

証 研

レポート

No.1740

2023年10月

取引所二部開設と店頭売買銘柄登録制度

～株式店頭市場の歴史的考察～ 松尾 順介（1）

G I F Tコネクト

～インドとシンガポールの取引リンケージ～ 吉川 真裕（31）

米国株式市場の構造変化

～ゼロ・コミッション化の進展と店頭市場の拡大～ 志馬 祥紀（39）

取引所二部開設と店頭売買銘柄登録制度

～株式会社店頭市場の歴史的考察～

松尾 順介

はじめに

本誌では、取引所二部開設に至る店頭市場について、当時の店頭売買承認銘柄制度を中心に考察したが、本稿では二部市場開設後の店頭市場について、店頭売買銘柄登録制度を中心に考察を試みる。

一九五一年に導入された店頭売買承認銘柄制度については、店頭売買を規制・抑制するという政策的観点の後景に退けられ、むしろこれらの銘柄を育成するという観点が打ち出され、結果的にかなりの成果をみるに至ったが、逆に二部市場開設後の一九六三年に導入された店頭売買銘柄登録制度は、店頭売買を規制し、市場の拡大を抑制することに制度的な重点が置かれたと考えられる。つまり、戦後の店頭市場の規制は、育成と抑制の両者の間を揺れ動きながら推移したという見方ができる。このことは、現在の非上場株式市場の議論でも踏襲されているように思われる。

そこで、本稿では、二部市場開設後の店頭市場について、この店頭売買銘柄登録制度を中心に考察する。

1 二部市場開設までの店頭売買承認銘柄制度

一九六一年一〇月、東京、大阪、名古屋の各取引所において、二部市場が開設されることになるが、この二部市場開設前の店頭市場としては、組織された集団的な取引市場と証券業者の店舗などで取引される店頭市場とが存在した。

戦後の株式取引としては、一九四九年に証券取引所が再開されるまでの期間中、集団的な店頭取引（いわゆる「集団売買」）が行われたことが知られている。特に、戦後初期においては、このような店頭売買では、「ヘタ株」といわれる未発行証券の売買がかなり活発に行われていた。この未発行証券には、上場銘柄の新株またはその権利だけでなく、買受代金領収書なども含まれており、しばしば投機的取引の対象となった。特に、旭硝子の権利株の売買は受渡し不能の事態に陥り、最終的に解合いによる決着となった（一九五〇年四月）。このような不祥事の結果、これらの取引は証券取引所に移管され、店頭取引は既発行の非上場株式の取引を行うこととなった。これが店頭売買承認銘柄制度であり、東京証券業協会は一九五一年八月八日、大阪証券業協会は一九五二年七月四日、名古屋協会は一九五三年二月一〇日に統一慣習規則「店頭売買銘柄の処理に関する規則」を制定した。

なお、非上場株式取引は、東証再開後も一時的に取引所内で行われたこともあったが、一九五〇（昭和二五年）証券取引員会よりこれを厳禁する旨の指示が発せられたため、「各業者の店舗、道路等」で行われたが、出合いが付きにくかったため、一か所に集合するようになったといわれる⁽¹⁾。具体的には、東京の実業証券、大阪の仲立証券、名古屋の共栄証券によって取引が行われた。このうち実業証券は東京証券取引所の才取会員であり、第一実業証券から第十二実業証券までの一二社、仲立証券は大阪証券取引所の仲立会員であり、第一十二仲立証券までの一二社（第四仲立証券は存在せず）、共栄証券は名古屋証券取引所の才取会員であり、第一

共栄証券から第八共栄証券までの八社によって構成されていた。いずれも各証券取引所の正会員間の売買の媒介を専業とする証券会社であった。これらの才取会員による店頭取引は、証券業協会の規制の下に運営され、実業証券一二社の集团的店頭取引は、日証館の同社事務所内で行われており、一九五三（昭和二八）年一〇月、同社事務所への取引所への移転に伴い、取引所内で行われた。⁽²⁾以下、店頭売買承認銘柄制度について概観する。⁽³⁾

まず、この集团的店頭取引で売買される銘柄は、証券業協会の制定した統一慣習規則「店頭売買承認銘柄の処理に関する規則」に基づいて取引される店頭売買承認銘柄およびそれ以外の店頭取扱銘柄であった。これ以外の銘柄は、各証券会社の店頭において個別的に各値段で取引が行われ、比較的取引量の多い銘柄を「特殊銘柄」と呼んでいたようである。⁽⁴⁾

なお、上記規則による銘柄の承認基準は図表1の通りである。

これに対して、店頭取扱銘柄とは、規則に基づくもので

図表1 店頭売買承認銘柄の承認基準

区分	協会	東京	大阪	名古屋
設立年数		2年以上		
資本金		5千万円以上	3千万円以上	
配当		最近3期間 10%以上継続	最近3期（1年1決算期では2期）以上 配当継続	—
株主数		250名以上（大株主、役員、縁故者に株式数が偏しないこと）		
取引所所在地に分布している		(1) 総株主数の30%以上 (2) 発行済株式総数の30%以上	(2) 発行済株式総数の30%以上	
名義書換所、取次所、連絡所		京浜地区	京阪神地区	中部地区
その他		紹介証券会社は月3千株以上の売買義務がある		

(出所) 大蔵省理財局「店頭市場の現状と問題点（未定稿）」（昭和36年2月22日）、小林和子監修『日本証券史資料 戦後編』第8巻、157頁。

はなく、慣行的に取引されていた銘柄であり、上場銘柄のうち売買停止銘柄、上場廃止銘柄および店頭売買承認銘柄から外された銘柄のうちから、協会が指定したものを指していた。⁽⁵⁾

具体的な店頭売買承認銘柄として、ソニー（東京通信工業）や本田技研工業、あるいはシャープ（早川電機工業）が引き合いに出されることが多いが、それ以外にもかなり多数の有名企業が登場している。例えば、大王製紙、日本テレビ放送網、安宅産業、大成建設、十合、日本信用販売、江崎グリコ、日本ビクター、国際航業、横浜銀行、井関農機、東京電気化学工業、大林組、名糖産業、佐藤工業、サンウエーブ工業、ヤマハ発動機、蝶理、飛島土木、エーザイ、日本ナショナル金銭登録機、伊奈製陶、厚木ナイロン工業、樫山、トリオ、栗田工業、伊藤ハム栄養食品、丸石自転車、岡村製作所、湯浅金物、清水建設、ブリヂストンタイヤ、パイロット万年筆、セーラー万年筆、森下仁丹、保谷硝子、ニチバン、菱備製作所、天田製作所、日立金属工業、パイオニア、不二サッシ工業、鹿島建設、相模ゴム工業などである。

同制度の下での新興企業の育成については、東京、大阪、名古屋においてそれぞれ相異なる取り組みが進められた。地区別の状況を概観すると以下である。

まず、東京地区の場合、四二三の承認銘柄が確認されるが、そのうち合併や再編などによる大きな資本異動や会社更生などの債務整理の手続きを経ずに、現在もほぼそのままの経営体として東証に上場している会社数は、一七五であり、約四一％を占めている。さらに、一部銘柄は一四一であり、約三三％を占めてそのおり、これらの会社は成長企業として企業価値を高めたといえるだろう。また、二部上場のままであっても、事業内容を大きく変化させ、企業価値を高めた事例もあると思われる。なお、会社更生などを経て一部に再上場した銘柄としては、六銘柄が確認でき、これらを合わせると、一部上場は一四七銘柄、三四％となる。また、対等合併と考えら

れる再編を経て上場を維持している銘柄は一一銘柄あり、これらを合わせると、上場銘柄は一九二銘柄、四五％となる(二〇二一年九月末現在)⁽⁶⁾。

次に、大阪地区では、二四三の承認銘柄が確認されるが、そのうち約半数は大阪単独承認である。例えば、大阪特殊製鉄所、大阪製鋼、大阪酸素、グリコ、大阪アイヌ興業、新大阪ホテル、湯浅乾電池、安宅産業、阪急不動産、蝶理、大林組、美津濃、近畿相互銀行、福徳相互銀行、椿本、長谷川工務店、森下仁丹、佐伯建設、銭高組、三共生興などが挙げられる。ただし、残りの半数は、他地域との重複銘柄であり、大半は東京地区との重複であり、具体的には、日本航空、三菱地所、三洋電機、月島機械、横河電機、日野デューセル工業などである。したがって、大阪地区では、東京地区の銘柄の補完的取引という役割を担うと同時に、大阪地区の銘柄の育成という役割を果たしていたと考えられる⁽⁷⁾。

第三に、名古屋地区では、一一五の承認銘柄が確認されるが、新旧株の重複や詳細不明などを除外すると一〇八社となる。このうち愛知県所在の会社は、御幸毛織など一三銘柄(うち名古屋単独一二銘柄)に過ぎず、残りは他地域の上場銘柄五五と非上場銘柄三〇であり、これらを名古屋地区で承認し、その株式が取引されていたようである。したがって、名古屋地区の場合、地元企業の育成については、東京や大阪に比べると限定的であり、東京や大阪の取引所上場銘柄の補完的役割が大きかったようである⁽⁸⁾。

以上のように、東京、大阪、名古屋においてそれぞれ差異が見られるが、新興企業の育成という役割を担っていたと同時に、各地区の証券業協会がその制度の運営において中心的な役割を果たしていたことは看過されるべきではないだろう。

2 取引所二部市場への移行

市場第二部開設の嚆矢となる議論を最初に展開したのは、東京証券取引所および東京証券業協会と考えられる。東京証券取引所『五〇年史』によると、一九五七（昭和三二）年三月、東京証券業協会と共同して「第二市場制度研究特別委員会」が設置されたことが記されている。この第二市場とは、既存の上場市場とは別個の市場開設を企図するものである。

このような企図が浮上した背景には、同時期に表面化した、東亜石油などの品薄株の買占め事件があつたとされる。⁽⁹⁾これらの被買取企業の株価は乱高下したため、取引所は値幅制限の強化などの措置を講ずるとともに、上場審査基準の強化と上場廃止基準の制定を講じる必要が高まり、その検討が開始された。その際、上場基準を強化すれば、上場銘柄にも不適合銘柄が生じ、その処置を講じる必要があり、その受け皿として第二市場論が浮上した。⁽¹⁰⁾

しかしながら、同委員会の第二市場論にとつて、証券取引法上の規定、「証券取引所は二以上の有価証券市場を開設してはならない」（第八七条）は高い障壁であつた。また、仮に別個に取引所を新設するとしても、上場銘柄の振り分け、会員資格区分、経費負担など、困難な問題に直面することになり、第二市場の開設は時期尚早と結論され、同年七月には同委員会は解散した。⁽¹¹⁾

これによって、この第二市場論はいったん挫し、上場基準の改正、店頭市場の自主規制の強化、非会員業者の店頭取引参加、受渡し決済の合理化など、個別的に解決する方向に向かうことになった。⁽¹²⁾

その一方で、この間も店頭市場の活況は続き、銘柄数も増加していったため、店頭市場そのものの在り方が問われることになった。具体的には、①価格形成および受渡しの面で投資家保護に不安があること、②中堅企業育

成のためには現状のままでは不十分であること、③集団売買が取引所類似行為に該当する疑念があることが指摘され、特に取引所類似行為に関しては、集団売買が取引所内で行われていたことから東証にとって看過できないものとみなされた⁽¹³⁾。

ただし、このような状況を受けて、店頭市場の在り方について議論を主導したのは、大蔵省および証券取引審議会であり、両者はかなり迅速に審議を進めていった。具体的には、大蔵省理財局は「株式流通市場に関する問題点（未定稿）」（昭和三五年一月一日）の中で、「最近、非上場証券の店頭取引が盛んになっているためその公正円滑を確保するという観点から、或いは店頭市場の組織化が進み取引所類似施設となる虞があるところから、大取引所所在地の店頭市場を組織化して正規の取引所（第二取引所）を設置すべしとの考え方があがるが、これについてどう考えるか。この場合、第二取引所と第一取引所との関係、第二取引所と地方取引所との関係をどのように考えるべきか」との認識を示し、これを証券取引審議会に問題提起し、一九六一（昭和三六）年二月から証券取引審議会は審議を開始した⁽¹⁴⁾。これ以降、同審議会では六月までに一〇回にわたる審議が重ねられた⁽¹⁵⁾。

