

証 研

レポート

No.1746

2024年10月

非上場株等の発行・流通の拡大に向けた取組みについて

二上季代司（1）

株主コミュニティ制度の新たな展開

～運営会員と売買高を中心に～

松尾 順介（11）

ユーロネクスト市場のパフォーマンス

～二〇二四年八月混乱期のデータ分析～

吉川 真裕（53）

米株オプション市場における立会場取引

～マイアミ取引所グループの新規取引所開設～

志馬 祥紀（61）

公益財団法人 **日本証券経済研究所**

大阪研究所

非上場株等の発行・流通の拡大に向けた取組みについて

二上季代司

二〇二二年に非上場株等の発行、流通に関する大幅な規則改正等が行われて約二年が経過した。その後、非上場株等の発行や流通に関する様々な取組みが顕在化している。それまで日本証券業協会（以下、協会と略）の規
則では、非上場株等の投資家への勧誘は原則禁止の扱いであった。これがどういう経緯で、なぜ、どのように変わ
り、今後、どのように展開していくのだろうか。

以下で、これらについて簡単に整理してみた。なお本誌では、非上場株の限定的な市場である「株主コミュニ
ティ」制度の運用状況についてのレポートも掲載されているので、それも参照されたい。⁽¹⁾

1 規制改革実施計画（二〇二〇年七月）

二〇二〇年七月、規制改革推進会議の答申に基づき、「規制改革実施計画」が公表された。そのなかで、「スター
トアップを促す環境整備」として、①プロ私募の要件緩和、②株式投資型クラウドファンディングの金額上限の
関連規制の見直し、③非上場株等の流通市場の見直しの三点が金融庁所管の調査事項として盛り込まれた。

また翌二〇二一年六月の「成長戦略実行計画」では、私募取引の活性化に向けた環境整備と並んで、「IPO
の価格設定プロセスの見直し」が盛り込まれている。

つまり、非上場株等の発行・流通の促進の目的は、「スタートアップ（新興企業）」の起業や成長を促すことに

あった。二〇一〇年代後半から時価総額一〇億ドルを超える非上場会社（いわゆる「ユニコーン」）が世界的に増え始めていたが、わが国ではユニコーンの事例が極めて乏しかった。それが政府の認識の背後にあったのだろう。

では、「スタートアップの促進」策として、これら四つの事項は、どのような効果があると考えられているのか。おおよっぱに言えば、

- ① 非上場株等に対する特定投資家（プロ）私募を解禁し資金調達の拡大を図る。
- ② 株式投資型クラウドファンディングによる非上場株の発行につき資金総額（年間一億円未満）、投資家一人当たり応募額（五〇万円以下）の制限を緩和し、シード段階、アーリー段階の資金供給を増やし、起業や成長を促進する。

③ 「株主コミュニティ」の参加勧誘対象の制限を緩和し、非上場株の流動性の向上を図る。

④ IPO時の公開価格の設定を柔軟にし、公開価格での公募による資金調達額の増額を図る。
ということであろう。

こうした問題提起を受け、協会は「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」と「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」を立ち上げた。

2 「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」報告書（二〇二一年六月）

【特定投資家向け銘柄制度】

この報告書では、特定投資家私募をTokyo Pro Market以外にも認めることが提案されている。「特定投資家」

とは「プロ」の投資家とも呼ばれる。個人の一般投資家でも純資産三億円以上、有価証券等の保有資産三億円以上、かつ投資経歴一年以上といったリスク耐性があれば、証券会社に申出て、特定投資家に移行（「プロ成り」）すると、証券会社はリスクは高いが期待リターンも大きい非上場証券への投資を勧誘することができる。

そうしたプロの投資家には投資勧誘において適合性の原則や契約締結前交付書面の交付、広告規制等の行為規制は適用除外され、リスクの高い非上場証券への投資勧誘が可能である。現状、形式基準（株主数や時価総額、事業継続年数等）のない取引所市場であるTokyo Pro Marketでは、そうしたプロだけが取引でき、資金調達もプロに限定した「私募」形式で行うことができることになっている。

今回、協会は、規則を新設⁽²⁾し、非上場株等にも特定投資家私募を認めることとした。協会が認めた証券会社に、実質的な取引適格審査をゆだねるもので、取引可能な銘柄は「特定投資家向け銘柄」(Ships)と呼ばれる⁽³⁾。

【株主コミュニティ制度】

非上場株の取引については、「株主コミュニティ」制度がある。その詳細と現状については、本誌所載の松尾論文に譲りたいが、簡単に言えば、証券会社が非上場会社ごとに売買参加者を限定した「コミュニティ」を組成し、その範囲内でのみ投資勧誘を認めるというものである。

現状、コミュニティ参加への勧誘対象者は、当該非上場会社の株主や役員・従業員（グループ会社も含む）等事情を知る会社関係者に限定してきた。今回、協会は規則を改正し、コミュニティへの参加勧誘対象者として「特定投資家」も加えることとした⁽⁴⁾。

【株式投資型クラウドファンディング】

非上場株式の発行によりインターネット上で多数から少額ずつ集める仕組みである。投資家の損失を限定する

ため、調達できる資金総額は年間一億円未満、一人当たり五〇万円までの上限枠があった。金商法施行令等が改正され（二〇二二年一月施行）、調達できる資金総額の通算規定が緩和され、より多額の資金が調達できるようになる。

すなわち、これまでは一年前以内に他の方法で（例えばベンチャーキャピタルから）五千万円調達していれば、残る五千万円未満までしか調達できなかったのである。この通算規定を緩和して、株式投資型クラウドファンディング単体で年間一億円未満までの調達が可能になった。また特定投資家については五〇万円までの上限規制を撤廃した。さらに少数私募（四九人以下）の場合、開示規制は免除されるが、この場合の人数算定方法は、「六か月以内」に通算四九人以下であったものを「三か月以内」に緩和した。

3 金融審議会第二次報告書「コロナ後を見据えた魅力ある資本市場の構築」（二〇二二年六月）

この報告書では、一般投資家が「プロ」に移行できる要件を弾力化し、また移行の手続きを柔軟化することを提案している。つまり「特定投資家」そのものを増やして非上場証券への投資勧誘の対象者を拡大しようというわけである。

前述のように、これまで「プロ成り」の要件は純資産・保有有価証券の規模・投資経験等、主として「リスク耐性」だけを形式的に重視していた。これに職業（銀行、証券会社、大学教授等）や保有資格（証券アナリストや外務員等）等十分な金融リテラシーも要件に加えることを提案した。また取引経験一年の要件も、他の証券会社での取引経験も加える等移行手続きの柔軟化を提案している。

これに基づき内閣府令が改正⁵⁾され、二〇二二年七月より施行されることとなった。この結果、「年収が一〇〇

○万円以上かつ特定の知識・経験を有するかつ有価証券の取引経験一年以上」等複数種類の要件が追加された。

4 「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」報告書（二〇二二年二月）

日本のIPOでは公開価格はブックビルディング方式で決定されるが、上場後の初値が公開価格を大幅に上回る事例が多い。このため、公開価格での公募発行で企業が得られる資金調達額は、公開価格が初値に近い値段に設定された場合と比べ少なくなる。それがスタートアップ企業の資金調達を抑制している、という批判があった。公正取引委員会が、引受証券会社の取引慣行を独禁法上の観点からも問題視した。

そこで、この報告書では、ブックビルディングにおける仮条件の範囲を拡大し、範囲外での公開価格設定を認めること、上場日程の期間短縮・柔軟化等を改善策とした。これにともない協会は「有価証券の引受等に関する規則」の一部を変更した。

ところで、この報告書では、乖離の原因として、公開価格の設定が「過少」だから（アンダープライシング）なのか、それとも初値の形成が「投機的」だからなのか、断定はせず両論併記になっている。IPOパフォーマンス分析の日米比較では、日本の場合、「オフファリングサイズ」（公開価格×公募売出株数）が一〇〇億円未満の小粒IPOほど乖離が極端に大きくなること⁽⁶⁾が示されている。

これに関連して、この報告書では「サイズの大きなIPOを増やす、IPO後に成長性の高い企業を増やす以外に本質的な解決策はない」という意見表明もあった。一〇〇億円未満の小粒IPOは初値が投機的でボラティリティも大きいことが紹介されている。

それは「ベータ」が大きく資本コストが高いことを意味する。そうした資本コストの高い株に、ファンダメン

タルを重視する機関投資家が投資するだろうか。流動性はないが、公正価値測定に基づく算定株価で資金供給に応じる方が現実的ではないのか。そうであれば、根本的な解決方法は、非上場の段階で資金調達できる環境を整えて成長性の高い企業にすることが望まれることになる。つまり先述の「特定投資家私募制度」を整備することの方が根本的な解決策ということになる。

5 新しい資本主義実行計画

二〇二一年一〇月に発足した岸田内閣は、「新しい資本主義実現会議」を設置した。翌二〇二二年六月、いわゆる「骨太の方針」と並んで「新しい資本主義のグランドデザインおよび実行計画（以下、実行計画）」を閣議決定した。この実行計画（一七ページ）では、新たに、PTSにおいてプロ投資家向けに非上場株式を取り扱うことを可能とする等の制度整備を行うとしている。また金融審議会の市場ワーキング・グループ「中間整理」でもPTSを通じた非上場株式のセカンダリー取引を円滑化することが提言された。

また「実行計画」に基づくフォロワーアップ（二一ページ）では投資信託の非上場株式の組入れに係る評価方法等の検討を進めるよう、投資信託協会に要請している。

【非上場PTS】

前述の金融審議会の提言を受け、協会は新たに「私設取引システムにおける非上場有価証券の取引等に関する規則」を新設、二〇二三年七月に施行した。これまでPTSで取引できる株式は上場株式に限られていたが、新しい規則では、取り扱える有価証券として、①ブロックチェーン技術を用いて権利の移転が行われる「トークン化有価証券」と、②特定投資家向け有価証券である非上場株式等、の二つの類型があげられている。

非上場P T S運営会員は取引対象となる非上場株式等について発行会社の財務状況、適時情報提供の体制整備状況等の適正性審査が求められる。また非上場P T S銘柄の約定価格、最終気配、出来高等の取引情報を公表しなければならぬ、とされる。

【投資信託の非上場株組み入れ】

投資信託協会は二〇二三年三月から投資信託の非上場株組み入れに伴う整備の検討を行い、これに基づいて「投資信託等の運用に関する規則」等の一部改正を行った（二〇二四年二月から実施）。従来から、非上場株の組み入れは法令上、禁止されていないが、顧客からの解約頻度と保有資産の流動性とのミスマッチを緩和するため、個々の投資信託につき、すべての投資対象資産を流動性の観点から四つに分類し、最も流動性の高い階層の下限保有比率と最も流動性の低い階層の上限保有比率を定めることとされていた。

今回の改正で、投信への非上場株の組み入れ比率は純資産総額の上限一五%と明記した。また非上場株の評価については「公正価値測定」に基づいて時価評価すべきとされた。

6 資産運用立国（二〇二三年）

岸田内閣は二〇二二年一月の「資産所得倍増プラン」に続き、一年後の二〇二三年一月「資産運用立国実現プラン」を発表した。この資産運用立国の実現を目指し、金融商品取引法が改正された（二〇二四年五月）。主たる改正内容は、①投資運用業者の参入規制見直し、②非上場株式等の流通をめぐる規制見直し、③株式公開買付（T O B）・大量保有報告制度の見直しである。

このうち、②では、第一種金融商品取引業（証券業）に「非上場有価証券特例仲介等業務」が追加された。ま

た、取引規模の大きくない非上場P T Sの運営を行う場合にはP T S認可の取得を求めないことになった。

【非上場有価証券特例仲介等業務】

特定投資家を対象とする非上場株等の仲介業務に特化して、金銭・証券の預託を受けない第一種金融商品取引業者について、自己資本比率規制、兼業規制および金融商品取引責任準備金の積立に関する規制の適用を除外することとなった。

【登録P T S制度】

P T S業務は第一種金融商品取引業務の一つであるが、登録要件のみならず、これよりも重い認可要件が求められていた。⁽⁷⁾これに対し、非上場証券のみを扱うP T Sであって、流動性や取引規模等が限定的なものについては、取引の管理等に関する必要な規制を適用する前提で、認可を要さず第一種金融商品取引業の登録制の下で参入可能とし、資本金や純財産要件等の財産規制やシステムに関する要件等を緩和することになった。いずれも非上場証券の仲介業への参入を促進する効果を期待するものである。

7 おわりに

二〇二〇年から始まる非上場証券の発行・流通を促進する対策は、起点はスタートアップ（新興企業）の起業、成長の促進にある。本稿では、この対策が具体的にどのような形をとって進んできたのかをみた。それは基本的には、例外的に投資勧誘を許される「特定投資家」の範囲を拡大すること、「株主コミュニティ」の制度改善や非上場P T Sの創設や参入促進により特定投資家による非上場証券の売買の機会を増やすことに向けられてきた。

そうであれば、そもそも個人が「特定投資家」に移行する（「プロ成り」）メリットやインセンティブがなければならぬだろう。リスクがあっても高いリターンが期待できるような非上場会社が発掘され、それを組み入れたファンドや投信といったプロダクトがどしどし組成されなければならない。プロが少ないからスタートアップが生まれぬのか、それとも魅力的なスタートアップがないからプロになろうとする個人がないのか。

「ニワトリと卵」の関係にも似ているが、ひとまず特定投資家の潜在的な範囲は広がったのである。今後は、「資産運用立国実現プラン」で掲げられている資産運用業の高度化、アセットオーナーの改革等が具体的に展開されることが望まれる。

注

- (1) 松尾順介「株主コミュニティ制度の新たな展開―運営会員と売買高を中心に―」本誌、所載。
- (2) 「店頭有価証券などの特定投資家に対する投資勧誘に関する規則」新設（二〇二二年七月）。
- (3) J-Shipsは、JSDA Shares and Investment trusts for Professionalsの頭文字である。なお勧誘の際に義務とされる開示情報（発行者情報を含む特定証券情報）の記載内容は協会が定めることとなった。
- (4) 「株主コミュニティに関する規則」改正（二〇二二年七月）。なお、コミュニティを組成して投資勧誘を行うにふさわしい会社であるかどうかの審査は、証券会社にゆだねられており、その組成・運営に当たる証券会社は協会に届出なければならない。
- (5) 「金融商品取引業等に関する内閣府令」改正。
- (6) 第一回ワーキング・グループ「資料2」（二〇二二年九月一六日）

(7) 資本金・純財産要件(三億円以上) やシステム要件(第三者評価書の添付)等。

(にかみ きよし・特任研究員)

株主コミュニティ制度の新たな展開

～運営会員と売買高を中心に～

松尾 順介

はじめに

拙稿「二〇二四」において、グリーンシート銘柄制度から株主コミュニティ制度に至る歴史的経緯について考察した。その際、導入後約一〇年となる株主コミュニティ制度の推移について概観するとともに、この間の株主コミュニティ制度の活性化に関する議論なども紹介した。具体的には、二〇一八年三月、日本証券業協会において「株主コミュニティ制度に関する懇談会」が設置され、二〇一九年一月に同報告書が取りまとめられた。同懇談会では、①現行制度を変更する場合であっても、既存の株主コミュニティの取扱いに支障が出ないようにすること、②引き続き外部監査を必須要件とせず、インサイダー取引規制の適用対象外とすることにより適時開示を不要とするといった、発行者にとって負担がない制度設計を維持することという二点を前提として検討が重ねられ、主として①株主コミュニティ非参加者への情報提供のあり方、②参加勧誘のあり方、③わかりやすさの向上の三点が課題として指摘された。さらに、二〇二〇年一月に「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」が設置された。同検討懇談会は、従来の「店頭銘柄」ないし「店頭市場」ではなく、「非上場株式」という呼称を採用し、その活性化をテーマとした点で画期的であった。また、同検討懇談会では、非上場企業の

資金調達の方法の多様化、成長資金の円滑な供給に向けた非上場株式などの発行・流通市場の見直しという国内的な政策課題を踏まえるとともに、米国におけるレギュレーションDの活発な利用、英国での株式投資型クラウドファンディングの活発化などの海外の情勢も踏まえた上で議論が重ねられた。したがって、単に株主コミュニティ制度の活性化のみならず、より広い枠組みで検討が重ねられ、二〇二一年六月に同検討懇談会報告書が取りまとめられた。具体的な検討内容としては、①今後拡大が見込まれる特定投資家向け発行・流通市場の制度整備、②株主コミュニティ制度・株式投資型クラウドファンディング制度の改善であった。

このような検討が重ねられたことに伴い、株主コミュニティ制度の動向には新たな展開が見られるようになってきている。

具体的には、①運営会員（証券会社）数の増加、②売買金額の増加、③新規銘柄数の増加、④私募による増資件数の増加などが挙げられるが、本稿では、このうち主に①と②について検討した上で、今後の動向について考察する。

1 運営会員の増加

二〇一五年の株主コミュニティ制度発足当初の運営会員は、今村証券および島大証券の二社であり、翌二〇一六年にみらい証券が指定を受け、三社であった。このうち今村証券と島大証券は、それぞれ金沢市、富山市に本社を置く地場証券であり、取扱銘柄には北陸の地元企業が多数を占めていた。その後、二〇一八年にみずほ証券と大山日ノ丸証券（本社…鳥取市）、二〇一九年に野村証券が指定を受け、大手証券の参入もみられるようになった。

最近の特徴としては、二〇二二年に徳島合同証券（本社・徳島市）、二〇二三年にしん証券さかもと（本社・金沢市）が指定を受け、地場証券の参入が見られたこと、さらに二〇二二年には株式投資型クラウドファンディングの運営会社である、FUNDINNOが指定を受けたことが挙げられる（図表1参照）。

（1）徳島合同証券の参入

まず、地場証券の参入については、二〇二二年六月に徳島合同証券が運営会員の指定を受け、株式会社日和ファームの増資を引き受けたことが挙げられる。

徳島合同証券は、一九五三年に設立された小松島証券と一九六一年に設立された湊山証券の両社が一九六八年に合併し、社名変更した（本社・徳島県徳島市）。

同社の特徴としては、まず早い時期からクラウドファンディングに取り組んだことが挙げられる。二〇一五年にクラウドファンディング・サイトの「グリーンファンディング」に自社サイト「KUUKAI」を開設し、地元の酒造メーカーのプロジェクトを掲載した⁽¹⁾。また、徳島大学発のクラウドファンディング・サイト「Otsuicle」と連携し、同社の「KUUKAI+」を開設した⁽²⁾。また、二〇一二年からはSDGsへの取り組みとして、いわゆるカーボン・オフセットの一環とし

図表1 株主コミュニティの運営会員（証券会社）

2023年2月8日現在

運営会員名	指定日
今村証券株式会社	2015年8月28日
島大証券株式会社	2015年10月26日
みらい証券株式会社	2016年6月17日
大山日ノ丸証券株式会社	2018年1月18日
みずほ証券株式会社	2018年3月7日
野村証券株式会社	2019年7月17日
株式会社FUNDINNO	2021年12月1日
徳島合同証券株式会社	2022年6月20日
株式会社しん証券さかもと	2023年2月8日

（資料）日本証券業協会「株主コミュニティの運営会員（証券会社）」をもとに作成。
<https://market.jsda.or.jp/shijyo/kabucommunity/uneikaiin/index.html>

てCO₂の削減・吸収量を数値化して売買する「クレジット」の仲介業務を手掛けている。具体的には、県内の森林経営によって増えたCO₂吸収量をクレジット（一トン当たり千〜二万円程度）として県内企業に販売し、これによって三六〇ヘクタールの森林整備を支援したとされる。⁽³⁾この取り組みは、その後太陽光発電を導入した家庭が削減したCO₂を取引するプロジェクトに発展している。⁽⁴⁾なお、二〇二二年に株主コミュニティ制度に参入した際、新聞報道では、前述のクラウドファンディング事業へ進出したことが紹介されるとともに、五年後を目途に五〇銘柄の取扱いを目指すこと、また後述の日和ファームが第一号案件の候補となっていることが報じられた。⁽⁵⁾

同社へのインタビューによると、株主コミュニティ制度の指定を受けた理由は、地元の非上場企業には資金調達ニーズがあるものの増資の機会に乏しいため、株主コミュニティ制度に着目し、この制度を利用してこれら企業のニーズに対応することを企図したとのことである。

第一号案件である、株式会社日和ファームとは、人的・資本的關係はないものの、同社に資金調達ニーズがあったことから、この制度の利用に至ったという。

日和ファーム（本社・徳島県阿南市）は、二〇一七年に設立された農業法人であり、資本金一〇〇万円、役員二名、雇用者四名（パートを含む）、⁽⁶⁾経営規模一八ヘクタールである。同社の特徴は、オーガニック認定（有機JAS）を受けた圃場において、化学肥料・農薬を一切使わない有機栽培米を生産し、オンラインや自然食品の店舗で販売するほか、オーナー制度によりオーナー権の購入者に年間一五〇キロの作物を提供している。⁽⁷⁾

日和ファームの増資は、A種劣後株式の私募であり、二〇二三年二月二二日に発行が決議され、一五名から三二万円を調達した。その後、B種劣後株式を私募で発行（二〇二四年八月末払込）し、四名から九九万円を調達

した。同社の各回の増資は、有価証券届出書の提出免除となる一〇〇〇万円を上限としたが、この二回の増資は目標額に遠くおよばないものであったが、同証券会社は、株主コミュニティ制度を高く評価しており、今後も積極的に取り組みを進めたいとのことである。

(2) しん証券さかもとの参入

しん証券さかもとは、一九〇七年に坂本商店として金沢市にて創業し、一九三三年株式会社坂本証券を設立、一九七四年高岡市の北陸証券と合併し、坂本北陸証券に商号変更、二〇〇九年には富山市の荒町証券と合併、二〇一四年に株式会社しん証券さかもとに商号変更した。なお、この「しん」には、新、信、心、進、伸、親などの思いが込められており、社会の「しん」になることを経営理念としている。⁽⁸⁾

