

## 米国における株式オプションの 重複上場

わが国での株式オプション取引の開始は本年七月一八日からとされており、五月一九日には大阪証券取引所と東京証券取引所でそれぞれの上場オプション二〇銘柄が発表された。このうち両取引所での重複上場は東レ・新日本製鉄・日立製作所・ソニー・三井物産・日本興業銀行・東京三菱銀行の七銘柄で、大阪証券取引所での単独上場は武田薬品工業・ブリヂストン・NEC・松下電器産業・ローム・京セラ・三菱重工業・トヨタ自動車・本田技研工業・任天堂・NTT・住友銀行・東京海上火災保険、東京証券取引所での単独上場は大成建設・キリンビール・三共・富士写真フイルム・小松製作所・デンソー・日産自動車・キャノン・リコー・大日本印刷・セガエンタープライゼス・セブイレブンジャパン・東京電力であった。

本稿では世界に先駆けて株式オプションを上場し、活発に取引が行われているアメリカでの重複上場をめぐる問題を紹介する。国内における株式オプションの重複上場はアメリカ・カナダ・ブラジルでのみ行われており、その他の国には存在しない。

### 重複上場問題の発端

アメリカにおける株式オプションの重複上場をめぐる問題は取引開始直後にまで遡るとも言われており、その後二〇年近くに及ぶ議論の紛糾がこの問題の複雑さを表している。

シカゴ・オプション取引所 (CBOE) は証券取引委員会 (SEC) の承認を受け、一九七三年四月に上場株式のコール・オプションを取引するパイロット取引所として株式オプション取引を開始した。この年の後半には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) が株式オプション取引を導入する意向を示したが、SECはCBOEでの経験の評価が不十分であり、とりわけAMEXとPHLXがCBOE上場銘柄の重複上場を希望している点について慎重に考慮する必要があるとして結論を先送りした。その後、SECは株式オプションの重複上場に関するパブリック・コメントを求めたが、この問題に対する姿勢を明らかにせず、AMEXとPHLXが当初は重複上場を行わないということと認可を与え、一九七五年一月にAMEX、同年六月にPHLXで株式オプション取引が開始された。

株式オプションの最初の重複上場は一九七六年二月にCBOEでPHLX上場銘柄 (Boise Cascade Corp.) について行われ、同年三月にはパシフィック証券取引所 (PSE) の重複上場を含めた株式オプション上場申請をSECが認可し、同年四月にPSEが取引を開始した後、他の取引所でも重複上場が相継いで実施された。(なお、同年一月にはミッドウエスト証券取引所 (MSE) においても株式オプション市場が開設された。)

一九七七年三月にはコール・オプションに加えてプット・オプションの取引も開始されたが、PHLXはSECに対して同年二月一日以降の重複上場銘柄の取引停止を陳情し、SECは「オプションの重複上場に関する現行政策」に関する公聴会を開き、再びこの問題に対するパブリック・コメントを求めた。SECはパブリック・コメントを受けて、重複上場銘柄のフロアブローカーによる自己売買の急増が流動性に関する誤った認識を与え、それとして自己売買高の公表を行ったが、重複上場の是非に関しては言及しなかった。同年六月にはニューヨーク

証券取引所 (NYSE) がNYSE上場株式のオプション取引をSECに申請し、一九七五年改正証券法の精神に則れば重複上場には問題がないと主張した。さらに全米証券ディーラー協会 (NASD) も株式オプションの重複取引に参加する意向を示した。

他方、急速な株式オプション市場の拡大に伴ってオプション取引には不適当な投資家の勧誘等が表面化し、SECは一九七七年七月に既上場オプションの取引は認めるが、新規上場を一切停止するというモラトリアムを発令し、株式オプション取引についての調査を開始した。そして一九七九年二月にその調査結果を「オプション市場に関する特別調査報告書」(オプション報告書) という形で発表し、取引所による監視・監督体制の整備と業者による投資家の適切な勧誘で、者による投資家の適切な勧誘を提言したが、株式オプション取引そのものの問題や原株市場に及ぼす影響に関しては明らかな欠点は見あたらず、特別な改善措置の要請は行われなかった。この報告書の提言に対する取引所や証券業界の対応を受けて一九八〇年三月にSECはモラトリアムを解除した。

#### オプション報告書

「オプション報告書」の主たる対象は取引所による監視・監督体制の整備と業者による投資家の適切な勧誘であったが、第Ⅷ章「市場構造」では①株式オプションの重複上場、②株式オプション取引と原株取引の統合、③店頭市場 (NASDAQ) での株式オプション取引、④NYSEでの株式オプション取引、⑤株式オプション取引における全米市場システム (NMS) も検討された。

