

アメリカにおける株式オプションの重複上場

吉川真裕

要 旨

アメリカにおける株式オプションの重複上場をめぐる問題は取引開始直後にまで遡り、その後20年近くに及ぶ議論の紛糾がこの問題の複雑さを表している。

株式オプションの最初の重複上場は1976年2月にCBOEでPHLX上場銘柄について行われ、同年3月にはPSEの重複上場を含めた株式オプション上場申請をSECが認可し、同年4月にPSEが取引を開始した後、他の取引所でも重複上場が相継いで実施された。

1980年3月にモラトリアムが解除された際、重複上場の拡大凍結という前提で新規上場銘柄の各取引所への割り当て方式として、わが国プロ野球のドラフト制度と同様のくじ引き方式が採用され、同年6月には60銘柄の新規上場銘柄のくじ引き方式による割り当てが実施された。

1985年4月にSECは店頭銘柄を対象とした株式オプション取引の重複上場を認可し、同年6月にはCBOE・AMEX・PSE・NYSEで6銘柄を対象として取引が開始され、PHLXも参加して再び熾烈な取引所間競争が再開された。

1989年5月25日には上場銘柄を対象とした株式オプションの重複上場に関して、1990年1月22日に10銘柄の既上場銘柄の上場を各取引所に認め、これ以後の新規上場銘柄はすべて重複上場の対象となり、1991年1月22日以後にはすべての既上場銘柄についても重複上場を認めるという決定がSECによって行われた。しかし、この重複上場計画は新規上場銘柄では予定通り実施されたが、既上場オプションの重複上場は各取引所を結ぶ市場連結システムの開発を条件に延期された。

1992年11月23日、紆余曲折を経てようやく既上場オプションの重複上場は実施に踏み切られた。500余りの単独既上場オプションは取引の少ないものから四半期ごとに100銘柄ずつ重複上場を認可され、1994年12月19日には最後の15銘柄の重複上場認可が行われたが、結局取引所間の暗黙の了解によって既上場銘柄の重複上場は生じなかった。

アメリカにおける株式オプションの重複上場はSECの決定にも関わらず、オプション取引所の強硬な反対の結果、既上場オプションについては実現せず、店頭銘柄を対象としたオプションと1990年1月22日以後に上場されたオプションでのみ行われている。

目次

- I. はじめに
- II. 重複上場の決定に至る経緯
 - 1. 重複上場問題の発端
 - 2. オプション報告書
 - 3. 新規上場銘柄のくじ引き割り当て方式
- III. 重複上場の実施
 - 1. 店頭銘柄を対象とした株式オプションの上場
- 2. SECによる重複上場の決定
- 3. 難航する重複上場の実施
- IV. 重複上場の実状
 - 1. 既上場オプションの重複上場
 - 2. 各取引での取引状況
- V. 結び

I. はじめに

わが国での株式オプション取引は本年7月18日に大阪証券取引所と東京証券取引所でそれぞれ20銘柄を対象として開始された。このうち両取引所での重複上場は東レ・新日本製鉄・日立製作所・ソニー・三井物産・日本興業銀行・東京三菱銀行の7銘柄であり、大阪証券取引所での単独上場は武田薬品工業・ブリヂストン・NEC・松下電器産業・ローム・京セラ・三菱重工業・トヨタ自動車・本田技研工業・任天堂・NTT・住友銀行・東京海上火災保険の13銘柄、東京証券取引所での単独上場は大成建設・キリンビール・三共・富士写真フィルム・小松製作所・デンソー・日産自動車・キャノン・リコー・大日本印刷・セガエンタープライゼス・セブンイレブンジャパン・東京電力の13銘柄である。

一国内で株式オプションを複数の取引所が上場しているのはわが国を除けばアメリカ・カナダ・ブラジルだけであり、その他の国々では1つの取引所にすべての株式オプションが上場されている。複数の取引所で株式オプションが上場されている国々では、複数の取引所が株式を上場しており、株式オプションの上場に関して

も株式市場での伝統を継承する形で実施されている。

こうした国々と同様に株式市場での取引形態を継承する形で、わが国でも大阪証券取引所と東京証券取引所で同時に取引が開始されたわけであるが、同じ日に複数の取引所で株式オプションが開始されたという前例はなく、しかも重複上場銘柄が各取引所の上場銘柄の3割を上回るという興味深い形で実施された。わが国では1988年に日経225先物とTOPIX先物を同一日に開始したという前例があるが、この場合には取引対象は類似しているとはいえず異なっていたわけであるから、今回の株式オプションの重複上場に関しては主取引所をめぐる取引所間競争を実験的に行うという、世界的に見ても極めて異例の事態と言えるであろう。

わが国での株式オプション（とりわけ重複上場株式オプション）をめぐる実験的な取引所間競争については、事態の推移を見極めた上で改めて検討するが、本稿では世界に先駆けて株式オプションを上場し、活発に取引が行われているアメリカでの株式オプションの重複上場をめぐる問題を紹介する。アメリカの株式市場では1979年4月26日以降にニューヨーク証券取引所（NYSE）に上場された銘柄については全米市場システム（NMS）を通じて各取引所間で競争が

行われているが、アメリカの株式オプション市場では店頭登録銘柄を対象としたオプションと1990年1月22日以降に取引所に上場された上場銘柄を対象としたオプションについてのみ重複上場を通じた取引所間競争が行われており、最も取引の活発な銘柄については取引所間競争は行われてはいない。アメリカの株式オプション市場でこうした事態が生じた経過を説明するのが本稿の主題である。

II. 重複上場の決定に至る経緯

1. 重複上場問題の発端

アメリカにおける株式オプションの重複上場をめぐる問題は取引開始直後にまで遡り、その後20年近くに及ぶ議論の紛糾がこの問題の複雑さを表している。

シカゴ・オプション取引所（CBOE）は証券取引委員会（SEC）の承認を受け、1973年4月に上場株式のコール・オプションを取引するパイロット取引所として株式オプション取引を開始した。この年の後半にはアメリカン証券取引所（AMEX）とフィラデルフィア証券取引所（PHLX）が株式オプション取引を導入する意向を示したが、SECはCBOEでの経験の評価が不十分であり、とりわけAMEXとPHLXがCBOE上場銘柄の重複上場を希望している点について慎重に考慮する必要があるとして結論を先送りした。その後、SECは株式オプションの重複上場に関するパブリック・コメントを求めたが、この問題に対する姿勢を明らかにせず、AMEXとPHLXが当初は重複上場を行わないということで認可を与え、1975年1月にAMEX、同年6月にPHLXで株式オプション取引が開始された¹⁾。

株式オプションの最初の重複上場は1976年2月にCBOEでPHLX上場銘柄（Boise Cascade Corp.）について行われ、同年3月にはパシフィック証券取引所（PSE）の重複上場を含めた株式オプション上場申請をSECが認可し、同年4月にPSEが取引を開始した後、他の取引所でも重複上場が相継いで実施された²⁾。（なお、同年12月にはミッドウエスト証券取引所（MSE）においても株式オプション市場が開設された。）

1977年3月にはコール・オプションに加えてプット・オプションの取引も開始されたが、PHLXはSECに対して同年2月1日以降の重複上場銘柄の取引停止を陳情し、SECは「オプションの重複上場に関する現行政策」に関する公聴会を開き、再びこの問題に対するパブリック・コメントを求めた³⁾。SECはパブリック・コメントを受けて、フロアブローカーによる重複上場銘柄の自己売買の急増が流動性に関する誤った認識を与えるとして自己売買高の公表を行ったが、重複上場の是非に関しては言及しなかった⁴⁾。同年6月にはNYSEがNYSE上場株式のオプション取引をSECに申請し、1975年改正証券法の精神に則れば重複上場には問題がないと主張した。さらに全米証券業協会（NASD）も株式オプションの重複取引に参加する意向を示した⁵⁾。

他方、急速な株式オプション市場の拡大に伴ってオプション取引には不適当な投資家の勧誘等が表面化し、SECは1977年7月に既上場オプションの取引は認めるが、新規上場を一切停止するというモラトリアムを発令し、株式オプション取引についての調査を開始した。そして1979年2月にその調査結果を「オプション市場に関する特別調査報告書」（オプション報告書）という形で発表し、取引所による監視・監督体

制の整備と業者による投資家の適切な勧誘を提言したが、株式オプション取引そのものの問題や原株市場に及ぼす影響に関しては明らかな欠点は見あらず、特別な改善措置の要請は行われなかった。この報告書の提言に対する取引所や証券業界の対応を受けて1980年3月にSECはモラトリアムを解除した⁶⁾。

2. オプション報告書

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

での株式オプション取引、⑤株式オプション取引における全米市場システム(NMS)も検討された。

1977年7月のモラトリアム発令時点で218銘柄の株式オプションが5つの取引所に上場されており、このうち15銘柄が重複上場されていた。(表1) 重複上場に伴う市場の変化を価格継続性と気配値スプレッドに関して重複上場前後で調べた結果は概して好ましいものであったが、計測期間が短く、22銘柄(7銘柄は後に重複上場廃止)すべてを調べたわけではないので、重複上場の影響についての結論は留保された⁷⁾。ただし、フロアにいるかどうかにかかわらず、聞き取りを行ったほとんどすべてのトレーダーは重複上場が市場の質を改善したと答えていた

表1 株式オプション(コール)の重複上場銘柄

銘柄	上場日	上場取引所	追加上場日	上場取引所	上場廃止日	上場取引所
American Express	1977年5月18日	CBOE, MSE, AMEX	—	—	—	—
Bally Manufacturing	1977年3月1日	CBOE, AMEX	—	—	—	—
Bank America Corp.	1976年7月1日	CBOE, PSE	—	—	1977年4月15日	PSE
Boise Cascade Corp.	1975年6月27日	PHLX	1976年2月9日	CBOE	1977年9月30日	PHLX
Burroughs Corp.	1975年1月17日	AMEX	1977年2月23日	CBOE	—	—
Coastal States Gas Corp.	1977年5月24日	AMEX, MSE	—	—	—	—
Clorox Corp.	1975年11月26日	PHLX	1976年4月27日	PSE	1977年4月15日	PSE
Digital Equip.	1975年1月17日	AMEX	1977年2月23日	CBOE	—	—
Disney Productions	1975年1月17日	AMEX	1976年4月27日	CBOE	—	—
			1977年2月23日	CBOE	—	—
du Pont de Nemours and Co.	1975年1月13日	AMEX	1977年2月23日	PSE	—	—
Houston Oil & Minerals Corp.	1976年11月22日	CBOE, PSE	—	—	—	—
MGIC Investment	1976年12月14日	AMEX, CBOE	—	—	—	—
Merrill Lynch & Co., Inc.	1975年5月30日	AMEX	1976年4月9日	PSE	1977年5月23日	PSE
			1977年2月23日	CBOE	—	—
N.L. Industries	1977年2月8日	PSE, PHLX	—	—	1977年7月18日	PSE
NCR Corp.	1976年3月29日	CBOE	1976年4月9日	PSE	1977年3月31日	PSE
National Semiconductor Corp.	1975年9月26日	CBOE	1977年2月23日	AMEX	—	—
Polaroid Corp.	1973年4月26日	CBOE	1976年5月13日	PSE	—	—
RCA Corp.	1973年6月1日	CBOE	1976年4月9日	PSE	1977年7月18日	PSE
Tandy Corp.	1976年1月19日	AMEX	1977年2月23日	CBOE	—	—
Teledyne Corp.	1976年1月26日	PHLX	1976年9月30日	PSE	1978年3月31日	PHLX
			1977年2月23日	CBOE	—	—
U.S. Steel	1975年1月13日	AMEX	1976年6月4日	PSE	1977年3月31日	PSE
Xerox Corp.	1973年4月26日	CBOE	1976年9月30日	PSE	—	—