同社の特徴としては、二〇二二年七月から北陸三県在住の五〇歳未満を対象として、国内上場株式の買付手数料をそれまでの一%程度から無料化したことが挙げられる。また、同年五月からは投信の購入手数料を一律一%に引き下げている。⁽⁹⁾ また、店舗のリニューアルも進め、店舗内に来店客を迎えるブースを複数設置し、しっかりと仕切りを設けることで、顧客は他人の眼を気にすることなく、じっくりと商品説明が受けられるようにした。⁽¹⁰⁾ そのうえで、投信のラインナップを拡充し、米国債や米株なども取り入れている。

しん証券さかもとの参入については、同社へのインタビュールによると、同社取扱銘柄である北陸鉄道や富山地方鉄道の株式取得を希望する顧客ニーズに応えることが動機となったといわれる。これらの鉄道会社の場合、株主優待として株主優待乗車証⁽¹¹⁾が交付され、これを使って通勤・通学することができるため、優待目的の株式取得を希望する顧客が多く、そのニーズに応えるために株主コミュニティ制度の指定を受けたという。しかしながら、

これら以外の地元企業を開拓することは容易でない。その理由としては、調達金額が一〇〇〇万円を超えるると有価証券届出書などの提出を要するため、手続きが煩瑣になることが挙げられる。また、その提出を免除されるためには、調達金額を一〇〇〇万円以下にせざるを得ないが、その程度の金額であれば、銀行融資で対応するほうが容易である。実際、株式発行の可能性のある地元企業には、金融機関側から見ても融資先として優良な企業が多いため、好条件で融資を得られる可能性があり、結果的に株式発行よりも融資を選択することになる。そうすると、証券会社としては新規銘柄開拓の経営努力が報われないため、新規開拓は難しい状況であるといわれる。

(3) FUNDINNOの参入

クラウドファンディング運営会社の参入については、二〇二一年に株式会社FUNDINNO（本社：東京都港区、設立：二〇一五年、旧社名：株式会社日本クラウドキャピタル）が指定を受けたことが挙げられる。周知のように、同社は国内初の第一種少額電子募集取扱業の登録承認を受け、株式投資型クラウドファンディング・プラットフォームである「FUNDINNO」を運営している。⁽¹²⁾ 同プラットフォームは、二〇一六年一月から投資家登録申請の受付を開始し、国内株式投資型クラウドファンディングにおいて、最大のシェアを有している。⁽¹³⁾

同社が株主コミュニティ制度の指定を受けた理由としては、同社の運営する株式投資型クラウドファンディング・プラットフォームにおいて株式発行した銘柄の流動性を提供する目的があると思われる。同社の運営する株主コミュニティ銘柄を見ると、大半はFUNDINNOで資金調達した銘柄であり、特に投資家数の多い銘柄や複数回の増資を行った人気銘柄が中心となっていることがわかる（図表2参照）。

なお、この点に関して、同社にインタビューを行ったところ以下の回答を得た。

株主コミュニティ銘柄

株主コミュニティ			FUNDINNOによる株式投資型クラウドファンディング				備考
組成日（解散日）	参加者数	累計売買金額	払込日	投資家数	発行価額の総額	目標募集額	
2021年12月8日	3,350	9,977,400	2018年1月23日	284	29,250,000	7,500,000	
2021年12月8日	3,295	8,299,960	2019年9月19日	215	60,000,000	15,000,000	
			2020年11月5日	270	46,700,000	15,000,000	
2021年12月8日	3,226	8,641,000	2021年10月27日	230	38,300,000	30,000,000	
2022年1月25日	3,043	6,972,000	2019年12月18日	60	10,000,000	6,000,000	
			2020年2月17日	578	89,100,000	20,000,000	
			2021年4月7日	240	69,993,000	17,498,250	
			2024年7月18日	409	9,999,000	86,291,370	
2022年8月19日	2,764	28,478,400	2018年5月29日	274	49,750,000	18,000,000	
			2019年5月24日	292	42,100,000	18,000,000	
			2024年2月15日	254	40,000,000	10,000,000	
2022年10月28日	2,525	4,050,000	2021年10月21日	74	10,000,000	5,000,000	
			2022年10月18日	54	8,800,000	5,000,000	
2023年3月17日	1,946	20,693,112	2022年6月27日	339	39,950,000	5,000,000	
2023年12月26日	22	0	—	—	—	—	
(2024年7月23日)							
2021年12月8日	—	53,168,000	2018年12月4日	238	40,000,000	25,000,000	
(2023年1月16日)	解散済		2019年7月4日	294	43,900,000	16,000,000	
			2020年11月2日	351	15,000,000	55,700,000	
2022年2月25日	—	290,394,150	2019年10月25日	250	39,500,000	25,000,000	
(2023年5月17日)	解散済		2022年1月19日	333	22,300,000	53,700,000	
2022年4月1日	—	5,852,000	2019年6月12日	74	11,500,000	90,000,000	
(2023年7月7日)	解散済		2020年2月3日	166	22,100,000	12,000,000	
			2021年1月19日	311	46,648,000	12,544,000	
2022年6月8日	—	4,280,400	2020年7月14日	158	23,200,000	12,500,000	
(2023年6月30日)	解散済		2021年10月8日	201	30,225,000	12,577,500	
2022年9月15日	—	0	—	—	—	—	注1および注2
(2024年6月20日)	解散済						
2023年10月19日	—	0	—	—	—	—	
(2024年3月6日)	解散済						

(注1) 日本証券業協会のデータによると、FUNDINNOの取扱いにより、2022年2月9月付の発行決議により発行価額の総額111,350,000円の私募を実施した。

<https://market.jsda.or.jp/shijyo/kabucommunity/seido/meigara/chotatsu.html>

(注2) 同社HPによると、2024年6月3日付で株式譲渡により株式会社コロナラグループへ参画、2024年9月1日付で「株式会社コロナラテック」へ社名変更した。

<https://www.anconsulting.jp/posts/news-48>

図表2 FUNDINNOの

銘柄名	業種	本社(店)所在地
株式会社ハーバルアイ(旧漢方生薬研究所)	漢方D2C	福岡県
ダブル技研株式会社	IT・テクノロジー	神奈川県
株式会社eumo	シェアリングエコノミー・教育	東京都
株式会社グッドラックスリー	ブロックチェーン	福岡県
ファイナンシャルテクノロジーシステム株式会社	AI	東京都
株式会社ePARA	eスポーツ関連事業	埼玉県
ひろのぶと株式会社	出版	東京都
オーマイグラス株式会社	企画開発・販売(アイウェア)	東京都
株式会社ロジック・アンド・デザイン	システム開発	東京都
Innovation Farm株式会社	IoT	東京都
日本きくらげ株式会社	アグリテック	東京都
クエスト株式会社	IT	埼玉県
アン・コンサルティング株式会社	IT・人材	東京都
iYell株式会社	不動産テック	東京都

(資料) 組成日、払込日、発行価額の総額、目標募集額などについては、日本証券業協会の下記のデータによる(2024年6月28日現在)。また、所在地、投資家数などはFUNDINNOのHP掲載の各案件のデータによる。

<https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/kabucrowdfunding/>https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/kabucommunity/meigarabetu.html?_ga=2.189879339.1611170544.1725583979-2022738527.1717076623

まず、株主コミュニティの組成については、当初はFUNDINNO側から組成を働きかける場合が多かったが、最近では発行会社側がコミュニティの組成に関心をもち、逆に発行会社から組成を持ちかけられる場合も見られるようになってきている。場合によっては、株式投資型クラウドファンディングによる資金調達とコミュニティ組成をワンセットで考える発行会社もある。発行会社がコミュニティ組成に関心をもつ理由は、発行会社によって異なるが、①既存の株主から売却手段を要望されたこと、②発行会社がいわゆる「ファン株主」を増やすためには売買機会が必要であること、③既存株主の入れ替えを図りたいというニーズが発行会社に生じたこと、などである。

また、株主コミュニティの組成の際には、株主数などはあまり重視しておらず、むしろ財務健全性や成長性を重視している。特に、成長性については、資金調達期から組成時期まで一定の期間を経ているため、当初目標の達成度合いや進捗度などのトラッキング・レコードが確認できるので、それらを入念にチェックすることになる。

他方、FUNDINNOの運営する株主コミュニティ銘柄には、同社のクラウドファンディング・プラットフォームで資金調達していない案件が含まれている。これらの会社の中には、アン・コンサルティングのように同社の取扱いによって私募を行った案件が含まれている。このような会社にとって、株主コミュニティ制度は流動性供給の場となる可能性があることから、同社としては私募の取扱いを今後のビジネス・チャンスと考えることができる。ちなみに、同社は、二〇二三年一〇月、特定投資家向け銘柄制度 (J-Ships) の取扱協会員となっている。⁽¹⁴⁾

2 売買金額の増加

株主コミュニティ銘柄の売買金額については、制度発足から二〇二〇年までの売買金額は年間四〜五億円程度

であったが、二〇二二年九・九億円、二〇二二年一四億円、二〇二三年はやや減少したものの一一・六億円となっており、この三年間はかつての二〜三倍の規模となっている（図表3参照）。

さらに、株主コミュニティの銘柄別売買金額の累計額を見たものが図表4である。

まず、二〇二四年六月二八日現在の累計額は、約六五・七億円であり、その内訳は、今村証券二四・五億円（シェア三七・三％）、みらい證券一五・九億円（同二四・二％）、島大証券一五・五億円（同二三・七％）となっており、この三社だけで五五・九億円（同八五・二％）を占めている。

次に、各社の主な売買銘柄を見ると、今村証券では、北陸鉄道が同社の売買金額の九割を占めている。北陸鉄道の売買では、例えば八月二六日から二八日にかけて四件の売買が報告されているが、それぞれ株価二三〇〇円、九二五株、売買金額二二万七五〇〇円、二四〇〇円、九二五株、二二三万円、二三〇〇円、九二五株、二二三万七五〇〇円、二四〇〇円、九二五株、二二三万円となっており、株主優待を目的とした売買であろうことが推測される。また、島大証券では、YKKが七割以上を占めており、これは同社の知名度の高さによるものであろうと思われる。

図表3 株主コミュニティ銘柄の売買高の推移

年	運営銘柄数	運営会員数	約定数量 (単位：株)	約定金額 (単位：円)
2016	13	3	351,300	441,599,762
2017	16	3	439,856	551,013,504
2018	20	5	1,980,662	499,065,016
2019	19	6	2,673,092	500,798,270
2020	21	6	2,339,842	497,624,796
2021	29	7	3,692,380	991,391,272
2022	39	8	9,147,100	1,377,891,868
2023	41	9	3,278,672	1,158,827,238
2024（8月末）	47	9	2,195,282	595,855,222

(資料) 日本証券業協会「統計情報」より作成。

<https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/kabucommunity/archive2023.html>

図表 4 株主コミュニティへの銘柄別売買金額等 (2024年6月28日現在)

(単位: 円、%)

運営会員	銘柄名	参加者数	組成日 (解散日)	累計売買金額 (a)	個別銘柄の 割合 (a/b)	運営会員の 累計金額 (b)	各運営会員の シェア
今村証券	北陸鉄道株式会社	1,073	2015/8/28	2,232,990,200	91.2	2,448,763,168	37.3
	北陸放送株式会社	5	2015/8/28	0	0.0		
	富山地方鉄道株式会社第二普通株式	245	2015/8/28	130,734,368	5.3		
	富山地方鉄道株式会社普通株式	30	2020/2/25	696,600	0.0		
	株式会社廣貴堂	13	2015/8/28	8,657,000	0.4		
	北日本放送株式会社	5	2015/8/28	1,344,000	0.1		
	YKK株式会社	24	2015/8/28	36,116,000	1.5		
	立山黒部貫光株式会社	47	2015/8/28	38,225,000	1.6		
	福井鉄道株式会社	3	2015/8/28	0	0.0		
	株式会社金沢名鉄丸越百貨店	解散済	2015/8/28 (2018/3/5)	0	0.0		
高大証券	株式会社ホクコソ	解散済	2015/8/28 (2018/7/13)	0	0.0		
	株式会社福邦銀行	解散済	2015/8/28 (2020/11/13)	0	0.0		
	富山地方鉄道株式会社第二普通株式	175	2015/10/28	286,812,743	18.5	1,553,862,493	23.7
	富山地方鉄道株式会社普通株式	11	2019/11/15	1,105,450	0.1		
	立山黒部貫光株式会社	64	2015/10/28	56,828,300	3.7		
	YKK株式会社	191	2015/10/28	1,144,031,000	73.6		
	北日本放送株式会社	26	2015/10/28	53,485,000	3.4		
	株式会社廣貴堂	13	2015/10/28	11,600,000	0.7		
	北陸鉄道株式会社	39	2023/2/22	21,552,500	82.6	26,096,500	0.4
	しん証券さかもと	富山地方鉄道株式会社第二普通株式	7	2023/3/16	4,544,000	17.4	
	富山地方鉄道株式会社普通株式	0	2023/3/16	0	0.0		

次ページへ続く

運営会員	銘柄名	参加者数	組成日 (解散日)	累計売買金額 (a)	個別銘柄の 割合 (a/b)	運営会員の 累計金額 (b)	各運営会員の シェア
しん証券さかもと	北日本放送株式会社	0	2023/3/20	0	0.0		
大山日ノ丸証券	日ノ丸自動車株式会社	5	2018/8/1	812,400	100	812,400	0.0
徳島合同証券	株式会社日和フーズA種配当劣後株式	15	2022/10/1	0	0	0	0
野村證券	株式会社トーハン	142	2020/11/16	406,200,000	89.7	452,812,000	6.9
	日本海ガス継ホーブルデンシナス株式会社	12	2022/3/31	46,612,000	10.3		
	株式会社ハーバルアイ	3,350	2021/12/8	9,977,400	2.3	44,080,422	6.7
	グアラル投研株式会社	3,295	2021/12/8	8,299,960	1.9		
	株式会社fumo	3,226	2021/12/8	8,641,000	2.0		
	株式会社グッドトラックスリー	3,043	2022/1/25	6,972,000	1.6		
	フレイテンシナルテクノロジーズシステム株式会社	2,764	2022/8/19	28,478,400	6.5		
	株式会社eP.A.R.A	2,525	2022/10/28	4,050,000	0.9		
	ひろのぶと株式会社	1,946	2023/3/17	20,693,112	4.7		
	オーブイグナス株式会社	22	2023/12/26	0	0.0		
FUNDINNO	株式会社ロジック・アソシエーツ	解散済	2021/12/8 (2023/1/16)	53,168,000	12.1		
	Innovation Farm株式会社	解散済	2022/2/25 (2023/5/17)	290,394,150	65.9		
	日本きくらげ株式会社	解散済	2022/4/1 (2023/7/7)	5,852,000	1.3		
	クエスタ株式会社	解散済	2022/6/8 (2023/6/30)	4,280,400	1.0		
	アソシエーツ・コンサルテイング株式会社	解散済	2022/9/15 (2024/6/20)	0	0.0		
	IVe株式会社	解散済	2023/10/19 (2024/3/6)	0	0.0		

次ページへ続く

運営会員	銘柄名	参加者数	組成日 (解散日)	累計売買金額 (a)	個別銘柄の 割合 (a/b)	運営会員の 累計金額 (b)	各運営会員の シェア
みずほ証券	チヨリ株式会社	1,591	2018/4/2 (2019/8/31)	55,948,000	98.0	57,108,000	0.9
	テラス・テク株式会社	解散済	2018/4/2 (2019/8/31)	1,160,000	2.0		
	株式会社武井工業所	320	2016/7/1	140,916,000	8.9	1,587,935,314	24.2
	株式会社旅籠屋	396	2016/9/23	81,058,400	5.1		
	三国商事株式会社	160	2017/10/1	30,877,000	1.9		
	太陽毛糸紡績株式会社	76	2018/1/22	8,877,000	0.6		
	株式会社大生産業	10	2018/4/1	0	0.0		
	I&H株式会社 A種種類株式	3	2020/5/1	0	0.0		
	FTI JAPAN株式会社	80	2020/7/1	16,789,500	1.1		
	フレッツエザート株式会社	96	2020/7/1	133,420,000	8.4		
	トキエア株式会社 B種優先株式	141	2021/4/27	11,870,000	0.7		
	株式会社FARMIGO A種優先株式	110	2021/6/1	2,002,000	0.1		
	I&H株式会社 普通株式	22	2021/9/1	1,009,056,080	63.5		
	株式会社ごほん	33	2022/5/23	0	0.0		
	株式会社温故知新	79	2023/1/4	39,241,500	2.5		
ゴマツクヌ株式会社	18	2023/6/8	0	0.0			
トキエア株式会社 F種優先株式	10	2023/10/26	0	0.0			
株式会社Kips	解散済	2017/4/10 (2018/12/31)	0	0.0			
日商平野株式会社	解散済	2017/6/1 (2018/12/31)	0	0.0			
深川製磁株式会社	解散済	2018/3/1 (2020/2/29)	1,550,000	0.1			
阪神調剤ホールディング株式会社 A種種類株式	解散済	2019/7/26 (2019/11/30)	83,804,934	5.3			

次ページへ続く

運営会員	銘柄名	参加者数	組成日 (解散日)	累計売買金額 (a)	個別銘柄の 割合 (a/b)	運営会員の 累計金額 (b)	各運営会員の シェア
みらい證券	株式会社アドメテック	解散済	2019/10/1 (2024/4/19)	15,691,000	1.0		
	株式会社デジタルテノンダント	解散済	2021/1/4 (2021/10/29)	0	0.0		
	オンキヨーホームエンターテインメント株式会社	解散済	2021/9/9 (2022/5/13)	12,781,900	0.8		
	株式会社ジャパングルーパーエナジー	解散済	2022/7/1 (2024/2/28)	0	0.0		
合計				6,568,196,297			

(資料) 日本証券業協会「株主コミュニケーションの銘柄別売買金額等 (2024年6月28日現在)」より作成。

https://www.jsda.or.jp/shiryoshoitsu/toukei/kabucommunity/meigarabetsu.html?_ga=2.114933191.1157734134.1726175110-2022738527.1717076623

さらに、二〇二四年（一～八月末）のデータを集計すると、以下のようになる。

まず、運営会員毎に全売買データをリストアップしたものが図表5である。

これを見ると、この期間の売買金額は合計約五億九六〇〇万円となり、年率換算すると約八億九四〇〇万円である。したがって、二〇二二年約一三億七八〇〇万円、二〇二三年一億五九〇〇万円を下回ることになるが、二〇一六～二〇二一年の時期に比べると、二～三倍の売買金額であることは変わらない。

また、会員毎に集計したものが図表6である。

売買金額の大きい順で見っていくと、第一位は今村証券の約一億九〇〇〇万円（シェア三二・〇％）であり、二〇一五年以降の累計額でもシェア三七・三％と首位であった。次に、第二位は島大証券の約一億五三〇〇万円（同二五・六％）であり、累計額でも二三・七％と同じく第二位である。第三位は野村証券の約一億五〇〇〇万円（同

図表5 銘柄別売買状況（2024年1～8月）

（単位：円、株、％）

運営会員	売買順位	銘柄名	売買日	株価	数量	金額
FUNDINNO	1	ひろのぶと株式会社	2024年1月22日	50,000	1	50,000
FUNDINNO	2	ひろのぶと株式会社	2024年1月22日	50,000	2	100,000
FUNDINNO	3	ひろのぶと株式会社	2024年1月22日	50,000	3	150,000
FUNDINNO	4	ひろのぶと株式会社	2024年1月22日	50,000	4	200,000
FUNDINNO	5	ひろのぶと株式会社	2024年1月22日	50,000	4	200,000
FUNDINNO	6	ひろのぶと株式会社	2024年1月22日	50,000	6	300,000
FUNDINNO	7	ひろのぶと株式会社	2024年1月22日	50,100	1	50,100
FUNDINNO	8	ひろのぶと株式会社	2024年1月22日	50,100	1	50,100
FUNDINNO	9	ひろのぶと株式会社	2024年1月22日	50,500	1	50,500
FUNDINNO	10	ひろのぶと株式会社	2024年1月22日	50,500	1	50,500
FUNDINNO	11	ダブル技研株式会社	2024年1月22日	4,000	20	80,000
FUNDINNO	12	ダブル技研株式会社	2024年1月22日	4,000	20	80,000
FUNDINNO	13	ダブル技研株式会社	2024年1月22日	4,900	20	98,000
FUNDINNO	14	ダブル技研株式会社	2024年1月22日	4,900	20	98,000
FUNDINNO	15	ダブル技研株式会社	2024年1月22日	5,000	20	100,000
FUNDINNO	16	ダブル技研株式会社	2024年1月22日	5,000	20	100,000
FUNDINNO	17	株式会社ハーバルアイ	2024年1月24日	277	100	27,700
FUNDINNO	18	株式会社ハーバルアイ	2024年1月24日	277	100	27,700
FUNDINNO	19	株式会社eumo	2024年2月13日	10,000	10	100,000
FUNDINNO	20	株式会社eumo	2024年2月13日	10,000	10	100,000
FUNDINNO	21	株式会社eumo	2024年2月13日	10,000	10	100,000
FUNDINNO	22	株式会社eumo	2024年2月13日	10,000	10	100,000
FUNDINNO	23	株式会社ハーバルアイ	2024年2月21日	200	500	100,000
FUNDINNO	24	株式会社ハーバルアイ	2024年2月21日	200	2,000	400,000
FUNDINNO	25	株式会社ハーバルアイ	2024年2月21日	200	2,500	500,000
FUNDINNO	26	ひろのぶと株式会社	2024年2月26日	50,000	1	50,000
FUNDINNO	27	ひろのぶと株式会社	2024年2月26日	50,000	1	50,000
FUNDINNO	28	ひろのぶと株式会社	2024年2月26日	50,000	1	50,000
FUNDINNO	29	ひろのぶと株式会社	2024年2月26日	50,000	1	50,000
FUNDINNO	30	ひろのぶと株式会社	2024年2月26日	50,000	1	50,000
FUNDINNO	31	ひろのぶと株式会社	2024年2月26日	50,000	1	50,000
FUNDINNO	32	ひろのぶと株式会社	2024年2月26日	50,000	1	50,000
FUNDINNO	33	ひろのぶと株式会社	2024年2月26日	50,000	1	50,000
FUNDINNO	34	ひろのぶと株式会社	2024年2月26日	50,000	2	100,000
FUNDINNO	35	ひろのぶと株式会社	2024年2月26日	50,000	2	100,000
FUNDINNO	36	ひろのぶと株式会社	2024年2月26日	50,000	2	100,000
FUNDINNO	37	ひろのぶと株式会社	2024年2月26日	50,000	2	100,000
FUNDINNO	38	ひろのぶと株式会社	2024年2月26日	50,000	2	100,000
FUNDINNO	39	ひろのぶと株式会社	2024年2月26日	50,000	3	150,000
FUNDINNO	40	ひろのぶと株式会社	2024年2月26日	50,000	4	200,000