一九七七年七月のモラトリアム発令時点で二一八銘柄の株式オプションが五つの取引所に上場されており、このうち一五銘柄が重複上場されていた。重複上場に伴う市場の変化を価格継続性と気配値スプレッドに関して重

複上場前後で調べた結果は概して好ましいものであったが、計測期間が短く、二三銘柄（七銘柄は後に重複上場廃止）すべてを調べたわけではないので、重複上場の影響についての結論は留保された。ただし、フロアにいかどうかにかかわらず聞き取りを行ったほとんどすべてのトレーダーは重複上場が市場の質を改善したと答えていたと付け加えられている。

しかし、実際には重複上場銘柄の取引の大半はCBOEかAMEXか、いずれかに集中しており、PHLX・PSE・MSEのシェアは極めて小さかった。この原因は多くのブローカー業者が小口注文を最も取引シェアの大きい取引所へ他の取引所の気配値にかかわらず発注するシステムを採用していたからである。（ブローカー業者による自動発注システムが重複上場に及ぼす影響は、一九七八年五月一九日にメルリンチが業務上の理由でアメリカンエクスプレス・バリーマニファクチャリング・デジタルエクイップメント・ナショナルセミコンダクターの四銘柄の発注先をCBOEからAMEXへ変更した際にも顕著に現れていた。）この発注システムが採用され続ける限りはシェアの小さな取引所がいくら努力をしてもシェアを引き上げることはできず、市場間競争が価格形成に及ぼす影響も限られたものとなるため、SECは原株市場での取引所間注文回送システム（ITS）のような市場連結システムの構築の必要性を示唆しているが、個別株オプションの気配値情報が最良気配での執行可能数量を明示していないために市場連結システムを導入しても注文の回送が難しいことも認めている。

さらに、PHLX・PSE・MSEでは株式オプション関連の収入の占める比率が高く、株式オプションの市場連結システムがないまま、ブローカー業者が小口注文の固定発注システムを採用している現状では、これ以上の重複上場銘柄の拡大は地方取引所の株式オプション取引からの撤退のみならず、地方取引所の存続にも関わり、ひいては株式市場のNMS構想にも支障をきたす可能性があるとして、慎重な姿勢を示した。（なお、株式市場

での重複上場でNYSEにシェアを奪われたAMEXはNYSEの株式オプション市場参入は地方取引所の存続基盤を危うくするとして強行に反対していた。）

このほか、NASDAQでの株式オプション取引については、NASDAQ銘柄はリアルタイムの取引情報がなく、代表的気配値が用いられているのでオプション取引の対象として不適當であり、上場銘柄のオプション取引は厳しい規則に従う取引所のマーケットメーカーを不利にする危険性があるとして否定的な見解が示された。また、NYSEでの株式オプション取引に対しては、NYSEの原株市場での圧倒的な地位がオプション取引に及ぼす影響、オプションのマーケットメーカーが原株の板情報や口コミ情報を入力して他の取引所のマーケットメーカーよりも有利な立場に立つ可能性等を考慮して、オプション市場の連結システムを構築し始めるまで慎重に検討を進めることが明らかにされた。

#### 新規上場銘柄のくじ引き割り当て方式

オプション報告書に盛り込まれた取引所による監視・監督体制の整備と業者による投資家の適切な勧誘といった提言に対して取引所や証券業界が答え、一九八〇年三月に新規上場の凍結というモラトリアムは解除された。その際、NYSEとNASDAQの株式オプション取引参入に対する認可は延期されたが、重複上場の拡大に関しては触れられなかった。しかし、重複上場の拡大凍結という前提で新規上場銘柄の各取引所への割り当て方式が各取引所に諮問され、AMEXを除く四つの取引所はくじ引き方式を提案した。（したがって、当面の新規上場はコール・オプション上場銘柄のプット・オプション上場に限られることになった。）

同年六月にSECはくじ引き方式の採用を決定し、CBOEに上場オプションを譲渡したMSEを除く四つの

取引所の間で六月三〇日に六〇銘柄の新規上場銘柄のくじ引き方式による割り当てが実施された。この割り当て方式はわが国のプロ野球で採用されているドラフト制度と同じものであり、くじ引きの結果に応じて順番に銘柄を割り当てるといふ方式である。六月三〇日に初めて実施された割り当てではMSEの一六銘柄を獲得したCBOEが最初の二巡を棄権するといふ形で行われ、CBOEは九銘柄、AMEX・PHLX・PSEは一七銘柄をそれぞれ獲得した。

