

証 研

レポート

No.1613

2002年12月

市場間競争と証券取引所

二上季代司（1）

中国のQ F I I 制度の導入

王 東明（11）

シングル・ストック・フューチャーズ

～アメリカにおける個別株先物の導入～ 吉川 真裕（21）

財団法人 日本証券経済研究所

<http://www.jsri.or.jp>

市場間競争と証券取引所

一上季代司

新聞報道によると、金融審議会は 国内の証券取引所が持株会社制度を導入すること、支店を持たない外国証券会社を取引参加者として受け入れること、を認める方向で所要の法改正を行う方針のようである。持株会社制度導入によって海外の証券取引所との連携や地方証券取引所の再編など多様な選択肢を与える効果を見込むとしている。東証、大証など日本の証券取引所はすでに株式会社へと組織変更を行っているが、現行の証券取引法では証券取引所の株は5%を超えて保有できないという株主規制がかかっており、このままでは持株会社の組織を組めない法制になっていたのである（日本経済新聞一月二十六日、三〇日）。

1 改正の意味

ところで今回の改正案は、証券取引所のあり方についてどのような意味があるのだろうか。まず株式会社組織証券取引所の株式保有制限については当初から問題があったとされている。平成一二年の証取法改正により、これまで会員組織であったわが国の証券取引所は株式会社組織への変更を認められたのだが、そのメリットとして資金調達の多様化、意思決定の迅速化、関係者の意識改革、経営の効率化、経営戦略の柔軟性、などが上げられていたが、このうち意思決定の迅速化や関係者の意識改革、経営の効率化は、株式市場からの監視市場規律が働くことによって得られるものである。ところが、5%の株式保有制限があるのでは、株主からのプ

レッシュヤーが働く余地が狭くなり市場規律が期待できないこと、また株式交換や持株会社制度を利用した経営戦略の柔軟性が損なわれるなど、株式保有制限について当初から批判があつたのである。⁽¹⁾したがって株式保有制限の撤廃は証券取引所のガバナンスに対して一般企業と同様の市場規律が働く効果を期待したものと評価できる。

また、日本国内に支店を持たない外国証券会社の取引参加を認めることは、証券市場のグローバル化に対応して我国の証券取引所が海外での取引を自市場に囲い込もうとする市場間競争の現れである。しかし、これは同時に利害の異なる取引参加者が増えることを意味する。このことは、あとで見るEU諸国の例のように、取引参加者の利害に掣肘されない取引所運営（すなわちガバナンス）の重要性を一層強く認識させるだろう。

要するに今回の改正は、金融ビッグバンを契機に導入された「市場間競争」の展開が、証券取引所の組織変更（株式会社化）とそれに伴う取引所運営（あるいはガバナンス）の変化と密接に結びついていることを改めて認識させたように思われる。

そこで今一度、市場間競争と証券取引所の株式会社化とのかかわりについて考えてみることにしよう。

2 証券取引所株式会社化の位置付け

まず、何のために証券取引所は株式会社に組織変更するのか、証券取引所の株式会社化の意義をとりあげてみよう。これは日本の場合、欧米と同列には論じられないものがある。欧米ではすでに激化していた市場間競争が株式会社化の引き金になったのに対し、わが国では市場間競争の導入はビッグバンの政策意図であつて株式会社化もその一環という位置付けで考えたほうが理解しやすいように思われる。

すなわち九〇年代初頭から、アメリカは国内レベルでATSと呼ばれる私設取引システムと、またヨーロッパ

はEU域内レベルで各国証券取引所間に厳しい競争が展開され、巨額のシステム投資へと駆り立てられていたのである。ところが、喫緊の課題となるシステム投資の迅速な実行が会員組織ではますます困難となっていたのである。例えば、アメリカでは店頭市場NASDAQの上場銘柄をめぐってNASDAQ市場とATSとが厳しい競争を展開しているが、NASDAQの会員にはNASDAQ市場をビジネスチャンスとしない地方債ブローカー・ディーラーが多数存在し、彼らにとってNASDAQ市場へのシステム投資は負担以外の何ものでもない。NYSEにおいても、スペシャリストは立会場内売買の廃棄（システム売買への移行）に反対である。すなわち競争激化に伴って必要となるシステム投資に関する意思決定の不統一が取引所運営において重大な障害となるという認識が深まりつつあったのである。

他方、欧州でも違った形であるが同様のことが生じていた。八〇年代後半からのEU統合の進展により、相互認可主義のもと「単一免許制」シングル・パスポート⁽²⁾が導入された。その結果、当該国に支店を持たない金融機関でも端末を通じて証券取引所にアクセスできる「遠隔地会員」制度が流布し始めたのである。遠隔地会員を取り込むということはそれを通じて域内他国から取引を自市場に囲い込むことを意味し、市場間競争が遠隔地会員獲得、端末設置の競争という形で展開されたのである。しかしこのことは、各国の証券取引所の会員業者がブローカーレスで活躍するインベストメント・バンカーとローカルな業者とへの分極化が進むことを意味し、これまた会員間に利害の不一致をもたらしつつあった。

こうしてNASDは、折からの「談合問題」⁽³⁾も手伝って、自主規制機関NASDRと市場運営機関NASDAQに分離。持株会社NASDを設立してこれらを子会社におき、NASDQ株を公開してスピンオフしようとしているのである。また欧州でもドイツ、イギリス、フランスなど主要な証券取引所は軒並み、株式会社組織を採

用することとなったのである。要するに、欧米の場合には、証券取引所の外で吹き荒れる市場間競争が内部のガバナンスに会員相互の利害不一致を顕在化させ、その解決として株式会社化が進んでいるのである。

これに対して日本の場合には、ごく最近まで上場制度において「テリトリー制」⁽⁴⁾が採られていたし、市場集中義務を会員業者に課すなど、市場運営において競争がなかったたのである。これが撤廃されたのは五年前の金融ビッグバンによってである。もちろん、会員業者間の異質性が顕著になってきたということはある。すなわち、大手証券が中小証券系列化政策を放棄したこと、他面、銀行系、外資系、ネット系などが参入したことから大手証券が主導権を握る形での意思決定ができなくなつて欧米におけるような会員業者の異質性が顕著になつたという背景は指摘できよう。そして、今回、支店を持たない外国証券会社の取引参加を認めたことは、EU諸国で見られたようにこの傾向をますます強めよう。

しかし市場間競争に関していえば、競争が激化したから株式会社化したのではない。むしろ証券取引所の株式会社化（組織形態の多様性の容認）は、市場間競争を促進させるための一手段であつたと考えられるのである。

そうだとすると、日本における証券取引所の株式会社化は、秩序ある適正な、そして意味のある市場間競争に沿つたものとなっているか、競争制限的なものになっていないか、というアプローチから論じるべきだということになる。次に、そういった観点から、これまで提起されてきた株式会社化に伴う論点ならびにその対策を紹介しよう。

3 IOSCOの問題提起

証券取引所の株式会社化（Demutualization）に関して、もっとも包括的な論点提起をしたものとしてIOSCO

〇（証券監督者国際機構）のディスカッションペーパーがある⁽⁵⁾。そこでは、次の三つの領域において問題が提起されている。

第一は利益相反問題である。これは会員制組織においても内在するもので特に株式会社になつたからといって出てきた問題ではないと断りながらも次の三つの形態で発生し得るといふ。一つは証券取引所が営利追求することと営利の源泉たるユーザー（会員業者や上場会社など）を取り締まる（自主規制権限）こととの相反である。例えば収入の源泉である顧客やユーザーを摘発するような行動は採りにくいと、流動性のある上場物件の取引停止措置などはとりにくくなるのではないかと、営利追求のために自主規制機能を犠牲にするのではないかという問題である。二つ目は、特に独占的な立場を持つ場合には、同じような取引サービスを提供する会員業者そのほかとの利益相反があるといっている。すなわち独占的な立場を利用して反競争的な行動を取る可能性を指摘している。このペーパーでは自主規制業務で競争相手に懲戒手続きで差別的取り扱いをする恐れ、取引所サービスへの参加を認めない恐れ、差別的な手数料を課す恐れなどを挙げている。三つ目は当所株を自市場に上場した場合、上場会社としての自らを自らが規制できるか、という相反問題である。上場規制において上場している他の競争者と自らを差別する恐れがあると指摘している。具体例としてはシドニー先物取引所のTOBに絡んでASX（オーストラリア証券取引所）とASXが上場規則の遵守を監視している上場企業Computershare社が争つたことが挙げられている。

第二の領域は「公共性」をどう担保するか、という問題である。このディスカッションペーパーではどのような弊害があるか具体的には述べられていないが、例えば場口銭の引き上げ、投機物件の上場、投機的な売買手法の導入で収益をあげようとし市場の持つ公共性を阻害する恐れ、を指摘できよう。