(出所) Report of the Special Study of the Options Markets to the Securities and Exchange Commission, 1978

と付け加えられている⁸⁾。

しかし、実際には重複上場銘柄の取引の大半はCBOEかAMEXかのいずれかに集中しており、PHLX・PSE・MSEのシェアは極めて小さかった。(表2) この原因は多くのブローカー業者が小口注文を最も取引シェアの大きい取引所へ他の取引所の気配値にかかわらず発注するシステムを採用していたからである⁹⁾。この発注システムが採用され続ける限りはシェアの小さな取引所がいくら努力をしてもシェアを引き上げることはできず、市場間競争が価格形成に及ぼす

影響も限られたものとなるため、SECは原株市場での取引所間注文回送システム(ITS)のような市場連結システムの構築の必要性を示唆しているが、個別株オプションの気配値情報が最良気配での執行可能数量を明示していないために市場連結システムを導入しても注文の回送が難しいことも認めている¹⁰⁾。

さらに、PHLX・PSE・MSEでは株式オプション関連の収入の占める比率が高く、株式オプションの市場連結システムがないまま、ブローカー業者が小口注文の固定発注システムを採用

表2(A) 株式オプション(コール)の重複上場取引シェア

日付	Boise Cascade Corp.		Disney Production			Houston and Mineral		Merrill Lynch Corp.			Polaroid Corp.		Teledyne Inc.			Xerox Corp.	
	CBOE	PHLX	CBOE	AMEX	PSE	CBOE	PSE	CBOE	AMEX	PSE	CBOE	PSE	CBOE	PHLX	PSE	CBOE	PSE
1977年2月24日	100.0%	0.0%	40.4%	57.5%	2.1%	98.0%	1.0%	35.0%	67.0%	2.0%	95.0%	4.0%	61.0%	32.0%	5.0%	96.0%	3.0%
3月2日	87.5%	12.5%	43.1%	56.1%	0.8%	94.5%	5.5%	48.5%	50.9%	0.7%	98.3%	1.7%	56.8%	23.8%	19.3%	99.9%	0.1%
3月9日	88.7%	11.3%	56.1%	43.6%	0.3%	97.6%	2.4%	59.9%	39.6%	0.5%	98.0%	2.0%	14.9%	50.1%	35.0%	97.2%	2.8%
3月16日	99.2%	0.8%	50.4%	49.0%	0.6%	98.7%	1.3%	43.1%	55.6%	1.3%	98.0%	2.0%	69.3%	24.0%	6.7%	97.1%	2.9%
3月23日	97.3%	2.7%	40.3%	58.3%	1.4%	97.6%	2.4%	60.0%	37.7%	2.3%	96.3%	3.7%	78.0%	12.3%	9.7%	97.7%	2.3%
3月31日	88.2%	11.8%	39.2%	58.6%	2.2%	97.3%	2.7%	70.9%	28.3%	0.8%	96.3%	3.7%	65.4%	20.0%	14.6%	93.3%	6.7%
4月6日	94.6%	5.4%	45.1%	50.5%	4.4%	96.0%	4.0%	46.7%	51.7%	1.6%	89.8%	10.2%	74.4%	15.3%	10.4%	97.8%	2.2%
4月13日	92.6%	7.4%	46.1%	53.1%	0.8%	96.6%	3.4%	37.9%	61.5%	0.7%	98.1%	1.9%	67.4%	19.3%	13.3%	94.9%	5.1%
4月20日	88.5%	11.5%	27.0%	72.4%	0.6%	95.0%	5.0%	38.7%	60.6%	0.7%	93.2%	6.8%	76.8%	16.2%	7.0%	96.0%	4.0%
4月27日	98.5%	1.5%	24.5%	75.5%	—	97.6%	2.4%	25.2%	74.2%	0.6%	97.8%	2.2%	65.5%	28.2%	6.3%	97.6%	2.4%
5月4日	96.2%	3.8%	51.7%	47.4%	1.0%	95.9%	4.1%	12.5%	87.5%	—	98.2%	1.8%	72.5%	24.9%	2.6%	98.1%	1.9%
5月11日	99.8%	0.2%	31.5%	68.5%	—	97.0%	3.0%	21.4%	76.7%	1.9%	96.1%	3.9%	70.7%	23.4%	5.9%	96.1%	3.9%
5月18日	93.1%	6.9%	29.7%	69.1%	1.2%	95.9%	4.1%	21.3%	77.8%	0.8%	97.8%	2.2%	80.7%	16.9%	2.3%	96.6%	3.4%
5月25日	95.6%	4.4%	24.3%	73.9%	1.8%	96.9%	3.1%	20.9%	79.1%	—	95.9%	4.1%	79.6%	17.7%	2.7%	95.1%	4.9%
6月1日	99.2%	0.8%	49.5%	47.1%	3.4%	95.3%	4.7%	48.4%	51.6%	—	94.7%	5.3%	88.6%	6.0%	5.3%	98.1%	1.9%
6月8日	100.0%	—	33.4%	64.4%	2.2%	98.0%	2.0%	40.8%	59.2%	—	96.2%	3.8%	89.1%	8.1%	2.7%	91.7%	8.3%
6月15日	100.0%	—	34.1%	64.0%	1.9%	94.5%	5.5%	22.9%	77.1%	—	95.9%	4.1%	79.1%	11.7%	9.2%	93.8%	6.2%
6月22日	82.0%	18.0%	36.5%	62.8%	0.7%	97.8%	2.2%	31.9%	68.1%	—	95.8%	4.2%	87.5%	7.2%	5.3%	96.2%	3.8%
6月29日	99.2%	0.8%	35.1%	63.2%	1.7%	97.5%	2.5%	16.2%	83.8%	—	88.6%	11.4%	90.3%	7.3%	2.4%	94.0%	6.0%
7月6日	99.4%	0.6%	27.7%	67.5%	4.8%	99.6%	0.4%	36.4%	63.6%	—	97.5%	2.5%	94.2%	2.6%	3.1%	93.2%	6.8%
7月12日	99.4%	0.6%	29.8%	69.2%	1.0%	99.7%	0.3%	40.0%	60.0%	—	95.5%	4.5%	86.5%	9.5%	3.9%	97.2%	2.8%
7月20日	93.8%	6.2%	29.8%	69.9%	0.3%	97.6%	2.4%	21.9%	78.1%	—	95.6%	4.4%	91.4%	6.4%	2.2%	97.9%	2.1%
7月27日	100.0%	—	30.2%	64.7%	5.1%	97.3%	2.7%	21.4%	78.6%	—	95.8%	4.2%	93.9%	4.5%	1.6%	94.6%	5.4%
8月3日	97.8%	2.2%	23.7%	71.2%	5.1%	99.3%	0.7%	30.3%	69.7%	—	98.2%	1.8%	93.2%	5.5%	1.3%	93.0%	7.0%
8月10日	94.9%	5.1%	32.9%	66.9%	1.0%	97.3%	2.7%	12.9%	87.1%	—	96.3%	3.7%	95.2%	2.6%	2.2%	95.6%	4.4%
8月17日	100.0%	—	26.2%	72.5%	1.3%	97.5%	2.5%	14.9%	85.1%	—	97.7%	2.3%	85.2%	5.4%	9.4%	96.7%	3.3%
8月24日	99.5%	0.5%	36.1%	63.8%	0.1%	99.6%	0.4%	15.6%	84.4%	—	98.3%	1.7%	90.4%	8.1%	1.5%	98.6%	1.4%
8月31日	91.6%	8.4%	22.6%	76.7%	0.7%	99.0%	1.0%	36.4%	63.6%	—	100.0%	—	93.7%	5.2%	1.1%	97.9%	2.1%

(出所) Report of the Special Study of the Options Markets to the Securities and Exchange Commission, 1978

