

証 研



No.1548

1997年7月

競争政策と金融ビッグバン

二上季代司（1）

市場間競争とPreferencing

伊豆 久（11）

日経平均先物 平成9年6月限

吉川 真裕（25）

アメリカの代替的取引システムの規制について

—SECのコンセプト・リリースより—

清水 葉子（45）

公開価格決定と情報の非対称性

岡村 秀夫（58）

財団法人 日本証券経済研究所

競争政策と金融ビッグバン

一一上 季代司

六月二三日、証券取引審議会、金融制度調査会、保険審議会の三つの報告書が公表された。日本版ビッグバンに関する報告書が出そろつたのである。その概要については新聞雑誌⁽¹⁾などに掲載されているので、改めて繰り返す必要はないだろう。ここで問題にしたいのは、全体として、日本版ビッグバンは何をめざそうと言う改革なのか、その理念である。そのことは、なお積み残しになっている論点、とりわけ解禁が検討されている金融持株会社のあり方等について、どのような決着が図られるべきか、その方向性を左右すると思われるのと、以下、簡単に整理してみた。

1 金融ビッグバンの二つの理念

今回の金融ビッグバンについては、当初から、その対象とする範囲があまりに広いため、理念がはつきりしないという印象があった。例えば、アメリカのメーデー（七五年証券諸法改革）やイギリスの八六年ビッグバンと比較してみよう。これら両国における改革の中身は証券取引所の規則改正であり、取引所を中心とする証券取引システムに競争原理を導入することが目的である。したがって市場自体の競争力強化を狙つたものであることは明白である。

これに対し、今回の日本版ビッグバンにも、もちろんそのような内容の改革案が含まれてはいる。例えば、証

取審の報告書では、①投資対象の多様化、自由化（資産証券化商品の国内での発行・販売を可能にするための法整備や店頭デリバティブの解禁等）、②信頼出来る効率的な市場づくり（市場集中義務の撤廃＝場外取引の自由化、店頭登録市場の改善など）、③手数料自由化、④仲介業者間の競争促進（免許制から登録制への移行、持株会社を通じた銀行、証券等への相互参入）と業務の自由化等が唱われている。投資対象の多様化と執行市場間競争の導入によって、投資家、発行者の選択肢を広げ、仲介業者の競争促進と自由な業務展開により顧客ニーズにあつたサービス提供で効率の良い証券市場をつくつていこう、市場自体の競争力を高めようという理念が見て取れるのである。

ところが、他方では、銀行、証券等の相互参入を通じて金融コングロマリットを作り、日本の金融機関の国際競争力を強化するのが目的と言う別の理念も垣間見えるのである。たとえば金融制度調査会の報告書では、金融持株会社の解禁、業態別子会社の業務制限の撤廃、銀行による投信窓版の解禁などが盛られており、全体として、大銀行を中心とする金融コングロマリット化を通じて銀行の競争力強化を図りうる状況を作ろうとしているよう

にみえる。

今回の証取審報告書をまとめられた蠟山昌一教授（大阪大学）は、日本版ビッグバンの理念をめぐつて、①「証券化」の流れを念頭に置いて、信頼に足る効率的な証券市場を改めて創成することが基本とする認識と、②規模は大きいが競争力の面で劣る日本の金融機関の国際競争力を強化する観点から專業主義、分野調整を改め、金融機関に多様な選択の機会を与えることを強調する、このような二つの基本認識があつたと指摘される。⁽²⁾

もちろん、この二つの基本認識、理念は教授も指摘されるように一定の条件が満たされれば併存可能であるかもしれない。しかし、持株会社はそもそも、市場自体における競争を制限するものであるとの理由で禁止されて

きたのである。その解禁によって金融機関の競争力を強化しようとする後者の基本認識、理念は、証券市場における市場機能の向上、市場自体における競争原理の徹底をめざそうという前者の基本認識、理念と一見すれば矛盾している。もちろん、持株会社を利用することによる相互参入は競争単位を増やすから競争促進効果はあるだろうが、銀行の影響力により競争が歪められるとする意見も多い。はたして二つの基本認識は両立できるのか、できるとするとその条件とは何か。

これは、一言でいえば金融や証券の世界における「競争」とか「国際競争力」ということをいかにとらえるか、という点にかかってくる問題である。すなわち、今回の金融ビッグバンにおいて金融・証券という世界における競争政策は、本来いがなるものとして位置づけられるべきか、という問題に帰着する。そして、この点についてもアメリカとイギリスでは、我々が参考にすべき先例を既に提示しているのである。次にそれを見よう。

2 競争政策の変更とマーティー、ビッグバン

周知のように米の七五年マーティー、英の八六年ビッグバンは、それまで証券取引所が手数料を決め（固定手数料制）、また取引所への取引集中義務などの規則を会員業者に課してきたことをとらえ、それは一種のカルテルで競争制限的だから、撤廃すべきであるとの批判を受けて、証券取引所みずからこのような諸規則・ルールを改正したことを指すのである。

これには前史があつて、アメリカでは六〇年代から裁判所その他でニューヨーク証券取引所（NYSE）の規則がカルテルで競争制限的であるという批判が出始めている。その経緯についてはセリグマンが詳細に跡づけているが、そこで指摘されている独禁法違反の疑いのあつたNYSE規則とは、①市場情報の外部への提

供禁止、②市場集中義務、③固定手数料制の三つであった。

またイギリスでは一九七六年に日本の独禁法にあたる制限的取引慣行法が改正された。改正の内容は、それで製造業だけに適用されていたこの法律の範囲を非製造業にも広げたことであつた。その結果、ロンドン証券取引所（LSE）の規則がカルテル違反として浮かび上がつたのである。ここで問題視されたのは、①固定手数料制、②会員業者への外部からの出資制限（会員権を不当に制限していると解釈された）、③ブローカーとジョッパー（ディーラー）の分離などのLSE規則であつた。そこで、八三年、LSEは手数料自由化や会員業者への出資制限撤廃、ブローカーとディーラーの兼営を認めるなどの規則改正を約束する代わりに引き続き独禁法の適用除外扱いを認めてもらう妥協策が成立した。これに基づいて八六年に行われたLSEの規則改正をビッグバンと呼んでいるのである。

以上のように、六〇年代中頃からアメリカ（後にはイギリス）において独禁法の適用対象が製造業から非製造業へと広がりを見せたのである。すなわち、この時期から、預金利子をはじめとする銀行界の慣習、証券、航空、鉄道、通信、電力など一種の公益産業と考えられてきた産業分野——日本のように独禁法の除外団体と明記してあるか否かは別として、一種の公共的独占として独禁法の適用除外扱いにされてきた産業分野——が独禁法の適用対象にされてしまった。その結果、民営化されたり、会社を分割される業種もでてきた。あるいは、証券取引所の場合のように、以前と同様に独禁法の適用除外団体であること認めつつも公共性に關係のない諸規則、ルールは独禁法の対象として厳しく審査する方向に変わつてきている。このようにみると、六〇年代中頃から、アメリカを先頭に競争政策が大きく転換し始めたのは明らかである。

問題は、どうしてこの時期にこのような競争政策の変更が現れたか、である。この問題について満足のいく論

理整合的な説明は寡聞にして聞かないが、おそらくこの時期から先進諸国では重厚長大の製造業が競争力を失い、非製造業における競争力強化を促すため、競争政策を意識的に変更しはじめたのではないかと思われる。とりわけ、通信や航空、金融、証券といった分野の市場はグローバルに展開する性格を持っており、この市場の競争力の強化は即、国際競争力強化につながり、国益にも合致することになるのである。

しかし、ここで注意しなければならないのは、競争力を強化すると言っても、産業保護政策的な意味での競争政策ではなく、その反対であることがある。そもそも非製造業では、公共的な産業が多いということから、公共料金の設定とか、新規参入の制限とか保護的な扱いが行われてきたのであり、それでは国際競争力強化には役に立たない、という認識から出発しているのである。

3 今後の日本の進路と競争政策

証取審報告書にみる理念は、これに通じるものがある。手数料自由化や市場集中義務の撤廃、免許制から登録制の移行は、仲介業者や証券取引所などの当事者から見れば非常に厳しい政策ではあるが、それは市場自体の競争力の強化に通じるものがある。そして、現在わが国がおかれている現状から考えて、今こそ市場自体の競争力を強化しておかなければならぬ国益上の必要性がある。

日本を中心としてグローバルに経済状況をみると、今後の最大の成長地域が中国であることを誰も否定できないであろう。したがってわが国としては、国内の産業構造を高度化させ、中国を含むアジア全体のなかの地域内分業を主導する立場に立つことこそが、今後の日本の活路を開くことになる。この観点から見ると、国内的には新しい産業をファイナンスしやすい市場、対外的には中国をはじめとするアジアの国が必要とする資金調達を仲介しやすい市場にすることは国益に合致することである。それはまた、資産選択のフロンティアを広げ、個人金融資産一二〇〇兆円の有効活用にも通じる。これこそ、今回の金融ビッグバンの第一の目的といわなければならぬ。

ところが、さきほど述べたように、日本版ビッグバンにはもう一つ、日本の金融機関の競争力を強くするという目的も見て取れるのである。我々は日本人であるから、今後厳しくなる競争の時代に、出来れば日本の金融機関に勝ち残つてもらいたいと思うのは人情である。しかし、金融ビッグバンの第一の目標、「市場自体を強くする」「市場機能の向上」という理念と「金融機関の国際競争力の強化」という理念は必ずしも両立しない。それはイギリスを見ればわかることであつて、ロンドンは栄えているが、ビッグブレーヤーはアメリカの投資銀行であり、イギリスの大手業者はドイツ、スイス、オランダの大企業ユニバーサルバンクに買収されてしまったのである。

そして、繰り返しになるが、金融、証券の分野では産業保護的なやり方では市場自体の競争力は強くならない。したがつて、今後、金融コングロマリット化の手段である金融持株会社解禁にかかる法律上の手当については、それが真の意味で市場自体の競争力強化に資するかどうか、という観点から、検討されなければならない。

4 金融持株会社解禁の問題点

(1) 持株会社一般にかかる問題点

金融ビッグバン関連の報告書が公表される二日前の六月一一日、独禁法改正案が通過した。施行は半年後の二月とされる。この結果、純粹持株会社が半世紀ぶりに解禁となつた。ただし、金融持株会社については改正独

禁法一一六条により「別に法律で定める日までの間は」引き続き禁止されることになっている。したがって公正取引委員会が、金融持株会社にかかる金融関連業法の改正が独禁法の觀点から問題ないと判断した場合に限つて、この一一六条を削除し、名実ともに金融持株会社が解禁される手はすになつてゐる。したがつて、金融持株会社のあり方をめぐる問題点はなお最終決着を見ず、これから検討される訳である。

それでは、金融持株会社に関してどのような問題点があるか。これまで指摘された点をまとめると次のようになる。①現行商法では持株会社の株主は子会社に対して権利行使が限定される。②現行証取法ではディスクロージャーが不十分である。③税制上、持株会社を利用すれば不利になる（抜け殻方式では資産譲渡に伴つて膨大な税がかかるうえ、連結納税制が伴つていらない）。④利益相反防止、リスク遮断、預金保険等セーフティネットの利益漏出の遮断、銀行の影響力遮断の觀点からファイヤーウォール等の新たな措置が必要となる。はじめの三點は、金融持株会社だけではなく事業持株会社にも共通するが、最後の四点目については金融持株会社のみに関わる論点である。（このうち、税の問題は説明するまでもない）（括弧内）

まず最初の二点であるが、これは具体的には持株会社になつた場合に株主の権限が弱められるのではないか、という問題である。事業が持株会社傘下の子会社として分離されると、その所有者であるはずの株主の権限は間接的なものになる。またディスクロージャーという点でも、連結財務諸表を整備しておかなければ持株会社全体の事業のリスクが把握できにくくなる。これに関連して、企業会計審議会は企業決算を一〇〇〇年三月期以降、単独中心から連結中心に変えることを決めたとされる。また連結対象の範囲を出資比率ではなく実質基準に変え恣意的に連結はなしをして粉飾決算まがいのことを出来ないようにすると同時に、子会社、関連会社の開示情報の充実もはかることとされている。

日本の企業経営の慣行からみて、純粹持株会社が解禁された場合に子会社が担う事業分野において、市場規律と自己責任が貫徹するのか、疑問に思われる節が多くある。というのは、純粹持株会社こそ禁止されてきたけれども、事業会社も金融機関も他社株の保有は許されてきたのであり⁽⁴⁾、子会社、関連会社を持つてゐる大企業、金融機関はたくさんある。そういう企業、金融機関ではグループ内子会社、関連会社の独立性は保たれているとは言い難い。

たとえば、雇用調整は子会社・関連会社、系列先への出向という形をとることが多く、給与差額があればそれを本社は補填している。しかもこれまで日本の大銀行がしてきたことは、系列ノンバンクへの問題融資の付け回し、系列ノンバンクを始め破綻した子会社・関連会社の救済（「母体行主義」）である。このようなグループ内子会社の独立性の欠如を許せば、その業務分野における子会社の行動は市場規律からはずれることになり、他社との競争も適正ではなくなるだろう。

これは経営組織如何の問題ではなく、経営陣の経営マインドのありかた、それを誰がどのようにモニターしチェックするか、要するにコーポレートガバナンスのあり方の問題である。銀行のみならず、日本企業の経営者は方に偏りやすい。しかも株式持ち合いによつて株主による外部からのチェックは受けにくい構造になつてゐる。したがつて、持株会社の解禁の際には、このような日本的雇用慣行、株式持ち合いと結びついたコーポレートガバナンスの欠点について、これを是正する方向での手立て（先ほどみた連結決算制度の整備などはそれにあたる）が検討されなければならないであろう。

(2) 金融持株会社特有の問題点

次に、金融持株会社特有の問題点であるが、これについてはさらに次の四点が問題となる。
①銀行業務と証券業務は利益相反の関係にある。
②銀行は決済システムの担い手であり証券業務のリスクを遮断する必要がある。
これに関連して③銀行は預金保険や日銀信用等のセーフティネットの利益を享受しており、その利益が証券子会社への融資等の経路を通じて漏出すると競争条件が不均衡になる。
④日本の銀行は株式持ち合いの中核を占めており、事業会社への影響力を証券子会社の営業に利用する可能性がある。

これらの弊害防止策としては、ファイアーウォールが証取法に盛られているが（五〇条一の三、五〇条二等）、これを銀行法にも盛るべきであろう。また証券業務など他業を子会社におく銀行持株会社の場合にはセーフティネットの利益の漏出を防止するため子銀行の自己資本比率規制をもつと厳しくすることや持株会社に子銀行への資本注入義務を課す事も考慮してしかるべきだろう。また、金融持株会社解禁に際して、公正取引委員会は独禁法一一条（金融機関は他社株を発行済み株式の5%を超えて所有してはならない）の実質的な撤廃を提案している。すなわち、金融持株会社は金融機関ではないからこれに一一条を適用せず、しかも持株会社傘下の子会社が保有する他会社株の数量も合算しないという提案である。こんな事が認められれば、一一条は形骸化する。銀行持株会社の株式保有は傘下の子会社保有分も含め合算してディスクローズし、これに5%ルールを適用すべきである。

なお、以上の論点は金融持株会社というよりも正確には銀行持株会社特有のものである。したがって、金融持株会社についても銀行持株会社と証券、保険持株会社は区別して論じられるべきであり、たとえば独禁法一一条のようにこれまで金融機関として証券会社と保険会社も包括してきた条項について見直しがすすめられるべきだろう。

5 小括

要するに、日本版ピッグバンの第一の理念は市場機能の向上、市場自体の競争力強化にある。それに逆行する措置は改革を台無しにするものであり、その観点から金融持株会社のあり方についても検討が加えられるべきである。

注

- (1) 「金融財政事情」平成九年六月一三日
(2) 蠟山昌一「経済教室—ピッグバンと経済改革の行方」『日本経済新聞』平成九年六月二二五日号。

- (3) 紹介すると、以下の通りである。①NYSEが、会員業者に生の市場情報を直通電話、ファックス等で外部の非会員業者に提供することを禁止した事件（一九六二年、最高裁が当該行為を集団的ボイコットと断定）。②店頭ディーラーがNYSE規則三九四条（市場集団義務）を独禁法違反として提訴することを証券取引委員会（SEC）に通告（一九六四年）。③固定手数料制を独禁法違反として争った訴訟につき、最高裁は固定手数料制の合理性如何の審査権限はSECにあるとの理由で上告を棄却（一九六六年、ただし最高裁長官は上告を受け入れるべきであるとの少数意見を表明）。(Seligman. *Transformation of Wall Street*. Northeastern University Press. 1995.)
(4) ただし、事業会社には保有総額の上限規制があり、金融機関には発行済み株式数の5%未満（保険会社は10%未満）という保有比率規制がある。

市場間競争とPreferencing

伊豆 久

1 はじめに

市場間競争が激しく展開されている米国証券市場では、取引所の意見広告にも興味深いものがある。

地方取引所四所が連名でマスコミに発表した意見広告⁽¹⁾のタイトルは、「モノポリーをやりたい者はいるか?」である。それは、「昔々、あるところにビッグ・ボード・ゲーム（大きなボードゲーム、あるいはビッグボードのゲーム）があり、町の全員がそのゲームに興じていた。なぜなら、町にはそのゲーム一つしかなかったからである。しかし今、投資家には、たくさん選択肢がある」と始まつており、続いて証券市場において競争がいかに重要であるか、地方取引所が競争の促進にいかに貢献してきたかが述べられている。蛇足ながら解説を加えれば、タイトルになつてている「モノポリー」は、世界で最も人気のあるボードゲーム（チエスのように盤上でコマを動かして遊ぶゲーム）の一つであり、かつ「独占」（その弊害をなくすことが市場間競争促進の最大の目的と言われる）という意味がある。また、「ビッグ・ボード」が、NYSEのニックネームであることは言うまでもないであろう。・・・かつてモノポリーという名のビッグ・ボードがあつた・・・。

対するNYSE証券取引所（NYSE）も黙つてはいるわけではない。NYSEのホームページには、「(当所の)立場と主張」⁽²⁾のページがあり、地方取引所や第三市場マーケットメイカーが注文獲得の手段としてあた「オーダーフローペイメント」と「アレフアランシング（Prefrencing）」を槍玉にあげている。このことは、

この二つの取引慣行が、NYSE銘柄をめぐる市場間競争の中心的論点となつてゐることを示している⁽³⁾。しかしながらこのところ、NYSEの精力的なロビー活動にもかかわらず、SECは、この二つの慣行を投資家保護に反するものではないとの立場をとつてている。

では、こうした取引手法はどのようなものであり、その問題点はどこにあるのだろうか。そして、それもかかわらず、SECがそれを禁止しないのはなぜなのだろうか。オーダーフローペイメントについては、以前に紹介したこと⁽⁴⁾があるため、本稿では、アレフアランシングを取り上げ、その問題点とSECの見解を紹介することとする。⁽⁵⁾

2 プレフアランシングとは何か

プレフアランシングとはそもそも何なのか。九六年全国証券市場改革法（National Securities Markets Improvement Act of 1996、以下、改革法）の五一〇(c)(3)は、それを「プローカーが、顧客の注文をその執行のために自分自身に回送し、時間的に優先する同じ価格の注文・気配に対しプローカーが先回りする」と定義している。

常識的には、最良執行義務を負うプローカーは、顧客からの注文を受けると、その度に、各取引所の提示している気配を見比べ、その内の最良気配を提示している取引所のスペシャリストに回送するものと考えられてきた。これに対して、プレフアランシングのもとでは、(a) プローカーは、いつ銘柄の注文を受けてもそれを特定の取引所の特定のスペシャリスト（ディーラー）に回送している（注文回送先の固定）、(b) その回送先は、プローカー自身（の子会社）である。つまりプローカーが回送先のスペシャリストもある。そして、委託注文をブ