別表 証券取引所の株式会社化から生じる問題対策への一例（IOSCO）

ガバナンスへの介入	取締役構成	（理事構成への介入は会員制の時代から行われてきた）
	役員・株主の適格性審査（注）	オーストラリア
当所株保有（議決権制限）	オーストラリア	5%のち15%引き上げ
	香港	5%
	シンガポール	5%、これを超える場合は通貨庁MASの要認可
	スウェーデン	10%、これを超える場合は金融監督庁が有資格者であるか否かの審査、有資格者には議決権制限
	イギリスLSE	定款で5%未満、のち撤廃
	日本	5%、証取法103条により法定
場口銭への認可	香港	証券先物委員会SFCに認可権限
当所株上場への規制（当所株上場につき上場認可権限、規則遵守監視等を分離）	オーストラリア	証券投資委員会が規制権限
	香港	証券先物委員会が規制権限
	シンガポール	通貨庁MASに規制権限
	イギリスLSE	金融サービス庁FSAに移管されたUKLAが上場規則を設定
	日本	総理大臣の要承認、証取法110条、112条
自主規制の質低下への対策	オーストラリア	監督当局に自主規制パフォーマンスを報告する義務、監督活動をモニターする機関（役員は全員インデペンデント）の設置
規制の分割、委譲	オーストラリア	市場規制部門はTSE内で社内分社（TSE RS）の形でおく。Cost Recovery baseで運営されること。
	香港	会員業者の財務要件・管理システム、上場規制は証券先物委員会SFC

（出所）IOSCO, *Discussion Paper on Stock Exchange Demutualization*, December, 2000,より抜粋、一部修正

（注）日本でも証券取引所設立の免許要件として「取引所有価証券市場を適切に運営するに足りる人的構成」を挙げている（83条）

第三の領域は財務上の問題で、ここでは次の四点を指摘している。一つは内部補助の問題である。例えば規制部門の収入を市場部門に投入するのではないが、他の競争者に対する差別的な手数料を課すのではないかといった恐れである。二つ目は逆に市場シェアを握るために非合理的な価格設定（大幅に場口銭や上場賦課金の引き下げ）をすることで、規制部門が資金不足となり、規制業務をともに遂行できない恐れが指摘されている。三つ目は規制コストをどのように公正・公平に配分すべきか、である。公的当局が前面に出れば税で負担していることになるし、取引所が自主規制機関として規制業務を行えばこれを負担していることになる。ところが、私設取引システムがブローカーとして業務を運営すると規制コストは負担していないことになり、応益負担の原則から外れることになる。四つ目は財務健全性をどのように担保するべきかという論点が出されている。会員制組織の時代のように資金不足に

陥つても、もはや取引参加者は資金援助してくれないのである。

以上の論点整理に対してIOSCOのペーパーはすでに各国の取引所で採られている対策の一端を例示している（別表）。これによると、利益相反防止や公共性の担保、財務上の問題解決のために各国が採ってきたアプローチとしては、大まかに見て三つのやり方があったことがわかる。一つは自主規制権限を握る証券取引所に対して公的当局がさまざまな形で関与する、監督するということである。例えば、役員構成や規則制定・変更の認可制である。すなわち公益代表の取締役選任を条件づけたり、役員・株主の適格性を審査したり、場口銭の変更、当所株の上場などを認可制とするのである。二つ目は当所株の保有制限を行うことで不適切な株主によるガバナンスを排除するというやり方である。三つ目のアプローチは取引所のもつ自主規制権限を分割するというやり方である。

このうち、二つ目のアプローチは外部からのTOBを事実上抑止し、市場規律を損なう、また持株会社による柔軟な経営戦略や提携・合併などの戦略を不可能にするというデメリットがあつて疑義の多いものであつた。冒頭で見たように今般、わが国ではこの保有制限を撤廃することになつたのである。そこでこれを除くと、結局は公的規制・公的介入のあり方と自主規制のあり方に対策が絞られてくることになる。

4 ルーベン・リーの提案

この点で、これまででもっとも有力と思われるのはルーベン・リーの提案である。⁶⁾彼は規制といわれているものを二つの領域（市場構造における規制とその他の公共的規制）に分け、市場構造に関する規制は競争政策に基づいて行われるべきで規制対象とすべきではないという。例えば注文の回送と執行のやり方、これに関連する市

場情報の配信のやり方には様々あるが、どういうやり方を探るかには私的なインセンティブに委ねるべきだという。これに対して、信用取引においてちゃんと証拠金を採っているかといった行為規制、インサイダー取引や相場操縦など不正取引にたいする規制などは引き続き、その市場を運営しているものが自主規制として行つか、あるいは他の自主規制機関のメンバーに組み込んでそこが規制するべきだ、という。

このように規則やルールを二つに分けてその策定・実行主体を分離するというのはいかにも非現実的のように思われるが、しかしこの提案に極めて近い対策がすでにある。それはSECのATS規制（一九九八年二月）である。⁽⁷⁾

SECはATSの取り扱いに長い間、苦闘した結果、次の結論に達したのである。すなわち、ATSは事実上、証券取引所にあたることを認め⁽⁸⁾た上で、実際上の規制コスト負担への配慮からATSに対して取引所登録、ATS登録の選択を認めたのである。

すなわち参加者に対する自主規制機能を行使しているかどうか、行使している場合は取引所登録を要する。また取り扱い銘柄の売買シェアが大きい場合は、ATS規制を選択しても取引所と同様の市場情報の開示義務、公平な取引参加の確保、システム容量・セキュリティの確保の規制に服するというのである。

このやり方のインプリケーションは、証券取引所がこれまで営んできた業務において、競争を働かせるべき領域とそうではない領域の区別をもちこんだこと、また自主規制の下におかれるべき領域と公的規制の下に置かれるべき領域とを区別したという点で重要である。というのはこのやり方によって利益相反に対する問題に一応の答えが出たからである。例えば、競争という観点から見ると、市場運営業務と規制業務は区別される。市場運営業務は競争分野であり私的なインセンティブの下で誰もが自由に参入しうる分野である。これに対し、規制

業務は非競争分野である。そして参加者の市場行為は自主規制機関の管理下におかれ、その規制業務は公的機関の対象になる。規制業務及びそれを担う主体は登録制や認可制により公的監視の下に置かれるわけである。さらにいえば市場運営業務と清算業務も「競争」の観点から区別されなくてはならないということになる。

以上、証券取引所の株式会社化に関する問題点とそれに対する解決策についてIOSCOのペーパーをとりあげながらみてきた。戦前のわが国では証券取引所が株式会社組織であったことから、その弊害について盛んに論じられてきたのである。しかし戦前と違って最近の特徴は、市場運営業務においてすでに競争が展開されている下での議論になっている。このため自主規制や清算業務などの運営において他の市場運営業者に対して反競争的な行動に出る恐れがないか、場口銭や清算手数料、上場賦課金などにおいて内部補助が働いていないか、など戦前にはなかった新しい論点に加わっている。これはわが国においても当てはまることである。むしろ、わが国では市場間競争がなお不十分な段階で株式会社化が行われただけに一層その感を強くするのである。

注

- (1) 大崎貞和「市場間競争と証券取引所のあり方」『資本市場クォーター』二〇〇〇年秋。
- (2) 本国の監督当局の免許を受ければ、EU加盟他国内での支店設立、証券業の提供、証券取引所へのアクセスが自由に与えられるというものである。
- (3) 「談合問題」とはNASDAQ市場のマーケットメイカーが相互に談合し合って気配値を不当に広げていたのではないかと、という疑惑である。SECはNASDAQの自主規制が有効に働いていなかったとして組織改革を命じた。
- (4) 企業が取引所に新規上場する場合には、その本店の所属する地域の証券取引所にまず上場することを決めた上場規定

ひかる。

- (5) IOSCO, *Discussion Paper on Stock Exchange Demutualization*, December, 2000.
- (6) Ruben Lee, *What is an Exchange*, Oxford University Express, 1998, p308～316.
- (7) 詳しくは清水葉子「ATS規制に対するSECの新提案」本誌一五五八号、一九九八年五月。
- (8) といふことは営利目的の証券取引所を認めたこと、さらには取引所とATSを区別しないことを意味する。

(にかみ きよし・主任研究員)

中国のQFII制度の導入

王 東明

1 はじめに

QFIIとはQualified Foreign Institutional Investorsの略称で、適格外国機関投資家の制度を指す。今まで台湾、韓国、インドおよびブラジルなどの国・地域は、自国の資本市場が完全に開放される前に、QFII制度を導入した経験がある。

今年の一二月五日、中国证券监督管理委员会（CSRC、以下証監会と略称）と中国人民銀行は「適格外国機関投資家国内証券投资管理暫定弁法」（以下、「QFII暫定弁法」と略称）を公布し、一二月一日から施行した。⁽¹⁾以下では、「QFII暫定弁法」の主な内容を紹介すると同時に、台湾のQFII制度とも比較し、QFII制度の導入の背景および中国証券市場の対外開放に与える影響をみることにしよう。

2 「QFII暫定弁法」の主な内容

(1) 構成と目的

「QFII暫定弁法」は七章三九条から構成される。各章の内容は次のようになっていいる。すなわち、第一章「総則」、第二章「資格条件と審査・許可の手續」、第三章「保管、登記および清算」、第四章「投資運用」、第五章「資金管理」、第六章「監督管理」、第七章「附則」である。