他方で、SECはオプション報告書に基づいて重複上場を拡大する基盤として、原株市場でのITSのような市場連結システムの構築、ないしはブローカー業者の顧客注文を個別に各取引所に回送する規則を提案したが、一九八〇年七月には業界から拒絶された。さらにSECは各取引所で共通の指値注文板を使用するといふ指値公開システム(LOES)の導入を提案したが、一九八一年一月にブルックリン法律大学院のポーザー教授が取りまとめたオプション取引所の共同報告書はこの提案に対しても否定的な見解を示した。現状では指値注文のうち限られた部分だけがオーダー・ブック・オフィシャルないしスペシャリストに預けられており、この部分だけを共有しても各取引所を有効に結ぶことにはならないというのが最大の理由であり、コンピネーション注文や条件付き注文が処理できないということも付け加えられていた。

こうした重複上場を拡大する基盤整備に対するオプション取引所の消極的な姿勢に対して、SECは政府保証住宅金融公庫債(ジニメイ債)のオプション取引の重複上場を認める決定を下し、オプション取引所を牽制する動きにでた。

#### 店頭銘柄を対象とした株式オプションの上場

一九七三年の上場開始から急速に拡大した株式オプション取引は一九七七年七月から一九八〇年三月までのモラトリウム期間中にも拡大し、モラトリウム解除後も拡大を続けたが、対NYSE売買高比率では一九八一年をピークとして減少へと転じるようになった。これはコール・オプションに続いてプット・オプションの上場が一巡し、新たなオプション取引の対象となる株式が減少して銘柄数の増加による拡大が限られていたことに加え、一九八二年にはS&P五〇〇先物等の株価指数先物取引が開始され、一九八三年にはCBOEの出来高上位銘柄からなるS&P一〇〇株価指数オプションが取引されて、個別銘柄固有の情報に基づかない取引はこれらによって代替されていったためと言われている。こうした沈滞状況を打開するために、株式オプション市場関係者の間では上場オプション取引の対象を取引の盛んな店頭銘柄にも拡大しようとする気運が高まっていた。

このような状況の下でSECは一九八五年二月にNYSEに条件付きで株式市場への参入を認める決定を下した。その条件とは、①取引対象を他の取引所に取引されていない上場銘柄に限り、上場銘柄の決定に際してはくじ引き方式に従うこと、②NYSEの原株取引フロアとは隔離されたフロアで取引を行うこと、③株式のスペシヤリストによるオプション取引はヘッジ目的を除いて担当銘柄のオプション取引を禁じること、④自己売買を行うディーラーは株式フロアを退出後一時間はオプション取引をできないこと、の四つであった。

他方、SECは同年四月にCBOE・AMEX・PHLX・PSE・NYSEに加えてポストン証券取引所(BSE)にも店頭銘柄を対象とした株式オプション取引を認可し、NASDAQにも一年間のパイロット・プログラムとして店頭銘柄の株式オプション取引を同年一〇月一日以降に認める決定を下した。ただし、店頭市場での株式オプション取引は原株のマーケットメーカーがオプションのマーケットメーカーを兼任するサイド・バイ・

サイド取引であり、各取引所のマーケットメーカーにも原株の取引を同時に行うサイド・バイ・サイド取引を認めることを条件としてNASDの参入を認めるというものであった。また、店頭銘柄のオプション取引に関してはくじ引き方式による振り分けを行わず、重複上場を認めるという決定も同時に行われた。

SECのこうした決定の背景にはオプション報告書以来、繰り返し行われた市場連結システムの構築提案に対する各取引所の消極的な姿勢が関係していると考えられるが、NYSEや店頭ディーラーの参入に加えて、重複上場を前面に押し出した姿勢の転換は市場関係者を大いに驚かせた。

店頭銘柄を対象とする株式オプションは同年六月四日にCBOE・AMEX・PSE・NYSEで六銘柄を対象として開始され、六月一〇日にはPHLXも参加して再び熾烈な市場間競争が再開された。しかし、NASDの株式オプション取引への参入は一九八六年一月二〇日に延期された後、SECに課されたサイド・バイ・サイド取引の取引所への適用という条件をNASDが受け入れられず、結局は見送られることになった。というのもサイド・バイ・サイド取引が取引所にも認められることになれば店頭株式の取引を取引所のマーケットメーカーが行うことになり、オプション取引に参入したばかりのNYSEに原株取引を奪われる可能性が高いと考えられたからである。NASDの優良銘柄の取引はNYSEの優良銘柄の取引にも匹敵しており、これらの銘柄を対象とした株式オプション取引をかならず獲得できるとは限らず、場合によっては原株取引をも失うという最悪の事態を考えればNASDの選択は十分に理解できる。