ローカーでありかつスペシャリストである者の自己勘定で約定する（注文執行の店内化）、（c）約定の際、時間優先の原則は適用されない（時間優先の回避）、のである。

このプレファランシングは、九一年二月に、シンシナティ証券取引所（CSE）がSECの認可を受けて六ヶ月間の試験的試みとして開始し、その後、五年間にわたり期間延長措置がとられてきたが、九六年三月には（一定の修正の上で）永続的なプログラムとしての認可が出されている。また、ボストン証券取引所（BSE）の同様のプログラム（「競争スペシャリスト・イニシアティブ」）に対しても、九四年五月に試験的な認可が出され、九六年四月に永続的なものとして認可されている。その結果、CSEのNYSE上場株式の取引シェアは、九〇年には取引株数で〇・六五%，取引件数で〇・六三%にすぎなかつたが、九五年には株数で一・七一%，件数で三・九一%へと、急上昇しているのである。

3 シンシナティ証券取引所のプレファランシング・プログラム

CSEのプレファランシング・プログラムをもう少し具体的に見てみよう。⁽⁶⁾

CSEにおいても、公衆（一般投資家）からの委託指値注文が残っている時に、成行注文が来れば、ディーラー（スペシャリスト）が関与することなく顧客注文同士が付け合わされることになる。例えば、公表気配が、二〇ドル一一〇ドル一二五セントで、CSEの中央指値注文控えに二〇ドルでの買い注文（A）が残っている場合に、成行での売り注文（B）が入って来たとする。この時に、この成行注文（B）に対してディーラーが自己勘定で買い向かうことはできない。顧客の注文AとBが二〇ドルで約定されるのである。

しかし、Aのような指値注文がない場合に成行注文が入って来ると、プレファランシング・ディーラーは、C

SSEの他のディーラーの気配ないし注文を無視して、公衆からの注文に対して自己勘定で向かうことが認められるのである。そして、実際のところ、回送される注文量が少ないCSEでは、指値注文が注文控えに残っていることはまれである。例えば、ディーラーAが最良気配を出しておらず、プレファランシング・ディーラーであるBは、より悪い（よりスプレッドの大きい）気配しか出していないとしよう。その時、保護されるべき顧客注文が反対側ではなく、公表最良気配と同じ（かそれ以上の）価格で約定するのであれば、Bは回送されてきた顧客注文を、Aの気配を無視して自己勘定で仕切ることができる⁽⁷⁾。簡単に言えば、同一の銘柄を取り扱うディーラーが複数存在し、かつ、ディーラー間では時間優先原則が適用されないのである。その結果、第三市場のマーケットメイカーが取引所内に相互に独立して複数存在しているのと同じような状況が生まれる。しかも、あくまで取引所であるため、プレファランシング・ディーラーは取引所集中義務が適用される銘柄も扱うことができるのである。

CSEは、このプレファランシング・プログラムに、価格向上機能を付与している。それは、最良気配のスプレッドが八分の一ドルよりも大きい時の成行注文に価格向上の機会を与えるというもので、プレファランシング・ディーラーは、最良気配よりもよい価格で自己勘定で約定するか、あるいは、最低三〇秒間、その注文を他の市場参加者にさらすか（それでも他の市場参加者がよりよい価格で約定しない場合にはプレファランシング・ディーラーが最良価格で執行しなければならない）、のどちらかをおこなう義務を負っている。ちなみに、SECも、すでに価格向上機会の保証に関するルールを提案しているが、現在のところ施行されるに至っていない。この点、CSEのルールはSECの提案ルールを先取りする側面ももつているのである。

「」のようなCSEのプレフランシング・プログラムとSECがそれを認可したことに対しても、NYSEを中心的に強い反論がなされている。⁽⁸⁾

NYSEは、プレフランシング・プログラムのもとでは、顧客注文同士の付け合わせの機会は名目的となっているばかりか、ディーラー間の競争も抑制されており、事実上、CSEという一つの取引所の中に多数のPT（私設取引所）が存在することになり、そこで店内化がおこなわれている、と主張している。すなわち、オーケション・マーケットのもつてている価格発見機能や透明性といった取引所に不可欠の要素がないがしろにされおり、またディーラー間の競争も否定されている結果、最良執行が実現されない恐れが高いとしている。

また、店内化は、顧客の委託注文を受け、したがって顧客のために最良の執行をおこなう義務を負うブローカーが、同時に、その注文の相手方となることを意味し、利益相反が生じかねない。

こうした理論的批判に加えて、CSEでの取引に関する実証的な検証もなされており、CSEが提示する気配のスプレッドの大きさ、価格向上が生じた比率、CSEが最良気配を提示している比率、最良気配を更新している比率、CSEにおける市場の厚み・流動性の大きさなどに関しても、NYSE、CSE双方が、具体的な数字を上げて論争してきたのである。

5 SECの考え方

こうしたコメントを受けながらも、SECは、九六年三月に、その価格向上機能の付与などの付帯条件を合させて考慮すると、プレフランシング・プログラムは、CSEの気配・流動性・厚みの向上に寄与しており、かつ、顧客注文の最良執行義務に違反するものではないとの結論を出し、CSEにプレフランシング・プログラムを承認的なものとして採用することを認可している。そして、今年四月の報告書でも、再度、プレフランシングを認める判断を下したのである。

こうしたSECの判断は、どのような観点からなされたのであろうか。

まず、SECは、CSEのプレフランシング・プログラムが証券市場にどのような影響を与えるかを考える際には、プレフランシングをより広い意味で考える必要があるとしている。すでに紹介したように九六年改革法では、プレフランシングは注文回送先の固定、注文執行の店内化、時間優先原則の回避の三つの条件が同時に満たされた場合と定義されているが、SECは、注文回送先が固定されればそれをプレフランシングと呼ぶべきだとした上で、プレフランシングは店内化を実現するための手段の一つにすぎないとしている。したがって、問題は、店内化と時間優先の回避をどう考えるかに集約されるのであるが、この二つの取引手法は、SECに限られた問題ではなく、米国の証券市場で一般的に見られる現象である。

したがって、CSEのプレフランシング・プログラムのもとで店内化や時間優先の回避が生じているか否かは重要ではなく、そのプログラムが実際に最良執行義務にどのような影響を与えていたか、CSEにおける執行の質・市場の質は他の市場に比べてどうか等にあるとするのである。では、店内化と時間優先の回避は、米国の証券市場ではどうなっているのか、SECの報告書にならって、まず、その点を確認しておこう。

6 注文執行の店内化

注文執行の店内化とは、顧客の注文を他の顧客注文と付け合わせるのではなく、ブローカーが相手方となつて

注文を成立させることである。それに対しても、七五年証券関係法改正法が宣言する「投資家の注文がディーラーが関与することなく執行される機会のあること」(三四年証券取引法)一A条(a)(1)という全米市場システムの目的に反するのではないかとの批判が繰り返しなされてきた。オークション取引原則の主張である。しかしながら、同条には「証券取引の経済上効率的な執行」等の文言も含まれているところから、実際には、様々な形での店内化が認められ、実行されているのである。例えば、店頭市場での取引では、そもそも店内執行が原則であり、また、第三市場では非会員会社によって上場銘柄が店内執行されている。さらに、NYSEが取引所集中義務を適用しない一九七九年四月二六日以降に上場された銘柄(一九c—三銘柄)については大手証券会社のほとんどが店内で執行している。しかし、店内化は、こうした店頭取引だけで生じているのではない。取引所取引においても店内化は必要なのである。

決して例外的なことではないのである。

表1は、九六年一年間に各取引所で約定された取引の内、スペシャリストがディーラーとして関与した取引の比率を示したものである。これを見ると、地方取引所では、取引の七八割がスペシャリストの自己勘定で約定されていることがわかる。ディーラーとして顧客注文に売り(買い)向かえば、気配のスプレッド分の利益が得られるため、スペシャリストは、できるだけ多くの注文、しかもポジションリスクを負わなくてすむ小口の注文ができるだけ多く集めようとする。そのための最も効率的な方法は、大手ブローカーの傘下に入ることである(表2参照)。その結果、ブローカーは、スプレッド益を手に入れることができることが可能となり、店内化が実現するのである。しかも、地方取引所のスペシャリスト・ユニットを手に入れることによって、NYSE会員会社は、取引所集中義務を課されている非一九c—三銘柄の注文も店内化することが可能となるのである。その結果、シカゴを除く地方取引所では、顧客の委託注文同士がぶつかる形で約定されるほうが、むしろ少ないのである。

このように、店頭取引ばかりか、地方取引所を中心に取引所取引においても、必ずしも顧客注文と顧客注文が出会うオーパークションだけがおこなわれているのではなく、注文執行の店内化が進行しているのである。したがって、CSEのブレフアランシング・プログラムも、そうした店内化の一つの形態として認識することが、まず、必要なのである。

7 時間優先原則の回避

では、ブレフアランシングにおける時間優先の不適用についてはどうであろうか。各取引所は、価格が同じ注文については時間的に早いものから優先的に約定することを基本原則としている。

表1 スペシャリストがディーラーとして関与している取引の比率(1996年)

取引所	スペシャリストの取引高(A)	取引高合計(B)	A/B(%)
アメリカン	1,353,161,825	5,628,187,680	24.0
ニューヨーク	18,881,674,879	104,636,179,522	18.0
ボストン	1,055,180,219	1,457,880,354	72.4
シカゴ	1,867,381,236	3,927,600,302	47.5
シンシナティ	1,703,855,065	2,091,037,631	81.5
フィラデルフィア	843,838,284	1,399,138,119	60.3
パシフィック	2,544,648,236	3,250,052,853	78.3

(出所) SEC. Report on the Practice of Preferencing. 1997.

表2 スペシャリストの子会社化(1997年2月時点)

取引所	スペシャリスト・ユニット(A)	子会社となっているスペシャリスト・ユニット数(B)	B/A(%)	取引所全体での取引銘柄(C)	Bが扱う銘柄(D)	D/C(%)
アメリカン	13	6	46.2	896	403	45.0
ニューヨーク	38	10	26.3	3308	1061	32.1
ボストン	18	12	66.7	2221	1684	75.8
シカゴ	33	6	18.2	2702	363	13.4
シンシナティ	13	8	61.5	515	456	88.5
フィラデルフィア	22	5	22.7	2768	740	26.7
パシフィック	24	16	66.7	2550	2100	82.4

(出所) 表1と同じ。

しかし、大口注文のクロス取引のように、注文の大きさによっては時間優先原則を適用しないことが認められる場合もある。

また、スペシャリストによる注文の「ストップ」も厳密に言えば時間優先に反した取引手法である。例えば、今、売り気配が二〇ドルと四分の一で三〇〇〇株（顧客指値注文A）、買い気配が二〇ドル（スペシャリストの自己勘定）となつているところに、一〇〇〇株の成行買い注文（B）が入り、スペシャリストがそれを「ストップ」したとしよう。スペシャリストは、成行注文を「ストップ」した場合、悪くともその時点の最良気配である二〇ドルと四分の一での約定を保証することになる。そうした保証の上で、よりよい価格での約定、この場合、より安い価格での買いの成立を求めるのである。そのためスペシャリストが、買い気配を二〇ドルと八分の一に引き上げ、そこに一〇〇〇株の成行売り（C）が入ったとしよう。すると、一〇〇〇株の買い注文（B）と売り注文（C）が二〇ドルと八分の一で約定され、注文Bは一株あたり八分の一ドルの価格向上を得られたことになるのである。しかしながら、この時、成行売り注文（C）は、指値の売り注文（A）より時間的に劣後しているにもかかわらず、買い注文（B）と約定されている。時間優先原則が適用されていないことになる。もし、スペシャリストが注文（B）を「ストップ」せず、時間優先原則がそのまま適用されれば、成行買い注文（B）は、その時点の最良売り気配となつていた売り注文（A）と約定されていたはずである。

このように、主要取引所をふくめた各取引所において、時間優先原則を回避する様々な取引が実際におこなわれているのである。

しかし、より大きな問題は、同一の銘柄が複数の取引所（市場）で取引されている以上、全米レベルで考えれば、そもそも時間優先原則を適用することが不可能だという点にある。すなわち、いくら各取引所が時間優先原則を厳格に適用したところで、それはその取引所内の取引に関してだけであって、例えばNYSEで注文を執行する時に、他の市場に出されている時間的に優先することはできないのである。つまり、全米市場システムは、事前と事後の価格情報を市場間でつなぎ、かつ注文回送も可能とすることにより、システム内の一定の価格優先を保証することはできても、時間優先執行を保証することはできないのである。時間優先を完全に適用するためには、結局、注文控えを一つにするしかないであろう。その時には、価格形成は最も公正かつ透明なものとなるが、しかし、市場は一つとなり、市場間競争の余地はなくなるのである。市場間競争を認める以上、時間優先原則の全米レベルでの厳格な適用はできないのであり、CSEのプレファンシングは、確かにNYSEの言う通り、事実上、一つの取引所の中に独立のPTSを複数設けることに等しいが、そもそものPTSが禁止されていない以上、そのことをもつてただちにプレファンシングを禁止する根拠とはなりえないものである。

このように、SECは、CSEのプレファンシングの是非は、結局、それが最良執行義務をどのように満たしていないかにかかっているとする。すなわち、ブローカーが同時にディーラーとして行動することは、ブローカーの顧客忠実義務に反し利益相反が生じる恐れがあるわけであるが、その際の顧客忠実義務とは具体的には最良執

8 プレファンシングと最良執行義務

SECは、以上のように論じ、プレファンシングの是非は、結局、それが最良執行義務をどのように満たしているかにかかっているとする。すなわち、ブローカーが同時にディーラーとして行動することは、ブローカーの顧客忠実義務に反し利益相反が生じる恐れがあるわけであるが、その際の顧客忠実義務とは具体的には最良執

行義務を意味するからである。

しかしながら、ここで新たな問題にぶつかる。判断の基準となる最良執行義務がいつたいかかる内容をもつのか、明確な定義がなされていないのである。最良執行義務は、一般論としては「所与の状況のもとで顧客の取引にとつて最も有利な条件を追求する義務」と定義されているが、しかし、SECはそれ以上具体的な、ある注文執行が最良執行にあたるかあたらいかを客観的に判断できる基準を提示できていない。最良性の判断においては、約定価格の善し悪しが中心となることは確認されているが、その他にも、注文の大きさ、取引する証券の性格、執行市場の選択に関する情報へのアクセスの難易、そうした情報を処理する技術の利用可能性、それぞれの市場での執行コストなど様々な要因を考慮に入れるべきだとされており、しかも、約定価格がよければ執行コストが高いといったことが多いため、一義的な判断は困難なのである。

最良執行をめぐるこうした困難は、結局のところ、オークションによる最良性の向上と競争による最良性の向上が二律背反の関係にあるところから生じているのではないかと思われる。すなわち、オークションの原則が厳格に適用されれば、そこでは、店内化等が生じることはなく、極めて最良性の高い執行が実現されることになる。しかし、オークションが十分に機能するためには、より多くの注文を集めることが必要となる。独占的であればあるほどオークション・マーケットの公正性は高まり、だからこそ取引所は独占禁止法の適用除外団体となるのである。しかしながら、全米市場システムは、もう一つの新たな最良性向上の要因を導入したのであり、それが競争の促進による独占の弊害除去であった。オークション・マーケット自身の効率性は独占によつて高まるとしても、それを運営する生身の人間から成る一つの組織としての取引所は、独占の成立によつて効率化に消極的となる可能性を否定できない。その意味で、NYSEに対抗する市場の認可・育成は、執行の最良性を高めるはず

だと考えられたのである。しかし、そのことは、オーパーション・マーケットの独占を掘り崩し、執行の最良性を損なう危険をはらんでいる。プレファランシングは、それが競争を促進していることは間違いないが、しかし、オーパーションから考えれば最良性を損なう可能性が高い。

SECが、論理的な考察からブレアーランシングと最良執行義務の関係を断定することができないのは、結局最良執行に関するこのような相矛盾する二つの考え方が併存しているためだと言えるであろう。

そこで、SECは、CSEにおける取引の実際を他の市場と比較しながら実証することで妥協的な決着を図らざるを得なくなる。NYSEについては九六年一〇月末の一週間、五つの地方取引所については同年一月の四週間のデータをもとに、価格向上の比率、市場の深さ、提示スプレッドの大きさなどを検証し、CSEの提示スプレッドは、地方取引所の中で最も小さく、最良気配を提示している時間も地方取引所の中で最も長いこと、CSEにおける成行注文の価格向上の比率も、地方取引所の中で最も高くNYSEのそれに匹敵することを明らかにしている。そして、CSEのプレファンシング・プログラムは、CSEの市場としての質を損なうものではなく、最良執行義務に反するものでもないと結論づけたのである。

9 おわりに

大口注文やバスケット注文については、これまでも熱行市場のディーラー化が論じられてきたが、プレファラシングをめぐる動きが示しているのは、米国では、小口注文においてもディーラー化が進み、さらには小口注文の執行に特化するところでは取引所そのものがディーラー・マーケット化しつつあるという事実である。CSEでの取引方法は、NYSEよりもNASDAQに近いと言えるかもしれない。

リバード現象の前提には、米国の取引所取引が完全オーダンスではなく、スペシャリストの介在を認め、かの呼び値の単位が比較的大きいため、売買スプレッドが大幅にふくらむことがある。今後、呼値単位の縮小や指値注文の表示などの改革が進めば、ペナンダムは縮小し、現在の市場間競争のあり方も変化が求められるのではないかと予想される。

(1) <http://www.chicagostockex.com/natmxad.html>
リバード意見広告が出された背景について、「摘要「オナライム・トローラー・ホーリー・トロー・スマッシュ」」
[証券経済研究] 第七号、一九九七年五月の注1へを参照ねだる。

(2) <http://www.nyse.com/public/news/statement/>

(3) ハーフトマトハッカを始めた地方取引所の市場間競争戦略について G.Kathryn E., "The Great Regional Battle for NYSE-Listed Order Flow", Traders.Nov.1996.

(4) 前掲拙稿を参照ねだる。

(5) 本稿は、SEC, Release No.34-37046 March 29, 1996; SEC, Report on the Practice of Preferencing, April 1997 (<http://www.sec.gov/news/studies/prefrep.html>) によれば、SECがこの日のハーフトマトハッカ・トロカラムを承認的であるとして認めた際のリリースであり、後者は九年改革法によるハーフトマトハッカの妥当性に関する再検討を要請されたの日の報告書である。

(6) この日の公報数は、今年四月時点(セブン)、ハーフトマトマーケター(Designated Dealer)ZNYの他のズグシャツペトに相応する)が一一社あるが、競争チャーラー制を探してくるため、一一の銘柄に対して複数のチャーラーが気配を提示している。指定チャーラーの内の七社(ダイアン・ボスクース、ナショナル・ファイナンシャル・サービス[ト

イドリティスのプロトカルラジ部門]、オルティマー・ディスクヴァンス、マイク・カーベー、ペーパンク、ペイパー、シ

ーフリー・ブルートン・シヤル)がハーフトマトハッカ・チャーラー(Preferencing Dealer)となる。

(7) もし、Bがハーフトマトハッカ・チャーラーとして認可されていなく指定チャーラーであるなら、その顧客注文は、時間優先の原則に基づいてチャーラーAの出[]勘定で売買されねばならない。

また、仮に、一〇〇株の指値売り注文が残っている時に、ハーフトマトハッカ・チャーラーの出[]勘定で成行

買の注文が入って来たとしても、その通りに、この日の自動執行システム(NSTS,National Securities Trading System)による、自動的に一〇〇株分が指値注文と約定され、残りの一〇〇株が別の出[]勘定で執行されることになる。

(8) ZNYの出[]勘定チャーラー・キャハミーは「Big Board specialists want SEC to shut

down preferencing".Investment Dealers' Digest (I.D.D.) April 17,1996;"Big Board turns up heat on preferencing issue".I.D.D.June 24,1996;"NYSE's lobbyist Bair makes preferencing a hot issue".I.D.D.July 22,1996.