表2(B) 株式オプション(コール)の重複上場取引シェア

銘柄 日付	Burroughs Corp.		Bally Corp.		Dupon Corp.		Digital Equip. Corp.		MGIC Invest. Corp.		National Semiconductor		Tandy Corp.	
	CBOE	AMEX	CBOE	AMEX	CBOE	AMEX	CBOE	AMEX	CBOE	AMEX	CBOE	AMEX	CBOE	AMEX
1977年2月24日	45.0%	54.0%	-	-	52.0%	47.0%	52.0%	47.0%	39.0%	60.0%	77.0%	22.0%	58.0%	41.0%
3月2日	67.6%	32.4%	62.0%	38.0%	53.6%	46.4%	57.7%	42.3%	35.9%	64.1%	73.2%	26.8%	64.1%	35.9%
3月9日	65.0%	35.0%	54.3%	45.7%	50.6%	49.4%	70.2%	29.8%	13.5%	86.6%	64.7%	35.3%	56.8%	43.2%
3月16日	63.0%	37.0%	55.7%	44.1%	56.8%	43.2%	59.3%	40.7%	19.7%	80.3%	73.8%	26.2%	63.4%	36.6%
3月23日	57.0%	43.0%	56.7%	43.3%	51.3%	48.7%	47.9%	52.1%	11.8%	88.2%	81.2%	18.8%	49.2%	50.8%
3月31日	59.5%	40.5%	66.1%	33.9%	60.0%	40.0%	54.3%	45.7%	16.2%	83.8%	78.0%	22.0%	51.7%	48.3%
4月6日	59.5%	40.5%	61.8%	38.2%	65.1%	34.9%	44.8%	55.2%	32.3%	67.7%	84.9%	15.1%	36.1%	63.9%
4月13日	50.0%	50.0%	62.3%	37.7%	59.3%	40.7%	45.9%	54.1%	31.7%	68.3%	75.3%	24.7%	42.6%	57.4%
4月20日	43.0%	57.0%	69.7%	30.3%	50.0%	50.0%	59.8%	40.2%	43.3%	56.7%	73.8%	26.2%	36.1%	63.9%
4月27日	54.2%	45.8%	70.7%	29.3%	62.9%	37.1%	57.2%	42.8%	48.4%	51.6%	76.6%	23.3%	26.7%	73.3%
5月4日	58.2%	41.8%	73.4%	26.6%	44.2%	55.8%	53.7%	46.3%	18.5%	81.5%	79.2%	20.8%	26.0%	74.0%
5月11日	48.8%	51.2%	77.7%	22.3%	56.3%	43.7%	38.9%	61.1%	26.0%	74.0%	84.3%	15.7%	31.2%	68.8%
5月18日	58.4%	41.6%	60.0%	40.0%	55.4%	44.6%	46.3%	53.7%	58.5%	41.5%	89.4%	10.6%	26.7%	73.3%
5月25日	46.8%	53.2%	60.5%	39.5%	51.6%	48.4%	51.1%	48.9%	43.8%	56.2%	84.3%	15.7%	29.9%	70.1%
6月1日	48.2%	51.8%	67.3%	32.7%	64.6%	35.4%	56.7%	43.3%	28.3%	71.7%	73.9%	26.1%	44.1%	55.9%
6月8日	58.4%	41.6%	73.9%	26.1%	70.4%	29.6%	46.6%	53.4%	25.4%	74.6%	79.8%	20.2%	24.1%	75.9%
6月15日	63.0%	37.0%	68.5%	31.5%	56.8%	43.2%	42.3%	57.7%	42.6%	57.4%	72.7%	27.3%	31.1%	68.9%
6月22日	41.9%	58.1%	75.4%	24.6%	44.9%	55.1%	52.6%	47.4%	45.0%	55.0%	81.3%	18.7%	42.9%	57.1%
6月29日	53.3%	46.7%	75.7%	24.3%	49.4%	50.6%	49.8%	50.2%	65.2%	34.8%	77.7%	22.3%	41.1%	58.9%
7月6日	43.3%	56.7%	65.4%	34.6%	68.1%	31.9%	52.4%	47.6%	45.3%	54.7%	80.0%	20.0%	45.2%	54.8%
7月12日	54.6%	45.4%	71.7%	28.3%	47.2%	52.8%	48.3%	51.7%	11.2%	88.8%	79.5%	20.5%	57.7%	42.3%
7月20日	54.6%	45.4%	74.8%	25.2%	57.8%	42.2%	40.9%	59.1%	31.0%	69.0%	87.4%	12.6%	32.2%	67.8%
7月27日	62.4%	37.6%	63.6%	36.4%	35.9%	64.1%	56.0%	44.0%	37.0%	63.0%	89.2%	10.8%	38.2%	61.8%
8月3日	54.6%	45.4%	83.0%	17.0%	23.3%	76.7%	63.3%	36.7%	29.0%	71.0%	84.6%	15.4%	39.4%	60.6%
8月10日	57.7%	42.3%	61.4%	38.6%	42.6%	57.4%	57.4%	42.6%	21.0%	79.0%	89.7%	10.3%	48.2%	51.8%
8月17日	56.2%	43.8%	66.5%	33.5%	34.3%	65.7%	53.1%	46.9%	68.0%	32.0%	86.4%	13.6%	20.9%	79.1%
8月24日	48.3%	51.7%	73.1%	26.9%	56.5%	43.5%	56.8%	43.2%	21.5%	78.5%	73.3%	26.7%	12.6%	87.4%
8月31日	50.2%	49.8%	74.9%	25.1%	51.6%	48.4%	57.7%	42.3%	7.9%	92.1%	76.5%	23.5%	32.6%	67.4%

(出所) Report of the Special Study of the Options Markets to the Securities and Exchange Commission, 1978

している現状では、これ以上の重複上場銘柄の拡大は地方取引所の株式オプション取引からの撤退のみならず、地方取引所の存続にも関わり、ひいては株式市場のNMS構想にも支障をきたす可能性があるとして、SECは慎重な姿勢を示した¹³⁾。

このほか、NASDAQでの株式オプション取引については、NASDAQ銘柄はリアルタイムの取引情報がなく、代表的気配値が用いられているのでオプション取引の対象として不適當であり、上場銘柄のオプション取引は厳しい規則に従う

取引所のマーケットメーカーを不利にする危険性があるとして否定的な見解が示された¹²⁾。また、NYSEでの株式オプション取引に対しては、NYSEの原株市場での圧倒的な地位がオプション取引に及ぼす影響、オプションのマーケットメーカーが原株の板情報や口コミ情報を入手して他の取引所のマーケットメーカーよりも有利な立場に立つ可能性等を考慮して、オプション市場の連結システムを構築し始めるまで慎重に検討を進めることが明らかにされた¹³⁾。

3. 新規上場銘柄のくじ引き割り当て方式

オプション報告書に盛り込まれた取引所による監視・監督体制の整備と業者による投資家の適切な勧誘といった提言に対して取引所や証券業界が答え、1980年3月に新規上場の凍結というモラトリアムは解除された。その際、NYSEとNASDAQの株式オプション取引参入に対する認可は延期されたが、重複上場の拡大に関しては触れられなかった。しかし、重複上場の拡大凍結という前提で新規上場銘柄の各取引所への割り当て方式が各取引所に諮問され、AMEXを除く4つの取引所はくじ引き方式を提案した。したがって、当面の新規上場はコール・オプション上場銘柄のプット・オプション上場に限定されることになった¹⁴⁾。

同年6月にSECはくじ引き方式の採用を決定し、CBOEに上場オプションを譲渡したMSEを除く4つの取引所の間で6月30日に60銘柄の新規上場銘柄のくじ引き方式による割り当てが実施された。この割り当て方式はわが国のプロ野球で採用されているドラフト制度と同じものであり、くじ引きの結果に応じて順番に銘柄を割り当てるという方式である。6月30日に初めて実施された割り当てではMSEの16銘柄を獲得したCBOEが最初の二巡を棄権するという形で行われ、CBOEは9銘柄、AMEX・PHLX・PSEは17銘柄をそれぞれ獲得した¹⁵⁾。

他方で、SECはオプション報告書に基づいて重複上場を拡大する基盤として、原株市場でのITSのような市場連結システムの構築、ないしはブローカー業者の顧客注文を個別に各取引所に回送する規則を提案したが、1980年7月には業界から拒絶された。さらにSECは各取引所で

共通の指値注文板を使用するという指値公開システム(LOES)の導入を提案したが、1981年1月にブルックリン法律大学院のポーザー教授が取りまとめたオプション取引所の共同報告書はこの提案に対しても否定的な見解を示した。現状では指値注文のうち限られた部分だけがオーダー・ブック・オフィシャルないしスペシャリストに預けられており、この部分だけを共有しても各取引所を有効に結ぶことにはならないというのが最大の理由であり、コンビネーション注文や条件付き注文が処理できないということも付け加えられた¹⁶⁾。

こうした重複上場を拡大する基盤整備に対するオプション取引所の消極的な姿勢に対して、SECは政府保証住宅金融公庫債(ジニメイ債)のオプション取引の重複上場を認める決定を下し、オプション取引所を牽制する動きにでた¹⁷⁾。

III. 重複上場の実施

1. 店頭銘柄を対象とした株式オプションの上場

1973年の上場開始から急速に拡大した株式オプション取引は1977年7月から1980年3月までのモラトリアム期間中にも拡大し、モラトリアム解除後も拡大を続けたが、対NYSE売買高比率では1981年をピークとして減少へと転じるようになった。(表3)これはコール・オプションに続いてプット・オプションの上場が一巡し、新たなオプション取引の対象となる株式が減少して銘柄数の増加による拡大が限られていたことに加え、1982年にはS&P 500先物等の株価指数先物取引が開始され、1983年にはCBOEの出来高上位銘柄からなるS&P 100株価指数オプションが取引されて、個別銘柄固有の情報に基づ

表3 株式オプション売買高の推移

年	株式オプション 売買高(万枚)	構成比						NYSE売買高 (百万株)	対NYSE 売買高比率
		CBOE	AMEX	PHLX	PSE	MSE	NYSE		
1973	112	100.0%	—	—	—	—	—	4,053	2.8%
1974	568	100.0%	—	—	—	—	—	3,517	16.2%
1975	1,810	79.7%	19.5%	0.8%	—	—	—	4,693	38.6%
1976	3,237	66.4%	27.9%	3.9%	1.7%	0.0%	—	5,360	60.4%
1977	3,964	62.7%	25.4%	5.5%	4.9%	1.5%	—	5,273	75.2%
1978	5,723	59.9%	25.1%	5.7%	5.7%	3.5%	—	7,205	79.4%
1979	6,426	55.1%	27.2%	7.7%	6.0%	4.1%	—	8,155	78.8%
1980	9,673	54.7%	30.0%	8.0%	5.7%	1.6%	—	11,352	85.2%
1981	10,941	52.6%	31.9%	9.1%	6.4%	—	—	11,853	92.3%
1982	13,726	55.2%	28.2%	9.8%	6.8%	—	—	16,458	83.4%
1983	13,566	52.9%	26.7%	12.2%	8.2%	—	—	21,589	62.8%
1984	11,893	49.3%	27.8%	13.4%	9.4%	—	—	23,071	51.5%
1985	11,856	48.5%	30.4%	10.2%	10.7%	—	0.1%	27,510	43.1%
1986	14,193	45.6%	33.2%	10.6%	9.8%	—	0.7%	35,680	39.8%
1987	16,443	44.6%	32.1%	11.0%	11.5%	—	0.8%	47,801	34.4%
1988	11,493	43.0%	32.6%	11.4%	11.4%	—	1.7%	40,849	28.1%
1989	14,184	43.6%	29.3%	11.8%	12.6%	—	2.6%	41,698	34.0%
1990	11,143	43.5%	30.7%	11.2%	12.3%	—	2.3%	39,665	28.1%
1991	10,485	43.2%	31.3%	10.6%	13.1%	—	1.8%	45,266	23.2%
1992	10,643	42.2%	33.9%	9.8%	12.2%	—	1.9%	50,676	21.0%
1993	13,173	44.6%	32.9%	8.7%	12.3%	—	1.5%	66,943	19.7%
1994	14,993	46.0%	29.9%	8.7%	13.9%	—	1.5%	73,420	20.4%
1995	17,438	44.2%	28.0%	8.5%	17.7%	—	1.6%	87,217	20.0%
1996	19,912	44.4%	28.7%	8.2%	17.0%	—	1.7%	104,636	19.0%

(資料) OCC Monthly Statistical Report他

かない取引はこれらによって代替されていったためと言われている。こうした沈滞状況を打開するために、株式オプション市場関係者の間では上場オプション取引の対象を取引の盛んな店頭銘柄にも拡大しようとする気運が高まっていた。

こうした状況の下でSECは1985年2月にNYSEに条件付きで株式オプション市場への参入を認める決定を下した。その条件とは、①取引対象を他の取引所で取引されていない上場銘柄に限り、上場銘柄の決定に際してはくじ引き方式に従うこと、②NYSEの原株取引フロアとは隔離されたフロアで取引を行うこと、③株式のスペシャリストによるオプション取引はヘッジ目的を除いて担当銘柄のオプション取引を禁

じること、④自己売買を行うディーラーは株式フロアを退出後1時間はオプション取引をできないこと、の4つであった¹⁹⁾。

他方、SECは同年4月にCBOE・AMEX・PHLX・PSE・NYSEに加えてボストン証券取引所(BSE)にも店頭銘柄を対象とした株式オプション取引を認可し、NASDにも1年間のパイロット・プログラムとして店頭銘柄の株式オプション取引を同年10月1日以降に認める決定を下した。ただし、店頭市場での株式オプション取引は原株のマーケットメーカーがオプションのマーケットメーカーを兼任するサイド・バイ・サイド取引であり、各取引所のマーケットメーカーにも原株の取引を同時に行うサイド・バイ・サイド取引を認めることを条件として