#### SECによる重複上場の決定

一九八六年一月にSECは株式オプションの重複上場に関する二つの報告書を作成し、株式オプションを上場する五つの取引所に論評を求めた。報告書の結論は重複上場銘柄の気配値スプレッドが単独上納銘柄のスプレッドよりも二〇%小さく、重複上場が解禁されれば投資家は年間一億五〇〇万ドルの費用を節約できるというものであった。この報告書の作成は店頭銘柄の株式オプションに重複上場を認めた先の決定の延長線上にあり、学術的な調査報告書というよりもSECが本格的に重複上場の解禁へ向けて動き出したサインとして受け取られた。

この報告書に対して、一九八七年二月にCBOEとPHLXは専門家による否定的な論評を提出し、PSEも反論を提出したが、AMEXとNYSEは重複上場を歓迎する意向を示した。CBOEの論評はヴァンデルヴェルト大学のストール教授の見解に基づき、執行コストを推計するためには気配値スプレッドではなく、実際の取引価格を用いるべきであるというものであり、PHLXの論評はコーネル大学のシユミット教授の見解に基づき、原株の気配値スプレッドを調べずに株式オプションの気配値スプレッドだけを比べることに問題があるというものであった。

同年六月一八日にSECは株式オプションの重複上場に関するパブリック・コメントを九月一八日まで受け付け、九月二九日に公聴会を開催することを決定し、結論がでるまではくじ引き方式による新規上場銘柄の割り当てを自主的に延期することを各取引所に要請した。また、この問題に決着がつくまでは各取引所から提案されている上場オプションの適格基準の見直しは行わないことも明らかにされた。

しかし、この決定に対する各取引所の対応は否定的であった。まず、重複上場に賛成のNYSEが当初の予定通り新規上場銘柄のくじ引きによる割り当てを六月二二日に実施した。NYSEの言い分は他の取引所と違って株式オプション取引に遅れて参入したNYSEは一三銘柄の上場銘柄しか持たず、スペシャリストの収入や設備

への投資から見てより多くの銘柄の上場を必要としており、現時点では重複上場そのものが決定されたわけではなく、この秋に重複上場への移行が決定されたとしても実際の取引開始までには相当の期間を要する可能性があるというもので、この割り当て自体は以前から予定されており、かならずしもSECの決定への反対表明ではなかった。他方、当初より重複上場に反対してきたCBOE・PHLX・PSEは議会を通じてSECの重複上場推進の撤回をもくろんだ。ペンシルバニア州のハイנטツ上院議員は同年八月の上院銀行委員会の承認公聴会においてSECの委員長が予定されていたルーダー氏に対して①オプション版NMSに必要な新たなテクノロジー、②投資家の注文に対する保護装置、③重複上場に伴う費用とリスクに関するより詳細な調査を要求し、確約を得た。また、下院エネルギー・商業委員会のメンバーへのロビー活動も活発に行われ、SECは公聴会を一月一七日に延期し、バブリック・コメントの期限を二月四日に変更して上院銀行委員会を取り上げられた問題へのコメントを追加して求めた。この後、一月一九日のブラック・マンデーが発生し、株価暴落の究明にSECの優先課題が移ったために公聴会は一九八八年二月に再度延期された。

一九八八年二月二日によりやく実施された公聴会では予想通りCBOE・PHLX・PSEが重複上場に反対の立場をとり、AMEXは重複上場に賛成の立場に立った。反対側ではブラック・マンデー後に取引は急減しており、メリットの不確かな重複上場に多額の費用を負担するには最悪の時期であるとPHLXが主張し、重複上場は市場を分割し、注文の執行を損なうのでメリットよりもデメリットの方が大きいとCBOEが主張し、PSEは少なくとも総合的な気配値提供システムによって市場が効果的に連結されるまで重複上場を延期すべきであると主張した。さらに、CBOEの調査ではCBOEとAMEXに重複上場されているバトルマウンテンゴードの気配値は取引時間の約二〇％で異なっており、PSEの調査ではAMEXとPSEに重複上場されている