この間の詳細な議論の展開は、ここでは省略するが、一九六一年五月、証券取引審議会は、取引所に第二市場部を併設することを決定するとともに、大蔵大臣に意見書「集团的店頭取引の組織化について」（昭和三六年六月七日）を提出した。そこでは、早急な組織化が目下の喫緊の要務であることに鑑み、現在の証券取引所に第二市場部を設けることが「現実的な解決策」であるとの結論が下され、同年一〇月の第二市場開設に至った⁽¹⁶⁾。

なお、この政策決定は相当迅速なものであったが、大蔵省の独断専行ではなく、業界も含めた合意形成の下に政策決定が行われたという点は看過されるべきではないだろう。第二市場開設は、東証が先鞭をつけ、その後大蔵省が議論を主導し、証券業界もこれに追随し、発行会社側もこれを支持したと考えるのが妥当と思われる。

また、二部市場開設によって、その後の市場構造が逆ピラミッド型にシフトしていったとみられることができるが、二部市場開設後の市場状況を見ると、むしろ取引は活発化しており、発行会社にとってプラスの面が少なくなかったと思われる。その意味では、ベンチャー市場という側面が失われたわけではなく、より発展したという見方もできると思われる。

3 二部市場開設直後の店頭市場

二部市場開設によって、店頭売買承認銘柄の大半は取引所上場銘柄となり、店頭売買承認銘柄制度はその役割を終えたといえる。ちなみに、二部市場開設当初の新規上場会社数は、図表2の通りである。

なお、二部市場開設において重要な論点とされたのは、①上場基準の設定、②会員問題、③売買管理のあり方であった。

まず、上場基準については、証券取引審議会の意見書（一九六一年六月七日）が二部の上場基準を店頭売買承認銘柄基準と同程度のものとしたことを受けて、図表3のように緩和されるとともに、店頭売買承認銘柄および取扱銘柄に関しては、上場基準に適合しない場合でも原則として上場承認する旨の暫定基準が設けられた。⁽¹⁷⁾

次に、会員問題については、東証理事会によって、地元非会員業者に対し「連合体として過半数以上の出資による一社のみを正会員として認める。ただし、連合体は株主である非会員業者からの委託注文のみを受ける」旨の決定が下され、一九六一年一〇月一五日、

図表2 新規上場会社数

	店頭売買承認銘柄からの上場	店頭取扱銘柄からの上場	直接新規	合計	1961年9月末 店頭銘柄数	上場申請 なし
東証第一部	32社	0社	1社	33社	358社	13社
東証第二部	297社	15社	13社	325社		

(出所) 東京証券取引所 [1966] 24頁。

非会員業者三二社の代表によって東京連合証券が設立された。⁽¹⁸⁾

第三に、売買管理については、店頭売買承認銘柄には値動きの激しいものが見られたことから、以下の措置が取られることとなった。①売買単位…五〇〇株、②本所が売買管理上特に必要と認め、その都度指定した銘柄の始値は撃拆の方法によつ

図表3 上場審査基準の主要項目の推移

改正年月日	設立後年数	配当率	資本金 発行株数	株主数	浮動株数	売買高 (過去1年の月平均)
1949年 3月15日	2年以上		公称1,000万円 払込500万円以上	300人程度		
1951年 12月1日	同上		60万株以上	600人以上	(1) 1,000株未満株主の所有株数が10万株以上 (2) 1万株以上株主の所有株数が80%以下	3,000株以上
1953年 5月15日	同上		同上	1,000人以上	1,000株未満株主の所有株数： (1) 発行済株数100~200万株の場合20%以上 (2) 同株数200~400万株の場合15%以上 (3) 同株数400万株以上の場合10%以上	同上
1954年 4月1日	同上	10%以上	1億円以上	同上	(1) 同株数100万株未満の場合25%以上 (2) 同株数100~200万株の場合20%以上 (3) 同株数200~400万株の場合15%以上 (4) 同株数400万株以上の場合10%以上	(5) 時価200円未満 5,000株以上 (6) 200円~400円 3,000株以上 (7) 400円以上 2,000株以上
1955年 8月17日	同上	同上	同上	同上	持株数5,000株未満株主所有株数が発行済株式数の35%または200万株以上	同上
1961年 7月25日	同上	3期間 10%以上	1億円以上 (注1)	250人以上 (注2)	(1) 資本金1億円未満の場合20%以上 (2) 同1億円以上の場合40万株以上で5%以上	当該事項なし

(注1) 1961年7月25日~1962年9月30日期間は、暫定基準で5,000万円以上。

(注2) 株式公開後の見込数である。

(出所) 前掲、22頁。

て決定する。③才取会員が売買の媒介を受託できる注文の種類は成行および指値の二種類とする。④売買取引の規制としては第一部においてとっている措置を実施するとともに、「指定銘柄売買取引処理要綱」（一九六〇年三月八日理事会決定）について前日における予告を必要とせず、銘柄の指定を行うことができる。⑤第二部立会場内特設ポストを設け、上場廃止基準該当銘柄、指定銘柄などの売買取引を行う。⑥つけ出しバイカイを認めない、また自己の計算をもつてする売買の自店優先を禁止する。⑦第二部銘柄については信用取引を認めない。

なお、開設後の二部市場の取引は極めて活発で、株価も高騰し、「公開ラッシュ」が巻き起こったことが伝えられている。⁽¹⁹⁾

4 店頭売買銘柄登録制度の創設

上記のように店頭売買承認銘柄が二部市場に移行したことによって、事実上店頭市場はその幕を閉じたのであるが、高度成長経済が持続したことから、非上場企業の資金調達意欲は高まりを示すとともに、店頭での株式売買が活発化するようになった。当時の新聞報道では、「東京証券取引所近くの空地で事実上の市場ができてしまい、一日の出来高が百万―百五十万株に達するほどになった」と報じられている。⁽²⁰⁾このような状況を受けて、証券業協会は、一九六三年二月「店頭売買銘柄登録制度」を導入した。

この背景としては、前述のように東京において取引所非会員業者を中心に青空売買が行われたことが挙げられる。その売買気配は、兜会による「赤紙」と東京店頭株会による「青紙」として発表され、売買銘柄の大半も非会員業者による紹介によるものであり、原則として資本金二〇〇万円以上、二期以上有配であることが条件とされ、新しく対象銘柄となる場合は、株式の分譲形式による売出などが条件とされていたといわれる。⁽²¹⁾

このような店頭市場の状況については、新規公開の審査の不徹底さによる投資家保護上の問題があるだけでなく、株式の売出株数が少なく価格形成上の問題があることなどが指摘されるとともに、前述の暫定措置の期限が、資本金に関しては一九六二年九月末までとなっていたことから、一億円未満の会社の店頭取引が増加することも予想されていた。

このような状況の下、一九六二年五月二十九日、東京証券業協会は店頭取引特別委員会（委員長・福田千里氏）を設置し、検討を重ねた結果、同年九月一日、同理事会は新たに店頭売買銘柄登録制度を設けることを決定した。具体的には、①協会が一定の要件を具備した銘柄を登録する、②その値段を発表する、③その銘柄の発行会社に関する資料を公開することによって適正な価格形成に資する、④登録に際しては株式の分譲を行わせる、⑤登録銘柄以外の非上場株式の売買を自粛する、というものであった。なお、大阪においても同様の登録制度が設けられた。

ただし、この間の協会側の検討結果に対して、大蔵省は協会が店頭取引基準を設けたことを投資家保護上ある程度必要としつつも、①第一、第二以外の集団取引行為は証取法違反の恐れがある、②仮に違反でないとしても、店頭取引基準を設けることは一般投資家がかえって店頭取引に興味をもち、事故が起きた際には現在以上に損害を与える恐れがある旨の意見を示したことが報じられている⁽²²⁾。また、別の報道では、「協会が店頭株の銘柄や売買仕法について全責任をとるという形は困る。その理由は（一）現在の協会には全責任を負うだけの力がないのではないか、（二）投資家に第三市場が生れて安心して投資できる物件ができたとの誤解を与えるおそれがある」旨の見方を示したうえで、協会規則の重点は出来値の公表に置きたい旨の意見を示したことが報じられている⁽²³⁾。ここからは店頭市場の活発化について大蔵省側の対応は抑制的であったと考えられる⁽²⁴⁾。

なお、価格公表に関しては、店頭売買銘柄登録制度の施行に先立って、日本短波放送およびNSB市況通信社が「店頭市場報道センター」の設置申請を協会あてに提出している。その申請文によると、当日の店頭気配等を各証券会社に一齐に同時報道することによって、各社の店頭気配が相互に知悉され、集団取引の発生余地がなくなるるとともに、証券会社間の価格分裂が防止されることで、一物一価が維持され、投資家保護が図られるという趣旨が明記されている。これは前述の大蔵省側の意見を反映したものと思われる。

以上のような経緯を経て、店頭売買銘柄登録制度が導入されたが、東京証券業協会による「統一慣習規則第七号 店頭銘柄の値段の発表に関する規則」および「店頭売買銘柄の取扱いに関する申合せ」（一九六三年一月四日）の要点は、それぞれ以下の通りである。なお、大阪でも、東京と同様の登録制度が設けられ、同時期から実施された。⁽²⁵⁾

まず、同規則は本則一三条と付則五項目からなっている。⁽²⁶⁾

第一条 東京証券取引所の非上場株式の店頭売買につき、その売買値段を公表するとともに当該株式の発行会社に関する資料を公開し、投資者の便宜に資する。

第二条 協会は登録銘柄について協会員間で成立した売買の毎日の最高・最低価格を日本証券新聞に発表する。⁽²⁷⁾

第三条 登録に際しては二社以上の協会の連名によって、所定の申請書とともに発行会社の同意書並びに協会が定める付属書類および添付書類を添付して、協会に申請する。なお、付属書類には、会社票、株式分布状況・主要株主表、労務状況表が記載され、添付書類としては定款、最近二期の損益計算書および貸借対照表などが必要とされる。

第四条 協会の登録基準は、原則以下である。

(一) 発行会社の資本の額…五〇〇〇万円以上

(二) 発行会社は設立後二年以上であり、継続的に営業活動を行っていること

(三) 発行会社が利益配当を行っていること

(四) 発行会社の発行済株式数の三〇%以上が関東地方・静岡県・山梨県および長野県に分布していること
と

(五) 発行会社の名義書換所、取次所または連絡所が京浜地区にあること

第五条 協会は、第三条の規定による申請が前条の基準に該当し、申請書類等が適正に添付、記載されている場合、当該株式の銘柄、数量、記名・無記名の別、券面額または資本組入額、登録番号および登録年月日を登録原簿に登録する。

第六条 協会員は、他の協会員に対して売付が成立した場合、指定時刻までに協会に申告する。

第七条 申請協会員は、登録銘柄の発行会社において有償または無償の新株式発行、定時または臨時株主総会招集、その他事項（定款変更や本社または株式事務取扱所の移転・変更など）が生じた場合は、所定の書類を遅滞なく協会に提出する。

第八条 申請協会員は、登録銘柄について、銘柄、数量、種類、券面額等が変更される場合、あるいは新たに発行する株式を追加登録する場合、所定の申請書に発行会社の同意書を添付して協会に申請する。