NASDの参入を認めるというものであった。また、店頭銘柄のオプション取引に関してはくじ引き方式による振り分けを行わず、重複上場を認めるという決定も同時に行われた¹⁹⁾。

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

店頭銘柄を対象とする株式オプション取引は同年6月4日にCBOE・AMEX・PSE・NYSEで6銘柄を対象として開始され、6月10日にはPHLXも参加して再び熾烈な市場間競争が再開された²⁰⁾。しかし、NASDの株式オプション取引への参入は1986年1月20日に延期された後、SECに課されたサイド・バイ・サイド取引の取引所への適用という条件をNASDが受け入れられず、結局は見送られることになった²¹⁾。というのもサイド・バイ・サイド取引が取引所にも認められることになれば店頭株式の取引を取引所のマーケットメーカーが行うことになり、オプション取引に参入したばかりのNYSEに原株取引を奪われる可能性が高いと考えられたからである。NASDの優良銘柄の取引はNYSEの優良銘柄の取引にも匹敵しており、これらの銘柄を対象とした株式オプション取引をかならず獲得できるとは限らず、場合によっては原株取引をも失うという最悪の事態を考えればNASDの選択は十分に理解できる。

2. SECによる重複上場の決定

1986年11月にSECは株式オプションの重複上場に関する二つの報告書を作成し、株式オプシ

ョンを上場する5つの取引所に論評を求めた²²⁾。報告書の結論は重複上場銘柄の気配値スプレッドが単独上場銘柄のスプレッドよりも20%小さく、重複上場が解禁されれば投資家は年間1億5000万ドルの費用を節約できるというものであった。この報告書の作成は店頭銘柄の株式オプションに重複上場を認めた先の決定の延長線上にあり、学術的な調査報告書というよりもSECが本格的に重複上場の解禁へ向けて動き出したサインとして受け取られた。

この報告書に対して、1987年2月にCBOEとPHLXは専門家による否定的な論評を提出し、PSEも反論を提出したが、AMEXとNYSEは重複上場を歓迎する意向を示した。CBOEの論評はヴァンデルビルト大学のストール教授の見解に基づき、執行コストを推計するためには気配値スプレッドではなく、実際の取引価格を用いるべきであるというものであり、PHLXの論評はコーネル大学のシュミット教授の見解に基づき、原株の気配値スプレッドを調べずに株式オプションの気配値スプレッドだけを比べることには問題があるというものであった²³⁾。

同年6月18日にSECは株式オプションの重複上場に関するパブリック・コメントを9月18日まで受け付け、9月29日に公聴会を開催することを決定し、結論がでるまではくじ引き方式による新規上場銘柄の割り当てを自主的に延期することを各取引所に要請した²⁴⁾。また、この問題に決着がつくまでは各取引所から提案されている上場オプションの適格基準の見直しは行わないことも明らかにされた²⁵⁾。

しかし、この決定に対する各取引所の対応は否定的であった。まず、重複上場に賛成のNYSEが当初の予定通り新規上場銘柄のくじ引きによる割り当てを6月22日に実施した。NYSE

の言い分は他の取引所と違って株式オプション取引に遅れて参入したNYSEは13銘柄の上場銘柄しか持たず、スペシャリストの収入や設備への投資から見てより多くの銘柄の上場を必要としており、現時点では重複上場そのものが決定されたわけではなく、この秋に重複上場への移行が決定されたとしても実際の取引開始までには相当の期間を要する可能性があるというもので、この割り当て自体は以前から予定されており、かならずしもSECの決定への反対表明ではなかった²⁹⁾。他方、当初より重複上場に反対してきたCBOE・PHLX・PSEは議会を通じてSECの重複上場推進の撤回をもくろんだ。ペンシルバニア州のハインツ上院議員は同年8月の上院銀行委員会の承認公聴会においてSECの委員長が予定されていたルーダー氏に対して①オプション版NMSに必要な新たなテクノロジー、②投資家の注文に対する保護装置、③重複上場に伴う費用とリスクに関するより詳細な調査を要求し、確約を得た³⁰⁾。また、下院エネルギー・商業委員会のメンバーへのロビー活動も活発に行われ、SECは公聴会を11月17日に延期し、パブリック・コメントの期限を12月4日に変更して上院銀行委員会で取り上げられた問題へのコメントを追加して求めた³¹⁾。この後、10月19日にブラック・マンデーが発生し、株価暴落の究明にSECの優先課題が移ったために公聴会は1988年2月に再度延期された³²⁾。

1988年2月11日によく実施された公聴会では予想通りCBOE・PHLX・PSEが重複上場に反対の立場をとり、AMEXは重複上場に賛成の立場に立った。反対側ではブラック・マンデー後に取引は急減しており、メリットの不確かな重複上場に多額の費用を負担するには最悪の時期であるとPHLXが主張し、重複上場は市場

を分割し、注文の執行を損なうのでメリットよりもデメリットの方が大きいとCBOEが主張し、PSEは少なくとも総合的な気配値提供システムによって市場が効果的に連結されるまで重複上場を延期すべきであると主張した。さらに、CBOEの調査ではCBOEとAMEXに重複上場されているバトル・マウンテン・ゴールドの気配値は取引時間の約20%で異なっており、PSEの調査ではAMEXとPSEに重複上場されているマイクロソフトの気配値は取引成立時のうち約5%で異なっている現状が付け加えられた。これに対して賛成側では、重複上場は各取引所により効率的な注文執行サービスを提供するインセンティブを与え、スプレッドの縮小を通じて投資家に利益をもたらすとAMEXが反論し、NASDのマーケットメーカーを代表したマドフ社も重複上場は投資家に数百万ドルの費用の節約をもたらすと主張した³³⁾。

続く3月には下院エネルギー・商業委員会のデインギル委員長が先の公聴会では十分な議論が尽くされていないとしてSECのルーダー委員長に数多くの項目に関する質問状を送付した³⁴⁾。その後、SECの最終決定は早くとも1989年6月1日以降に延期されることがSECのルーダー委員長から下院エネルギー・商業委員会テレコミュニケーション・ファイナンス小委員会宛の手紙の中で明らかにされた³⁵⁾。また、同年12月7日にはSECの自肅要請を退ける形でPHLXが新規上場銘柄のくじ引き割り当てを実施した³⁶⁾。

そしてSECのルーダー委員長の退任が決まり、当初の予定を若干繰り上げる形で1989年5月25日に重複上場に関する決定がSECによって下された。従来の単独上場を前提としたくじ引き割り当て方式を廃止して、フェイズイン・システムと名付けられた2段階導入方式によってすべ

ての銘柄で重複上場を実現するというのがその骨子であり、1990年1月22日に10銘柄の既上場銘柄の上場を各取引所に認め、それ以後の新規上場銘柄はすべて重複上場の対象となり、1991年1月22日以後にはすべての既上場銘柄についても重複上場を認めるというのがその中味である。この大胆な重複上場への移行計画は重複上場を指示してきたAMEXをも驚かせ、新規上場銘柄の重複上場からはじめるという慎重なアプローチを取るべきであったというAMEX首脳のコメントが寄せられた³⁷⁾。

3. 難航する重複上場の実施

SECは5月25日の決定に基づいて翌5月26日にルール19C-5を採択し、各取引所に正式のコメントを請求した。PHLXとPSEは重複上場を実現する前に市場連結システムを作り上げる必要性を強く主張し、NYSEを巻き込んで市場統合タスクフォースを設立して、株式市場のITSのようなオプション市場統合システム(OMINTS)の実現のための費用と時間に関する調査をテレフセン・コンサルティング・グループに依頼した。この調査結果によると、OMINTSを導入するには12か月から15か月を要し、その費用は330万ドルから630万ドルと推定された。これに対して、CBOEとAMEXは市場連結システムの導入に否定的で、市場統合タスクフォースへの参加を拒み、共同で市場連結システムに関する調査研究を専門家に依頼した。10月5日に下院エネルギー・商業委員会テレコミュニケーション・ファイナンス小委員会で開催された重複上場計画に関する公聴会でも、PHLXとPSEが市場連結システムの導入のために1990年1月22日に予定されている重複上場の延期を強く主張したのに対して、CBOEとAMEX

は議会が重複上場計画を変更しない限り、実施時期を延期する理由は見当たらないとして、市場連結システムの導入に否定的な見解を示した³⁸⁾。

10月25日にブリーデンSEC委員長が出席した下院エネルギー・商業委員会テレコミュニケーション・ファイナンス小委員会の公聴会で、会計検査院(GAO)の報告によればSECは重複上場計画の決定に際して正式なコスト・ベネフィット分析を行っておらず、議会を欺いた可能性があるとして、バージニア州のプライレイ議員は決定の無効を主張した。また、同じ席上でPHLXとPSEが重複上場によって活発な取引銘柄の半分を失うだろうと先の公聴会で述べていたことに対して、ブリーデン委員長は全く逆であると述べ、PHLXとPSEがCBOEやAMEXとの競争を回避しようとしているのではないならば市場連結システムの問題が解決されるまで計画の実施を延期することもあり得ると発言した³⁹⁾。

12月18日にはCBOEとAMEXの市場連結システムに関する委託調査の中間報告が公表された。この調査はニューヨーク大学スターン経営大学院のアミフッド教授とスタンフォード大学経営大学院のメンデルソン教授によって行われ、テレフセン・コンサルティング・グループの推奨するOMINTSに対して、時代遅れのマニュアル方式の採用はより効率的なシステムの開発意欲を削ぎ、自動注文執行技術の採用を遅らせるものとして批判した。この報告書の背景には同年6月にCBOEが導入した価格情報伝達システムや10月にAMEXが導入したTOPSと呼ばれる価格情報伝達システム、11月にCBOEが導入した電子注文板(EB)の存在があり、CBOEがSECの重複上場計画発表後に市場連結システムに否定的な態度をとるようになった背景にもこうし

た技術の開発があったものと考えられる³⁷⁾。

1990年1月9日、SECのブリーデン委員長は1月22日に予定されていた重複上場計画を新規上場銘柄では予定通り実施するが、各取引所ごとに10銘柄の既上場オプションの重複上場は6月30日まで自主的に延期することを各取引所に要請した。さらに、SECは市場連結システムの開発に関する権限を有するが、各取引所が協力してシステムを開発する方が好ましいとして、6月30日までに市場連結システムの計画を提出することを要請した。この要請に対して、CBOE・AMEX・PHLXは即座に賛同の意を表明したが、PSEは要請には従うとしながらも新規上場銘柄に関しては予定通り重複上場が実施されることに関して不満を表明した³⁸⁾。

1月22日、CBOEで7銘柄、AMEXで4銘柄、PHLXで2銘柄、PSEで3銘柄、NYSEで5銘柄のオプションが新規上場され、うち3銘柄は重複上場で合計17銘柄の新規上場であった。しかし、当初は重複上場計画の実施に伴い、上場銘柄選定基準が引き下げられると予想されており、各取引所では計74銘柄の上場を計画していた³⁹⁾。