マイクrosoftの気配値は取引成立時のうち約五％で異なっている現状が付け加えられた。これに対して賛成側では、重複上場は各取引所により効率的な注文執行サービスを提供するインセンティブを与え、スプレッドの縮小を通じて投資家に利益をもたらすとAMEXが反論し、NASDのマーケットメーカーを代表したマドフ社も重複上場は投資家に数百万ドルの費用の節約をもたらすと主張した。

続く三月には下院エネルギー・商業委員会のディンギル委員長が先の公聴会では十分な議論が尽くされていないとしてSECのリーダー委員長に数多くの項目に関する質問状を送付した。その後、SECの最終決定は早くとも一九八九年六月一日以降に延期されることがSECのリーダー委員長から下院エネルギー・商業委員会テレコミュニケーション・ファイナンス小委員会宛の手紙の中で明らかにされた。また、同年二月七日にはSECの自粛要請を退ける形でPHLXが新規上場銘柄のくじ引き割り当てを実施した。

そしてSECのリーダー委員長の退任が決まり、当初の予定を若干繰り上げる形で一九八九年五月二五日に重複上場に関する決定がSECによって下された。従来の単独上場を前提としたくじ引き割り当て方式を廃止して、フェイズイン・システムと名付けられた二段階導入方式によってすべての銘柄で重複上場を実現するというのがその骨子であり、一九九〇年一月二二日に一〇銘柄の既上場銘柄の上場を各取引所に認め、それ以後の新規上場銘柄はすべて重複上場の対象となり、一九九一年一月二二日以後にはすべての既上場銘柄についても重複上場を認めるというのがその中味である。この大胆な重複上場への移行計画は重複上場を指示してきたAMEXをも驚かせ、新規上場銘柄の重複上場からはじめるという慎重なアプローチを取るべきであったというAMEX首脳のコメントが寄せられた。

## 難航する重複上場の実施

SECは五月二十五日の決定に基づいて翌五月二十六日にルール一九C―五を採択し、各取引所に正式のコメントを請求した。PHLXとPSEは重複上場を実現する前に市場連結システムを作り上げる必要性を強く主張し、NYSEを巻き込んで市場統合タスクフォースを設立して、株式市場のITSのようなオプション市場統合システム(OMINTS)の実現のための費用と時間に関する調査をテレフセン・コンサルティング・グループに依頼した。この調査結果によると、OMINTSを導入するには一二月から一五カ月を要し、その費用は三三〇万ドルから六三〇万ドルと推定された。これに対して、CBOEとAMEXは市場連結システムの導入に否定的で、市場統合タスクフォースへの参加を拒み、共同で市場連結システムに関する調査研究を専門家に依頼した。一〇月五日に下院エネルギー・商業委員会テレコミュニケーション・ファイナンス小委員会で開催された重複上場計画に関する公聴会でも、PHLXとPSEが市場連結システムの導入のために一九九〇年一月二二日に予定されている重複上場の延期を強く主張したのに対して、CBOEとAMEXは議会が重複上場計画を変更しない限り、実施時期を延期する理由は見当たらないとして、市場連結システムの導入に否定的な見解を示した。

一〇月二五日にフリーデンSEC委員長が出席した下院エネルギー・商業委員会テレコミュニケーション・ファイナンス小委員会の公聴会で、会計検査院(GAO)の報告によればSECは重複上場計画の決定に際して正式なコスト・ベネフィット分析を行っておらず、議会を欺いた可能性があるとして、バージニア州のブライレイ議員は決定の無効を主張した。また、同じ席上でPHLXとPSEが重複上場によって活発な取引銘柄の半分を失うだろうと先の公聴会で述べていたことに対して、フリーデン委員長は全く逆であると述べ、PHLXとPSEがCBOEやAMEXとの競争を回避しようとしているのでないならば市場連結システムの問題が解決される

まで計画の実施を延期することもあり得ると発言した。

一二月一八日にはCBOEとAMEXの市場連結システムに関する委託調査の中間報告が公表された。この調査はニューヨーク大学スタイン経営大学院のアミフッド教授とスタンフォード大学経営大学院のメンデルソン教授によって行われ、テレフセン・コンサルティング・グループの推奨するOMINTSに対して、時代遅れのマニュアル方式の採用はより効率的なシステムの開発意欲を削ぎ、自動注文執行技術の採用を遅らせるものとして批判した。この報告書の背景には同年六月にCBOEが導入した価格情報伝達システムや一〇月にAMEXが導入したTOPSと呼ばれる価格情報伝達システム、一月にCBOEが導入した電子注文板(EB)の存在があり、CBOEがSECの重複上場計画発表後に市場連結システムに否定的な態度をとるようになった背景にもこうした技術の開発があったものと考えられる。