次ページへ続く

運営会員	売買順位	銘柄名	売買日	株価	数量	金額
FUNDINNO	41	ひろのぶと株式会社	2024年2月26日	50,000	7	350,000
FUNDINNO	42	ひろのぶと株式会社	2024年2月26日	50,000	24	1,200,000
FUNDINNO	43	ひろのぶと株式会社	2024年2月26日	60,000	1	60,000
FUNDINNO	44	ひろのぶと株式会社	2024年2月26日	60,000	5	300,000
FUNDINNO	45	ひろのぶと株式会社	2024年2月26日	60,000	6	360,000
FUNDINNO	46	ダブル技研株式会社	2024年2月26日	5,000	20	100,000
FUNDINNO	47	ダブル技研株式会社	2024年2月26日	5,000	20	100,000
FUNDINNO	48	ファイナショナルテクノロジーシステム株式会社	2024年3月13日	175	800	140,000
FUNDINNO	49	ファイナショナルテクノロジーシステム株式会社	2024年3月13日	175	800	140,000
FUNDINNO	50	株式会社eumo	2024年3月18日	10,000	10	100,000
FUNDINNO	51	株式会社eumo	2024年3月18日	10,000	10	100,000
FUNDINNO	52	株式会社eumo	2024年3月18日	10,000	20	200,000
FUNDINNO	53	株式会社ePARA	2024年3月28日	2,500	50	125,000
FUNDINNO	54	株式会社ePARA	2024年3月28日	2,500	50	125,000
FUNDINNO	55	株式会社ハーバルアイ	2024年3月28日	200	100	20,000
FUNDINNO	56	株式会社ハーバルアイ	2024年3月28日	200	100	20,000
FUNDINNO	57	ファイナショナルテクノロジーシステム株式会社	2024年4月15日	200	800	160,000
FUNDINNO	58	ファイナショナルテクノロジーシステム株式会社	2024年4月15日	200	800	160,000
FUNDINNO	59	株式会社eumo	2024年4月15日	10,000	30	300,000
FUNDINNO	60	株式会社eumo	2024年4月15日	10,000	30	300,000
FUNDINNO	61	株式会社ハーバルアイ	2024年4月24日	220	400	88,000
FUNDINNO	62	株式会社ハーバルアイ	2024年4月24日	220	500	110,000
FUNDINNO	63	株式会社ハーバルアイ	2024年4月24日	220	900	198,000
FUNDINNO	64	ファイナショナルテクノロジーシステム株式会社	2024年5月13日	205	800	164,000
FUNDINNO	65	ファイナショナルテクノロジーシステム株式会社	2024年5月13日	205	800	164,000
FUNDINNO	66	株式会社eumo	2024年5月13日	10,000	10	100,000
FUNDINNO	67	株式会社eumo	2024年5月13日	10,000	10	100,000
FUNDINNO	68	ダブル技研株式会社	2024年5月23日	4,000	20	80,000
FUNDINNO	69	ダブル技研株式会社	2024年5月23日	4,000	20	80,000
FUNDINNO	70	ファイナショナルテクノロジーシステム株式会社	2024年6月12日	200	800	160,000
FUNDINNO	71	ファイナショナルテクノロジーシステム株式会社	2024年6月12日	200	800	160,000
FUNDINNO	72	ダブル技研株式会社	2024年6月17日	3,500	20	70,000
FUNDINNO	73	ダブル技研株式会社	2024年6月17日	3,500	20	70,000
FUNDINNO	74	ダブル技研株式会社	2024年6月17日	3,500	40	140,000
FUNDINNO	75	ダブル技研株式会社	2024年6月17日	3,500	80	280,000
FUNDINNO	76	ダブル技研株式会社	2024年6月17日	3,800	20	76,000
FUNDINNO	77	ダブル技研株式会社	2024年6月17日	3,800	20	76,000
FUNDINNO	78	株式会社eumo	2024年6月17日	10,000	10	100,000
FUNDINNO	79	株式会社eumo	2024年6月17日	10,000	10	100,000
FUNDINNO	80	株式会社eumo	2024年6月17日	10,000	20	200,000
FUNDINNO	81	株式会社eumo	2024年6月17日	10,000	20	200,000
FUNDINNO	82	株式会社eumo	2024年6月17日	10,000	40	400,000

次ページへ続く

運営会員	売買順位	銘柄名	売買日	株価	数量	金額
FUNDINNO	83	株式会社eumo	2024年6月17日	10,000	100	1,000,000
FUNDINNO	84	株式会社ハーバルアイ	2024年6月20日	220	100	22,000
FUNDINNO	85	株式会社ハーバルアイ	2024年6月20日	220	100	22,000
FUNDINNO	86	株式会社ハーバルアイ	2024年6月20日	220	500	110,000
FUNDINNO	87	株式会社ハーバルアイ	2024年6月20日	220	700	154,000
FUNDINNO	88	株式会社ePARA	2024年7月16日	2,500	50	125,000
FUNDINNO	89	株式会社ePARA	2024年7月16日	2,500	50	125,000
FUNDINNO	90	ダブル技研株式会社	2024年7月25日	3,500	20	70,000
FUNDINNO	91	ダブル技研株式会社	2024年7月25日	3,500	20	70,000
FUNDINNO	92	株式会社ハーバルアイ	2024年7月25日	190	100	19,000
FUNDINNO	93	株式会社ハーバルアイ	2024年7月25日	190	100	19,000
FUNDINNO	94	株式会社ハーバルアイ	2024年7月25日	190	200	38,000
FUNDINNO	95	ファイナンスリアルテクノロジーシステム株式会社	2024年8月13日	195	800	156,000
FUNDINNO	96	ファイナンスリアルテクノロジーシステム株式会社	2024年8月13日	195	800	156,000
FUNDINNO	97	株式会社ePARA	2024年8月13日	2,500	50	125,000
FUNDINNO	98	株式会社ePARA	2024年8月13日	2,500	50	125,000
FUNDINNO	99	ダブル技研株式会社	2024年8月28日	3,500	20	70,000
FUNDINNO	100	ダブル技研株式会社	2024年8月28日	3,500	40	140,000
FUNDINNO	101	ダブル技研株式会社	2024年8月28日	3,500	60	210,000
FUNDINNO	102	ダブル技研株式会社	2024年8月28日	3,500	80	280,000
FUNDINNO	103	株式会社グッドラックスリー	2024年8月28日	39	2,000	78,000
FUNDINNO	104	株式会社グッドラックスリー	2024年8月28日	39	2,000	78,000
FUNDINNO	105	株式会社グッドラックスリー	2024年8月28日	39	2,000	78,000
FUNDINNO	106	株式会社グッドラックスリー	2024年8月28日	39	4,000	156,000
FUNDINNO	107	株式会社グッドラックスリー	2024年8月28日	39	6,000	234,000
FUNDINNO	108	株式会社グッドラックスリー	2024年8月28日	39	8,000	312,000
FUNDINNO	109	株式会社グッドラックスリー	2024年8月28日	39	8,000	312,000
しん証券さかもと	1	富山地方鉄道株式会社第二普通株式	2024年1月31日	281	4,000	1,124,000
しん証券さかもと	2	富山地方鉄道株式会社第二普通株式	2024年1月31日	287	4,000	1,148,000
みずほ証券	1	チッソ株式会社	2024年7月1日	4	1,000	4,000
みずほ証券	2	チッソ株式会社	2024年7月1日	4	1,000	4,000
みずほ証券	3	チッソ株式会社	2024年7月2日	4	2,000	8,000
みずほ証券	4	チッソ株式会社	2024年7月2日	4	2,000	8,000
みずほ証券	5	チッソ株式会社	2024年1月4日	2	19,000	38,000
みずほ証券	6	チッソ株式会社	2024年1月4日	2	18,000	36,000
みずほ証券	7	チッソ株式会社	2024年1月4日	2	1,000	2,000
みずほ証券	8	チッソ株式会社	2024年1月10日	2	3,000	6,000
みずほ証券	9	チッソ株式会社	2024年1月10日	2	3,000	6,000
みずほ証券	10	チッソ株式会社	2024年1月12日	3	5,000	15,000
みずほ証券	11	チッソ株式会社	2024年1月12日	3	3,000	9,000
みずほ証券	12	チッソ株式会社	2024年1月12日	3	1,000	3,000
みずほ証券	13	チッソ株式会社	2024年1月12日	3	1,000	3,000

次ページへ続く

運営会員	売買順位	銘柄名	売買日	株価	数量	金額
みずほ証券	14	チッソ株式会社	2024年1月15日	4	7,000	28,000
みずほ証券	15	チッソ株式会社	2024年1月15日	4	7,000	28,000
みずほ証券	16	チッソ株式会社	2024年1月16日	3	5,000	15,000
みずほ証券	17	チッソ株式会社	2024年1月16日	3	5,000	15,000
みずほ証券	18	チッソ株式会社	2024年1月17日	4	9,000	36,000
みずほ証券	19	チッソ株式会社	2024年1月17日	4	5,000	20,000
みずほ証券	20	チッソ株式会社	2024年1月17日	4	3,000	12,000
みずほ証券	21	チッソ株式会社	2024年1月17日	4	1,000	4,000
みずほ証券	22	チッソ株式会社	2024年1月18日	4	20,000	80,000
みずほ証券	23	チッソ株式会社	2024年1月18日	4	20,000	80,000
みずほ証券	24	チッソ株式会社	2024年1月30日	5	6,000	30,000
みずほ証券	25	チッソ株式会社	2024年1月30日	5	6,000	30,000
みずほ証券	26	チッソ株式会社	2024年1月31日	5	1,000	5,000
みずほ証券	27	チッソ株式会社	2024年1月31日	5	1,000	5,000
みずほ証券	28	チッソ株式会社	2024年2月1日	5	3,000	15,000
みずほ証券	29	チッソ株式会社	2024年2月1日	5	3,000	15,000
みずほ証券	30	チッソ株式会社	2024年2月5日	4	31,000	124,000
みずほ証券	31	チッソ株式会社	2024年2月5日	4	31,000	124,000
みずほ証券	32	チッソ株式会社	2024年2月20日	3	6,000	18,000
みずほ証券	33	チッソ株式会社	2024年2月20日	3	6,000	18,000
みずほ証券	34	チッソ株式会社	2024年2月21日	3	10,000	30,000
みずほ証券	35	チッソ株式会社	2024年2月21日	3	10,000	30,000
みずほ証券	36	チッソ株式会社	2024年2月29日	2	5,000	10,000
みずほ証券	37	チッソ株式会社	2024年2月29日	2	5,000	10,000
みずほ証券	38	チッソ株式会社	2024年3月4日	3	11,000	33,000
みずほ証券	39	チッソ株式会社	2024年3月4日	3	10,000	30,000
みずほ証券	40	チッソ株式会社	2024年3月4日	3	1,000	3,000
みずほ証券	41	チッソ株式会社	2024年3月6日	3	1,000	3,000
みずほ証券	42	チッソ株式会社	2024年3月6日	3	1,000	3,000
みずほ証券	43	チッソ株式会社	2024年3月28日	2	1,000	2,000
みずほ証券	44	チッソ株式会社	2024年3月28日	2	1,000	2,000
みずほ証券	45	チッソ株式会社	2024年3月29日	2	2,000	4,000
みずほ証券	46	チッソ株式会社	2024年3月29日	2	1,000	2,000
みずほ証券	47	チッソ株式会社	2024年3月29日	2	1,000	2,000
みずほ証券	48	チッソ株式会社	2024年4月4日	2	2,000	4,000
みずほ証券	49	チッソ株式会社	2024年4月4日	2	2,000	4,000
みずほ証券	50	チッソ株式会社	2024年4月5日	2	20,000	40,000
みずほ証券	51	チッソ株式会社	2024年4月5日	2	20,000	40,000
みずほ証券	52	チッソ株式会社	2024年4月9日	2	2,000	4,000
みずほ証券	53	チッソ株式会社	2024年4月9日	2	2,000	4,000
みずほ証券	54	チッソ株式会社	2024年4月10日	2	3,000	6,000
みずほ証券	55	チッソ株式会社	2024年4月10日	2	3,000	6,000

次ページへ続く

運営会員	売買順位	銘柄名	売買日	株価	数量	金額
みずほ証券	56	チッソ株式会社	2024年4月11日	2	8,000	16,000
みずほ証券	57	チッソ株式会社	2024年4月11日	2	8,000	16,000
みずほ証券	58	チッソ株式会社	2024年4月16日	2	5,000	10,000
みずほ証券	59	チッソ株式会社	2024年4月16日	2	5,000	10,000
みずほ証券	60	チッソ株式会社	2024年4月17日	2	3,000	6,000
みずほ証券	61	チッソ株式会社	2024年4月17日	2	2,000	4,000
みずほ証券	62	チッソ株式会社	2024年4月17日	2	1,000	2,000
みずほ証券	63	チッソ株式会社	2024年4月18日	2	3,000	6,000
みずほ証券	64	チッソ株式会社	2024年4月18日	2	3,000	6,000
みずほ証券	65	チッソ株式会社	2024年4月24日	2	11,000	22,000
みずほ証券	66	チッソ株式会社	2024年4月24日	2	11,000	22,000
みずほ証券	67	チッソ株式会社	2024年4月26日	3	9,000	27,000
みずほ証券	68	チッソ株式会社	2024年4月26日	3	8,000	24,000
みずほ証券	69	チッソ株式会社	2024年4月26日	3	1,000	3,000
みずほ証券	70	チッソ株式会社	2024年5月8日	4	8,000	32,000
みずほ証券	71	チッソ株式会社	2024年5月8日	4	5,000	20,000
みずほ証券	72	チッソ株式会社	2024年5月8日	4	3,000	12,000
みずほ証券	73	チッソ株式会社	2024年5月10日	4	5,000	20,000
みずほ証券	74	チッソ株式会社	2024年5月10日	4	2,000	8,000
みずほ証券	75	チッソ株式会社	2024年5月10日	4	2,000	8,000
みずほ証券	76	チッソ株式会社	2024年5月10日	4	1,000	4,000
みずほ証券	77	チッソ株式会社	2024年5月23日	4	3,000	12,000
みずほ証券	78	チッソ株式会社	2024年5月23日	4	3,000	12,000
みずほ証券	79	チッソ株式会社	2024年5月24日	4	6,000	24,000
みずほ証券	80	チッソ株式会社	2024年5月24日	4	6,000	24,000
みずほ証券	81	チッソ株式会社	2024年5月30日	5	6,000	30,000
みずほ証券	82	チッソ株式会社	2024年5月30日	5	6,000	30,000
みずほ証券	83	チッソ株式会社	2024年6月4日	4	1,000	4,000
みずほ証券	84	チッソ株式会社	2024年6月4日	4	1,000	4,000
みずほ証券	85	チッソ株式会社	2024年6月12日	4	5,000	20,000
みずほ証券	86	チッソ株式会社	2024年6月12日	4	5,000	20,000
みずほ証券	87	チッソ株式会社	2024年6月17日	4	5,000	20,000
みずほ証券	88	チッソ株式会社	2024年6月17日	4	5,000	20,000
みずほ証券	89	チッソ株式会社	2024年6月19日	4	4,000	16,000
みずほ証券	90	チッソ株式会社	2024年6月19日	4	4,000	16,000
みずほ証券	91	チッソ株式会社	2024年6月20日	4	20,000	80,000
みずほ証券	92	チッソ株式会社	2024年6月20日	4	20,000	80,000
みずほ証券	93	チッソ株式会社	2024年8月19日	4	20,000	80,000
みずほ証券	94	チッソ株式会社	2024年8月19日	4	16,000	64,000
みずほ証券	95	チッソ株式会社	2024年8月19日	4	3,000	12,000
みずほ証券	96	チッソ株式会社	2024年8月19日	4	1,000	4,000
みずほ証券	97	チッソ株式会社	2024年8月26日	2	25,000	50,000

次ページへ続く

運営会員	売買順位	銘柄名	売買日	株価	数量	金額
みずほ証券	98	チッソ株式会社	2024年8月26日	2	25,000	50,000
みずほ証券	99	チッソ株式会社	2024年8月27日	3	1,000	3,000
みずほ証券	100	チッソ株式会社	2024年8月27日	3	1,000	3,000
みずほ証券	101	チッソ株式会社	2024年8月28日	2	10,000	20,000
みずほ証券	102	チッソ株式会社	2024年8月28日	2	9,000	18,000
みずほ証券	103	チッソ株式会社	2024年8月28日	2	1,000	2,000
みずほ証券	104	チッソ株式会社	2024年8月29日	2	24,000	48,000
みずほ証券	105	チッソ株式会社	2024年8月29日	2	24,000	48,000
みずほ証券	106	チッソ株式会社	2024年8月30日	2	50,000	100,000
みずほ証券	107	チッソ株式会社	2024年8月30日	2	50,000	100,000
みらい証券	1	株式会社旅籠屋	2024年1月5日	85,000	2	170,000
みらい証券	2	株式会社旅籠屋	2024年1月5日	90,000	2	180,000
みらい証券	3	株式会社武井工業所	2024年1月5日	109	3,000	327,000
みらい証券	4	株式会社武井工業所	2024年1月5日	115	3,000	345,000
みらい証券	5	株式会社武井工業所	2024年1月5日	108	1,000	108,000
みらい証券	6	株式会社武井工業所	2024年1月5日	114	1,000	114,000
みらい証券	7	株式会社武井工業所	2024年1月24日	109	15,000	1,635,000
みらい証券	8	株式会社武井工業所	2024年1月24日	115	15,000	1,725,000
みらい証券	9	株式会社武井工業所	2024年1月24日	110	27,000	2,970,000
みらい証券	10	株式会社武井工業所	2024年1月24日	116	27,000	3,132,000
みらい証券	11	株式会社武井工業所	2024年1月24日	110	8,000	880,000
みらい証券	12	株式会社武井工業所	2024年1月24日	116	8,000	928,000
みらい証券	13	株式会社武井工業所	2024年1月24日	116	17,000	1,972,000
みらい証券	14	株式会社武井工業所	2024年1月24日	122	17,000	2,074,000
みらい証券	15	株式会社旅籠屋	2024年1月29日	80,000	3	240,000
みらい証券	16	株式会社旅籠屋	2024年1月29日	85,000	3	255,000
みらい証券	17	株式会社武井工業所	2024年2月7日	108	1,000	108,000
みらい証券	18	株式会社武井工業所	2024年2月7日	114	1,000	114,000
みらい証券	19	株式会社武井工業所	2024年2月7日	108	1,000	108,000
みらい証券	20	株式会社武井工業所	2024年2月7日	114	1,000	114,000
みらい証券	21	株式会社旅籠屋	2024年2月9日	80,000	2	160,000
みらい証券	22	株式会社旅籠屋	2024年2月9日	85,000	2	170,000
みらい証券	23	株式会社旅籠屋	2024年2月13日	80,000	5	400,000
みらい証券	24	株式会社旅籠屋	2024年2月13日	85,000	5	425,000
みらい証券	25	株式会社FARMIGO A種優先株式	2024年2月16日	18,800	25	470,000
みらい証券	26	株式会社FARMIGO A種優先株式	2024年2月16日	20,000	25	500,000
みらい証券	27	株式会社武井工業所	2024年2月21日	110	60,000	6,600,000
みらい証券	28	株式会社武井工業所	2024年2月21日	116	60,000	6,960,000
みらい証券	29	株式会社武井工業所	2024年2月21日	110	1,000	110,000
みらい証券	30	株式会社武井工業所	2024年2月21日	116	1,000	116,000
みらい証券	31	株式会社旅籠屋	2024年2月26日	80,000	2	160,000
みらい証券	32	株式会社旅籠屋	2024年2月26日	85,000	2	170,000

