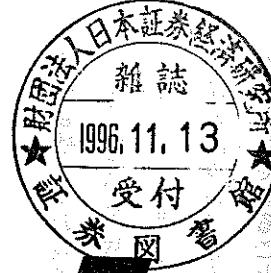


証
研

レポート



No.1540

1996年11月

- 米国証券会社の収支構造
—2つのリテールブローカーの場合—
- 株式オプションの導入
—香港市場での経験—
- 香港株式市場の中国企業株（H株）について(2)
- 私設取引システム（PTS）と
市場規制について

財団法人 日本証券経済研究所

米国証券会社の収支構造

（1）一つのリテールブローカーの場合

米国の証券会社は、一九七五年五月の委託売買手数料の完全自由化以降、委託手数料依存型の収益構造からの脱皮をせまられ、特定業務への特化、アウトソーシングによる費用の流動化、提供サービスの限定による価格競争力のアップ、あるいは全く逆に、業務の多角化、フルサービス化によるサービスの高付加価値化など、各社さまざまな経営努力を重ねてきている。小稿では、こうした米国証券会社の経営戦略を収支構造という観点から検討することとする。はじめに証券業者全体としての変化を確認し、次に個人投資家向けブローカレッジ業務に特化している証券会社の中からフルサービスを提供しているA.G.エドワーズ社とディスカウントブローカーであるウォーターハウス社をサンプルとして取り上げ、米国証券会社の個性化の一側面を明らかにする。

証券会社全体の収支構造

はじめに、手数料自由化後の米国証券会社全体の収支構成の変化を確認しておこう。図1は、対公衆業務をおこなうニューヨーク証券取引所（NYSE）会員会社の収入と費用を合計したものである。

収入について見ると、まず、「委託手数料」の比率が、七六年の四五・八%から九五年の一六・六%へと大きく減少していることがわかる。受入手数料の絶対額は、三〇億ドルから一五〇億ドルへと五倍増になっているに

表1 NYSE会員業者の収支構造

	1976	1980	1985	1990	1994	1995
委託手数料	45.8	35.4	21.3	16.4	18.9	16.6
トレーディング	17.5	19.6	25.7	24.4	18.5	18.2
投資有価証券	2.8	3.5	2.8	-0.5	0.1	1.4
引受け	12.3	8.3	11.0	6.0	8.2	8.1
信用取引金利	7.9	13.0	6.7	5.7	6.3	6.5
投信販売費用	n.a	0.7	4.3	3.1	4.5	3.5
投資産運用	0.0	1.1	2.5	4.1	5.4	4.6
リサート	n.a	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
商品取引	3.0	3.9	2.5	3.1	2.7	-0.5
その他証券関連	7.8	10.8	18.6	32.2	28.5	38.0
その他の	n.a	3.7	4.5	5.4	6.7	3.5
収入合計	6,884 (100.0)	16,030 (100.0)	38,621 (100.0)	54,034 (100.0)	71,355 (100.0)	96,303 (100.0)

（2）費用

	1976	1980	1985	1990	1994	1995
報酬	n.a	46.0	42.3	32.7	38.9	34.1
登録外務員	22.1	22.2	20.0	12.7	15.5	14.1
サポート人員	23.5	18.5	18.1	16.2	19.3	16.4
取引所・清算関連費用	n.a	5.5	3.8	3.2	3.7	3.1
支払金利	11.2	25.0	29.4	41.9	33.8	42.9
通信費	8.6	6.1	5.6	4.1	3.9	3.2
不動産・設備費	5.8	3.7	5.3	5.7	4.5	3.8
宣伝広告費	n.a	2.5	2.4	1.6	1.8	1.4
不良資産による損失	1.0	1.5	0.8	0.5	0.5	0.3
コンピュータ	n.a	1.1	1.4	1.3	1.7	1.4
規制関連費用	n.a	0.5	0.7	0.8	0.6	0.5
その他の	n.a	8.0	8.4	8.2	10.5	9.2
費用合計	5,905 (100.0)	13,767 (100.0)	34,481 (100.0)	54,196 (100.0)	70,227 (100.0)	88,899 (100.0)
税引前利益	979	2,262	4,140	-162	1,128	7,405

（出所）SIA, 1996 Securities Industry Fact Bookより作成。

もかわらず、自由化によって切下げ競争が激化したこと、委託手数料は市況に左右されやすいうことなどから、証券各社は委託手数料への依存度を低めてきたのである。

手数料と対照的であるのが、「資産運用」業務からの収益の伸びである。七六年ではゼロだったものが、最近では収入の五%前後を占めるに至っている。額としてはまだわずかであるが、資産運用業務は証券会社にとって、収益のベースを委託売買ベースから運用資産額ベースに移し、収益基盤を安定化させるというメリットが存在する。例えば、ラップアカウントであれば、運用にともなう注文執行には料金を課さず、手数料は一括して運用資産額に応じて徴収するというプログラムとなつていて。

また、私募斡旋手数料、M A関連業務、店頭オプション取引、レポ取引、リサーチ以外の印刷物発行などからなる「その他証券関連」業務が急成長し、八〇年代末から収益の最大項目となつていてることも、証券業務・収益構造の多様化の現れの一つと言えるであろう。

このように、米国の証券会社は、全体として見ると、収益基盤の拡大・多様化を図ることで委託手数料への依存度を低めてきたのであるが、しかし、米国の証券業の特徴の一つは、こうした全体としての変化が進行している一方で、証券会社の業態、個々の証券会社により、その収支構造が大きく異なつていてことにある。業者全体として以上のような変化の傾向が存在するものの、それと同時に、業者間の偏差が非常に大きく各社の業務内容・収支構成が極めて個性的なのである。

例えば、九五年の「委託手数料」収入は、すでに述べたように証券会社全体では収益の一六・六%となつていて、大手投資銀行では六・五%を占めるにすぎず、逆にディスカウントブローカーでは四五・四%を占める中核業務となつていてある⁽¹⁾。あるいは「その他証券関連」業務についても、全体では三八%であったが、大手

投資銀行の収益構成においては五五・四%を占める一方、地方証券会社では一〇・八%にすぎないのである。

費用の構成においても同様のことが言える。「支払金利」は、業界全体で四二・九%（三八一億ドル）を占めるに至っているが、その内、五四億ドルは全国総合証券（「支払金利」総額の一四・一%）、大手投資銀行が一八七億ドル（同四九・〇%）、ニューヨーク市中証券が九八億ドル（同二五・七%）を占めており、この三業態で業者全体の支払金利の八八・七%を占めているのである。つまり、証券業界全体として見ると「支払金利」が「報酬」を越え最大の費用項目となつていてはいえ、それはこの三業態の費用構成の変化によるものであり、証券各社が平均してそうした変化を遂げているわけではないのである。また、付け加えると、この三者は「トレーディング」収入においても業界内で高いシェアを占めている業態である。業界全体での「トレーディング」収入は一七五億ドルであったが、その内、全国総合証券が六二億ドル（三五・四%）、大手投資銀行が六四億ドル（三六・七%）、ニューヨーク市中証券が二四億ドル（一三・六%）を稼いでおり、証券会社全体の「トレーディング」収入の八五・八%を占めているのである。つまり、この三業態が、外部資金の取入れによるトレーディングを積極的に展開しており、それが業界全体としてのトレーディング収益と支払金利コストを高めているということであつて、米国の証券会社が平均的にそうした業務を拡大させているわけではないのである。

では、個別の証券会社について見ると、どのような収支構造が見られるのであらうか。リテールブローカージに特化している二社、A.G. エドワーズ社（先のSIAの分類では全国総合証券に入る）、ウォーターハウス社（デイスカウントブローカー）を例に、その中のさらなる「棲み分け」のありようを見てみよう。

(1) SIA (証券業者協会)は、対公衆業務をおこなうNYSE会員会社三〇五社（九五年度）を

① 全国総合証券会社（メリルリンチ、スミスバーニーなど六社）

② 大手投資銀行（ソロモンブラザーズ、モルガンスタンレーなど九社）

③ ニューヨーク市中証券会社（中小証券四八社、サンフォード・ベルンシュタイン、ハーブ・ヘイン・ゲダルトなど大手証券二六社、計七四社）

④ 地方証券会社（エクイタブルなど中小証券二二社、ジョージ・バウム、メジローラ・ファイナンシャルなど中堅一〇社、ロバード・ベアード、J. C. ブラッドフォードなど大手一一社、計六三社）

⑤ ディスカウンター（チャールズ・シュワブ、クイック・レイリなど一九社）

⑥ 清算業者（エバレン・クリアリングなど一八社）

⑦ 取次業者（九四社）

⑧ その他（二二社）の八つに分類しており、本稿もそれによつてくる。

また、以下の九五年の証券会社収支のデータは、SIA. Securities Industry databankによる。

A. G. エドワーズ社の収支構造

表2はA. G. Edwards Inc. (これは持株会社であり、傘下には商品取引会社、資産運用会社などがあるが、業務・収益の中心は証券子会社のA. G. Edwards & Sons Inc.によって担われており、年次報告書に倣い、以下、会社のグループ全体をエドワーズ社とする) の収支構成を示したものであるが、先の証券業界全体の収支構成（表1）と比べると、収入においては「委託手数料」が（一六・六%に対して五五・四%）、費用において

表2 A. G. Edwards Inc. の収支構造

<収入>

	1994	1995	1996年度
委託手数料	57.0	49.1	55.4
上場証券	21.4	20.1	23.3
オブシヨン	1.7	1.8	2.0
店頭証券	7.4	6.8	9.8
投信	19.4	12.5	13.0
コモディティ	1.3	1.3	1.1
保険	5.9	6.5	6.2
自己勘定取引	14.6	20.5	14.2
株式	3.1	3.2	3.8
債券	11.5	17.2	10.4
投資銀行業務	11.5	7.9	7.2
資産管理業務	10.6	13.0	13.4
金利	5.8	8.9	9.3
信用取引	4.7	7.6	7.4
配当・預金金利	1.1	1.3	1.9
その他の	0.5	0.6	0.5
収入合計	1,278,641 (100.0)	1,178,342 (100.0)	1,454,467 (100.0)

<費用>

	1994	1995	1996年度
報酬	80.0	77.3	78.9
通信費	7.1	7.6	6.8
不動産・設備費	6.5	7.5	6.7
販促費	1.5	1.5	1.4
支払金利	0.1	0.7	0.3
その他の	4.8	5.4	5.9
費用合計	1,035,070 (100.0)	979,013 (100.0)	1,178,185 (100.0)
税引前利益	243,571	199,329	276,282

(出所) A. G. Edwards Inc. 年次報告書より作成。

は「報酬」(三三四・一%に対し七八・九%)が極めて高い比率を占めていることがわかる。⁽²⁾エドワーズ社は、一八八七年設立という長い歴史をもち、セントルイスを拠点として全米四八州に五四〇の支店、社員数一一〇〇人(うち外務員五八〇〇人)を抱える全国総合証券であるが、その業務は、個人投資家向けのフルサービスプローカレッジに特化しており、収支構成も当然ながらそつした経営方針を反映したものとなっている。

すなわち、エドワーズ社は、①機関投資家へのサービス提供や政府・会社を顧客とした投資銀行業務を行わないわけではないが、あくまで主要ターゲットを個人投資家に絞り、②株式、社債、公債、投信、資産管理サービスの他にも、モーゲージ商品、証券先物・オプション、年金、生命保険、不動産、商品先物、リミテッドパートナーシップなど、幅広い投資商品をそろえることを重視しており(収支構成に見られるように、同社では自己勘定や投資銀行業務による収益が一定程度存在するが、それはそれ自身として追求されたものではなく、あくまでブローカー業務における顧客への品揃えの充実を目的としたものであるとされる)、③外務員を通じて、顧客との長期的な信頼関係を構築しながら、顧客一人ひとりの特性に合った投資アドバイスを、④「手頃な(affordable)」な価格で、提供するなどを目指しているのである。こいつらの特徴を理解せねばならぬため、次にウォーターハウス社の場合を見てみよう。

(2) 以下は、エドワーズ社のホームページ²⁸⁾<http://www.aggedwards.com/>及びその年次報告書(10-K)による。

ウォーターハウス社の収支構造

次に大手ディスカウントブローカーでもWaterhouse Investor Services Inc. (いわゆるWIS) は持株会社であり、傘下には銀行【Waterhouse National Bank】などもあるが、業務・収益の中心は証券子会社の

表3 Waterhouse Investor Services Inc.の収支構造

	(%)、1,000ドル		
	1993	1994	1995年度
非金利収入	88.2	85.4	80.3
委託売買・清算手数料	81.1	77.2	72.3
投資信託	5.8	6.4	6.9
その他	1.3	1.8	1.1
金利収入	11.8	14.6	19.7
信用取引	11.6	14.3	16.5
投資証券	0.0	0.1	2.8
その他	0.2	0.2	0.4
収入合計	84,215 (100.0)	107,597 (100.0)	143,000 (100.0)

表4 ウォーターハウスの口座担当者・支店数

	1991	1992	1993	1994	1995
アカウント・オフィサー(人)	103	174	281	375	551
支店数	21	38	48	60	72

(出所) 表3と同じ。

Waterhouse Securities Inc.によって担われており、年次報告書に倣い、以下、会社のグループ全体をウォーター・ハウス社とする)について見てみよう。

(3)

ウォーター・ハウス社は、リテールブローカージを主要業務としているという点ではエドワーズ社と同じであるが、二社の間には多くの違いがある。まず、収益における「委託手数料」への依存度を見ると、エドワーズ社が五五・四%であるのに対し、ウォーター・ハウス社ではそれをさらに上回り七一・三%となつてくる。これは、同じくリテールブローカーであるにもかかわらず、エドワーズ社がフルサービスをモットーとして、前述のように提供サービスの多様化を図つて、結果的に資産管理業務、投資銀行業務、自己勘定取引などが一定の収益となつて現れているのに対して、ウォーター・ハウス社の場合、提供サービスを限定し委託取引のみに完全特化する代わり、委託手数料の割引によつて価格に敏感な顧客を幅広く集めることを目指しているからである。