一九九〇年一月九日、SECのフリーデン委員長は一月二二日に予定されていた重複上場計画を新規上場銘柄では予定通り実施するが、各取引所ごとに一〇銘柄の既上場オプションの重複上場は六月三〇日まで自主的に延期することを各取引所に要請した。さらに、SECは市場連結システムの開発に関する権限を有するが、各取引所が協力してシステムを開発する方が好ましいとして、六月三〇日までに市場連結システムの計画を提出することを要請した。この要請に対して、CBOE・AMEX・PHLXは即座に賛同の意を表明したが、PSEは要請には従うとしながらも新規上場銘柄に関しては予定通り重複上場が実施されることに関して不満を表明した。

一月二二日、CBOEで七銘柄、AMEXで四銘柄、PHLXで二銘柄、PSEで三銘柄、NYSEで五銘柄のオプションが新規上場され、うち三銘柄は重複上場で合計一七銘柄の新規上場であった。しかし、当初は重複上場計画の実施に伴い、上場銘柄選定基準が引き下げられると予想されており、各取引所では計七四銘柄の上場

を計画していた。

一月二三日に開かれたSECと各取引所の市場連結システムに関する初会合ではCBOEとAMEXの市場連結システムに関する委託調査報告書『オプション市場統合—その評価』がSECに提出された。報告書は恒久的な市場連結が行われる前に長期計画が策定される必要があるとした上で、市場の流動性を維持する自動回送システム(ARS)と寄り付き時の問題に対処する清算取引メカニズムという二つの中間ステップを提案した。ARSは各取引所が独立機関の中央コンピューターへ市場の最良気配と次善気配を送り、ブローカーは価格・時間・顧客コードのついた注文を中央コンピューターに送り、最良気配を提示した取引所にブローカーの注文が回送されるシステムであるが、ブローカー自身の注文は必ずしも中央コンピューターに直接送られる必要はなく、小口注文のみを対象とするものである。他方、清算取引は同一原株を対象としたすべてのオプション価格が同時に決定されるというもので、原株や他のオプション価格に依存する条件付き注文をも許容するものである。この種の清算取引メカニズムは各取引所が独自に導入することも可能であり、それが成功すれば取引を引きつけ、技術革新に対する報酬をもたらすことになるとして各取引所間の技術開発競争を促した。二月に行われた会合ではARSを実現する費用は四二〇万ドルから一〇七〇万ドルと推定された。

市場連結システムの議論が進むにつれて事態は意外な展開を見せることになった。当初、PHLX・PSE・NYSEはITS型のOMINTSを推奨し、CBOEとAMEXは中央コンピューターに注文を送るからCBOEとAMEXがITSを支持していたが、ARSの費用がOMINTSを三〇%から七〇%上回ることからCBOEとAMEXがITS型のシステムの支持にまわり、逆にARSの時間優先執行を評価したPHLXが時間優先執行を市場連結システムの必要条件と主張し始めたからである。CBOE・AMEX・PSE・NYSEが支持する市場連結シ

テムは一般投資家優遇急行(PIPE)と呼ばれ、株式市場におけるITSに極めて類似したもので、最初に注文を受けた取引所が最良の気配値を提示している取引所へ注文を送るか同じ気配値で注文を執行するかを決定するのに対して、PHLXが支持する自動市場間システム(AIMS)は最良気配を提示する取引所に注文が自動的に回送されるシステムである。

六月二八日の会合でもPHLXは時間優先原則の導入を譲らず、SECは四つの取引所の合意をもって市場連結システムの合意が成立したと発表した。株式市場のITSではNYSEの気配値を使って地方取引所が注文を執行し、場合によってはオーダー・フロー・ペイメントと呼ばれるバック・マージンを支払ってまで注文を集めており、ITSは実際には市場間競争を促進していないという現実があるので、PIPEを導入してもオプション市場で市場間競争が起こるとは考えにくい。しかし、時間優先原則を導入したAIMSをSECが支持するとすれば株式市場のITSでも時間優先原則を導入するのが筋であり、政治的な妥協が決定の背景にあったとも考えられる。他方、株式市場のITSでは恩恵を受けているはずのPHLXがITSの変更にもつながりかねない時間優先原則の導入にこだわり続けた理由は理解しがたい。六月二九日にSECは九月二二日までに市場連結システムの共同計画を作成し、既上場オプションの重複上場を一月一日まで再度自主的に延期することを各取引所に要請した。