第九条 協会は申請協会員から登録取消しの申請があった場合または以下の要件に合致した場合、登録を取消すものとする。

(一) 登録申請書またはその付属・添付書類に重要な虚偽記載または記載漏れがあつた場合

(二) 申請協会員が第七条に規定する関係書類の提出を怠つた場合

(三) 協会が売買値段の発表を不適當と認めた場合

第一〇条 協会は、登録取消しの場合、登録原簿の記載事項を抹消する。

第一一条 協会は、新規の登録、登録事項の変更、追加の登録、登録取消しの際、その都度申請協会員および

発行会社に通知する。

第一二条 協会は、登録銘柄の発行会社に関する資料を公開し、投資者および協会の利用に供することができる。

第一三条 協会は、登録銘柄以外の株式についても必要があると認める場合は、当該格式の値段を発表することができる。

付則 一 この規則は一九六三年一月四日から施行する。ただし、第二條および第六條の規定については、同年二月一日から施行する。

二 施行日から一月三十一日までの間、仮登録を受け付けることができる。

三 仮登録銘柄について、一九六三年六月二十九日までの間に規則第三条の申請がない場合は、仮登録を取り消すことができる。

四 仮登録銘柄について規則第三条の申請を行う場合、規則第四条の「資本金五〇〇〇万円」を「資本金三〇〇〇万円」と読み替える。ただし、一九六三年一月三十一日までに五〇〇〇万円以上に達しなかつた場合は、登録を取り消す。

五. 仮登録銘柄については、登録銘柄に準じその売買値段を公表する。

次に、申合せは、五項目と付則からなっている。

一. 登録の際における株式の分譲

(一) 協会員は登録申請する際、予め当該株式一五万株（券面額五〇〇円のものは一五万株）以上を取得し、登録後直ちに当該所得株式の二〇%以上を二〇社以上の他の協会員に対して、これを分譲する。

(二) 協会員は、分譲に際しては所定の申告書により協会に届け出るものとする。

(三) 仮登録銘柄で施行日から一九六三年六月二十九日までに登録申請があった場合および登録扱銘柄で登録申請があった場合、一部あるいは全部の分譲が免除される。

二. 協会は、登録銘柄以外についても必要がある場合、登録扱銘柄に指定するまたはその指定を取消することができる。

三. 協会員は、申合せ施行後、登録銘柄、仮登録銘柄および登録扱銘柄以外の非上場銘柄の流通を目的とした店頭売買を自粛する。

四. 協会員は、他の協会員と共同して登録銘柄、仮登録銘柄および登録扱銘柄の売買値段または気配を公表してはならない。

五. この申合せに違反した協会員は、協定会款第七六条（協会員の制裁）の適用があるものとする。

付則 この申合せは、一九六三年一月四日から施行する。ただし、三および四については、同年二月一日から施行する。

店頭売買銘柄登録制度の概要は、以上であるが、ここからは下記の特徴が読み取れる。

まず、物理的に集団的な売買となることを極力回避する一方、価格公表を統一化し、価格の透明性を向上させることが企図された。これは証券法上の取引所類似施設となることを避ける措置であるとともに、価格分裂の回避が図られたものと考えられる。

次に、申請協会員に対して引受幹事に類するような役割が課されたものと思われる。まず、登録申請段階では、付属書類や添付書類の提出が必要とされ、その記載内容についても虚偽記載等が認められた場合、申請取消し要件とされたことは、形式的な記載内容の確認であったとはいえ、ある程度の責任が生じたと考えられる。また、第八条に定められたように登録銘柄の発行会社について、登録銘柄の変更事項をフォローアップすることが事実上義務付けられた。その一方で、付則一項に定められたように、登録申請時に当該銘柄の株式を協会員間で分譲するという措置が講ぜられたことは、登録銘柄の値上がり益を協会員間で分配することにつながったと思われる。第三に、登録基準としては、二部市場の基準をある程度緩和した基準が設定されたと解される。具体的には、二部市場では資本の額一億円であるのに対して、登録基準は五〇〇〇万円、利益配当については三期一〇%以上であるのに対して、単に有配であることとされた。また、浮動株数、株主数および設立後経過年数については定められていない。ただし、前述したような当時の青空市場での暗黙の基準よりは、資本金基準においてより高い基準が設定されている。

当時の登録銘柄は、都築電気工業、山梨化成工業など六銘柄、仮登録銘柄は多田建設、ブルドックソース、太陽毛糸紡績、豊国産業、サンケイ化学、東洋護謨化学工業、不二硝子（新株）、朝日碍子工業、沖電線、小島プレス工業、加藤スプリング製作所、富士ディーゼル、日新電子工業、日本電波工業、芝電気、富士機械、キャビン工業、日本皮革、鳥居薬品、安全自動車、小松ストアー、常陽銀行、駿河銀行、東京相互銀行、平和相互銀行、

日本不動産、秩父鉄道、新宿コマ・スタジアム、富士屋ホテル、山王ホテル、精養軒など一〇四銘柄、登録扱銘柄は(旧)三井物産、(旧)三菱商事、日本銀行、閉鎖機関横浜正金銀行、東京スタジアム、国際観光会館の六銘柄であった(一九六三年二月一八日現在)⁽²⁸⁾。

なお、店頭売買銘柄登録制度における銘柄数と売買高の推移は、図表4および5の通りである。

店頭売買銘柄登録制度の運用に際しては、主として以下の二つの課題が取り上げられた。

まず、店頭登録基準の強化に関する課題である。二部の資本金基準は、一九六三年一〇月以降、暫定措置の期間を終え、一億円以上とされることとなった。さらに、証券不況によって増資が中断されていたが、その後の増資を再開するに際して、上場会社を選別する趣旨から新規上場の暫定的取扱いとして、一九六五年一〇月、資本金基準を三億円に引き上げる事となった。これは一九七〇年二月以降、正式に制度化された。ただし、既上場株については、暫定措置として一九六三年二月以降二億円以上、一九六五年二月以降三億円以上とされた。その一方で、店頭銘柄についても、一九六五年一〇月の新規登録再開に際して、登録基準が暫定的に五〇〇万円から一億円に引き上げられた。その結果、店頭売買登録銘柄の発行会社は、資本金一〜三億円規模の会社となり、これら

図表4 店頭売買登録銘柄数の推移

	登録銘柄		登録扱銘柄		合計	
	会社数	銘柄数	会社数	銘柄数	会社数	銘柄数
1963年2月1日 (発足時)	90	97	6	6	96	103
1963年12月	110	119	5	5	115	124
1964年12月	104	106	14	14	118	120
1965年12月	97	97	9	9	106	106
1966年12月	96	98	9	9	105	107
1967年12月	94	95	9	9	103	104
1968年12月	91	94	9	9	110	103
1969年12月	91	96	8	8	99	104
1970年12月	88	90	9	9	97	99

(出所) 日本証券業協会連合会『二十年史』169頁。

図表5 店頭売買登録銘柄および取引所銘柄の売買高推移

(単位：千株、%)

	店頭売買登録銘柄		東証				大証		名証		A/B	A/C	A/D	A/E
	登録銘柄	登録取扱銘柄	計 (A)	一部 (B)	二部 (C)	二部 (D)	二部 (E)	二部 (E)						
1963年	109,478	6,504	115,982	39,375,685	1,403,699	385,144	71,780	0.3	8.3	30.1	161.6			
1964年	26,361	24,260	50,621	28,578,364	766,524	203,862	51,499	0.2	6.6	24.8	98.3			
1965年	15,958	22,637	38,595	33,952,288	886,044	161,840	44,597	0.1	4.4	23.8	86.5			
1966年	13,747	21,541	35,288	35,938,158	1,471,741	277,582	78,646	0.1	2.4	12.7	44.9			
1967年	13,389	14,380	27,769	27,697,777	1,107,417	344,970	77,274	0.1	2.5	8.0	35.9			
1968年	13,669	10,259	23,928	45,105,495	1,780,449	427,497	81,139	0.1	1.3	5.6	29.5			
1969年	14,647	6,737	21,384	48,246,516	2,739,255	590,380	97,846	0.0	0.8	3.6	21.9			
1970年 (1～5月)	6,476	5,033	11,509	41,043,709	1,709,408	408,452	79,992	0.0	0.7	2.8	14.4			

(出所) 日本証券業協会連合会『二十年史』171頁より作成。

の会社の資金調達の場合としての役割が期待されるようになるとともに、上場基準の引き上げによって上場廃止銘柄の受け皿としての役割を担わされることとなった。⁽²⁹⁾ただし、店頭市場改革に関する本格的な論議は先送りされた。この背景には、店頭市場に積極的な役割を担わせることは、第二取引所問題の再燃につながることを懸念されたことが背景にあるものと推測される。

そこで、当面の課題とされたのは、流通市場改革であり、とりわけ価格公表のあり方をめぐる課題であった。

店頭売買銘柄の価格公表については、当初から東京証券業協会は小池会長談話として、①協会の発表する価格は协会会员間の取引価格であり、顧客との取引価格とは異なる、②協会が価格発表する目的は売買を監視するためではなく、売買はあくまでも协会会员の店頭において相対で行われる、③発表される価格は、銘柄の価値を保証するものではない旨を表明するとともに、協会員に対しては、①協会が価格を発表するのは公正な価格形成を促す

ためである旨を銘記すること、②過当な幹事会社競争を自粛すること、③慎重に投資勧誘を行うこと、④本制度が第三市場の醸成であるような錯覚を一般に与えないようにすること、⑤集团的売買を絶対に行わないことを要請した。⁽³⁰⁾

また、大蔵省も協会に対して、先の会長談話に重ねて配慮を要請した。具体的には、①規則制定趣旨を周知徹底させ、価格発表制度の円滑な運用に支障が生じないように留意すること、②同制度は非上場株式の売買を活発化させるためのものではないため、投資勧誘については、一般の顧客に積極的に推奨するような態度は厳に慎むべきであり、むしろ登録銘柄への投資には慎重であるように顧客に注意するような態度で臨むこと、③非上場株式の値動きは激しいため、証券業者の自己売買については慎重な態度で臨むこと、④非上場会社の公開に際しては、証券会社は自ら積極的に非上場株の「引出」を行わないこと、さらに登録基準は形式基準であつて発行会社の優秀さを保証するものではないが、投資家に迷惑が生じた場合の責任が当該銘柄の幹事会社に向けられることも考慮し、あらゆる観点から慎重な検討を行うこと、⑤集団売買は厳重な態度で臨む考えであり、証券業者は一致してそのような事態を生じさせないこと、である。⁽³¹⁾

このように価格発表については制度の中核的な位置づけが与えられていたが、発表される価格は証券業者間で行われた売買価格であり、必ずしも流通面の配慮がなされていなかった。これを受けて東京証券業協会は、一九六八年八月店頭市場特別委員会の中に株式部会を設置し、検討を重ねた結果、協会の自主的運営による「店頭株式気配交換センター」を設置するという結論に達した。具体的には、同センターに各協会の売り買い気配を集中させ、同センターがこれを各協会員に発表することによって、取引の円滑化と価格形成の信頼性向上を図るというものである。この結論は、同年七月に協会員全員の合意を得、これにより一九六九年九月、店頭株式気配

交換センターの業務が開始された。ただし、同センターの役割は、あくまでも売り買い気配の集中とその周知であり、売買取引自体は証券会社間の相対取引で行われるものであった。また、気配の集中において集中義務は課されなかったが、申告協会員は、申告日中に他の協会員から引き合いがあった場合は、銘柄ごとに最低五〇〇株（額面一〇〇円以上の銘柄は最低一〇〇株）の売買に応じる義務を負うものとされた。このセンターは、物理的な市場ではないものの気配交換を行うことで取引相手を見出すことが容易になるとともに、価格についてもある程度の客観性をもたせる役割があったとされている。⁽³²⁾

5 店頭市場の整備改善

このように価格発表に関しては、上記のセンター設置によって一定の成果を見たものの、店頭市場のあり方については先送りのままであったが、徐々に店頭市場改革の方向性が示されるようになった。その際の契機としては、証取法改正と東証の上場基準引き上げが挙げられる。

まず、証取法改正については、七一年改正において、従来有価証券届出書提出会社のみならず義務付けられていた有価証券報告書の提出が上場会社のみならず店頭登録会社にも義務付けられることとなった。⁽³³⁾これは店頭登録会社に対する開示規制の強化である一方、店頭登録会社が上場会社と並ぶ位置づけを与えられたことも含意していると思われる。

次に、東証の上場基準引き上げについては、一九七五年を別途として検討が進められた。その結果、一九七五年四月から上場基準が引き上げられるとともに、一九七八年四月から新たな上場廃止基準が適用されることとなった。⁽³⁴⁾これにより、同年二月下旬で上場を断念した会社は二二社、三月に一社が加わり、合計二二社となった。