日経平均先物・平成九年六月限

吉川 真裕

日経平均株価は三月三一日に一万八〇〇三円をつけ、四月一〇日には一万七四八六円まで下落したが、その後は景気回復期待の高まりから急上昇し、六月四日には二万六二二円を記録した。六月一二日のSQ値は日経平均先物・オプションで前日比二七四円四二銭高の二万八三八円八八銭、TOPIX先物・オプションで前日比一六・八〇ポイント高の一五四三・二五ポイント、日経三〇〇先物・オプションで前日比三・九〇ポイント高の二九八・五三ポイントといずれの指標も値を上げていた。

本稿では大阪証券取引所（大証）の日経平均先物平成九年六月限を中心に、シンガポール国際金融取引所（SIMEX）の日経平均先物、東京証券取引所（東証）のTOPIX先物、大証の日経三〇〇先物、日経平均オプション、裁定取引に伴う現物株売買高および残高を考察する。

1 日経平均先物

図1は東証一部売買代金と日経平均先物売買代金・建玉代金の比率を表わしている。売買代金比は一・一、建玉代金比は一〇・五九であり、三月限期に比べてそれぞれ〇・五四ポイントと一・八四ポイント低下していた。東証一部売買代金は平均四六〇六億円で三月限期に比べて四〇五億円増加しており、両比率の低下は現物市場の拡大によるものであった。

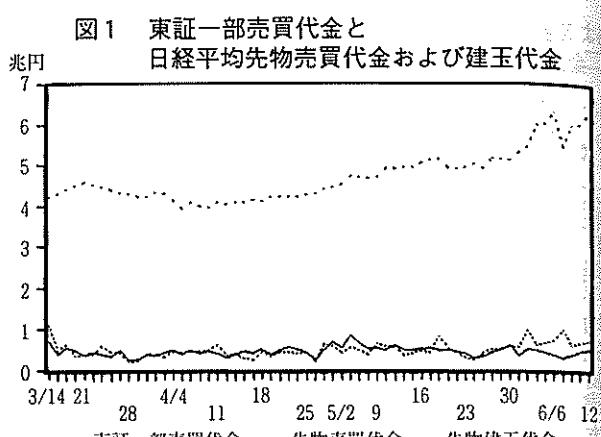


図2 日経平均先物売買代金および建玉代金の東証一部売買代金に対する比率

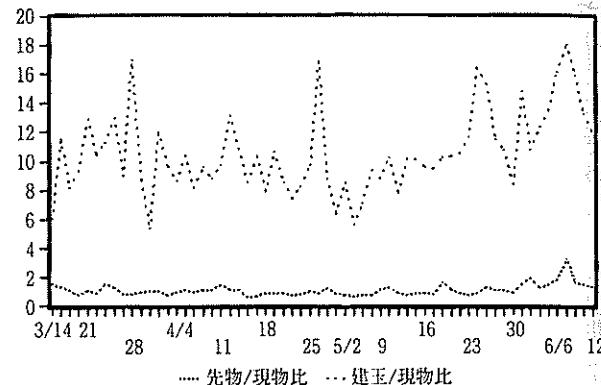


図3 日経平均株価と日経平均先物6月限価格

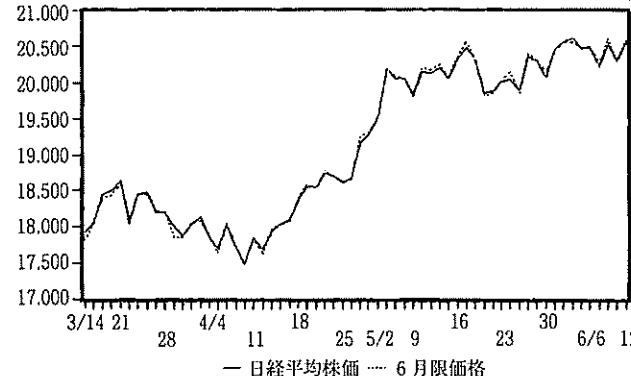


図3は日経平均株価と日経平均先物6月限価格を、図4は6月限価格の理論値から乖離率を、図5は6月限と9月限の限月間スプレッドの理論値からの乖離率を、図6は6月限と9月限の売買高と建玉を表わしている。先物価格、限月間スプレッドとともにやや上方に乖離しがちであったが、その度合いはそれほど大きくなかった。売買高の限月交替は取引最終日前日の六月一日、建玉の限月交替は取引最終日の六月一二日であり、かなり遅めであった。

図4 日経平均先物価格の理論値からの乖離率

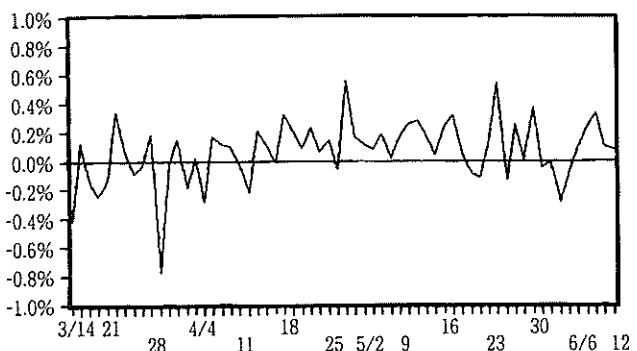


図5 限月間スプレッドの理論値からの乖離率

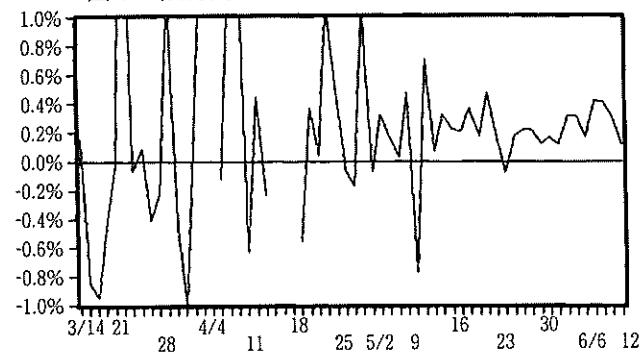


図6 日経平均先物 6月限と9月限の
売買高と建玉

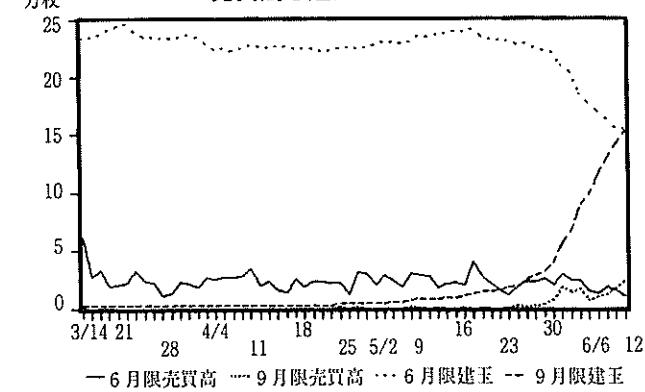


図7 SIMEX日経平均先物売買代金・建玉代金と東証一部
売買代金および大証日経平均先物売買代金・建玉代金

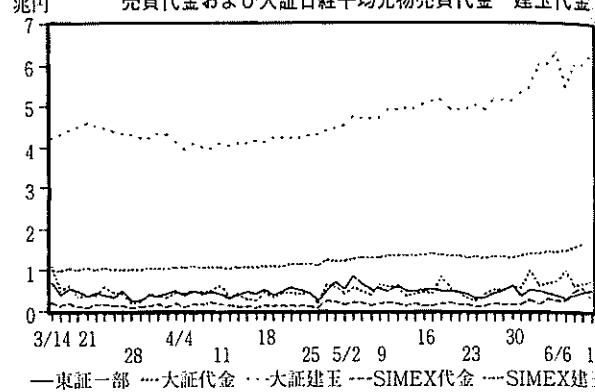


図8 SIMEX日経平均先物売買代金の東証一部
売買代金と日経平均先物売買代金に対する比率

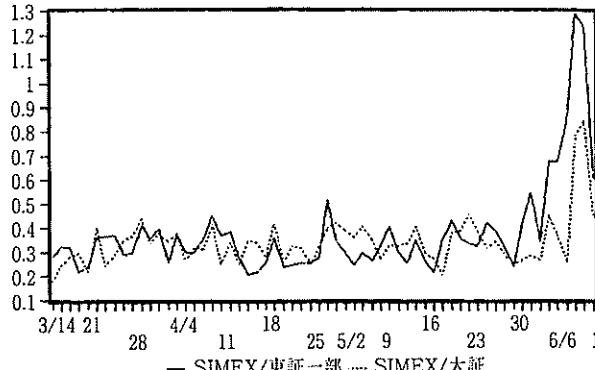


図9 SIMEX日経平均先物建玉代金の東証一部売買
代金と日経平均先物建玉代金に対する比率

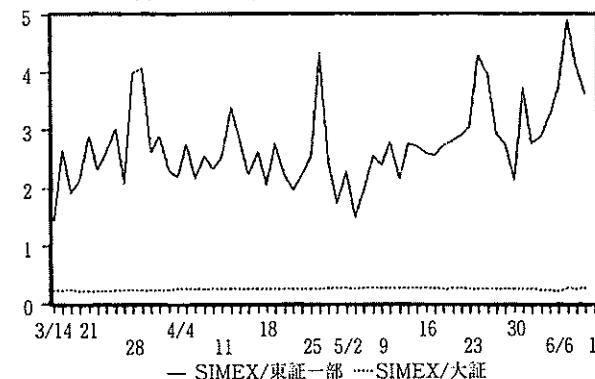


図7はSIMEX日経平均先物売買代金・建玉代金と東証一部売買代金および大証日経平均先物売買代金・建玉代金を、図8はSIMEX日経平均先物売買代金の比率を、図9はSIMEX日経平均先物建玉代金の比率を表わしている。東証一部売買代金比は○・三八、大証日経平均先物売買代金比は○・三四、東証一部建玉代金比は二・七九、大証日経平均先物建玉代金比は○・二六であり、三月限期に比べてそれぞれ○・一一ポイント減、

○・三ボイント増、○・三八ボイント減、変わらずであった。

図10はSIMEX日経平均先物価格の理論値からの乖離率を、図11は限月間スプレッドの理論値からの乖離率を、図12は六月限と九月限の売買高と建玉を表わしている。大証の日経平均先物と同様、先物価格はやや上方に乖離しがちであったが、限月間スプレッドは○・三%で安定していた。そして売買高の限月交替は取引最終日の六月一二日であった模様である。

日の六月一一日、建玉の限月交替は取引最終日の六月一二日であった模様である。

3 TOPIX先物

図13はTOPIX先物売買代金・建玉代金と東証一部売買代金および大証日経平均先物売買代金・建玉代金を、図14はTOPIX先物売買代金の比率を、図15はTOPIX先物建玉代金の比率を表わしている。東証一部売買代金比は○・三三、大証日経平均先物売買代金比は○・三七であり、三月限に比べてそれぞれ○・○五ポイント減、○・○二ポイント増、

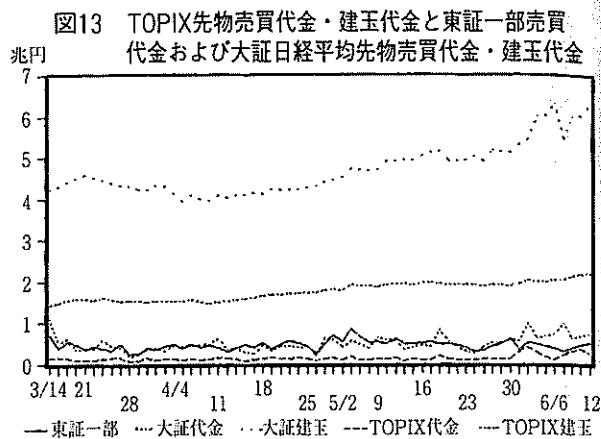


図13 TOPIX先物売買代金・建玉代金と東証一部売買代金および大証日経平均先物売買代金・建玉代金

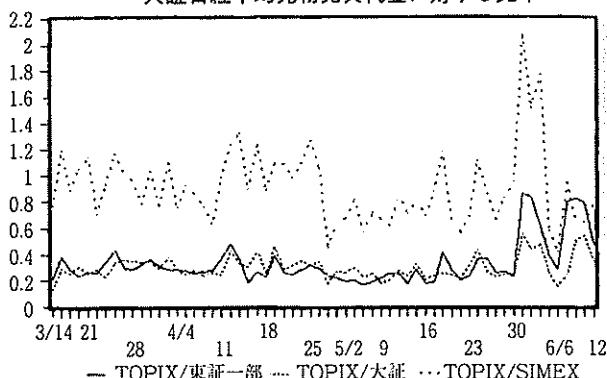


図14 TOPIX先物売買代金の東証一部売買代金と大証日経平均先物売買代金に対する比率

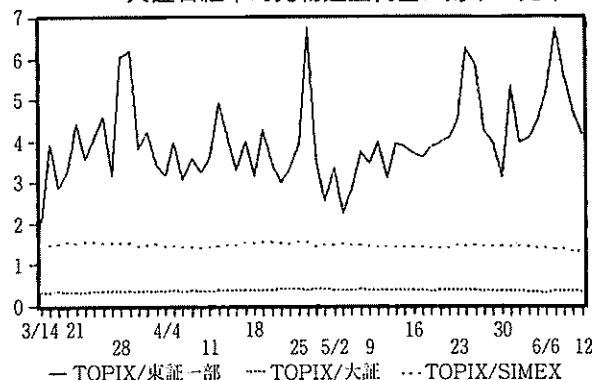


図15 TOPIX先物建玉の東証一部売買代金と大証日経平均先物建玉代金に対する比率

図10 SIMEX日経平均先物価格の理論値からの乖離率

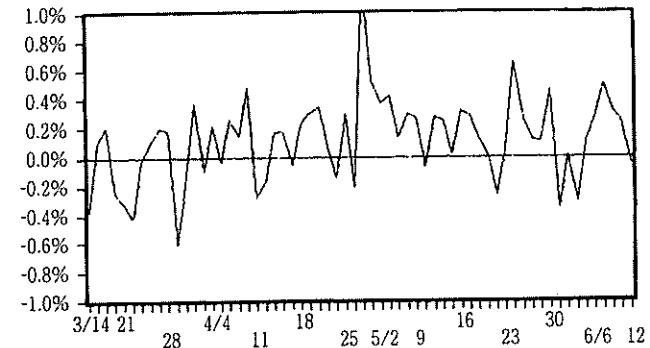


図11 限月間スプレッドの理論値からの乖離率

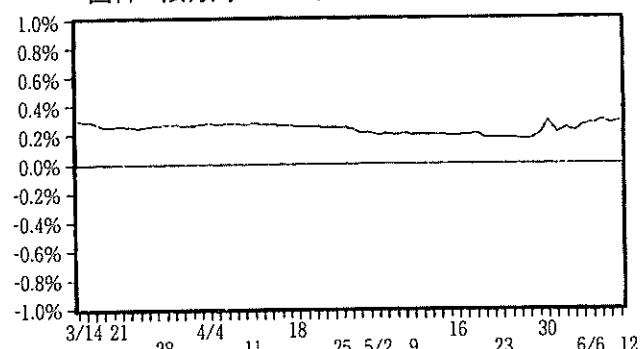
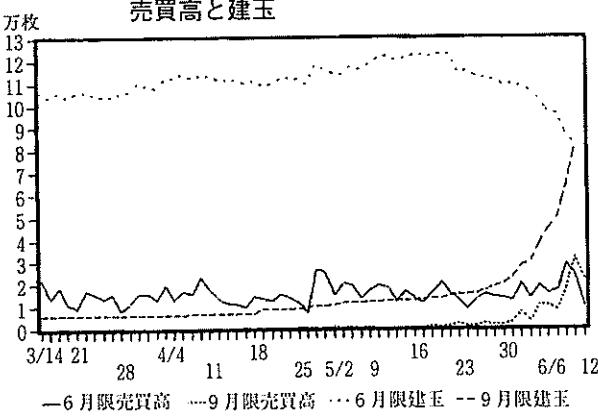


図12 SIMEX日経平均先物6月限と9月限の売買高と建玉



○・○五ポイント増、○・○五ポイント増であった。

図16はTOPIX先物価格の理論値からの乖離率を、図17は限月間スプレッドの理論値からの乖離率を、図18

は六月限と九月限の売買高と建玉を表わしている。TOPIX先物価格の上方乖離は大証日経平均先物やSIMEX日経平均先物よりも小さめであったが、限月間スプレッドの乖離はやや大きめであった。また、売買高の限月交替は取引最終日二営業日前の六月一〇日に始まり、建玉の限月交替は三営業日前の六月九日であった。

4 日経300先物

図19は日経300先物売買代金・建玉代金と東証一部売買代金および大証日経平均先物売買代金・建玉代金を、図20は日経300先物売買代金の比率を、図21は日経300先物建玉代金の比率を表わしている。東証一部売買代金比は〇・〇三、大証日経平均先物売買代金比は〇・〇二、東証一部建玉代金比は〇・六六、大証日経平均先物建玉代金比は〇・〇六であり、三月限期に比べてそれぞれ変わらず、変わらず、変わらず、〇・〇一ポイ

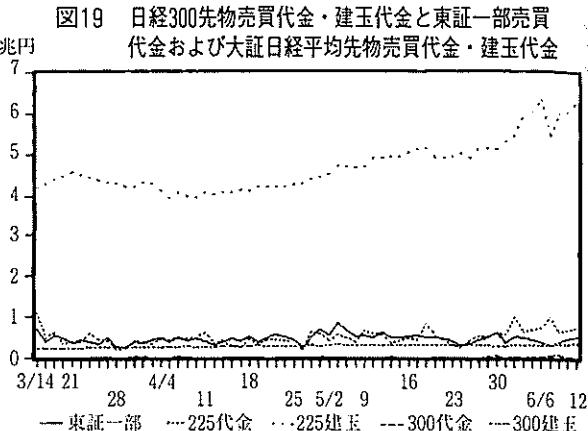


図19 日経300先物売買代金・建玉代金と東証一部売買代金および大証日経平均先物売買代金・建玉代金

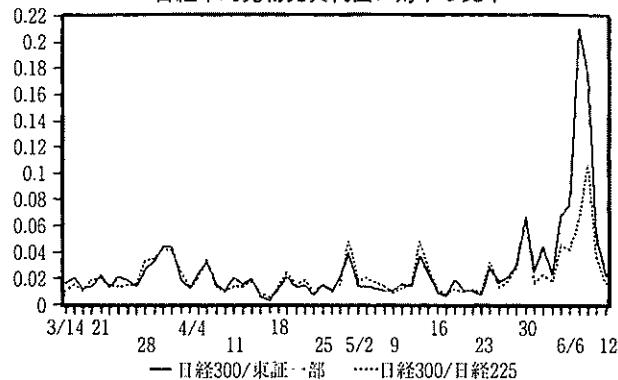


図20 日経300先物売買代金の東証一部売買代金と日経平均先物売買代金に対する比率

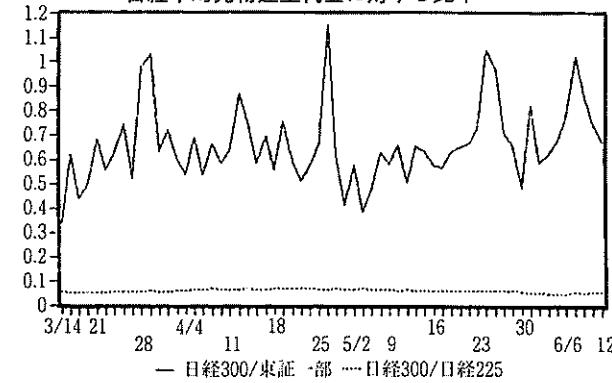


図21 日経300先物建玉代金の東証一部売買代金と日経平均先物建玉代金に対する比率

図16 TOPIX先物価格の理論値からの乖離率

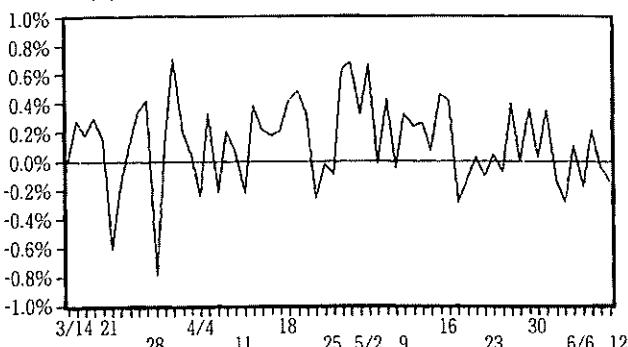


図16 TOPIX先物価格の理論値からの乖離率

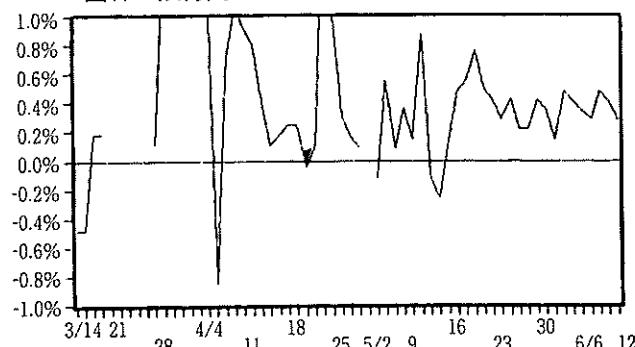
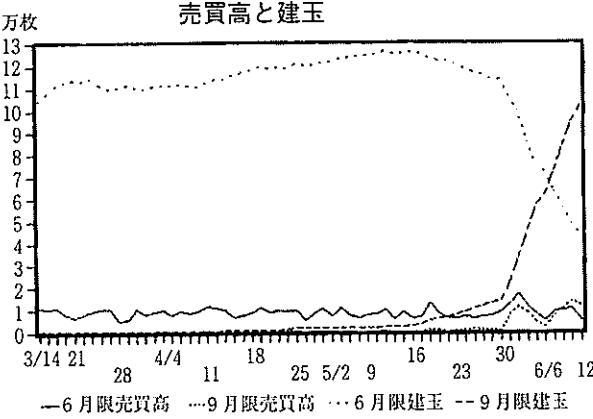