1月23日に開かれたSECと各取引所の市場連結システムに関する初会合ではCBOEとAMEXの市場連結システムに関する委託調査報告書【オプション市場統合：その評価】がSECに提出された。報告書は恒久的な市場連結が行われる前に長期計画が策定される必要があるとした上で、市場の流動性を維持する自動回送システム(ARS)と寄り付き時の問題に対処する清算取引メカニズムという2つの中間ステップを提案した。ARSは各取引所が独立機関の中央コンピューターへ市場の最良気配と次善気配を送り、ブローカーは価格・時間・顧客コードのついた

注文を中央コンピューターに送り、最良気配を提示した取引所にブローカーの注文が回送されるシステムであるが、ブローカー自身の注文は必ずしも中央コンピューターに直接送られる必要はなく、小口注文のみを対象とするものである。他方、清算取引は同一原株を対象としたすべてのオプション価格が同時に決定されるというもので、原株や他のオプション価格に依存する条件付き注文をも許容するものである。この種の清算取引メカニズムは各取引所が独自に導入することも可能であり、それが成功すれば取引を引きつけ、技術革新に対する報酬をもたらすことになるとして各取引所間の技術開発競争を促した。そして、2月に行われた会合ではARSを実現する費用は420万ドルから1070万ドルと推定された⁴⁰⁾。

市場連結システムの議論が進むにつれて事態は意外な展開を見せることになった。当初、PHLX・PSE・NYSEはITS型のOMINTSを推奨し、CBOEとAMEXは中央コンピューターに注文を回送するARSを支持していたが、ARSの費用がOMINTSを30%から70%上回ることからCBOEとAMEXがITS型のシステムの支持にまわり、逆にARSの時間優先執行を評価したPHLXが時間優先執行を市場連結システムの必要条件と主張し始めたからである。CBOE・AMEX・PSE・NYSEが支持する市場連結システムは一般投資家優遇急行(PIPE)と呼ばれ、株式市場におけるITSに極めて類似したもので、最初に注文を受けた取引所が最良の気配値を提示している取引所へ注文を送るか同じ気配値で注文を執行するかを決定するのに対して、PHLXが支持する自動市場間システム(AIMS)は最良気配を提示する取引所に注文が自動的に回送されるシステムである⁴¹⁾。

6月28日の会合でもPHLXは時間優先原則の導入を譲らず、SECは4つの取引所の合意をもって市場連結システムの合意が成立したと発表した。株式市場のITSではNYSEの気配値を使って地方取引所が注文を執行し、場合によってはペイメント・フォー・オーダー・フローと呼ばれるバック・マージンを支払ってまで注文を集めており、ITSは実際には市場間競争を促進していないという現実があるので、PIPEを導入してもオプション市場で市場間競争が起こるとは考えにくい。しかし、時間優先原則を導入したAIMSをSECが支持するとすれば株式市場のITSでも時間優先原則を導入するのが筋であり、政治的な妥協が決定の背景にあったとも考えられる。他方、株式市場のITSでは恩恵を受けているはずのPHLXがITSの変更にもつながりかねない時間優先原則の導入にこだわり続けた理由は理解しがたい。6月29日にSECは9月21日までに市場連結システムの共同計画を作成し、既上場オプションの重複上場を10月1日まで再度自主的に延期することを各取引所に要請した⁴²⁾。

その後、先に合意の成立したPIPEは開発費が500万ドルから800万ドルで12カ月から24カ月を要し、ランニング・コストが年間100万ドルと推定されたが、9月21日までに共同計画の詳細はまともならず、SECは12月1日に共同計画の提出期限を延長し、既上場オプションの重複上場を1991年2月1日まで自主的に延期することを各取引所に再び要請した⁴³⁾。

引き続き各取引所は市場連結システムの共同計画を策定する会合を重ねたが、12月1日までは共同計画を提出できず、SECは提出期限を1991年2月1日までさらに延期した。2月にはようやく共同計画がSECに提出され、SECは既上場オプションの重複上場を8月1日まで自主

的に延期することを各取引所に再度要請した⁴⁴⁾。

6月に各取引所は最良気配値以外での取引を禁じるトレード・スルー・ルールの制定に関して合意に達し、10単位以下の顧客注文を対象とした市場連結システムの最終計画案をSECに提出した。これを受けてSECは既上場オプションの重複上場を12月31日まで自主的に延期することを各取引所に要請した。さらに、SECは重複上場問題が片付くまで実施しないとして1990年1月に見送ったオプション上場基準の緩和に踏み切り、10月21日から四半期ごとの利益が8期連続100万ドル以上という条件を省き、原株の最低価格10ドルを7.5ドルに引き下げることを選定した⁴⁵⁾。

しかし、ようやく市場連結システムの構築が現実味を帯び、既上場オプションの重複上場が視野に入ってくるに至って重複上場への反対勢力も強力に巻き返しを謀った。27社の証券会社・2人のフロアトレーダー・5つのオプション取引所・オプション清算会社によって構成されるオプション提案委員会(COOP)は1200万ドルから1400万ドルと推定される市場連結システム構築費用負担に反対して、上場オプション取引を監視するオプション審議会の設定を代案として提案した。この提案では既上場オプションは各取引所の遺産として独占的に保持され、各取引所が十分に競争的でない場合に限りオプション審議会が他の取引所での重複上場を決定するというものである。SECのブリーデン委員長はこの提案を却下し、市場連結システムの構築に対する代案は市場連結システムなしの重複上場しかあり得ないと述べ、市場連結システム構築の延期には理解を示したが、重複上場計画の後退には応じなかった⁴⁶⁾。

SECは既上場オプションの重複上場を6月30

日まで自主的に延期することを各取引所に再度要請する一方、1月22日に重複上場提案を発表し、21日間のパブリック・コメントを受け付けた。そして、SECはCOOPと証券業協会(SIA)オプション・デリバティブ委員会の要求にしたがってパブリック・コメントの締め切りを当初の2月13日から3月13日に1カ月間延期した⁴⁷⁾。

COOPから寄せられたSECの重複上場提案に対するコメントはその後のSECの決定に大きな影響を与えた。中でも莫大な費用のかかるPIPEによる市場連結を放棄し、株式市場の統合テープシステム(CTS)と同様なトラッキングシステムを利用して重複上場に伴うトレード・スルーを防止するというのが最大のポイントであり、各取引所がこれまで進めてきた市場連結システムの構築とは全く異なるものであった。このほかにも最良気配は10単位以下の注文に必ず応じること、各取引所の自動執行システムにトレード・スルーを防止するメカニズムを組み込むこと、重複上場への段階的移行過程では取引の少ない銘柄から25銘柄ずつ重複上場を行うこと、6カ月ごとに最低取引高を満たさない重複上場銘柄は上場を廃止することなど、これまで議論されてこなかったさまざまなアイデアが提示された⁴⁸⁾。

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

方、PSEとNYSEは市場連結システム抜きの重複上場には反対であるが、重複上場問題にこれ以上巻き込まれることを避けるためにCOOP案を受け入れるという立場を表明した⁴⁹⁾。

既上場オプションの自主的な重複上場延定期限の6月30日、SECのブリーデン委員長は5つの取引所に11月23日まで自主的な上場延期を再度延長することを要請した。しかし、今回はこれ以上の延長があり得ないことが明記され、SECの妥協案が受け入れられない場合にはこの日をもって一気に重複上場に踏み切ることが示された。SECの妥協案はCOOP案に極めて近いが、段階的移行過程における重複上場銘柄数が四半期ごとに取引の少ない順に100銘柄であり、重複上場銘柄の上場廃止基準は顧客注文が売買高の10%未満であるところが異なっている。今回のSECによる最後通告に対しても取引所間でシステム導入上の難易度に違いがあり、不公平だという意見や3カ月余りの準備期間では不可能だという不満も聞かれたが、SECのこれまでにない断固たる姿勢に各取引所は早急に対処せざるをえなくなった⁵⁰⁾。

IV. 重複上場の実状

1. 既上場オプションの重複上場

1992年11月23日、1989年5月のSECによる決定から3年半を経過してようやく既上場オプションの重複上場が実施に踏み切られた。500余りの単独既上場オプションに対して取引の少ないものから100銘柄ずつ重複上場を認可していくとはいうものの、認可された銘柄を実際に重複上場した取引所は存在しなかった。というのも最良気配を表示するシステムが多くの取引所で完成しておらず、しかも取引の少ない100銘

柄にはもともと重複上場の要望がなかったからである⁵¹⁾。

1993年3月22日には次の100銘柄の重複上場が認可されたが、やはり実際に上場する取引所はなかった。6月21日の3度目の重複上場認可を前にして、SECはCOOPの要請に基づいて重複上場認可銘柄数を50銘柄に削減することを発表した。同年9月、12月、1994年3月、6月にはさらに50銘柄ずつの重複上場が認可されたが、既上場銘柄の重複上場は起こらなかった。残る58銘柄のうち43銘柄の重複上場認可が9月に行われ、最後の15銘柄の重複上場認可が12月19日に行われたが、結局取引所間の暗黙の了解によって既上場銘柄の重複上場は生じなかった⁵²⁾。

NYSEは他の取引所ほど取引の活発な既上場オプションを持たず、重複上場競争を開始しても失うものが他の取引所ほどないという点で既上場オプションの重複上場を仕掛けるのではないかと見られていたが、新規上場銘柄の重複上場には積極的でありながら既上場オプションの重複上場を試みることはなかった。なぜNYSEが重複上場競争を仕掛けなかったのかについて

は明らかではないが、NYSEが本年4月に上場株式オプションをCBOEに譲渡し、株式オプション市場から撤退したことで既上場銘柄の重複上場が生じる可能性はほとんどなくなった⁵³⁾。

他方、最良気配値での取引執行に反するトレード・スルーを防止する規則としてAMEXは時間優先原則を含まず、他の取引所の最良気配値でも取引が執行できるトレード・オア・フェイドを提唱し、PHLXは注文の時間優先原則を含めたトレード・オア・センドを提唱していたが、CBOE・AMEX・PSE・NYSEは時間優先原則を含まないトレード・オア・フェイドを1994年9月に採用した⁵⁴⁾。

1996年9月9日時点でのアメリカにおける上場オプション銘柄数は2002銘柄で、単独上場が1502銘柄(CBOE488銘柄、AMEX326銘柄、PHLX310銘柄、PSE280銘柄、NYSE101銘柄)、重複上場は497銘柄(CBOE347銘柄、AMEX320銘柄、PHLX167銘柄、PSE176銘柄、NYSE150銘柄)であり、各取引所別ではCBOEが835銘柄、AMEXが646銘柄、PHLXが479銘柄、PSEが456銘柄、NYSEが251銘柄となっている⁵⁵⁾。(表4)

