームに参加するすべてのマーケットメイカーに送られるが、常に匿名で、売り買いどちらかも秘匿されている。マーケットメイカーは送られ

(図表 2) 各取引種類の比較

取引種類	取引種類	取引相手	マーケットメイカーの取引相手	決済期間
取引所立会内	リアルタイムでの取引	あらゆる証券会社・ マーケットメイカー	あらゆる投資家 ＝リスクが高い	T+2
(メールRFQ)	リアルタイムでの取引 (ただしリクエストを出す)			
CONNQTOR	リクエスト型の取引		リクエストを出した機関投資家のみ	柔軟
OTC		取引のある証券会社	＝リスクが低い	

たRFQに対して気配提示を行い、投資家は最良価格のみを選択することが可能な仕組みとなっている。

通常、OTCにおいては証券会社が価格を提示し、取引のある証券会社のみを選択することが可能であるが、取引所取引においては、投資家・マーケットメイカーの双方があらかじめ取引参加者を選択しておくことで、投資家はいずれのマーケットメイカーでも選択可能となる。CONNQTORでは、あらかじめ選択しておいた取引参加者経由で最良価格を提示したマーケットメイカーとToSTNeTで取引をすることが出来る。マーケットメイカーの立場としても、常時気配を提示することなく、リクエストが来た時に、リクエストを送った投資家にもみ注文を提示するため、リスクを抑えることが出来、それにより立会取引よりも優れた価格を提示することが出来る。サイズについても、機関投資家の執行したいサイズに合わせた最良の価格の提示が可能となる。また、ToSTNeTでの取引としたことで、決済期間を柔軟にすることが可能であり、T+2だけでなく、T+3, 4, 5の選択が可能となる。投資家側で特段の希望がない限りはマーケットメイカーが決済日を選んで

価格を提示出来る仕様にしており、出来るだけ良い価格を提示出来るようにしている。OTCと取引所取引の良いところを組み合わせている。(図表2)

また、システム面の特徴として、CONNQTORはクラウド上に構築されている。現状、日本の金融機関のうち98%が電話で売買を行っている。(東証調べ。日本のETF市場に関する年次アンケートによる。N=429) 当然、執行価格や速度に対する改善要望は高いものの、売買頻度がそこまで高くないのに対し、電子取引用の端末を設置するには一般的に月額十万円を超える料金の支払が求められるため、費用対効果を考えると導入は難しいと言わざるを得なかった。しかしCONNQTORは、各投資家のインターネット経由での接続を可能にしたことで、投資家の初期費用や月額費用を無料とすることが出来た。手数料は証券会社に対して約定代金比例で課金をしており、投資家が証券会社に支払う手数料に含まれる。これにより、売買頻度が低かったとしても価格改善や効率化の恩恵を受けることが出来る。また、売買が成立しなければ手数料は一切徴収しない。東証はCONNQTORを構築する際のコンセプトと

して「ETFをもっと早く、もっと安く」を掲げており、万が一、気配提示を依頼しても、提示された価格が優れたものではない場合には、売買を行わないこととする判断も可能である。その場合には手数料がかからない仕組みを企画して、約定時のみの手数料とした。

■ 4. 今後の展望

ETFは利用が拡大してきたが、日本では、機関投資家の利用は、日経225やTOPIXといった主要指数に連動するものがほとんどだった。しかし本来、ETFという商品を利用することで、例えば特定の業種・規模を狙った投資を行ったり、外国株や外国債券、コモディティといった投資に手間がかかるプロダクトであっても、日本株と同じように売買出来るような整備が可能だと考えている。

今の日本市場では、上場されているETFは多くとも、投資に使えるETFの数は限られているとの指摘がある。実際、ETFの上場はスタートに過ぎず、流動性を整え、商品性とともな執行方法が投資家に伝わって、ようやく投資家が使えるようになり、プロダクトとして成長していくことが出来る。日本のETF市場はかなりの商品がそろっているが、流動性供給がボトルネックとなっている部分があり、整備は急務と言える。特に、金利が低下する一方で、運用にかかる期待がより大きくなっていく中では、投資戦略の高度化が求められ、求められる商品の種類も増加が予

想される。そういった中において、流動性を改善することで実際に投資に使えるプロダクトを増やしていきたいと考えている。

マーケットメイク制度も発展途上で、立会内市場において今後もリアルタイムで売買を行いたいという需要に応えるための適切な流動性供給を追求していく一方で、大きなサイズでまとまって取引がしたい、現在の取引プロセスそのものを変えたいというニーズに対して、CONNEQTORがその一助になればと考えている。充実したラインナップとなったETFを自由に組み合わせて投資することが出来る日を目指して、改善を続けていきたい。