次ページへ続く

運営会員	売買順位	銘柄名	売買日	株価	数量	金額
みらい証券	33	株式会社旅籠屋	2024年3月6日	80,000	5	400,000
みらい証券	34	株式会社旅籠屋	2024年3月6日	85,000	5	425,000
みらい証券	35	三国商事株式会社	2024年3月6日	113	1,000	113,000
みらい証券	36	三国商事株式会社	2024年3月6日	121	1,000	121,000
みらい証券	37	株式会社武井工業所	2024年3月12日	113	31,000	3,503,000
みらい証券	38	株式会社武井工業所	2024年3月12日	119	31,000	3,689,000
みらい証券	39	株式会社武井工業所	2024年3月12日	113	15,000	1,695,000
みらい証券	40	株式会社武井工業所	2024年3月12日	119	15,000	1,785,000
みらい証券	41	株式会社武井工業所	2024年3月12日	113	4,000	452,000
みらい証券	42	株式会社武井工業所	2024年3月12日	119	4,000	476,000
みらい証券	43	株式会社武井工業所	2024年3月26日	113	8,000	904,000
みらい証券	44	株式会社武井工業所	2024年3月26日	119	8,000	952,000
みらい証券	45	株式会社武井工業所	2024年3月26日	113	1,000	113,000
みらい証券	46	株式会社武井工業所	2024年3月26日	119	1,000	119,000
みらい証券	47	三国商事株式会社	2024年4月1日	113	20,000	2,260,000
みらい証券	48	三国商事株式会社	2024年4月1日	121	20,000	2,420,000
みらい証券	49	株式会社旅籠屋	2024年4月9日	75,000	2	150,000
みらい証券	50	株式会社旅籠屋	2024年4月9日	80,000	2	160,000
みらい証券	51	株式会社旅籠屋	2024年4月15日	65,000	5	325,000
みらい証券	52	株式会社旅籠屋	2024年4月15日	70,000	5	350,000
みらい証券	53	株式会社旅籠屋	2024年4月18日	70,000	5	350,000
みらい証券	54	株式会社旅籠屋	2024年4月18日	75,000	5	375,000
みらい証券	55	株式会社旅籠屋	2024年4月18日	70,000	2	140,000
みらい証券	56	株式会社旅籠屋	2024年4月18日	75,000	2	150,000
みらい証券	57	株式会社旅籠屋	2024年4月18日	70,000	1	70,000
みらい証券	58	株式会社旅籠屋	2024年4月18日	75,000	1	75,000
みらい証券	59	株式会社旅籠屋	2024年5月8日	70,000	2	140,000
みらい証券	60	株式会社旅籠屋	2024年5月8日	75,000	2	150,000
みらい証券	61	株式会社旅籠屋	2024年5月22日	70,000	2	140,000
みらい証券	62	株式会社旅籠屋	2024年5月22日	75,000	2	150,000
みらい証券	63	株式会社旅籠屋	2024年5月29日	70,000	2	140,000
みらい証券	64	株式会社旅籠屋	2024年5月29日	75,000	2	150,000
みらい証券	65	株式会社武井工業所	2024年5月31日	113	31,000	3,503,000
みらい証券	66	株式会社武井工業所	2024年5月31日	119	31,000	3,689,000
みらい証券	67	株式会社武井工業所	2024年6月6日	113	26,000	2,938,000
みらい証券	68	株式会社武井工業所	2024年6月6日	119	26,000	3,094,000
みらい証券	69	株式会社旅籠屋	2024年6月11日	70,000	2	140,000
みらい証券	70	株式会社旅籠屋	2024年6月11日	75,000	2	150,000
みらい証券	71	株式会社旅籠屋	2024年6月19日	70,000	1	70,000
みらい証券	72	株式会社旅籠屋	2024年6月19日	75,000	1	75,000
みらい証券	73	株式会社温故知新	2024年6月19日	1,550	300	465,000
みらい証券	74	株式会社温故知新	2024年6月19日	1,650	300	495,000

次ページへ続く

運営会員	売買順位	銘柄名	売買日	株価	数量	金額
みらい証券	75	株式会社旅籠屋	2024年6月26日	59,000	3	177,000
みらい証券	76	株式会社旅籠屋	2024年6月26日	64,000	3	192,000
みらい証券	77	株式会社温故知新	2024年7月3日	1,550	700	1,085,000
みらい証券	78	株式会社温故知新	2024年7月3日	1,650	700	1,155,000
みらい証券	79	株式会社温故知新	2024年7月11日	1,800	300	540,000
みらい証券	80	株式会社温故知新	2024年7月11日	1,910	300	573,000
みらい証券	81	株式会社武井工業所	2024年7月22日	104	1,000	104,000
みらい証券	82	株式会社武井工業所	2024年7月22日	110	1,000	110,000
みらい証券	83	太陽毛絲紡績株式会社	2024年8月5日	60	2,000	120,000
みらい証券	84	太陽毛絲紡績株式会社	2024年8月5日	64	2,000	128,000
みらい証券	85	三国商事株式会社	2024年8月6日	113	20,000	2,260,000
みらい証券	86	三国商事株式会社	2024年8月6日	121	20,000	2,420,000
みらい証券	87	三国商事株式会社	2024年8月6日	115	1,000	115,000
みらい証券	88	三国商事株式会社	2024年8月6日	123	1,000	123,000
みらい証券	89	株式会社旅籠屋	2024年8月19日	70,000	5	350,000
みらい証券	90	株式会社旅籠屋	2024年8月19日	75,000	5	375,000
みらい証券	91	株式会社旅籠屋	2024年8月19日	70,000	2	140,000
みらい証券	92	株式会社旅籠屋	2024年8月19日	75,000	2	150,000
みらい証券	93	株式会社FARMIGO A種優先株式	2024年8月28日	18,200	25	455,000
みらい証券	94	株式会社FARMIGO A種優先株式	2024年8月28日	19,300	25	482,500
今村証券	1	北陸鉄道株式会社	2024年1月9日	2,300	925	2,127,500
今村証券	2	北陸鉄道株式会社	2024年1月9日	2,400	925	2,220,000
今村証券	3	北陸鉄道株式会社	2024年1月17日	2,300	4	9,200
今村証券	4	北陸鉄道株式会社	2024年1月17日	2,300	11	25,300
今村証券	5	北陸鉄道株式会社	2024年1月17日	2,300	15	34,500
今村証券	6	北陸鉄道株式会社	2024年1月17日	2,300	200	460,000
今村証券	7	北陸鉄道株式会社	2024年1月17日	2,400	230	552,000
今村証券	8	北陸鉄道株式会社	2024年1月18日	2,300	925	2,127,500
今村証券	9	北陸鉄道株式会社	2024年1月18日	2,400	925	2,220,000
今村証券	10	北陸鉄道株式会社	2024年1月24日	2,300	925	2,127,500
今村証券	11	北陸鉄道株式会社	2024年1月24日	2,300	1,155	2,656,500
今村証券	12	北陸鉄道株式会社	2024年1月24日	2,400	925	2,220,000
今村証券	13	北陸鉄道株式会社	2024年1月24日	2,400	1,155	2,772,000
今村証券	14	北陸鉄道株式会社	2024年1月25日	2,300	925	2,127,500
今村証券	15	北陸鉄道株式会社	2024年1月25日	2,400	925	2,220,000
今村証券	16	富山地方鉄道株式会社第二普通株式	2024年1月23日	294	1,500	441,000
今村証券	17	富山地方鉄道株式会社第二普通株式	2024年1月23日	306	1,500	459,000
今村証券	18	北陸鉄道株式会社	2024年1月30日	2,300	925	2,127,500
今村証券	19	北陸鉄道株式会社	2024年1月30日	2,400	925	2,220,000
今村証券	20	北陸鉄道株式会社	2024年2月13日	2,300	925	2,127,500
今村証券	21	北陸鉄道株式会社	2024年2月13日	2,400	925	2,220,000
今村証券	22	富山地方鉄道株式会社第二普通株式	2024年2月16日	294	2,000	588,000

次ページへ続く

運営会員	売買順位	銘柄名	売買日	株価	数量	金額
今村証券	23	富山地方鉄道株式会社第二普通株式	2024年2月16日	294	6,000	1,764,000
今村証券	24	富山地方鉄道株式会社第二普通株式	2024年2月16日	306	2,000	612,000
今村証券	25	富山地方鉄道株式会社第二普通株式	2024年2月16日	306	6,000	1,836,000
今村証券	26	北陸鉄道株式会社	2024年2月22日	2,300	925	2,127,500
今村証券	27	北陸鉄道株式会社	2024年2月22日	2,400	925	2,220,000
今村証券	28	北陸鉄道株式会社	2024年2月27日	2,300	925	2,127,500
今村証券	29	北陸鉄道株式会社	2024年2月27日	2,400	925	2,220,000
今村証券	30	北陸鉄道株式会社	2024年2月28日	2,300	925	2,127,500
今村証券	31	北陸鉄道株式会社	2024年2月28日	2,400	925	2,220,000
今村証券	32	北陸鉄道株式会社	2024年2月28日	2,300	925	2,127,500
今村証券	33	北陸鉄道株式会社	2024年2月28日	2,400	925	2,220,000
今村証券	34	北陸鉄道株式会社	2024年3月1日	2,300	925	2,127,500
今村証券	35	北陸鉄道株式会社	2024年3月1日	2,400	925	2,220,000
今村証券	36	北陸鉄道株式会社	2024年3月4日	2,300	925	2,127,500
今村証券	37	北陸鉄道株式会社	2024年3月4日	2,400	925	2,220,000
今村証券	38	北陸鉄道株式会社	2024年3月6日	2,300	925	2,127,500
今村証券	39	北陸鉄道株式会社	2024年3月6日	2,400	925	2,220,000
今村証券	40	北陸鉄道株式会社	2024年3月6日	2,300	925	2,127,500
今村証券	41	北陸鉄道株式会社	2024年3月6日	2,400	925	2,220,000
今村証券	42	北陸鉄道株式会社	2024年3月7日	2,300	925	2,127,500
今村証券	43	北陸鉄道株式会社	2024年3月7日	2,400	925	2,220,000
今村証券	44	北陸鉄道株式会社	2024年3月11日	2,300	1,155	2,656,500
今村証券	45	北陸鉄道株式会社	2024年3月11日	2,400	1,155	2,772,000
今村証券	46	北陸鉄道株式会社	2024年3月18日	2,300	1,155	2,656,500
今村証券	47	北陸鉄道株式会社	2024年3月18日	2,400	1,155	2,772,000
今村証券	48	北陸鉄道株式会社	2024年3月22日	2,300	925	2,127,500
今村証券	49	北陸鉄道株式会社	2024年3月22日	2,400	925	2,220,000
今村証券	50	北陸鉄道株式会社	2024年3月25日	2,300	925	2,127,500
今村証券	51	北陸鉄道株式会社	2024年3月25日	2,400	925	2,220,000
今村証券	52	富山地方鉄道株式会社第二普通株式	2024年3月26日	294	500	147,000
今村証券	53	富山地方鉄道株式会社第二普通株式	2024年3月26日	306	500	153,000
今村証券	54	北陸鉄道株式会社	2024年4月2日	2,300	925	2,127,500
今村証券	55	北陸鉄道株式会社	2024年4月2日	2,400	925	2,220,000
今村証券	56	北陸鉄道株式会社	2024年4月4日	2,300	1,155	2,656,500
今村証券	57	北陸鉄道株式会社	2024年4月4日	2,400	1,155	2,772,000
今村証券	58	北陸鉄道株式会社	2024年4月10日	2,300	925	2,127,500
今村証券	59	北陸鉄道株式会社	2024年4月10日	2,400	925	2,220,000
今村証券	60	北陸鉄道株式会社	2024年4月25日	2,300	925	2,127,500
今村証券	61	北陸鉄道株式会社	2024年4月25日	2,400	925	2,220,000
今村証券	62	北陸鉄道株式会社	2024年4月26日	2,300	925	2,127,500
今村証券	63	北陸鉄道株式会社	2024年4月26日	2,400	925	2,220,000
今村証券	64	北陸鉄道株式会社	2024年5月10日	2,300	925	2,127,500

次ページへ続く

運営会員	売買順位	銘柄名	売買日	株価	数量	金額
今村証券	65	北陸鉄道株式会社	2024年5月10日	2,400	925	2,220,000
今村証券	66	北陸鉄道株式会社	2024年6月11日	2,300	925	2,127,500
今村証券	67	北陸鉄道株式会社	2024年6月11日	2,400	925	2,220,000
今村証券	68	北陸鉄道株式会社	2024年6月17日	2,300	925	2,127,500
今村証券	69	北陸鉄道株式会社	2024年6月17日	2,400	925	2,220,000
今村証券	70	北陸鉄道株式会社	2024年6月26日	2,300	925	2,127,500
今村証券	71	北陸鉄道株式会社	2024年6月26日	2,400	925	2,220,000
今村証券	72	北陸鉄道株式会社	2024年6月28日	2,300	1,155	2,656,500
今村証券	73	北陸鉄道株式会社	2024年6月28日	2,400	1,155	2,772,000
今村証券	74	北陸鉄道株式会社	2024年7月2日	2,300	1	2,300
今村証券	75	北陸鉄道株式会社	2024年7月2日	2,300	2	4,600
今村証券	76	北陸鉄道株式会社	2024年7月2日	2,300	2	4,600
今村証券	77	北陸鉄道株式会社	2024年7月2日	2,300	45	103,500
今村証券	78	北陸鉄道株式会社	2024年7月2日	2,300	410	943,000
今村証券	79	北陸鉄道株式会社	2024年7月2日	2,300	750	1,725,000
今村証券	80	北陸鉄道株式会社	2024年7月2日	2,400	460	1,104,000
今村証券	81	北陸鉄道株式会社	2024年7月2日	2,400	750	1,800,000
今村証券	82	北陸鉄道株式会社	2024年7月26日	2,300	925	2,127,500
今村証券	83	北陸鉄道株式会社	2024年7月26日	2,400	925	2,220,000
今村証券	84	北陸鉄道株式会社	2024年7月30日	2,300	230	529,000
今村証券	85	北陸鉄道株式会社	2024年7月30日	2,300	925	2,127,500
今村証券	86	北陸鉄道株式会社	2024年7月30日	2,300	1,155	2,656,500
今村証券	87	北陸鉄道株式会社	2024年7月30日	2,400	2,310	5,544,000
今村証券	88	立山黒部貫光株式会社	2024年8月1日	1,150	300	345,000
今村証券	89	立山黒部貫光株式会社	2024年8月1日	1,200	300	360,000
今村証券	90	北陸鉄道株式会社	2024年8月7日	2,300	230	529,000
今村証券	91	北陸鉄道株式会社	2024年8月7日	2,300	925	2,127,500
今村証券	92	北陸鉄道株式会社	2024年8月7日	2,400	1,155	2,772,000
今村証券	93	立山黒部貫光株式会社	2024年8月5日	1,150	100	115,000
今村証券	94	立山黒部貫光株式会社	2024年8月5日	1,200	100	120,000
今村証券	95	北陸鉄道株式会社	2024年8月13日	2,300	40	92,000
今村証券	96	北陸鉄道株式会社	2024年8月13日	2,300	420	966,000
今村証券	97	北陸鉄道株式会社	2024年8月13日	2,300	925	2,127,500
今村証券	98	北陸鉄道株式会社	2024年8月13日	2,400	1,385	3,324,000
今村証券	99	北陸鉄道株式会社	2024年8月20日	2,300	1,155	2,656,500
今村証券	100	北陸鉄道株式会社	2024年8月20日	2,400	1,155	2,772,000
今村証券	101	北陸鉄道株式会社	2024年8月26日	2,300	925	2,127,500
今村証券	102	北陸鉄道株式会社	2024年8月26日	2,400	925	2,220,000
今村証券	103	北陸鉄道株式会社	2024年8月28日	2,300	925	2,127,500
今村証券	104	北陸鉄道株式会社	2024年8月28日	2,400	925	2,220,000

次ページへ続く

運営会員	売買順位	銘柄名	売買日	株価	数量	金額
島大証券	1	YKK株式会社	2024年1月16日	103.000	10	1,030,000
島大証券	2	YKK株式会社	2024年1月16日	103.000	14	1,442,000
島大証券	3	YKK株式会社	2024年1月16日	106.000	10	1,060,000
島大証券	4	YKK株式会社	2024年1月16日	106.000	14	1,484,000
島大証券	5	YKK株式会社	2024年1月18日	103.000	6	618,000
島大証券	6	YKK株式会社	2024年1月18日	106.000	6	636,000
島大証券	7	YKK株式会社	2024年1月23日	103.000	23	2,369,000
島大証券	8	YKK株式会社	2024年1月23日	106.000	23	2,438,000
島大証券	9	立山黒部貫光株式会社	2024年1月30日	1.130	1,400	1,582,000
島大証券	10	立山黒部貫光株式会社	2024年1月30日	1.170	200	234,000
島大証券	11	立山黒部貫光株式会社	2024年1月30日	1.170	1,200	1,404,000
島大証券	12	立山黒部貫光株式会社	2024年1月31日	1.130	1,400	1,582,000
島大証券	13	立山黒部貫光株式会社	2024年1月31日	1.170	1,400	1,638,000
島大証券	14	立山黒部貫光株式会社	2024年2月1日	1.130	200	226,000
島大証券	15	立山黒部貫光株式会社	2024年2月1日	1.170	200	234,000
島大証券	16	富山地方鉄道株式会社第二普通株式	2024年2月15日	280	1,152	322,560
島大証券	17	富山地方鉄道株式会社第二普通株式	2024年2月15日	280	1,000	280,000
島大証券	18	富山地方鉄道株式会社第二普通株式	2024年2月15日	280	1,000	280,000
島大証券	19	富山地方鉄道株式会社第二普通株式	2024年2月15日	288	3,000	864,000
島大証券	20	富山地方鉄道株式会社第二普通株式	2024年2月15日	288	152	43,776
島大証券	21	富山地方鉄道株式会社第二普通株式	2024年2月16日	280	1,000	280,000
島大証券	22	富山地方鉄道株式会社第二普通株式	2024年2月16日	288	1,000	288,000
島大証券	23	富山地方鉄道株式会社普通株式	2024年2月15日	340	5	1,700
島大証券	24	富山地方鉄道株式会社普通株式	2024年2月15日	350	5	1,750
島大証券	25	YKK株式会社	2024年2月20日	103.000	50	5,150,000
島大証券	26	YKK株式会社	2024年2月20日	106.000	50	5,300,000
島大証券	27	富山地方鉄道株式会社第二普通株式	2024年2月22日	280	2,000	560,000
島大証券	28	富山地方鉄道株式会社第二普通株式	2024年2月22日	288	2,000	576,000
島大証券	29	富山地方鉄道株式会社第二普通株式	2024年3月6日	280	5,500	1,540,000
島大証券	30	富山地方鉄道株式会社第二普通株式	2024年3月6日	288	5,500	1,584,000
島大証券	31	YKK株式会社	2024年3月5日	103.000	47	4,841,000
島大証券	32	YKK株式会社	2024年3月5日	106.000	47	4,982,000
島大証券	33	YKK株式会社	2024年3月6日	103.000	4	412,000
島大証券	34	YKK株式会社	2024年3月6日	106.000	4	424,000
島大証券	35	YKK株式会社	2024年3月7日	103.000	4	412,000
島大証券	36	YKK株式会社	2024年3月7日	106.000	4	424,000
島大証券	37	YKK株式会社	2024年3月8日	103.000	23	2,369,000
島大証券	38	YKK株式会社	2024年3月8日	106.000	23	2,438,000
島大証券	39	YKK株式会社	2024年3月26日	103.000	17	1,751,000
島大証券	40	YKK株式会社	2024年3月26日	106.000	17	1,802,000
島大証券	41	北日本放送株式会社	2024年3月25日	23.500	100	2,350,000
島大証券	42	北日本放送株式会社	2024年3月25日	24.000	100	2,400,000

次ページへ続く

運営会員	売買順位	銘柄名	売買日	株価	数量	金額
島大証券	43	YKK株式会社	2024年4月1日	103.000	10	1,030,000
島大証券	44	YKK株式会社	2024年4月1日	106.000	10	1,060,000
島大証券	45	立山黒部貫光株式会社	2024年4月12日	1.130	300	339,000
島大証券	46	立山黒部貫光株式会社	2024年4月12日	1.170	300	351,000
島大証券	47	立山黒部貫光株式会社	2024年5月15日	1.130	1,200	1,356,000
島大証券	48	立山黒部貫光株式会社	2024年5月15日	1.170	200	234,000
島大証券	49	立山黒部貫光株式会社	2024年5月15日	1.170	1,000	1,170,000
島大証券	50	立山黒部貫光株式会社	2024年5月15日	1.130	1,000	1,130,000
島大証券	51	立山黒部貫光株式会社	2024年5月15日	1.170	1,000	1,170,000
島大証券	52	YKK株式会社	2024年5月27日	108.000	50	5,400,000
島大証券	53	YKK株式会社	2024年5月27日	112.000	50	5,600,000
島大証券	54	YKK株式会社	2024年5月28日	108.000	100	10,800,000
島大証券	55	YKK株式会社	2024年5月28日	112.000	100	11,200,000
島大証券	56	YKK株式会社	2024年5月30日	108.000	50	5,400,000
島大証券	57	YKK株式会社	2024年5月30日	112.000	50	5,600,000
島大証券	58	YKK株式会社	2024年6月12日	108.000	10	1,080,000
島大証券	59	YKK株式会社	2024年6月12日	112.000	10	1,120,000
島大証券	60	YKK株式会社	2024年6月13日	108.000	10	1,080,000
島大証券	61	YKK株式会社	2024年6月13日	112.000	10	1,120,000
島大証券	62	YKK株式会社	2024年6月17日	112.000	10	1,120,000
島大証券	63	YKK株式会社	2024年6月17日	108.000	10	1,080,000
島大証券	64	YKK株式会社	2024年6月17日	112.000	10	1,120,000
島大証券	65	YKK株式会社	2024年6月17日	108.000	10	1,080,000
島大証券	66	YKK株式会社	2024年6月25日	108.000	10	1,080,000
島大証券	67	YKK株式会社	2024年6月25日	112.000	10	1,120,000
島大証券	68	YKK株式会社	2024年6月28日	108.000	10	1,080,000
島大証券	69	YKK株式会社	2024年6月28日	112.000	10	1,120,000
島大証券	70	立山黒部貫光株式会社	2024年7月4日	1.130	400	452,000
島大証券	71	立山黒部貫光株式会社	2024年7月4日	1.170	400	468,000
島大証券	72	富山地方鉄道株式会社第二普通株式	2024年7月16日	280	500	140,000
島大証券	73	富山地方鉄道株式会社第二普通株式	2024年7月16日	288	500	144,000
島大証券	74	YKK株式会社	2024年7月22日	108.000	20	2,160,000
島大証券	75	YKK株式会社	2024年7月22日	112.000	10	1,120,000
島大証券	76	YKK株式会社	2024年7月22日	112.000	10	1,120,000
島大証券	77	YKK株式会社	2024年8月1日	108.000	80	8,640,000
島大証券	78	YKK株式会社	2024年8月1日	112.000	10	1,120,000
島大証券	79	YKK株式会社	2024年8月1日	112.000	20	2,240,000
島大証券	80	YKK株式会社	2024年8月1日	112.000	50	5,600,000
島大証券	81	富山地方鉄道株式会社第二普通株式	2024年8月7日	280	777	217,560
島大証券	82	富山地方鉄道株式会社第二普通株式	2024年8月7日	288	777	223,776
島大証券	83	YKK株式会社	2024年8月21日	108.000	20	2,160,000
島大証券	84	YKK株式会社	2024年8月21日	112.000	20	2,240,000