同様のこととは、費用項目の構成の違いからも見てとることができる。エドワーズ社では費用の七八・九%を占めていた「報酬」がウォーター・ハウス社ではその半分の三九・六%にすぎない(ウォーター・ハウス社の従業員はすべて固定給である)。その一方で、エドワーズ社では六・八%、一・四%といった低いシェアしか占めていない「通信(情報処理)費」、「販促(宣伝・広告)費」が、ウォーター・ハウス社では、一七・七%、四・六%とそれ三倍近い比率となつていて、さらには、エドワーズ社では独立した項目になつていて、「郵便」が、ウォーター・ハウス社では四・六%を占めているのである。こうした違いは、エドワーズ社が顧客の獲得や顧客へのサービス提供において外務員に大きく依存しており、いわばウォーター・ハウス社における通信や広告の役割をエドワーズ社では外務員が担つていていること、ウォーター・ハウス社の場合、顧客獲得手段においては外務員ではなくマスコミでの広告に依存し、顧客への情報提供や顧客との連絡・受渡ではコンピュータやフリーダイヤル、郵便

を活用していること、また、顧客管理や注文の入力・執行などでもコンピュータによる自動化が推進されていることを物語つてゐる。

こうした違いは、当然、両者の顧客像の違いに直結し、エドワーズ社の顧客が、外務員との長期固定的な関係にもとづいたアドバイス・サービスの提供を求めるのに対して、ウォーター・ハウス社の顧客は投資情報の収集・分析、投資決定を自分でおこない、そのため業者間の手数料の格差を重視し発注先ブローカーを比較的頻繁に変える傾向も強いのではないかと想像される。

両者を比較するとこののような違いが浮かび上がつてくるが、しかし、ウォーター・ハウス社の收支の構成を時間的な推移の中で見てみると、同社においても新たな展開が模索されていくことがうかがわれる。例えば、「委託手数料」が高比率を占めているとはいって、その値は九三年からみると八一・一→七七・一→七一・三%と減少しており、その一方で「投資信託」からの収入が五・八%から六・九%へと増加している。また表4が示すように、この五年間でアカウント・オフィサー(口座担当者)の数は五倍に、支店の数は三・五倍になつていて、これがわかる。つまり、ウォーター・ハウス社は、ディスカウンターであるとはいって、手数料の安さのみを追求するのではなく、投資アドバイスこそ提供しないものの顧客への一定程度のパーソナルな対応、取扱商品の充実を図つており、それによって、ディープディスクイント・カウンターとエドワーズ社のようなフルサービス業者との中間の道を進もうとしているものと考えられるのである。

(9)

(3) 以下は、ウォーター・ハウス社のホームページ <http://www.waterhouse.com> やよびその年次報告書(10-K)による。

(伊豆)

(10)

株式オプションの導入

～香港市場での経験～

すでに新聞紙上では、証券取引審議会・総合部会での審議を経て、株式オプションの導入が内定しているかのような記事も見られるが、株式オプションの導入は低迷を続けるわが国の株式市場にとつて最も関心を持たれる話題の一つであろう。世界の主要な株式市場の中で、株式オプションを導入していないのはもはやわが国だけとなってしまった。従来は株式オプションの導入は信用取引の減少をもたらし、個人投資家の信用取引にかかる手数料収入に依存する中小証券会社の経営への影響が大きい等の理由で、株式オプションの導入は先送りされてきた。しかし、ここへきて手数料自由化の議論が活発化する中で、現在のように低迷を続ける株式市場の下では手数料収入だけに依存した経営には限界があるとして、株式オプションの導入をきっかけに個人投資家の市場参加を促し、株式市場の盛り上がりを喚起しようとする空気が強まっている。

本稿では世界の株式オプション市場を概観した後、わが国よりも一足早く昨年九月に株式オプションを導入した香港市場での経験を紹介し、わが国に株式オプションを導入する際の問題と株式オプションを導入した結果生じるかもしれない問題とを考察する。

世界の株式オプション市場

店頭での株式オプション取引は一七世紀末にロンドンで始まり、一八世紀末にはアメリカでも開始されていたが、現在のような取引所での株式オプション取引が始まったのは一九七三年にシカゴ・ボード・オプション取引所（CBOE）が開設されて以降のことである。清算機関が取引当事者の間に入り、権利行使価格や満期日を標準化することによって、CBOEでの株式オプション取引は急速に拡大し、翌一九七四年にはニューヨーク証券取引所（NYSE）での株式売買高の一六・二%にまで達した。一九七五年にはCBOEの成功に刺激され、アメリカン証券取引所（AMEX）とフィラデルフィア証券取引所（PHLX）が株式オプションを上場したのに加え、カナダのモントリオール証券取引所でも株式オプション取引が開始された。そして、一九七六年にはアメリカでパシフィック証券取引所、オーストラリアのオーストラリアン証券取引所（ASX）でも取引が開始された。さらに一九七八年にはオランダでヨーロピアン・オプション取引所（EOP）が、イギリスでロンドン・オプション取引所（LTOOM）がCBOEと同様に株式オプション専門の取引所として設立され、CBOEの開設から五年の間に株式オプション取引は英語圏を中心に世界中に波及することになった。（なお、ブラジルでも一九八〇年にサンパウロ証券取引所、一九八二年にリオデジャネイロ証券取引所が株式オプション取引を開始している。）

株式オプション拡大の第二波は世界的な金融自由化の流れを受けて、一九八〇年代後半に始まった。まず、一九八五年にNYSEがアメリカ国内の先行組からかなり遅れて株式オプション取引に参入し、スウェーデンのストックホルム・オプション取引所（OM）が取引を開始した。一九八七年にはフランスでパリ・オプション取引所（MONEP）、一九八八年にはイスラエルでイスラエル金融先物・オプション取引所（SOFFEX）、一九九〇年に

はドイツのドイツ金融先物・オプション取引所(DTB)、ノルウェーのオスロ証券取引所、デンマークのコンペンハーゲン証券取引所(FUTOP)、ニュージーランドのニュージーランド先物・オプション取引所(NZXFOX)、一九九一年にはスペインのマドリード株式先物取引所(MEFF·RV)、オーストリアのオーストリアン先物・オプション取引所(OTOB)、一九九三年にはベルギーのベルギー先物・オプション取引所(BELFOX)が相次いで株式オプションを導入した。そして、一九九五年には香港証券取引所(SEHK)がアジアとしては初めて株式オプションを導入した。

表1は世界の主要な取引所における一九九六年一月から八月までの株式オプション売買高を表わしている。第一位は株式オプションの嚆矢となつたCBOEで五八五三万枚、第二位はAMEXで三六六六万枚、第三位はSOFFEXで二二二七万枚、第四位はPSEで二二〇五万枚、第五位はEOEで一一七五万枚、第六位はPHLXで一〇〇二万枚とアメリカ勢が上位を占

表1 世界の主要な取引所における株式オプション売買高

順位	取引所名	国名	1996年1月～8月の売買高(枚)	取引開始(年)
1	CBOE	アメリカ	58,532,242	1973
2	AMEX	アメリカ	36,655,804	1975
3	SOFFEX	スイス	22,266,422	1988
4	PSE	アメリカ	22,050,454	1976
5	EOE	オランダ	11,751,577	1978
6	PHLX	アメリカ	10,017,926	1975
7	OM	スウェーデン	7,930,583	1990
8	ASX	オーストラリア	7,423,660	1976
9	DTB	ドイツ	7,162,254	1990
10	LIFFE(LTOM)	イギリス	3,106,145	1978
11	MONEP	フランス	2,520,737	1987
12	NYSE	アメリカ	2,212,643	1985
13	トロント証券取引所	カナダ	1,337,972	1976
14	SEHK	香港	903,945	1995
15	OTOB	オーストラリア	867,156	1991
16	MEFF RV	スペイン	594,023	1991
17	オスロ証券取引所	ノルウェー	509,452	1990
18	BELFOX	ベルギー	283,855	1993

資料：Futures & Options World, Issue 305(1996年10月)等より作成

(13)

めていることがわかる。ただし、株式や株価指数先物・オプションのような取引の集中はアメリカでは起きていよいようである。

また、アメリカ以外に目を転じると、ロンドン国際金融先物・オプション取引所(LIFFE)、一九九一年にLTOMを併合)やDTB、MONEPでの取引はそれほど大きくなく、SOFFEXやEOE、OM、ASXといったところでの取引が多いのは株式市場の規模を考えると意外である。

香港での株式オプションの導入に至る経緯

香港は時価総額ではアメリカ・日本・イギリス・ドイツ・フランス・カナダ・スイスに次いで世界で八番目に大きな市場に成長し、すでに一九八六年にはアジアで初めて株価指数先物(ハンセン指数先物)を上場し、一九九三年にはアジアで一番目に自国市場対象の株価指数オプション(ハンセン指数オプション)を上場している。

ここ数年間の香港市場の成長は著しいが、一九八七年のプラック・マンデー直後には香港証券取引所、香港先物取引所(HKFE)ともに四日間閉鎖され、国際的な信用の低下と株価指数先物取引に関する業者の債務不履行、その後の株式市場の停滞といった危機的な状況に陥っていた。⁽¹⁾先物業者の債務不履行問題については香港政府が公的資金を導入して救済し、両取引所に対しても組織改革が施行され、両市場を一元管理する監督機関として証券先物委員会(SFC)が新たに設立された。

こうした状況の中で、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と中小企業のための店頭市場の創設案をSFCと政府金融当局に打診した。⁽²⁾そして同年一月にはSFC委員長が自動決済システムを一九九一年中に導入し、一九九二年半ばまでに株式オプションと株価指数オプションが導入

(14)

されるとの見通しを明らかにしていた。⁽³⁾

しかし、その後の道のりは必ずしも平坦なものではなかつた。というのも、一九九一年四月に同委員長がアーラタイムの取引情報開示と空売り解禁が株式オプション導入のための前提であるという見解を明らかにし、決済システムの改善以外にも株式オプション導入にいたるハードルを提示したからである。⁽⁴⁾

一九九二年六月には遅れていた中央決済システム（C C A S S）への移行が始まり、同年一二月に香港証券取引所はようやく株式オプションに関する第一回目の評議案（コンサルテイション・ペーパー）を発表し、原株の適格基準と取引要綱（呼値・権利行使価格とその設定幅・新規設定・権利行使と割り当ての手続き）に関する意見を市場関係者に求めた。⁽⁵⁾ そして一九九三年三月には第二回目の評議案が発表され、コンピューターによる自動取引執行や清算機関の設立等が提案された。（なお、この月に香港先物取引所は一足早くハンセン指数オプション取引を開始した。）さらに一九九三年一月にはソフトウェアの欠陥で難航していた自動注文執行システム（A M S）への移行が香港証券取引所で開始され⁽⁶⁾、翌一九九四年一月には株式の空売りが解禁され⁽⁸⁾、S F C によつて課された株式オプション導入へのハードルはついにクリアされた。

一九九四年七月には株式オプションの取引要綱等が固まり、最初の評議案の公開から二年近くに及ぶ準備の成果が同年一一月に通称「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。⁽⁹⁾ 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指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る。ここで明らかになつた香港証券取引所での株式オプションの特徴は、多くの取引所がフロアでのマーケット・メーカー制を採用しているのに対して、マーケット・メーカー制に基づいたコ

ンピュータによる自動取引執行システムというS O F F E X やD T B 型の取引システムを採用した点にある。

ところが、ここへきて株式オプション導入をめぐる香港証券取引所とS F C や香港政府、そして香港先物取引所との関係は膠着することになつた。というのも、一〇月二五日に香港先物取引所が香港テレコムと香港上海銀行持株会社を対象とした株式先物取引の導入を発表し、香港政府金融サービス局が株式先物導入のための法改正を行なつたからである。この決定を発表前日に香港先物取引所から知らされた香港証券取引所は、株式先物のリスクの大きさや事前に公開評議が行なわれなかつたことを非難したが、S F C と香港政府金融サービス局が株式先物の擁護にまわつた。⁽¹⁰⁾ こうした事態の背後には、同年七月に香港証券取引所がS F C の株式スプレッド引き下げ要求を拒否し、S F C が証券業界の印紙税引き下げ要求に手数料率の引き下げを条件としたことなどがあつたと考えられる。⁽¹¹⁾ また、中小業者が中心となつてゐる香港証券取引所は二部市場や株式オプションといつた機関化に対応した市場の発展に消極的であり、香港証券取引所の独占的な地位が改革のテンポを遅らせてゐるとして新たな取引所の設立を提言する有力者のレポートもある。なお、香港先物取引所がO M から購入しているオプション取引の清算システムを共有すれば費用が四〇%削減できるというS F C の提案を香港証券取引所は拒絶し、D T B から独自にシステムを購入することを決定した。⁽¹³⁾ （一九九四年三月に香港先物取引所は株式先物取引を開始したが、一ヵ月前にシンガポールで生じたベアリングズ事件の影響もあつて取引は振るわず、停滞している。）

その後、一九九五年七月に香港政府金融サービス局が株式オプション取引にかかる取引税を一年間免除する決定を下し、翌八月に入つてようやく最終的な株式オプション取引開始日が九月八日であり、取引対象が香港上海銀行持株会社であることが明らかにされた。⁽¹⁴⁾ そして、当初のS F C へ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は一九九五年九月八日に香港上海銀行持株会社を対象として開始されたのである。