これを受けて日証協は二月二二日の理事会でこの受け皿対策として登録ルールの一部を変更し、これらを投資家保護のため店頭市場で売買することとした。⁽³⁵⁾

このような状況を背景として、協会は一九七五年七月に店頭市場の整備改善に関する一連の具体策を取りまとめた。その主な内容は以下である。⁽³⁶⁾

① 登録基準について配当基準を引き上げるとともに、純資産基準を新設し、タイムリー・ディスクロージャーを義務付ける。また、登録銘柄について申請協会員において十分な審査を行ったうえで、協会が登録基準に適合しているかを審査・決定する。これによって投資家の信頼性を高める。

② 全国的規模の仲介専門機関を東京に設立し、売買値段の平準化と流通の円滑化を図る。同社は登録銘柄について協会員の売買の仲介を行うことを中心的業務とし、同社における売買値段等については市況情報伝達機構を通じて広く伝達を図る。

③ 店頭売買に関する現行規制を統合するとともに、あらたに手数料、受渡期限、成行注文および信用取引の禁止、投資勧誘および自己売買に関する規則等を関する規定を含む新規制を制定する。

④ 日常の店頭売買を監理するため、協会に所要の機関を設ける。

具体的には、配当基準は従来の年八%以上から一株当たり五円以上に変更され、純資産基準として二億円以上の額が新設された。また、審査については、登録申請協会員は、自己の責任において十分審査し、登録銘柄として適当と判断した根拠を記載した書面を協会に提出することとされた。さらに、投資勧誘についても一方的に顧客を誘引するような投資勧誘を行わないこと、特に株式投資経験のない顧客への投資勧誘を行わないことなどが織り込まれた。他方、登録銘柄の時価発行増資の自粛もここに含められた。

この改善策を踏まえて、一九七六年六月、公正慣習規則第一号「店頭における株式の売買その他の取引に関する規則」、店頭銘柄の登録制度と売買値段の発表に関しては公正慣習規則第二号「店頭売買銘柄の登録および売買値段の発表に関する規則」が制定された。また、店頭売買登録銘柄および登録扱銘柄の売買取引について機動的な監理を行うため、業務委員会の下部機関として東京、大阪、名古屋に株式店頭市場監理専門委員会が設けられた。⁽³⁷⁾

さらに、一九七六年六月、全国の証券会社一八七社の出資により、登録銘柄および登録扱銘柄の証券会社間の売買の取次ぎまたは売買の媒介を行う機関として日本店頭証券株式会社⁽³⁸⁾が設立された（これに伴って店頭気配交換センターは解散した）。同社は、証券法二八条第二項第二号に基づく証券会社であり、その業務は電話で証券会社からの注文を受け、それを社内の特レーダーが売買を付け合わせ、出来値を通知するとともに、その受渡を日本証券代行に委託するというものであった。また、市況については市況情報センターに気配だけでなく、直近の出来値も通知され、これらの情報は証券業協会に届けられるとともに、日本証券新聞にも発表されるものとされた。その結果、同社は設立当初から店頭取引の九〇%以上を取り扱うという実績を上げた。⁽³⁸⁾

なお、一九七三年七月に各地区の協会は全国組織として統合され、日本証券業協会が設立された。したがって、この店頭市場改革は、同協会発足当初の重要な取り組みであった。また、同協会が全国組織として統合されたことは、全国の証券会社の出資によって日本店頭証券が設立されただけでなく、全国一律の公正慣習規則が制定され、統一的な規制のもとに店頭市場が規律づけられる重要な要因となったと思われる。従来の店頭市場の規制は、ある程度横並びであったとはいえ、東京、大阪、名古屋の各地区協会⁽³⁹⁾で定められ、運用されており、必ずしも統一的なものではなかったからである。

このように店頭市場改革が進められていったが、この時期の改革について、店頭市場の育成と抑制という観点から見ると、育成よりも抑制に偏っており、上場廃止銘柄の「受け皿」としての役割も担われていたことがわかる。

実際に、一九七六年七月一日、証券局長通達「株式会社店頭市場の整備に伴う証券会社の営業態度について」（蔵証第八九二号）が日証協会長あてに示達され、⁽³⁹⁾そこには「証券会社は店頭売買銘柄について積極的に推奨するよ
うな態度は慎むこと」などの事項が含まれていたことは、それを如実に示すものといえる。

また、この通達によって証券会社の自主規制は強化され、改革後の店頭市場の取引は低調であった。年別の出来高の推移も一進一退であり、増加傾向は見られなかった。また、売買の中心は浮動株の多い上場廃止の登録銘柄であり、新規登録銘柄についても当初は分売によって株式が放出されるものの、やがては元の安定株主に還流していくため、月を追って売買高が減少する傾向にあった。⁽⁴⁰⁾

このような抑制的な店頭市場のあり方に対して、本格的な議論が開始されるのは、一九八〇年代であり、特に重要な契機となったのは、証券取引審議会の「株式市場の機能拡充について―中堅・中小企業と株式市場の関連を中心として」（一九八三年六月）と題された中間報告であり、この背景には日本経済の安定成長への移行に伴う、経済活性化策の必要性が挙げられるが、これについては別稿で考察する。

まとめ

以上のようにこの時期の店頭市場の変遷から、下記の点が指摘できる。

まず、店頭市場規制を育成と抑制という観点から見ると、一九五一年に導入された店頭売買銘柄承認制度は店

店頭市場の育成に政策的重点が置かれていたが、逆に一九六三年に導入された店頭売買銘柄登録制度は、店頭市場の抑制に重点が置かれていたと捉えることができると思われる。この両者はトレードオフの関係にあることから、その後の制度設計においてもこの両者のバランスが苦慮されることになる。⁽⁴⁾これは現在も同様であり、株主コミュニケーション制度のあり方においても同様の難しさがあると思われる。

次に、証券業協会は店頭市場において戦後中心的な役割を果たしてきたが、一九七三年に各地域の証券業協会が統合され、日本証券業協会が設立されたことは、その後の店頭市場規制を考える上でも重要な契機といえる。同協会の設立は、それまで地区毎に導入・運営されてきた店頭市場の規制を統一化し、一元的な市場運営を促進することになった。このことは、やがて店頭市場がジャスタックに改組される際にも重要な役割を果たすことにつながったと思われる。

第三に、一九八三年の証取審報告書「株式市場の機能拡充について―中堅・中小企業と株式市場の関連を中心として」は、店頭市場規制が抑制から育成へと転換する画期をなすものと思われるが、この転換がどのような成果をもたらしたかについては別稿を期したい。

〔謝辞〕本稿を作成するに際して、日本証券業協会から貴重な資料を提供していただきました。また、二上季代司氏（日本証券経済研究所）および清水葉子氏（福井県立大学）からは有益なご教示を賜りました。厚く御礼申し上げます。また、本稿は、桃山学院大学共同研究プロジェクト（二三連二九五・デジタル・ファイナンスによる地域活性化の可能性Ⅱ）の成果の一つです。同プロジェクトによる支援に厚く御礼申し上げます。

- (1) 大蔵省理財局「店頭市場の現状と問題点(未定稿)」(昭和三六年二月二二日)、小林和子監修『日本証券史資料 戦後編』第八巻、一五七頁
- (2) 東証才取会員協会『才取史』東証才取会員協会、一九九〇年、二一七頁。なお、同書には、当時のエピソードとして、取引の活発化に伴い、事務所内に電話を多数設置したため、取引所と変わらない外観を呈するに至り、事務所内を窓越しに見た、東証監理官から注意されたため、窓ガラスにペンキを塗って外から見えないようにしたという趣旨の記述がある。これは取引所類似行為とされる懸念を伝えており、興味深い。
- (3) 以下の店頭市場の取引規則などの記述については、主に大蔵省理財局「店頭市場の現状と問題点(未定稿)」(昭和三六年二月二二日)を典拠としている。ただし、煩瑣になるため各箇所の注記は省略した。
- (4) 前掲、大蔵省理財局、一五七頁
- (5) 前掲、大蔵省理財局、一五七頁
- (6) 拙稿「東京における店頭売買承認銘柄―昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場」『証研レポート』(日本証券経済研究所・大阪研究所、一七二八号、二〇二二年一〇月、八～三三頁、参照)。
- (7) 拙稿「大阪における店頭売買承認銘柄―昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場」『証研レポート』(日本証券経済研究所・大阪研究所、一七二七号、二〇二二年八月、一〇～三三頁、参照)。
- (8) 拙稿「名古屋における店頭売買承認銘柄―昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場」『証研レポート』(日本証券経済研究所・大阪研究所、一七三二号、二〇二二年四月、一一～三七頁、参照)。
- (9) 東京連合証券『東京連合証券株式会社十年史』東京連合証券株式会社、一九七三年、九頁によれば、店頭市場の組織

化に関する議論が浮上したのは、一九五七年三月、東亜石油の買占め事件が表面化し、これを契機として上場銘柄の再検討と上場廃止基準の設定が急務となったことが背景にあるとしている。

- (10) 東京証券取引所『東京証券取引所五〇年史』株式会社東京証券取引所、二五三頁、参照。
- (11) 前掲、東京連合証券『東京連合証券株式会社十年史』、九頁、参照。
- (12) 野村證券五〇年史編纂委員会『野村證券株式会社五〇年史』野村證券株式会社、一九七六年、四八〇頁、参照。
- (13) 前掲、東京証券取引所『東京証券取引所五〇年史』、二五四頁、参照。
- (14) 同上、二五四頁、参照。
- (15) 前掲、『野村證券株式会社五〇年史』四八一頁、参照。
- (16) 拙稿「非上場株式市場と取引所第二部開設」『証研レポート』（日本証券経済研究所・大阪研究所）、一七二四号、二〇二二年二月、一～二八頁、参照。
- (17) 東京証券取引所「四周年を迎えた市場第二部」『証券』（東京証券取引所）vol. 18、no. 202、一九六六年一月号、二三三頁によると、上場審査基準の付則は以下である。
 - (1) 一九六一年九月三〇日現在における東京証券業協会の店頭売買承認銘柄および取扱銘柄については、この基準に適合しない場合も原則として上場承認するものとする。
 - (2) 一九六一年七月二五日から一九六二年九月三〇日までの期間は次の暫定基準とする。
 - ①資本の額五〇〇〇万円以上、②五〇〇〇株未満の所有株式数が株式公開後、発行済株式総数の二〇％以上になる見込みのあること。
- (18) 前掲、東京連合証券『東京連合証券株式会社十年史』二五頁、参照。
- (19) 東京証券業協会証券外史刊行委員会『証券外史』二七二頁によると、二部市場の出来高は一九六一年一〇月当初一日

平均三〇〇万株だったものが、翌一九六二年七月には一六一万株に膨れあがるとともに、株価は、一部市場が一九六一年七月以降下げ相場に転じる一方、一九六二年九月までの一年間で四五%上昇した。さらに、新規上場会社数は一九六二年一八〇社（一部七社）、一九六三年九五社（同二社）となり、二部開設当初三三五社から一九六二年末四七六社、一九六三年末五九〇社、一九六四年末六〇八社となったと記されている。なお、一九六二年の公開価格に対する初値上昇率は、平均一・八倍（売出価格一九八円に対し初値三六一円）であり、その後の値上がりも期待された。さらに、興味深いのは、「公開株割当制度」（一九六八年四月に廃止）によって、協会員に五〇〇株が割り当てられ、割当株を初値で売却すると一九六二年中には一社当たり約二〇〇〇万円の利益が出たことから、新規の協会員が増えたため、割当資格を協会員歴や業者数に制限を設けるなどの措置が講じられたという。当時の市場関係者の次のような発言を伝えている。「一九六二年から、毎週五〜一〇銘柄くらいの上場申請が殺到してテンテコ舞いだった。そのころ、二部市場という畑に二〇円のタネをまけばすぐに一〇〇円になる。一部市場には一〇〇円のタネをまいても八〇円にしかない」といことが出たくらいで、これが公開ラッシュに輪をかけた。日本不動産（一九六三年三月一八日上場、五月末特設ポスト、二月二八日廃止）のように公開間もなく潰れるものも出たりして批判を受けた。上場審査申請を却下したのもいくつもある。当時は、大きく化ける」というので引受会社の幹事競争も激しかった。」