QFII制度の導入の目的は、適格外国機関投資家の投資行為を規範化し、中国証券市場の発展を促進することにあると規定されている（第一条）。

（2）資産保管人

適格外国機関投資家（QFII）は、必ず国内の商業銀行を資産保管人として指定し、また、国内の証券会社にて国内の証券取引業務を行なうことが要求される（第三条）。

（3）適応範囲と申請資格

QFIIの適応範囲は、「QFII暫定弁法」の条件をクリアし、証監会および国家外貨管理局の許可を得た海外のファンド運用会社（投資信託）、保険会社、証券会社およびその他の資産運用管理機関である（第二条）。

QFIIの申請人の資格としては、主に次のような条件が要求されている（第六条）。

すなわち、（1）健全な財務内容が必要であること。具体的には、a. ファンド運用会社（投資信託）の場合は、投信の業務歴が五年以上あり、または直近の会計年度の資産運用額が一〇〇億米ドル以上、b. 保険会社の場合は、三〇年以上の保険業務経験を持ち、払い込み資本金が一〇億米ドル以上、直近の会計年度の証券預かり資産が一〇〇億米ドル以上、c. 証券会社の場合は、三〇年以上の証券業務経験を持ち、払い込み資本金が一〇億米ドル以上、直近の会計年度の証券預かり資産が一〇〇億米ドル以上、d. 商業銀行の場合は、直近会計年度の総資産が世界一〇〇位以内、証券の預かり資産が一〇〇億米ドル以上という条件である（第七条）。

(2) 申請人の従業員は所在国の関連業務資格を持つこと。

(3) 直近三年間に、所在国の証券当局から重大な処罰を受けていないこと。

(4) 申請人所在国の証券当局は証監会との間で、証券の監督管理に関する了解書にサインしていること。ちなみに、現在まで、証監会は一六の海外の証券当局との間で、証券の監督管理協力に関する了解書に調印しており(表1)、これらの国・地域の金融機関はQFIIを申請する資格を持っている。逆に言えば、それ以外の国・地域の金融機関は、以上の資産および業務経験などの条件をクリアしても、現時点ではQFIIを申請する資格を持っていない。但し、ここではマカオと台湾はその例外である。つまり第三八条は香港、マカオおよび台湾の機関投資家は、国内証券を投資する際に、「QFII暫定弁法」を適用するといふ「附則」が設けられている。

(4) 申請書類

QFIIの申し込みに関しては、申請人は資産保管人を通

表1 中国証券監督管理委員会と海外証券当局の覚書一覧表

時期	国・地域	海外証券当局	覚書名称	サイン地
1993.6.19	香港	証券暨期貨事務監察委員会	「監督管理協力覚書」	北京
1995.7.4			「先物に関する監督管理協力覚書」	
1994.4.28	アメリカ	証券取引委員会(SEC)	「合作・協商および技術協力に関する了解覚書」	北京
2002.1.18		商品先物取引委員会(CFTC)	「先物監督管理協力了解覚書」	ワシントンD.C.
1995.11.30	シンガポール	金融管理局	「証券と先物の監督管理に関する協力と情報交換覚書」	シンガポール
1996.5.23	オーストラリア	証券委員会	「証券先物監督管理協力了解覚書」	キャンベラ
1996.10.7	イギリス	財政部、証券と投資委員会	「証券先物監督管理協力了解覚書」	北京
1997.3.18	日本	大蔵省	「了解覚書」	東京
1997.4.18	マレーシア	証券委員会	「証券先物監督管理協力了解覚書」	北京
1997.11.13	ブラジル	証券委員会	「証券監督管理協力了解覚書」	北京
1997.12.22	ウクライナ	証券と株式市場委員会	「証券監督管理協力了解覚書」	北京
1998.3.4	フランス	証券委員会	「証券先物監督管理協力了解覚書」	北京
1998.5.18	ルクセンブルグ	証券委員会	「証券先物監督管理協力了解覚書」	北京
1998.10.8	ドイツ	証券監督・管理委員会	「証券先物監督管理協力了解覚書」	フランクフルト
1999.11.3	イタリア	国家証券監督管理委員会	「証券先物監督管理協力了解覚書」	ローマ
2000.6.22	エジプト	資本市場委員会	「証券監督管理協力了解覚書」	郵送方式
2001.6.19	韓国	金融監督委員会	「証券監督管理協力了解覚書」	北京
2002.6.27	ルーマニア	国家証券委員会	「証券先物監督管理協力了解覚書」	北京

(出所) <http://www.csrc.gov.cn>より作成。

じて中国証監会と国家外貨管理局に対して、次の書類を提出しなければならない。(1) 申請書(申請人の基本状況、投資の申請額、投資計画などを含む)。(2) 第六条規定の条件に関する証明文書。(3) 資産保管人との間の委託契約。(4) 直近三年間の財務報告書(監査法人が監査したもの)。(5) 投資資金の調達ルートの説明書および許可期限内に資金を撤退しないという旨の承諾書。(6) 申請人の授權委託書。(7) 証監会と国家外貨管理局が要求するその他の書類。以上の書類については、外国語の場合は、必ず中国語の訳文あるいは中国語の要約を提出しなければならない(第八条)。

5 資産保管人の条件

資産保管人は、以下の条件が要求される(第二条)。すなわち(1) 専門的なファンドの管理部門を設ける。(2) 払い込み資本金が八〇億元以上(一元〓約一五円)。(3) 十分な信託銀行業務の専門スタッフを有する。(4) ファンドの全資産を安全に保管する条件を有する。(5) 安全かつ効率的な清算・受渡し能力を持つ。(6) 外国為替指定銀行の資格と人民元業務の資格を持つ。(7) 直近三年間に、外国為替管理規定の重大な違反記録がないことである。

また、外資系商業銀行の場合は、連続三年以上の営業経験を持つ中国国内の支店は、申請すればQFIIの資産保管人になることができるが、その払い込み資本金の条件は海外の本店の資本金によって計算する。

そして、資産保管人の資格を獲得するためには、必ず証監会、人民銀行および国家外貨管理局の許可を得なければならない。

(6) 資産保管人の職責

- 資産保管人は、次の職責を履行しなければならない(第一五条)。(1) QFIIが委託した全資産を保管する。
- (2) QFIIの外貨および人民元の関連業務を行なう。(3) QFIIの投資運用を監督し、違法・規則違反の行為を発見した場合は、直ちに証監会および国家外貨管理局に報告しなければならない。(4) QFIIの海外送入金の際、二日以内に、国家外貨管理局にその海外送入金の状況を報告しなければならない。(5) 毎月の五日以内に、QFIIの人民元特殊口座の収支状況を証監会および国家外貨管理局に報告しなければならない。
- (6) 新会計年度の三月以内に、QFIIの前年度の国内証券投資の年度財務報告書を作成し、証監会および国家外貨管理局に送付しなければならない。(7) QFIIの海外送入金、兌換業務、外国為替および資金の往来記録などの資料を保存し、その保存期間は一五年以上でなければならない。(8) 証監会、人民銀行および国家外貨管理局が監督・管理の慎重原則に基づいて規定したその他の職責。
- また、資産保管人は、自社資産と委託管理資産とを厳格に分けなければならない。そのうえ、QFIIごとに別々の帳簿を設け、委託管理資産に対して必ず別の帳簿で管理しなければならない。一社のQFIIは一社の資産保管人にだけ委託することが要求される(第一六条)。

(7) 投資範囲

- QFIIの投資範囲は、許可された投資の限度額の中に、以下の人民元建て金融商品を投資することができる(第一八条)。
- すなわち、(1) 証券取引所に上場している株式いわゆる国内投資家向けのA株(海外投資家向けのB株を除く)。(2) 証券取引所に上場している国債。(3) 証券取引所に上場している転換社債および社債。(4)

証監会が許可したその他の金融商品

(8) 投資制限

投資制限については、(1) QFIIは単独で一社の株式保有額が当該企業の発行済株式の10%以上を超えてはならない、(2) すべてのQFIIは、一社の株式保有額が当該企業の発行済株式の20%以上を超えてはならないと規定されている(第二〇条)。

また、一社のQFIIは、一社の国内証券会社にだけ委託して証券投資を行わなければならないと規定されている(第一九条)。

(9) 資金管理

資金管理については、QFIIは国家外貨管理局の許可を経て、資産保管人のところで、一つの人民元特殊帳簿を設けることが必要である(第二三条)。但し、人民元特殊帳簿の資金は、貸付けおよび担保の提供をしてはならない(第二四条)。

クロスエンド型中国投資ファンドのQFIIは、入金の後三年後に、国家外貨管理局に申請して海外送金することができ。但し、一回分の海外送金額は投資総額の20%を超えてはならない。また、海外送金の間隔は一月以上でなければならない。その他のQFIIは、投資の一年後に海外送金することができ。クロスエンド型中国投資ファンドのQFIIと同じように、一回分の海外送金額は投資総額の20%を超えてはならない。さらに、海外送金の間隔は三月以上でなければならないと要求される(第二六条)。

(10) 監督管理

QFIIの監督管理については、証監会と国家外貨管理局はQFIIの証券投資業務許可書、外国為替登記書に対して年度検査を行なわれなければならない(第三十一条)。場合によっては、現場検査も行なうことができる(第三二条)。