次ページへ続く

運営会員	売買順位	銘柄名	売買日	株価	数量	金額
野村証券	1	株式会社トーハン	2024年1月15日	250	5,000	1,250,000
野村証券	2	株式会社トーハン	2024年1月15日	250	3,000	750,000
野村証券	3	株式会社トーハン	2024年1月15日	250	2,000	500,000
野村証券	4	株式会社トーハン	2024年1月15日	250	4,000	1,000,000
野村証券	5	株式会社トーハン	2024年1月15日	250	3,000	750,000
野村証券	6	株式会社トーハン	2024年1月15日	250	8,000	2,000,000
野村証券	7	株式会社トーハン	2024年1月15日	250	4,000	1,000,000
野村証券	8	株式会社トーハン	2024年1月15日	250	1,000	250,000
野村証券	9	株式会社トーハン	2024年1月15日	250	30,000	7,500,000
野村証券	10	株式会社トーハン	2024年2月15日	250	47,000	11,750,000
野村証券	11	株式会社トーハン	2024年2月15日	250	14,000	3,500,000
野村証券	12	株式会社トーハン	2024年2月15日	250	5,000	1,250,000
野村証券	13	株式会社トーハン	2024年2月15日	250	16,000	4,000,000
野村証券	14	株式会社トーハン	2024年2月15日	250	4,000	1,000,000
野村証券	15	株式会社トーハン	2024年2月15日	250	10,000	2,500,000
野村証券	16	株式会社トーハン	2024年2月15日	250	2,000	500,000
野村証券	17	株式会社トーハン	2024年2月15日	250	4,000	1,000,000
野村証券	18	株式会社トーハン	2024年2月15日	250	20,000	5,000,000
野村証券	19	株式会社トーハン	2024年2月15日	250	3,000	750,000
野村証券	20	株式会社トーハン	2024年2月15日	250	100,000	25,000,000
野村証券	21	株式会社トーハン	2024年2月15日	250	25,000	6,250,000
野村証券	22	日本海ガス絆ホールディングス株式会社	2024年2月15日	271	1,000	271,000
野村証券	23	日本海ガス絆ホールディングス株式会社	2024年2月15日	271	5,000	1,355,000
野村証券	24	日本海ガス絆ホールディングス株式会社	2024年2月15日	271	6,000	1,626,000
野村証券	25	株式会社トーハン	2024年3月15日	250	1,000	250,000
野村証券	26	株式会社トーハン	2024年3月15日	250	25,000	6,250,000
野村証券	27	株式会社トーハン	2024年3月15日	250	2,000	500,000
野村証券	28	株式会社トーハン	2024年3月15日	250	2,000	500,000
野村証券	29	株式会社トーハン	2024年3月15日	250	30,000	7,500,000
野村証券	30	日本海ガス絆ホールディングス	2024年3月15日	271	1,000	271,000
野村証券	31	日本海ガス絆ホールディングス	2024年3月15日	271	1,000	271,000
野村証券	32	日本海ガス絆ホールディングス株式会社	2024年4月15日	271	15,000	4,065,000
野村証券	33	日本海ガス絆ホールディングス株式会社	2024年4月15日	271	15,000	4,065,000
野村証券	34	株式会社トーハン	2024年5月15日	250	7,000	1,750,000
野村証券	35	株式会社トーハン	2024年5月15日	250	3,000	750,000
野村証券	36	株式会社トーハン	2024年5月15日	250	2,000	500,000
野村証券	37	株式会社トーハン	2024年5月15日	250	12,000	3,000,000
野村証券	38	日本海ガス絆ホールディングス株式会社	2024年5月15日	271	3,000	813,000
野村証券	39	日本海ガス絆ホールディングス株式会社	2024年5月15日	271	3,000	813,000
野村証券	40	株式会社トーハン	2024年6月14日	250	2,000	500,000
野村証券	41	株式会社トーハン	2024年6月14日	250	4,000	1,000,000
野村証券	42	株式会社トーハン	2024年6月14日	250	8,000	2,000,000

次ページへ続く

運営会員	売買順位	銘柄名	売買日	株価	数量	金額
野村証券	43	株式会社トーハン	2024年6月14日	250	1,000	250,000
野村証券	44	株式会社トーハン	2024年6月14日	250	1,000	250,000
野村証券	45	株式会社トーハン	2024年6月14日	250	16,000	4,000,000
野村証券	46	日本海ガス絆ホールディングス株式会社	2024年6月14日	271	6,000	1,626,000
野村証券	47	日本海ガス絆ホールディングス株式会社	2024年6月14日	271	6,000	1,626,000
野村証券	48	株式会社トーハン	2024年8月15日	250	4,000	1,000,000
野村証券	49	株式会社トーハン	2024年8月15日	250	12,000	3,000,000
野村証券	50	株式会社トーハン	2024年8月15日	250	4,000	1,000,000
野村証券	51	株式会社トーハン	2024年8月15日	250	5,000	1,250,000
野村証券	52	株式会社トーハン	2024年8月15日	250	10,000	2,500,000
野村証券	53	株式会社トーハン	2024年8月15日	250	11,000	2,750,000
野村証券	54	株式会社トーハン	2024年8月15日	250	38,000	9,500,000
野村証券	55	日本海ガス絆ホールディングス株式会社	2024年8月15日	271	2,000	542,000
野村証券	56	日本海ガス絆ホールディングス株式会社	2024年8月15日	271	2,000	542,000
野村証券	57	株式会社トーハン	2024年7月12日	250	4,000	1,000,000
野村証券	58	株式会社トーハン	2024年7月12日	250	4,000	1,000,000
野村証券	59	日本海ガス絆ホールディングス株式会社	2024年7月12日	271	2,000	542,000
野村証券	60	日本海ガス絆ホールディングス株式会社	2024年7月12日	271	2,000	542,000
野村証券	61	日本海ガス絆ホールディングス株式会社	2024年7月12日	271	4,000	1,084,000
合計					2,195,282	595,855,222

(資料) 日本証券業協会「株主コミュニティの統計情報・取扱状況」(2024)より作成。
https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/kabucommunity/index.html?_ga=2.174307938.1157734134.1726175110-2022738527.1717076623

図表6 会員売買状況 (2024年1～8月)

(単位:円、%)

運営会員	運営会員の 合計売買金額	運営会員の 合計売買件数	各運営会員の 金額シェア	各運営会員の 件数シェア
今村証券	190,804,000	104	32.0	18.5
島大証券	152,739,122	84	25.6	15.0
野村証券	149,554,000	61	25.1	10.9
みらい証券	81,855,500	94	13.7	16.8
FUNDINNO	16,222,600	111	2.7	19.4
みずほ証券	2,408,000	107	0.4	19.1
しん証券さかもと	2,272,000	2	0.4	0.36
合計	595,855,222	563	100.0	100.00

(資料) 図表5と同じ。

二五・一%)となっており、累計額では第四位、シェア六・九%から大幅にシェアを伸ばしている。第四位はみらい證券の八二〇〇万円(同一三・七%)、第五位はFUNDINZOの約一六〇〇万円(同一・七%)であり、累計額のシェアはそれぞれ二四・二%、六・七%であったので、かなりシェアが低下している。第六位は、みずほ証券二四一万円(同〇・四%)、第七位はしん証券さかもと約二三〇万円(同〇・四%)であり、両社の累計額のシェアとほぼ同じである。なお、大山日ノ丸証券と徳島合同証券の売買はなかったようである。

(1) 今村証券の売買状況

今村証券は、前述のように売買金額約一億九〇〇〇万円のうち北陸鉄道が九六・四%を占めており、前述のように、ほとんどが九二五株を単位とする優待目的の株式取得であると思われる。それ以外の銘柄としては、富山地方鉄道株式会社第二普通株式三・一%、立山黒部アルペンルートにおいてロープウェイ、バス、ケーブルカーなどを運営する、立山黒部貫光株式会社(〇・五%)の二銘柄である。なお、いずれもかつてのグリーンシート銘柄である。

(2) 島大証券の売買状況

島大証券は、前述のように売買金額一億五三〇〇万円のうち、YKKが八三・二%を占めている。個別の売買を見ると、数株から一〇〇株程度の売買であり、金額でも数十万円から一〇〇〇万円程度である。また、同社株価は一〇〇〜一十万円で安定的に推移するとともに、配当も過去五年間二四〇〇〜二六〇〇円の水準が維持されているので、配当目的の個人投資家による売買が多いものと推測できる。⁽¹⁵⁾

これ以外の銘柄では、立山黒部貫光株式会社八・九%、富山地方鉄道株式会社普通株式および第二普通株式⁽¹⁶⁾八%となっている。富山地方鉄道の売買も売買株数から概ね株主優待乗車証を取得する目的のものが多くと推測される⁽¹⁷⁾。なお、いずれもグリーンシート銘柄であった（ただし、立山黒部貫光は、グリーンシート銘柄であった立山開発鉄道と二〇〇五年に合併している⁽¹⁸⁾）。

(3) 野村証券の売買状況

野村証券は、売買金額約一億五〇〇〇万円のうち八六・五%を株式会社トーハンが占めており、その他は日本海ガス絆ホールディングス一三・四%である。このうち日本海ガス絆ホールディングスは、グリーンシート銘柄（当時は、日本海ガス株式会社）であったが、株式会社トーハンは、新たな銘柄である。なお、トーハンの売買は、金額ベースで二〇万円程度から一〇〇〇万円程度であることから個人投資家の売買が中心であろうと推測される。同社第六期（二〇二三年一月一日から二〇二三年二月三十一日まで）の配当は、六円（普通配当五円、記念配当一円）である。

他方、日本海ガス絆ホールディングスは、二〇一八年に設立された（本社：富山市）が、その歴史は一九一三年の富山電気株式会社によるガス事業の開始に始まり、一九七二年に日本海ガスに改称し、現在はガス事業のみならず空調・建設・情報・通信設備などのインフラ整備事業、エネルギーマネジメントなどの総合エネルギー事業、保健・不動産・リース・建築・飲食などトータルライフ事業などを手掛けている⁽¹⁹⁾。二〇二三年一二期期の連結売上高は約三四二億円、当期純利益は約六億円であり、増収増益となっている⁽²⁰⁾。同銘柄の売買も金額ベースでは、二〇万円程度から四〇〇万円程度であり、グリーンシート銘柄時代からの個人投資家を中心であると推測さ

れる。なお、第六期（二〇二三年一月一日から二〇二三年二月三十一日まで）の配当は五円である。

（４）みらい證券の売買状況

みらい證券は、売買金額八二〇〇万円のうち七〇・三％を武井工業所が占めている。その他としては、三国商事一・〇％、旅籠屋九・八％、温故知新五・三％、FARMIGO一・二％、太陽毛絲紡績〇・二％となっている。このうち武井工業所、三国商事、旅籠屋、太陽毛絲紡績はかつてのグリーンシート銘柄（フェニックス銘柄を含む）であるが、温故知新およびFARMIGOの二社は新規の銘柄であるため次節で後述する。

まず、武井工業所は、一九三九年創業（本社：茨城県石岡市）、プレキャストコンクリート製品の製造・販売を事業としており、二〇二三年六月期の売上高は五四・五億円、当期純利益二・四億円であり増収増益となっている。同社は、一九九六年に店頭登録、二〇〇四年にはジャスタックに登録後、二〇〇八年にフェニックス銘柄として登録、二〇一六年に同登録指定取消後、株主コミュニティに登録したという経緯がある。大株主は、同社社長と同姓の個人株主の持ち株比率が約四四％、従業員持ち株会五・二八％などであり、株主構成は金融機関（四社）五・五四％、その他法人（二〇社）一三・九一％、個人その他（四一七名）八〇・五五％となっていることから、オーナー関連の株主を除くと三分の程度が個人株主であり、その数は四〇〇名以上と推測される。同社配当は、二〇二二年九月総会決議二・五円、二〇二一年総会決議三・〇円であった。⁽²¹⁾

また、三国商事は、一九四一年設立（本社：東京都港区）であり、電気絶縁材料、電子材料、電子部品およびその材料並びに電気機械器具の販売、鉄鋼、非鉄金属並びに特殊金属の加工および販売、電線およびケーブルの加工および販売などを手掛けている。一九六二年には東証第二部上場、一九七八年店頭管理銘柄に指定され、一

九九九年にグリーンシート銘柄となっている。二〇二四年三月期の売上高は約二一億円、当期純利益は四・二億円であり、やや減収であるが増益基調にある。株式の所有者別状況は、金融機関（二社）二・一六％、その他法人（一五社）五一・〇三％、個人その他（四五一名）四六・七八％となっており、大株主の中には一〇％超の個人は見当たらず、かなり分散化していることがうかがえる。なお、同社配当は、二〇二四年六月総会決議七円、二〇二三年六月決議五円であった。⁽²²⁾

さらに、旅籠屋は、一九九四年に設立（本社・東京都台東区）され、二〇二四年一月現在、全国に七三のホテルを運営している。同社は二〇〇〇年からグリーンシート銘柄に登録され、その後二〇一六年に株主コミュニティ制度に登録した。二〇二四年六月期の売上高は二四・三億円、当期純利益二・〇億円であり、増収増益となっている。大株主としては、創業者および同姓の株主の持ち株比率が四七・九五％であるが、それ以外に五％超の大株主は見当たらない。株主数は、三八〇名であることを考えると、かなりの数の個人株主が存在していると推測される。第二九期（二〇二二年七月～二〇二三年三月末）の配当は見送られたが、所有株式数に応じて「レギュラー・エコノミーシーズン無料宿泊券」⁽²³⁾が交付される。

なお、太陽毛糸紡績は、一九三七年設立（本社・埼玉県川口市）、カシミアやアンゴラなどを主体とした紡毛糸・梳毛糸・毛織物・手芸糸・ニット製品・コートおよび産業資材の企画製造販売業務などを行っている。一九六三年店頭登録した後、二〇〇四年グリーンシート銘柄に登録、二〇一八年に株主コミュニティに登録している。なお、二〇二四年一〇月期の売上高五・六億円、当期純利益一七〇〇万円である。また、株式の所有者別状況では、個人その他（一六二名）八九・〇％であり、社長および同姓の個人株主の持ち株比率は二九・六一％、上位一〇名の持ち株比率は、七六・八三％であることが、売買件数の少ない理由であると思われる。なお、二〇二四年一

月決議の配当は、一・五円である。⁽²⁴⁾

(5) FUNDINNOの売買状況

FUNDINNOは、売買金額約一六〇〇万円のうち、ひろのぶと二九・一％、eumo二二・二％、ダブル技研一五・二％、ハーバルアイ一・六％、ファイナンシャルテクノロジーシステム九・六％、グッドドラックスリー七・七％、ePARADISE・六％となる。

ひろのぶとは、二〇二〇年に設立された出版ベンチャー（本社・東京都港区）であり、良質な本づくりのために、「累進印税」というシステムを導入している。これは販売部数に応じて著者への印税を二割から最大五割まで引き上げるといふものである。また、株主とともに本を作るといふ考え方を基本としていふことから、同社の株主には著名人が多数含まれており、アクティビストを歓迎するとしている。さらに、株主には配当とともに株主優待を行うが、IPOも会社売却も目指さないことを標榜している点に特徴がある。⁽²⁵⁾

eumoは、シェアリングエコノミーを目指した教育事業やコミュニティ通貨に取り組む企業（本社・東京都港区、設立：二〇一八年）であり、二〇二一年には非営利株式会社への移行を発表し、事業によって得られた利益を配当により分配しないことを定款に定めた旨を公表している。⁽²⁶⁾ なお、このコミュニティ通貨は、加盟店のみで通用し、三か月の期限付きである点が特徴であるとともに、これを株主優待（出資額の〇・一％）にも用いている。同社もIPOやM&Aを目指さず、事業によって得られた利益を配当により分配しないことを定款に定めている。⁽²⁷⁾

ダブル技研は、ロボット・FA機器および福祉機器のメーカーであり、一九七七年に設立されている（本社・

神奈川県藤沢市)。ロボットハンドなどを中心に様々な福祉機器を開発・製造し、最近は空中搬送ロボットの開発に取り組んでいる⁽²⁸⁾。なお、IPOやM&Aについての言及は見当たらなかった。

ハーバルアイは、漢方に基づく医薬品・指定医薬部外品・健康食品の通信販売および店舗販売などを営んでおり、二〇一五年に設立された(本社・福岡市)。最近は、DNA解析キットを使ったヘルスケアに取り組んでいる⁽²⁹⁾。なお、二〇二三年六月、同社は福岡市による「令和五年度外部人材によるIPO(新規上場) 支援プログラム」対象企業に採択され、「IPOを通じてさらに企業価値を高めていき、同時に地域経済にしっかりと貢献する」と公表している⁽³⁰⁾。

ファイナンシャルテクノロジーシステムは、金融エンジニアリングサービス、Fintechサービス開発・R&Dを目的として、二〇一六年に設立された(東京都中央区)。最近は、画像解析AIとOCR技術を駆使し、紙帳票データを自動でデータ化する取り組みを行っている⁽³¹⁾。なお、二〇二八年IPOに向けて準備中としている⁽³²⁾。

グッドラックスリーは、ブロックチェーンのプロダクトのサービス企画・開発・運営、スマートフォン・アプリの企画・開発・運営、エンタメプロデュース事業を手掛けており、二〇一三年に設立された(本社・福岡市)。現在は、ハイパーカジュアルゲーム領域で成長しており、二〇二七年東証グロース市場への上場を計画している⁽³³⁾とされる。

ePARAは、二〇一六年に設立され、eスポーツを通じて、障害者が自分らしく、やりがいをもって社会参加する支援を行い、その活動の一環として、バリアフリーeスポーツに関するニュースの取り扱いやバリアフリーeスポーツ大会の企画運営を行っている(本社・埼玉県戸田市)。将来的なEXITは、バイアウトまたはIPOを想定しているとされる⁽³⁴⁾。

なお、FUNDINNOへのインタビュによると、株式投資型クラウドファンディングにおける募集段階で人氣があった銘柄の売買高が大きくなるわけではなく、むしろ人氣銘柄は売りが少ないことから売買高が大きくなる場合もある。その意味では、売買高が多い銘柄は、比較的売りが出やすい銘柄となる傾向にある。

(6) みずほ証券の売買状況

みずほ証券の売買金額二四一万円は、すべてチツソの売買である。同社は、一九〇六年に曾木電気株式会社として設立され、一九〇八年日本窒素肥料株式会社に改称し、水俣工場で空中窒素固定法による石灰窒素の製造を開始した。一九六五年に社名をチツソ株式会社に改称している。周知の通り、同社の工場廃水に起因した水俣病は大きな社会問題となったが、二〇〇九年「水俣病被害者の救済及び水俣病問題の解決に関する特別措置法案」が成立した。また、二〇一一年には連結子会社である、JNC株式会社が設立、JNC株式会社に事業が譲渡された。同社第一〇〇期(二〇二四年三月期)の単体の純資産は△一八一億六二〇〇万円となっている。したがって、同社株価は、この数年間二〜一〇円程度で推移している。⁽³⁵⁾

(7) しん証券さかもとの売買状況

しん証券さかもと約二三〇万円は、すべて富山地方鉄道株式会社第二普通株式の売買である。同社株式の売買については、前述の通り株主優待乗車証の取得を目的とするものと推測される。

(8) その他の売買状況

大山日ノ丸証券の売買はなかったようであるが、同社が組成する日ノ丸自動車は、一九三〇年に設立(本社・鳥取市)され、バス事業のほか、航空代理店事業、駐車場事業などを手掛けている。筆頭株主は、日ノ丸総本社七・二四%であり、個人その他の持ち株比率は八一・八一%となっており、かなり分散化していることが推測される。なお、二〇二四年六月の総会決議による配当は一円であった。⁽³⁶⁾

まとめ

ここまで、最近の株主コミュニティ制度の変化について、運営会社の新規参入および売買金額の増加という側面から考察した。その結果、以下の点を指摘できる。

まず、地方証券会社の参入については、前者は、地元鉄道会社などの伝統的な銘柄が中心であるが、一部に新規開拓の試みも見られる。このような新規開拓の試みは、萌芽的なものであるが、今後の展開が注目される。

次に、株式投資型クラウドファンディング運営会社の参入については、株主コミュニティ制度と株式投資型クラウドファンディングとの連携の成果が見られる。ただし、売買金額では今のところ低い水準に留まっている。その一方、これらの発行会社には、IPOやM&Aを目指さない会社が登場してきたことは注目に値する。従来、株式投資型クラウドファンディングの資金調達企業およびその投資家は、IPOないしM&Aによる出口戦略を前提としていたと思われる。つまり、これら銘柄は、上場を前提とした「未上場」銘柄であったが、上場を目指さないとすると、「未上場」ではなく「非上場」銘柄であり、取引所の上場市場とは異なるエコシステムを有する、「非上場市場」を誕生させる可能性を有するものと考えられる。

第三に、私募との連携が見られることも注目される。私募については、二〇二二年七月一日より、日本証券業協会の自主規制規則である「店頭有価証券等の特定投資家に対する投資勧誘等に関する規則」が施行され、特定投資家向け銘柄制度、いわゆる「I-Ships」が発足した。この制度に関しては、特定投資家という制約があるものの、現在野村證券（二〇二二年一〇月指定）、広田証券（二〇二三年四月指定）、Siiibo証券（二〇二三年七月指定）、みらい證券（二〇二三年九月指定）、株式会社FUNDINNO（二〇二三年一〇月指定）、SBI証券（二〇二四年九月指定）が指定を受け、この業務への取り組みを開始していることから、今後拡大の可能性があり、さらに株主コミュニティ制度との連携も進展することが考えられる。

〔謝辞〕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。また、関係者の方々には、多くの有益なご教示を賜りました。厚く御礼申し上げます。

注

(1) 「クラウドファンディング、第一弾は松浦酒造場 徳島合同証券」『徳島新聞』二〇一五年一〇月二四日（朝刊）、八頁、参照。

(2) 「徳島合同証券と徳大設立の法人 CF発信強化へ連携」『徳島新聞』二〇一七年四月五日（朝刊）、六頁、参照。

(3) 「広がるSDGsビジネス（七） 金融機関 徳島合同証券 CO2排出量売買仲介 阿波銀・徳島大正銀 企業の取り組み支援」『徳島新聞』二〇二二年一月二三日（朝刊）、六頁、参照。