表4 アメリカにおける取引所別株式オプション上場銘柄数

取引所	上場銘柄数			重複上場先				
	単独上場	重複上場		CBOE	AMEX	PHLX	PSE	NYSE
CBOE	835 (418)	488 (216)	347 (202)	— (—)	234 (121)	80 (40)	92 (71)	93 (57)
AMEX	646 (267)	326 (100)	320 (167)	234 (121)	— (—)	90 (42)	76 (52)	75 (36)
PHLX	479 (179)	310 (97)	169 (82)	80 (40)	90 (42)	— (—)	52 (29)	42 (19)
PSE	456 (248)	280 (129)	176 (119)	92 (71)	76 (52)	52 (29)	— (—)	38 (26)
NYSE	251 (116)	101 (28)	150 (88)	93 (57)	75 (36)	42 (19)	38 (26)	— (—)
合計	2,002 (851)	1,505 (570)	497 (281)	499 (289)	475 (251)	264 (130)	258 (178)	248 (138)

注. ()内は原株が店頭銘柄
(資料) OCC, Directory of Exchange Listed Options, October 1996

これを原株が店頭銘柄であるものに限ってみると、単独上場が570銘柄 (CBOE216銘柄, AMEX100銘柄, PHLX97銘柄, PSE129銘柄, NYSE28銘柄), 重複上場は281銘柄 (CBOE202銘柄, AMEX167銘柄, PHLX82銘柄, PSE119銘柄, NYSE88銘柄), 各取引所ではCBOE418銘柄, AMEX267銘柄, PHLX179銘柄, PSE248銘柄, NYSE116銘柄であり、店頭銘柄を対象とした重複上場が多いことが確認できる。

かくして、1989年5月25日にSECによって決定された既上場オプションの重複上場は紆余曲折を経て1992年11月23日から段階的に実施され、1994年12月19日に完了したが、各取引所や業界の抵抗によって結局は実質的には反故にされたも同然であった。ただし、店頭銘柄を対象としたオプションと1990年1月22日以後に上場されたオプションについては重複上場も盛んに行われているのが現状である。

2. 各取引所での取引状況

すでに見たように、アメリカでは1980年にMSEが撤退して以来、本年4月28日にNYSEが撤退するまで5つの取引所で株式オプション取引が行われてきた。現在では小口注文に関しては注文自動執行システムを採用している取引所もあるが、いずれの取引所でもフロアでの取引が中心である。アメリカの取引所を見れば株式でも先物・オプションでもフロアでの取引が中心であり、このこと自体はさしたる特徴ではなく、むしろ世界的にはコンピューターによるシステム売買を採用しているドイツやスイス、香港、わが国が少数派である。

アメリカの株式オプション取引の特徴はCBOEとPSEが複数のマーケット・メーカーが存在する競争的マーケット・メーカー制であるの

に対して、AMEXとPHLX・NYSEは株式と同様にスペシャリスト制を採用している点である。CBOEは先物取引所のオープン・アウトクライ方式を念頭に置いて競争的マーケット・メーカー制を導入したが、株式取引を引き続き行っている証券取引所はPSEを除いて株式オプションの上場の際にも伝統的な株式取引と同様にスペシャリスト制を採用した。証券取引所がスペシャリスト制を採用したのは、かならずしもスペシャリスト制が競争的マーケット・メーカー制よりも優れているという確信があったからではなく、むしろ新たな取引方法を導入するよりもこれまで通りの取引方法を採用することで費用を削減し、新たな制度の導入に伴う不確実性を回避したという意味合いが強かったようである。

1996年の売買高シェアではCBOEが44%、AMEXが29%、PSEが17%、PHLXが8%、NYSEが2%であるから競争的マーケット・メーカー制での取引が61%、スペシャリスト制での取引が39%であり、競争的マーケット・メーカー制での取引がスペシャリスト制での取引をかなり上回っている⁵⁰⁾。(表3)

表5は1996年におけるCBOEの銘柄別株式オプション売買高上位40社を、表6は1996年におけるAMEXの銘柄別株式オプション売買高上位40社を、表7は1996年におけるPHLXの銘柄別株式オプション売買高上位10社を、表8は1996年におけるPSEの銘柄別株式オプション売買高上位10社を、表9は1996年におけるNYSEの銘柄別株式オプション売買高上位10社をそれぞれ表している。

まず、売買高の累積シェアを見ると、上位5銘柄ではCBOEで19.7%、AMEXで30.9%、PHLXで20.4%、PSEで44.6%、NYSEで20.8%、

表5 1996年のCBOE売買高上位40社

順位	(前年)	銘柄	売買高	シェア	累積シェア	重複上場
1	(1)	IBM	7,950,530	9.0%	9.0%	-
2	(8)	Cisco Systems*	2,770,289	3.1%	12.1%	PSE
3	(5)	Micron Tech.	2,615,105	3.0%	15.1%	PSE
4	(9)	Hewlett-Packard	2,214,843	2.5%	17.6%	-
5	(3)	Texas Instrument	1,830,175	2.1%	19.7%	-
6	(20)	Bay Networks	1,657,703	1.9%	21.5%	-
7	(-)	Iomega Corp.*	1,412,875	1.6%	23.1%	AMEX,PSE,PHLX
8	(10)	Oracle Corp.*	1,391,554	1.6%	24.7%	-
9	(21)	Coca-Cola Company	1,371,347	1.6%	26.3%	-
10	(6)	Merck & Co.	1,331,330	1.5%	27.8%	-
11	(2)	Telefonos De Mexico	1,284,915	1.5%	29.2%	AMEX,NYSE,PHLX
12	(16)	K-Mart Corp.	1,169,295	1.3%	30.5%	-
13	(25)	America Online Inc.*	1,130,956	1.3%	31.8%	AMEX,PSE
14	(12)	Citicorp	1,087,472	1.2%	33.0%	-
15	(23)	LSI Logic	1,066,453	1.2%	34.2%	-
16	(11)	AT & T Corp.	1,050,953	1.2%	35.4%	-
17	(18)	General Electric	976,179	1.1%	36.5%	-
18	(7)	General Motors	948,126	1.1%	37.6%	-
19	(4)	Chrysler Corp.	934,064	1.1%	38.7%	-
20	(30)	Pepsico Inc.	856,065	1.0%	39.6%	-
21	(-)	Netscape Communications*	816,225	0.9%	40.6%	AMEX,PSE,PHLX
22	(-)	US Robotics*	787,344	0.9%	41.4%	AMEX
23	(15)	EMC Corp.	730,174	0.8%	42.3%	-
24	(-)	Atmel*	720,091	0.8%	43.1%	-
25	(14)	Ford Motor Co.	698,111	0.8%	43.9%	-
26	(-)	Loral Space & Commu.	673,223	0.8%	44.6%	-
27	(24)	Wal-Mart Stores	616,329	0.7%	45.3%	-
28	(31)	Homestake Mining	591,681	0.7%	46.0%	-
29	(-)	Cheyenne Software	589,699	0.7%	46.7%	-
30	(-)	Telecomunicacoe Br.	572,298	0.6%	47.3%	AMEX,NYSE,PHLX
31	(-)	Johnson & Johnson	564,177	0.6%	48.0%	-
32	(38)	Qualcomm*	534,010	0.6%	48.6%	-
33	(28)	Cirrus Logic, Inc.*	528,746	0.6%	49.2%	PSE
34	(-)	Arakis Energy Corp.*	501,679	0.6%	49.7%	AMEX
35	(-)	C-Cube Microsystems*	494,763	0.6%	50.3%	AMEX
36	(-)	McDonald's Corp.	443,634	0.5%	50.8%	-
37	(19)	Grupo Televisa	436,403	0.5%	51.3%	AMEX
38	(-)	Boeing Co.	431,046	0.5%	51.8%	-
39	(-)	Computer Assoc. Int.	427,381	0.5%	52.2%	-
40	(39)	Informix*	419,208	0.6%	52.9%	AMEX

注. *は店頭銘柄
(資料) CBOE Market Statistics 1995, CBOE内部資料より作成

表6 1996年のAMEX売買高上位40社

順位	(前年)	銘柄	売買高	シェア	累積シェア	重複上場
1	(1)	Intel Corp.*	6,705,375	11.7%	11.7%	—
2	(—)	Iomega Corp.*	3,393,747	5.9%	17.6%	CBOE,PSE,PHLX
3	(2)	Motorola, Inc.	3,200,418	5.6%	23.3%	—
4	(3)	Philip Morris Companies Inc.	2,766,707	4.8%	28.1%	—
5	(6)	Digital Equipment Corp.	1,574,312	2.8%	30.9%	CBOE
6	(4)	Apple Computer, Inc.*	1,187,896	2.1%	32.9%	—
7	(11)	Seagate Technology, Inc.	1,027,374	1.8%	34.7%	—
8	(—)	US Robotics Corp.*	969,029	1.7%	36.4%	CBOE
9	(5)	Novell, Inc.*	888,723	1.6%	38.0%	—
10	(7)	Amgen Inc.*	887,569	1.6%	39.5%	—
11	(12)	Barrick Gold Corp.	884,319	1.5%	41.1%	—
12	(—)	Telecomunicacoes Brasil.	856,858	1.5%	42.6%	CBOE,NYSE,PHLX
13	(16)	Westinghouse Electric Corp.	829,612	1.5%	44.1%	—
14	(9)	The Chase Manhattan Corp.	806,172	1.4%	45.5%	—
15	(10)	The Walt Disney Company	641,419	1.1%	46.6%	CBOE
16	(—)	Ascend Communications Inc.*	635,405	1.1%	47.7%	CBOE,PSE,PHLX
17	(20)	DSC Communications Corp.*	586,303	1.0%	48.7%	—
18	(8)	Telefonos de Mexico	553,641	1.0%	49.7%	CBOE,NYSE,PHLX
19	(—)	Office Depot, Inc.	537,923	0.9%	50.6%	—
20	(26)	American Express Company	509,198	0.9%	51.5%	CBOE
21	(15)	Merrill Lynch & Co.	501,809	0.9%	52.4%	CBOE
22	(—)	Zenith Electronics Corp.	472,068	0.8%	53.2%	—
23	(13)	Pfizer Inc.	471,318	0.8%	54.1%	—
24	(36)	W.R.Grace & Co.	460,515	0.8%	54.9%	—
25	(—)	Netscape Communications Corp.*	419,361	0.7%	55.6%	CBOE,PSE,PHLX
26	(27)	Silicon Graphics Inc.	390,667	0.7%	56.3%	—
27	(—)	The Gillette Company	365,013	0.6%	56.9%	—
28	(25)	Unisys Corporation	356,215	0.6%	57.6%	—
29	(22)	Eli Lilly and Company	348,451	0.6%	58.2%	—
30	(14)	Grupo Televisa, S.A. de C.V.	344,360	0.6%	58.8%	CBOE
31	(31)	ASA Limited	319,983	0.6%	59.3%	—
32	(21)	International Game Technology	302,677	0.5%	59.9%	—
33	(33)	Chiron Corp.*	292,639	0.5%	60.4%	CBOE
34	(—)	Cabletron Systems, Inc.	292,538	0.5%	60.9%	PHLX
35	(37)	The Procter & Gamble Company	278,174	0.5%	61.4%	—
36	(18)	United States Surgical Corp.	260,302	0.5%	61.8%	—
37	(24)	Caterpillar Inc.	258,964	0.5%	62.3%	—
38	(—)	Texaco Inc.	258,142	0.5%	62.7%	—
39	(38)	Western Digital Corp.	258,116	0.5%	63.2%	—
40	(23)	AMR Corp.	247,855	0.6%	63.8%	—