図17 限月間スプレッドの理論値からの乖離率



(31)

ント増であった。
図22は日経300先物価格の理論値からの乖離率を、図23は限月間スプレッドの理論値からの乖離率を、図24は六月限と九月限の売買高と建玉を表わしている。日経300先物価格の乖離はTOPIX先物等とほぼ同様であったが、限月間スプレッドは取引が少ないために五月後半まで存在しなかった。そして売買高の限月交替は取引最終日の六月一二日、建玉の限月交替は取引最終日三営業日前の六月九日であった。

図25 日経平均株価のボラティリティ

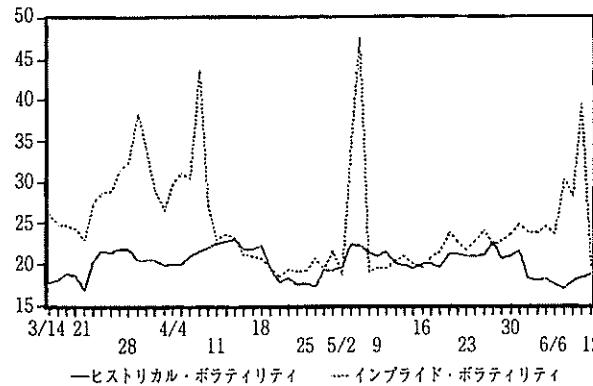


図26 日経225オプションの売買高と建玉

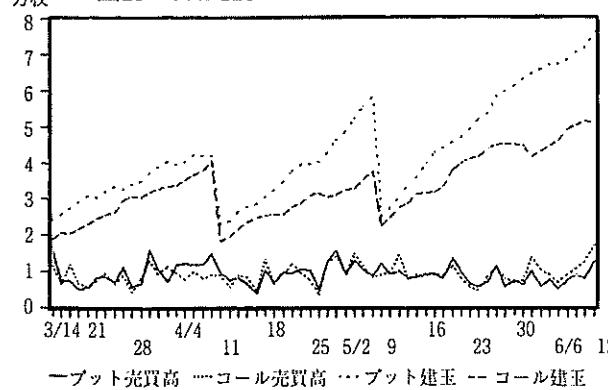
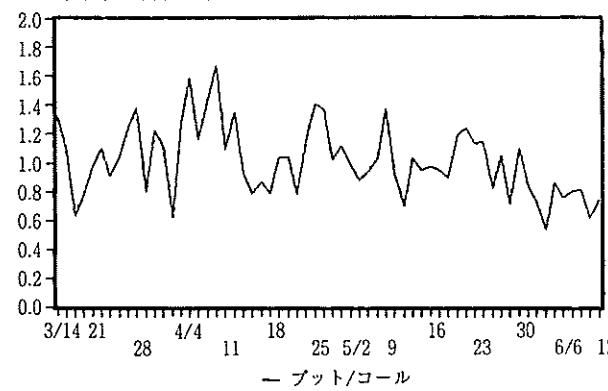


図27 日経225オプションのブット・コール・レシオ



た。

5. 日経平均オプション

図25・図26・図27は日経平均株価のボラティリティ、ブット・コール別売買高と建玉、ブットの売買高をコールの売買高で割ったブット・コール・レシオをそれぞれ表わしている。三月限期と比べるとヒストリカル・ボラティリティは一二・五ポイント（八三%）、インプライド・ボラティリティは一〇・九ポイント（六一%）上昇し、売買高は三四%・建玉は二六%増加、ブット・コール・レシオは〇・〇二ポイント上昇して一・一四であった。

図22 日経300先物価格の理論値からの乖離率

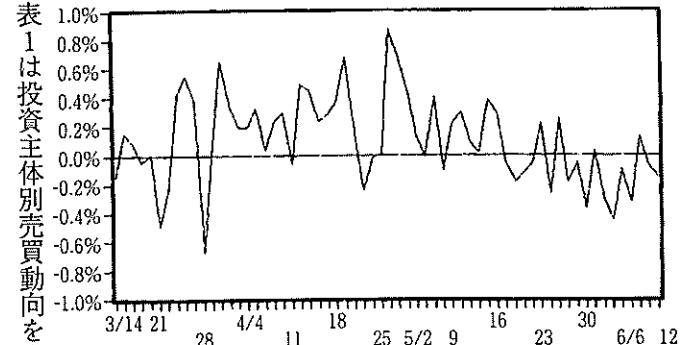


図23 限月間スプレッドの理論値からの乖離率

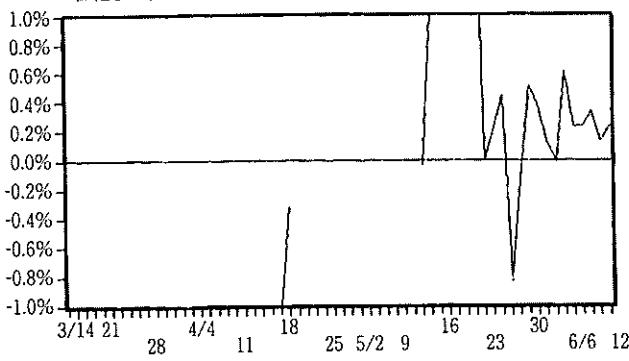


図24 日経300先物 6月限と9月限の売買高と建玉

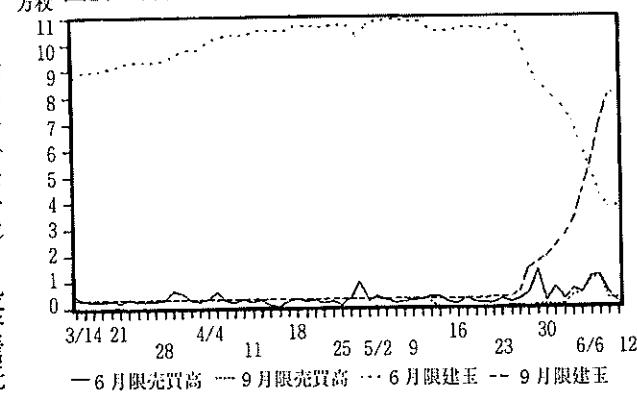


表1 株価指数先物売買動向

単位：枚

取引主体	期間	3月第3週 (3/17-21) 4営業日	3月第4週 (3/24-28) 5営業日	4月第1週 (4/1-7) 5営業日	4月第2週 (4/8-14) 5営業日	4月第3週 (4/15-21) 5営業日	4月第4週 (4/22-28) 5営業日	5月第1週 (4/29-5/4) 4営業日
		取引対象						
自己	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	120,866 (60,81%)	130,706 (59,45%)	127,789 (63,45%)	167,511 (60,19%)	125,570 (64,55%)	147,930 (67,24%)	118,135 (56,97%)
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	53,258 (73,51%)	60,634 (68,98%)	58,549 (68,08%)	68,252 (74,29%)	60,650 (69,62%)	68,014 (66,41%)	43,903 (69,66%)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	11,101 (53,44%)	12,422 (49,24%)	19,540 (48,08%)	20,440 (62,30%)	8,121 (49,96%)	14,536 (60,34%)	17,068 (34,94%)
	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	3,768 (1,90%)	7,100 (3,23%)	3,053 (1,52%)	2,225 (0,84%)	6,047 (3,11%)	2,150 (0,98%)	16,509 (7,96%)
生保・損保	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	112 (0,15%)	82 (0,09%)	208 (0,24%)	72 (0,08%)	25 (0,03%)	126 (0,12%)	106 (0,17%)
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)
長銀・ 都銀・ 地銀	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	2,493 (1,25%)	4,227 (1,92%)	1,642 (0,82%)	1,951 (0,70%)	4,404 (2,26%)	595 (0,27%)	1,342 (0,65%)
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	423 (0,58%)	944 (1,07%)	86 (0,10%)	167 (0,18%)	1,424 (1,63%)	1,564 (1,53%)	318 (0,50%)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	116 (0,71%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)
信託銀行	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	11,710 (5,89%)	12,501 (5,69%)	12,850 (6,38%)	13,516 (4,86%)	8,884 (4,57%)	10,112 (4,60%)	5,913 (2,85%)
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	5,876 (8,11%)	6,850 (7,79%)	12,814 (14,99%)	9,437 (10,27%)	7,037 (8,08%)	11,495 (11,22%)	7,764 (12,32%)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	22 (0,11%)	232 (0,92%)	17 (0,04%)	86 (0,26%)	45 (0,28%)	216 (0,90%)	150 (0,31%)
その他金融	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	8,428 (4,24%)	2,340 (1,06%)	2,209 (1,10%)	8,228 (2,96%)	304 (0,16%)	313 (0,14%)	515 (0,25%)
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	60 (0,08%)	220 (0,25%)	30 (0,05%)	20 (0,02%)	0 (0,00%)	36 (0,04%)	0 (0,00%)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)
投資信託	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	7,851 (3,95%)	11,444 (5,21%)	11,388 (5,65%)	13,064 (4,69%)	7,793 (3,01%)	7,390 (3,36%)	8,660 (4,18%)
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	2,555 (3,53%)	3,369 (3,83%)	1,620 (1,88%)	4,183 (4,55%)	1,772 (2,03%)	3,121 (3,05%)	2,101 (3,33%)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	149 (0,72%)	540 (2,14%)	211 (0,52%)	271 (0,83%)	247 (1,52%)	257 (1,07%)	352 (0,72%)
事業法人	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	3,613 (1,82%)	2,984 (1,36%)	2,295 (1,14%)	2,754 (0,99%)	1,628 (0,84%)	1,735 (0,79%)	1,517 (0,73%)
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	4 (0,01%)	11 (0,01%)	41 (0,05%)	39 (0,04%)	36 (0,04%)	20 (0,02%)	3 (0,00%)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)
その他法人	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	248 (0,12%)	566 (0,26%)	102 (0,05%)	179 (0,06%)	389 (0,20%)	120 (0,05%)	93 (0,04%)
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	0 (0,00%)	3 (0,00%)	3 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)
証券会社	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	825 (0,42%)	1,209 (0,55%)	1,499 (0,74%)	787 (0,28%)	639 (0,33%)	1,677 (0,76%)	1,446 (0,70%)
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	213 (0,03%)	267 (1,06%)	633 (1,56%)	122 (0,37%)	224 (1,38%)	427 (1,77%)	648 (1,33%)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)
個人	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	933 (0,47%)	913 (0,42%)	1,355 (0,67%)	2,030 (0,73%)	1,656 (0,85%)	2,214 (1,01%)	1,272 (0,61%)
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	8 (0,01%)	12 (0,01%)	22 (0,03%)	25 (0,03%)	31 (0,04%)	12 (0,01%)	6 (0,01%)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	15 (0,07%)	22 (0,09%)	7 (0,02%)	17 (0,05%)	29 (0,18%)	32 (0,13%)	4 (0,01%)
外国人	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	38,038 (19,14%)	45,868 (20,86%)	37,218 (23,70%)	65,974 (19,13%)	37,214 (20,88%)	45,756 (20,88%)	51,947 (25,05%)
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	10,156 (14,02%)	15,771 (17,94%)	12,616 (14,67%)	9,673 (10,53%)	16,140 (17,60%)	18,024 (14,00%)	8,827 (14,00%)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	9,271 (44,63%)	11,742 (46,55%)	20,230 (49,78%)	11,821 (45,98%)	7,474 (36,09%)	30,625 (35,79%)	1,446 (62,70%)
合計	日経平均先物 (対全期間合計)	198,773 (5,70%)	219,858 (6,30%)	201,391 (5,77%)	278,319 (7,98%)	194,528 (5,57%)	219,992 (6,30%)	207,349 (5,94%)
	TOPIX先物 (対全期間合計)	72,452 (4,96%)	87,896 (6,02%)	85,999 (5,89%)	91,868 (5,96%)	87,115 (7,01%)	102,412 (4,31%)	63,028 (5,94%)
	日経300先物 (対全期間合計)	20,771 (2,67%)	25,225 (3,24%)	40,638 (5,22%)	32,757 (4,21%)	16,256 (2,09%)	24,091 (3,10%)	48,847 (6,28%)
一営業日 平均	日経平均先物 (対全期間平均)	49,693 (88,29%)	43,972 (78,13%)	40,278 (71,56%)	55,664 (98,93%)	38,906 (69,12%)	43,998 (78,17%)	51,837 (92,10%)
	TOPIX先物 (対全期間平均)	18,113 (76,85%)	17,579 (74,59%)	18,374 (72,98%)	17,423 (77,96%)	20,482 (86,91%)	14,426 (66,86%)	15,757 (66,86%)
	日経300先物 (対全期間平均)	5,193 (41,37%)	5,045 (40,19%)	8,128 (64,75%)	6,551 (52,19%)	3,251 (25,90%)	3,818 (38,38%)	12,212 (97,28%)

(日経平均先物、TOPIX先物、日経300先物)

単位：枚

取引主体	期間	5月第2週 (5/6-9) 5営業日	5月第3週 (5/12-16) 5営業日	5月第4週 (5/19-23) 5営業日	5月第5週 (5/26-30) 5営業日	6月第1週 (6/2-6) 5営業日	6月第2週 (6/9-13) 5営業日	全期間 62営業日
		取引対象						
自己	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	135,434 (66,65%)	157,149 (66,78%)	157,650 (50,35%)	139,866 (51,26%)	211,323 (42,32%)	247,011 (55,44%)	1,986,940 (56,94%)
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	47,678 (73,37%)	57,787 (70,85%)	56,490 (58,18%)	50,602 (55,21%)	94,163 (35,64%)	124,449 (57,79%)	844,429 (57,79%)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	11,276 (54,32%)	27,734 (64,45%)	8,527 (18,21%)	19,061 (4,39%)	35,038 (24,52%)	263,463 (33,85%)	1,986,940 (56,94%)
	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	4,047 (1,99%)	2,780 (1,18%)	31,833 (0,64%)	1,745 (0,17%)	3,375 (0,68%)	2,047 (0,46%)	86,779 (2,49%)
生保・損保	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	380 (0,58%)	122 (0,15%)	361 (0,13%)	116 (0,20%)	516 (0,41%)	1,099 (0,23%)	3,325 (0,23%)
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)
長銀・ 都銀・ 地銀	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	1,432 (0,70%)	692 (0,29%)	2,656 (0,85%)	3,515 (1,29%)	18,577 (1,02%)	4,555 (1,38%)	48,081 (1,38%)
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	186 (0,29%)	380 (0,47%)	945 (0,97%)	2,987 (3,26%)	3,229 (1,26%)	16,021 (1,10%)	1,021 (1,10%)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	186 (0,29%)	380 (0,47%)	945 (0,97%)	2,987 (3,26%)	3,229 (1,26%)	16,021 (1,10%)	1,021 (1,10%)
信託銀行	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	6,058 (2,98%)	8,680 (3,69%)	7,202 (2,85%)	7,739 (1,84%)	9,176 (3,19%)	14,193 (3,68%)	128,574 (3,68%)
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	5,641 (8,68%)	7,629 (9,35%)	8,697 (8,96%)	10,617 (11,58%)	20,386 (12,61%)	34,161 (10,16%)	148,404 (10,16%)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	17 (0,08%)	13 (0,08%)	25 (0,02%)	23 (0,02%)	217 (0,02%)	425 (0,19%)	1,488 (0,19%)
その他金融	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	400 (0,20%)	559 (0,24%)	502 (0,16%)	377 (0,14%)	944 (0,19%)	743 (0,17%)	25,862 (0,17%)
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	26 (0,04%)	261 (0,12%)	57 (0,06%)	27 (0,03%)	27 (0,01%)	9 (0,00%)	774 (0,05%)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)
投資信託	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	2,285 (5,06%)	10,705 (4,55%)	19,189 (6,13%)	35,793 (13,12%)	73,648 (14,75%)	62,576 (14,04%)	279,786 (14,02%)
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	2,209 (3,40%)	3,874 (4,75%)	5,055 (5,21%)	4,799 (5,24%)	16,445 (5,24%)	15,486 (5,71%)	66,589 (5,65%)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	297 (0,14%)	212 (0,49%)	272 (0,23%)	244 (0,23%)	7,436 (5,20%)	10,829 (4,52%)	21,317 (2,74%)
事業法人	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	1,115 (0,55%)	1,389 (0,59%)	1,931 (0,62%)	1,572 (0,58%)	1,124 (0,23%)	3,575 (0,80%)	27,232 (0,78%)
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	7 (0,01%)	18 (0,02%)	20 (0,02%)	38 (0,04%)	63 (0,02%)	26 (0,02%)	320 (0,02%)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)				