また、QFII、資産保管人および証券会社などは「QFII暫定弁法」に違反した場合、証監会、人民銀行および国家外貨管理局は違反行為に対して警告、罰金などの行政処分を行なうことができる(第三七条)。

3 台湾のQFII制度との比較

台湾のQFII制度は一九九〇年一月から実施され、段階的な自由化過程を経て、一定の成果を上げ、九九年末現在の資産規模が約一八〇億米ドルまでに拡大し(表2)、証券投資全体の六%前後を占めるようになって⁽²⁾いる。また、九六年三月から、資本市場はQFIIだけではなく、海外個人と一般法人にも条件付きで開放されている。

中国のQFII制度と台湾の制度と比較してみると、まず、中国のQFIIの証券資産運用額は一〇〇億米ドル以上でなければならないという規定がある。これに対して、台湾のQFII制度を導入した当初、銀行の場合は、総資産が世界五〇〇位以内、証券資産額は三億米ドル以上、保険会社の場合は、保

表2 台湾QFIIの投資状況

年	海外純入金額 (億米ドル)	海外累積入金額 (億米ドル)	株式投資比率 (%)	株式投資額 (億米ドル)	株式投資の増減 (%)
1991	4.48	4.48	-	-	-
1992	4.30	8.78	-	-	-
1993	17.62	26.40	86	22.70	-
1994	16.45	42.85	77	32.99	45.33
1995	20.04	62.89	76	47.80	44.89
1996	23.47	86.36	84	72.54	51.76
1997	- 2.26	84.10	84	70.64	- 2.62
1998	8.72	92.82	87	80.75	14.30
1999	86.22	179.04	95	170.05	110.59

(出所) 張訓蘇など「QFII制度：国際化進程中の制度創新」『中国証券市場発展前沿問題研究(2001)下冊』中国金融出版社、917ページより作成。

表3 台湾QFIIの投資限定額の推移

(単位:米ドル)

時期	QFII全体の投資上限	個別QFIIの投資限定額
1991.1	25億	500万～5,000万
1993.1	25億	500万～1億
1993.8	50億	500万～1億
1993.11	50億	500万～2億
1994.4	75億	500万～2億
1995.2	制限取り消し	500万～2億
1995.12		500万～4億
1996.3		最低限度額取り消し
1996.12		6億以下
1999.1		12億以下
2000.8		15億以下
2000.11～現在		20億以下

(出所)張訓蘇など「QFII制度：国際化進程中の制度創新」『中国証券市場発展前沿問題研究(2001)下冊』中国金融出版社、914～915ページより作成。

険業務経験が一〇年以上、証券資産額は五億米ドル以上、ファンド運用会社の場合は、設立五年以上、証券資産運用額が五億ドル以上という条件が設定されている。その後、以上のQFIIの条件はさらに緩和され、二〇〇一年五月現在から、設立満一会計年度、証券資産額が二億米ドル以上という条件をクリアすれば、QFIIとして投資できることになっている。その意味で、中国のQFII制度の証券資産運用額はかなり高く設定され、海外の大手機関投資家しか参入できない市場であると言えよう。

また、中国のQFII一社当りの投資額は、五、〇〇〇万米ドルから八億米ドルまでの範囲内に限定されている。⁽³⁾それに対して、台湾の場合は、QFII制度

が実施された当初、個別QFIIの投資限度額は五〇〇万米ドルから五、〇〇〇万米ドルまでに限定されていたが、しかし、その後は段階的に緩和し、現在では、二〇億米ドル以下という上限だけとなっている(表3)。また、台湾のQFII保有株の制限も投資限度額と同じように段階的に緩和されている(表4)。これに對して、中国のQFII保有株の制限は以上みてきたように、QFIIは単独で一社当たりの株式保有額が一〇%以内、QFII全体は一社当たりの株式保有額が二〇%

表4 台湾QFIIの株式保有株限定比率の推移

時期	QFII全体の個別銘柄保有株の制限(%)	個別QFIIの個別銘柄保有株の制限(%)
1991.1	10	5
1995.7	12	6
1995.9	15	7.5
1996.3	20	7.5
1996.11	25	10
1998.1	30	15
1999.3～現在	50	50

(出所)張訓蘇など「QFII制度：国際化進程中の制度創新」『中国証券市場発展前沿問題研究(2001)下冊』中国金融出版社、915ページより作成。

以内に限定されている。この数字は、台湾のQFII制度を導入した当初より高い。

4 むすびにかえて

以上のように、中国のQFII制度は台湾などのQFII制度を参考にし、資本市場のリスクも十分に配慮して導入した制度であるが、それによって、一定の条件を満たした海外の機関投資家は、今まで国内の投資家に限定されていた人民元建てのA株や、国債、社債、転換社債などを売買できるようになっている。しかし、QFII制度の資格条件が相当高く、海外の中小規模の機関投資家はそれを獲得できず、市場に参入できないという問題があると指摘されている。⁽⁴⁾とはいえ、人民元の自由交換が実現していない現段階において、QFII制度の導入は資本市場の条件付き開放が実現され、今後より多くの外資を導入することが期待される。また、WTO加盟後の中国は、さらなる市場開放が求められ、今回のQFII制度の導入がそれに対応した形となっており、今後の動向を見守りたい。

注

- (1) 中国证券监督管理委员会・中国人民银行「適格外国機関投資家国内証券投資管理暫定弁法」(第二号令)。
- (2) 張訓蘇など「QFII制度：国際化進程中的制度創新」『中国证券市场发展前沿問題研究(二〇〇二)下冊』中国金融出版社、九一八ページを参照。
- (3) 『人民日报(海外版)』二〇〇二年一月二十九日。
- (4) 壯代望「中華新潮流」『日経金融新聞』二〇〇二年一月二十九日を参照。

参考文献

- (1) 劉科「資本移動自由化之探討 兼論我國QFII制度之發展」『証交資料文章』(台灣証券取引所)、第四八六期、二〇〇二年一〇月。
- (2) 張訓蘇など「QFII制度…國際化進程中的制度創新」『中国証券市場發展前沿問題研究(二〇〇一)』下冊『中国金融出版社。
- (3) 山一証券經濟研究所『アジア・ハンドブック』一九九七/九八年版。

(おつ とつめい・主任研究員)

シングル・ストック・フューチャーズ

（アメリカにおける個別株先物の導入）

吉川 真裕

二〇〇二年一月八日、ナスダックとロンドン国際金融先物・オプション取引所（LIFFE）が設立した先物取引所ナスダックLIFFEマーケット（NQLX）と、シカゴ・マーカンタイル取引所（CME）とシカゴ・ボード・オプション取引所（CBOE）がメジャー・ホルダー、シカゴ商品取引所（CBOT）がマイナー・ホルダーとなった先物取引所ワンシカゴにおいて、個別株先物取引が開始された。シングル・ストック・フューチャーズ（SSF）と呼ばれるこの商品は、一九九九年以来アメリカの議会を中心として議論を巻き起こし、二〇〇〇年二月二日に成立した商品先物取引近代化法に基づいて、適格市場参加者には二〇〇一年八月二日から、一般顧客には二〇〇一年二月二日から取引所での取引が認められていたが、証券取引委員会（SEC）と商品先物取引委員会（CFTC）による規制細目の決定が遅れ、二〇〇一年九月一日の同時多発テロの影響もあって、当初の予定よりも一年以上遅れての取引開始となった。アメリカでは最後の大型商品として関係者の期待を集めたSSFであるが、今のところ取引は低調であり、一足早く二〇〇一年一月二九日にイギリスでLIFFEが導入した個別株先物（ユニバーサル・ストック・フューチャーズ）と同様に苦戦を強いられている。¹⁾

本稿では、SSF導入決定に至る経緯と導入決定から導入までの経過を振り返った後、両取引所での取引要綱

と取引対象を紹介し、現在の取引状況を踏まえてSSFの将来性について展望する。

1 SSF導入決定に至る経緯⁽²⁾

一九七四年の商品先物取引法の改正に伴って商品先物取引を監督する商品先物取引委員会（CFTC）が誕生し、証券取引を監督する証券取引委員会（SEC）との間で監督権限をめぐる論争が巻き起こった。一九七五年にCFTCがシカゴ商品取引所（CBOT）にGNMA債（政府抵当金庫債）の先物取引を認可したことにSECが反発し、逆に一九八一年にSECがシカゴ・ボード・オプション取引所（CBOE）にGNMA債のオプション取引を認可した際にはCFTCが訴訟を起こし、このオプション取引はCFTCの管轄にあるという判決を受けてCBOEでの取引が一時停止される事態にもなった。