(20) 『日本経済新聞』一九六二年八月二五日、参照。ちなみに、一九六二年の東証二部市場の年間売買高は、二八三六百万株である。

(21) 日本証券業協会連合会『二十年史』一六一頁、参照。なお、当時の経済関係の雑誌には、店頭取引や個別銘柄に対する投資関連の記事が散見される。例えば、「特殊株の青空売買」（『政経時潮』一九六二年三月号、四六〜四七頁）に

よれば、兜会は、田中証券など五社、東京店頭株会は西証券など二社によって構成されていたことが報じられている。

- (22) 『日本経済新聞』一九六二年八月二十五日、参照。
- (23) 『日本経済新聞』一九六二年一〇月一〇日、参照。
- (24) 前掲、東京証券業協会証券外史刊行委員会『証券外史』二七四頁、参照。
- (25) 前掲、日本証券業協会連合会『二十年史』一六一頁、参照。
- (26) 東京証券業協会「統一慣習規則第七号 店頭銘柄の値段の発表に関する規則及び店頭売買銘柄の取扱いに関する申合せ」（一九六三年一月四日）、小林和子監修『日本証券史資料 戦後編』第九卷、八六〜八九頁、参照。
- (27) 「店頭売買銘柄の値段の発表に関する取扱い内規」（一九六四年三月二二日）によって、売買値段発表の基準価格は、券面額五〇円のものについては五〇〇株単位、券面額五〇〇円のものについては一〇〇株単位の売買値段の一株の最高・最低価格とするものとされた。
- (28) 東京証券業協会「店頭売買銘柄一覧」（一九六三年二月一八日現在）、小林和子監修『日本証券史資料 戦後編』第九卷、九〇〜九一頁
- (29) 前掲、東京証券業協会証券外史刊行委員会『証券外史』三九三頁、参照。
- (30) 東京証券業協会「店頭売買銘柄の値段の発表に関する規則実施に当たっての小池会長談話」（一九六三年一月三一日）、小林和子監修『日本証券史資料 戦後編』第九卷、八九〜九〇頁、参照。
- (31) 大蔵省理財局長稲益繁「店頭銘柄の価格発表制度について」（一九六三年三月七日）小林和子監修『日本証券史資料 戦後編』第九卷、九二頁、参照。

- (32) 大蔵省証券局年報編集委員会『大蔵省証券局年報』一九七〇年版、一一～一二頁、参照。
- (33) 証取法改正の背景としては、一九六五年の山陽特殊製鋼の倒産において、粉飾決算などを含む証取法違反が発覚し、社会的な注目を集めただけでなく、粉飾決算の疑義のある会社に対して大蔵省が審査を行った結果、相当数の粉飾決算会社が発見されたことが指摘できるものと思われる。
- (34) 東京証券取引所『東京証券取引所五〇年史』二〇〇二年、四二七頁によると、上場基準引き上げの背景的要因として、証券不況の深刻化によって市場第二部上場会社の倒産、無配転落、大幅減配などが相次ぎ、二部市場のみならず、市場全体に対する信頼を損なう恐れが生じたためとしている。
- (35) 東証才取会員協会『才取史Ⅱ』東証才取会員協会、一九九〇年、一八六～一八七頁、参照。
- (36) 日本証券業協会「株式会社店頭市場の整備改善策について」『証券業報』二九九号、一九七五年七月、三～八頁、参照。
- (37) 日本証券業協会『統合一〇年の歩み』日本証券業協会、一九八三年、八四頁、参照。また、公正慣習規則第一号および第二号については、日本証券業協会『証券業報』三二一号、一九七六年七月、三～三九頁、参照。
- (38) 同社の売買業務については、特別放送座談会「生まれ変わる株式会社店頭市場」『証券業報』三二一号、一九七六年七月、四三～五一頁、において日本店頭証券社長・後藤正見氏が詳しく説明している。
- (39) 大蔵省証券局長安井誠「株式会社店頭市場の整備に伴う証券会社の営業態度について」『証券業報』三二一号、一九七六年七月、四一～四二頁、参照。
- (40) 前掲、日本証券業協会『統合一〇年の歩み』八七頁、参照。
- (41) 前掲、特別放送座談会「生まれ変わる株式会社店頭市場」における大蔵省証券局総務課長・小山昭蔵氏の「この市場は：（中略）・なかなか危険の大きい市場であることは、事実として認識しなければなりません。・（中略）・将来性

のある中堅企業をここで息長く育てていく市場として、慎重な、堅実な運営を心がけていただきたい」(五一頁)という発言は、このような規制当局のあり方を示唆しているように思われる。

(まつお じゅんすけ・桃山学院大学教授)

GIFTコネクト

インドとシンガポールの取引リンクページ

吉川 真裕

二〇一七年六月五日、ナショナル・ストック・エクスチェンジ・オブ・インディア（NSE）はグジャラート州の金融特区であるGIFTシティ（Gujarat International Finance Tec-City）にある子会社NSE国際取引所（NSE IFSC Limited）でドル建てのデリバティブ取引等を開始した。そして、二〇一八年二月二日にはニフティ株価指数等のデリバティブ取引をドル建てでおこなってきたシンガポール取引所（SGX）に対してNSEでの取引価格等の提供を停止することを発表し、SGXは独自のインド株指数の導入計画で対抗した。同年五月二日には裁判所の仲裁により、交渉期間中は新たな商品を導入せず、SGXでのニフティ株価指数先物等の取引は認められることで合意が成立した。二〇二〇年九月二二日にSGXとNSEはSGXでおこなってきたニフティ株価指数先物等の取引をGIFTシティのNSE国際取引所でおこなうことで合意し、二〇二二年七月二九日からGIFTシティのNSE国際取引所への注文回送（GIFTコネクト）が開始され、二〇二三年七月三日にはSGXでのニフティ株価指数先物等の取引は停止された。

本稿では金融特区であるGIFTシティの開設経過と、SGXからNSE国際取引所への注文回送をおこなうようになった経過を紹介し、その背景について考察する。

1 G I F T シティ⁽¹⁾

G I F T シティ構想は二〇〇七年に当時グジャラート州首相であったナレンドラ・モディ首相が同州投資誘致会議（バイブラント・グジャラート）で提案したもので、インド都市開発省が進めるスマートシティ・ミッションの第一期に選定され、総投資額は約七〇〇〇億ルピー（約一兆二二〇〇億円）が見込まれている。G I F T シティはデリーからムンバイに走る国道八号線沿いにあり、アーメダバード国際空港から約二二キロ、州都ガンディナガルから約八キロとアクセスは良い。総面積九〇〇エーカー（約三六〇万平方メートル）のうち二六〇エーカーは金融オフショア取引の経済特区（S E Z）に充てられており、金融分野や I T 関係企業を呼び込み、ロンドンやニューヨーク、香港、シンガポールといった国際金融ハブ化を目指す計画である。

G I F T シティでは二〇一二年に建設が本格始動し、現在はインドで四カ所目となるティア4データセンターとして二棟の地上二八階建て高層オフィスビルが完成している。⁽²⁾ ビジネス向けの施設だけでなく、小学校も完成しており、居住地区、ホテル群、娯楽施設、病院などの建設も進んでいる。また、電力や飲料水供給、冷暖房、電気通信、ゴミ処理などの共用施設は一元的な集中管理体制が敷かれている。

G I F T シティの経済特区内に入居している企業向けに外貨での資金調達、資産運用、証券取引の仲介が可能で、物品サービス税の免除などの税制優遇措置も設けられている。二〇一七年に経済特区内に設立された N S E 国際取引所ではニフティ五〇といったインドを代表する株式指数のデリバティブ取引の他、金・銀・銅などのコモディティや株式、債券も取り扱うなど、総合的な取引所として機能している。取引所は一日二二時間稼働しており、幅広いタイムゾーンの市場参加者がアクセスでき、取引情報はブルームバーグ等のターミナルからもアクセス可能であり、インドにありながらオフショア市場として取引可能である点も魅力となっている。

2 GIFTコネクト

二〇一七年六月五日、インド最大の取引所であるNSEはGIFTシティにある子会社NSE国際取引所でドル建てのデリバティブ取引等を開始した。ところが、シンガポールのSGXがインド物のデリバティブ取引を以前からドル建てでおこなっており、期待に反してNSE国際取引所での取引は閑散としていた。

二〇一八年二月一二日、ニフティ株価指数等のインド物デリバティブ取引をドル建てで活発におこなってきたSGXがインドの個別株先物を導入しようとしたところ、NSE・ボンベイ証券取引所(BSE)・メトロポリタン証券取引所が共同で海外取引所に対して取引価格等の提供を停止することを発表した。これに対して、SGXは最大商品であるFTSE中国A五〇(FTSE中国A株五〇種株価指数)が中国の取引所で取引されている株価指数とは異なっているにもかかわらず、多くの取引を集めていることになって、独自のインド株指数の導入計画を発表して対抗した。そして、この背景にはニフティ株価指数等の使用を許可する特許権を持つNSEの関連会社がSGXに対して、八月の次回契約更新を打ち切るという姿勢を示したからと考えられる。三取引所による共同声明は外国取引所に対する情報提供の停止措置であったが、ニフティ株価指数先物を取引する日本(大阪取引所)やアメリカ(シカゴ・マーカンタイル取引所)では取引量が少ないこともあってか、全く問題視されなかった。これは明らかにSGXでの取引を妨害し、GIFTシティでの取引を増やそうとしたものと考えられる(なお、GIFTシティにはBSEの子会社の取引所も存在する)。

二〇一八年五月二九日にはボンベイ高等裁判所の仲裁により、交渉期間中、SGXは新たな商品を導入せず、SGXでのニフティ株価指数先物等の取引は認められることで合意が成立した⁽³⁾。その後二年以上に及ぶ交渉を経た二〇二〇年九月二二日、SGXとNSEはSGXでおこなってきたニフティ株価指数先物等の取引をSGXか

らGIFTシティのNSE国際取引所へ注文回送することで合意に達した。⁽⁴⁾そして、二〇二二年七月二九日からGIFTシティのNSE国際取引所への注文回送(GIFTコネクト)が開始され、二〇二三年七月三日にはSGXでのニフティ株価指数先物等の取引は停止された。⁽⁵⁾

3 GIFTコネクト導入の背景

モディ首相の肝いりで始まったGIFTシティ構想の中でも数字の上で分かりやすいNSE国際取引所の取引所取引は二〇一七年六月五日の取引開始後も取引を集めることはできなかった。他方、インド物の取引所取引を国外で最も盛んに取引していたのはシンガポールのSGXであり、ニフティ株価指数先物がその中心であった。そこで、二〇一八年にSGXがインド株式を対象とした個別株先物を導入しようとした機会を利用して、SGXでのニフティ株価指数先物等の取引を妨害し、SGXでの取引をGIFTシティでの取引として取り込んだというのが、この間の事態の経過と考えられる。この解釈の状況証拠としては二〇一八年二月一二日に株式の取引情報等の提供停止をSGXに対して発表したのがNSE単独ではなく、ライバルであるBSEやトロポリタン証券取引所と共同であったという事実があげられる。インドの国内取引ではNSEのシェアが大きく、BSEやトロポリタン証券取引所はNSEと係争するSGXと提携してインド国内でのシェアを高めるという選択肢もあつたはずであると考えられる。それにもかかわらず、共同でSGXへの情報提供停止を発表した背後には取引所の監督機関の意向や、GIFTシティ構想を進める政府の圧力が働いていたのではないだろうか。NSEにしてもそれまでSGXとの間で軋轢が高まっていたという報道はなく、この機会を利用して政府に恩を売り、 कोरोケーション・スキヤンダルの失点を挽回することをはかつたのではないだろうか。⁽⁶⁾