- (4) 「徳島合同証券 家庭のCO2買い取り 太陽光発電削減分企業に販売」『徳島新聞』二〇二二年一月十九日(朝刊)、八頁、参照。
- (5) 「地元中小の資金調達支援 徳島合同証券が非上場株取引事業」『株主コミュニティ』一〇月参入 五年後五〇銘柄めざす』『日本経済新聞』(地方経済面・四国)、二〇二二年八月二十六日、二二頁、参照。
- (6) 徳島県農業法人協会HP「株式会社日和ファーム」参照(二〇二四年九月二日閲覧)、
<http://tokukaigi.or.jp/agri/archives/1816/>(本稿でのHPなどの閲覧時期は、本稿執筆時の二〇二四年九月時点である)。
- (7) 同社HPによると、特別栽培米一五〇キロのオーナー権は二六万五〇〇〇円で、購入者には農業体験(育苗、田植え、除草、収穫体験)、田んぼに杭打ち(オーナーの名前を記載した杭を打つ)、自社オリジナルシール(購入者のロゴや社名のシールを貼付)、田んぼの管理(農業体験以外の管理は日和ファームで担当)などのサービスが得られるとあり、購入者は、福利厚生などに同社のコメを提供する会社を対象としているようである。(二〇二四年九月二日閲覧)。
<https://hiyorifarm.jp/farmland-ownership-system.html>
- (8) 同社HP、参照：<http://shin-sec-sakanoto.jp/company/>
- (9) 「コスト抑え、投資呼び掛け 北陸の金融、証券業界 七月に株買い付け手数料無料に、しん証券さかもと」『北國新聞』二〇二二年六月二三日(朝刊)、五頁および同社からの情報提供による。
- (10) 「ほくりく最前線 しん証券さかもと 店作りも脱『株依存』」『北國新聞』二〇一七年五月二三日(朝刊)、五頁および同社からの情報提供による。
- (11) 北陸鉄道HPによると、七五〇株以上二一五五株未満・株主乗車証(株主様名義) 電車全線一枚、九二五株以上二一五五株未満・株主乗車証(株主様名義) バス全線一枚、などとなっている。

http://www.hokutetsu.co.jp/company_information/shareholder

また、富山地方鉄道HPによると、二〇〇〇株以上：軌道全線（記名式）一枚、五五〇〇株以上：鉄道全線または自動車一線（記名式）一枚などとなっている。 https://www.chitetsu.co.jp/?page_id=72136

(12) 会社については、拙稿「二〇二〇」一四～五頁、参照。

(13) 同社HP、参照。 <https://fundimo.com/>

(14) 日本証券業協会「特定投資家向け銘柄制度（J-Ships）における取扱協会会員」参照。

<https://marketjsda.or.jp/shiryo/j-ships/toriatsukai/index.html>

(15) 同社HP、参照。 https://www.ykk.com/corporate/financial/highlights/non_consolidate.html

(16) 同社HPによると、同社は先配株式、普通株式、第二普通株式、第三普通株式、後配株式を発行しており、「(1) 先配株式に対して年二円に達するまで配当した後、普通株式に対して年一円五〇銭に達するまで配当いたします。(2)

前号により配当してなお残余があるときは、普通株式に対して前号の配当金と合わせて年二円五〇銭、第二普通株式に対して年一円に達するまで同一の割合によって配当いたします。(3) 前二号により配当してなお残余があるときは、

先配株式、普通株式および第二普通株式の三者に対して第二普通株式に前号の配当金と合わせて年二円五〇銭に達するまで先配株式一、普通株式および第二普通株式各二の割合によって配当いたします。(4) 前三号により配当して

なお残余があるときは、先配株式、第二普通株式および第三普通株式の三者に対して先配株式および第二普通株式に前各号の配当金と合わせて年四円に達するまで、第三普通株式に年四円に達するまで先配株式一、第二普通株式二、

第三普通株式四の割合によって配当いたします。(5) 前各号により配当してなお残余があるときは、各株式に対して同一の割合によって配当いたします。(6) 第二普通株式、第三普通株式および後配株式に対して各二期間継続し

て年四円以上配当したときは、その翌月よりその株式は普通株式と同一順位となります。」と説明している。

<https://ir.banknet/EO4128/SharesEtc?r=SI00LRGN>

- (17) 同社HPによる「二〇〇〇株以上：軌道全線（記名式）一枚、五五〇〇株以上：鉄道全線または自動車一線（記名式）一枚、八〇〇〇株以上：鉄軌道全線または自動車全線（記名式）一枚、一万一〇〇〇株以上：社線一般（記名式一枚）、一万五〇〇〇株以上：社線一般（無記名式）一枚、および」。 https://www.chitetsu.co.jp/?page_id=72136
- (18) 同社HP、参照。 <https://kk.alpen-route.co.jp/company/history>
- (19) 同社HP、参照。 <https://hdngas.co.jp/ir/plan/>
- (20) 同社「第六回定時株主総会招集」通知」、参照。
https://hdngas.co.jp/wp-content/uploads/2023/11/hd_tuuti_06.pdf
- (21) 同社「有価証券報告書」（第六八期、二〇二三年九月二八日提出）、参照。
<https://www.takei21.co.jp/ir/yuho/2023-yuuka-houkokoku.pdf>
- (22) 同社「有価証券報告書」（第一〇九期、二〇二四年六月二七日提出）、参照。
<https://mikunishoji.co.jp/img/202403IR.pdf>
- (23) 同社HPおよび「第二九期事業報告書」（二〇二二年七月一日から二〇二三年六月三〇日まで）、参照。
<https://www.hatagoya.co.jp/>
<https://www.hatagoya.co.jp/ir-data/230929jgyouhoukokusho.pdf>
- (24) 同社「有価証券報告書」（第九九期、二〇二四年一月二六日提出）、参照。
https://taiyo-keito.co.jp/wordpress/wp-content/uploads/2024/01/01_23999439_%E5%A4%A%E9%99%BD%E6%A

- F%9B%E7%B5%B2%E7%B4%A1%E7%8B%BE%E6%A0%AA%E5%BC%8F%E4%BC%9A%E7%A4%BE%E6%A7%8_%E6%9C%89%E4%BE%A1%E8%A8%BC%E5%88%B8%E5%A0%B1%E5%91%8A%E6%9B%B8.pdf
- (25) 同社HP、参照。 <https://hironobu.co/>
- (26) 同社プレスリリース「株式会社eumo非営利株式会社へ」(二〇二一年七月五日)、参照。 <https://eumo.co.jp/2021/07/>
- (27) 同社プレスリリース「お金の仕組みを再定義するソーシャルベンチャー「eumo」株式投資型クラウドファンディングを開始」(二〇二一年九月九日)、参照。 <https://eumo.co.jp/2021/09/09/859/>
- (28) 同社HP「Flying carry robot GOCCOOL」、参照。 <https://fd.co.jp/gocool-products.html>
- (29) FUNDINNOSSH「株式会社ハーバルマイ」、参照。 <https://fundino.com/projects/127>
- (30) 同社プレスリリース「福岡市による「令和五年度外部人材によるIPO（新規上場）支援プログラム」対象企業に採択」(二〇二三年六月二十七日)、参照。 <https://www.herbal-i.co.jp/ipo202306/>
- (31) FUNDINNOSSH「フィナンシャルテクノロジーズシステム株式会社」、参照。 <https://fundino.com/companies/268>
- (32) FUNDINNOSSH「フィナンシャルテクノロジーズシステム株式会社」、参照。 <https://fundino.com/projects/515>
- (33) FUNDINNOSSH「株式会社グッドラックスリー」、参照。 <https://fundino.com/projects/553>
- (34) FUNDINNOSSH「株式会社ePARA」、参照。 <https://fundino.com/projects/411>
- (35) 同社「有価証券報告書」(第一〇〇期、二〇二四年六月二十七日提出)、参照。
- (36) 同社「有価証券報告書」(第一三四期、二〇二四年六月二十五日提出)、参照。

参考文献

- ・拙稿「二〇二〇」『株式投資型クラウドファンディングの新展開』『証研レポート』（日本証券経済研究所・大阪研究所）、No. 一七二〇、二〇二〇年六月、一三～四一頁
- ・拙稿「二〇二四」『グリーンシートと株主コミュニティ制度―非上場市場の歴史的考察―』『証研レポート』No. 一七四二、二〇二四年二月、一～三三二頁

(まつお じゅんすけ・桃山学院大学教授)

ユーロネクスト市場のパフォーマンス

（二〇二四年八月混乱期のデータ分析）

吉川 真裕

九月二四日、フランス・イタリア・オランダ等の取引所を運営するユーロネクストが本年八月初旬の市場混乱期におけるデータの分析結果を公開した。⁽¹⁾ 結果はユーロネクスト上場銘柄の競争相手であるCBOEヨーロッパ・アクイス・ターコイズという三つの代替的取引施設（MTF）に比べ、フランス・イタリア・オランダの各主要株価指数構成銘柄では平時よりも気配値スプレッドや最良気配提示時間で優れていたというところで、やや宣伝的ではあるが、この種の分析結果はこれまであまり公表されていないので興味深い。取引量が多く、流動性が高い市場の気配値スプレッドが小さく、最良気配提示時間が長いことは予想通りであり、市場混乱時に低流動性市場が回避されることも理解できる。ただし、個別銘柄で比較せずに平均で比較しているので株価水準の違いや取引量の違いが影響して分析結果を歪めている可能性は排除できない。しかし、この分析結果に対して名指しされたMTFや市場関係者から反論はみられないし、三カ国の主要株価指数ではほぼ同様の結果が得られているので、そうした心配は杞憂であるのかもしれない。

本稿では補論で提示されている通期のパフォーマンスを紹介した後、八月初旬の市場混乱期におけるパフォーマンスを確認し、ユーロネクスト市場のパフォーマンスについて考察する。

1 通期のパフォーマンス

図表1は二〇二四年一月から九月六日までのCAC四〇（フランスの主要株価指数）・MIB（イタリアの主要株価指数）・AEX（オランダの主要株価指数）の欧州最良気配（EBBO）提示時間の比率、平均気配値スプレッド、最良気配での取引可能金額をそれぞれ表わしている。

まず、EBBO提示時間の比率をみると、ユーロネクスの比率はCAC四〇で六二・五％、MIBで六六・三％、AEXで六二・五％であり、いずれの株価指数でも他の三市場よりも圧倒的に大きいことがわかる。

次いで、平均気配値スプレッドをみると、ユーロネクスの値はCAC四〇で三・七ベースポイント、MIBで四・六ベースポイント、AEXで三・九ベースポイントであり、いずれの株価指数でも他の三市場より小さいことが確認できる。

さらに、最良気配での取引可能金額をみると、ユーロネクスの値はCAC四〇で四万四九〇〇ユーロ、MIBで五万五九〇〇ユーロ、AEXで三万五九〇〇ユーロであり、

図表 1 通期のパフォーマンス

		Average values in 2024 YTD*			
		Euronext	Cboe	Aquis	Turquoise
EBBO Setting (%)	Paris (CAC 40)	62.5%	19.7%	12.6%	5.6%
	Milan (FTSE MIB)	66.3%	16.7%	15.8%	3.4%
	Amsterdam (AEX)	62.5%	18.1%	14.6%	5.8%
Average Spread (bps)	Paris (CAC 40)	3.7 bps	3.9 bps	4.3 bps	5.4 bps
	Milan (FTSE MIB)	4.6 bps	5.3 bps	5.5 bps	9.5 bps
	Amsterdam (AEX)	3.9 bps	4.3 bps	4.6 bps	6.3 bps
Liquidity at Touch (€k)	Paris (CAC 40)	€44.9k	€24.7k	€13.9k	€7.4k
	Milan (FTSE MIB)	€55.9k	€22.2k	€15.2k	€5.3k
	Amsterdam (AEX)	€35.9k	€21.4k	€11.7k	€6.4k

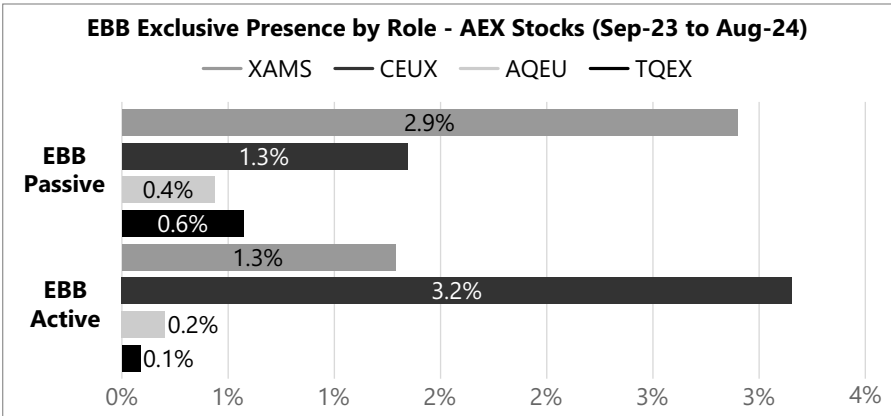
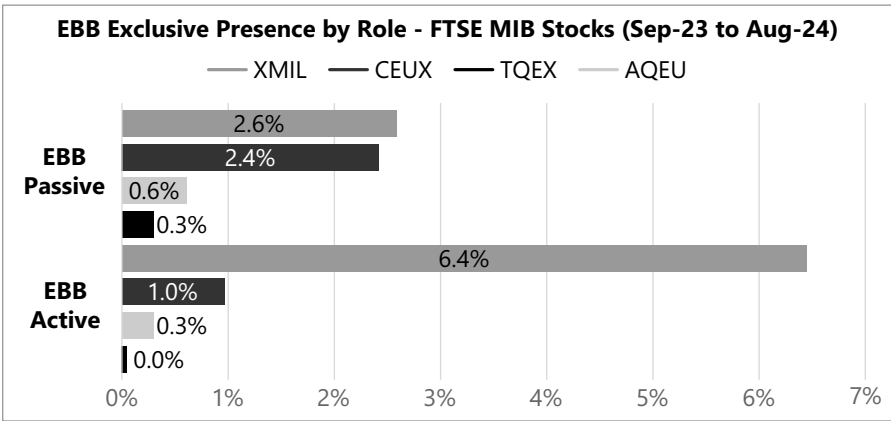
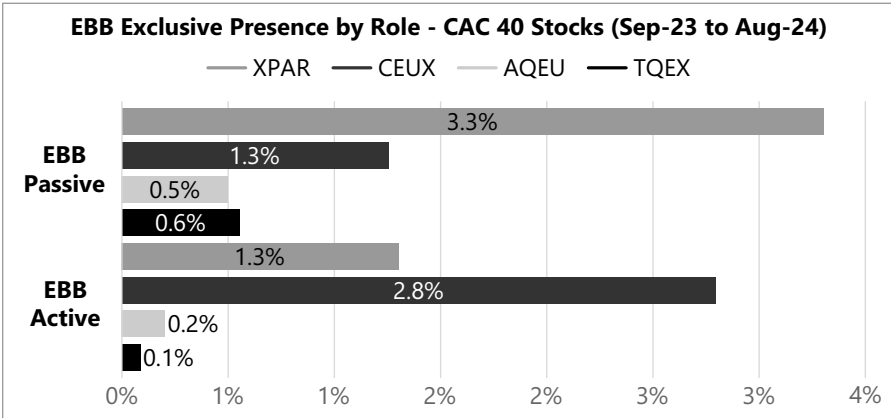
Source: BMLL Technologies. 2024 Year-To-Date until 6 September 2024.

いずれの株価指数でも他の三市場よりも大幅に大きいことがわかる。

E B B O 提示時間の比率が大きいこと、平均気配値スプレッドが小さいこと、最良気配での取引可能金額が大きいことはいずれもユーロネクストのパフォーマンスが他の三市場よりも優れていることを表わしているが、ユーロネクストの三市場を比べてみると、E B B O 提示時間の比率では M I B が大きいこと、平均気配値スプレッドでは M I B のスプレッドが大きいこと、最良気配での取引可能金額では M I B の値が大きいことが確認でき、イタリアの市場では E B B O 提示時間の比率は大きいものの、平均気配値スプレッドは大きく、最良気配での取引可能金額も大きいということでフランスやオランダとはやや違っているようであることがわかる。この分析では取引金額が示されていないが、相対的にイタリアの流動性が低いということが影響しているのかもしれない。

図表 2 は二〇二三年九月から二〇二四年八月までの E B B O 提示時間からパッシブとアクティブの比率を表わしている。パッシブは他市場での気配値変化に遅れているが E B B O にあった比率、アクティブは他の市場の気配値変化に先んじて E B B O にあった比率をそれぞれ表わしており、ユーロネクストはアクティブの比率で C A C 四〇で二・八％、M I B で六・四％、A E X で三・二％と他の三市場よりも圧倒的に大きいことがわかる。他方、パッシブでは C A C 四〇で一・三％、M I B で二・六％、A E X で一・三％であり、M I B では他の三市場よりも大きかったことが確認できる。パッシブの比率だけをみればユーロネクストが他の三市場よりも優れているとは言えないが、E B B O 提示時間全体やアクティブの値と総合すればユーロネクストのパフォーマンスは優れていたと考えられる。なお、他の三市場でもアクティブとパッシブともにフランス・オランダとイタリアで大きく比率が異なっており、市場を取り巻く環境がこれらの市場間で異なっているのかもしれない。

図表2 EBB提示時間に占めるパッシブとアクティブの比率



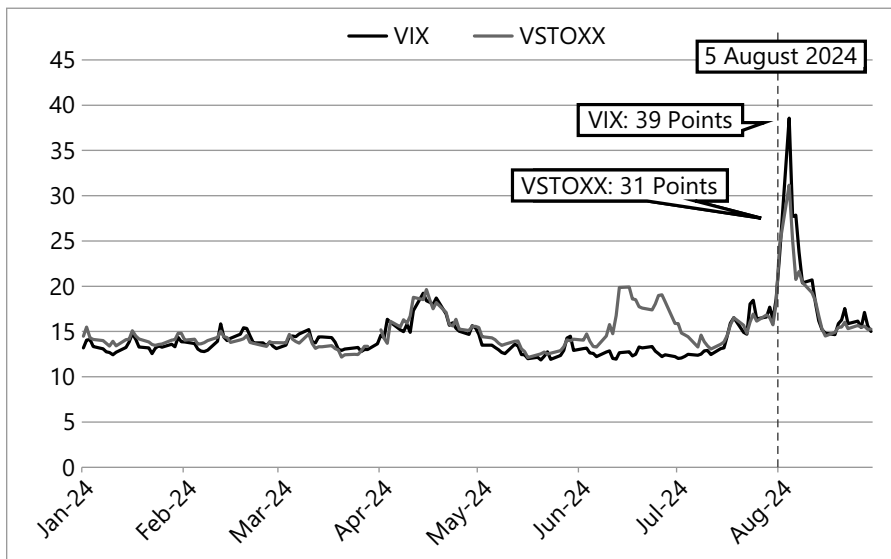
2 八月初旬の市場混乱期のパフォーマンス

図表3はアメリカのS&P五〇〇株価指数の予想変動率を表わすVIX指数とヨーロッパのユーロSTOXX五〇株価指数の予想変動率を表わすVSTOXX指数の二〇二四年における推移を表わしている。八月五日曜日における世界的な株価急落後に両指数ともに大きく上昇していたが、VIXが三九（日中のピークは六六）まで上昇していたのに対して、VSTOXXは三一（日中のピークは四一）までしか上昇していなかったものの、二〇を下回っていたそれまでとは大きく異なっていたことに違いない。

なお、六月中旬から七月初旬にかけてVSTOXXはVIXから乖離して上昇していたが、これは六月九日にフランスのマクロン大統領がフランスでの欧州議会選挙における極右勢力の台頭を受け、議会の解散を発表したためであったと説明されている。

図表3 2024年におけるVIX指数とVSTOXX指数の推移

Chart: Daily volatility levels in the US (VIX) and Europe (VSTOXX) in 2024



図表4は二〇二四年一月二日から七月三十一日までの低ボラティリティ期と八月二日から八月五日までの高ボラティリティ期におけるCAC四〇・MIB・AEX構成銘柄のEBBO提示時間の比率をそれぞれ表わしている。ユーロネクストはCAC四〇で低ボラティリティ期の六二%に対して高ボラティリティ期の七二%、MIBで低ボラティリティ期の六四%に対して高ボラティリティ期の七四%、AEXで低ボラティリティ期の六二%に対して高ボラティリティ期の六六%とそれぞれ一〇%ポイント、一〇%ポイント、四%ポイント、EBBO提示時間の比率を増大させており、高ボラティリティ期により競争力を高めていたことがわかる。

これに対して、三つのMTFではAEXにおいてアクイスが低ボラティリティ期の一四%から高ボラティリティ期の一九%に五%ポイント増大させていただけであったことがわかる。

図表4 高ボラティリティ期におけるEBBO提示時間の比率

EBBO Setting Percentage CAC 40	Euronext	Cboe	Aquis	Turquoise
Sell-off in August 2024*	72%	13%	12%	3%
Low-volatility environment**	62%	20%	12%	6%

EBBO Setting Percentage FTSE MIB	Euronext	Cboe	Aquis	Turquoise
Sell-off in August 2024*	74%	10%	14%	2%
Low-volatility environment**	64%	17%	16%	3%

EBBO Setting Percentage AEX	Euronext	Cboe	Aquis	Turquoise
Sell-off in August 2024*	66%	12%	19%	3%
Low-volatility environment**	62%	18%	14%	6%

Observation dates: * From 2 August to 5 August 2024. ** From 2 January to 31 July 2024.