そこで、こうした管轄権争いを收拾するためにSECとCFTCは一九八二年に管轄権の棲み分けに関する合意に達した。この合意は両機関の委員長の名前を取ってシャド・ジョンソン合意と呼ばれており、株価指数を含む証券を対象とするオプション取引はSECの管轄とすること、株式と地方政府債券を対象とする先物取引は当面禁止し、解禁に向けた調査を共同でおこなうこと、財務省証券等の登録免除証券と株価指数を対象とする先物取引と先物オプション取引はCFTCの管轄とすること、の三点を柱とする。ただし、の株価指数を対象とする先物取引と先物オプション取引に関しては、で禁止した個別株先物の代替商品とならないように、現金決済とすること、価格操作が容易でないこと、市場全体または広範囲を対象とする指数（ブロード・ベース指数）であることという条件がつけられ、SECがCFTCの上場認可に拒否権をもつことになっていた。

シャド・ジョンソン合意で当面禁止するとされた個別株先物については合意後、数年間は調査がおこなわれた

ようであるが、その後は調査もおこなわれていなかった。しかし、一九九八年にCBOOTがCFTCに申請したダウ・ジョーンズ社の業種別株価指数の先物取引をSECが拒否したことをきっかけに、両機関による管轄権争いが再び巻き起こり、個別株先物の禁止を含めたシャド・ジョンソン合意の見直しが議論されるようになった。というのも、SECは一九九七年に同一指数のオプション取引を認可していたからであり、CBOOTがSECを提訴し、一九九九年にはCBOOTが勝訴してCFTCはCBOOTの申請を認可することになったからである。

他方、当時は大統領領によって設立された財務長官、連邦準備制度理事会(FRB)議長、SEC委員長、CFTC委員長による金融市場に関するワーキング・グループが店頭デリバティブ等のハイブリッド商品に関する業務の規制問題を検討していた最中であり、議会ではSECとCFTCを統合して新たな規制機関を設立するという動きも見られた。こうした中で議会は一九九九年一月にシャド・ジョンソン合意の見直しをSECとCFTCに指示し、同時に会計検査院(GAO)にシャド・ジョンソン合意に関する報告書を作成させた。二〇〇〇年四月に公表されたGAOの報告書では、SECの監督下にある取引所ではナロー・ベース指数を対象としたオプション取引がおこなわれ、海外では個別株の先物取引もおこなわれており、店頭市場では株式やナロー・ベース指数を対象としたエクイティ・スワップ取引がおこなわれている状況を踏まえれば、シャド・ジョンソン合意は投資家の選択肢を限定し、規制上の不透明性をもたらしているという問題点が指摘された。ただし、シャド・ジョンソン合意を廃止した場合、商品先物取引法にはインサイダー取引に関する規制がないこと、信用取引・オプション取引・先物取引の証拠金水準に違いがあること、証券市場と先物市場では顧客の適格性に違いがあることから、新たな問題が生じる危険性もGAOの報告書では指摘されていた。

この報告書を受けて、議会はシャド・ジョンソン合意の見直しへ向けた議論を本格的に開始し、金融市場に関

するワーキング・グループが協議していた店頭デリバティブ取引に対する規制も含めた商品先物取引近代化法を二〇〇〇年二月二日に成立させた。この法律では、シャド・ジョンソン合意の はそのまま、シャド・ジョンソン合意の を廃止し、株式やナロー・ベース指数を対象とした先物取引と先物オプション取引はSECとCFTCの共同管轄のもとで取引所での取引を解禁すること、シャド・ジョンソン合意の を見直し、ブロード・ベース指数を対象とする先物取引と先物オプション取引はCFTCの専管とすることが定められていた。そして、新たに解禁される取引のうち、株式とナロー・ベース指数を対象とする先物取引は銀行・信託会社・資産額五〇〇万ドル以上の個人といった適格市場参加者に対しては二〇〇一年八月二日から、その他の投資家は二〇〇一年二月二日から、株式とナロー・ベース指数を対象とする先物オプション取引は二〇〇三年八月二日からという期日が明記されていた。

2 S S F 導入決定から導入までの経過

二〇〇〇年二月二日に商品先物取引近代化法が成立し、個別株先物の解禁が決定されてから、C B O T、C B O E、シカゴ・マーカントイル取引所（C M E）、ニューヨーク・マーカントイル取引所（N Y M E X）、ナスダック、アメリカン証券取引所（A M E X）が導入の意向を表明した。二〇〇〇年の契約数ではC B O Eが株式オプション取引の活況に支えられてはじめてC M EとC B O Tを上回っていたからであり、とりわけ先物業界では一九八三年の株価指数先物オプション以来の大型商品として注目が集まっていた。

こうした中で二〇〇一年三月二六日にナスダックがロンドン国際金融先物・オプション取引所（L I F F E）と共同子会社として先物取引所を設立する計画が発表された。L I F F Eはすでに一月二九日からイギリスで個

別株先物取引を開始しており、ナスダックはLIFFEが使用している電子取引システム（LIFFEコネク）とノウハウに基づいていち早く個別株先物市場を開設し、流動性を確保することを狙いとしていた。

これに対して、二〇〇一年五月一四日にCBOEとCMEも共同子会社として取引所を設立し、個別株先物取引を開始すること、取引システムはCBOEのCBOEダイレクトかCMEのGLOBEX2のいずれかを採用すること、出資比率は四五%ずつであり、CBOEが残る一〇%を出資することが発表された。この提携はナスダック/LIFFE連合に個別株先物の取引開始において遅れをとらないためと、シカゴの三大取引所が別々に個別株先物を導入した場合には流動性の分裂が生じ、共倒れになりかねないことから、個別株先物も他の先物取引やオプション取引と同様にシカゴが中心市場になるべきであるという共通認識から生じており、後に新取引所の名称もシカゴの取引所が一つになって協力するという意味でワンシカゴ（OneChicago）と名付けられている。

他方、ナスダックとLIFFEの新設取引所はナスダックLIFFEマーケット（NQLX）と名付けられ、二〇〇二年八月二二日にCFTCから自主規制機関（SRO）としての認可を受けているが、この直前に初代最高経営責任者のワレン・ラングレー氏が給与待遇の問題で辞任するという失態を演じた。これに対して、シカゴ連合はその直後に前CFTC委員長で個別株先物の解禁にも尽力したウィリアム・J・レイナー氏を会長兼最高経営責任者に迎え、シカゴと先物業界の総力を結集する形をアピールしていた。

二〇〇一年九月一日の同時多発テロの発生でアメリカでは多くの予定が狂うことになったが、個別株先物に関してはテロ発生以前にもSECとCFTCによる規制の細目は決定されており、導入の遅れは規制当局の準備が間に合わなかったことにある。個別株先物の証拠金に関する規則案が提示されたのは二〇〇一年一〇月五日であり、関係者のコメントを集めて検討がおこなわれ、最終決定がおこなわれたのは二〇〇二年七月二四日であ

った。

この間、二〇〇二年一月八日にワンシカゴはCBOEダイレクトを取引システムとして採用することを決定し、一月二日には個別株先物の対象となる三〇銘柄の株式を発表した。これを受けて、LQLXも二月五日には個別株先物の対象となる五〇銘柄の株式を発表し、三月一四日にはワンシカゴが取引対象とするナロー・ベース指数と個別株先物の追加銘柄、そして二四社のマーケット・メーカーを発表した。七月二四日の証拠金規則の決定から個別株先物の導入への動きは加速し、九月五日にはNQLXの取引所規則がCFTCに認可され、ワンシカゴも九月九日に取引所規則を発表した。九月二四日にはワンシカゴが一〇月二五日に個別株先物取引を開始すると発表した。NQLXは顧客証拠金規則がSECによって承認されない限り、個別株先物取引は開始できず、取引所規則はフェデラル・レジスターに掲載後最短期でも三五日を要することから、ワンシカゴが一〇月二五日に個別株先物取引を開始することは不可能であると反論した。そして、NQLXは一〇月七日に一月八日から個別株先物取引を開始すると発表し、ワンシカゴも一〇月二日に取引開始日をNQLXと同じ一月八日に延期することを発表した。こうして一月八日にはNQLXとワンシカゴが同時に個別株先物取引を開始した。

3 SSFの取引要綱

(1) 取引単位と呼値

NQLXでもワンシカゴでも株式市場での通常の売買単位である一〇〇株を契約単位とし、呼値(価格の最小値幅)が一セントであるので、一契約では一ドルの変動となる。

(2) 取引限月

NQLEXでは各銘柄とも三月／六月／九月／一二月から直近の五限月とその他の月から直近の二限月の計七限月を上場し、最短で一年三カ月、最長で一年六カ月にわたって取引がおこなわれるのに対して、ワンシカゴでは各銘柄とも三月／六月／九月／一二月から直近の二限月とその他の月から直近の二限月の計四限月を上場し、最短で四カ月、最長で六カ月にわたって取引がおこなわれる。

(3) 取引最終日

NQLEXでもワンシカゴでも個別株オプションの取引最終日と同じ限月の第三金曜日を取引最終日とし、休日の場合には直前営業日を取引最終日とする。

(4) 決済方法と決済日

NQLEXでもワンシカゴでも個別株オプションと同様に原株の受け渡し決済が三営業日後(T+3)におこなわれる。

(5) 取引時間

NQLEXではアメリカ東部時間の九時三〇分から一六時二分まで、ワンシカゴではアメリカ東部時間の九時一五分から一六時二分までであり、ワンシカゴで一五分取引が早く開始される。