香港の株式オプション取引要綱

表2は香港株式オプションの取引要綱を表わしている。まず、権利行使方法は満期日までいつでも権利行使のできるアメリカン・オプションであり、原株一単位（現在のオプション対象銘柄では四〇〇株から二〇〇〇株）を取引対象としたコール・オプションとブット・オプションを上場している点は諸外国とほぼ共通である。しかし、すでに見たようにマーケット・メーカー制に基づいたコンピューターによる自動取引執行システムを採用している点は多くの取引所がフロアでのマーケット・メーカー制を採用しているのとは対照的である。満期日は各月の最終営業日の前営業日で、設定限月は直近三カ月と3・6・9・12のサイクルから2つで計5限月（最短7カ月～最長9カ月）である。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・〇五香港ドルとされている。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・〇五香港ドルとされており、権利行使価格の間隔は香港ドル、五〇香港ドルを越え一〇〇香港ドルまでの場合は五香港ドルと定められている。権利行使価格はアット・ザ・マネーとイン・ザ・マネーの自動権利行使はない。（ただし満期日におけるイン・ザ・マネーの自動権利行使はない。）

取引対象	コール・オプションとブット・オプション	
契約サイズ	原株の取引単位（現状では400株～2000株）	
満期日	限月の最終営業日の前営業日	
設定限月	直近3カ月と3・6・9・12のサイクルから2つで計5限月（最短7カ月～最長9カ月）	
取引方法	マーケット・メーカー制に基づいたコンピューターによる自動取引執行システム	
権利行使方法	アメリカン・オプション	
最小値幅	プレミアムがHK \$ 0.01～HK \$ 5の場合	HK \$ 0.01
	プレミアムがHK \$ 5を超える場合	HK \$ 0.05
権利行使価格	権利行使価格がHK \$ 2まで	HK \$ 0.10
設定間隔	権利行使価格がHK \$ 2を越えHK \$ 5まで	HK \$ 0.20
	権利行使価格がHK \$ 5を越えHK \$ 20まで	HK \$ 0.50
	権利行使価格がHK \$ 20を越えHK \$ 50まで	HK \$ 1.00
	権利行使価格がHK \$ 50を越えHK \$ 100まで	HK \$ 2.50
	権利行使価格がHK \$ 100を越えた場合	HK \$ 5.00
権利行使価格設定	アット・ザ・マネーとイン・ザ・マネー2本、アウト・オブ・ザ・マネー2本の計5本	
取引時間	10:00～12:30と14:30～15:55	
資本変動調整	株式割当増資や株式分割、特別な大規模配当があっ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	
同一日権利行使	可能	
プレミアム支払	プレミアムは全額現金で翌営業日の取引開始までに清算会員を通じて清算機関(OCM)に支払う(T+O)	

資料：The Stock Exchange of Hong Kong. *Exchange-Traded Equity Options: Market Structure, Participation & Financing*, 1994. より作成。

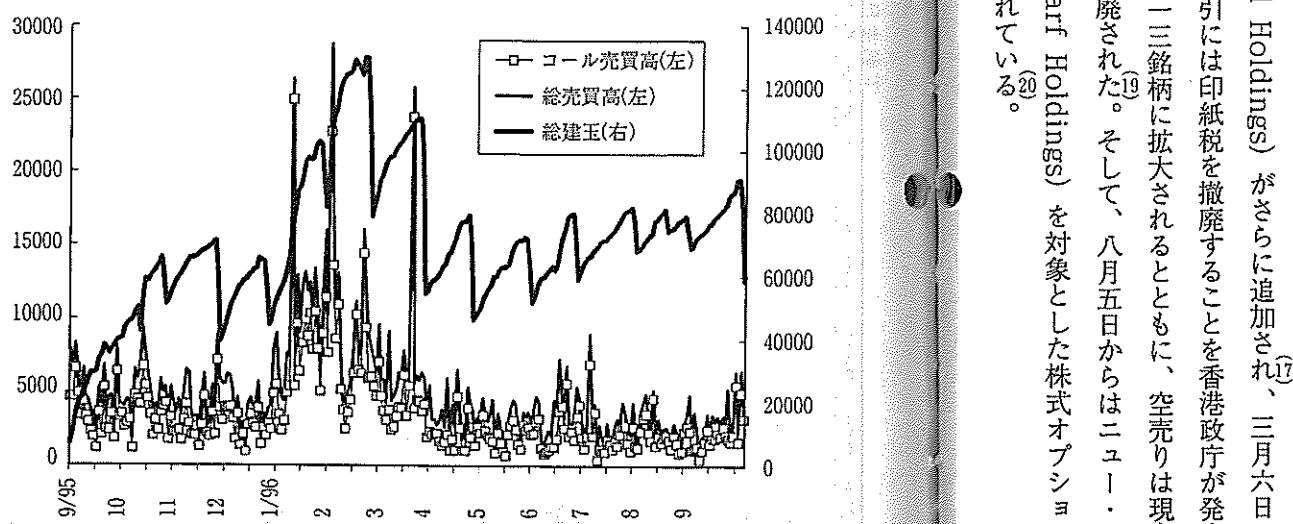
香港での株式オプションの導入後の状況

一九九五年九月八日、香港証券取引所の悲願であつた株式オプションは香港上海銀行持株会社 (HSBC Holdings) を対象としてスタートした。この時点ではHSBCを対象とした株式オプションのマーケット・メーカーは一社、株式オプション取引を認められていた会員数は九三社にのぼり、原株市場の取引はさほど活発ではなかつたが、オプション市場では外資系証券会社を中心に七九八一枚と活発に取引が行なわれた。⁽¹⁵⁾

九月二三日には長江実業持株会社 (Cheung Kong Holdings) を対象とした株式オプションが九月二五日から上場されることが発表され、一〇月九日にはキャセイ・パシフィック航空を傘下におさめるスワイヤー・パシフィックA (Swire Pacific 'A')、一〇月二三日にはCITICパシフィックと香港テレコムを対象とした株式オプションが上場され、一一月一八日にはハチソン・ワンポア (Hutchison Whampoa)、ハンダーソン・ランド (Henderson Land)、サン・ファン・カイ・プロパティーズ (Sun Hung Kai Properties)、チャイナ・エレクトリック&パワーの四社が追加されたりなどによりて、時価総額ではハンセン指數構成銘柄の約六五パーセントにあたる株式でオプション取引が可能となった。⁽¹⁶⁾

一九九六年一月二六日にはホープウェル持株会社 (Hopewell Holdings) が新たに追加され⁽¹⁷⁾、三月六日にはマーケット・メーカーがオプションをヘッジするための株式取引には印紙税を撤廃する⁽¹⁸⁾ことを香港政府が発表した。また、三月二十五日からは空売り対象銘柄が一七銘柄から一一三銘柄に拡大されるとともに、空売りは現在値よりも高い値段でしか行なえないというティック・ルールが撤廃された。⁽¹⁹⁾そして、八月五日からはニューワールド・デベロップメント・カンパニーとワーフ持株会社 (Wharf Holdings) を対象とした株式オプションが上場され、一二銘柄を対象とした株式オプションが現在取引されている。⁽²⁰⁾

図1 株式オプションの売買と建玉



(19)

(20)

表3の銘柄別の月間売買高ではコール・プットともにHSBC、長江実業、ハチソン・ワンポア、スワイヤー・パシフィック、香港テレコムといった銘柄の取引が多く、いずれも二月ないし三月あたりをピークに売買高が低下しており、プットの売買高はコールの売買高の半分程度であることがわかる。

表4の銘柄別の月末建玉を見ると、コールでは先の五銘柄にホールウェルが加わり、プットではHSBC、香港テレコム、長江実業、スワイヤー・パシフィック、チャイナ・ライト&パワーの建玉が大きく、建玉でも

表3 香港の株式オプション月間売買高

取引対象	9月/95	10月	11月	12月	1月/96	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
CITIC Pacific													
Cheung Kong (Holdings)	7,373	18,933	16,408	7,167	15,440	8,770	10,948	3,988	4,435	6,481	5,726	5,127	5,072
China Light & Power				771	10,142	4,038	3,547	1,325	2,707	3,024	3,039	4,393	5,186
HSBC Holdings	48,716	49,116	31,266	30,790	89,482	30,480	57,993	15,099	17,587	15,169	25,077	18,855	15,185
Henderson Land											1,715	2,018	1,409
Hong Kong Telecom											1,301	1,409	1,630
Hopewell Holdings											2,777	5,222	2,272
Hutchison Whampoa											2,777	5,222	3,015
New World Development											2,777	5,222	2,177
Sun Hung Kai Properties											2,777	5,222	3,590
Swire Pacific 'A'											2,777	5,222	3,767
Wharf (Holdings)											2,777	5,222	3,767
Total	56,089	81,241	60,922	52,215	167,569	147,967	107,910	38,992	49,644	41,905	46,385	43,286	43,945
CITIC Pacific												1,144	240
Cheung Kong (Holdings)	3,977	11,896	6,134	5,826	13,352	6,189	6,445	2,923	2,120	1,801	1,717	2,019	2,076
China Light & Power											4,764	2,611	2,589
HSBC Holdings	22,978	15,581	14,532	12,335	24,352	9,593	18,853	10,879	8,984	6,420	7,437	5,742	11,789
Henderson Land											6,411	525	1,671
Hong Kong Telecom											6,411	525	1,671
Hopewell Holdings											6,411	525	1,671
Hutchison Whampoa											6,411	525	1,671
New World Development											6,411	525	1,671
Sun Hung Kai Properties											6,411	525	1,671
Swire Pacific 'A'											6,411	525	1,671
Wharf (Holdings)											6,411	525	1,671
Total	26,955	33,671	32,395	25,938	57,217	37,129	42,680	30,922	24,864	24,895	24,662	17,957	23,496
CITIC Pacific												1,077	1,086
Cheung Kong (Holdings)	11,350	30,829	22,542	12,993	28,792	14,959	17,093	6,911	6,555	8,282	7,443	7,146	7,148
China Light & Power											7,803	7,004	7,784
HSBC Holdings	7,1694	64,697	45,798	43,125	113,600	40,073	76,846	25,978	26,571	21,599	32,514	24,379	26,954
Henderson Land											2,050	2,050	2,155
Hong Kong Telecom											4,436	4,436	4,306
Hopewell Holdings											11,948	13,285	12,677
Hutchison Whampoa											3,434	1,042	2,595
New World Development											4,078	4,446	4,545
Sun Hung Kai Properties											1,541	1,322	1,322
Swire Pacific 'A'											3,383	3,383	3,383
Wharf (Holdings)											4,723	3,737	3,737
Total	83,064	114,912	93,317	78,153	224,786	185,096	150,590	69,914	74,508	66,801	71,047	61,243	67,431

資料 : The Securities Journal 各号より作成。

表4 香港の株式オプション月間売買高

取引対象	9月/95	10月	11月	12月	1月/96	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
CITIC Pacific													
Cheung Kong (Holdings)	5,111	9,294	5,793	3,454	4,327	4,478	2,930	2,717	1,393	2,932	4,186	4,381	4,075
China Light & Power													
HSBC Holdings	19,169	17,945	15,742	19,327	25,351	24,824	20,438	8,905	12,447	15,905	14,985	10,722	7,793
Henderson Land													
Hong Kong Telecom													
Hopewell Holdings													
Hutchison Whampoa													
New World Development													
Sun Hung Kai Properties													
Swire Pacific 'A'													
Wharf (Holdings)													
Total	24,280	35,687	26,903	30,504	55,213	60,447	39,871	25,578	30,041	38,403	40,210	39,472	38,747
CITIC Pacific													
Cheung Kong (Holdings)	2,755	5,682	385	3,111	5,581	3,558	1,579	1,509	1,239	1,463	1,740	2,125	1,429
China Light & Power													
HSBC Holdings	8,535	6,176	5,974	6,655	9,774	5,794	5,152	5,632	6,335	5,260	6,211	5,036	7,447
Henderson Land													
Hong Kong Telecom													
Hopewell Holdings													
Hutchison Whampoa													
New World Development													
Sun Hung Kai Properties													
Swire Pacific 'A'													
Wharf (Holdings)													
Total	11,290	15,341	9,265	14,074	26,661	18,470	14,557	20,777	21,595	20,613	27,902	29,636	21,817
CITIC Pacific													
Cheung Kong (Holdings)	7,866	14,956	6,178	5,655	9,808	8,036	4,509	2,366	2,430	1,590	2,250	2,212	1,313
China Light & Power													
HSBC Holdings	27,704	24,121	21,716	25,992	35,125	30,618	25,590	14,537	18,782	21,165	21,166	15,758	15,240
Henderson Land													
Hong Kong Telecom													
Hopewell Holdings													
Hutchison Whampoa													
New World Development													
Sun Hung Kai Properties													
Swire Pacific 'A'													
Wharf (Holdings)													
Total	35,570	51,028	36,188	44,578	81,874	78,917	54,428	46,355	51,636	59,016	68,112	69,108	58,564

二月か三月をピークに売買高が低下していることがわかる。そしてプラットの建玉はやはりコールの建玉の半分程度であることもわかる。

かくして、香港での株式オプション導入は経余曲折を経たものの、導入後にさしたる問題もなく、成功裡に行なわれたようである。しかしながら、上場銘柄はまだ一二銘柄にすぎず、表1の数字では世界で一〇番目であり、時価総額で凌駕しているオランダ・スウェーデン・オーストラリアの売買高にはいまだ及んでいない。したがつて、今後数年間の推移を見てはじめて導入の成果は判断されるべきであろう。

株式オプション導入に伴う問題

わが国での株式オプションの導入を考える場合、株式オプションを導入するための環境整備に関する問題と株式オプションを導入した結果生じるかもしれない問題とに大別できるであろう。以下ではこれらの問題を香港での経験に即して考えてみよう。

まず、株式オプション導入の環境整備という意味では、香港の場合、中央決済システムへの移行、自動注文執行システムの導入、空売りの解禁（空売り規制の撤廃）、マーケット・メーカー制の導入といった問題をひとつひとつクリアすることにより、株式オプションの導入が進められた。さいわいにもわが国の場合、決済システムや自動注文執行システムはとりあえず完備されており、空売りについてもすでに証券金融会社等を通じた制度が存在している。しかし、現状の空売りを含めた信用取引制度は零細な個人投資家の利用を念頭に置いて作られたものであり、売り建てオプションのヘッジを目的とした利用には不十分であろう。とりわけ大量の空売りを可能とするためにはそれに見合った貸し株市場の存在が不可欠であり、機関投資家の保有株式や事業法人の持ち合い