表2 日経平均オプション売買動向

単位：枚

取引主体	期間	取引対象															
		3月第3週 (3/17-21) 4営業日	3月第4週 (3/24-28) 5営業日	4月第1週 (4/1-4) 5営業日	4月第2週 (4/7-11) 5営業日	4月第3週 (4/14-18) 5営業日	4月第4週 (4/21-25) 5営業日	5月第1週 (4/28-5/2) 5営業日	5月第2週 (5/6-9) 4営業日	5月第3週 (5/12-16) 5営業日	5月第4週 (5/19-23) 5営業日	5月第5週 (5/26-30) 5営業日	6月第1週 (6/2-6) 5営業日	6月第2週 (6/9-13) 5営業日	全期間 62営業日	期間	取引対象
自己	コール (対コール合計比)	34,538 (60.90%)	35,611 (53.66%)	156,334 (61.44%)	47,012 (58.69%)	46,545 (61.18%)	51,234 (10.86%)	42,584 (60.58%)	46,290 (58.04%)	58,566 (62.59%)	46,681 (59.81%)	43,747 (60.77%)	53,928 (62.77%)	65,149 (58.70%)	628,189 (62.34%)	自己	
	ブット (対ブット合計比)	26,260 (57.34%)	41,871 (56.03%)	60,911 (64.34%)	67,532 (60.44%)	40,549 (60.16%)	47,873 (62.59%)	41,504 (53.92%)	40,842 (50.52%)	52,346 (57.54%)	49,691 (59.55%)	38,023 (59.72%)	50,380 (60.06%)	596,901 (58.68%)	ブット (対ブット合計比)		
	売買高 (対合計比)	60,798 (59.31%)	77,482 (54.91%)	117,245 (62.91%)	114,544 (59.71%)	87,094 (60.70%)	99,107 (80.77%)	84,058 (57.09%)	87,132 (54.26%)	106,685 (60.21%)	99,027 (59.67%)	91,951 (61.47%)	115,529 (59.29%)	1,225,090 (60.50%)	売買高 (対合計比)		
	生保・損保	800 (1.41%)	400 (0.60%)	1,560 (1.70%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.01%)	325 (0.41%)	0 (0.00%)	20 (0.03%)	0 (0.00%)	0 (0.32%)	357 (0.34%)	3,466 (0.34%)	生保・損保 (対コール合計比)	
長銀 都銀 地銀	コール (対コール合計比)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	15 (0.02%)	20 (0.05%)	35 (0.02%)	10 (0.50%)	351 (0.50%)	100 (0.12%)	0 (0.00%)	3 (0.00%)	4 (0.01%)	0 (0.00%)	100 (0.12%)	1,730 (0.17%)	長銀 都銀 地銀	
	ブット (対ブット合計比)	800 (1.75%)	400 (0.54%)	300 (0.32%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	10 (0.01%)	13 (0.02%)	425 (0.26%)	0 (0.00%)	23 (0.01%)	4 (0.00%)	0 (0.00%)	457 (0.23%)	5,196 (0.26%)	売買高 (対合計比)	
	売買高 (対合計比)	1,600 (1.56%)	800 (0.57%)	1,860 (1.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.01%)	0 (0.01%)	1,342 (1.68%)	2,453 (2.62%)	649 (0.83%)	2,385 (3.31%)	55 (0.06%)	54 (0.05%)	7,369 (0.73%)	コール (対コール合計比)	
	売買高 (対合計比)	9 (0.01%)	20 (0.02%)	35 (0.04%)	71 (0.08%)	110 (0.05%)	58 (0.68%)	1,007 (0.68%)	2,654 (2.38%)	6,050 (7.23%)	1,572 (1.79%)	4,768 (8.65%)	92 (0.14%)	127 (0.15%)	16,142 (1.59%)	ブット (対ブット合計比)	
信託銀行	コール (対コール合計比)	591 (1.04%)	537 (0.81%)	1,193 (1.30%)	2,340 (2.92%)	1,286 (1.69%)	2,649 (5.73%)	1,553 (2.21%)	3,996 (2.49%)	8,503 (4.80%)	2,221 (1.34%)	7,153 (5.05%)	147 (0.10%)	181 (1.16%)	23,511 (2.56%)	売買高 (対合計比)	
	ブット (対ブット合計比)	1,009 (2.20%)	722 (0.97%)	1,599 (1.69%)	3,780 (3.38%)	2,372 (3.52%)	4,313 (5.64%)	2,610 (3.39%)	4,989 (3.11%)	4,326 (2.44%)	4,064 (2.45%)	4,798 (1.05%)	5,671 (3.20%)	51,887 (2.91%)	売買高 (対合計比)		
	売買高 (対合計比)	1,600 (1.56%)	1,359 (0.89%)	2,792 (1.50%)	6,120 (2.55%)	3,658 (3.19%)	6,962 (5.67%)	4,162 (2.83%)	5,77 (0.72%)	1,732 (2.79%)	927 (2.22%)	2,754 (3.21%)	3,308 (2.98%)	23,386 (2.32%)	コール (対コール合計比)		
	その他金融	235 (0.41%)	19 (0.03%)	131 (0.14%)	424 (0.53%)	48 (0.06%)	487 (1.05%)	251 (0.36%)	425 (0.53%)	38 (0.05%)	30 (0.03%)	29 (0.03%)	349 (0.09%)	2,983 (0.31%)	2,983 (0.30%)	その他の金融 (対コール合計比)	
投資信託	コール (対コール合計比)	142 (0.31%)	332 (0.44%)	834 (0.88%)	387 (0.35%)	67 (0.10%)	266 (0.35%)	159 (0.21%)	1,002 (0.62%)	152 (0.09%)	186 (0.11%)	134 (0.09%)	106 (0.07%)	2,767 (0.27%)	ブット (対ブット合計比)		
	ブット (対ブット合計比)	135 (0.29%)	316 (0.42%)	1,042 (1.05%)	977 (0.87%)	580 (0.86%)	182 (0.24%)	378 (0.49%)	1,115 (0.79%)	735 (0.61%)	480 (0.74%)	532 (0.74%)	1,105 (1.07%)	1,190 (0.88%)	8,892 (0.88%)	コール (対コール合計比)	
	売買高 (対合計比)	377 (0.37%)	351 (0.25%)	965 (0.52%)	811 (0.42%)	115 (0.61%)	733 (0.28%)	410 (0.28%)	205 (0.25%)	164 (0.20%)	107 (0.05%)	35 (0.27%)	170 (0.75%)	630 (0.48%)	4,921 (0.48%)	ブット (対ブット合計比)	
	売買高 (対合計比)	306 (0.36%)	611 (0.43%)	1,994 (0.83%)	1,590 (0.74%)	1,655 (0.67%)	824 (0.61%)	905 (0.49%)	4,919 (0.17%)	6,088 (6.51%)	5,694 (7.30%)	3,338 (6.41%)	5,586 (6.50%)	5,940 (5.35%)	56,086 (5.57%)	コール (対コール合計比)	
事業法人	コール (対コール合計比)	3,095 (5.46%)	3,947 (5.95%)	3,939 (4.30%)	2,862 (5.57%)	4,175 (5.49%)	4,175 (6.92%)	3,306 (4.74%)	3,334 (4.12%)	2,200 (2.63%)	3,218 (3.66%)	2,049 (2.95%)	3,054 (4.80%)	4,772 (5.69%)	41,265 (4.06%)	ブット (対ブット合計比)	
	ブット (対ブット合計比)	2,378 (5.19%)	2,551 (3.41%)	3,014 (3.18%)	3,980 (3.56%)	2,648 (3.93%)	4,109 (5.37%)	3,958 (5.14%)	8,253 (5.14%)	8,288 (4.68%)	8,912 (5.37%)	5,387 (3.81%)	8,640 (5.78%)	10,712 (5.50%)	97,351 (4.81%)	売買高 (対合計比)	
	売買高 (対合計比)	5,473 (5.34%)	6,498 (4.61%)	6,953 (3.73%)	6,842 (3.57%)	6,823 (3.47%)	7,306 (5.95%)	7,264 (4.93%)	620 (0.78%)	521 (0.56%)	629 (0.62%)	63 (0.62%)	775 (0.90%)	583 (0.53%)	11,972 (1.19%)	その他の法人 (対コール合計比)	
	売買高 (対合計比)	592 (1.04%)	1,293 (1.95%)	1,427 (1.56%)	807 (1.01%)	1,039 (1.37%)	2,398 (5.19%)	1,225 (1.74%)	1,678 (2.08%)	853 (1.02%)	924 (1.05%)	815 (1.17%)	979 (1.17%)	1,650 (1.21%)	12,315 (1.21%)	ブット (対ブット合計比)	
その他法人	コール (対コール合計比)	478 (1.04%)	413 (0.55%)	667 (0.70%)	789 (0.71%)	454 (0.67%)	921 (1.20%)	1,694 (2.20%)	2,298 (1.43%)	1,374 (0.94%)	1,553 (0.62%)	878 (1.15%)	1,754 (1.02%)	2,233 (1.20%)	24,287 (1.20%)	売買高 (対合計比)	
	ブット (対ブット合計比)	1,070 (1.04%)	1,706 (1.21%)	2,994 (0.83%)	1,596 (1.04%)	1,493 (2.71%)	3,319 (1.98%)	2,919 (1.98%)	620 (0.78%)	521 (0.56%)	629 (0.62%)	63 (0.62%)	775 (0.90%)	583 (0.53%)	11,972 (1.19%)	その他の法人 (対コール合計比)	
	売買高 (対合計比)	1,031 (1.82%)	1,988 (3.00%)	1,536 (1.45%)	1,163 (2.15%)	1,632 (2.44%)	1,128 (1.66%)	1,163 (1.66%)	2,430 (3.50%)	1,897 (2.27%)	1,594 (1.81%)	3,013 (2.44%)	1,493 (2.24%)	1,881 (2.53%)	25,701 (2.53%)	コール (対コール合計比)	
	売買高 (対合計比)	1,427 (3.12%)	998 (1.34%)	2,192 (2.32%)	3,133 (2.80%)	1,151 (1.71%)	1,592 (2.08%)	2,500 (3.25%)	4,976 (3.10%)	3,347 (1.89%)	3,235 (3.16%)	4,478 (2.32%)	5,176 (2.66%)	47,317 (2.34%)	売買高 (対合計比)		
証券会社	コール (対コール合計比)	2,378 (1.82%)	1,988 (3.00%)	1,536 (1.45%)	1,163 (2.15%)	1,632 (2.44%)	1,128 (1.66%)	1,163 (1.66%)	2,430 (3.50%)	1,897 (2.27%)	1,594 (1.81%)	3,013 (2.44%)	1,493 (2.24%)	1,881 (2.53%)	25,701 (2.53%)	コール (対コール合計比)	
	ブット (対ブット合計比)	1,427 (3.12%)	998 (1.34%)	2,192 (2.32%)	3,133 (2.80%)	1,151 (1.71%)	1,592 (2.08%)	2,500 (3.25%)	6,940 (5.85%)	6,096 (7.29%)	6,718 (6.74%)	5,757 (6.46%)	6,428 (6.91%)	7,526 (7.18%)	9,3410 (7.53%)	ブット (対ブット合計比)	
	売買高 (対合計比)	2,458 (2.40%)	2,986 (2.12%)	3,728 (2.00%)	4,296 (2.24%)	2,783 (1.94%)	2,720 (2.22%)	3,663 (2.49%)	12,191 (7.59%)	14,249 (8.04%)	14,760 (8.89%)	13,154 (9.73%)	14,555 (9.27%)	18,068 (9.31%)	188,615 (9.31%)	売買高 (対合計比)	
	売買高 (対合計比)	4,524 (1.78%)	8,542 (1.45%)	8,934 (1.97%)	8,439 (1.53%)	6,308 (8.29%)	6,142 (13.29%)	4,804 (6.84%)	5,251 (6.58%)	8,153 (8.71%)	8,042 (10.30%)	7,397 (9.46%)	8,127 (9.50%)	10,542 (9.45%)	95,205 (9.45%)	コール (対コール合計比)	
個人	コール (対コール合計比)	3,708 (8.10%)	7,305 (9.77%)	7,257 (7.67%)	9,927 (8.85%)	6,774 (10.05%)	10,046 (11.45%)	8,928 (11.60%)	6,940 (8.58%)	6,096 (7.29%)	6,718 (7.64%)	5,757 (8.28%)	6,428 (8.97%)	7,526 (9.18%)	9,3410 (9.18%)	ブット (対ブット合計比)	
	ブット (対ブット合計比)	8,522 (8.03%)	15,847 (11.23%)	16,191 (8.69%)	13,082 (9.57%)	16,181 (9.12%)	16,188 (9.33%)	13,732 (9.33%)	12,191 (7.59%)	14,249 (8.04%)	14,760 (8.89%)	13,154 (9.73%)	14,555 (9.27%)	18,068 (9.31%)	188,615 (9.31%)	売買高 (対合計比)	
	売買高 (対合計比)	11,080 (19.54%)	13,737 (20.70%)	15,674 (17.09%)	14,534 (20.51%)	14,311 (19.10%)	14,513 (20.66%)	14,513 (20.66%)	14,840 (18.73%)	13,192 (14.10%)	12,328 (15.79%)	11,528 (16.70%)	20,212 (13.42%)	21,202 (18.31%)	184,501 (18.31%)	コール (対コール合計比)	
	売買高 (対合計比)	9,454 (26.50%)	19,808 (17.79%)	16,838 (17.95%)	21,172 (18.88%)	15,953 (18.36%)	14,580 (18.94%)	14,580 (18.94%)	19,078 (23.59%)	16,178 (21.69%)	19,065 (21.69%)	11,375 (17.86%)	14,409 (17.18%)	20,465 (19.98%)	22,493 (19.98%)	ブット (対ブット合計比)	
外国人	コール (対コール合計比)	20,534 (20.03%)	33,545 (23.77%)	32,512 (17.44%)	37,599 (19.60%)	27,262 (19.09%)	30,264 (19.76%)	29,093 (19.76%)	34,015 (21.18%)	29,370 (16.58%)	31,39 (18.92%)	23,855 (16.85%)	34,621 (15.31%)	34,621 (17.77%)	38,966 (19.11%)	売買高 (対合計比)	
	ブット (対ブット合計比)	56,717 (55.32%)	66,369 (47.04%)	91,695 (49.20%)	80,107 (41.76%)	76,077 (53.02%)	46,217 (37.67%)	70,250 (47.71%)	79,750 (49.66%)	93,564 (52.80%)	78,052 (47.03%)	85,914 (50.86%)	10,07684 (49.55%)	10,07684 (49.55%)	10,07684 (49.55%)	コール (対コール合計比)	
	売買高 (対合計比)	45,800 (44.68%)	74,736 (50.80%)	94,674 (58.24%)	111,728 (46.98%)	67,398 (62.33%)	76,481 (52.29%)	76,980 (52.29%)	80,847 (50.34%)	83,629 (47.20%)	87,909 (49.14%)	63,674 (42.57%)	83,877 (

表2は日経平均オプションの投資主体別売買動向を表わしており、自己（六一%）・外国人（一九%）・個人（九%）・事業法人（五%）・信託銀行（三%）の順で取引が多く、三月限期と比べると自己が三ポイント・個人と事業法人が一ポイント増加し、外国人が二ポイント減少していたことがわかる。

6 裁定取引

図28は東証一部売買高と裁定取引に伴う現物株売買高を、図29は裁定取引に伴う現物株売買高の東証一部売買高に占める比率を表わしている。この間の一 日平均裁定売買高は五五六八万株で三月限期と比べて三〇一万株（五%）減少していたが、裁定取引の東証一部売買高に占める比率は一二・三%（売り五・五%、買い六・八%）で〇・五ポイントの低下（売り三・〇ポイント低下、買い一二・六ポイント上昇）であった。

図28 裁定取引に伴う現物株売買高

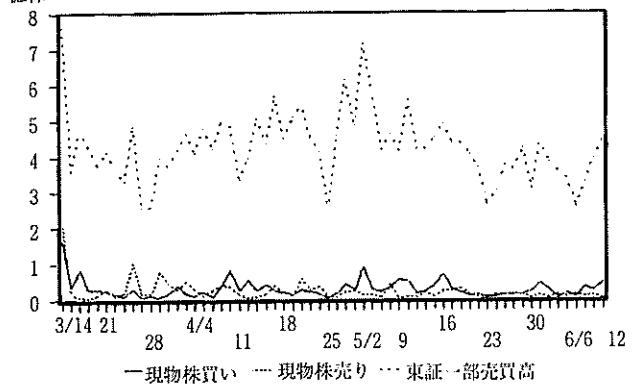
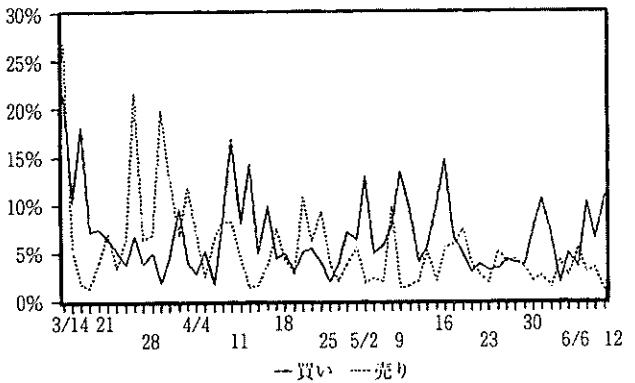


図29 裁定取引に伴う現物株売買高の
東証一部売買高に占める比率



に伴う現物株残高を、図31は裁定取引に伴う現物株残高の東証一部売買高に対する比率を、図32は裁定取引に伴う当限と翌限以降の現物株残高をそれぞれ表わしている。裁定買い残高は三月一四日の一八億九五一七万株から四月九日の一七億九一〇四万株まで減少し、その後は日経平均株価の上昇とともに増加して、先物取引最終日の六月一二日には二三億八〇六五万株まで達していたが、裁定買い残高の東証一部売買高に対する比率は平均五・〇一倍と三月限期よりも〇・八三ポイント低下していた。裁定買い残高の限月交替は取引最終日（営業日前の六