その後、先に合意の成立したPIPEは開発費が五〇〇万ドルから八〇〇万ドルで二二カ月から二四カ月を要し、ランニング・コストが年間一〇〇万ドルと推定されたが、九月二二日までに共同計画の詳細はまとまらず、SECは二月一日までに共同計画の提出期限を延長し、既上場オプションの重複上場を一九九一年二月一日まで自主的に延期することを各取引所に再び要請した。



引き続き各取引所は市場連結システムの共同計画を策定する会合を重ねたが、一月一日までには共同計画を提出できず、SECは提出期限を一九九一年二月一日までさらに延期した。二月にはようやく共同計画がSECに提出され、SECは既上場オプションの重複上場を八月一日まで自主的に延期することを各取引所に再度要請した。

六月に各取引所は最良気配値以外での取引を禁じるトレード・スルー・ルールの制定に関して合意に達し、一〇単位以下の顧客注文を対象とした市場連結システムの最終計画案をSECに提出した。これを受けてSECは既上場オプションの重複上場を二月三十一日まで自主的に延期することを各取引所に要請した。さらに、SECは重複上場問題が片付くまで実施しないとして一九九〇年一月に見送ったオプション上場基準の緩和に踏み切り、一〇月二日から四半期ごとの利益が八期連続一〇〇万ドル以上という条件を省き、原株の最低価格一〇ドルを七・五ドルに引き下げることを決定した。

しかし、ようやく市場連結システムの構築が現実味を帯び、既上場オプションの重複上場が視野に入ってくるに至って重複上場への反対勢力も強気に巻き返しを謀った。二七社の証券会社・二人のフロアトレーダー・五つのオプション取引所・オプション清算会社によって構成されるオプション提案委員会(COOP)は二二〇万ドルから一四〇〇万ドルと推定される市場連結システム構築費用負担に反対して、上場オプション取引を監視するオプション審議会の設定を代案として提案した。この提案では既上場オプションは各取引所の遺産として独占的に保持され、各取引所が十分に競争的でない場合に限りオプション審議会が他の取引所での重複上場を決定するといふものである。SECのブリーデン委員長はこの提案を却下し、市場連結システムの構築に対する代案は市場連結システムなしの重複上場しかあり得ないと述べ、市場連結システム構築の延期には理解を示したが、

重複上場計画の後退には応じなかった。

SECは既上場オプションの重複上場を六月三〇日まで自主的に延期することを各取引所に再度要請する一方、一月二日に重複上場提案を発表し、二二日間のパブリック・コメントを受け付けた。そして、SECはCOOPと証券業協会(SIA)オプション・デリバティブ委員会の要求にしたがってパブリック・コメントの締め切りを当初の二月二三日から三月一三日に一カ月間延期した。

COOPから寄せられたSECの重複上場提案に対するコメントはその後のSECの決定に大きな影響を与えた。中でも莫大な費用のかかるPIPEによる市場連結を放棄し、株式市場の統合テープシステム(CTS)と同様なトラッキングシステムを利用して重複上場に伴うトレード・スルーを防止するというのが最大のポイントであり、各取引所がこれまで進めてきた市場連結システムの構築とは全く異なるものであった。このほかにも最良気配は一〇単位以下の注文に必ず応じること、各取引所の自動執行システムにトレード・スルーを防止するメカニズムを組み込むこと、重複上場への段階的移行過程では取引の少ない銘柄から二五銘柄ずつ重複上場を行うこと、六カ月ごとに最低取引高を満たさない重複上場銘柄は上場を廃止することなど、これまで議論されてこなかったさまざまなアイデアが提示された。

COOPからの新たな提案を受けて、市場連結システムの構築を計画してきた各取引所と業界関係者との妥協を探るためにSECは各取引所に意見を求めた。CBOEとAMEXは正式な市場連結システムが最善としながらもCOOP案を受け入れることに同意したのに対して、PHLXはCOOP案でもトレード・スルーを防止することはできるが、市場連結システムのみが長期的に有効な方策であるとして妥協案に反対した。他方、PSEとNYSEは市場連結システム抜きの重複上場には反対であるが、重複上場問題にこれ以上巻き込まれることを