株を利用できるような貸し株市場の整備が望まれる。従来、貸し株市場については株価を下落させる恐れのある空売りを助長させるという消極的な見方が強く、大量の株式を保有する機関投資家は貸し株の自粛を暗黙裡に要請されていたようである。実際、一九九二年四月に銀行株が急落した際には生命保険会社が貸し株の自粛を求められたという新聞報道も見られた。機関投資家や事業法人にとっては低迷する市況のもとで少しでも運用利回りを向上させる手段としての貸し株制度は有用なものであるはずだし、株式持ち合いによって浮動株の少ないわが国ではその結果として値動きが大きくなりやすいという問題を回避する上でも健全な貸し株市場の育成は有意義であると考えられる。また、国際的に高いとされるわが国のPERも優良株だけを見ればそれほど高いわけではなく、業種や知名度による横並びの株価形成が是正される可能性もあるであろう。信用取引制度のより一層の充実とともに貸し株市場の整備が株式オプションの導入を期に進められることを期待する。

株式オプションの導入に当たつてのもう一つの問題はマーケット・メーカー制の問題である。わが国と同様に香港でも株式市場はオーケーション型の市場であり、株式オプションにおいてマーケット・メーカー制がはじめて導入された。これは債券と同様に同じ会社を対象にしていても満期日や権利行使価格に応じて多数の銘柄が存在する株式オプション取引では流動性を維持するために、フロアでの取引かコンピューター上の取引かに関わらず、すべての市場でマーケット・メーカー制が導入されており、香港もこの前例に従つたということである。わが国の場合には上場オプションでは東京金融先物取引所のユーロ円金利先物オプションでマーケット・メーカー制が導入されている点を除けば、東京証券取引所の債券先物オプションも東京・大阪・名古屋の各取引所の株価指数オプションもマーケット・メーカー制を採用してはいない。こうした金融先物取引所（銀行局管轄）と証券取引所（証券局管轄）の間に見られる違いや店頭株式市場JASDAQでのマーケット・メーカーの不在は、従来ブ

ローカー業務を主としてディーラー業務は従とされてきた証券会社の業務規制に關係があるのかもしれない。日経二二五オプションのように流動性のあるものではマーケット・メーカーの存在は（一部にそうした需要はあるものの）それほど重要ではないが、日経二〇〇オプションやオプション二五・TOPPIXオプションでは仲介業者のクロスがなければ取引は極めて難しいのが実状である。わが国で株式オプションを導入する場合にも株価指数オプションと同様なコンピューターによるオーフショット方式を採用するトレスは、取引の活発な銘柄では問題はないであろうが、取引のそれほど活発でない銘柄では取引を実現するのが難しいことが予想される。証券関連の上場ものに関してはこれまでマーケット・メーカー制を導入した前例がないだけに取引開始時におけるマーケット・メーカー制の実現は容易ではなかろうが、取引開始後に流動性の問題が生じた際にはマーケット・メーカー制の導入を検討する用意は少なくとも必要である。

次に、わが国で株式オプションを導入した結果生じるかもしれない問題を考えてみよう。これで問題となるのはおそらく株価指数先物導入後に問題になつた現物市場からの取引のシフトと現物市場の価格形成に及ぼす影響であろう。香港での株式オプション導入の原株市場に及ぼす影響についてはすでに香港市立大学 (the City University of Hong Kong) のヤン・リュン・チエン (Yan-leung Cheung) とアレックス・チュ・ヒン・コー (Alex Che-yeung Ko) の両氏によって検証されている⁽²¹⁾。その結果によると、HSBC、長江実業、スワイヤー・パシフィック、香港テレコム、CITICの五銘柄を対象にして調べたところ、株式オプションの導入が原株市場の売買高に統計的に見て有意な影響を及ぼしていないことが明らかになつた。また、株式オプションの導入によって原株価格の変動がどのような影響を受けたかを調べた結果は、株式オプションの導入が原株価格の変動を統計的に見て有意に減少させるという欧米での実証結果と同様のものであつた⁽²²⁾。さらに、原株市場

と株式オプション市場の間で裁定利益を得ることができるかどうかをHSBCと長江実業の一銘柄について調べたところ、手数料や気配値スプレッドといった取引費用を考慮すれば裁定機会は存在せず、原株・オプション両市場の間で整合的な価格形成が行なわれていることが明らかになつた。他方、実務家の観察によると、株式オプションが上場された銘柄のワラントのインプライド・ボラティリティが低下しているという指摘も見られる⁽²³⁾。

表5は香港の株式オプションの売買高を原株の売買高一単位で割った比率を銘柄ごとに表わしており、これを見ると、多くの銘柄でオプション売買高の比率は原株の一〇%以下であり、最初に株式オプションを導入したHSBCが五〇%を越えた以外はそれほど活発に取引されてはいないことがわかる。アメリカでは株式オプションの売買高が原株の売買高を上回る銘柄もあるが、これはマーケット・メーカー（先物市場のローカルズと同じくフロア習熟した投資家なしには原株市場の売買高を奪うほどの取引によるところもある。こうした香港での経験を見ると、オプション取引による霧雨気を見て取引する個人投資家）同志の活発な取引によるとしないといふことである。したがつて、株式オプションの導入

表5 オプション売買高の原株売買高に占める比率

取引対象	9月/95	10月	11月	12月	1月/96	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	平均
CITIC Pacific	3.3%	2.6%	2.1%	2.7%	5.6%	4.3%	4.2%	2.2%	2.0%	3.3%	1.6%	1.3%	2.9%	
Cheung Kong (Holdings)	45.9%	37.4%	33.9%	16.5%	24.7%	7.4%	16.1%	9.7%	7.7%	15.7%	8.2%	10.8%	10.3%	18.8%
China Light & Power				1.8%	5.0%	4.0%	3.8%	3.0%	2.9%	6.0%	6.2%	5.3%	4.3%	4.2%
HSBC Holdings	58.2%	37.8%	29.3%	33.8%	46.0%	24.8%	36.6%	21.7%	17.3%	18.2%	17.0%	12.2%	19.1%	28.6%
Henderson Land					2.2%	6.1%	12.4%	9.7%	7.1%	7.2%	5.7%	4.6%	4.7%	3.2%
Hong Kong Telecom						3.3%	1.5%	1.3%	0.4%	4.2%	1.1%	1.5%	0.5%	1.6%
Hopewell Holdings							0.6%	0.1%	0.9%	2.4%	1.9%	0.4%	1.5%	1.5%
Hutchison Whampoa								4.3%	11.5%	32.6%	3.3%	4.1%	7.6%	6.2%
New World Development										1.1%	1.7%		1.4%	
Sun Hung Kai Properties										1.4%	6.6%	12.0%	10.0%	6.5%
Swire Pacific 'A' Wharf (Holdings)										17.1%	11.6%	15.6%	11.7%	24.0%
Total	52.1%	19.8%	15.8%	8.8%	12.7%	12.8%	9.7%	7.0%	6.2%	7.3%	5.8%	4.8%	5.1%	12.9%

資料：The Securities Journal 各号より作成。

の結果、信用取引を行なつてゐた個人投資家が殺到し、原株の取引が停滞するなどのような事態はわが国の場合でも考えにくだらう。

ただし、香港でも月間の平均値ではまだ大さくはないとして、それが特定日に集中すれば原株市場への影響がないわけではなからうが、原株価格のボラティリティは逆に低下してくるところのがこれまでの諸外国での経験である。株式オプションを用いた株価操作は絶対にあり得ないことは言えないが、建玉制限を設けたり、建玉のディスクロージャーを進め、取引所等が注意深く監視するなどといった危険性はかなりの程度除去できるものであらう。むしろ悪用の可能性があるところだけで利用を一切認めないと云ふ立場は、環境に適応してより良いものを作り出すところ前向きな意欲を減退させる危険性を逆に持つてゐるのではないかだらうか。

かくして香港での経験を見る限り、わが国での株式オプションの導入に関して過度に神経質になる必要はないものと思われる。もちろん株価指数先物の例を見れば、諸外国では問題がなくて、わが国では問題を生じる可能性を否定するに云はでかなうが、新商品の導入が問題を生じる場合には往々にして新商品の商品特性よりも使用方法の未熟さが問題を引き起しきり、使用方法の熟練は実際に使ひてみなければ上達しないところだが、われわれは幾度も経験している。株式オプションは個人投資家を市場へ呼び込む特効薬ではなく、幅広い投資家により良いサービスを提供するための長じて見たインフラストラクチャーであつて、過度の期待は禁物であるとの同時に、その導入にむかしても抵抗しなければならないような危険な商品でもないことを踏まえて、今後の議論が進められるに云ふ期待である。

(脚三)

注

(一) アルック・ヤハトー直後の状況は図1参照 Ho, R.Y.K., R.H.Scott and K.A.Wong. *The Hong Kong Financial System*. Oxford University Press, 1991 (『統治の金融制度』、金融財政事情研究会「一九九一年」) を参考。

参考。

(2) Lulu Yu, "Hong Kong may introduce options and OTC trading to boost liquidity", *The Times*, June 22, 1990

(3) "HK to trade options by mid-1992 develop clearing system", *Wall Street Letter*, Vol.XXII No.45 (November 12, 1991)

(4) "Book entry clearing seen as foundation for new products", *International Securities Regulation Report*, April 22, 1991

(5) Stock Exchange of Hong Kong, *Listed Options: Eligibility Criteria for Underlying Stocks and Option Contract Specification (Consultative Paper I)*, December 1992. "Proposal for trading of stock options". *Financial Regulation Report*, January, 1993

(6) Stock Exchange of Hong Kong, *Exchange-Traded Equity Options: Proposal on Trading, Clearing, and Participation (Consultative Paper II)*, March 1993. "Proposal for equity options", *Financial Regulation Report*, April, 1993

(7) Mark Evans, "Long-awaited automated trading system to go", *South China Morning Post*, September 14, 1993. "Hong Kong stock exchange to start auto-matching system in November",

Agence France Presse, October 28, 1993.

- (∞) "HKSE Expected to Announce Plans for Options Market", *International Securities Regulation Report*, January 25, 1994

(∞) Simon Pritchard, "Options to launch next year", *South China Morning Post*, July 17, 1994. Stock Exchange of Hong Kong, *Exchange-Traded Equity Options: Market Stricture, Participation & Financing*, November 1994. Noel Fung & Sean Kennedy, "Exchange to launch options attack; Exchange to launch options offensive", *South China Morning Post*, November 22, 1994.

(∞) Sean Kennedy & Simon Fluendy, "Row over stock futures: Secret approval sparks clash between exchange", *South China Morning Post*, October 26, 1994

(11) Kerry Wong, "Locking horns over Hong Kong's futures", *South China Morning Post*, October 30, 1994

(12) Simon Fluendy, "Call for end of exchange monopoly", *South China Morning Post*, November 7, 1994

(13) Simon Fluendy, "Exchange twice rejected offer to share system", *South China Morning Post*, November 1, 1994

(14) "Hong Kong gives temporary tax break to boost stock options trading", *Agence France Presse*, July 25, 1995. Gregory Crawford, "HONG KONG EQUITY OPTIONS TRADE START IN SEPTEMBER", *The Reuter European Business Report*, August 4, 1995.

(15) Tan Fe Lyn, "ACTIVE DEBUT FOR HK'S FIRST STOCK OPTIONS CONTRACT", *The Reuter Asia-Pacific Business Report*, September 8, 1995. "Hong Kong Stock Exchange Begins Trading On DTB Software", *International Securities Regulation Report*, September 28, 1995. "Exchange News", *The Securities Journal*, November 1995.

(16) "Exchange News", *The Securities Journal*, November 1995, December 1995, February 1996

(17) "Exchange News", *The Securities Journal*, May 1996.

(18) "HK STOCK EXCHANGE WELCOMES OPTIONS DUTY WAIVER", *Reuter Financial Service*, March 6, 1996

(19) "Exchange News", *The Securities Journal*, March 1996

(20) "Exchange News", *The Securities Journal*, October 1996

(21) "IMPACT OF STOCK OPTIONS ON THE UNDERLYING", *Derivatives Week*, September 30, 1996

(22) ハセキルス株式会社 - ジャパンセイバードamodaran, A. & M.G. Subrahmanyam, "The Effects of Derivatives Securities on the Markets for the Underlying Assets in the United States", *Financial Markets, Institution & Instruments*, Vol.1 No.5, 1992. ハセキルス株式会社 - Stucki, T. & W. Wasserfallen, "Stock and options markets: the Swiss evidence", *Journal of Banking & Finance*, Vol.18 No.5, 1994.

カナダ証券取引所Elfakhani, S. & M. Chaudhury, The volatility effects of option listing: Some Canadian evidence", *Quarterly Review of Economics & Finance*, Vol.35 No.1, 1995.

(23) "Guide to Asian Derivatives: Hong Kong", *Global Investor*, May 1996.