図30 裁定取引に伴う現物株残高

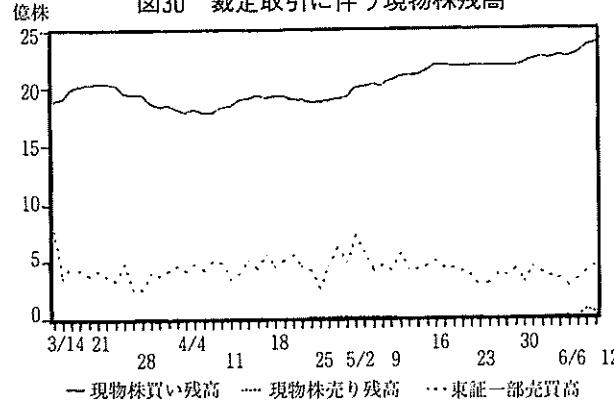


図31 裁定取引に伴う現物株残高の
東証一部売買高に対する比率

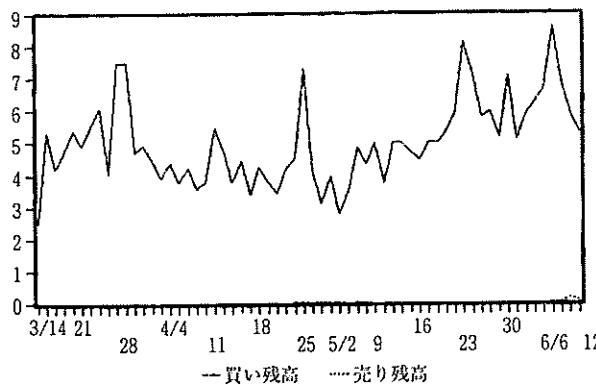


図32 裁定取引に伴う当限と翌限以降の現物株買い残高

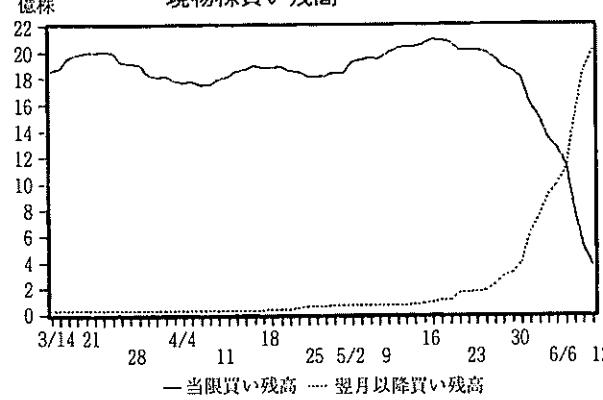


表3 会員別裁定取引状況（売り買い合計）

単位：千株

順位	会社名	3月第3週 (3/17-21) 4営業日	3月第4週 (3/24-28) 5営業日	4月第1週 (3/31-4/4) 5営業日	4月第2週 (4/7-11) 5営業日	4月第3週 (4/14-18) 5営業日	4月第4週 (4/21-25) 5営業日	5月第1週 (4/28-5/2) 4営業日
1	日興	① 53,935 (23.28%)	② 77,130 (27.17%)	③ 81,051 (24.97%)	④ 84,985 (26.50%)	⑤ 93,607 (35.20%)	⑥ 101,788 (38.12%)	⑦ 82,714 (49.25%)
2	メリルリンチ	② 35,763 (15.44%)	③ 49,504 (17.44%)	④ 49,109 (15.13%)	⑤ 40,142 (12.65%)	⑥ 31,837 (11.97%)	⑦ 23,978 (8.99%)	⑧ 23,325 (13.89%)
3	リーマン・ブライダル	⑤ 19,232 (8.30%)	⑥ 23,926 (8.43%)	⑦ 25,748 (7.93%)	⑧ 29,440 (9.28%)	⑨ 36,525 (12.44%)	⑩ 33,209 (13.73%)	⑪ 11,658 (6.94%)
4	モルガン・スタンレー	③ 34,273 (11.70%)	④ 28,922 (10.19%)	⑤ 47,442 (14.61%)	⑥ 29,776 (9.59%)	⑦ 22,298 (8.73%)	⑧ 23,310 (4.18%)	⑨ 7,028
5	ナットウエスト	⑥ 10,979 (7.45%)	⑦ 15,659 (5.52%)	⑧ 23,283 (7.17%)	⑨ 28,823 (9.09%)	⑩ 10,261 (3.86%)	⑪ 27,031 (10.12%)	⑫ 2,133 (1.27%)
6	大和	⑦ 9,334 (4.03%)	⑧ 4,965 (1.75%)	⑨ 4,629 (1.43%)	⑩ 11,493 (3.62%)	⑪ 18,676 (7.02%)	⑫ 10,532 (3.94%)	⑬ 8,769 (5.22%)
7	野村	④ 29,472 (12.72%)	⑤ 40,355 (14.29%)	⑥ 49,720 (15.32%)	⑦ 22,589 (7.12%)	⑧ 6,913 (2.60%)	⑨ 15,367 (5.75%)	⑩ 5,815 (3.46%)
8	ペアリング	⑧ 8,885 (3.81%)	⑨ 12,164 (4.29%)	⑩ 11,217 (3.46%)	⑪ 16,106 (5.08%)	⑫ 16,958 (6.39%)	⑬ 9,105 (3.41%)	⑭ 7,192 (4.28%)
9	ドレスナーKB							
10	国際	⑩ 2,056 (0.89%)		⑪ 1,851 (0.57%)		⑫ 3,811 (1.43%)	⑬ 3,305 (1.24%)	⑭ 2,065 (1.25%)
11	UBSフィリップス・アンド・ドリュー	⑩ 2,210 (0.65%)	⑪ 4,178 (1.47%)	⑫ 6,390 (1.97%)	⑬ 3,789 (1.19%)	⑭ 2,586 (0.97%)	⑮ 2,621 (0.98%)	⑯ 3,174 (1.89%)
12	ソシテ・ジェネラル	⑩ 5,659 (2.91%)	⑪ 3,795 (3.79%)	⑫ 7,301 (2.53%)	⑬ 3,895 (1.23%)	⑭ 4,473 (1.68%)	⑮ 1,839 (0.69%)	⑯ 2,133 (1.27%)
13	パリバ	⑨ 7,903 (3.41%)	⑩ 4,066 (1.42%)	⑪ 3,289 (0.98%)	⑫ 5,133 (1.62%)	⑬ 3,851 (1.37%)	⑭ 2,038 (0.76%)	⑯ 1,050 (0.63%)
14	新日本	⑪ 3,712 (1.60%)	⑫ 5,209 (1.84%)	⑬ 5,047 (1.53%)	⑭ 3,078 (0.97%)	⑮ 2,604 (0.98%)	⑯ 1,387 (0.83%)	
15	ゴールドマン・サックス							
16	SBCウォーバーグ				⑩ 8,852 (2.79%)	⑪ 3,182 (1.20%)	⑫ 2,574 (0.95%)	⑬ 4,765 (2.84%)
17	山一				⑩ 2,418 (0.85%)	⑪ 1,760 (0.54%)	⑫ 3,926 (1.24%)	⑬ 1,766 (0.66%)
18	CSファースト・ボストン	⑩ 2,650 (1.14%)	⑪ 1,254 (0.44%)	⑫ 4,390 (1.35%)		⑩ 4,656 (1.74%)		
19	インド・スズ				⑩ 12,614 (3.93%)			
20	大東				⑩ 3,760 (1.41%)		⑪ 1,768 (1.03%)	
21	東丸							
22	C・リヨネ							
23	勤角	⑩ 2,191 (0.95%)	⑪ 2,381 (0.84%)					
24	和光							
	会社合計 (対全社合計)	231,664 (6.68%)	283,846 (8.19%)	324,626 (9.37%)	317,079 (9.15%)	265,943 (7.67%)	267,035 (7.70%)	167,950 (4.85%)
	上位15社合計 (対全社合計)	229,445 (99.04%)	281,690 (99.24%)	322,237 (99.26%)	304,641 (96.08%)	261,142 (98.19%)	263,108 (98.53%)	164,977 (98.22%)
	うち外資系 (対全社合計)	128,745 (55.57%)	149,232 (52.57%)	178,169 (54.88%)	178,568 (55.32%)	131,771 (49.55%)	130,361 (48.82%)	62,459 (37.19%)
	うち日系 (対全社合計)	100,700 (43.47%)	132,458 (46.67%)	144,068 (44.38%)	126,073 (39.76%)	129,371 (48.65%)	132,747 (49.71%)	102,518 (61.04%)
	売り (対全社合計)	49,475 (21.36%)	183,343 (64.39%)	222,249 (76.31%)	149,458 (47.14%)	88,434 (33.25%)	159,644 (59.78%)	70,288 (41.85%)
	買い (対全社合計)	182,189 (78.64%)	100,503 (35.41%)	96,377 (29.69%)	167,621 (56.75%)	177,599 (65.75%)	107,291 (40.22%)	97,672 (58.15%)
	裁定以外のプログラム売買 (対プログラム売買合計)	395,801 (56.90%)	435,509 (60.54%)	412,318 (57.67%)	425,461 (57.30%)	776,176 (74.48%)	537,418 (66.81%)	426,335 (71.74%)
	裁定以外のプログラム売り (対裁定外プログラム売買合計)	120,131 (39.28%)	210,021 (48.22%)	185,560 (41.95%)	203,974 (45.15%)	350,406 (42.70%)	229,466 (37.72%)	160,796 (48.85%)
	裁定以外のプログラム買い (対裁定外プログラム買合計)	185,670 (60.72%)	225,488 (51.78%)	255,758 (58.05%)	221,487 (52.06%)	425,770 (54.85%)	307,952 (51.30%)	265,539 (62.28%)
	プログラム売買 (対プログラム売買全期間合計)	537,465 (5.66%)	719,355 (7.57%)	766,944 (6.67%)	742,540 (7.81%)	1,042,119 (10.97%)	804,453 (8.47%)	591,295 (6.25%)
	プログラム売り (対プログラム売り合計)	169,606 (31.56%)	393,364 (54.68%)	413,809 (53.96%)	353,432 (47.06%)	438,840 (42.11%)	389,110 (48.37%)	231,084 (38.88%)
	プログラム買合計 (対プログラム買合計)	367,859 (68.44%)	325,991 (45.32%)	353,135 (46.04%)	389,108 (52.40%)	503,279 (57.89%)	415,343 (51.63%)	363,211 (61.12%)

5月第2週 (5/6-9) 4営業日	5月第3週 (5/12-16) 5営業日	5月第4週 (5/19-23) 5営業日	5月第5週 (5/26-30) 5営業日	6月第1週 (6/2-6) 5営業日	6月第2週 (6/9-13) 5営業日	全期間 62営業日 (前回)	順位	会社名
① 49,681 (18.98%)	② 48,409 (19.53%)	③ 131,670 (51.92%)	④ 40,065 (10.46%)	⑤ 52,755 (28.14%)	⑥ 47,029 (6.25%)	33,732 (27.16%)	1	日興
⑦ 39,881 (15.24%)	⑧ 38,127 (15.38%)	⑨ 26,392 (10.14%)	⑩ 19,695 (19.65%)	⑪ 25,927 (20.15%)	⑫ 33,682 (24.68%)	550,862 (15.99%)	2	メリルリンチ
⑬ 25,757 (9.84%)	⑭ 28,915 (11.66%)	⑮ 23,365 (9.09%)	⑯ 19,171 (10.89%)	⑰ 14,338 (11.42%)	⑱ 40,564 (7.51%)	332,048 (9.58%)	3	リーマン・ブライダル
⑲ 36,117 (13.80%)	⑳ 19,217 (7.75%)	㉑ 6,410 (2.47%)	㉒ 10,861 (0.86%)	㉓ 20,514 (12.29%)	㉔ 32,041 (5.93%)	316,671 (9.14%)	4	モルガン・スタンレー
㉕ 23,115 (8.83%)	㉖ 39,881 (16.09%)	㉗ 32,724 (12.62%)	㉘ 9,215 (0.49%)	㉙ 20,311 (12.17%)	㉚ 44,187 (8.18%)	281,690 (8.13%)	5	ナットウエスト
㉛ 5,249 (4.77%)	㉜ 16,604 (6.78%)	㉝ 8,921 (3.17%)	㉞ 6,568 (5.58%)	㉟ 6,468 (5.67%)	㉟ 68,490 (12.68%)	191,214 (5.52%)	6	大和
㉟ 6,788 (2.59%)	㉟ 8,345 (3.37%)	㉟ 1,966 (0.76%)				187,330 (5.40%)	7	野村
㉟ 8,381 (3.20%)	㉟ 13,687 (5.52%)	㉟ 6,602 (2.62%)	㉟ 4,536 (3.14%)	㉟ 5,796 (3.47%)	㉟ 15,602 (2.89%)	136,431 (3.94%)	8	ペアリング
				㉟ 76,860 (0.39%)	㉟ 76,660 (14.23%)	77,518 (2.22%)		ドレスナーKB
㉟ 5,160 (1.97%)	㉟ 6,877 (2.77%)	㉟ 2,703 (1.04%)	㉟ 1,093 (0.83%)			31,463 (5.83%)	14	新日本
㉟ 6,688 (2.67%)						31,463 (0.91%)	15	ゴールドマン・サックス
㉟ 4,815 (1.81%)	㉟ 1,105 (0.45%)	㉟ 1,413 (1.07%)	㉟ 884 (0.53%)	㉟ 7,514 (1.39%)	㉟ 25,590 (0.74%)	26,361 (0.76%)	16	SBCウォーバーグ
㉟ 4,641 (1.77%)	㉟ 5,304 (2.04%)	㉟ 1,326 (2.74%)	㉟ 663 (1.51%)			25,590 (0.74%)	17	山一
㉟ 3,396 (1.37%)	㉟ 1,547 (0.60%)	㉟ 442 (0.34%)				24,221 (0.70%)	18	CSファースト・ボストン
㉟ 2,210 (0.89%)	㉟ 663 (0.26%)	㉟ 1,103 (0.76%)	㉟ 1,103 (0.66%)	㉟ 11,079 (2.05%)	㉟ 41,260 (1.19%)	10,913 (0.31%)	19	インド・スズ
㉟ 9,073 (3.47%)				㉟ 1,326 (0.79%)		10,973 (0.26%)	20	大東
			㉟ 625 (0.47%)			5,197 (0.15%)	21	東丸
				㉟ 1,326 (0.79%)		1,326 (0.04%)	22	C・リヨネ
						5,197 (0.15%)	23	勤角
						1,326 (0.04%)	24	和光
	会社合計 (対全社合計)	261,751 (7.55%)	247,885 (7.15%)	131,704 (3.80%)	167,118 (4.82%)	539,982 (15.58%)	3,465,950 (100.00%)	会社合計 (対全社合計)
	上位15社合計 (対全社合計)	250,708 (95.78%)	247,303 (99.77%)	130,402 (99.50%)	166,357 (99.54%)	523,516 (99.55%)	3,402,721 (99.18%)	上位15社合計 (対全社合計)
	うち外資系 (対全社合計)	159,634 (60.76%)	150,199 (60.99%)	101,109 (48.61%)	104,450 (62.50%)	392,215 (62.63%)	25,590 (55.69%)	うち外資系 (対全社合計)
	うち日系 (対全社合計)	91,664 (35.02%)	97,104 (39.17%)	61,907 (50.88%)	61,907 (37.04%)	131,301 (42.92%)	1,472,372 (42.49%)	うち日系 (対全社合計)
	買い (対全社合計)	80,745 (30.85%)	55,237 (22.28%)	25,777 (12.83%)	47,256 (28.28%)	66,586 (28.28%)	1,421,497 (41.01%)	買い (対全社合計)
	売り (対全社合計)	181,006 (69.15%)	194,033 (78.23%)	107,568 (41.47%)	65,018 (49.37%)	119,862 (49.72%)	323,077 (59.83%)	1,919,826 (55.39%)
	裁定以外のプログラム売買 (対プログラム売買合計)	472,404 (64.35%)	390,808 (61.06%)	60,899 (71.41%)	295,983 (63.91%)	713,486 (56.92%)	3,465,950 (64.83%)	裁定以外のプログラム売買 (対プログラム売買合計)
	裁定以外のプログラム売り (対裁定外プログラム売買合計)	225,471 (47.73%)	171,044 (43.77%)	31,698 (47.83%)	157,301 (47.27%)	139,854 (45.82%)	2,800,612 (45.46%)	裁定以外のプログラム売り (対裁定外プログラム売買合計)
	裁定以外のプログラム買合計 (対裁定外プログラム買合計)	246,933 (52.27%)	219,764 (56.23%)	290,201 (47.58%)	171,595 (52.17%)	156,029 (52.73%)	3,359,762 (54.54%)	裁定以外のプログラム買合計 (対裁定外プログラム買合計)
	プログラム売買 (対プログラム売買全期間合計)	734,155 (7.73%)	640,678 (6.74%)	743,244 (7.82%)	460,600 (7.82%)	483,091 (7.87%)	1,253,468 (7.82%)	プログラム売買 (対プログラム売買全期間合計)
	プログラム売り (対プログラム売り合計)	306,216 (41.71%)	225,281 (35.35%)	345,475 (46.48%)	223,987 (40.41%)	187,110 (34.88%)	543,795 (41.44%)	プログラム売り (対プログラム売り合計)
	プログラム買合計 (対プログラム買合計)	427,939 (58.29%)	413,797 (64.65%)	397,769 (51.37%)	275,691 (56.62%)	709,673 (55.56%)	5,279,608 (55.56%)	プログラム買合計 (対プログラム買合計)

月一〇日に生じ、先物取引最終日には当限の残高三億七五五〇万株に対して翌限以降の残高は二〇億五一五万株であった。

表3は会員別週間裁定取引状況を表わしている。三四社のうち一四社が外資系で売買高では五六%を占め、上位一〇社のシェアは八九%、上位一〇社のうち六社が外資系で売買高では五五%を占めていた。これを三月限期と比べると、五ポイント低下、二三三ポイント上昇、五ポイント低下で、上位一〇社と日系のシェアが拡大している。個別に調べてみると、日興（一五ポイント）・メリルリンチ（二ポイント）・ドレスナー（二ポイント）・ソシエテ（五ポイント）・CSボストン（二ポイント）が低下していた。

この他、オプション取引の四月限SQがあつた四月第二週には日興（二七%）・メリルリンチ（一三%）・モルガン（九%）・リーマン（九%）・ナットウエスト（九%）の取引が、五月限SQがあつた五月第二週にも日興（一九%）・メリルリンチ（一五%）・モルガン（一四%）・リーマン（一〇%）・ナットウエスト（九%）の取引が多く、六月限SQがあつた六月第二週にはメリルリンチ（二五%）・ドレスナー（一四%）・大和（二三%）・ナットウエスト（八%）・リーマン（八%）の取引が大きかった。

表4は日経平均先物・TOPIX先物・日経三〇〇先物の会員別建玉状況をそれぞれ表わしている。これらを見ると、大和と山一の日経平均先物買い建玉が引き続き高水準で推移しており、大和についてはTOPIX先物でも買い建玉が引き続き高水準にある。また、日経平均先物の買い建て上位五社はほとんど日系であつたこともTOPIX先物・日経三〇〇先物と比べて対照的であった。

表4(A) 日経平均先物会員別建玉状況
(売建超・買建超上位各5社)

	3月14日	4月11日	5月9日	6月13日
1	6月限 (買建超) 大和 山一 国際 岡三 東京	6月限 (買建超) 大和 山一 国際 ゴールドマン 東京	6月限 (買建超) 大和 山一 C R T 国際 勤魚	9月限 (買建超) 大和 山一 日興 国際 極東
2	27,627 14,922 3,924 1,882 1,848	26,516 13,455 3,726 3,574 1,829	27,703 13,695 4,220 2,978 2,111	28,828 15,069 10,802 3,280 1,823
3				
4				
5				
4	B N P ソシエテ メリルリンチ C S ボストン 野村	-3,436 -5,334 -7,093 -9,005 -9,338	ソロモン・B ソシエテ メリルリンチ C S ボストン C S ボストン	-4,191 -4,446 -5,102 -8,812 -9,365
3				
2				
1				

表4(B) TOPIX先物会員別建玉状況
(売建超・買建超上位各5社)

	3月14日	4月11日	5月9日	6月13日
1	6月限 (買建超) 大和 J・ケーベル ソロモン・B ゴールドマン 新日本	6月限 (買建超) 大和 J・ケーベル ゴールドマン ソロモン・B 新日本	6月限 (買建超) ゴールドマン 大和 J・ケーベル ソロモン・B 新日本	9月限 (買建超) ゴールドマン ソロモン・B J・ケーベル B Z W 大和
2	8,353 5,497 4,030 3,704 2,544	9,456 5,105 4,355 4,325 3,114	6,697 6,171 5,577 5,255 2,322	7,551 6,304 5,937 4,736 4,377
3				
4				
5				
4	ソシエテ モルガン・S 日興 野村 メリルリンチ	-2,191 -2,277 -6,287 -7,347 -8,400	モルガン・S ソシエテ 日興 野村 メリルリンチ	-2,093 -2,367 -3,775 -7,092 -9,288
3				
2				
1				

表4(C) 日経300先物会員別建玉状況
(売建超・買建超上位各5社)

	3月14日	4月11日	5月9日	6月13日
1	6月限 (買建超) ゴールドマン J P モルガン C S ボストン ソロモン・B ユニバーサル	6月限 (買建超) ゴールドマン C S ボストン J P モルガン B Z W ソロモン・B	6月限 (買建超) ゴールドマン C S ボストン J P モルガン B Z W ソロモン・B	9月限 (買建超) ゴールドマン B Z W モルガン・S ソロモン・B C・リヨネ
2	26,580 5,117 4,368 2,924 1,811	29,716 4,612 4,531 3,333 2,008	31,614 5,490 4,928 4,342 2,362	14,024 7,717 2,941 2,588 2,254
3				
4				
5				
4	ドレスナKB メリルリンチ バリバ 野村 ソシエテ	-3,516 -5,964 -6,715 -8,960 -19,030	ドレスナKB バリバ 野村 メリルリンチ ソシエテ	-3,519 -6,876 -11,145 -11,849 -18,488
3				
2				
1				

アメリカの代替的取引システムの規制について

～SECのコンセプト・コワースより～

清水 葉子

1 はじめに

アメリカでは、私設取引システムなどの代替的な証券市場がコンピューター・テクノロジーを利用した新しい取引システムを構築して取引高を伸ばしており、関係者の注目を集めている。こうした代替的市場は、取引高の急速な伸びもさることながら、機能的にも注文を集中、表示し、付け合せを行うという点で現在の証券取引所に極めて類似している点が重視されており、証券市場の規制を考える上でこうした市場の存在を考慮に入れることが今や不可欠となっている。