他方、当初は新たなインド株指数商品の導入計画を発表し、対抗する姿勢を見せたSGXが最終的にはシンガポールでのインド物取引の上場を廃止するという形を受け入れたことには驚きを感じざるを得なかった。これまでも外国物商品を取引の中心とするSGXは日本や中国、タイ、台湾の株価指数先物等を上場し、本国の取引所ともめることもあったが、上場商品を廃止するようなことは一度もなかった。それにもかかわらず、今回はインド物上場商品を廃止するまでに至ったのには他の理由があるからであろうと考えられる。

二〇一八年五月二九日の裁判所による仲裁の結果、交渉期間中は新たな商品を導入せず、SGXでのニフティ株価指数先物等の取引は認められることで合意した後、二〇二〇年九月二二日にSGXでおこなってきたニフティ株価指数先物等の取引をSGXからGIFTシティのNSE国際取引所へ注文回送することで合意に達するまでに一年以上も要したことがその謎を解くカギとなるものと考えられる。交渉が長引いた理由はSGXでの上場廃止を含めた合意にSGXが反対していたからであろう。それにもかかわらず、SGXが上場廃止を受け入れたのは、二〇二〇年五月二七日に香港取引所&クリアリング(HKEX)がMSCIと提携し、SGXでのMSCI台湾株指数の取引ができなくなることが明らかとなり、更にはMSCI中国A五〇コネクト指数を対象とした商品を上場してSGXの主力商品であるFTSE中国A五〇先物が脅かされることになったことが関係しているものと考えられる。⁽⁷⁾SGXとしてはHKEXとNSEの両方と争うという二正面作戦は避けて、実質的な取引の流失の恐れのないNSEに譲歩する形で合意することになったのではないだろうか。HKEXに対する敗北は取引量が大きいだけでなく、失われた取引を取り戻すことが困難であることが予想される。それに対して、インド国内ではドル建て取引需要の少ないNSEに対する敗北は提携の解消という形で将来的に回復の余地がある敗北であり、HKEXとの競争に当面は注力するための方便であると考えられたのではないだろうか。

実際、二〇二〇年九月二二日のGIFTコネクットの導入合意の直後である同年九月二八日にHKEXで上場されたMSCI中国A五〇コネクト指数を対象とした商品は大方の期待に反して鳴かず飛ばずであり、SGXの心配は杞憂に終わった(MSCI台湾株指数の取引をFTSE台湾株指数の取引に切り替えることにも成功していた)。そして、二〇二二年七月二九日からGIFTコネクトを通じておこなわれたGIFTニフティ株価指数先物等のクリアリングはSGXクリアリングを通じておこなわれ、両者の合意に基づいて取引に伴う場口銭の半分は失うことになるとしても、場口銭よりも大きいクリアリング・フィーはSGXにとどまることになっている。また、インドでは人気のある個別株先物のドル建て取引をNSE国際取引所でおこなうことができるというメリットを享受できることにもなっている。

シンガポールのドル建てニフティ株価指数先物取引をインドの金融特区に取り込むというGIFTコネクトは形式的にインドでのドル建て取引を増やし、モディ首相肝いりの金融特区計画に成果をもたらしたことになる。同時に、SGXを通じて取引してきた利用者にはこれまでと実質的には変わらない形でSGXクリアリングを通じた取引を提供し、SGXにもクリアリング・フィーをもたらすという形に落ち着くことになった。物理的な取引所という場所に意味のあったフロア取引の時代から電子取引の時代に代わって、どこで取引されるかという問題はますます複雑化していることをGIFTコネクトという仕組みは明らかにしたと言えるであろう。そして、二正面作戦の心配のなくなったSGXがGIFTコネクトをいつまでも維持し続けるのかという問題も興味深いところである。

注

- (1) 古川毅彦「インド初のスマートシティー「GIFTシティー」の今」『JETRO地域・分析レポート』二〇一九年五月一〇日 (<https://www.jetro.go.jp/biz/areareports/search.html?searchWord=GIFT&x=0&y=0>)、古川毅彦「GIFTシティーにビジネス集積(前編)金融機関などが続々参入(インド)」『JETRO地域・分析レポート』二〇二二年七月一一日 (<https://www.jetro.go.jp/biz/areareports/2022/b327c9edd262fcd4.html>)、ブルームバーグ・ブリーケッツ「シンガポールとマニラに挑むインドのGIFTシティー」二〇二二年一月二〇日 (<https://www.axion.zone/gift-city/>)。
- (2) アメリカの民間団体(UPTIME INSTTTUTE)が作成したデータセンターのクオリティを判断するために設けられた基準で、1から4の4つの段階で評価されており、各評価項目の全てが4のデータセンターをティア4相当のセクターと呼ぶ。古川毅彦「インド初のスマートシティー「GIFTシティー」の今」『JETRO地域・分析レポート』二〇一九年五月一〇日 (<https://www.jetro.go.jp/biz/areareports/search.html?searchWord=GIFT&x=0&y=0>)。
- (3) Abhirup Roy and Devidutta Tripathy, "Singapore Exchange to continue SGX Nifty trade despite India dispute," Reuters, 16 June 2018, 6:21 PM (<https://www.reuters.com/article/us-sgx-derivatives-idUSKBN1JC080>).
- (4) Ishika Mookerjee, "Singapore, India bourses to end dispute, push trading link," *Bloomberg*, 22 September 2020 (https://sg.finance.yahoo.com/news/singapore-india-bourses-to-end-dispute-push-trading-link-020655476.html?guccounter=1&guce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuYmluZy5jb20v&guce_referrer_sig=AQAAACSgLIxIAIX2CD7c_QqJ795Jbdy-UUNLid_IW8lqqIDG2O5hps9hw8tQqcopMge6WvZS0hRbFEZmCJz4Nyji9KVSWRqG37syvXA957Xy6MP9MroJfLuJgt-5nwnwne43pQZf-hjyu8h0hriUnQKvb9w06D9WrJ7-ud5wXqTcLluWyw1#:~:text=Singapore%2C%20

India%20bourses%20to%20end%20dispute%2C%20push%20trading%20set%20to%20launch%20a%20cross-border%20trading%20link).

- (5) Ashutosh Joshi and Ishika Mookerjee, "A \$7.5 Billion Futures Trade Moves to India as SGX Feud Ends," *Bloomberg*, 2 July 2023, 10:30 JST (<https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-07-02/a-7-5-billion-derivative-trade-shifts-to-india-as-sgx-feud-ends#xj4y7vzkgl>).

- (6) コロナショック・スキャンダルについて、拙稿「コロナショック・スキャンダル・インデックスにおける取引所運営の汚点」本誌1739号（110113号入頁）を参照 (https://www.jsrior.jp/publish/report/pdf/1739/1739_03.pdf)。

- (7) Hong Kong Exchange and Clearing, "HKEX Signs Agreement with MSCI to License Indexes to Launch Asia and Emerging Markets Futures and Options Contracts," *Press Release*, 27 May 2020 (https://www.hkex.com.hk/News/News-Release/2020/200527news?sc_lang=en).

(つづかむ ちやひる・密偵研究員)

米国株式市場の構造変化

～ゼロ・コミッション化の進展と店頭市場の拡大～

志馬 祥紀

1 はじめに

米国の資本市場では、新しい変化が継続的に発生している。近年では、ペイメント・フォー・オーダー・フローと呼ばれる個人投資家とブローカー間の利益相反可能性を巡る動きが改めて話題となり、SECが投資家利益を重視した新しい証券市場構想を提示する等様々な動きがみられる。この契機となったのは、ロビンフッド社等のリテール・ブローカーによる委託取引手数料の無料化（ゼロ・コミッション化）である。これは一時的なトピックに止まらず、ゼロ・コミッション化の進展によって、個人投資家の投資家行動が変化し、結果として株式市場の構造が変化した可能性がある。以下では、ゼロ・コミッションが株式市場に与えた影響について説明する。

2 米国株式市場の状況米国株式市場の構造変化（量的変化、注文執行市場の変化）

図表1は、米国株式市場全体の株式取引高と、取引所市場の市場シェアの推移状況を示している。

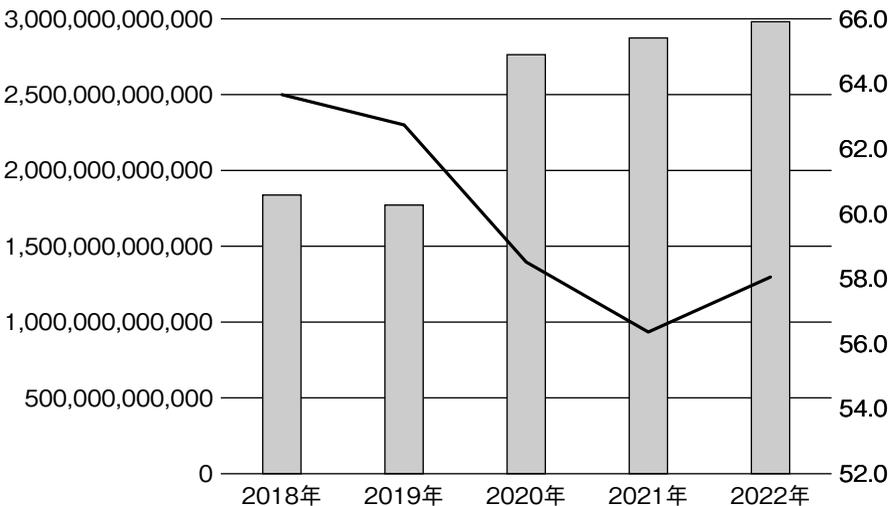
取引所市場と店頭市場を合わせた、株式市場全体の取引高は一兆八三七七億株（二〇一八年）から二兆九八〇三億株（二〇二二年）へ拡大（一・六倍）した。

同期間中の取引所取引高は一兆一七〇〇億株から一兆七三〇一億株へ拡大（一・四倍）し、同期間中の店頭市場（取引所以外の証券会社内部における店内付け合わせや代替的取引システム（ATS）等）の取引高は六六七億株から一兆二五〇二億株へと拡大（一・八倍）した。

取引所市場・店頭市場共に拡大しているが、店頭市場の伸び率が高いことから、取引所シェアは低下（六三・七%↓五八・一%）、店頭市場シェアは拡大（三六・三%↑四一・九%）した（なお、店頭市場のシェアは二〇二一年が四三・六%とピークをつけ、二〇二二年には四一・九%へと減少している）。

注目されるのは、二〇一九年〜二〇二〇年にかけての取引所取引の低下である。同時期には、ゼロ・コミッション化が進展しており、その拡大を指摘する意見（「ゼロ・コミッションは市場構造を変化させた」）が出されている。

図表1 全市場取引高と取引所シェア
(2018-2022年、棒グラフ：取引高(株数、左軸)、折れ線：取引所市場シェア(%、右軸))



(出所) CBOE "U.S. Equities Market Volume Summary" (以下同じ)。

3 リテール・ブローカーによるゼロ・コミッション化の影響（株式）

(1) ブローカーの顧客委託手数料無料化（ゼロ・コミッション）の進展状況

ブローカーによる顧客の委託手数料無料化の動き（ゼロ・コミッション化）は、二〇〇〇年代末頃より普及し始めた。

初期の動きとしては、一九九二年七月にチャールズ・シュワブが投資信託会社八社のミューチュアルファンド（八〇本）の販売手数料、取引手数料を無料化する「ファンド・スーパーマーケット」を発表している。

その後二〇〇九年一月にチャールズ・シュワブが自社ETFの取引手数料（ネット取引）を無料化。その後、フィデリティによるブラックロック社ETFの取引手数料無料化が追随（ネット取引）した。

二〇一三年一月にロビンフッド社が株式・ETFの取引手数料無料化を発表（ネット取引における取扱銘柄の全面無料化を二〇一四年に開始）し、二〇一七年二月にチャールズ・シュワブが株式・ETFの（ネット取引）委託手数料の値下げを発表した（八・九五ドルを六・九五ドルへ）。