香港株式市場の中国企業株（H株）について（2）

一、はじめに

前回は返還前夜の香港と中国的經濟関係を紹介しながら、香港株式市場に上場している中国企業株（H株）の特徴および上場背景を検討した。九三年七月青島ビルを第一号とする中国企業の香港上場は、中国と香港の經濟が一体化へと進んでいるなか双方の經濟的かつ政治的要請を受けて実現したものであり、中国の「改革・開放」政策と国有企业改革の一つの成果と言える。わずか三年間に二十一社の中国企業が香港上場を果たし、二五七億香港ドル（一香港ドル＝約一四円）の外資を調達した（表1）。

中国企業が海外証券市場に上場する目的は資金調達だけではなく、現在進行中の国有企业改革と密接につながるものと考えられる。つまり国有企业海外上場のもう一つの狙いは国有企业が旧計画経済体制から脱出し、経営のメカニズムを転換するために、海外上場の経験から国際的な上場基準、会計基準およびディスクロージャー制度に準拠した企業経営方法を学びとり、国際競争力を強め、最終的に

表2 H株時価総額の推移
(億香港ドル、年末数)

年	1993	1994	1995	1996.9
H株時価総額	182.3	199.9	164.6	229.9
全香港株時価総額	29,753.79	20,851.82	23,483.10	29,568.53
H株構成比 (%)	0.61	0.96	0.70	0.78

（出所）「The Securities Journal」、「証券レポート」No1539、1996年10月、49頁より作成。

表3 H株発行済株数の推移
(億株、年末数)

年	1993	1994	1995	1996.9
H株発行済株数	40.82	90.97	107.54	127.84
全香港発行済株数	1640.62	1775.68	1804.23	1995.82
H株構成比 (%)	2.49	5.12	5.96	6.41

（出所）「The Securities Journal」より作成。

には自主経営を実現して株式会社制度の導入を含む新しい「現代企業制度（近代的な企業制度）」を確立することにある。以上のようない背景において香港株式市場は中国国有企业の海外上場の実験場となり、H株とレッド・チップス（「紅筹股」という赤い銘柄・中国系香港現地法人銘柄）は海外投資家の対中投資のパイプとなつた。

今回はH株の発展状況を紹介しながら、H株指数の変動状況やH株とA株の価格差などの問題点について検討したい。

二、H株の発展状況

今年九月末現在二十一社が発行したH株は一二七・八四億株、その時価総額は二二九・九億香港ドルとなり、香港市場全体の時価総額に占める比率は〇・七八%であった。香港株全銘柄（九月末五六四銘柄）に占めるH株はわずか三・七%に過ぎない。発行済み株数も全体の六・四一%に止どまっている（表2、表3）。確かに

表1 H株資金調達額の推移

（億香港ドル、年末数）

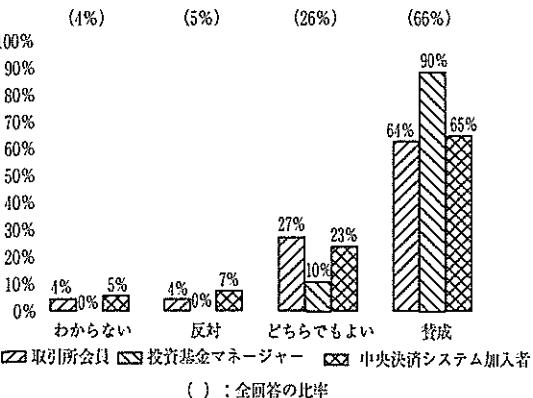
年	1993	1994	1995	1996.9
H株銘柄数	6	15	17	21
H株資金調達額	81	180	209	257

（出所）「中国証券統計年報1995」58頁、「The Securities Journal」、「人民日報（海外版）」1996年10月10日、中国人民銀行「中国金融展望1996」58頁などより作成。

にH株は銘柄数、時価総額および発行済み株数のどの面でも香港株全体に比べると規模的に未だまだ小さいが、しかしH株（郷鎮企業である広東科龍電器を除く）は中国の国有企业の中から選ばれた代表的なエリート企業ばかりで、その大部分はエネルギー、機械および電子など基盤産業である。それは現在不動産、金融業に片寄っている香港証券市場の構造のは正に貢献し、また株式市場に活気を呼ぶとして投資家の新たな注目を集めつつあり、その潜在発展力には大きな期待が寄せられている。

最近、香港証券取引所（聯合交易所）は取引所会員（四八七名）、投資基金公会会員（四五名）および中央決

図1. 中国株上場を増やすべきか



(出所) 「The Securities Journal」 November, 1996. P.8.

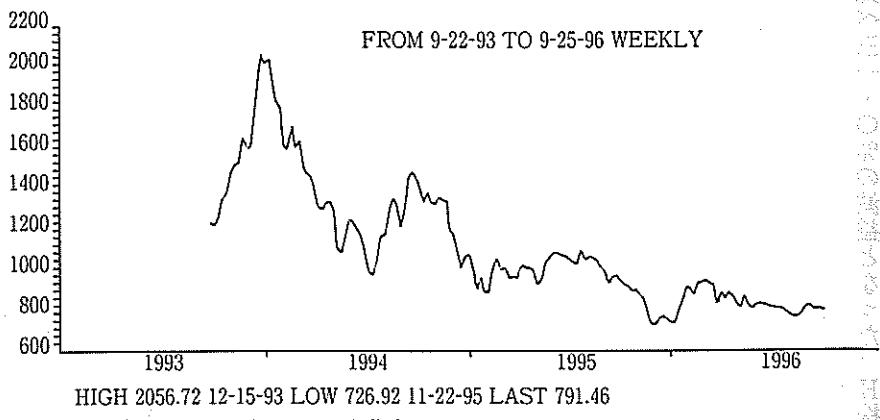
済システム加入者（六七名）を対象にアンケートを行い、六四%から回答があり、ある程度信頼性のある調査結果が得られた。調査項目のうち中国関係の部分をみると、まずH株の取引に関して自信があるかどうかについては、六三%が自信を持っており、自信を持つていないと答えたのはわずか二%だった。またH株企業に対する監督および規制については、大部分が中立的態度をとつており、不満とするものは二五%，逆に満足とするものは二三%という結果が得られた。さらに、香港株式市場を経由する中国大陸に対する投資の将来性については、楽観的な回答が七〇%あり、悲観的な回答はわずか二%であった。⁽¹⁾ H株に対する調査の最終的結果を見れば、(図1)が示しているように大部分の市場関係者はより多くの中国企业を香港市場に上場させることに賛成の立場をとつてている。

三、ハンセンH株指数の変動

一九九四年八月八日にH株香港上場が実現された1年後、香港のハンセン指数を発表しているハンセン・インデックス・サービス社はすべてのH株を対象としたハンセン中国企業株指数（ハンセンH株指数）の公表を始めた。中国国内企業だけを対象としているハンセンH株指数は、当然ながらハンセン指数に比べ中國国内の政治・経済の動向を反映しているとみられていて。H株指数の起點は一九九三年七月十五日、H株の第一号である青島ビールの上場日となつておき、基準日は一九九四年七月八日H株の第一グループの第一号である洛陽ガラスの上場日、基準値は一〇〇〇とそれぞれ指定された。⁽²⁾

過去三年間のH株指数の変動を振り返つてみると、(図2)が示しているように九三年の後半から九四年の初頭にかけて、H株は史上初の国有企业の海外上場という特別な意味を持つて人気を呼び、一時的に取引のピークに向かえ、H株指数は最高値の二〇五六・七二（九三年一二月一五日）を記録した。それ以後、H株指数はいつたん基準値以下の九〇〇台前後まで反落し、九四年後半のH株指数公表の直後、九月に再び一時的に一

(図2)
ハンセン中国企業（H株）指標の推移

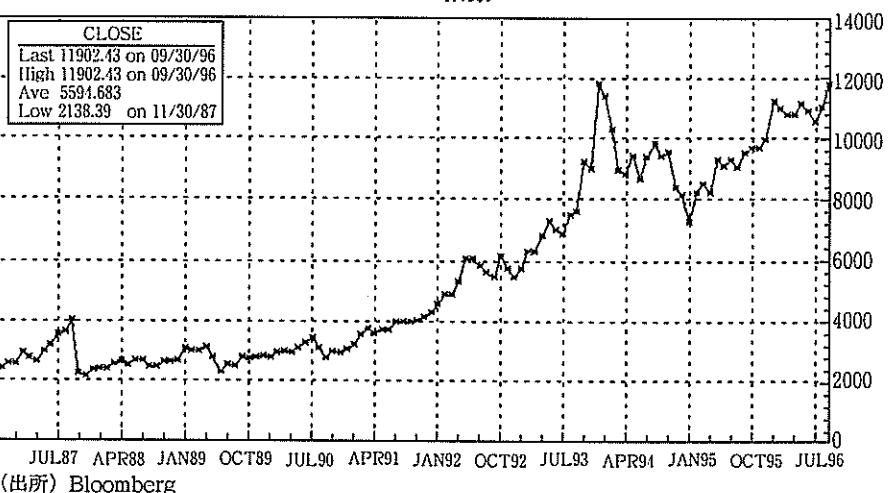


五〇〇台めで上昇したが、それ以来約1年間、低迷の状態が続いた。現在では八〇〇台前後で動いている。

H株指数低迷の動きとは正反対に、香港ハンセン指数は(図3)が示してるように八〇年代後半から大まかに上昇基調に乗り、特に返還を来年に迎える今秋の10月九日に一万一一五〇を付け、九四年一月四日の史上最高値(一万一一〇一)を抜き、やがて10月16日には一万一六〇一と史上最高値を更新した。⁽³⁾

ハンセン指数が連續して史上最高値を更新していく中で、なぜH株は低迷状態が続くのか。その主な理由として、九二年以来の金融面も含め政策の影響を受けて鉄鋼、石油化学製品などの国内需給が緩和に転じ、そのため関連企業の業績が低迷し、一部企業では減益となつてゐる。また輸出付加価値税の還付率が下り下げられたため、輸出率の比較的高い企業にとっては不利であることが指摘されてくる。(表4)が示してるようにH株発行11社の九六年上半期純利益は対前期比一六・四%減、前年同期に比べ三一・〇%の減益となつた。H株相場低迷の

(図3)
ハンセン指数



(表4)
H株発行企業の半期業績動向(百万人民元 上段:売上高、中断:税前利益、下段:純利益)

	94年上	94年下	95年上	95年下	96年上	95年	94年	95年/94年(前年比)	95年上期(前年比)(前年同期比)	95年下期(前年比)(前年同期比)	96年上期(前年比)(前年同期比)			
石油・化学 (5社)	13,731	14,942	18,510	19,079	18,946	28,673	37,589	31.1%	23.9%	34.8%	3.1%	27.7%	-0.7%	2.4%
	2,312	2,254	3,582	2,395	2,128	4,556	5,978	30.9%	59.0%	54.9%	-33.1%	6.3%	-11.2%	-40.6%
	1,832	1,780	2,862	1,895	1,674	3,632	4,757	31.9%	60.8%	54.8%	-33.8%	6.5%	-11.6%	-41.5%
除く石油・化学 (16社)	n/a	n/a	14,543	16,605	15,529	27,830	31,149	12.6%	n/a	n/a	14.2%	n/a	-0.5%	6.8%
	n/a	n/a	1,689	1,766	1,510	5,214	3,455	-33.7%	n/a	n/a	4.5%	n/a	-14.5%	-10.6%
	n/a	n/a	1,373	1,599	1,247	4,404	2,972	-32.5%	n/a	n/a	16.5%	n/a	-22%	-9.2%
建設資材 (2社)	3,658	3,363	3,576	3,552	3,613	7,021	7,158	2.0%	6.1%	-2.2%	0.2%	6.5%	0.9%	1.0%
	908	361	255	189	70	1,269	444	-65.5%	-39.3%	-71.9%	-26.1%	-47.8%	-62.6%	-72.4%
	718	285	171	117	54	1,003	288	-71.3%	-39.9%	-76.1%	-31.9%	-59.1%	-53.8%	-68.5%
機械 (5社)	n/a	n/a	2,750	3,605	3,262	5,555	6,355	14.4%	n/a	n/a	31.1%	n/a	-9.5%	18.6%
	n/a	n/a	351	361	1,104	559	496	-49.4%	n/a	n/a	68.9%	n/a	2.8%	73.6%
	n/a	n/a	167	219	286	889	446	-48.7%	n/a	n/a	67.2%	n/a	2.5%	71.4%
電力・通信設備 (4社)	n/a	n/a	2,382	2,910	2,007	4,816	5,292	9.9%	n/a	n/a	22.1%	n/a	-31.0%	-15.7%
	n/a	n/a	197	250	113	533	447	-16.2%	n/a	n/a	27.3%	n/a	-54.7%	-42.3%
	n/a	n/a	172	218	93	452	390	-13.6%	n/a	n/a	27.1%	n/a	-51.3%	-45.7%
運輸 (2社)	n/a	n/a	2,470	2,862	2,714	4,833	5,332	10.3%	n/a	n/a	15.9%	n/a	-5.2%	9.9%
	n/a	n/a	695	659	522	1,760	1,354	-23.0%	n/a	n/a	-5.2%	n/a	-20.7%	-24.9%
	n/a	n/a	575	713	426	1,613	1,288	-20.1%	n/a	n/a	23.9%	n/a	-40.3%	-26.0%
消費財 (3社)	n/a	n/a	3,365	3,647	3,933	5,576	7,012	25.8%	n/a	n/a	8.4%	n/a	-7.9%	16.9%
	n/a	n/a	334	317	443	548	651	18.7%	n/a	n/a	-5.3%	n/a	-39.8%	32.4%
	n/a	n/a	287	273	388	467	560	19.9%	n/a	n/a	-5.2%	n/a	-42.3%	35.0%
H株発行企業合計 (21社)	n/a	n/a	33,054	35,604	34,716	56,474	68,738	21.7%	n/a	n/a	8.0%	n/a	-3.4%	4.3%
	n/a	n/a	5,272	4,161	3,538	9,780	9,433	-3.5%	n/a	n/a	-21.1%	n/a	-12.6%	-31.0%
	n/a	n/a	4,234	3,494	2,921	8,035	7,729	-3.8%	n/a	n/a	-17.5%	n/a	-16.4%	-31.0%
(参考)	22,091	23,613	27,111	28,890	28,545	45,705	55,951	22.4%	14.8%	22.7%	6.4%	22.1%	-1.0%	5.3%
15社ベース	4,203	3,504	4,198	3,028	2,534	7,707	7,226	-6.2%	19.8%	-0.1%	-27.9%	-13.6%	-16.3%	-39.6%
(*1)	3,765	2,743	3,320	2,342	1,980	6,108	5,662	-7.3%	21.0%	-1.3%	-29.5%	-14.6%	-15.5%	-40.4%
除く石油・化学 (10社ベース)	8,360	8,671	8,500	9,761	9,598	17,022	18,362	-7.8%	0.8%	2.9%	13.5%	12.6%	-1.7%	11.6%
	1,891	1,250	615	633	407	3,141	1,248	-60.3%	-50.8%	-67.5%	2.9%	-49.3%	-35.8%	-33.9%
(*2)	1,513	964	458	447	306	2,477	905	-63.4%	-52.4%	-69.7%	-2.5%	-53.6%	-31.7%	-33.3%