一方、代替的市場は機能上は証券取引所と同等とみなせるわけであるが、その組織上の構成は従来の証券取引所と大きく異なっている。まず、証券取引所が非営利団体であるのに対し、こうした代替的市場は営利企業として運営されている。また取引所が会員であるブローカー・ディーラーに参加者を限定しているのに対し、代替的市場の多くは機関投資家の直接参加を認めており、取引所のような会員制度はとっていない。さらに取引所は会員が所有し会員の自主規制団体として運営されているのに対し、代替的市場は現行規制の下ではブローカー・ディーラーが所有・運営していることになつておらず、自主規制団体としての性格はもつていない。従つて、

こうした代替的市場をそのまま取引所と同列に置くことは難しい。

また、代替的市場を取り扱うと認めてしまふと、現在の取引所と全く同じ規制をせねばならず、そのことが運営の面で過重な負担となつて結果的にイノベーションを阻害することになるという懸念があるため、代替的市場は競争上の配慮からも取引所として規制することが困難であった。

このように、組織上の特性と競争上の配慮の両方の理由で、代替的市場も含めて証券市場全体を整合的に規制することがきわめて困難な状況が生まれている。現行のブローカー・ディーラーとしての規制の下では、取引システムの運営者自身もブローカー・ディーラーでありながら、その運営するシステム内でブローカー・ディーラーの取引が行われることになり、規制の階層構造に混乱をもたらしている。このことは、システム内で十分な取引監視ができないばかりか、運営者であるブローカー・ディーラーが、競合する取引市場を運営しているNASDの監督下に置かれるという矛盾した状態を作り出している。

以上のような状況に対処するために、SECは一九九七年五月二三日に代替的市場規制のための新しい方針を示したリリース⁽¹⁾を公表し、関係者からのコメントを求めている。このリリースのなかで、SECは、既存の証券取引所ではない証券取引の場（市場）を「代替的取引システム（Alternative Trading Systems, ATS）」⁽²⁾と呼び、今後のATS規制について、二つの提案をしている。一つは今後も引き続いだATSを基本的にはブローカー・ディーラーとみなしした上で、従来のブローカー・ディーラー規制のうちで不適切・不必要的ものを修正するというもの、二つめはATSを証券取引所とみなした上で、会員制度などATSが備えていない組織上の特性を考慮に入れて証券取引所としての規制体系自体を見直すというものである。

2 ロンセプト・リリースの概要

(1) 第Ⅰ章 要約

第Ⅰ章では、技術進歩と代替的な取引システムの出現、クロス・ボーダーな取引機会の増大という観点から、従来の取引所とそれ以外の市場の両方に關してこれまでの規制アプローチを最評価する必要があるという認識が示されており、そのためのコメントを広く求めることがリリースの目的であるとしている。

ATSの取引高は今やNYSE取引高の四%、店頭市場の一三%とされていたことと比較すると、わずか四年たらずでまさに指數的成长を遂げている。ところがこうしたATSの多くは、現行規制の下では取引所と同様の機能を果たしていくながらブローカー・ディーラーとして規制されている。つまり、ATSの活動は、市場活動としてではなく、取引ブローカレッジのためにデザインされた規制の下にあることになり、テクノロジーの進歩と規制のデザインとの間に齟齬が生じていると言つことができる。

SECは、こうした事態に対して、先を見越した柔軟な規制アプローチをとつて、透明性、公平性、市場の統合を実現する必要があると述べたうえで、新しい規制アプローチとして二つの代替案を示し、関係者のコメントを求めるとしている。提案の内容は後ほど本文中で詳しく示されるが、一つはATSを引き続きブローカー・ディーラーとして規制するものであり、もう一つはATSを基本的には取引所とみなして取引市場としての規制を適用するというものである。SECは、最後に市場の変化にともなつて、規制も変化する必要があることを述べて要約を締めくくっている。

(2) 第Ⅱ章 国内市場規制

第Ⅱ章では、現在の国内市場の規制にどのような問題があるかが分析されている。

まずA節では、テクノロジーの進歩という観点から、取引所市場、店頭市場ともに代替手段が増加し、市場サービスがアンバンドルした結果、ブローカレッジサービスを行つていたものが取引所の働きをしたり、情報ベンダーなどが取引所やブローカー・ディーラーの働きをするなど、従来の分類に当てはまらない市場サービスの提供形態が出現していることが指摘されている。また、伝統的な取引所や店頭市場にもテクノロジーを取り入れた変化が見られ、NYSEのSuperDOTやCrossing system、NasdaqのSelectNetなどのシステムが、従来の取引市場の枠組みを破りはじめているといふ旨及ぶる。

続くB節でSECは、市場取引の公正と投資家保護のためには、証券市場に対して何らかの規制が必要であることを確認した上で、現在の市場規制のあり方にどのような問題があるかを分析している。現在の取引所規制では、取引所が会員組織をとつて会員の監視をすること、取引所の会員は登録ブローカー・ディーラーでなければならぬこと、すべてのブローカー・ディーラーは取引所の会員になるか協会に入るかするかが定められており、こうした規制の階層構造の下で自主規制システムが働いていると分析している。ところが、テクノロジーの進歩でこうした各市場構成者の区別が曖昧化しており、ATSのように取引所とブローカー・ディーラーの両方の機能を果たす組織は、どちらの定義にあてはまるかで負うべき義務や責任が左右されることになってしまう。これまで、イノベーションを阻害しないというSECの方針に沿つて、取引所としてではなく、ブローカー・ディーラーとしての規制が行われてきたため、現行のままでは次のような問題が生じている。

すなわち、まず第一に、ATSは現行ではブローカー・ディーラー活動のための規制に服しているが、このな

かには不適切な規制が存在する。たとえば、投資家保護のために預かり資産・証券を保護するための規制があるが、ブローカレッジ活動をしないATSは預かり資産をもたないため、この規制は不要である。また、ATSは、自身がブローカー・ディーラーとして自主規制団体であるNASDの規制を受けていたが、NASDがATSと競合する市場を運営していることから、こうした方式には競争上問題がある。

第二にブローカー・ディーラー規制ではATSの市場活動の部分の規制が不十分となってしまう。具体的には、参加者の公正な市場アクセスと監督のために取引所や自主規制団体にさまざまな取引監視の権限を付与しているが、ATSの不正に対しても対応策がないこと、ATSはNMSにリンクされてないため、価格の効率性が損なわれる上、価格情報の透明性の点でも問題があること、ATS自体には取引所のような監督義務がないため、ATS内で機関投資家同士の取引を監視する手立てがなく、監督しうる部分についても監督者であるNASDがATSと競合する立場にあるため、監視の質が保証されないこと、ATSに十分なキャパシティーを備えることを要請するような規則がないため一時的な変動や取引量の増加に対応できない可能性があることなどである。

(3) 第III章 市場監督のアプローチ

SECは市場の公正と投資家保護のために規制そのものは必要であり、テクノロジーの影響も考慮に入れて適切な規制について考える必要があると述べ、あららしい規制がどのようにあるべきかについて分析している。

まず、規制構造については、現在の証券法の下では、各市場構成者の定義上の区別に基づいて顧客や市場全体に対する義務や責任が決められていることを問題としている。こうした規制構造では、現在のようにテクノロジーの進展が市場サービス提供者の区別を曖昧にしてしまうと、従来の規制構造が崩れてしまう。こうした問題をどのように解決するか、またすでに現在の規制構造にあわせて資本を投下してしまっている参加者に、変更のための過度のコストをかけずに規制を変えることができるかという問題について考える必要がある。

さらにテクノロジーの変化は規制の手段にも影響している。SECは現行の規制を登録、規則制定、検査、強制措置という手段で行っている。SECは、こうした規制の手段についてもテクノロジーの進歩を取り入れて、電子コミュニケーションで代替するなども検討する。こうした変更に際しても、当局は標準のみ示して、後はイノベーションの成果を取り入れる柔軟な方針をとることも提案している。

(4) 第IV章 市場監督のための規制構造にATSを統合するための提案

第IV章で、SECはこのコンセプト・リリースの中心である二つの提案の内容を説明している。すでに要約で触れているが、一つめはATSに対してブローカー・ディーラーとしての規制を続け、ATSを運営するブローカー・ディーラーと、その監督者である自主規制団体向けのルールを適宜修正することを通じて規制するものであり、二つめは取引所の定義を拡大してATSも含まれるようにし、現在の登録取引所と同じ機能を果たしているATSはすべて取引所として規制するというものである。ただし、この規制はATSの規制負担を考慮して三段階の段階的アプローチ (tiered approach) をとる。

- A. ATSをブローカー・ディーラーとして規制し、NMSに組み込む

ATSをブローカー・ディーラーとして引き続き規制していく場合、現行の規制を次の三つの点で修正する必要がある。一つめは、代替的市場参加者の注文を公衆気配システムに完全統合し、それら注文への公衆アクセス

を可能にすることである。現在、NMSの透明性を高めるためにCTS、CQS、ITSが稼働しており、取引配当や価格、取引量が市場参加者に伝達されている。しかし、一九九六年に導入された価格情報公開のための規則Order Handling Ruleなどをもつてしても、機関投資家の注文は開示されないため、ATS上の全ての取引が統合されるわけではない。したがって、ATSはシステム内の注文をブローカー・ディーラーでないものも含めて開示し、開示された注文に対しては、何らかの形で公衆のアクセスも認める必要がある。

二つめは、ATSの取引行為の監視に関する改善である。現在でも、ATS参加者であるブローカー・ディーラーと、運営者であるブローカー・ディーラーに対しては自主規制団体の監督があるが、ATS内の取引行為に関するリアル・タイムの監視がない点を改善する必要がある。リアル・タイムで取引情報を自主規制団体に提供するような自動システムを備えさせるなどの措置が必要である。

三つめはATSに十分なキャパシティーを確保させることである。とくに市場で何らかの混乱が生じたときや、システム危機に備えて適切な対策がとられるべきであるとしている。

しかしながら、以上のような対策をとっても、ブローカー・ディーラーとしての規制にはいくつかの潜在的な問題が存在している。リリースでは、「この点に関して三つの問題を指摘している。まず、ATS自体がブローカー・ディーラーであるという規制のもとでは、ATSを通じて取引をしている投資家の公正な扱いが保証されないと、取引システムであるATSが競争相手である自主規制団体の監督の下に置かれる」とになり、公正な競争が保証されないこと、ATSの取引量がさらに拡大するなどして独占的な競争力を備えたときにATSの反競争的活動を防止する手立てがないことである。

B. ATSを取引所として規制する」とで市場規制に組み込む

二つめの代替案では、SECはATSも取引所とみなせるように取引所の定義の解釈を拡大した上で、重要性の高い市場はすべて取引所として規制することを提案している。加えて、ATSを取引所とするにあたって不必要、不適切な規制をSECの免除権限⁽⁴⁾を使って免除するとしている。

具体的には、取引所であるための条件を、(1)複数の取引参加者からの注文を統合し、(2)参加者が注文を出して、取引条件に関する合意が形成できるような設備や物理的条件を備えていること、とする。「このように取引所の定義を拡大すれば、ほとんどのATSを取引所とみなすことができるようになる。そのうえで、段階的アプローチ(tiered approach)をとつて、過重な規制負担を免除する。

第一段階は、取引量が少ない、価格発見機能を持たないなどの条件を満たす大多数のATSが対象となる。取引所としての登録を免除し、システムの概要の報告、取引のレポート追跡調査の保存、システムキャパシティーの拡大、その他運営基準の確立、自主規制団体の規制下にある参加者の監視への協力など、比較的緩い規制に服することになる。ATSが顧客向けブローカレッジ業務を全くしていない場合は、ブローカー・ディーラー業務のみを対象とする規制は適用しないため、現在のブローカー・ディーラーとしての規制よりも緩やかになると考えられている。

第二段階は、取引量が多く、価格発見機能がある一部のATSが対象となり、国法証券取引所として規制する。ただし、取引所としての義務のうち、業務構造やその他システム特徴から見て不必要、不適切と考えられる規制は免除する。たとえば、会員制をとることや、参加者を登録ブローカー・ディーラーに限定することなどの要請はしない。また、常利、非会員制度をとるATSの運営と相容れない規制も緩和、免除する。

第三段階は、従来の既存証券取引所が対象であり、今後も国法取引所として規制する。ただし、ATSに対し緩やかな規制を適用することとのバランスをとるために、SECの免除権限を使って全体的に規制を緩和し、不要な義務を減らして競争条件を向上させる。具体的には、国法取引所や協会としてのルール・ファイリングや認定手続きを加速、促進したり、完全自動システムの導入を認めるなどが想定されている。

以上のような段階的アプローチをとることで、ATSに過重な負担をかけることなく取引所として規制することが可能になるが、法律上いくつかの問題が残る。一つは、会員制度にかかる問題である。取引所は、フロアでの取引に参加する者は会員であり、会員はブローカー・ディーラーでなければならぬとされているが、ATSは会員制をとっていない上、機関投資家も直接取引に参加している。また、法律上、「フロアでの取引」が現在の物理的フロアのみを指すのか、電子的な取引の場も含めて考えるべきなのかについて解釈上の問題も存在する。リリースでは、解決策として、(1)会員の解釈を狭くして物理的フロアで取り引きするものだけを会員とし、電子的に取引にアクセスするものについて会員であることを要請しない、(2)取引所の施設を使って取り引きするものは、物理的フロアであるか電子的アクセスであるかを問わず会員とし、会員をブローカー・ディーラーに限定する規定を免除する、の二つの代替案を示している。

もう一つの問題は、取引所では意思決定に際して投資家と取引参加者の利害を公正に代表しなければならないという要請があるが、これをATSがどのように満たすかという点である。証券法では①取引所理事には会員やブローカー・ディーラーと利害関係のない発行企業の代表と投資家の代表が一名以上必要であること、②理事の選考にあたって会員の公正な代表であること、の二つが定められている。しかし、ATSは営利組織である上、会員制度をとっていないので、現行ではこの規定を満たすことはできない。これについてもリリースでは、①に

ついては公衆の利益が最重要であると解釈して理事に公衆の代表がいればよいとする、②については取引所会員とその他の参加者に平等な選考であればよいとする、という解釈を提案している。

つづいて、リリースでは取引所の定義拡大の是非について述べている。ATSを含むように定義を拡大した場合、定義が柔軟になりすぎて証券法上の他の機関の定義と重なってしまうことになるのは適当ではないとして、(i) ブローカー・ディーラーの通常の取引活動、(ii) 組織化されたディーラー・マーケット、(iii) 情報ベンダーと掲示板 (Bulletin Board)、(iv) インター・ディーラー・ブローカーのそれについて、取引所の拡大定義に当たはまつてしまわないようSECの解釈を述べている。

最後に、ATSを取引所とみなすことで付隨的に発生する問題を四つとりあげて検討している。一つめは、ATS上で取り引きされる有価証券の規制についてである。取引所で取り引きされる有価証券は取引所に上場されているか非上場引特權 (UTP) を得ているかのどちらかでなければならぬいため、現状ではATSでさかんに取引きされている一部の店頭証券が扱えない。ATSが取引所として有価証券の取り引きの場となるためには、UTPを拡大しなくてはならないが、このことは取引所が上場証券の店頭取り引きを制限している規則にどのように影響するかについてコメントを求めている。二つめは、取引所としてのATSを全米市場システムへ統合する際に、現行のATSの取引慣行との間に摩擦が存在する点についてについてである。全米市場システムに統合する時点でCTS、CQS、ITSに組み込む必要があるわけだが、SECは前二者についてはすでに新規加入や費用負担についての規定もあり、加入がATSの機能の減退につながることはないとみているが、後者のITSについては、注文回送のシステムが現行のATSのシステムと摩擦を生じる可能性があるとして、解決策についてのコメントを求めている。三つめは、非ブローカー・ディーラーが取引所や精算・決済機関へアクセスする

）」)にに関してである。ATS 参加者のうち機関投資家はブローカー・ディーラーではないため、ブローカー・ディーラーを対象とする取引所の規制のすべてに服する必要があるかどうかを検討しなければならない。また決済・精算機関へのアクセスに関しても、現在は明示的な規則がないため、機関投資家のアクセスを可能にするための加入に関する規定を設ける必要があるほか、セーフガードの点でも問題が残る。最後に一部のATSが市場運営のほかにブローカー・ディーラーとしてブローカレッジ活動を行っている場合に、ブローカー・ディーラーとしての規制を行う必要があると思われるが、これについてもコメントを求めている。

（5）取引所規制の緩和と規制変更の「コスト・ベネフィット

残る第V章、第VI章では、取引所規制自体を全体的に緩和するための提案と、リリースで提示したような規制変更を導入した場合のコストとベネフィットが検討されている。第V章でSECは、ルール・ファイリングの手続きや認定のための手続きの簡素化・時間の短縮を提言しているほか、新しいテクノロジーの採用にあたっては導入初期に助成策をとること、完全自動取引システム導入の付随効果として取引監視のコストを削減しうる」とも考慮することと、複数の自主規制機関の間で重複した監督がなされている部分に関しては重複をさけてコストを低下させることなどを提言している。また、完全自動化された取引システムだけで、独立した自主規制団体を作ることも検討するとしている。

第IV章では、第IV章で提案した二つの提案のどちらを採用しても、市場参加者には一定のベネフィットがある」とを示した上で、ATSにとつては提案はある程度の追加負担となる反面、これまでの規制のなかで不必要なものがはずされるため、全体として大きな追加コストとならない」と述べている。一方、既存の自主規制機関にとつては、ATSが取引所として規制されれば負担が減る可能性があるが、ブローカー・ディーラーとして規制されると負担は増加する可能性があることを指摘し、規制コストの配分についてのコメントを求めている。

3 もいわば

リリースは、以上のように、ATSに對して今後も引き続きブローカー・ディーラーとしての規制を継続するか、取引所としての定義を拡大して、取引所として規制するかの二つの代替案を提示し、関係者のコメントを求めている。また、リリースでは、こうしたATS規制の変更とともに、従来の国法証券取引所に対する規制も全体的に緩和して、取引所として規制されるATSとの競争条件の改善もはかることを提案している。

リリースでの提案のうち、特に後者の代替案が実現するとすれば、ATS規制にとって大きな転換点となるだけなく、取引所の定義や機能、規制上の枠組みなどの変更を通じて従来の取引所にもきわめて大きな影響があると考えられる。リリースでは、さまざまな論点を一四三)という膨大な数にわたって質問形式で提示し、九〇日の期間を設けて一般からのコメントを求めるとしており、コメントが集まる今年の八月末以降の動きが注視される。

（注）

(1) SEC Release No.34-38672. 同リリースは、第一章から第III章までの構成になつており、第一章は全体の要約、第III章は関係者によるコメントを求めるためのテーマを質問形式で列挙した章となつていて、リリースは、残りの六つの章のうち、第二章から第VI章までを国内の代替的市場の規制問題に割いており、第七章で外国市場へのアクセス

の問題について述べている。本レポートでは、代替的市場の規制問題についてかかれた第II章から第VI章のみを取り上げた。

(2) リリースのなかでは、ATSのほか、注文の集中、表示、付け合させ、クロス等を行う自動システムで、国法証券取引所または登録証券業協会としてSECに登録されてないものの総称であるとしている。

(3) スペシャリストやMMがECN上に一般投資家向けより良い気配を出す場合はそれを公表せねばならぬ。ECN自身がこれを行ってよいが、ECN自体にはいった気配公表の義務はない。

(4) SECは、一九九六年の全米証券市場改革法によって、国法証券取引所として登録された市場に適用する規制を免除する権限（Exemptive Authority）を付与されている。今回のATS規制に関する提案では、この権限が大いに威力を發揮するにいかなQ。

(5) ATSとの摩擦については、スクリーニング・ハンドリング・ルールによる指値の公開との関連が念頭に置かれている。

（参考文献）

Securities and Exchange Commission(1997) "Regulation of Exchanges". Release NO. 34-38672.