図表5は同様に二〇二四年一月二日から七月三日までの低ボラティリティ期と八月二日から八月五日までの高ボラティリティ期におけるCAC四〇・MIB・AEX構成銘柄の気配値スプレッドをそれぞれ表わしている。ユーロネクストはCAC四〇で低ボラティリティ期の三・六ベースポイントに対して高ボラティリティ期の四・〇ベースポイント、MIBで低ボラティリティ期の四・六ベースポイントに対して高ボラティリティ期の五・五ベースポイント、AEXで低ボラティリティ期の三・九ベースポイントに対して高ボラティリティ期の四・六ベースポイントとそれぞれ〇・四ベースポイント、〇・九ベースポイント、〇・七ベースポイント、気配値スプレッドを拡大させていたことがわかる。

これに対して、三つのMTFでの気配値スプレッドの変化をみると、CAC四〇ではCBOEヨーロッパで〇・六ベースポイント、アクイスで〇・

図表5 高ボラティリティ期における気配値スプレッド率

Average spread CAC 40	Euronext	Average of MTFs	Euronext vs MTFs	Cboe	Aquis	Turquoise
Sell-off in August 2024*	4.0 bps	5.8 bps	-1.8 bps	4.5 bps	4.9 bps	7.0 bps
Low-volatility environment**	3.6 bps	4.7 bps	-1.1 bps	3.9 bps	4.3 bps	5.4 bps

Average spread FTSE MIB	Euronext	Average of MTFs	Euronext vs MTFs	Cboe	Aquis	Turquoise
Sell-off in August 2024*	5.5 bps	12.2 bps	-6.7 bps	7.4 bps	6.8 bps	17.0 bps
Low-volatility environment**	4.6 bps	7.3 bps	-2.7 bps	5.2 bps	5.5 bps	9.3 bps

Average spread AEX 25	Euronext	Average of MTFs	Euronext vs MTFs	Cboe	Aquis	Turquoise
Sell-off in August 2024*	4.6 bps	8.2 bps	-3.5 bps	6.2 bps	5.6 bps	10.1 bps
Low-volatility environment**	3.9 bps	5.2 bps	-1.4 bps	4.2 bps	4.6 bps	6.2 bps

六ベースポイント、ターコイズで一・六ベースポイント、MIBではCBOEヨーロッパで一・二ベースポイント、アクイスで一・三ベースポイント、ターコイズで七・七ベースポイント、AEXではCBOEヨーロッパで二・〇ベースポイント、アクイスで一・〇ベースポイント、ターコイズで三・九ベースポイント、それぞれ気配値スプレッドを拡大させており、ユーロネクストの気配値スプレッドの拡大はこれらをすべて下回っていたことがわかる。図表にあるようにユーロネクストは三つのMTFの平均値とユーロネクストの値を比べているが、平均値は気配値スプレッドの拡大が大きいターコイズの影響を受けるので適切とは考えられず、各市場と比べる方が適切であろう。

ユーロネクスト上場銘柄の競争相手であるCBOEヨーロッパ・アクイス・ターコイズという三つのMTFに比べ、フランス・イタリア・オランダの各主要株価指数構成銘柄で低ボラティリティ期においてEBBO提示時間の比率においても気配値スプレッドの大きさにおいてもユーロネクストは優れていたということ、そして高ボラティリティ期においてはその度合いがさらに強まっていたことが、この分析結果で明らかになった。そして、最良気配提示時間や気配値スプレッド、最良気配での取引可能金額最良気配での取引可能金額を比べてみると、フランス・オランダとイタリアでは若干異なる様相を呈していたことも明らかになった。他の市場でもこうしたデータ分析に基づいてさらなる市場構造の解明が進むことを期待したい。

注

(一) Euronext, "Volatility spikes and market quality resiliency since August 2024," September 24, 2024

(<https://www.euronext.com/en/media/12388/download>).

(よしかわ まさひろ・客員研究員)

米株オプション市場における立会場取引

～マイアミ取引所グループの新規取引所開設～

志馬 祥紀

1 はじめに

米国の証券取引所グループの一つである、マイアミ証券取引所（MIAAX）グループで、新しいオプション取引所の設立計画が発表され、その後本年八月に稼働した。同計画で、注目されるのは、新取引所がオプション取引の立会場を設置する点である。

電子化が進む証券市場において、物理的な立会場で、ブローカーがハンドサインで取引を執行する形態は、日本人にとって違和感がある。本稿では、何故、米国では新規の立会場取引が計画されているのか、オプション取引所の状況や、先物取引所との比較を踏まえて説明する。なお本稿は特に断りの無い限り、七月末時点の情報に基づいている。

2 MIAAXにおける新規オプション取引所設立計画

(1) MIAAXグループにおける新取引所（MIAAXサファイア）設立計画

米国の株式・オプション市場において、複数の取引所を運営するMIAAXグループは二〇二三年一〇月、新取

引所の設立申請をSECに提出した。

新しく稼働する取引所MIAX Sapphire Options Exchange (MIAXサファイア)は、MIAXにとって四番目のオプション取引所となり、電子取引と立会場取引の双方を運営する。

当初、電子取引は二〇二四年第2四半期に、立会場取引は二〇二四年下半期に、SECの承認を得た上で稼働する予定と発表していたが、二〇二四年三月二一日発表のプレスリリースでは、SECの承認を待って、八月二日に稼働と発表した(注:その後MIAXサファイアは予定通り八月に稼働した)。

MIAXサファイアは、テイカー・メイカー制度と価格・時間優先モデルを採用している。

(2) MIAXグループについて

MIAXグループは二〇一二年にマイアミ国際証券取引所(MIAX)を開設、オプション取引を開始した。

現在、MIAXグループは、親会社であるマイアミ・インターナショナル・ホールディングスの下で、マイアミ国際証券取引所(MIAX)、MIAXパール取引所(MIAX PEARL)、MIAXエメラルド取引所(MIAX EMERALD)、MIAXサファイア取引所(本年八月稼働)、ミネアポリス穀物取引所(MGEX)、LedgerX社、バミューダ証券取引所(BSX)、ドーマン・トレーディング社(Dorman Trading)を有する、複数の取引所及び関連会社群から構成される。

MIAX、MIAXパール、MIAXエメラルドは、証券取引委員会(SEC)に登録された証券取引所である。

MIAXグループは、MIAXパールにおける株式取引に加えて、各取引所(MIAX、MIAXパール、M

IAXエメラルド)においてオプション取引を行っている。

MGEは米商品先物取引委員会(CFTC)の登録取引所で、小麦先物を含む様々な先物商品取引を提供している。

LedgerXはCFTCの規制下にある取引所及び清算機関であり、CFTCに指定取引市場(DCM)、デリバティブ清算機関(DCO)、スワップ執行ファシリティー(SEF)として登録されている。

BSXはバミューダに本部を置き、一九七一年に組織された完全電子化された垂直統合型の国際証券市場である。BSXは、株式、債券、ファンド、ヘッジファンド、デリバティブ・ワラント、保険リンク証券等の資本市場商品の上場と取引を行っている。

ドーマン・トレーディングはCFTCに登録されたフルサービスの先物取引業者である。

(3) MIA Xグループのオプション取引所状況と新規取引所の設立計画

MIA Xは二〇一二年二月、比例配分(プロラタ)モデルとマーケット・メイカー制、カスタマー・リベイト制度(いわゆるPFOF)に基づく取引を開始した。MIA Xには、全会員が参加可能な電子的価格改善オークション(price improvement auction)システムも装備されている。

MIA Xパールは二〇一七年二月に価格優先・時間優先とメイカー・テイカー制の手数料体系の取引を開始した。価格優先・時間優先とメイカー・テイカーの価格設定を組み合わせた取引モデルを採用している。

MIA Xエメラルドは、比例配分(プロラタ)モデルとメイカー・テイカー制の手数料体系の取引を二〇一九年三月に開始した。プロラタ・アロケーション・モデルは、市場参加者に大規模な売買気配の提示を促す一方、

メイカー・テイカー・モデルを通じて市場参加者による積極的な流動性の提供を促す特徴がある。

MIAXグループにおいて、オプション取引所は既に三取引所が存在し、各々異なる取引手法を投資家に提供している。当該状況下において、何故、新規取引所（しかも立会場取引）を提供することになったのか、その必要性について、以下、MIAXの計画内容と米国の状況を検討する。

（４）新取引所（MIAXサファイア）の取引制度と立会場

立会場を備えた取引所設立について、MIAXは以下のように発表している。

新取引所は、テイカー・メイカー制度と価格優先・時間優先配分モデルを採用し、立会場を設立、電子取引と立会場における人手の取引を並行して提供する予定である。

MIAXは、テイカー・メイカー市場モデルを提供するだけでなく、立会場において流動性を調達し、大規模かつ複雑な注文対応の提供を予定している。

米国のオプション市場における立会場は、大口取引の流動性を調達するための強力な手段であり、複数のレッグや市場流動性の低さ等のユニークな特徴を持つ複雑な取引注文に流動性を補助する。

（参考）図表１ MIAXグループの既存オプション取引所の状況

グループ	取引所	アロケーション・プライオリティ	顧客優先義務の有無	プライシング（価格付け）	コンプレックス・ブックの有無（Complex Book）	PI Auctionの有無	立会場	リード/プライマリー・マーケットメイカー
MIAX	MIAX	プロラタ	有	マーケット・メイカー	有	有	無	有
	PEARL	価格/時間	無	メイク/テイク	無	無	無	無
	EMERALD	プロラタ	有	メイク/テイク	有	有	無	有

3 立会場は今後も必要とされるのか？

(1) 先物取引における電子化の進展と立会場の廃止

米国の先物市場においては、伝統的に「ピット」と呼ばれる立会場のスペースにおいて、トレーダーがハンドサインで売買注文を提示、売り手・買い手双方が合意すれば取引が執行される「オープン・アウトクライ」と呼ばれる取引形態が行われてきた。

その後、九〇年代後半に電子取引が導入されて以来、オープン・アウトクライ取引は縮小・廃止の方向へと進んできた。

シカゴ・マーカン・タイル取引所（CME）は、先物取引所の中では比較的早期から取引の電子化に熱心であったが、立会場取引についても廃止せずに、電子取引と並行する形で維持してきた。しかし時間の経過とともに、中心的な取引商品の一つである、ユーロドル・先物オプション取引はピット取引形態を維持したが、他の商品についてはピットの閉鎖を発表した（二〇一四年）。

コロナウイルス蔓延時には、全市場参加者がリモートワークへの移行を余儀なくされ、CMEは、オープン・アウトクライ用ピットを持つ他のグループ内取引所とともに、立会場を一時閉鎖。電子取引に比べ、オープン・アウトクライの非効率性とコストに対する懸念が当時高まり、立会場の再開の是非が議論された。つまり、オープン・アウトクライ取引の場合、コロナウイルス蔓延は、既に進行中だった淘汰のプロセスを加速させる要因となった（なお、CMEはグループ内取引所において、その後一部商品について立会場取引を再開した）。

しかし二〇二一年七月、CMEは全取引ピットの恒久的閉鎖を決定し、併せてCBOI等の他のグループ内先物取引所についても立会場の閉鎖を発表した。

(2) オプション取引所の動き

① オプション取引所における立会場の状況

図表2は米国オプション取引所の状況である。同図表に示されるように、現在取引市場を開設しているオプション取引所は、一七個の取引所が存在する。その内訳は四つの取引所グループ（いずれかのグループに属する取引所が一五個）、及び独立系が二個である。この中で、グループに属する四取引所において、立会場が使用されている（ちなみにM I A Xグループには存在していなかった）。

図表3は立会場を有する取引所の取引手法を示している。同図表に見られるように、立会場のある四取引所のうち、三取引所が伝統的なマーケット・メイカー方式を採用しており、立会場取引とマーケット・メイカー方式間の親和性がある。

② コロナウイルス蔓延時におけるNYSE立会場閉鎖をめぐる分析

ニューヨーク証券取引所（NYSE）グループは、コロナウイルス蔓延時に、オプション取引立会場の一時的閉鎖・再開をしている。その際に、取引状況を分析したレポートを発表している（“Both NYSE Options Floors

図表2 米国のオプション取引所の状況

グループ	取引所
CBOE	CBOE Options Exchange
	CBOE EDGX Options Exchange
	CBOE BZX Options Exchange
	CBOE C2 Options Exchange
NASDAQ	NASDAQ ISE
	NASDAQ PHLX
	NASDAQ Options Market
	NASDAQ GEMX
	NASDAQ BX Options
NYSE	NASDAQ MRX
	NYSE American Options
MIAX	NYSE ARCA Options
	MIAX Options Exchange
	MIAX EMERALD
独立系	MIAX PEARL
	BOX Options
独立系	Members Exchange

図表 3 立会場のある取引所とその取引詳細

グループ	取引所	プロケーション・ プライオリティ	顧客優先 義務の有無	フラインジ (価格付け)	コンプレックス・ ブックの有無 (Complex Book)	PI Auction の有無	立会場	リード/ フラインジー・ マーケットメイカー
	ARCA	価格/時間	無	メイク/テイク	有	無	有	有
NYSE	American	プロラタ	有	マーケット・ メイカー	有	有	有	有
	PHLX	プロラタ	有	マーケット・ メイカー	有	有	有	有
CBOE	CBOE	プロラタ	有	マーケット・ メイカー	有	有	有	有

open for business” (<https://www.nyse.com/data-insights/both-nyse-options-floors-open-for-business>) 二〇二〇年七月三〇日)。同内容は興味深く、以下本節で概要を紹介する。

まず、二〇二〇年、コロナウイルスの蔓延に伴い、NYSEグループは、三月二三日よりAMEX及びARCA取引所の立会場を閉鎖した。その後、事態の鎮静化に伴いNYSEグループは、五月四日にARCA取引所、五月二六日にAMEX取引所の立会場取引を再開した。

図表 4 は立会場閉鎖前後のオプション取引注文の執行形態別比率(%)を示しており、図表 5 は図表 4 の内容中、平均取引高の比率(%)、及び大口注文(一取引当たり五〇〇〇枚以上の注文)についての執行形態別の取引比率(%)を示している。

まず注目されるのは、五月の立会場の再開後、立会場における取引高は立会場閉鎖前の約半分まで回復している点である。また、取引高の伸びにおいて、オークション、コンプレックス、電子取引が上昇する一方、立会場

取引はそれと乖離した動きを示している。

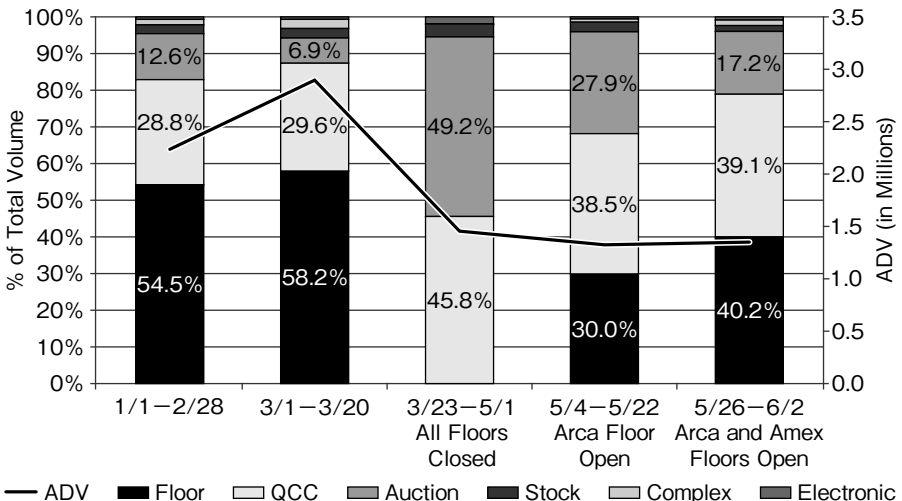
また、一取引当たり五〇〇枚以上の機関投資家の大口取引では、立会場取引閉鎖の影響を強く受けていたオークション比率が、フロア閉鎖前の水準近辺まで低下している。QCCも若干ではあるが減少傾向であり、大口取引は立会場に回り、大口取引は立会場に回帰したと考えられるが、これは同時にオークションやQCCが、立会場取引の代替的役割を果たしていた可能性をうかがわせる。

図表6は、一取引注文当たりの枚数が、一〇〇枚以

図表4 NYSEグループにおける執行形態別オプション取引比率 (%)

	立会場閉鎖前	全立会場閉鎖時	ARCA取引所の立会場再開	AMEXの立会場再開 (ARCAも稼働中)
期間	1月1日 ~3月22日	3月23日 ~5月3日	5月4日 ~5月25日	5月26日 ~6月2日
オークション	17.1%	23.6%	24.5%	23.9%
コンプレックス	13.0%	12.6%	12.0%	11.6%
電子的注文執行	54.9%	58.1%	55.3%	55.2%
立会場	9.5%	0.2%	3.5%	4.5%
QCC ⁽²⁾	4.4%	4.7%	4.0%	4.1%
株式	1.0%	0.7%	0.8%	0.7%

図表5 平均取引高 (折れ線グラフ) 及び
一取引当たり5,000枚以上の取引執行形態別比率 (%)



下(あるいはそれ以上)のカテゴリー別の平均取引比率(%)を示している。

コロナウイルス蔓延前後において、一取引当たり一〇〇枚を超える取引は、六ヶ月ぶりの低水準を示す一方で、一〇〇枚以下の取引量は過去最高を記録している。これは通常、電子的に処理されるリテール取引の増加を示している。

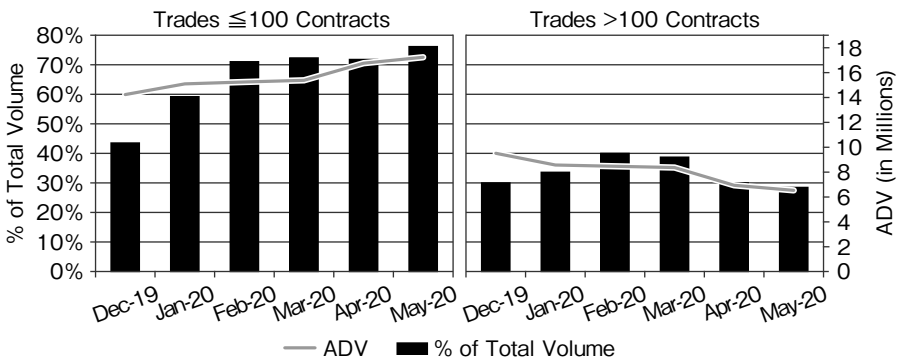
五月四日以降、NYSE AMEX及びARCAの立会場が再開されたことで、オプション取引は立会場取引の回復が見られている。機関投資家規模の大口取引は市場に十分に回復していないものの、NYSEレポートは、今後、オプション取引が回復する中で、立会場取引は引き続き拡大を予想している。

以上の内容からうかがえるのは、NYSEグループにおいて立会場取引が一定の投資家ニーズを満たしているとの認識である。また、次節では、立会場取引に関する先物市場とオプション市場の性格の違いについて、興味深い意見が見られたので紹介する。

(3) 立会場に関する考え方(先物とオプションの比較)

CMEグループにおけるCMEやNYMEXの立会場の閉鎖は、先物市

図表6 一取引当たり100枚以下、あるいは100枚以上の取引比率(%)



場における立会場（オープン・アウトクライ）取引の終焉を示した事例と考えられる。

しかしオプション市場の状況は異なる。オプション取引における立会場取引は、依然として支持されている。CMEが立会場の部分的な閉鎖を進めていた時期（二〇一五年）において、ニューヨーク証券取引所は、アメリカン証券取引所（AMEX）、ARCAのオプション取引を中心とする新立会場を稼働させている（また同様に、オプション市場における代表的取引所の一つであるCBOEにおいては、二〇二二年に拡張された新立会場をシカゴに設置している）。

これら立会場における取引は活発であり、二〇一四年には、AMEXとARCAのオプションの総取引高の二七%近くがオープン・アウトクライ取引によるものだった。

これら立会場の整備が進む理由の一つに、オプション取引の特徴として、投資家の戦略の多様性が挙げられる。立会場のオプション取引は、先物取引に比して複雑な取引を行っており、立会場に存在するマーケット・メイカー（ローカルズとも呼称）の対応が不可欠である。

投資家（とりわけ機関投資家）の注文は、あるプット・オプションを買うと同時に、他のコール・オプションを売るというように、複数の条件に基づく注文が多い。複雑な取引の執行に際して、立会場のマーケット・メイカーは大きな付加価値を生んでいる。

立会場の取引は通常大規模であり、二〇一四年のニューヨーク証券取引所では、平均取引規模は二〇〇〇枚だった。オプション取引一枚は、株式一〇〇株の取引規模に相当するため、オプションの平均枚数二〇〇〇枚は株式の二〇万株、想定元本価値は数十万ドルに相当する。

また取引所機能としては対照的に、先物取引所における先物トレーダーは、多くの場合、売りまたは買いの単

一の取引注文を売買するのみである。

もし取引が単純であれば、オプションは電子的に取引可能である。投資家がシンプルな取引、たとえばApple株式のコール・オプションを三単位取引する場合、容易な電子的処理が可能である。しかし、執行条件が複雑な取引の場合は、依然として立会場取引における執行市場ニーズが存在する。

以上の内容はCNBCの二〇一五年二月四日付記事“Here’s why floor-based options trading is still holding on” (<https://www.cnbc.com/2015/02/05/heres-why-floor-based-options-trading-is-still-holding-on.html>) にある。

(4) オプション取引所におけるオプションの執行状況と顧客注文の形態分析：P F O F 関連資料からの推計

本節では、実際に、どの程度の取引が取引所の立会場を有する取引所において執行されているか、代表的ブローカーの注文回送状況から推計を試みる。

① 使用データの説明

以下の使用データは、各証券会社のSEC規則六〇六(a)に基づく情報開示「Disclosure of Order Routing Information」からの抜粋である。

SEC規則六〇六(a)は、全ての証券会社に対し、レギュレーションNMS銘柄の非指示顧客の保有注文、及び時価五万ドル未満の上場オプションの非指示顧客の保有注文と非保有注文の回送に関する一定の統計情報を含む、暦月別の四半期報告書の公開を求めている。

同データには、全顧客注文中、執行先の指定の無い注文の比率が、注文形態（成行、即時性のある指値、即時性の無い指値、その他注文）別に示されている。

併せて、執行取引所（あるいは回送先）別に、受け取った（あるいは支払った）金銭の総額と一取引当たりの平均単価が示される（ただし金額は純額ベース）。この場合、受け取った金額は、通常PFOFと呼ばれる注文回送に関するマージンであり、支払った金額は手数料である。この総額を同平均単価で序すること、注文回送先別の（純額ベースでの）注引量が推計可能となる。