そして、二〇一九年九月にインタラクティブ・ブローカーズが株とETFの手数料無料化を発表（ネット）したことが反響を呼び、二〇一九年一月一日にシュワブが株式・ETF・オプションの手数料無料化発表（ネット）、二〇一九年一月二日にTDアメリカトレード、E*トレードが、二〇一九年一月一日にフィデリティが株式・ETF・オプションの手数料無料化を発表、二〇一九年一月二日にバンカメが株式とETFの取引手数料無料化を発表（ネット取引、対象は証券及び預金残高が二万ドル以上の顧客）。二〇一九年二月九日に、資産残高の制限条件を撤廃、二〇一九年二月一日にウェルズ・ファargoが株式・ETFの委託売買手数料の無料化を発表（ネット）、二〇二〇年一月二日にバンガードが株とオプションの委託売買手数料の無料化を発表（ネット）

ト取引)する等、多くのインターネット・ブローカー(リテール・ブローカー)間に、ゼロ・コミッション化の動きが広がった(以上、窪田(二〇二〇)より引用)。

(2) 理論的考察

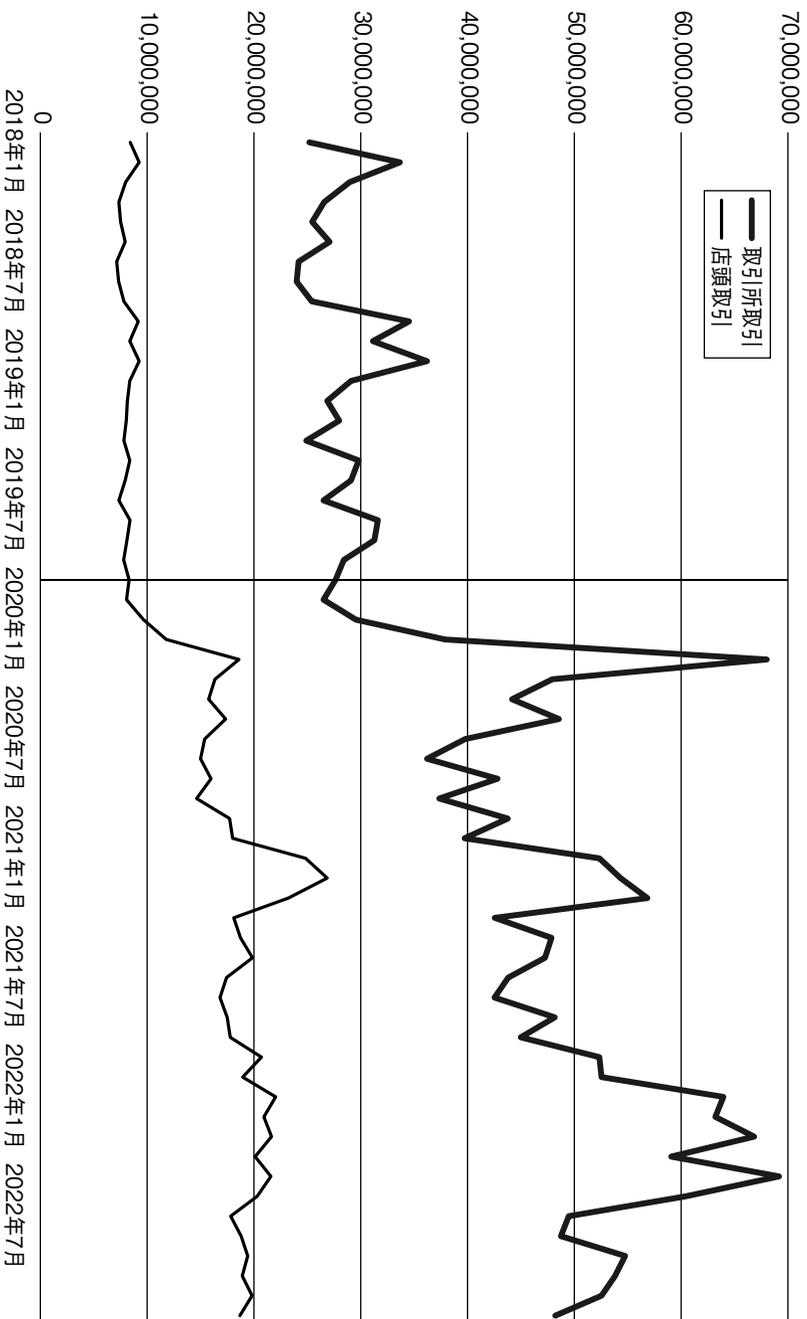
ブローカーによるゼロ・コミッション化の動きについて、複数の分析がなされているが、興味深い内容として、Pankaj K. Jain, Suchsmita Mishra, Shawn M. O'Donoghue, and Le Zhao (2021), "Trading Volume Shares and Market Quality: Pre- and Post- Zero Commissions"の考察がある。

同論文では、ゼロ・コミッションの影響について、様々な角度から検討している。注目されるのは、「取引手数料のゼロ・コミッション化により、リテール投資家は、取引注文を集約する必要が無く、それまで一取引にまとめて執行されていた注文が、より細分化して執行されている」との可能性を指摘した点であり、これは「取引執行回数の拡大、一取引あたり株数の低下」を意味している(その他には、個人投資家は、(PIM(価格改善)等によらずに)執行価格が悪化しても、手数料ゼロのブローカーによる注文執行を好む、すなわち明示的コストである有料のコミッションよりも不透明なコスト(例えば価格改善(PIM))を得られないことによるビッド・アスク・スプレッドの拡大)を好む傾向を指摘している)。

(3) 市場全体への影響

図表2は、取引所市場・店頭市場の月次取引回数(売買マッチング回数)を月別に、二〇一八年一月から二〇二二年一二月に示している。

図表2 取引所市場・店頭市場の月次取引回数（期間：2018年1月～2022年12月）



(注) 図中縦線は2019年11月を示す（図表3について同じ）。

ゼロ・コミッション化が大きく進展した、二〇一九年一月以降、取引所市場及び店頭市場取引の双方について、取引回数が上昇したことがわかる。とりわけ、二〇二一年頃には、二〇一九年末の約二倍の水準まで拡大している。

図表3は、取引所市場及び店頭市場について、一取引あたりの平均取引株数を二〇一八年一月から二〇二二年一二月にかけて示している。一取引あたりの株数は、二〇一九年末に比して、取引所・店頭の双方について減少傾向を示しており、二〇二二年半ばには2/3程度まで減少している。

(4) 店頭市場におけるゼロ・コミッションの効果

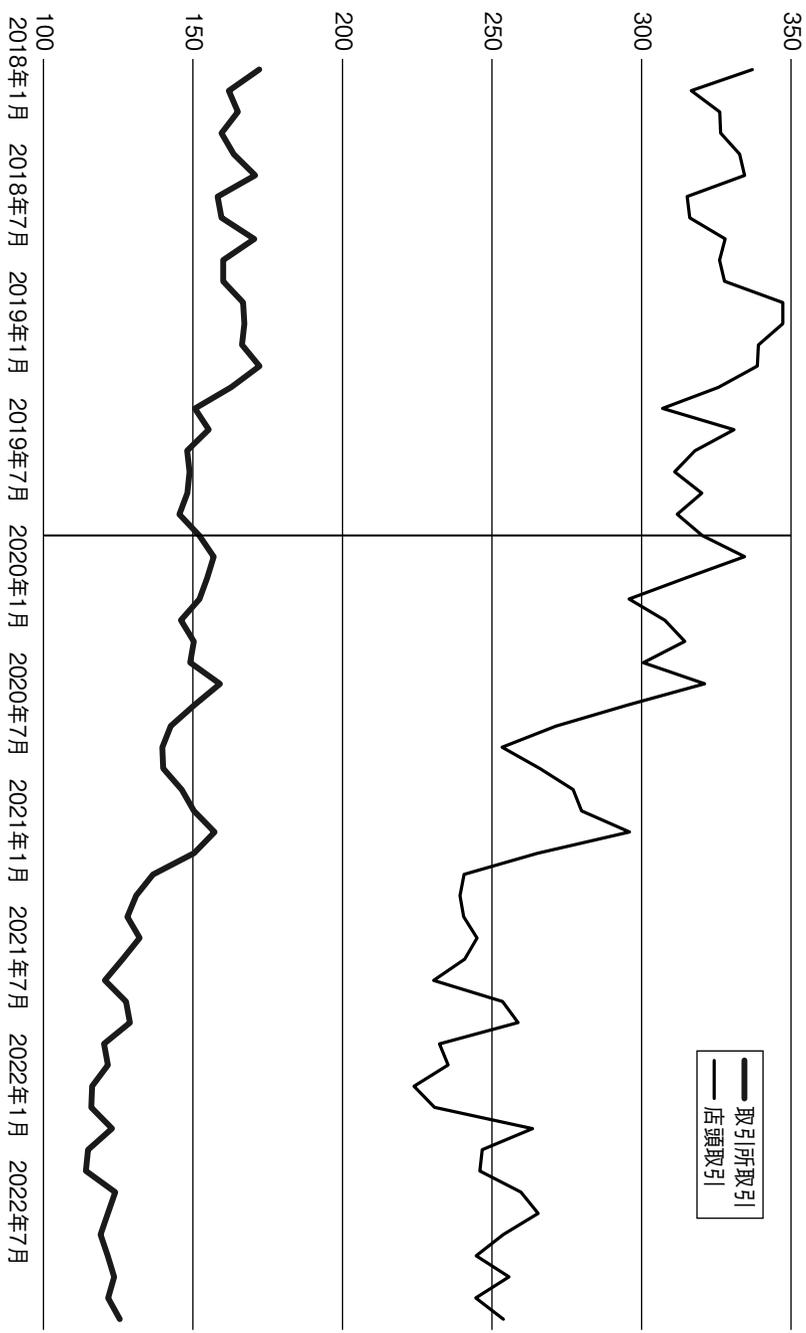
図表4はゼロ・コミッション採用の有無をめぐるブローカーにおける顧客資産残高の推移（中央値、%）を示している。

直線はゼロ・コミッションを導入したブローカーの顧客資産残高の変化率であり、破線は手数料を求めるブローカーの顧客資産残高の変化率を示している。

Pankaj, et al (2021)の計測では、個人投資家は、金融仲介業者間の利益相反の可能性を意識しながらも、ゼロ・コミッション・ブローカーに資産を移しており、二〇一九年半ばから二〇二〇年第一四半期にかけて、その資産は七%増加した。一方、手数料を徴収するブローカーの預かり資産残高は九%減少していた。この変化は、個人投資家は注文の執行価格が（価格改善（PIM）等によらず）悪化しても、手数料ゼロのブローカーによる注文執行を好む傾向を示唆している。

同時に、ゼロ・コミッションを採用したりテール・ブローカーは、手数料の損失を補うためにより多くのPF

図表3 一取引あたり取引株数（期間：2018年1月—2022年12月）



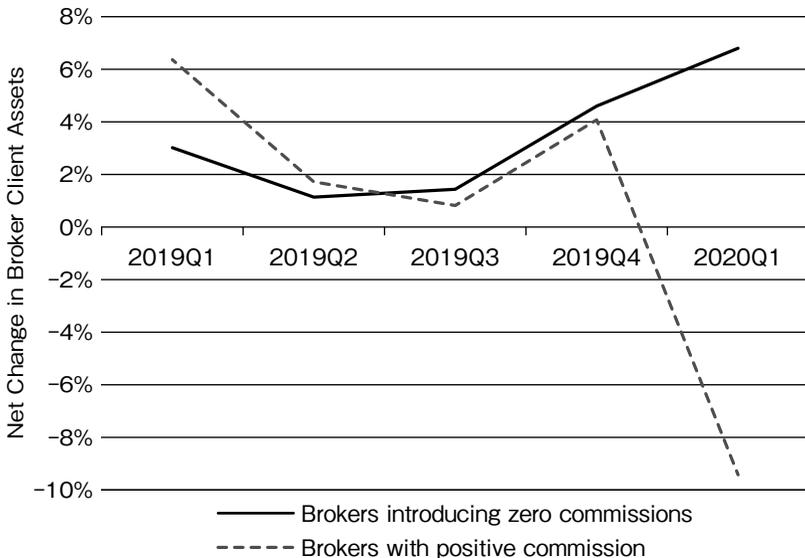
OFを得る可能性があるため、注文をホールセラー・マーケットメイカーへ回送し、取引所市場から遠ざける傾向が強まる。