(6) 値幅制限と取引停止

NQLEXでもワンシカゴでも個別株オプションと同様に値幅制限は存在しないが、重要情報の発表やサーキット・ブレーカー(株価指数の変動に基づく取引停止措置)のため原株が取引を停止した際には取引が停止される。

(7) 証拠金

NQLEXでもワンシカゴでも個別株オプションと同様に契約金額の二〇%プラス評価損金額(マーケット・メーカーは適用除外)とし、代用有価証券等も認められる。個別株オプションや現物株式との組み合わせや個別株先物どししの特定の組み合わせについては軽減措置が定められているが、当面はSPAN等の包括的なリスク調整証拠金制度は適用されない。

(8) 建玉制限

NQLEXでは同一契約について差し引きで二〇〇契約であるが、取引最終日の一カ月以内にはより制限が強められる場合もある。ワンシカゴでは取引最終日の五営業日前までは存在せず、取引最終日の五営業日前からは同一契約について差し引きで一万三五〇〇契約というCFTCの規則が適用される。

(9) マーケット・メーカー

NQLEXでもワンシカゴでも個別株オプションと同様、各銘柄ごとにマーケット・メーカーが指定されている。

NQLEXでは、直近の二限月については一〇セントまたは原株の気配値スプレッドの一五〇%以内の最大スプレッド、一〇契約または原株の最良気配にある株数に相当する最低契約数の売り買い双方の気配を継続的に提示すること、直近の二限月以外については気配請求に対して五秒以内に二〇セントまたは原株の気配値スプレッドの一五〇%以内の最大スプレッド、五契約または原株の最良気配にある株数に相当する最低契約数を提示すること、四半期単位で取引総量の二〇%以上を取引することがマーケット・メーカーに課されており、NQLEXが認めた場合にはすべての限月に対してが適用されるが、の取引実績は総量の七五%以上とされている。

表1 2009年10月8日のSSF対象銘柄

他方、ワンシカゴではマーケット・メーカーはすべての限月に対して継続的に売り買い双方の気配を提示しなければならぬが、最良気配では後から気配を提示しても、取引数量の三〇％までは割り当てられるという形でマーケット・メーカーは優遇される⁽³⁾(最大スプレッドや最小契約数、取引実績といった数値は未公表)。

(10) 特別取引

NQLXでもワンシカゴでも取引所外での大口取引のための特別な手続きを定めているが、スプレッド取引等の組み合わせ取引は条件付き注文という形で扱われ、組み合わせ取引専用の注文板があるわけではない。

4 SSFの取引対象

二〇〇二年一月八日、NQLXでは一〇銘柄、ワンシカゴでは二銘柄の株式を対象とした個別株先物取引が開始された(表1)。この時点での重複上場銘柄はエクソン・モービル、GE、マイクロソフト、オラクルの四銘柄であった。

表1 2002年11月8日のSSF対象銘柄

NQLXでの取引対象銘柄	開始	OneChicagoでの取引対象銘柄	開始
ChevronTexaco Corp. *3	11/8	Bank of America Corp. *2	11/8
Exxon Mobil Corp. *1	11/8	Best Buy Co. Inc.	11/8
Ford Motor Co. *3	11/8	Brocade Communications System Inc.	11/8
General Electric *1	11/8	Citigroup *2	11/8
General Motors Corp. *3	11/8	Dell Computer *2	11/8
Honeywell International Inc. *3	11/8	Exxon Mobil Corp. *1	11/8
International Business Machines Corp. *3	11/8	General Electric *1	11/8
Intel Corp. *3	11/8	Goldman Sachs Group Inc.	11/8
Microsoft Corp. *1	11/8	Hewlett Packard	11/8
Oracle Corp. *1	11/8	Home Depot Inc.	11/8
(注)		Johnson & Johnson *2	11/8
*1は2002年11月8日時点での重複上場銘柄		JP Morgan Chase & Co. *2	11/8
*2は2002年11月20日時点での重複上場銘柄		Merck & Co. Inc.	11/8
*3は2002年11月22日時点での重複上場銘柄		Microsoft Corp. *1	11/8
*4は2002年12月4日時点での重複上場銘柄		Nokia Corp. (ADR) *4	11/8
*5は2002年12月6日時点での重複上場銘柄		Oracle Corp. *1	11/8
		Philip Morris	11/8
		Qualcom Inc. *4	11/8
		SBC Communications Inc. *4	11/8
		Schlumberger Ltd.	11/8
		VERITAS Software Corp. *4	11/8

表2 2002年12月6日までの追加SSF対象銘柄

NQLXでの追加上場銘柄	開始	OneChicagoでの追加上場銘柄	開始
Amgen Inc. *2	11/20	Amgen Inc. *2	11/22
Bank of America Corp. *2	11/20	AOL Time Warner Inc.	11/22
Cisco Systems Inc. *2	11/20	Applied Materials Inc.	11/22
Citigroup *2	11/20	Cephalon Inc.	11/22
Dell Computer *2	11/20	ChevronTexaco Corp. *3	11/22
Johnson & Johnson *2	11/20	Cisco Systems Inc. *2	11/22
JP Morgan Chase & Co. *2	11/20	Dupont	11/22
KLA-Tencor Corp. *5	11/20	eBay Inc.	11/22
Texas Instruments Inc. *5	11/20	Ford Motor Co. *3	11/22
Wal-Mart Stores Inc. *3	11/20	General Motors Corp. *3	11/22
VERITAS Software Corp. *4	12/4	Halliburton Co.	11/22
PeopleSoft Inc.	12/4	Honeywell International Inc. *3	11/22
Siebel Systems Inc.	12/4	IBM *3	11/22
Coca Cola Co. *5	12/4	Intel Corp. *3	11/22
American International Group	12/4	Maxim Integrated Products Inc.	11/22
Qualcom Inc. *4	12/4	McDonald's Corp.	11/22
Verizon Communications Inc.	12/4	Micron Technology Inc.	11/22
SBC Communications Inc. *4	12/4	Qlogic Corp.	11/22
Yahoo! Inc.	12/4	SanDisk Corp.	11/22
Nokia Corp. (ADR) *4	12/4	Starbucks Corp.	11/22
(注)		Tyco International Ltd.	11/22
*1は2002年11月8日時点での重複上場銘柄		Wal-Mart Stores Inc. *3	11/22
*2は2002年11月20日時点での重複上場銘柄		3M Co.	12/6
*3は2002年11月22日時点での重複上場銘柄		Alcoa Inc.	12/6
*4は2002年12月4日時点での重複上場銘柄		Altera Corp.	12/6
*5は2002年12月6日時点での重複上場銘柄		American Express Co.	12/6
		AT&T Corp.	12/6
		Boeing Co.	12/6
		Bristol-Myers Squibb Co.	12/6
		Caterpillar Inc.	12/6
		Coca Cola Co. *5	12/6
		Eastman Kodak Co.	12/6
		Emulex Corp.	12/6
		Genzyme Corp - Genl Division	12/6
		International Paper Co.	12/6
		KLA-Tencor Corp. *5	12/6
		Newmont Mining Corp Holding Co.	12/6
		NVIDIA Corp.	12/6
		PepsiCo Inc.	12/6
		Procter & Gamble	12/6
		Texas Instruments Inc. *5	12/6
		United Technology Inc.	12/6
		Walt Disney Co.	12/6

一月二〇日にはNQLXが一〇銘柄を追加上場し、NQLXとの上場銘柄比率が二対一からほぼ二対一になった(表2)。この時点で重複上場銘柄は約半数の一銘柄となった。

しかし、一月二二日にはワンシカゴが二銘柄を追加上場し、NQLXとの上場銘柄比率は再び二対一に広がった(表2)。そして、重複上場銘柄は一八銘柄となり、NQLXの二〇銘柄をほぼカバーしていた。

一月四日にはNQLXが一〇銘柄を追加上場し、上場比率は四対三に縮小し、重複上場銘柄は二銘柄となる予定である(表2)。

ところが、一月六日にはワンシカゴが二銘柄を追加上場し、上場比率は再度二対一に広がる(表2)。この時点で重複上場銘柄は二五銘柄、NQLXの単独上場銘柄は五銘柄、ワンシカゴの単独上場は三九銘柄となる予定である。

5 SSFの取引状況と将来性

二〇〇二年一月八日の取引初日における取引高は、NQLXで六四六七契約、ワンシカゴで三〇一九契約であった。ただし、NQLXではナスダック一〇〇指数等の四つの上場投資信託(ETF)先物の取引も含まれており、個別株先物だけでは五五九七契約であったが、それでも上場銘柄数では二倍以上のワンシカゴをNQLXが上回っていた。二〇〇一年一月のLIFFEにおける個別株先物の取引初日の三〇〇四契約はいずれの取引所でも上回ったとはいえず、個別株オプションの取引高と比べればきわめて小さく、前評判が高くなかったとはいえ、株価指数先物オプション上場以来の大型商品という見方もあっただけに拍子抜けした感はない。NQLXではマイクロソフト(二二二七契約)、エクソン・モービル(八一九契約)、IBM(八〇四契約)、フォード・