注. *は店頭銘柄
(資料) AMEX Fact Bookより作成

表7 1996年のPHLX売買高上位10社

順位	(前年)	銘柄	売買高	シェア	累積シェア	重複上場
1	(n.a.)	Dell Computer Corp.*	1,061,692	6.5%	6.5%	—
2	(n.a.)	Federal National Mortgage Assn.	814,965	5.0%	11.5%	—
3	(n.a.)	Conrail Inc.	612,041	3.7%	15.2%	—
4	(n.a.)	Home Depot, Inc.	459,564	2.8%	18.1%	—
5	(n.a.)	Time Warner Inc.	387,521	2.4%	20.4%	—
6	(n.a.)	Abbott Laboratories*	333,659	2.0%	22.5%	—
7	(n.a.)	Staples Inc.	316,282	1.9%	24.4%	—
8	(n.a.)	Quaker Oats Co.	312,910	1.9%	26.3%	—
9	(n.a.)	NationsBank Corp.	285,812	1.8%	28.1%	—
10	(n.a.)	WMX Technologies Inc.	279,864	1.7%	29.8%	—

注. *は店頭銘柄
(資料) PHLX Annual Reportより作成

表8 1996年のPSE売買高上位10社

順位	(前年)	銘柄	売買高	シェア	累積シェア	重複上場
1	(n.a.)	Micron Technology Inc.	5,219,012	15.4%	15.4%	CBOE
2	(n.a.)	COMPAQ Computer Corp.	3,337,238	9.9%	25.3%	—
3	(n.a.)	Microsoft Corp.*	3,172,901	9.4%	34.6%	—
4	(n.a.)	Sun Microsystems Inc.*	2,230,196	6.6%	41.2%	—
5	(n.a.)	Applied Materials Inc.*	1,143,490	3.4%	44.6%	—
6	(n.a.)	American Online Inc.*	949,383	2.8%	47.4%	AMEX
7	(n.a.)	3Com Corp.*	869,619	2.6%	50.0%	—
8	(n.a.)	WorldCom Inc.*	800,064	2.4%	52.3%	—
9	(n.a.)	Newbridge Networks Corp.	664,196	2.0%	54.3%	—
10	(n.a.)	Advanced Micro Devices Inc.	572,608	1.7%	56.0%	—

注. *は店頭銘柄
(資料) PSE内部資料より作成

表9 1996年のNYSE売買高上位10社

順位	(前年)	銘柄	売買高	シェア	累積シェア	重複上場
1	(1)	Quantum Corp.*	214,790	6.4%	6.4%	—
2	(—)	NYNEX Corp.	144,770	4.3%	10.7%	—
3	(7)	Healthsouth Corp.	139,431	4.1%	14.8%	—
4	(4)	Organogenesis Inc.	103,490	3.1%	17.9%	CBOE
5	(—)	Alco Standard Corp.*	96,422	2.9%	20.8%	—
6	(9)	Tencor Instruments	91,590	2.7%	23.5%	—
7	(8)	Silicon Valley Group Inc.	90,395	2.7%	26.2%	—
8	(—)	Federated Department Stores Inc.*	84,829	2.5%	28.7%	CBOE
9	(—)	Altera Corp.*	76,005	2.3%	31.0%	PSE
10	(—)	Consolidated Freightways Inc.	71,499	2.1%	33.1%	—

注. *は店頭銘柄
(資料) NYSE Fact Bookより作成

上位10銘柄ではCBOEで27.8%, AMEXで39.5%, PHLXで29.8%, PSEで56.0%, NYSEで33.1%, 上位20銘柄ではCBOEで39.6%, AMEXで51.5%, 上位30銘柄ではCBOEで47.3%, AMEXで58.8%, 上位40銘柄ではCBOEで52.9%, AMEXで63.8%であり、いずれも上位銘柄にかなり取引が集中していること、そして累積シェアを比較すると、いずれのグループでもAMEXの累積シェアがCBOEを10%以上上回り、PSEはAMEXをさらに15%近く上回っており、取引の集中がより著しいことがわかる。

次に、銘柄ごとの売買高を見ると、200万契約以上の銘柄数はCBOEでもAMEXでもPSEでも4銘柄であるが、100万契約以上の銘柄数ではCBOEで16銘柄、AMEXで7銘柄、PSEで5銘柄、PHLXで1銘柄、50万契約以上の銘柄数ではCBOEで34銘柄、AMEXで21銘柄、PSEで10銘柄、PHLXで3銘柄であり、CBOEでは取引が活発な銘柄数が多いことがわかる。

さらに、1996年の売買高順位を1995年の売買高順位と比べてみると、上位10銘柄中で1995年に上位10銘柄に含まれていなかった銘柄数はCBOEでもAMEXでも3銘柄、NYSEでは5銘柄、同様に上位20銘柄ではCBOEでもAMEXでも6銘柄、上位30銘柄ではCBOEで13銘柄、AMEXで9銘柄、上位40銘柄ではCBOEで19銘柄、AMEXで10銘柄であり、CBOEでは上位21銘柄から40銘柄の間では順位の変動が激しかったことがわかる。

最後に、上位銘柄の重複上場銘柄数を調べてみると、CBOEでは40銘柄中13銘柄(原株が店頭銘柄であるのは9銘柄)が重複上場、うちAMEXとの重複上場は10銘柄(店頭7銘柄)、PSEとの重複上場は6銘柄(店頭5銘柄)、PHLXとの重複上場が4銘柄(店頭2銘柄)、

NYSEとの重複上場が2銘柄(店頭なし)であり、AMEXでは40銘柄中13銘柄(店頭5銘柄)、うちCBOEとの重複上場は12銘柄(店頭5銘柄)、PSEとの重複上場は3銘柄(店頭3銘柄)、PHLXとの重複上場は6銘柄(店頭3銘柄)、NYSEとの重複上場は2銘柄(店頭なし)である。PSEでは10銘柄中2銘柄(店頭1銘柄)が重複上場、うち1銘柄がCBOE、店頭1銘柄がAMEXとの重複上場であり、PHLXでは10銘柄中1銘柄も重複上場はなく、NYSEでは10銘柄中3銘柄(店頭2銘柄)が重複上場、うち2銘柄(店頭1銘柄)がCBOE、1銘柄がPSEとの重複上場であった。

V. 結び

アメリカにおける株式オプションの重複上場はSECの決定にも関わらず、オプション取引所の強硬な反対の結果、既上場オプションについては実現せず、店頭銘柄を対象としたオプションと1990年1月22日以後に上場されたオプションでのみ行われている。

原株市場においては、1976年にSECがNYSEとAMEXに重複上場を禁じていた規則(ニューヨークシティ・ルール)を撤回させたが、正式な重複上場は存在しない。しかし、1936年以来の非上場取引特権(UTP)が存在し、各取引所は正式に上場していない銘柄であっても他の取引所(実際はNYSE)が上場している銘柄を取引することが認められている。各取引所間の競争は全米市場システム(NMS)の下で、統合呼値システム(CQS)上の最良気配値での執行が義務づけられており、他の取引所により有利な気配値がある場合には各取引所のスペシャリストは市場間取引システム(ITS)を通じて注文

を回送しなければならないという形で行われている。ところが、実際には最良気配値を通じた取引所間競争は行われておらず、NYSEの気配値で他の取引所が注文を執行し、ITSでの売買高は市場全体の3%未満に過ぎない。しかも、地方取引所は注文を発注した業者にペイメント・フォー・オーダーフローと呼ばれるバック・マージンを支払って注文獲得競争を行ってさえている⁵⁷⁾。

他方、上場株式の取引所外取引については、1975年のルール19C-1により会員が顧客の注文を第三市場等に出すことが認められており、1980年のルール19C-3では1979年4月27日以降に上場された銘柄に関しては委託注文に自己勘定で向かうことや委託注文同士を店内で付け合わせる事が認められている⁵⁸⁾。

さらに、1985年にSECは店頭証券の一部に対してUTPを認め、シカゴ証券取引所(MSEが改名)は1987年から一部のNASDAQ銘柄について非上場取引を実施している。

このようにアメリカの証券市場は監督当局であるSECと各取引所・業界関係者との微妙なバランスの上で成り立っており、SECの決定がかならずしも当初の目的を達成するとは限らず、既上場株式オプションの重複上場問題はSECの意図が市場関係者によって巧妙に覆された1つの事例と言えよう。

注

- 1) U.S. Securities and Exchange Commission, *Report of the Special Study of the Options Market to the Securities and Exchange Commission*, 1979, U.S. Government Printing Office, pp.800-802
- 2) *ibid*, p.802
- 3) *ibid*, pp.802-803
- 4) *ibid*, pp.803-804. PHLXはCBOEやAMEXとの対等な競争を実現するために原株市場と同様な取引所間の注文自動回送システムの必要性をいち早く指摘していた。*ibid*, p.834

- 5) *ibid*, pp.805-806
- 6) Glenn Ritt, "SEC Lifts Moratorium on New Options Trading", *The Associated Press*, March 26, 1980
- 7) *ibid*, pp.809-824
- 8) *ibid*, p.847
- 9) *ibid*, pp.830-839. ブローカー業者による自動発注システムが重複上場に及ぼす影響は、1978年5月19日にメリルリンチが業務上の理由でアメリカン・エクスプレス、バリー・マニファクチャリング、デジタル・エクイップメント、ナショナル・セミコンダクターの4銘柄の発注先をCBOEからAMEXへ変更した際にも顕著に現れていた。
- 10) *ibid*, pp.853-860
- 11) *ibid*, pp.867-870. なお、株式市場での重複上場でNYSEにシェアを奪われたAMEXはNYSEの株式オプション市場参入は地方取引所の存続基盤を危うくするとして強行に反対していた。*ibid*, pp.991-1006
- 12) *ibid*, pp.973-983
- 13) *ibid*, pp.1007-1028
- 14) Glenn Ritt, "SEC Lifts Moratorium on New Options Trading", *The Associated Press*, March 26, 1980
- 15) Karen W. Arenson, "60 Call Options Selected by 4 Exchanges", *The New York Times*, June 1, 1980
- 16) "Poser Study Calls LOES 'Unfeasible'; Urges Deferral of Multiple Trading", *Securities Week*, January 19, 1981
- 17) Martha M. Hamilton, "SEC Sets Rules On Trading of Certain Options", *The Washington Post*, December 3, 1981
- 18) Laurie Cohen, "NYSE Trade of Stock Options OK'd", *Chicago Tribune*, February 14, 1985. Nancy L. Ross, "NYSE Trades of Options on Stocks Approved", *The Washington Post*, February 14, 1985
- 19) Laurie Cohen, "SEC Approved Trading of Options on Over-The-Counter Stocks", *Chicago Tribune*, April 17, 1985
- 20) Steven Greenhouse, "Trading in Options on O-T-C Stocks Begins on 4 Exchanges", *The New York Times*, June 4, 1985
- 21) Alexander Nicoll, "Exchanges fear results of deregulation; U.S. Options Trading", *Financial Times*, October 7, 1985
- 22) "SEC Reports on Options Lottery Seen Leading to Multiple-Option Listing", *Securities Week*, October 13, 1986. "Benefit in Dual Listing", *Chicago Tribune*, November 21, 1986
- 23) "CBOE, PHLX Dispute SEC Multiple Options Studies, PSE Challenge Expected", *Securities Week*, February 16, 1986
- 24) Peter Szekely, "SEC Moves toward Multiple Trading of Stock Options", *The Reuters Business Report*, June 18, 1987
- 25) "SEC Staff to Prepare Proposal to Revise Criteria for Options Listing", *Securities Week*, June 22, 1987
- 26) "NYSE Goes through with Lottery Despite SEC Plea for Postponement", *Securities Week*, June 29, 1987