避けるためにCOOP案を受け入れるという立場を表明した。

既上場オプションの自主的な重複上場延期期限の六月三日、SECのブリーデン委員長は五つの取引所に一月二三日まで自主的な上場延期を再度延長することを要請した。しかし、今回はこれ以上の延長があり得ないことが明記され、SECの妥協案が受け入れられない場合にはこの日をもって一気に重複上場に踏み切ることが示された。SECの妥協案はCOOP案に極めて近いが、段階的移行過程における重複上場銘柄数が四半期ごとに取引の少ない順に一〇〇銘柄であり、重複上場銘柄の上場廃止基準が顧客注文の一〇%未満であるところが異なっている。今回のSECによる最後通告に対しても取引所間でシステム導入上の難易度に違いがあり、不公平だという意見や三カ月余りの準備期間では不可能だという不満も聞かれたが、SECのこれまでにない断固たる姿勢に各取引所は早急に対処せざるをえなくなった。

重複上場の現状

一九九二年一月三日、一九八九年五月のSECによる決定から三年半を経過してようやく既上場オプションの重複上場が実施に踏み切られた。五〇〇余りの単独既上場オプションに対して取引の少ないものから一〇〇銘柄ずつ重複上場を認可していくとはいうものの、認可された銘柄を実際に重複上場した取引所は存在しなかった。というのも最良気配を表示するシステムが多く取引所で完成しておらず、しかも取引の少ない一〇〇銘柄にはもともと重複上場の希望がなかったからでもある。

一九九三年二月二日には次の一〇〇銘柄の重複上場が認可されたが、やはり実際に上場する取引所はなかった。六月二日の三度目の重複上場認可を前にして、SECはCOOPの要請に基づいて重複上場認可銘柄数を五〇銘柄に削減することを発表した。九月、十二月、一九九四年三月、六月にはさらに五〇銘柄ずつの重複上場が認可されたが、既上場銘柄の重複上場は起こらなかった。残る五八銘柄のうち四三銘柄の重複上場認可が九月に行われ、最後の一五銘柄の重複上場認可が二月一九日に行われたが、結局取引所間の暗黙の了解によって既上場銘柄の重複上場は生じなかった。

NYSEは他の取引所ほど取引の活発な既上場オプションを持たず、重複上場競争を開始しても失うものが他の取引所ほどないという点で既上場オプションの重複上場を仕掛けるのではないかと見られていたが、新規上場銘柄の重複上場には積極的でありながら既上場オプションの重複上場を試みることはなかった。なぜNYSEが重複上場競争を仕掛けなかったのかについては明らかではないが、NYSEが本年四月に上場株式オプションをCBOEに譲渡し、株式オプション市場から撤退したことで重複上場が生じる可能性はほとんどなくなった。

他方、PHLXはトレード・スルーを防止する規則とし

表1 アメリカにおける株式オプション

取引所	上場数	単独上場	重複上場	重複上場先				
				CBOE	AMEX	PHLX	PSE	NYSE
CBOE	835	487	348	—	234	80	92	94
AMEX	644	326	318	234	—	90	76	73
PHLX	477	309	168	80	90	—	51	42
PSE	455	280	175	92	76	51	—	38
NYSE	249	100	149	94	73	42	38	—
合計	2,660	1,502	1,158	500	473	263	257	247

(注) Directory of Exchange Listed Options, October 1996より作成

て注文の時間優先原則を含めたトレード・オア・センドを提唱したが、CBOE・AMEX・PSE・NYSEは時間優先原則を含まず、他の取引所の最良気配値でも取引が執行できるトレード・オア・フェイドを一九九四年九月に採用した。

一九九六年九月九日時点でのアメリカにおける上場オプション銘柄数は二六六〇銘柄で、単独上場が一五〇二銘柄（CBOE四八七銘柄、AMEX三二六銘柄、PHLX三〇九銘柄、PSE二八〇銘柄、NYSE一〇〇銘柄）、重複上場は一一五八銘柄（CBOE三四八銘柄、AMEX三一八銘柄、PHLX一六八銘柄、PSE一七五銘柄、NYSE一四九銘柄）であり、各取引所別ではCBOEが八三二銘柄、AMEXが六四四銘柄、PHLXが四七七銘柄、PSEが四五五銘柄、NYSEが二四九銘柄となっている。また、店頭銘柄を対象とした株式オプションが約七〇〇銘柄上場されている。

かくして、一九八九年五月二五日にSECによって決定された既上場オプションの重複上場は紆余曲折を経て一九九二年一月二三日から段階的に実施され、一九九四年二月一九日に完了したが、各取引所や業界の抵抗によって結局は実質的には反故にされたも同然であった。ただし、店頭銘柄を対象としたオプションと一九九〇年一月二二日以後に上場されたオプションについては重複上場も盛んに行われているのが現状である。

（吉川）