モーター（六七六契約）、ワンシカゴではマイクロソフト（一〇七二契約）とバンク・オブ・アメリカ（三八一契約）の取引が活発であり、両取引所で最も活発に取引されたマイクロソフトの取引高はNQLEXでもワンシカゴでも取引所全体の三六％であり、NQLEXでは個別株先物の四二％であった。

翌週の一月一日から一五日までの取引高は、NQLEXで二万四一六六契約（一日平均四八三三契約）、ワンシカゴで一萬八五二五契約（一日平均三七〇三契約）であり、一日平均で見ればNQLEXが取引初日よりも減り、ワンシカゴが逆に増加する形で両取引所での差は小さくなった。しかも個別株先物だけではNQLEXは一萬九九〇四契約（平均三九八一契約）であり、ワンシカゴとさほど変わらなかった。この週、NQLEXではマイクロソフト（平均一五三三契約）、IBM（平均四八六六契約）、インテル（四六五五契約）、シエブロン・テキサコ（平均四二七二契約）、エクソン・モービル（平均四〇三三契約）、ワンシカゴではマイクロソフト（平均一〇九五五契約）、ジョンソン&ジョンソン（平均四三三三契約）、バンク・オブ・アメリカ（平均三七七五契約）の取引が活発であり、両取引所で最も活発に取引されたマイクロソフトの取引高シェアはNQLEXで三三％（個別株先物だけでは三八％）、ワンシカゴで三〇％であった。

一月一日から二日までの取引高は、NQLEXで二万二五三三契約（平均四〇五一契約）、ワンシカゴで一萬五六六六契約（平均四〇一一契約）であり、NQLEXでの取引が減り、ワンシカゴが増加する形で両取引所での差はさらに小さくなった。しかも個別株先物だけではNQLEXは一萬六三〇九契約（平均三三六一契約）、ワンシカゴは一萬八八八〇契約（平均三七七六契約）であり、ワンシカゴに逆転されていた。これは一月二日にワンシカゴが二銘柄の個別株先物とダウ工業株指数上場投資信託（ETF）先物を上場したためでもあった。この週、NQLEXではマイクロソフト（平均九五二二契約）、デル・コンピューター（平均四五〇〇契約）、インテル

(四四四契約)、シェブロン・テキサコ(平均三六〇契約)、KLAテンコル(平均三〇〇契約)、ワンシカゴではマイクロソフト(平均九二三契約)、ジョンソン&ジョンソン(平均六四二契約)、バンク・オブ・アメリカ(平均三四六契約)の取引が活発であり、両取引所で最も活発に取引されたマイクロソフトの取引高シェアはNQLEXで二四%(個別株先物だけでは二九%)、ワンシカゴで二三%(個別株先物だけでは二四%)であった。

一月二五日から二九日までの取引高(四営業日)は、NQLEXで一万五九二〇契約(平均三九八〇契約)、ワンシカゴで一万九三九六契約(平均四八四九契約)であり、一日平均ではNQLEXでの取引が減ったのにワンシカゴでの取引は増え、ワンシカゴがついにNQLEXを追い抜いた。しかし、個別株先物だけではNQLEXは一万四九〇二契約(平均三七二六契約)、ワンシカゴは一万二九五九契約(平均三二四〇契約)であり、NQLEXに再度ワンシカゴは逆転されていた。この週、NQLEXではKLAテンコル(平均六三三契約)、マイクロソフト(平均五六一契約)、デル・コンピューター(平均四七九契約)、インテル(平均四〇一契約)、シスコ・システムズ(平均三八四契約)、ワンシカゴではマイクロソフト(平均七七七契約)、マキシム(平均三二九契約)の取引が活発であり、週間ベースでワンシカゴがはじめてマイクロソフトの取引でNQLEXを上回ったが、マイクロソフトの取引高シェアはNQLEXで二四%(個別株先物だけでは一五%)、ワンシカゴで一六%(個別株先物だけでは二四%)にまで低下していた。

両取引所のクリアリング業務をおこなうオプション・クリアリング・ハウス(OCC)の資料によれば、投資家とマーケット・メーカーの取引の比率は両取引所(ETFを含む)を合わせて、取引初日で三六%対六〇%、第二週で一八%対七七%、第三週で一五%対八四%、第四週で九%対九〇%となっており、投資家による取引はまだ限られたものに過ぎないことがわかる。ただし、取引開始から一週間半程度は両取引所において最も活発に

取引されていたマイクロソフトがデイ・トレーディングの対象であったのに対して、エクソン・モービル、フォード、シエbron・テキサコといった銘柄の二〇〇三年物の建玉が増えており、配当取りを狙った取引も徐々に増えつつあるという市場関係者の話も伝えられている。⁴⁾

二〇〇一年一月二九日の取引開始以来、L I F F Eの個別株先物も流動性の獲得に苦勞している。今のところ、個別株先物の取引が活発なのはスペイン等の現物株市場がそれほど発達していない市場であつて、すでに株式市場が十分に機能している市場では個別株先物が流動性を確保する余地は小さいのかもしれない。しかし、アメリカでは個別株オプションの取引が他国よりも圧倒的に大きく、個別株オプションに習熟した投資家の参加があれば個別株先物も流動性を確保できないとは言ひ切れない。アメリカの金融サービス・コンサルタント会社であるセレント・コミュニケーションズのフリッツ・マコーミック主任アナリストの調査報告書によれば、個別株先物が流動性を他国では確保できなくてもアメリカでは確保できるかもしれない理由が三つあるという。一つ目はアメリカに固有の小口投資家による先物とオプションのカルチャー、二つ目は現在ニューヨークやシカゴで活発におこなわれつつある個別株先物のマーケティング活動、そして三つ目はリスクをとることや冒險することを好むアメリカ人の特性の存在であるという。⁵⁾この報告書は持続的な教育とマーケティング活動によって個別株先物は投資家に受け入れられるはずであると楽観的であるが、その通りになるのであろうか。L I F F Eも個別株先物導入時には活発なマーケティングをおこなっていたが、いまだに実を結んでいない。アメリカで成功した金融商品が世界に広がっていった事例は多々あるが、他の国で成功しない商品がアメリカでだけ成功するということは考えにくい。アメリカ人は自分たちは特別だと考えたいようであるが、本当にそうなのかどうか、アメリカにおける個別株先物の今後の動向に注目していきたい。

注

- (1) ユニバーサル・ストック・フューチャーズについては、拙稿「ユニバーサル・ストック・フューチャーズと個別株先物によるLIEFFEの巻き返し」(本誌一五九号、二〇〇二年二月)を参照。
- (2) SIF導入決定に至る経緯については、茅沼俊二「米国における個別株先物取引をめぐる動き」(東京証券取引所『証券』二〇〇一年九月)が詳しい。
- (3) Nina Mehta, "Back to the Futures: Single-Stock Futures Are About to Become a Reality - So Why Do They Still Feel So Unreal?", *Financial Engineering News*, November-December 2002.
- (4) Kristina Zurla, "Investors Dally With Trading In New Single-Stock Futures," *The Wall Street Journal Online*, 25 November 2002.
- (5) Christopher Faille, "Celent on Single-Stock Futures: Some Short-Term Worries," *Hedge World*, 25 November 2002.

(まじかわ まれひろ・客員研究員)

証研レポート既刊目録

1597 (2001.8)	執筆者	1604 (2002.3)	執筆者
証券取引所の株式会社化の意義	二上	清算機関のガバナンス	二上
自社株買いについて	伊豆	- 市場インフラと競争 -	
ユーロネクストのIPO	吉川	法定準備金の取り崩しについて	伊豆
- ドイツ取引所のIPOとの明暗 -		ドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意	吉川
アメリカ政府債の清算機関GSCC	福本	ペーパーレス化証券の新決済制度	福本
		米国機関投資家の取引コストと取引システム(1)	三木
1598 (2001.9)		1605 (2002.4)	
ロンドン証券取引所の株式上場	吉川	中国株式市場の形成と国有企業改革	王
上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(4)	王	米国機関投資家の取引コストと取引システム(2)	三木
- 上場企業のガバナンス文化を中心に -		債券取引の電子システム	清水
C Pのペーパーレス化(1)	福本		
- 日本初の不発行化(dematerialization) -		1606 (2002.5)	
オプティマーク市場休止が意味するもの	三木	日本版金融ビッグバンの評価	二上
1599 (2001.10)		中国の証券行政	王
取引所の自主規制機能について	伊豆	- 中国版SEC(中国证券监督管理委员会)の誕生 -	
ドイツ取引所の新たな戦略(2)	吉川	外為取引の減少と電子取引	伊豆
- ユロ建て米国株電子取引 -		1607 (2002.6)	
中国最大の総合家電メーカー海爾集團の経営管理と企業文化	王	資産管理型営業の再考	二上
- 「市場中心主義」と「顧客至上主義」をめくって -		中国の個人投資家	王
ナスダックにおける株価セント表示導入の影響	三木	投資顧問業者の注意義務について(1)	三木
		- 運用機関の受託者責任より -	
1600 (2001.11)		1608 (2002.7)	
信用取引とデリバティブ取引	二上	家計の金融資産を取り巻く状況	二上
自主規制機能の分離・統合論	伊豆	投資顧問業者の注意義務について(2)	三木
- S I Aの自主規制モデル案 -		ベイオフと地方公共団体の公金管理	清水
L I F F Eの決断	吉川		
- ユロネクストによる買収合意 -		1609 (2002.8)	
中国の外資導入における経済技術開発区の役割	王	中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則(1)	王
- 天津経済技術開発区の紹介を中心に -		トランジション・マネジメント	三木
C Pのペーパーレス化(2)	福本	I Tバブル後の国際資本移動について	伊豆
1601 (2001.12)		1610 (2002.9)	
最近の個人顧客の動向	二上	ワン・ストップ・サービスの論点	二上
インターネット取引の拡大について	伊豆	中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則(2)	王
ユーロCCP	吉川	ユーロクリアとクレストの合併	吉川
- D T Cの欧州クリアリング機関 -		1611 (2002.10)	
金庫株解禁の商法改正	福本	証券代理店構想について	二上
N Y S Eとナスダックのスプレッドの比較	三木	社会的責任投資とエコファンダ	三木
		スーパー・モンタージュ導入とECNのビジネス	清水
1602 (2002.1)		1612 (2002.11)	
新規参入業者に見るビジネスモデル	二上	中国株式市場の機能について	王
オーストラリアとシンガポールの取引所間リンク	吉川	機関投資家と株券貸借取引	三木
- クロスボーダー・ネットワークの試み -		「第二期グローバル化」論について	伊豆
中国上場企業のパフォーマン	王		
米国の機関投資家と取引コスト	三木		
1603 (2002.2)			
減資について	伊豆		
- 株式・資本金・株主持分 -			
ナスダックの電子的価格改善システム	吉川		
- プライメックス・オークション・システム -			
中国上場企業の株式所有構造と企業効率	王		
証券決済制度改革	福本		
- 現行改革議論の整理 -			