(*1) H株発行企業のうち94年以降連続して半期決算の数値が入手できる15社

(*2) (*1) から石油・化学5社を除いたベース

(出所) 大和総研(香港)有限公司「Hong Kong Quarterly」October 1996, No.13, 19頁。

いまひとつの要因として取り上げられるのは「中国企業（内容）の不透明性」（日系投資顧問）である。⁽⁵⁾つまりH株の開示基準に対して海外投資家が不信感を持つてゐることであろう。この点については別の機会に紹介したい。

四、H株とA株の価格差

現在香港株式市場に上場しているH株二社のうち一二社は、中国国内の上海、深圳両取引所にもA株（国内一般個人向け株式）を上場している。H株は取引き通貨、支払い配当金の通貨および外国人投資家に対する規制を除き、原則としてA株と同等の権利・義務を有する。しかし、H株とA株では上場市場が違い、取引き通貨も異なるので、株価に差が出て来るのは自然なことであろう。現在のところH株はA株より低い価格で取引される傾向にある。（表5）が示しているように、全体で見ればA株はH株に比べ四・四三倍になつており、同一企業の株に対する人気は国内の方が香港市場より数倍強い。

国内でも上海、深圳両取引所で外国投資家向けに上場しているB株は、H株と同じような現象が起きている。⁽⁶⁾つまり同一企業のA株とB株の間に価格差が出てゐることである。しかしB株とH株ではその価格差の生じ方は根本的に違う。すなわちB株はA株と同じ国内市场に置かれており、人民元を諸外国通貨と自由に兌換できないという状況の下で創設されたもので、したがつて近い将来人民元の自由兌換が実現すれば、A株とB株は統合される可能性が極めて大きい。そうなればA株とB株の価格差は自然に解消する。一方H株は海外の香港市場に上場されており、そこでは国内と全く別の上場基準、会計制度およびディスクロージャー制度の規制をうける。また通貨問題として香港ドルは返還後もその独自性を保つことに変化はない。とつぶんの間は「香港ドルの人民元化」の可能性は極めで小さく、したがつてH株とA株の統合は考えられない。統合しない限りA株とH株の価格差は長期的に存在するだろう。しかし二一世紀の二〇、三〇年代のことを考えると、「香港ドルの人民元化」の実現可能性がないとは言い切れない。もしそうとなればH株のあるべき姿をあらためて検討しなければならないであろう。

五、むすびにかえて

以上H株の発展状況を紹介し、最近の株価低迷の原因およびH株とA株の価格差について検討した。国内のB株はいずれ解消するかも知れないが、H株は長期に亘り香港株式市場に重大な影響を与えることになるであろう。今回十分に検討できなかつた国有企业の海外市場上場のプロセスと問題点については別の機会に紹介することにしよう。

表5 H株、A株における株価差の現状
(1996年10月18日の終値)

銘柄名	A株 (元)	H株 (香港ドル) (元)	A株/H株 (倍)
青島ビル	5.90	2.775	2.97
広州造船	4.88	1.67	2.73
上海石油化工	7.19	2.125	2.27
昆明機床	4.08	0.89	4.29
馬鞍山鉄鋼	3.81	1.51	2.35
北人印刷機械	5.00	1.59	2.94
儀征化織	5.22	1.92	2.55
天津渤海化工	4.79	0.65	6.88
東方電機	7.80	1.94	2.08
洛陽ガラス	6.67	1.41	4.51
東北輪変電	11.34	1.26	1.35
吉林化工	21.98	1.08	1.16
平均値	7.39	1.57	4.43

注：1香港ドル=約1.07人民元で計算。

(出所) 「中国証券報」1996年10月24日より計算。

(參考資料 1)

H株発行企業の半期業績動向（百万人民元 上段：売上高、中段：税前利益、下段：純利益）

类别	企全	94年上半年					94年下半年					95年上半年					95年下半年					96年上半年				
		94年上半年	94年下半年	95年上半年	95年下半年	96年上半年	94年上半年	94年下半年	95年上半年	95年下半年	96年上半年	94年上半年	94年下半年	95年上半年	95年下半年	96年上半年	94年上半年	94年下半年	95年上半年	95年下半年	96年上半年	94年上半年	94年下半年	95年上半年	95年下半年	96年上半年
石油-化学	上海石化	4,306	5,078	6,755	6,081	5,907	9,384	11,835	25.1%	13.3%	33.6%	5.7%	19.8%	-2.8%	2.7%	5.7%	20.9%	11.5%	54.0%	-29.8%	20.8%	13.6%	-35.2%	-13.6%	-34.3%	
		900	871	1,437	1,079	932	1,769	2,516	41.3%	65.0%	58.1%	24.9%	23.9%	-13.6%	-13.6%	54.3%	-27.5%	-23.9%	-27.5%	-27.5%	-44.6%	-74.7%	-44.6%	-74.7%	-74.7%	
		773	729	1,208	919	794	1,493	2,127	42.4%	67.7%	56.3%	-23.9%	-23.9%	-23.9%	-23.9%	-23.9%	-23.9%	-23.9%	-23.9%	-23.9%	-23.9%	-23.9%	-23.9%	-23.9%	-23.9%	
	镇海化纤	3,031	3,185	4,337	4,905	3,492	6,217	9,932	49.6%	39.0%	45.1%	11.5%	54.0%	-29.8%	-29.8%	54.0%	-29.8%	54.0%	-29.8%	54.0%	-29.8%	54.0%	-29.8%	54.0%	-29.8%	
		548	609	975	445	247	1,148	1,421	23.8%	62.6%	78.0%	-54.3%	-54.3%	-25.7%	-25.7%	-54.3%	-27.1%	-54.3%	-27.1%	-54.3%	-27.1%	-54.3%	-27.1%	-54.3%	-27.1%	
		461	517	836	377	212	978	1,213	24.0%	61.7%	81.4%	-54.9%	-54.9%	-27.1%	-27.1%	-54.9%	-71.8%	-54.9%	-71.8%	-54.9%	-71.8%	-54.9%	-71.8%	-54.9%	-71.8%	
化工	吉林化学	2,977	2,872	3,879	3,200	3,871	5,849	7,079	21.0%	35.1%	30.3%	17.5%	11.4%	21.0%	-0.2%	17.5%	11.4%	21.0%	-0.2%	17.5%	11.4%	21.0%	-0.2%	17.5%	11.4%	
		452	408	739	370	508	860	1,109	26.5%	79.0%	61.5%	-49.3%	-49.3%	-9.2%	-9.2%	-49.3%	-37.1%	-49.3%	-37.1%	-49.3%	-37.1%	-49.3%	-37.1%	-49.3%	-37.1%	
		325	277	495	258	339	602	744	23.5%	75.3%	49.5%	-47.0%	-47.0%	-7.1%	-7.1%	-47.0%	-31.6%	-47.0%	-31.6%	-47.0%	-31.6%	-47.0%	-31.6%	-47.0%	-31.6%	
	镇海炼油化工	2,233	2,592	3,069	3,490	4,257	4,830	6,578	35.2%	19.1%	38.0%	13.0%	31.6%	22.5%	38.2%	13.0%	31.6%	22.5%	38.2%	13.0%	31.6%	22.5%	38.2%	13.0%	31.6%	
		318	268	349	412	394	606	761	21.4%	9.8%	17.5%	4.3%	12.6%	17.5%	43.2%	4.3%	12.6%	17.5%	43.2%	4.3%	12.6%	17.5%	43.2%	4.3%	12.6%	
		221	192	257	265	282	413	522	26.3%	33.5%	16.1%	3.4%	7.1%	-2.9%	1.9%	7.1%	-2.9%	1.9%	-2.9%	1.9%	-2.9%	1.9%	-2.9%	1.9%	-2.9%	
天津渤海化工	天津渤海化工	1,179	1,215	1,391	1,404	1,419	2,394	2,795	16.6%	14.5%	18.0%	0.9%	15.6%	1.1%	2.0%	0.9%	15.6%	1.1%	2.0%	0.9%	15.6%	1.1%	2.0%	0.9%	15.6%	1.1%
		85	83	91	83	48	173	180	4.4%	3.9%	7.1%	-2.9%	1.9%	-2.9%	1.9%	1.9%	-2.9%	1.9%	-2.9%	1.9%	-2.9%	1.9%	-2.9%	1.9%	-2.9%	
		72	73	75	76	48	145	151	4.7%	3.1%	4.2%	0.2%	5.2%	-3.7%	3.4%	0.2%	5.2%	-3.7%	3.4%	0.2%	5.2%	-3.7%	3.4%	0.2%	5.2%	
	建设材料	3,295	2,871	3,065	3,131	3,305	6,076	6,216	2.3%	7.5%	3.8%	15.5%	9.1%	5.6%	7.1%	9.1%	-9.1%	11.7%	-12.1%	11.7%	-12.1%	11.7%	-12.1%	11.7%	-12.1%	
		715	167	47	3	41	882	59	94.3%	-72.0%	-93.5%	-93.1%	-98.1%	-98.1%	-98.1%	-98.1%	-98.1%	-98.1%	-98.1%	-98.1%	-98.1%	-98.1%	-98.1%	-98.1%		
		591	159	40	3	35	749	43	-94.2%	-74.8%	-93.2%	-92.6%	-98.0%	-98.0%	-98.0%	-98.0%	-98.0%	-98.0%	-98.0%	-98.0%	-98.0%	-98.0%	-98.0%	-98.0%		
玻璃	福耀玻璃	452	492	491	451	398	914	942	-0.2%	-0.2%	8.5%	-8.1%	-8.3%	-31.8%	-37.3%	-8.1%	-8.3%	-31.8%	-37.3%	-8.1%	-8.3%	-31.8%	-37.3%	-8.1%	-8.3%	
		193	195	209	185	30	387	394	1.7%	7.3%	8.2%	-11.1%	-11.1%	-4.7%	-4.7%	-11.1%	-4.7%	-11.1%	-4.7%	-11.1%	-4.7%	-11.1%	-4.7%	-11.1%	-4.7%	
		127	125	131	113	19	253	215	-3.4%	4.0%	3.2%	-13.5%	-10.1%	-8.3%	-8.3%	-10.1%	-8.3%	-10.1%	-8.3%	-10.1%	-8.3%	-10.1%	-8.3%	-10.1%	-8.3%	
	玻璃机械	1395	1,612	1,323	2,038	1,852	3,007	3,361	11.8%	-17.9%	-5.1%	54.0%	26.4%	-9.1%	-9.1%	26.4%	-9.1%	-9.1%	-9.1%	-9.1%	-9.1%	-9.1%	-9.1%	-9.1%	-9.1%	
		298	369	39	195	241	667	234	66.0%	-90.0%	-86.9%	-39.0%	-49.9%	-39.0%	-39.0%	-49.9%	-39.0%	-49.9%	-39.0%	-49.9%	-39.0%	-49.9%	-39.0%	-49.9%		
		226	295	30	148	183	522	178	66.0%	-90.0%	-86.9%	-39.0%	-49.9%	-39.0%	-39.0%	-49.9%	-39.0%	-49.9%	-39.0%	-49.9%	-39.0%	-49.9%	-39.0%	-49.9%		
机械	爱玲汽车	233	219	203	169	165	451	383	-15.2%	-7.3%	-12.7%	-11.5%	-17.9%	-7.9%	-18.5%	-7.9%	-18.5%	-7.9%	-18.5%	-7.9%	-18.5%	-7.9%	-18.5%	-7.9%		
		69	44	59	48	40	113	105	-6.2%	33.2%	-16.1%	-17.7%	9.6%	-16.1%	-17.7%	9.6%	-16.1%	-17.7%	9.6%	-16.1%	-17.7%	9.6%	-16.1%	-17.7%		
		59	35	50	41	31	91	91	-2.5%	45.9%	-14.3%	-19.4%	17.6%	-14.3%	-19.4%	17.6%	-14.3%	-19.4%	17.6%	-14.3%	-19.4%	17.6%	-14.3%	-19.4%		
	长明机床	19	34	27	31	19	53	61	14.6%	-21.2%	-41.4%	-26.4%	-9.1%	-26.4%	-9.1%	-26.4%	-9.1%	-26.4%	-9.1%	-26.4%	-9.1%	-26.4%	-9.1%	-26.4%		
		10	12	5	3	1	22	8	-62.5%	-58.6%	-51.2%	-32.6%	-72.1%	-32.6%	-72.1%	-32.6%	-72.1%	-32.6%	-72.1%	-32.6%	-72.1%	-32.6%	-72.1%			
		16	10	4	3	1	26	7	71.8%	-57.3%	-74.1%	-24.8%	-68.1%	-24.8%	-68.1%	-24.8%	-68.1%	-24.8%	-68.1%	-24.8%	-68.1%	-24.8%	-68.1%			
电力-通信设备	哈尔滨动力	n/a	n/a	1,230	1,438	916	2,395	2,668	11.3%	n/a	n/a	16.9%	n/a	-35.3%	-25.5%	n/a	-35.3%	-25.5%	n/a	-35.3%	-25.5%	n/a	-35.3%	-25.5%	n/a	-35.3%
		n/a	n/a	65	79	38	209	143	-31.3%	n/a	n/a	21.4%	n/a	-51.3%	-40.8%	n/a	-51.3%	-40.8%	n/a	-51.3%	-40.8%	n/a	-51.3%	-40.8%	n/a	-51.3%
		n/a	n/a	55	67	33	178	122	-31.3%	n/a	n/a	21.2%	n/a	-51.3%	-40.8%	n/a	-51.3%	-40.8%	n/a	-51.3%	-40.8%	n/a	-51.3%	-40.8%	n/a	-51.3%
	东北鲁能	n/a	n/a	640	811	519	1,263	1,451	20.8%	n/a	n/a	25.7%	n/a	-36.0%	-18.9%	n/a	-36.0%	-18.9%	n/a	-36.0%	-18.9%	n/a	-36.0%	-18.9%	n/a	-36.0%
		n/a	n/a	69	104	38	112	173	54.9%	n/a	n/a	50.6%	n/a	-63.7%	-45.3%	n/a	-63.7%	-45.3%	n/a	-63.7%	-45.3%	n/a	-63.7%	-45.3%	n/a	-63.7%
		n/a	n/a	65	99	31	103	163	58.8%	n/a	n/a	52.0%	n/a	-63.6%	-52.5%	n/a	-63.6%	-52.5%	n/a	-63.6%	-52.5%	n/a	-63.6%	-52.5%	n/a	-63.6%
成都电器	成都电器	286	362	307	283	329	618	590	9.0%	-15.2%	7.3%	-6.6%	-22.2%	-13.4%	-4.4%	-13.4%	-4.4%	-13.4%	-13.4%	-4.4%	-13.4%	-4.4%	-13.4%	-13.4%	-4.4%	
		52	49	26	-1	4	101	25	-75.4%	-45.7%	-50.0%	-104.5%	-102.4%	-83.7%	-83.7%	-83.7%	-83.7%	-83.7%	-83.7%	-83.7%	-83.7%	-83.7%	-83.7%	-83.7%	-83.7%	
		39	36	21	-5	2	75	16	-79.1%	-42.5%	-45.2%	-121.9%	-114.3%	-92.2%	-92.2%	-92.2%	-92.2%	-92.2%	-92.2%	-92.2%	-92.2%	-92.2%	-92.2%	-92.2%		
	东方电器	275	293	265	378	252	568	583	28.6%	-30.0%	-25.5%	84.3%	29.0%	-33.4%	-22.8%	84.3%	-33.4%	-22.8%	84.3%	-33.4%	-22.8%	84.3%	-33.4%	-22.8%	84.3%	-33.4%
		31	81	37	69	33	112	105	5.7%	-54.6%	19.2%	66.8%	19.2%	-15.2%	-5.7%	19.2%	-15.2%	-5.7%	19.2%	-15.2%	19.2%	-15.2%	19.2%	-15.2%		
		26	70	31	58	28	95	89	6.8%	-55.6%	18.9%	63.8%	18.9%	-16.4%	-5.1%	18.9%	-16.4%	-5.1%	18.9%	-16.4%	18.9%	-16.4%	18.9%	-16.4%		
运输	上海海运快船	1,322	1,397	1,406	1,603	1,649	2,709	3,009	11.1%	1.4%	8.4%	14.0%	15.6%	2.8%	17.2%	1.4%	14.0%	15.6%	2.8%	17.2%	1.4%	14.0%	15.6%	2.8%	17.2%	
		229	256	75	5	-84	465	80	-83.4%	-70.7%	-67.2%	-92.7%	-97.9%	-97.9%	-97.9%	-97.9%	-97.9%	-97.9%	-97.9%	-97.9%	-97.9%	-97.9%	-97.9%	-97.9%		
		185	185	51	-13	-84	371	38	-88.8%	-72.5%	-72.4%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
	广深铁路	n/a	n/a	1,064	1,258	1,066	2,124	2,322	9.3%	n/a	n/a	18.3%	n/a	-15.3%	-9.2%	n/a	-15.3%	-9.2%	n/a	-15.3%	-9.2%	n/a	-15.3%	-9.2%	n/a	-15.3%
		n/a	n/a	620	654	607	1,274	1,274	0.0%	n/a	n/a	5.4%	n/a	-7.1%	-2.1%	n/a	-7.1%	-2.1%	n/a	-7.1%	-2.1%	n/a	-7.1%	-2.1%	n/a	-7.1%
		n/a	n/a	524	726	510	1,242	1,250	0.6%	n/a	n/a	3.4%	n/a	-21.2%	-1.2%	n/a	-21.2%	-1.2%	n/a	-21.2%	-1.2%	n/a	-21.2%	-1.2%	n/a	-21.2%
消费财	南京熊猫电子	n/a	n/a	1,587	1,865	1,600	2,898	3,452	19.1%	n/a	n/a	17.5%	n/a	-14.2%	-0.8%	n/a	-14.2%	-0.8%	n/a	-14.2%	-0.8%	n/a	-14.2%	-0.8%	n/a	-14.2%
		n/a	n/a	91	119	101	178	210	17.6%	n/a	n/a	30.1%	n/a	-14.9%	-10.7%	n/a	-14.9%	-10.7%	n/a	-14.9%	-10.7%	n/a	-14.9%	-10.7%	n/a	-14.9%
		n/a	n/a	77	102	65	121	179	47.5%	n/a	n/a	32.4%	n/a	-15.1%	-12.4%	n/a	-15.1%	-12.4%</td								