同種行動は早期から観察されており、Battalio, et al (2016)は、ブローカー大手四社が、ほぼ全ての即時性のある注文をホールセラー・マーケットメイカー（ホールセラー業務及びマーケットメイカー業務を行う単一ブローカーあるいはブローカー・グループ）に売却し、即時性のない指値注文をホールセラー・マーケットメイカー（または最大の流動性リベートを支払う取引所）に回送するという、ペイメント・フォー・オーダー・フローを最大化する注文回送行動を指摘している。

(5) ホールセラーの収益推移事例

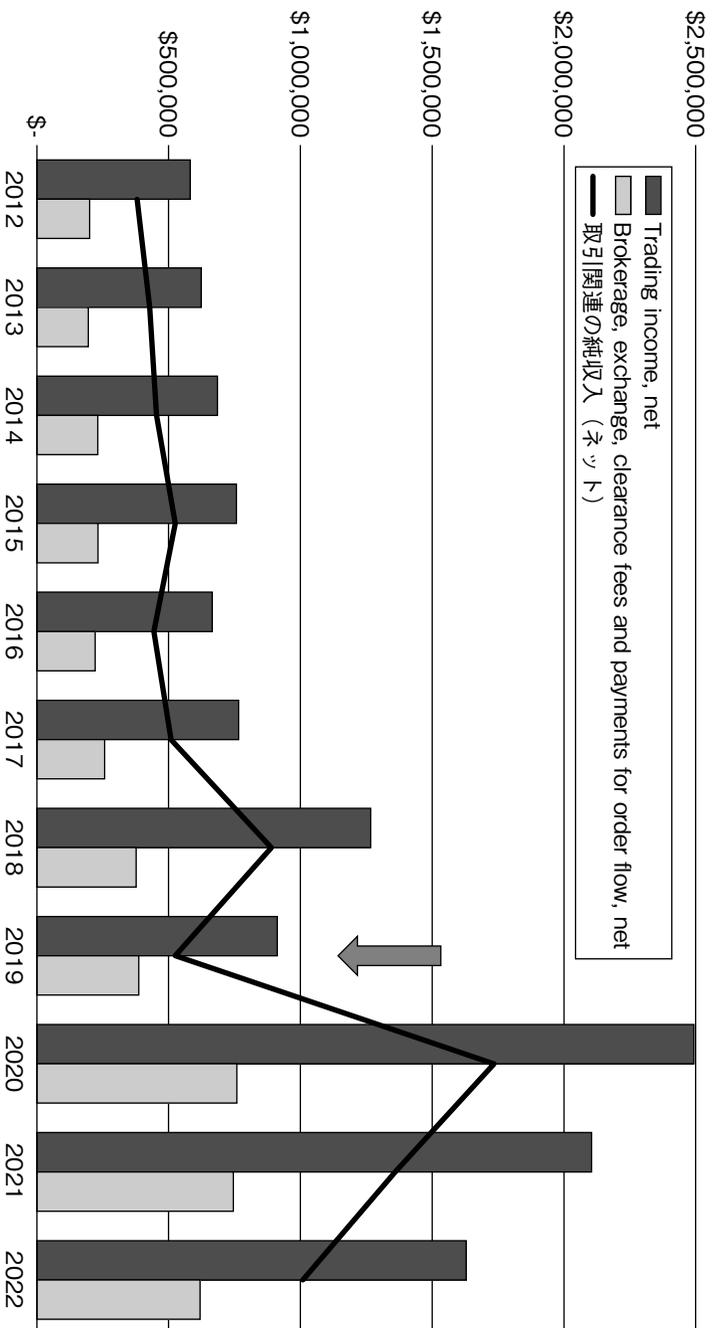
図表5は代表的なホールセラー・マーケットメイカーであるヴァーチュ社 (Virtu Financial) の取引関連収入の推移を示している。

図表4 ゼロ・コミッション採用の有無をめぐるブローカーの顧客資産残高増減率の推移 (中央値、%)



(出所) Pankaj, et. al (2021)

図表 5 Virtuの取引関連収入・費用・粗利益（縦線は2019年、単位：千ドル、矢印：2019年を示す）



ヴァーチューは、ホールセラー業務及びマーケットメイカー業務を行う金融グループ企業であり、当該業種の代表的存在である。図表5のデータは、同社の年次報告書から、取引関連収入から取引に係るP F O Fや手数料等

を差額として控除し、取引に基づく純収入を算出している（同データには、株式の他、オプション取引も対象に含まれる）。

ヴァーチユの取引関連収入・純収入は、二〇一九年以降拡大しており、上述のゼロ・コミッション・リテール・ブローカーがホールセラーへ積極的に顧客注文を回送しているとの指摘と整合的である。

ヴァーチユにとって、リテール・ブローカーから回送される注文は、情報の経済学における逆選択の可能性の低い（いわゆる「毒性」の低い）取引であり、その傾向はゼロ・コミッションの拡大に伴い取引回数が増加・一取引あたりの株数が小口化したことで、より価値のあるものとなる（ホールセラーにとっては、リテール・ブローカーへ支払うP F O F金額を増額してでも注文回送を受けるインセンティブが高まる）。その結果、リテール・ブローカーは、取引所ではなく、ホールセラー・マーケットメイカーへの回送行動が増加し、ホールセラー・マーケットメイカーの代表であるヴァーチユはリテール・ブローカーから回送された注文を執行することで、その収益を拡大させたと考えられる。

店頭市場の取引シェア拡大は、これらヴァーチユ等のマーケットメイカーが相対取引で個人投資家注文の執行に積極的に応じた結果である。

4 おわりに

本内容においては、米国株式市場における店頭市場シェアの拡大について述べ、その要因として、リテール・ブローカーが顧客の注文執行に関する委託手数料を無料とするゼロ・コミッション化の影響について説明した。具体的には、ゼロ・コミッション化の結果、投資家行動に変化がみられ、注文あたり取引単位の縮小等が発生し

ている。

ゼロ・コミッション化の結果、株式市場においては、店頭取引比率が上昇傾向を示す一方で、取引所比率は低下傾向を示している。そして、ホールセラーの一例としてヴァーチュ社の業績をみたところ、ゼロ・コミッション化の進展に対応し、二〇二〇年以降利益を拡大している様子が窺えた。

参考文献

- ・ Battalio, Robert, Shane A. Corwin, and Robert Jennings. "Can brokers have it all? On the relation between make - take fees and limit order execution quality." *The Journal of Finance* 71, no. 5 (2016): 2193-2238.
- ・ Pankaj K. Jain, Suchismita Mishra, Shawn M. O'Donoghue, Le Zhao (2023), "Trading Volume Shares and Market Quality: Pre- and Post- Zero Commissions", February 2023, (SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3741470>)
- ・ 窪田真美 (二〇二〇)、「ネット証券手数料無料化で先行する米国で進んできた機関投資家・アドバイザー（ラップ口座／SMA等）向け投信、ETF、保険、そして、非上場REITへのシフト〜無料化した手数料に代わる代替収益源〜」【投信調査コラム】日本版ISAの道、三菱UFJ国際投信、二〇二〇年一月二七日 (https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200127.pdf)
- ・ 志馬祥紀 (二〇二二)、「米国株式オプション市場の現状」、日本証券経済研究所、「証券経済研究」、二〇二二年一月、第一二〇号、pp. 65-77.

(しま よしのり・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No.1726 (2021.6)	執筆者	No.1733 (2022.8)	執筆者
証券業界の近年の動向について	二上	証券リテールビジネスのD X (再論)	二上
コロナ対応策と資金フロー	伊豆	ジェンダーレンズ投資とジェンダーレンズ投資ファンド	松尾
ペイメント・フォー・オーダー・フローはどこから来るか	清水	二%目標と異次元緩和政策	伊豆
S E Cにおけるアルゴリズム取引の状況認識と評価	志馬	E S Gファンドのパフォーマンス	吉川
—米国SECスタッフによる「資本市場におけるアルゴリズム取引」報告書(後半の抄訳)—		—E S M Aによる分析結果の考察—	
No.1727 (2021.8)		No.1734 (2022.10)	
金融分野の顧客情報共有を巡る最近の動き	二上	わが国O T Cデリバティブ市場の現況	吉川
大阪における店頭売買承認銘柄	松尾	—二〇二二年六月末B I S定例市場報告—	
—昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場—		ペイメント・フォー・オーダーフローと投資家の資産選択	清水
欧州株式市場の流動性	吉川	S E Cゲンスラー委員長のスピーチと「オークション」	志馬
—E S M A統計の批判から見えてきたもの—		E D F (フランス電力) 再国有化のインプリケーション	中川
メガバンクF Gの業務変容と収益低迷のジレンマ	中野		
No.1728 (2021.10)		No.1735 (2022.12)	
発足が間近に迫る金融サービス仲介業	二上	ラップ・アカウントの現状について	二上
東京における店頭売買承認銘柄	松尾	資金余剰下の金利引き上げ	伊豆
—昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場—		—F R BとM M F—	
ロビンフッド証券のI P O書類から見る収益状況	清水	O T Cデリバティブ市場の現況	吉川
米国オプション取引所の現状と歴史	志馬	—二〇二二年外為・デリバティブ・サーベイ—	
No.1729 (2021.12)		No.1736 (2023.2)	
「その他手数料」再論	二上	クラウドファンディングの世界的概況	松尾
S R F導入の背景	伊豆	O T Cデリバティブ市場の現況2	吉川
—F R Bと国債市場—		—二〇二二年六月末残高調査結果—	
ゲームストップ株式をめぐる問題	吉川	ホールセラーへの競争導入提案	清水
—S E Cの報告書に見る実態—		独オプション市場における高頻度取引(H F T)抑制の取り組み	志馬
なぜイギリスでは議決権行使助言会社の影響力がアメリカほど大きくないのか	梅本	—非対称スピードバンプの導入—	
No.1730 (2022.2)		敵対的買収における強圧性について	梅本
米国S P A C市場の実情	吉川	No.1737 (2023.4)	
—ナスダックによる分析—		英国および米国におけるクラウドファンディング	松尾
F R B・国債市場・P T F	伊豆	—株式投資型を中心に—	
ペイメント・フォー・オーダーフローの規制について	清水	シリコンバレー銀行の破綻と資金フロー	伊豆
米国株式オプション市場におけるP F O Fを巡る議論	志馬	—預金・M M F・F R B—	
—その始まりから現在まで—		世界の取引所取引の現況	吉川
No.1731 (2022.4)		—W F E報告書に基づく考察—	
デジタル技術の活用と証券ビジネスの新奇性	二上	米国のUniversal Proxy (ユニバーサル・プロキシ)の導入	福本
名古屋における店頭売買承認銘柄	松尾	No.1738 (2023.6)	
—昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場—		プライベート市場の拡大と「ゲートキーパー」	二上
L M Eのニッケル取引をめぐる問題	吉川	ナショナル・ストック・エクスチェンジ・オブ・インディア	吉川
—価格急騰への対応と取引所運営—		—世界最大のデリバティブ取引所—	
進化する米大手投資銀行のトレーディング業務	神野	S E Cによる最良執行ルール提案	清水
No.1732 (2022.6)		米国株価情報配信政策をめぐるS E Cと取引所の争い	志馬
アルケゴス破綻	吉川	—S E CによるS I Pの改革提案と敗訴—	
—起訴文書等から見た実態—		No.1739 (2023.8)	
アメリカのミーム株取引とデジタル・エンゲージメント	清水	日本証券業協会員の業態分析について	二上
米国オプション市場におけるメーカー・テイクア制度をめぐる議論と状況	志馬	クレディ・スイスのA T 1債をめぐる	伊豆
グローバル・トップ・バンク・ランキングの変遷とその意義	中野	—ペイルリン再考—	
		コロケーション・スキャンダル	吉川
		—インドにおける取引所運営の汚点—	

証研レポート第一七四〇号
二〇二三年十月九日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2023年10月号

発行所

公益財団法人 **日本証券経済研究所**
大阪研究所

〒541-0041 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル
電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048
<https://www.jsri.or.jp>

定価：418円(本体380円+税10%)