刊 行 物 案 内

(金額は本体価格で他に消費税がかかります。)

詳説現代日本の証券市場 2002年版

日本証券経済研究所編
A 5判 303頁 2,500円 送料 310円

図説アメリカの証券市場 2002年版

日本証券経済研究所編
A 5判 341頁 3,000円 送料 340円

図説イギリスの証券市場 2002年版

日本証券経済研究所編
A 5判 206頁 2,200円 送料 310円

図説ヨーロッパの証券市場 2000年版

日本証券経済研究所編
A 5判 299頁 2,800円 送料 310円

図説EUの証券市場 1999年版

日本証券経済研究所編
A 5判 217頁 2,200円 送料 310円

図説中国・香港の証券市場

日本証券経済研究所編
A 5判 193頁 2,039円 送料 310円

ユーロ導入と金融・証券市場

EU 通貨統合と証券市場研究会編
A 5判 300頁 2,900円 送料 340円

機関投資家と証券市場

ロンドン資本市場研究会編
A 5判 290頁 2,900円 送料 340円

業 際 問 題 を 超 え て

一日米金融制度改革の研究—
グラス＝スティーガル法研究会編
A 5判 272頁 2,500円 送料 340円

Securities Market in Japan 2001

日本証券経済研究所編
菊判 347頁 3,200円 送料 340円

株式投資収益率 2001年

日本証券経済研究所編
CD-ROM(Excel版) 12,000円 送料 200円

証券会社の組織と戦略

証券経営研究会編
A 5判 291頁 2,800円 送料 340円

金融市場の変貌と証券経営

証券経営研究会編
A 5判 238頁 2,300円 送料 310円

市場改革の進展と証券規制の課題

証券取引法研究会編
A 5判 219頁 2,900円 送料 310円

金融システム改革と証券取引制度

証券取引法研究会編
A 5判 279頁 3,200円 送料 340円

欧米における証券取引制度の改革

証券取引法研究会国際部会編
A 5判 253頁 3,200円 送料 340円

証券取引における 自己責任原則と投資者保護

証券取引法研究会国際部会編
A 5判 236頁 3,107円 送料 310円

コーポレート・ガバナンス

一アメリカ法律協会「コーポレート・
ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究—
証券取引法研究会国際部会訳編
A 5判 291頁 3,883円 送料 340円

北欧諸国の租税政策

ピーター・バーチ・ソレンセン編 馬場義久監訳
A5判 260頁 3,800円 送料310円

資産所得課税の理論と実際

日本の資本市場と証券税制研究会編
A 5判 279頁 2,800円 送料 340円

日本の金融持株会社

金融持株会社研究会編
A 5判 170頁 2,000円 送料 310円

(金額は本体価格で他に消費税がかかります。)

日本証券史資料戦後編(全十巻,別巻)

志村嘉一監修 日本証券経済研究所編

第1巻 証券関係帝国議会・国会審議録(一)昭和20年-27年
B5判1012頁 8,500円 送料 590円

第2巻 証券関係国会審議録(二) 昭和27-36年
B5判 960頁 8,500円 送料 520円

第3巻 証券関係国会審議録(三) 昭和37-40年
B5判1026頁 8,500円 送料 590円

第4巻 証券史談(一)
B5判 714頁 8,500円 送料 520円

第5巻 証券市場の改革・再編
B5判1094頁 10,500円 送料 590円

第6巻 証券市場の復興と整備
B5判1008頁 12,000円 送料 590円

小林和子監修 日本証券経済研究所編

第7巻 証券市場の成長と拡大期(一)
B5判1112頁 13,592円 送料 590円

第8巻 証券市場の成長と拡大期(二)
B5判1114頁 13,592円 送料 590円

第9巻 証券恐慌
B5判1188頁 14,563円 送料 590円

第10巻 証券史談(二)・補遺他
B5判 903頁 10,680円 送料 520円

別巻1 証券関係文献目録(明治・大正・昭和)
B5判 346頁 6,796円 送料 450円

別巻2 証券年表(明治・大正・昭和)
B5判1052頁 12,621円 送料 590円

(全巻セット特価 100,000円)

日本証券史資料戦前編(全十巻)

小林和子監修 日本証券経済研究所編

第1巻 証券関係元老院・帝国議会審議録(一)
B5判1083頁 12,000円 送料 590円

第2巻 証券関係帝国議会審議録(二)
B5判 717頁 10,000円 送料 520円

証券年表(明治・大正・昭和)

小林和子監修 日本証券経済研究所編

B5判 1052頁 11,650円 送料 590円
(日本証券史資料 戦後編 別巻2 別装丁版)
(以後各年度版発行)

証券関係文献目録(明治・大正・昭和)

小林和子監修 日本証券経済研究所編

B5判 346頁 5,825円 送料 380円
(日本証券史資料 戦後編 別巻1 別装丁版)
(平成12年度版まで各年発行,以降HP掲載)

総合商社の経営分析

日本証券経済研究所編

A5判 150頁 1,900円 送料 310円

戦後証券史を語る 上・下

志村嘉一監修 日本証券経済研究所編

菊莉 上285頁 各1,942円 送料 上310円(セット)
下390頁 各1,942円 送料 下340円(450円)

(日本証券史資料 戦後編 第4巻 普及版)

続 戦後証券史を語る

小林和子監修 日本証券経済研究所編

B5判 268頁 2,330円 送料 340円

(日本証券史資料 戦後編 第10巻 証券史談(二)の普及版)

外国証券関係法令集

日本証券経済研究所編

アメリカⅠ 1933年証券法, 1934年証券取引所法

[改訂版] A5判 179頁 2,427円 送料 310円

アメリカⅡ 1933年証券法規則

[改訂版] A5判 241頁 3,398円 送料 310円

アメリカⅢ 1934年証券取引所法規則

絶版

アメリカⅣ 1939年信託証書法, 1940年投資会社法

[改訂版] 1940年投資顧問法, 1970年証券投資者保護法

A5判 213頁 3,204円 送料 310円

アメリカⅤ 連邦準備制度理事会規則(T,U,G,X規則)

A5判 62頁 1,000円 送料 240円

アメリカⅥ ニューヨーク証券取引所設立証書,

定款, 理事会規則

A5判 66頁 1,200円 送料 240円

イギリス 2000年金融サービス市場法

A5判 385頁 4,300円 送料 310円

ドイツ 証券取引法, 取引所法, 投資会社法,

販売目論見書法, 寄託法, 解題

A5判 232頁 3,300円 送料 310円

フランス

A5判 225頁 2,500円 送料 310円

現代企業と配当政策

日本証券経済研究所編

A5判 272頁 3,200円 送料 310円

財務リスク・マネジメント

一ALMの理論と実務一

日本証券経済研究所編

A5判 211頁 2,233円 送料 310円

オフバランス取引

一実態と会計の対応一

日本証券経済研究所編

A5判 194頁 2,233円 送料 310円

証研レポート第一六一三号
二〇〇二年十二月九日発行

(毎月一回第一月曜日発行)

昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可

2002年12月号

発行所

財団法人 **日本証券経済研究所**
大阪研究所

〒541-0041 大阪市中央区北浜 2-1-5 大阪証券会館別館

電話 (06) 6201 0061(代表) Fax (06) 6204 1048

<http://www.jsri.or.jp>

定価400円(本体381円)