公開価格決定と情報の非対称性

岡村 秀夫

1 はじめに

過去一〇年来、新規公開制度に関して大小あわせて幾度もの変更が行われてきた。それは、過大な初期収益率が生じないような公開価格の決定方式を模索する過程であった。大きな初期収益率が得られること、つまり公開価格と初値（上場（店頭登録）後、最初に市場で付けられる株価）との差が大きいことは、新規公開株を購入した投資家にとっては望ましいことだろう。だが、新規公開企業にとってみれば、より高い公開価格を付けて資金を調達するチャンスを逃したと考えられるかもしれない。投資家と新規公開企業の双方にとって望ましい市場とは、資金が必要なだけ適切な条件で運用・調達可能な市場であると考えるなら、大きな初期収益率が得られるという事実は改善する必要があるかもしれない。本稿では、初期収益率の大きさを資金調達の非効率性を表す一つの指標と考え、背後にあるメカニズムを情報の非対称性を手がかりに検討する。

リクルート・コスマス株問題を契機に新規公開制度が注目を集め、一九八八（昭和六三）年一二月に証券取引審議会から「株式公開制度の在り方について」の報告書が答申された。この答申の一つのねらいは、公開価格の決定方式を変更することにより、新規公開株の初期収益率を圧縮することにあった。背景には、新規公開株を公開時に市場で売却すれば必ずといっていいほど大きな収益をあげることが可能であり、かつ新規公開株の配分に裁量の余地が存在していたことがあった。

先の答申に基づいて、一九八九（平成元）年四月には、公開価格決定に従来の類似会社比準方式に代わって、入札制度が導入されるという大規模な制度改革が行われた。その後一九九一（平成四）年四月に、入札下限価格が撤廃されるとともに、入札下限価格が従来の方法から一五%引き下げられた。さらに同年一一月には公開価格決定に際し、従来の落札加重平均価格を機械的に用いていた方法から、ディスカウントを行うことが可能となるよう変更された。そして最近の大きな変更点としては、一九九五（平成七）年に店頭特則市場が創設され、店頭特則銘柄に関しては公開価格決定方法にブックビルディング方式が用いられるようになつたことが挙げられる。これらの各改正の目的の一つに、より適正な公開価格を設定し、初期收益率を圧縮することが挙げられる。

公開価格決定方式の変更によって、新規公開株の初期收益率は減少したものの、現在でも平均的には、新規公開株を公開価格で購入し、初値で売却すれば収益を得ることが可能である。新規公開株を初値で売却した際に平均的に正の初期收益率が得られるという事実は日本だけではなく諸外国にも見られる現象である。特に新規公開の盛んなアメリカでは以前から新規公開株の初期收益率の問題に関心が寄せられてきた。

以下では、まず日本とアメリカについて初期收益率に関する研究例を紹介し、その後で公開価格決定における情報の非対称性に関する議論を概観する。

2 日米の初期收益率と新規公開制度

日本、アメリカ、その他の諸国を通じて、新規公開前に公開価格で株式を購入し、上場（あるいは店頭登録）後すぐに売却すると短期間に比較的大きな收益率をあげることが平均的には可能である。

通常の株式投資收益率に比べて、高い收益率が数日から一・二週間という短期間に得られるため、アメリカにおいては「〇年以上前から研究対象として注目を集めてきた。アメリカについては、Ibbotson-Sindelar-Ritter[1988]によれば一九六〇年から一九八七年に新規公開した企業八六六社の平均初期收益率は一六・四%となつてゐる。また、Jenkinson[1990]では一九八五年から一九八八年の一三二二社の平均初期收益率は一〇・四%、Jain-Kini[1994]では一九七六年から一九八八年の六八一社の平均初期收益率は七・三%となつてゐる。（表1参照）

一方日本については、Jenkinson[1990]によると一九八六年から一九八八年の間に東証に新規上場した企業七〇社の平均初期收益率は四・一・七%であり、Hebner-Hiraki[1993]では一九八一年一月から一九九一年七月までの間に東証、大証、名証に新規上場した企業三五〇社の平均初期收益率は三一・一四%となつていて。福田・芹田[1995]によると一九八三年一二月から一九八九年三月のあいだに東証に新規上場した企業六九社の平均初期收益率は五五%ときわめて高い。また筆者の計測では、公開価格決定に入札制度が導入された一九八九年四月から一九九七年三月の間に東証に新規上場した企業八五社の平均初期收益率は一二・〇%とそれ以前の時期に比べて大幅に低下しているものの、依然として通常の株式投資收益率に比べて大きな收益率が短期間に得られている。（表2、表3参照）

ここで留意しておかなければならぬことは、周知の通り日米で新規公開制度が大きく異なるという点である。日本では、一九八九年三月までは公開価格の決定に類似会社比準方式が用いられており、一九八九年四月からは入札制度が導入された。以後修正を加えながらも入札を基本としている。（ブックビルディング方式が用いられる店頭特則銘柄を除く。）⁽¹⁾

アメリカではブックビルディングによる需要予測に基づいて公開価格が決定される。firm commitment

(1) 情報の非対称性と公開価格の過小値付け
公開価格決定とは、新規公開株の価値を判定することであると言える。市場で取り引きされていない以上、何

日本、アメリカ以外の諸国でも、程度の差はあるものの新規公開株の初期収益率が通常の株式投資収益率を大きく上回る現象は広く観察されている。このような大きな初期収益率が観察される理由をどのように説明することができるだろうか。多くの投資家が頻繁に売買することが可能な上場後の（流通）市場において初値はおおよそ効率的に決定されていると考えるなら、大きな初期収益率の存在は公開価格が本来企業価値から過小に値付けされている結果といつてよい。本節では、新規公開市場における情報の非対称性が原因となつて公開価格が過小に値付けされ、その結果として初期収益率が大きくなる、という点に着目した仮説を紹介する。

3 公開価格決定と情報の非対称性

underwriting（引受業者が公募で売れ残った場合に買い取り義務を負う方式）、あるいはbest effort issue（引受業者が売れ残りについて買い取り義務を負わない方式）いずれの方法を用いる場合でも、新規公開企業と引受業者との間で協議の上、公開価格や公募株式数などの売り出し条件が決定される。

上記のように、制度的な差異が存在するために、日米の初期収益率を単純に比較・検討することには注意が必要である。ただ、制度が異なるにもかかわらず、両国で比較的大きな初期収益率が観察されていること自体は注目に値するだろう。以下では、公開価格と初値の乖離から生じる初期収益率について、情報の非対称性をもとに説明する理論を紹介する。

表1 IPOの初期収益率（IR）：アメリカ

期間（年）	IR (%)	サンプル数	出所
1960-1987	16.4	8668	Ibbotson-Sindelar-Ritter[1988]
1985-1988	10.4	1322	Jenkinson[1990]
1976-1988	7.3	682	Jain-Kini[1994]

＜出所＞

Ibbotson, R. G., J. L. Sindelar and J. R. Ritter [1988]. "Initial Public Offerings". *Journal of Applied Corporate Finance* 1
Jenkinson, T. J. [1990]. "Initial Public Offerings in the United Kingdom, the United States, and Japan". *Journal of Japanese and International Economics* 4
Jain, B. and O. Kini [1994]. "The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms". *Journal of Finance* 49

表2 IPOの初期収益率（IR）：日本

期間（年）	IR (%)	サンプル数	出所
1986-1988	43.7	70	Jenkinson[1990]
1981-1991	32.2	350	Hebner-Hiraki[1993]
1983-1989	55.0	69	福田・芹田[1995]
1989-1997	12.0	85	（筆者計測）

＜出所＞

Jenkinson, T. J. [1990]. "Initial Public Offerings in the United Kingdom, the United States, and Japan". *Journal of Japanese and International Economics* 4
Hebner, Kevin J. and Takato Hiraki [1993]. "Japanese Initial Public Offerings". T. Hiraki and I. Walter, ed., *Restructuring Japan's financial markets*, pp79-113
福田充男、芹田敏夫[1995]、「日本の新規株式公開市場に関する実証分析」、橋木俊詔、松浦克己編『証券アナリストジャーナル』、1995年3月、13-24ページ

表3 東証2部新規上場株式の各年度平均初期収益率

年度	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	計
IR (%)	18.6	6.2	3.5	16.5	18.4	10.5	9.0	9.6	12.0
サンプル数	15	10	6	7	10	11	16	10	85

＜出所＞『商事法務』増資白書、各年度号より

（注）東証に他市場・店頭市場を経由せずに上場した企業のみ。

らかの尺度を用いて価値を判断しなければならない。株式の価値はそれを保有することによって得られる収益（配当、キャピタルゲインなど）の割引現在価値であり、発行企業の将来にわたる収益力が源泉である。だが、将来にわたる収益力の判断には不確実性が伴う。その不確実性をできるだけ減少させる工夫として、入札やブックビルディングを解釈することもできる。仮に、新規公開市場に参加する投資家、公開企業、そして引受証券会社が、企業価値（企業の将来にわたる収益力と考へてもよい）や市場の状況、経済見通しなどについて、等しく完全に情報とその分析力を保有しているなら、新規公開株を公開価格で購入した後、初値で売却しても、特段大きな収益が得られることはないと考えられる。⁽²⁾

だが実際には、有価証券報告書や目論見書によつて公開企業の情報は等しく開示されていても投資家間で分析能力が異なるかもしれないし、あるいは公開企業が属する業界全体の状況やマクロ経済の動向については機関投資家などの方が情報収集力・分析力ともに優っているかもしれない。

別のケースとしては、公開価格の決定に関して、新規公開市場の状況について公開予定企業と引受証券会社を比べると、おそらく引受証券会社の情報量の方が多いかもしれない。

以上のような情報の非対称性が存在する場合、「正しい」公開価格を知ることが困難であつたり、あるいは情報の非対称性から生じるコストを負担しなければならないことがあり得る。そして、一般に上場後（店頭登録後）のマーケットにはより多くの投資家が参加しているため、そこで付けられる株価には公開価格決定時点に比べてより多くの情報が反映されていると考えられる。

そのため、新規公開時に公開価格と初値の乖離から生じる初期収益率は、実は情報の非対称性に起因する公開価格の過小値付けであつたり、情報収集のためのコスト分だけ割り引かれているものである、との解釈も可能である。言い換えると、情報の非対称性により新規公開市場において非効率性が発生しており、その指標の一つとして初期収益率をみなすことができる。以下では、情報の非対称性と公開価格の過小値付けに関する仮説を紹介する。

(2) 公開価格の過小値付けに関する仮説

情報の非対称性と一口に言つても、「誰と誰の間での情報の非対称性」に注目するかにより、幾通りかの仮説が存在する。以下では、①新規公開企業と投資家の間の非対称性、②情報を保有している投資家と保有していない投資家の間の非対称性、③引受証券会社と新規公開企業の間の非対称性、の三つの仮説を取り上げていくこととする。

①新規公開企業と投資家の間の非対称性

一般に、投資家が新規公開企業の企業価値を完全・正確に知ることは困難であり、企業経営者の方が企業価値についてより多くの情報を持つている、という意味で情報は非対称的である。投資家が情報収集を行うにはコストがかかるだろう。また、投資家からみて企業価値の不確実性が高ければ高いほど、（通常のリスク回避的な投資家なら）より多くのプレミアムを要求するだろう。公開価格は、このようなコストやプレミアムに見合った分、低く設定されていると考えができる。また、投資家に対して新規公開株を販売する引受証券会社の立場から見ると、新規公開企業の企業価値に関する不確実性が小さいほど、販売のための努力は小さくて済むかも知れない。そのため、不確実性の大きなことが予想される新規公開株に対しては、引受証券会社は販売を容易にする

ために公開価格を低く設定しようとするインセンティブが働くだろう。

例えば、新規公開企業が投資家に対して収益性などの企業価値に関する情報を発信することは、情報の非対称性が存在していることを示唆しているのかもしれない。情報発信によって非対称性が軽減できれば、様々なコストやプレミアムを低下させ得るからである。また、高い評判を持つ引受証券会社を利用することも、同様の効果を持つかもしれない。このように、新規公開企業の情報発信活動は、投資家と企業の間に存在する情報の非対称性を軽減する役割を果たしていると考えられる。

②情報を保有している投資家と保有していない投資家の間の非対称性

現実には、投資家の情報収集能力や分析力には大きな差があると考えられる。機関投資家のように多額の資金を運用する投資家の場合、情報の収集量も多く、分析能力は高いだろう。そして、情報の収集・分析に規模の経済が働くため、単位あたりのコストも小さくて済むと思われる。一方、個人投資家の場合、機関投資家と同様に情報を収集・分析することは困難であろうし、もし可能であってもコストが相当大きくなる可能性が高い。情報収集・分析能力に優れた投資家は、公開価格を見て、それが本来の企業価値に見合っているかどうか比較的正確に判断できるだろう。一方、情報収集・分析能力をそれほど有していない投資家は、新規公開株の有利・不利を見分けることが難しいため、相対的に低い収益率しかあげられないかもしれない。

上記のように、情報を保有している投資家 (informed investors) と情報を保有していない投資家 (uninformed investors) の両者が存在している場合、情報を保有している投資家は有利な新規公開株だけを選んで応募するのに対しても、情報を保有していない投資家はどの新規公開株にも平均的に応募することになつてしまって、その結果、情報を保有していない投資家の収益率は低下し、新規公開株への応募を取りやめるかもしれない。そして最終的には、新規公開市場が限られた投資家のみが参加するものへと縮小してしまることがあり得る。このような現象は逆選択と呼ばれ、情報の非対称性によつてたらされる市場の失敗の一例である。

新規公開市場における上記のような逆選択問題を回避する手段はないのだろうか。一つの方法としては、全ての新規公開株の公開価格を平均的に引き下げ、全ての投資家に対して必ず一定の初期収益率が確保されるようになることが考えられる。ただしこの場合、情報の非対称性がなければより高い公開価格から得られたであろう差額を放棄することにより、新規公開企業が公開価格の引き下げという形で問題解決のコストを支払つてることに注意する必要がある。

③引受証券会社と新規公開企業の間の非対称性

引受証券会社に対して新規公開企業が期待している役割の一つとして、どの程度の公開価格なら投資家の応募が集まるか、というような新規公開市場に関する情報提供とそれに基づいた販売・流通の円滑化が挙げられる。もちろん、新規公開企業の企業価値については、当該企業が最も正確な情報を保有しているであろうが、新規公開株の価格設定と販売・流通に関しては引受証券会社の方が数多くの知識・経験からより多くの情報を保有していると考えられる。

新規公開株をより容易に販売・流通させることができれば、引受証券会社にとつては販売・流通に要するコストが低減することになる。そのため、引受手数料という明示的な報酬に加えて、インプリシットな報酬として公開価格が引き下げられている、という解釈も可能である。①において述べたように、情報の非対称性が大きいほど

ど、販売・流通に要する努力は大きくなると考えられるから、何らかの形で引受証券会社に報酬を支払う必要が生じ得る。そこで、新規公開企業は、新規公開株の販売・流通に関わる情報の対価として、引受証券会社に公開価格の引き下げという形での報酬を支払っているとも考えられるのである。

4 さいごに

3節では、情報の非対称性に起因する公開価格の過小値付けから、初期収益率を説明する仮説について述べてきた。つまり、上場（店頭登録）時の初値は企業価値を正しく反映して付けられており、（流通）市場は効率的であるとの立場をとっている。一方で、初値が一株あたりの企業価値よりも過大に付けられているのではないかという疑問も生じるだろう。確かに、日本において公開価格は投資家の評価を反映する入札結果をもとに決定されており、上場時の初値の方が一時的な相場の過熱により過大に決定されているとの考え方は説得力を持ち得る。しかし、現行の入札制度の問題点としては、情報収集・分析力について相対的に勝っていると考えられる機関投資家が、一投資家当たり五〇〇〇株かつ年四回までという入札株数・回数制限により実質的に排除されていることが挙げられる。そのため、入札結果に集約されている価格情報の精度に懸念が存在する。

公開価格の過小値付けか、それとも初値が過大なのかとの疑問に答えるには、十分な実証研究の蓄積を待たなければならぬだろう。現在の入札制度は、一九八九（平成元）年三月までの類似会社比準方式に比べれば、初期収益率を大幅に引き下げるという意味で一定の成果を収めたかに見える。ただ、より正確な価格情報を集約するという意味において、事実上入札参加者から機関投資家が排除されている点は改善の余地があるだろう。店頭特別市場において、先行してブックビルディング方式が導入されたが、このことは公開価格により精度の高い情報収集が可能となることを示すものとされる。したがって、新規公開企業は、および資金提供者としての投資家のどちらもが不利益を被ることなく、効率的に資金調達・運用可能な市場へと向かっていくことが期待される。そして、情報の非対称性が軽減された効率的な制度の指標として、初期収益率は重要な意義を持つものと考えられる。

（注）

- (1) 新規公開ではない時価発行増資ではブックビルディング方式が既に用いられている。また、店頭市場経由上場・他市場上場銘柄については、価格決定日の終値にから一定のディスカウントを行つて価格が決定されている。また一九九四（平成六）年九月に店頭市場経由で東証一部に上場したツツミの価格決定に、ブックビルディング方式が用いられた。

- (2) 厳密には、リスクの違いを織り込んだ後では、市場収益率を上回る超過収益率を得ることができない、ということである。

（参考文献）

（和文）

- 桶田幸宏[一九九五]、「DDMによる店頭公開株の初値の評価」、「証券アナリストジャーナル」、一九九五年三月、五四一六二ページ
神座保彦[一九九五]、「株式店頭市場の株価形成と諸問題について」、「証券アナリストジャーナル」、一九九五年三月、一一二二ページ

監査法人トーマツ[一九九〇]「株式公開全ノウハウ」、日本経済新聞社

木村寿克[一九九五]「新規公開株の価格形成」、「証券アナリストジャーナル」、一九九五年二月、二二五—二二五ペーク

五内川拡史、近藤哲夫、大谷貢教[一九九五]「株式公開制度の改革に向けた提議」、「財界観測」、一九九五年六月、四〇一—七七ペーク

証券取引審議会[一九八八]「株式公開制度の在り方」(報告書)

Packer, Frank[一九九五]「何が新規公開価格の信頼性を高めてくるか—日本の株式店頭市場における実証分析結果」、「証券アナリストジャーナル」、一九九五年二月、二二五—二五三ペーク

福田充男、莊田敏夫[一九九五]「日本の新規株式公開市場に関する実証分析」、「証券アナリストジャーナル」、一九九五年二月、二二一—二四二ペーク

福田恒文[一九九四]「新規公開株の価格問題」、「企業会計」、一九九四年一月、一〇四—一〇五ペーク

細野裕[一九九三]「株式公開の理論と実務」、中央経済社

(英文)

Allen, F. and G. Faulhaber[1989], "Signaling by Underpricing in the IPO market". *Journal of Financial Economics* 23, pp.303-332

Baron, D.P.[1982], "A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues", *Journal of Finance* 37, pp.955-976

Benveniste, L. M. and P. A. Spindt[1989]. "How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues". *Journal of Financial Economics* 24, pp.343-361

Chowdhry, B. and A. Sherman[1996], "International differences in oversubscription and underpricing of IPOs", *Journal of Corporate Finance* 2, pp.359-381

Grinblatt, M. and C. Hwang[1989]. "Signaling and Pricing New Issues". *Journal of Financial Economics* 44, pp.393-420

Loughran, T. and J. Ritter[1995]. "The New Issue Puzzle", *Journal of Finance* 50, pp.23-51

Ritter, J.[1987]. "The Cost of Going Public", *Journal of Financial Economics* 19, pp.269-281

Rock, K.[1986]. "Why New Issues are Underpriced?", *Journal of Financial Economics* 15, pp.187-212

Welch, I.[1989]. "Seasoned Offerings, Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings.", *Journal of Finance* 44, pp.421-449