- 27) "Exchanges Opposed to Multiple-Options Trading Seek Help from Congress", *Securities Week*, August 3, 1987
- 28) "CBOE, PHLX, and P-Coast Lobby House to Oppose Multiple-Options Trading", *Securities Week*, August 24, 1987. "SEC Postpones Multiple Options Hearing, Extends Comment Period", *Securities Week*, September 28, 1987
- 29) "Multiple Options Hearing Postponed; House Member Request Study", *Securities Week*, November 2, 1987. "Market Crash Raises New Questions about Multiple Options, Dingill Says", *Securities Week*, February 1, 1988
- 30) "Regional Exchanges Hit Multiple Options Trading", *Reuters Financial Service*, February 11, 1988. "Multiple Options Trading Leads to Rise in Trade-Through, Exchanges Warn", *Securities Week*, February 15, 1988
- 31) "Dingell Launches Investigation of Multiple-Options Trading", *Securities Week*, March 14, 1988
- 32) "SEC to Delay Multiple Options Trading Rules", *Securities Week*, August 4, 1988
- 33) "PHLX Calls for Options Lottery; NYSE Raises Number of Stocks to Seven", *Securities Week*, October 24, 1988. "PHLX Hosts Options Lottery", *Wall Street Letter*, December 12, 1988
- 34) "SEC to Consider Plan to Allow Multiple Option Trading of Stock Options", *Securities Week*, May 22, 1989. "SEC Approves Multiple Listing of Options", *The Reuter Business Report*, May 25, 1989. Dave Skidmore, "SEC Authorizes Exchanges to Compete Against One Another", *The Associates Press*, May 25, 1989
- 35) "CBOE Issues Response to SEC Multiple Trading White Paper", *PR Newswire*, September 15, 1989. "Multiple-Options Link Could Be Built Within A Year, Tellefsen Says", *Securities Week*, October 2, 1989. "Two U.S. Exchanges Urge Delay in Stock Option Rule", *Securities Week*, October 5, 1989
- 36) "SEC May Have Misled Congress on Multiple Options, Bliley Says", *Securities Week*, October 30, 1989
- 37) "AMEX, CBOE Release Preliminary Results of Market Integration Study", *PR Newswire*, December 18, 1989. "Amex Unveils New Computerized System for Pricing Options", *PR Newswire*, October 11, 1989. "Exchanges Bring New Intelligence to the Floor; CBOE Introduces Electronic Book", *Wall Street Letter*, November 13, 1989. "Exchanges Bring New Intelligence to the Floor; Amex Braces for Multiple Listing with New Options Pricing System", *Wall Street Letter*, November 13, 1989
- 38) "SEC Proceeds With Multiple Listing Stock Options", *Reuter Financial Service*, January 9, 1990. "SEC Proceeding With Multiple Listing of New Options, Seeks Delay on Old", *The Associated Press*, January 9, 1990. Sharman Easrey, "Three Exchanges to Delay Some Multiple Options, Bliley Says", *Reuter Financial Service*, January 10, 1990
- 39) "Trading in Stock Options Expanded Today", *Moneynline*, January 22, 1990. "Legislation May Be Needed to Resolve Multiple Options Trading", *Securities Week*, January 22, 1990. Eben Shapiro, "Rule to Widen Trading in Options Takes Effect", *The New York Times*, January 23, 1990. "SEC Stuns Options Industry by Holding Off on Relaxed Listing Standards", *Securities Week*, January 15, 1990
- 40) "Marts Vie for Options Bix after Startup of Multiple Listing", *Wall Street Letter*, January 29, 1990. Hal Lux, "AMEX-CBOE Report Endorses Automatic Routing System; Exchanges Receive Proposal", *Investment Dealers' Digest*, January 29, 1990. "AMEX-CBOE Study Says Routing, Clearing May Aid Multiple Trading", *Securities Week*, January 29, 1990. "Options Exchanges Discuss Multiple Trading Link Principle", *Securities Week*, February 19, 1990
- 41) Hal Lux, "Options Exchanges Still Split as SEC Linkage Deadline Nears; Two Proposals on Table", *Investment Dealers' Digest*, May 7, 1990. Leopold Froehlich, "High Hurdles for the U.S. Options Market", *Institutional Investor*, May, 1990. Pam Schwartz, "It's Four Against One in Multiple Listing Debate", *Wall Street Letter*, June 11, 1990
- 42) Miles Weiss, "Stock Exchanges Agree to Link Options Markets", *U.P.I.*, June 28, 1990. John Doyle, "SEC Officials: Accord Near on Multiple Listing of Existing Options", *The Associated Press*, June 28, 1990. Gregory A. Robb, "4 Options Exchanges Agree on a New Trading System", *The New York Times*, June 29, 1990. Hal Lux, "Could Payment for Order Flow Spread to Options?", *Investment Dealers' Digest*, May 3, 1993. John Doyle, "SEC Seeks 2nd Delay in Multiple Listing of Options", *The Associated Press*, July 3, 1990
- 43) "Progress Continues in Developing Options Trading System for Exchanges", *Securities Week*, September 17, 1990. "SEC Calls for Longer Moratorium on Multiple Trading", *Wall Street Letter*, October 22, 1990
- 44) "SEC Expected to Delay Initial Multiple Trading of Options", *Securities Week*, December 17, 1990. "New Multiple Listing Deadline Set as August 1", *Securities Week*, February 11, 1991
- 45) Jayne Levin & Hal Lux, "Options Exchanges to Submit Final Plan Soon After Meeting, Final System to Cost \$ 10 Million", *Investment Dealers' Digest*, April 8, 1991. Barbara Durr, "SEC Hesitates over Invitations to the Options Party", *Financial Times*, June 13, 1991. "Key Decisions on Multiple Trading of Equity Options", *Financial Regulation Report*, June, 1991. "Breedon Wants to Extend Startup Date of Multiple Options Listing", *Securities Week*, August 12, 1991. Hal Lux, "SEC Finally Set to Vote on Lower Listing Rules for Options; A Pat on the Back for Multiple Listing", *Investment Dealers' Digest*, August 26, 1991. "PSE Questions Separation of Multiple Linkage for Listing Standard", *Securities Week*, September 23, 1991
- 46) Hal Lux, "Brokerage Firms Consider Creating Option Council", *Investment Dealers' Digest*, November 4, 1991. "Breedon Has Rejected Compromise Proposal on Options Multiple Listing", *Securities Week*, December 16, 1991
- 47) Hal Lux, "SEC Ready to Publish Options Linkage Plan", *Investment Dealers' Digest*, January 13, 1992. "SEC Solicits Multiple Listing Comments; Industry Responds", *Wall Street Letter*, January 27, 1992. "More Time to Comment on Multiple Options Linkage Plan", *Securities Week*, February 24, 1992
- 48) "COOP Releases on Linkage", *Wall Street Letter*, March 2, 1992. "COOP Vote Shows Continued Strong Industry Opposition to PIPE Proposal", *Securities Week*, March 2, 1992. "COOP Weighs in Against Electronic Linkage for Multiple Listing of Options", *Securities Week*, March 16, 1992
- 49) "SEC seeks Linkage Compromise", *Wall Street Letter*, May 4, 1992. "COOP Sees SEC Move on Multiple Listing as Turning Point", *Wall Street Letter*, May 11, 1992. Hal Lux, "CBOE Will Endorse Compromise Proposal on Multiple Listing", *Investment Dealers' Digest*, May 11, 1992
- 50) "SEC Accepts Alternative Multiple Linkage Plan for Equity Options Trading", *Securities Week*, July 6, 1992. Hal Lux, "Breedon to Options Exchanges: Agree on Listing or Else; SEC Chief Lights a Fire under Multiple Listing", *Investment Dealers' Digest*, July 6, 1992. Carron Sherry, "Options Exchanges Balk at SEC Linking Compromise But Start System Upgrades", *Wall Street Letter*, July 27, 1992
- 51) Hal Lux, "Multiple Trading to Begin after Many Years of Debate; But Politics Still Swirl behind the Scenes", *Investment Dealers' Digest*, November 23, 1992. "Options Marts Battle Lack of Multiple Listing Rules as P-Coast Files for Trade or Fade Rule", *Wall Street Letter*, December 28, 1992
- 52) "Run Off", *Wall Street Letter*, March 22, 1993. Hal Lux, "Exchanges Look to Scuttle Breedon Options Listing Plan; Chairman Barely Out the Door as Debate Resumes", *Investment Dealers' Digest*, May 10, 1993. Hal Lux, "SEC to Slow Breedon's Options Phase-In Plan; Compromise Follows Intense Street Lobbying Effort", *Investment Dealers' Digest*, June 23, 1993. "Multiple Listing of US Equity Option Classes Slowed by SEC", *Extel Examiner*, August 10, 1993. "Final Options Rollout Won't Cause Listing War", *Wall Street Letter*, July 25, 1994. Hal Lux, "Fearing a War, Options Marts Decline Competitive Listings; Exchanges Likely to Pass on IBM, GM, Philip Morris", *Investment Dealers' Digest*, December 12, 1994
- 53) "CBOE Inaugurates Transfer of New York Stock Exchange(NYSE) Options Program to Chicago; Opening-Day Kick-Off of New Trading Facility, Special Trading Permit Program", *PR Newswire*, April 28, 1997
- 54) "AMEX Wants 'Trade or Fade' Rule to Get Best Price for Multiply Traded Options", *Securities Week*, August 9, 1993. "PHLX Trade-Thorough Rule Seen as a Rule to Delay Multiple Listing; Exchange Claims it is only thinking of Customers", *Securities Week*, February 28, 1994. "Options Marts Meet on Trade or Fade, Trade or Send", *Wall Street Letter*, November 28, 1994
- 55) The Options Clearing Corporation, *Directory of Exchange Listed Options*, October 1996
- 56) なお、NYSEがCBOEに株式オプションを譲渡したことにより、1997年ではこの差はさらに広がるものと考えられる。
- 57) SECはペイメント・フォー・オーダーフローという慣行に対して、ブローカー/ディーラーが顧客にその存在を事前に通知し、価格向上に関する説明を行うことを1994年10月27日に義務づけた。Release No. 34-34902
- 58) 1979年4月26日以前に上場された銘柄についても取引所の立ち会い時間外に海外で委託注文に自己勘定で向かうことや委託注文同士を店内で付け合わせる事が認められている。

(当所大阪研究所主任研究員)