一
六

- (2) 大和証券、大和総研「中国株投資ハンドブック一九九六」四四頁。

(3) 「人民日報（海外版）」一九九六年一〇月一〇日、一〇月二八日。

(4) 大和総研（香港）有限公司「Hong Kong Quarterly : October 1996」No.13. (参考資料1) を参照。

(5) 「日経金融新聞」一九九六年八月六日。

(6) 拙稿「中国のB株市場（2）」『証研ニュース』一五三八号、一九九六年一〇月を参照。

三

(参考資料1)

	株価 (HK\$)	株数(百万株)	決算期	純利益 (百万Rmb)	伸び率 (%)	EPS (RMB)	伸び率 (%)	PER (倍)	配当 (RMB)	伸び率 (%)	利回り (%)
成都電線	0.790	160	94.12A	75.5	50.2%	0.189	n/a	4.5	n/a	n/a	n/a
Chengdu Telecoms Cable			95.12A	15.8	-79.1%	0.039	-79.1%	21.6	0.000	n/a	0.0%
1202.HK			96.12E	27.0	71.1%	0.068	71.1%	12.6	0.000	n/a	0.0%
電線(日株)		126	97.12E	39.0	44.4%	0.098	44.4%	8.7	0.015	n/a	1.8%
東方電機	2.050	170	94.12A	95.6	198.5%	0.213	n/a	10.4	0.120	n/a	5.4%
Dongfang Electrical			95.12A	89.1	-6.8%	0.198	-6.8%	11.2	0.120	0.0%	5.4%
0317.HK			96.12E	96.0	7.7%	0.213	7.7%	10.4	0.120	0.0%	5.4%
電機(重電 H株)		349	97.12E	112.0	16.7%	0.219	16.7%	8.9	0.125	4.2%	5.7%
広州造船	1.680	157	94.12A	183.1	64.6%	0.370	n/a	4.9	0.180	140.0%	9.9%
Guanzhou Shipyard			95.12A	101.3	-44.7%	0.205	-44.7%	8.8	0.160	-11.1%	8.8%
0317.HK			96.12E	64.0	-36.8%	0.129	-36.8%	14.0	0.100	-37.5%	5.5%
造船(日株)		264	97.12E	94.0	46.9%	0.190	46.9%	9.5	0.110	10.0%	6.1%
バルビン動力設備	1.150	469	94.12A	177.7	114.8%	0.149	n/a	8.3	0.029	n/a	2.3%
Harbin Power Equipment			95.12A	122.1	-31.3%	0.103	-31.3%	12.1	0.050	72.4%	4.0%
1133.HK			96.12E	45.0	-63.1%	0.038	-63.1%	32.7	0.008	-84.0%	0.6%
電機(重電 H株)		540	97.12E	71.0	57.8%	0.060	57.8%	20.7	0.012	50.0%	1.0%
東北輸送電	1.260	258	94.12A	102.9	60.1%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Northeast Electrical			95.12A	163.5	58.8%	0.230	n/a	5.9	0.065	n/a	4.8%
0042.HK			96.12E	97.0	-40.7%	0.215	-6.5%	6.3	0.050	-23.1%	3.7%
電機(日株)		325	97.12E	134.0	38.1%	0.248	15.3%	5.5	0.065	30.0%	4.8%
慶鈴汽車	2.950	980	94.12A	521.9	8.4%	0.261	n/a	12.2	0.045	n/a	1.4%
Qingling Motors			95.12A	177.6	-66.0%	0.089	-66.0%	35.8	0.050	11.1%	1.6%
1122.HK			96.12E	356.0	100.5%	0.178	100.5%	17.9	0.055	10.0%	1.7%
自動車(日株)		2,891	97.12E	396.0	11.2%	0.198	11.2%	16.0	0.065	18.2%	2.0%
上海海運輪船	0.500	1,080	94.12A	370.5	41.1%	0.149	n/a	3.6	0.025	n/a	4.6%
Shanghai Hai Xing Shipping			95.12A	37.6	-89.8%	0.015	-89.8%	35.5	0.040	60.0%	7.4%
1138.HK			96.12E	54.0	43.4%	0.022	43.4%	24.7	0.040	0.0%	7.4%
海運(日株)		540	97.12E	171.0	216.7%	0.069	216.7%	7.8	0.050	25.0%	9.3%
南京パンダ電子	1.190	242	94.12A	121.2	0.1%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Nanjing Panda Electronics			95.12A	178.8	47.5%	0.283	n/a	4.5	n/a	n/a	n/a
0553.HK			96.12E	192.0	7.4%	0.318	12.4%	4.0	0.061	n/a	4.8%
エレクトロニクス(日株)		288	97.12E	222.0	15.6%	0.367	15.4%	3.5	0.070	14.8%	5.5%
広深鉄路	2.950	1,245	94.12A	1,242.3	21.3%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Guangshen Railway			95.12A	1,250.3	0.6%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
0525.HK			96.12E	1,077.0	-13.9%	0.270	n/a	11.8	0.05	n/a	1.6%
鉄道(日株)		3,672	97.12E	1,300.0	20.7%	0.313	15.9%	10.2	0.10	100.0%	3.1%
広東科龍電器	3.275	182	94.12A	238.0	-76.2%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Guangdong Kelon Electorial			95.12A	283.0	18.9%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
0921.HK			96.12E	425.0	50.2%	0.270	n/a	13.1	0.515	n/a	14.6%
家電(日株)		595	97.12E	490.0	15.3%	0.313	15.9%	11.3	0.594	15.3%	16.8%
			1994A	8,035.6	22.7%	0.199					
			1995A	7,728.9	-3.8%	0.192					
			1996E	6,138.0	-20.6%	0.152					
		22,072.3	1997E	7,273.1	18.5%	0.180					

(注) 株数、時価総額はH株。

EPSは純利益を全発行済株式数(A株とH株の合計)で除して算出。

(出所) 大和総研(香港)有限公司「Hong Kong Quarterly : October 1996」NO.13。

(参考資料1)

	株価 (HK\$)	株数(百万株)	決算期	純利益 (百万Rmb)	伸び率 (%)	EPS (RMB)	伸び率 (%)	PER (倍)	配当 (RMB)	伸び率 (%)	利回り (%)
北人印刷機械	1.520	100	94.12A	93.5	11.6%	0.234	12.0%	7.0	0.120	179.1%	7.3%
Beiren Printing			95.12A	91.2	-2.5%	0.228	-2.5%	7.2	0.100	-16.7%	6.1%
0187.HK			96.12E	85.0	-6.8%	0.213	-6.8%	7.7	0.800	700.0%	48.9%
機械(日株)		152	97.12E	92.1	8.4%	0.230	8.4%	7.1	0.100	-87.5%	6.1%
吉林化學	1.080	965	94.12A	602.2	6.7%	0.179	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Jilin Chemical			95.12A	743.6	23.5%	0.221	n/a	5.3	0.052	n/a	4.5%
0368.HK			96.12E	546.0	-26.6%	0.162	-26.6%	7.2	0.050	-3.8%	4.3%
化学(日株)		1,042	97.12E	405.0	-25.8%	0.120	-25.8%	9.7	0.020	-60.0%	1.7%
紡織機械	1.010	160	94.12A	45.0	16.0%	0.112	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Jingwei Textile Machinery			95.12A	68.8	52.9%	0.172	52.9%	6.3	0.040	n/a	3.7%
0350.HK			96.12E	86.0	25.1%	0.215	25.1%	5.1	0.050	n/a	4.6%
機械(日株)		162	97.12E	85.0	-1.2%	0.212	-1.2%	5.1	0.040	-20.0%	3.7%
昆明机床	0.920	65	94.12A	25.8	-64.5%	0.105	-64.4%	9.4	0.100	63.9%	10.1%
Kunming Machine			95.12A	7.3	-71.8%	0.030	-71.8%	33.4	0.030	-70.0%	3.0%
0300.HK			96.12E	1.0	-86.2%	0.004	-86.2%	242.8	0.040	33.3%	4.0%
機械(日株)		60	97.12E	15.0	1400.0%	0.061	1400%	16.2	0.050	25.0%	5.0%
洛陽ガラス	1.290	250	94.12A	253.3	-3.9%	0.362	n/a	3.8	0.074	n/a	5.3%
Luoyang Glass			95.12A	245.0	-3.3%	0.350	-3.3%	4.0	0.109	47.3%	7.8%
1108.HK			96.12E	6.0	-102.4%	0.009	-102.4%	n/a	0.010	-90.8%	0.7%
ガラス(日株)		323	97.12E	-234.0	n/a	-0.334	n/a	n/a	0.010	0.0%	0.7%
馬鞍山鋼鐵	1.350	1,733	94.12A	749.4	-44.3%	0.116	-44.2%	12.5	0.070	288.9%	4.8%
Maanshan Iron&Steel			95.12A	43.2	-94.2%	0.007	-94.2%	217.3	0.010	-85.7%	0.7%
0333.HK			96.12E	300.0	594%	0.046	594%	31.3	0.020	100.0%	1.4%
鉄銅(日株)		2,339	97.12E	1,000.0	233.3%	0.155	233.3%	9.4	0.050	150.0%	3.4%
上海石化	2.075	1,680	94.12A	1,493.5	71.6%	0.228	71.4%	9.8	0.125	150.0%	5.6%
Shanghai Petrochemical			95.12A	2,126.8	42.4%	0.325	42.4%	6.9	0.130	4.0%	5.8%
0338.HK			96.12E	1,350.0	-36.5%	0.206	-36.5%	10.8	0.080	-38.5%	3.6%
石油化學(日株)		3,486	97.12E	1,204.0	-10.8%	0.184	-10.8%	12.2	0.060	-25.0%	2.7%
天津渤海化工	0.610	340	94.12A	144.7	71.8%	0.109	n/a	6.0	0.060	n/a	9.1%
Tianjin Bohai Chemical			95.12A	151.5	4.7%	0.114	4.7%	5.8	0.030	-50.0%	4.6%
1065.HK			96.12E	80.0	-47.2%	0.060	-47.2%	10.9	0.010	-66.7%	1.5%
石油化學(日株)		207	97.12E	99.0	22.5%	0.074	22.5%	8.9	0.015	50.0%	2.3%
青島ビール	2.675	347	94.12A	108.2	-42.4%	0.108	-42.6%	26.6	0.090	-45.8%	3.1%
Tsingtao Brewery			95.12A	97.8	-9.6%	0.098	-9.6%	29.5	0.080	-11.1%	2.8%
0168.HK			96.12E	109.0	11.5%	0.109	11.5%	26.4	0.085	6.3%	2.9%
ビール(日株)		928	97.12E	128.0	17.4%	0.128	17.4%	22.5	0.090	5.9%	3.1%
儀征化纖	1.850	1,400	94.12A	978.0	64.4%	0.245	n/a	8.2	0.080	n/a	4.0%
Yizheng Chemical & Fiber			95.12A	1,212.9	24.0%	0.303	24.0%	6.6	0.110	37.5%	5.5%
1033.HK			96.12E	554.0	-54.3%	0.139	-54.3%	14.4	0.036	-67.3%	1.8%
繊維(日株)		2,590	97.12E	711.0	28.3%	0.178	28.3%	11.2	0.046	27.8%	2.3%
鎮海煉油化	1.990	600	94.12A	413.2	71.5%	0.172	n/a	12.5	0.010	n/a	0.5%
Zhenhai Refining			95.12A	521.8	26.3%	0.217	26.3%	9.9	0.020	100.0%	0.9%
1128.HK			96.12E	600.0	15.0%	0.250	15.0%	8.6	0.030	50.0%	1.4%
石油(日株)		1,194	97.12E	740.0	23.3%	0.308	23.3%	7.0	0.080	166.7%	3.7%

(41)

私設取引システム(PTS)と 市場規制について

はじめに

アメリカでは、一九六〇年代から一九七〇年代にかけて、ニューヨーク証券取引所の固定手数料を避けて地方証券取引所や店頭市場に注文が流れるという現象が生じ、「市場の分裂」として問題化したことは周知のとおりである。こうした「市場の分裂」に対して、市場間競争の是非についての議論が行われ、一九七五年の証券取引法改正によって固定手数料制の廃止とともに、全米市場制度(NMS)構想が打ち出された。この構想の下では、取引の透明性と公平性を確保することができれば、単一の市場に取引を集中する必要はなく、システムを異にする複数の市場が共存し、市場参加者の参入と退出を通じて市場どうしが競争することによって全体としての取引の効率性を高めるがのぞましいという「市場間競争」への方向性が示されたことになる。

全米市場制度において、市場間競争の透明性と公平性を具体的に支えているのは、異なる市場から気配情報を収集・配信するシステムであるCQS、有利な気配を示している市場への注文回送システムであるITS、異なる市場間の約定情報を収集・配信するシステムであるCTSの三つのシステムである。これらにより、全米の各取引所がネットワークで結ばれ、投資家にとっての最良執行が保証されることになった。

ところが、一九八〇年代に入つて、上場証券の店頭取引を行つた新設取引システム(PTS)の台頭といった新しい動きが目につくようになる。こう

した動きは、とくにPTSに関しては、取引所類似施設でありながら取引所としては認知されていない私設の規制・監督をどのような形で行うべきかという問題を提起した。

SECの方針によると、PTSは取引所類似施設でありながら、現在のところほとんどがブローカーリディーラーとしての規制を受けており、唯一の例外であるアリゾナ証券取引所も、取引量が少ないことを根拠に取引所としての登録を免除されている状態である。

PTS規制の問題は、規制監督機関であるSECの立場から見ると、取引所とは何であるか、投資家保護を考えたときに登録証券取引所として規制監督下に置くべき取引所の範囲はどこまでなのか、という取引所の定義をめぐる根本的な問題を改めて提起するものであると思われる。またこの問題は、市場間競争の主体である取引所の側から見れば、取引所が規制を遵守するために支払っているコストの根拠は何であるのかという問題としてとらえることができる。すなわち、取引所から見たPTS規制の問題は、規制コストを負っている既存の登録証券取引所と、(取引所類似施設でありながら) 規制コストを負わないPTS間の、取引所規制に由来する競争条件の競争であると考えることができるわけである。

こうした複雑な問題を検討するにあたつて、本稿ではまず、現在稼動している取引所類似施設としてのPTSがどのようなシステムを持つており、それに対してSECは現在どのような規制方針で臨んでいるのかについて概観したい。

NYSEからの取引の流出

アメリカの証券市場において懸念されている「市場の再分裂」はどのような形で生じているのであろうか。上

場株式全取引に占めるNYSEのシェアを見てみると、CTS稼働時間中だけにかぎつても、取引件数・取引高ともに一九七五年以降下落傾向をたどっており、特に取引件数で見て一九七六年の八六%から九〇年代にはいると六七%程度と低下が著しい。CTS稼働時間外に取引を行うPTSの取引を加えると、NYSEの実質的なシェアはさらに低いものと考えられる。

NYSEからの注文流出の要因の一つとして、スペシャリスト制度が指摘されている。スペシャリストは担当銘柄について売りと買い両方の気配と注文サイズを提示し、その条件を満たした注文であればかならず執行に応じるほか、必要に応じて自己勘定でも注文に応じなければならぬ。スペシャリストは、最良価格での執行が義務づけられているため、取引の状況によってはより有利な気配を待つて執行を遅らせることがある。このことは、顧客により有利な価格での取引を可能にしている一方で、執行の迅速性という点では問題があり、価格より迅速性を重視する顧客はNYSEから流出しているといわれている。

NYSEからの注文流出のもう一つの要因は、機関投資家のパッシブ運用である。銘柄ごとの取引を行なべくデザインされた取引所では、機関投資家のバスケット取引は非効率であり、マーケットインパクトにともなう取引コストも高く、バスケット取引の相手方となる証券会社からも高い取引費用を要求されるため、第三市場やPTSといった取引コストのより低い市場へと注文を流出させているのである。

PTSどのように分類されているか

以上したNYSEからの注文の流出に対し、受け皿の一つとなつてゐるのが私設取引所(PTS)である。SECの定義によれば、私設取引所(PTS=Proprietary Trading System)とは、自主規制機関(登録証券取引所および登録証券業協会)以外の運営主体が、商業ベースで運営する電子取引ネットワークであるとされている。PTSは、機関投資家等の主要参加者をコンピューターネットワークで結び、各参加者の取引の意思・気配情報を他の参加者に伝達するとともに、注文回送・執行の手段を提供する私設の市場外売買システムのことである。⁽¹⁾一九八五年以降、二十あまりのPTSがSECによって認められており、現在稼働しているのは、Instinet, Instinet Crossing Network, POSIT, アリゾナ証券取引所(ANX)など合計一〇〇のシステムである。⁽²⁾

現在米国のアーティのシステムはおよそ次のようく分類されている。

- ①クロッシング市場と呼ばれてゐるもの。(Crossing Network, POSITなど)
NYSEなどの主要市場の価格情報(終値や最終気配値の中値など)を利用して一括で取引を成立させる。システム自体に価格発見機能はない。機関投資家のバスケット取引等の大口注文に関しては、マーケットインパクトの心配がないため、執行価格の変動リスクを負わざりすむ。また、匿名性が保たれる。
- ②リミット・オーダー・ブック・システムと呼ばれてゐるもの。(Instinetなど)
参加者が直接端末に売買条件を入力し、画面に表示された注文をして、参加者同士が直接相対で取引を執行するもの。注文は継続的に表示され、システム自体が価格発見機能を持つ。
- ③コール取引と呼ばれているもの。(アリゾナ証券取引所)

注文を一時点で集約、競売制によつて単一価格で一括執行する。迅速性に欠けるが、執行価格は取引参加者の注文によつて決定されるので、システム自体が価格発見機能を持つ。

SECの対応

こうした新しい市場類似施設であるPTSに對して、SECはどのような認識を持っているのだろうか。SECはPTSに對してプローカー＝ディーラーとしての規制と登録免除取引所としての規制の二種類の態度をとっている。

まず、プローカー＝ディーラーとしての規制であるが、現在PTSの運営主体のほとんどは証券会社（プローカー＝ディーラー）であるため、SECは、ほとんどのPTSシステムを取り扱うとしては認識せず、売買仲介のための社内システムとしてコンピューターシステムを内蔵したプローカー＝ディーラーとして扱っている。プローカー＝ディーラーである以上、PTSは証券会社としてSECに登録されており、自己資本規制、顧客の預託証券の保護、帳簿等の記録保存義務などの登録証券会社としての規制に服している。さらに、登録証券会社は原則として自主規制機関であるNASDの会員となることが定められているため、PTSも、取引情報の開示、注文の最良執行義務などといったNASDのもとでの規制にも服している。さらに、SECは、PTSは取引所ではないという認識から、PTSに對して、取引所としての登録の必要はないという趣旨のノーアクションレターを発行している。ただしノーアクションレター発行の条件として、四半期ごとの取引状況の報告や、システム変更の届け出などを含むさまざまな条件を課している。

SECがPTSを取引所として認定し、取引所としての規制を行うならば、PTSは上記の規制に加えて、自らが自主規制機関としての義務を負う必要があるが、取引所類似施設でありながらPTSのほとんどはその義務を免除されていることになる。

また、以上のプローカー＝ディーラーとしての規制の例外となっているのが、アリゾナ証券取引所（AZX）である。アリゾナ証券取引所は、プローカー＝ディーラーとしての規制に服するのではなく、登録免除取引所としてSECに認知されている。すなわち、アリゾナ証券取引所は取引量が限定的で、投資家保護上問題がないという判断の下で、証券取引法に基づいてSECによって登録を免除されている。この認識の下では、アリゾナ証券取引所は、取引所ではあるが、登録を免除されており、したがって、取引所として行うべき自主規制機関としての義務を免除されていることになる。

PTSをめぐる問題

SECのPTSの扱いに對して、さまざまな観点から問題が提起されている。そのうち、PTSの取引所類似施設としての性格の曖昧さに起因するものを上げると、まず市場の流動性の維持という点から、取引所外への注文流出が、取引所の流動性の低下を引き起こし、市場の価格発見機能の弊害が生じる可能性があるとの指摘がある。このことは、取引所ではないとされているPTSが取引所の終値などを利用した単一価格での約定を行っため、取引所としての規制コストを負わずに、取引所の均衡価格情報へのただ乗りを行つて、安い手数料でサービスを提供しているとの批判につながっている。こうした批判に対しても、PTSが担っているのは、そもそも価格形成に参加しない機関投資家のパッシブ運用のための執行機能であつて、パッシブ運用が取引所価格を利用した一括約定の形で取引所外に流れることが、むしろ取引所取引のボラティリティ抑制効果を持つとの反論も行われている。

こうした論争の根底にあるのは、PTSが果たしている機能が、プローカー＝ディーラーとしての機能であるのか、それとも取引所としての機能であるのかということであろう。プローカーを「顧客の委託を受けて、顧客

の勘定によって取引の仲介を行つむの」と定義するなども、InstinetなどのATSのを、自動執行機能を内部システムとして有したブローカーとして見なすことは可能である。この場合、ATSは取引所としての規制義務を負う必要はない。

一方、証券取引法によると、証券取引所とは「取引を集中させ、売りと買ひの気配を定期的または継続的に提供し、その気配値に基づいて常に注文の執行が可能であると証券の買ひ手と売り手が合理的に期待できるような市場」であるとされており、たしかに多くのATSがこの定義に当てはまるゝため否定できない。その場合には、ATSは取引所でありながら価格情報や規制コストなどを関してただ乗りしてくることになり、規制コストを払った上で既存の取引所と競争すべきとの主張の方が正しげるに見えるだらう。

(一) 中村・今給黎(一九九一)による。

(二) 本文中に上げたものでは、POSIT Volume Weighted Average Pricing Session, Lattice Network, NAPEX, Delta, Cantor, CrossComなどが、Madoffの類似施設ややが、の間に定義上はATSのに該当しないふうに思われる。

参考文献

- 中村寛・今給黎成夫(一九九一)「米国における市場外売買システムの現状とその影響」『証券』一九九一年一月。
二上季代司(一九九三)「取引システムの変貌はいかに」『証研レポート』一四九八号。
淵田康之・大崎貞和(一九九四)「証券市場の競争力」『財界観測』一九九四年一〇月。
Ian Domowitz(一九九六) "An Exchange Is a Many-Splendored Thing : The Classification and Regulation of Automated Trading System" *The Industrial Organization and Regulation of the Securities Industry*, NBER

(清水)