図表7は投資家からブローカー、取引所への注文フローを、ブローカー別に示している。同図表において、投資家注文が執行されるまでのプロセス、すなわち「顧客（個人投資家・機関投資家）↓ブローカー（インベストメントバンカー、リテール・ブローカー）↓各取引所における執行」について、純額ベースでの取引状況を分析し、立会場を有する取引所において、どの程度（あるいはどのような）注文が執行されているかを推計する。

使用データは、二〇二三年一二月中の注文回送及び関連する受け取り収益・支払い費用であり、分析対象ブローカー（リテール、ホールセー

図表7 投資家とブローカー、取引所間の関係概念図

①	②	③	④
顧客	リテール・ブローカー	マーケット・メイカー	取引所
(個人投資家)	TDアメリートレード	ダッシュ・フィナンシャル ウルヴァリン マトリックス・ エグゼキューション	複数の取引所から 選択
顧客	ホールセラー (インベストメント・バンク)	マーケット・メイカー	取引所
(機関投資家)		ダッシュ・フィナンシャル ウルヴァリン マトリックス・ エグゼキューション	複数の取引所から 選択
モルガン・スタンレー			

ル、マーケット・メイカー）は以下の通りである。

・個人投資家を顧客とするリテール（オンライン）ブローカー…TDアメリトレード

・機関投資家を顧客とするホールセラー（兼インベストメント・ブローカー、兼マーケット・メイカー）…モルガン・スタンレー

・独立系マーケット・メイカー…ダッシュ・フィナンシャル（Dash Financial）、ウルヴァリン（Wolverine）、マトリックス・エグゼキュション

② 詳細データに関する説明例（モルガン・スタンレー、時期は二〇二〇年一月）
データはMorgan Stanley & Co. - Held NMS Stocks and Options Order Routing Public Report (1st Quarter, 2020, January 2020 Option Contracts Summary) を使用。

図表8は、モルガン・スタンレーが、顧客から受けた注文中、その執行場所あるいは回送先が指定されていない注文の比率とその内訳を示している。

モルガン・スタンレーにおけるオプション取引の全注文中、注文の執行場所あるいは回送先が指定されていない注文比率は八四・八五%を占めている。

同注文中、注文形態別に分類すると、成行注文・即時性のある指値注文・即

図表8 全顧客注文における取引執行場所（あるいは回送場所）指定のない注文の比率及び形式別比率

全注文における執行場所あるいは回送先が指定されていない注文比率 (Non-Directed Orders as % of All Orders)	成行注文 (market orders)	即時性のある指値注文 (Marketable Limit Orders)	即時性の無い指値注文 (Non-Marketable Limit Orders)	その他注文 (Other Orders)
84.85%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%

時性の無い指値注文比率は〇・〇〇%であり、その他注文比率が一〇〇・〇〇%を占めている。

図表9は、図表8において注文執行指定先が指定されていない「その他注文」を、モルガン・スタンレーがこの取引所に回送・執行しているか、またその執行に際して、取引所からどれだけの金額を執行形態毎に受け取っ

図表9 (執行取引所の指定の無い) 注文執行取引所 (Venues, 一部抜粋)

場所	成行注文について 受け取り/支払い した金額総額 (純額、ドル) (Net Payment Paid/Received for Market Orders (USD))	成行注文について、 100株当たり 受け取り/支払い した金額 (セント) Net Payment Paid/Received for Market Orders (cents per hundred shares)	即時性のある 指値注文について 受け取り/支払い した金額総額 (純額、ドル) (Net Payment Paid/Received for Marketable Limit Orders (USD))	即時性のある 指値注文について、 100株当たり 受け取り/支払い した金額 (セント) (Net Payment Paid/Received for Marketable Limit Orders (cents per hundred shares))	即時性のない 指値注文について 受け取り/支払い した金額総額 (純額、ドル) (Net Payment Paid/Received for Non-Marketable Limit Orders (USD))	即時性のない 指値注文について、 100株当たり 受け取り/支払い した金額 (セント) (Net Payment Paid/Received for Non-Marketable Limit Orders (cents per hundred shares))	その他注文に ついて受け取り/ 支払いした 金額総額 (純額、ドル) (Net Payment Paid/Received for Other Orders (USD))	その他注文に ついて、100株 当たり受け取り/ 支払いした金額 (セント) (Net Payment Paid/Received for Other Orders (cents per hundred shares))
NYSE ARCA	0.00	0.0000	0.00	0.0000	0.00	0.0000	444,539.85	25,893.4
CBOE BZX	0.00	0.0000	0.00	0.0000	0.00	0.0000	-134,316.24	-9,906.4
CBOE	0.00	0.0000	0.00	0.0000	0.00	0.0000	116,743.43	4,471.4
ISE GEMINI	0.00	0.0000	0.00	0.0000	0.00	0.0000	393,112.86	23,430.4
NASDAQ	0.00	0.0000	0.00	0.0000	0.00	0.0000	-561,957.24	-44,623.3
MIAX	0.00	0.0000	0.00	0.0000	0.00	0.0000	366,570.26	34,806.2
ISE	0.00	0.0000	0.00	0.0000	0.00	0.0000	-22,525.94	-2,742.0
PHLX	0.00	0.0000	0.00	0.0000	0.00	0.0000	84,863.17	18,279.5
NYSE AMEX	0.00	0.0000	0.00	0.0000	0.00	0.0000	70,217.80	33,405.9
CBOE C2	0.00	0.0000	0.00	0.0000	0.00	0.0000	-342,737.08	-44,800.6

ている（あるいは支払っている）かを、取引所毎の純額ベースで記載、そして取引単位毎に平均して受け取った（あるいは支払った）平均単価を示している（正の値は受け取り、負の値は支払いを示す。正の値は、ペイメント・フォー・オーダーフロー（PFOF）やマーケティング・フィー等と呼ばれる取引所からのリベートであり、負の値は取引所に支払う執行手数料である）。

図表9における取引所毎の受け取り／支払い総額を、単位当たり金額で除することで、取引所別のネットベ－スでの注文執行枚数（取引高）が推計可能となる。そして推計された取引所別取引高に基づき、各ブローカーの執行状況の特徴を読み取ることが可能となる。

以下、TDアメリトレード、モルガン・スタンレー等のブローカーにおける注文回送あるいは取引執行状況（とりわけ立会場のある取引所における執行状況）について分析する。

③ TDアメリトレードの分析

TDアメリトレードの回送先は全てブローカー（マーケット・メイカー）であり取引所は存在しない（なお、本稿に記載していないが、同じくリテール・ブローカーであるロビンフッドについても同様である）。

④ ダッシュ・フィナンシャルの分析

ダッシュ・フィナンシャルにおける、全ての回送先指示なし顧客注文（二億七六六四万枚）中、その他注文が占める比率が九一・〇％。うち四八・六％が立会場を有する取引所で執行されている（なお、網掛けの列は立会場を有する取引所を示している。以下表について同じ）。

図表10 TDアメリトレード (TDアメリトレードからマーケット・メイカーへの顧客注文回送状況)

証券会社 (取引所は 存在せず)	取引高 (枚)					取引比率 (%)				
	成行注文	即時性の ある指値 注文	即時性の 無い指値 注文	その他 注文	合計	成行注文	即時性の ある指値 注文	即時性の 無い指値 注文	その他 注文	合計
シタデル	1,184,682	3,530,843	3,532,663	8,487,917	16,736,105	34	10.1	10.1	24.3	47.9
ダツシユ・ フイナンスヤル	504,836	1,515,077	1,524,872	5,610,579	9,155,364	14	4.3	4.4	16.1	26.2
グロウパル・ エグゼキユーション	465,478	1,451,246	2,421,059	870,399	5,208,182	1.3	4.2	6.9	2.5	14.9
ウルザマリソ	238,819	704,941	418,664	2,463,733	3,826,158	0.7	2.0	1.2	7.1	11.0
合計	2,393,815	7,202,108	7,897,258	17,432,627	34,925,808	6.9	20.6	22.6	49.9	100.0

図表11 ダツシユ・フイナンスヤル

取引所	取引高 (枚)					取引比率 (%)				
	成行注文	即時性の ある指値 注文	即時性の 無い指値 注文	その他 注文	合計	成行注文	即時性の ある指値 注文	即時性の 無い指値 注文	その他 注文	合計
NYSE ARCA	0	2,500	115,309	87,267,899	87,385,708	0.0	0.0	0.0	31.5	31.6
CBOE	0	9,008,543	2,400	28,735,652	37,746,595	0.0	3.3	0.0	10.4	13.6
CBOE BZX	0	3,900	12,899	24,045,044	24,061,842	0.0	0.0	0.0	8.7	8.7
NASDAQ	0	0	8,200	32,738,759	32,746,959	0.0	0.0	0.0	11.8	11.8
NASDAQ BX	0	0	0	29,050,051	29,050,051	0.0	0.0	0.0	10.5	10.5
MAX	0	5,495,745	137,004	8,640,225	14,272,974	0.0	2.0	0.0	3.1	5.2
NASDAQ PHILX	0	0	0	9,362,340	9,362,340	0.0	0.0	0.0	3.4	3.4
NASDAQ ISE	0	2,886,461	0	13,166,117	16,052,578	0.0	1.0	0.0	4.8	5.8
CBOE EDGX	0	772,835	0	7,110,802	7,883,636	0.0	0.3	0.0	2.6	2.8
BOX	0	6,248,311	111,486	11,719,508	18,079,305	0.0	2.3	0.0	4.2	6.5
合計	0	24,418,294	387,298	251,836,396	276,641,988	0.0	8.8	0.1	91.0	100.0

⑤ ウルヴァリンの分析

ウルヴァリンにおいて、全ての回送先指示なし顧客注文（九億六五四三万枚）中、その他注文が占める比率が四四・八％。うち一四・五％が立会場を有する取引所で執行されている（全注文においては、二二・九％が立会場取引所で執行）。

⑥ マトリックス・エグゼキューションの分析

全ての回送先指示なし顧客注文（三二万枚）中、その他注文が占める比率が一九・二％。うち一六・一％が

図表12 ウルヴァリン

取引所	取引高(枚)				取引比率(%)					
	成行注文	即時性のある指値注文	即時性の無い指値注文	その他注文	合計	成行注文	即時性のある指値注文	即時性の無い指値注文	その他注文	合計
CBOE C2	4,508	2,023,294	383,028	1,409,703	3,820,532	0.0	2.1	0.4	1.5	4.0
MIAX PEARL	8,548	2,917,481	8,204,007	10,542	11,140,579	0.0	3.0	8.5	0.0	11.5
MIAX EMERALD	8,990	1,248,461	7,369,288	330,668	8,957,407	0.0	1.3	7.6	0.3	9.3
MIAX	0	7,851,804	2,544,683	21,878,839	32,275,327	0.0	8.1	2.6	22.7	33.4
CBOE BZX	2,487	1,230,281	542,038	9,622	1,784,428	0.0	1.3	0.6	0.0	1.8
CBOE	92,562	1,765,384	796,249	8,851,544	11,505,740	0.1	1.8	0.8	9.2	11.9
BOX	0	7,036,895	2,799,576	5,644,832	15,481,303	0.0	7.3	2.9	5.8	16.0
NASDAQ PHLX	0	2,599,260	1,696,276	3,095,115	7,390,651	0.0	2.7	1.8	3.2	7.7
ISE GEMINI	0	889,483	95,093	4,985	989,560	0.0	0.9	0.1	0.0	1.0
NYSE ARCA	25,911	810,473	372,781	1,989,243	3,198,409	0.0	0.8	0.4	2.1	3.3
合計	143,006	28,372,816	24,803,020	43,225,093	96,543,936	0.1	29.4	25.7	44.8	100.0

立会場を有する取引所で執行されている（全注文においては、四一・八%が立会場取引所で執行）。

⑦ モルガン・スタンレーの分析

全ての回送先指示なし顧客注文（一一四八万枚）中、その他注文が占める比率が一〇〇・〇%。うち四一・四%が立会場を有する取引所で執行されている。

図表13 Matrix Executions

取引所	取引高(枚)				取引比率(%)					
	成行注文	即時性のある指値注文	即時性の無い指値注文	その他注文	合計	成行注文	即時性のある指値注文	即時性の無い指値注文	その他注文	合計
NASDAQ	0	16,202	29,980	0	46,182	0.0	5.0	9.2	0.0	14.2
CBOE C2	0	792	20,177	3,610	24,579	0.0	0.2	6.2	1.1	7.5
NYSE ARCA	0	8,628	30,286	5,458	44,372	0.0	2.6	9.3	1.7	13.6
CBOE BZX	4	9,492	21,346	0	30,842	0.0	2.9	6.5	0.0	9.5
CBOE	92	6,393	13,444	41,732	61,661	0.0	2.0	4.1	12.8	18.9
NYSE AMEX	12	13,552	11,699	5,026	30,289	0.0	4.2	3.6	1.5	9.3
MAX PEARL	0	5,571	11,639	0	17,210	0.0	1.7	3.6	0.0	5.3
NASDAQ ISE	0	6,838	15,886	5,345	28,069	0.0	2.1	4.9	1.6	8.6
NASDAQ GEMX	20	4,185	30,302	0	34,507	0.0	1.3	9.3	0.0	10.6
MAX EMERALD	0	2,953	3,938	1,586	8,477	0.0	0.9	1.2	0.5	2.6
合計	128	74,606	188,697	62,757	326,188	0.0	22.9	57.8	19.2	100.0

図表14 エルガン・スタンレー

取引所	取引高 (枚)				取引比率 (%)				
	成行注文	即時性の ある指値 注文	即時性の 無い指値 注文	その他 注文	成行注文	即時性の ある指値 注文	即時性の 無い指値 注文	その他 注文	合計
CBOE	0	0	0	1,970,656	0.0	0.0	0.0	17.2	17.2
NYSE ARCA	0	0	0	2,169,372	0.0	0.0	0.0	18.9	18.9
NYSE AMEX	0	0	0	604,026	0.0	0.0	0.0	5.3	5.3
ISE	0	0	0	854,430	0.0	0.0	0.0	7.4	7.4
NASDAQ	0	0	0	1,892,108	0.0	0.0	0.0	16.5	16.5
CBOE EDGX	0	0	0	640,900	0.0	0.0	0.0	5.6	5.6
MIAX	0	0	0	584,229	0.0	0.0	0.0	5.1	5.1
ISE GEMINI	0	0	0	1,634,168	0.0	0.0	0.0	14.2	14.2
CBOE C2	0	0	0	879,500	0.0	0.0	0.0	7.7	7.7
MIAX EMERALD	0	0	0	255,267	0.0	0.0	0.0	2.2	2.2
合計	0	0	0	11,484,655	0.0	0.0	0.0	100.0	100.0

⑧ 分析結果について

以上、取引所に注文を回送するブローカーを中心に、回送先について指示の無い顧客注文の回送状況を見ることができた。その結果、成行注文や指値注文等の比較的シンプルな注文の回送先は様々であるが、執行に際して複雑な条件が付されていると思われる注文（その他注文）については、立会場を有する取引所における執行状況が確認される。

勿論、立会場を有する取引所においても、並行して電子的取引手段が提供されており、回送された注文が全て立会場で執行されているわけではない。しかし、上述のデータからは相当程度の比率が立会場で執行されている

と推測される。

言い換えれば、電子的注文執行になじまない形式の、複雑な注文執行（その他注文）について、立会場のトレーダーは、取引流動性を提供し、電子的取引執行と代替的な取引執行を行っていると考えられる。

このように考えれば、オプション市場における立会場の存在価値、そしてM I A Xが本年にも新立会場を稼働させる意味が理解できよう。

4 おわりに

本稿では、M I A Xグループにおける新取引所開設計画について報告した。同計画中、新取引所にはオプション取引用の立会場が開設される予定である（追記・本年七月までM I A Xグループに立会場のある取引所は存在しなかったが、八月に立会場を備えた新取引所M A I Xサファイアが稼働した）。

C M Eに代表される先物取引所において、立会場は閉鎖された事実と対照的に、証券取引所では、オプション取引を対象とする立会場の整備が進行しており、対照的な動きである。

その背景には、先物と異なり、投資家が複数のオプション銘柄注文を執行する取引戦略を好む、オプション商品の性格が反映している。

当該状況を理解するために、先物市場における立会場閉鎖の動き、それに逆行するかのようなオプション取引所における立会場の整備の進展、コロナウイルス蔓延中の、NYSEグループにおけるオプション取引所立会場の閉鎖状況に関するレポート、そしてマーケット・メイカーやホールセラーにおけるオプション取引の注文形態別の取引所選択・執行の状況について説明した。その結果、NYSEグループやNASDAQグループ等、立会

場取引所を有する他の取引所グループにおいて、複数の条件を前提として執行される「その他注文」の執行状況を証券会社別に見ると、同形式注文の相当部分が立会場を有する取引所で執行されていることが確認された。

以上の内容から、米国においては、オプション取引所におけるピット取引形態（マーケット・メイカーがハンドサインで、顧客注文執行について相互に情報交換を実施、注文執行を行う形態）に、非電子的取引に一定の付加価値が存在すると推測されることが確認された。

注

(1) オプションのレッグ（足）とは、複数の構成要素を持つポジションの執行を指す場合に使用される用語。例えば、ストラドルを取引する場合、コールとプットの両方を売買しなければならぬ。この場合、取引には「二本の足」があるとされ、それらは同時に執行されることもあれば、異なる時点で執行されることもある。

(2) QCCとはQualified Contingent Cross（QCC）と呼ばれるブロック取引の一種。二〇一一年にSECがISEを始めとする各取引所に認可した制度。QCC注文は、オプションと株式の両方を含む条件付き注文取引（multi legs）である。

QCCにおけるオプション注文の最小サイズは一〇〇〇枚であり、執行価格はオプションの最良執行価格（NBBO）以上を条件とする。QCCオプション注文について、ブローカーは他の顧客注文に先立ち取引執行は認められない。関連する株式取引は、最低一万株単位が必要とされるが、これらの株式は通常、ダーク・プールにおいてNBBO外で約定が可能である。QCCは通常、機関投資家が出す注文形態であり、担当ブローカーは、QCC注文をより広範な市場に公開することなく、基本的に電子的に執行できるため、事実上、ブローカーによって内部化された取引であ

※ (<https://www.tradersmagazine.com/departments/options/commentary-taking-the-qcc-challenge-in-options-seriously/>)°

(しま よしのり・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No.1732 (2022.6) アルケコス破綻 一起訴文書等から見た実態— アメリカのミーム株取引とデジタル・エンゲージメント 米国オプション市場におけるメイカー・テイカー制度をめぐる議論と状況 グローバル・トップ・バンク・ランキングの変遷とその意義	執筆者 吉川 清水 志馬 中野	No.1739 (2023.8) 日本証券業協会員の業態分析について クレディ・スイスのA T 1債をめぐって —バйлイン再考— コロケーション・スキャンダル —インドにおける取引所運営の汚点—	執筆者 二上 伊豆 吉川
No.1733 (2022.8) 証券リテールビジネスのD X (再論) ジェンダーレス投資とジェンダーレス投資ファンド 二%目標と異次元緩和と政策 E S G ファンドのパフォーマンス —E S M A による分析結果の考察—	二上 松尾 伊豆 吉川	No.1740 (2023.10) 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— 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— 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—	松尾 吉川 志馬
No.1734 (2022.10) わが国O T Cデリバティブ市場の現況 —二〇二二年六月末B I S 定例市場報告— ペイメント・フォア・オーダーフローと投資家の資産選択 S E C ゲンスラー委員長のスピーチと「オークション」 E D F (フランス電力) 再国有化のインプリケーション	吉川 清水 志馬 中川	No.1741 (2023.12) [新店頭市場] とジャスダック証券取引所 —非上場株式市場の歴史的考察— インドの個人投資家 —N S E データに基づく考察— ダークプールでのH F T の取引 ポスト・ブレグジットの英国金融・証券セクター —崖っぷちのシティー—	松尾 吉川 清水 中川
No.1735 (2022.12) ラップ・アカウントの現状について 資金余剰下の金利引き上げ —F R B とM M F— O T C デリバティブ市場の現況 —二〇二二年外為・デリバティブ・サーベイ—	二上 伊豆 吉川	No.1742 (2024.2) グリーンシートと株主コミュニティ制度 —非上場市場の歴史的考察— F R B のバランスシート縮小について インドの個人による株式デリバティブ取引 —インド証券取引委員会調査報告— 米国株式取引の取引所市場と店頭市場の取引シェア —取引市場はどのように選択されているのか—	松尾 伊豆 吉川 志馬
No.1736 (2023.2) クラウドファンディングの世界的概況 O T C デリバティブ市場の現況2 —二〇二二年六月末残高調査結果— ホールセラーへの競争導入提案 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 —非対称スピードバンプの導入— 敵対的買収における強圧性について	松尾 吉川 清水 志馬 梅本	No.1743 (2024.4) P T F のディーラー登録をめぐって —米国国債市場の課題と対応— インドの個人による株式デリバティブ取引2 —取引対象別分類— 非財務情報の虚偽記載と2つの「重要な事項」の解釈 米国の実質株主の透明化のための制度 —O B O / N O B O とForm13F—	伊豆 吉川 梅本 福本
No.1737 (2023.4) 英国および米国におけるクラウドファンディング —株式投資型を中心に— シリコンバレー銀行の破綻と資金フロー —預金・M M F ・F R B— 世界の取引所取引の現況 —W F E 報告書に基づく考察— 米国のUniversal Proxy (ユニバーサル・プロキシ) の導入	松尾 伊豆 吉川 福本	No.1744 (2024.6) [インベストメント・チェーン] の残されたピース 戦前日本における株式買占め事例 —鉄道会社の事例を中心に— コロナ禍の欧州株式アクティブE S G ファンド —E S M A ワーキング・ペーパーの考察— 米国オプション市場における取引の短期志向化 —O d t e オプション取引の活況— E U 市民の金融ナリッジの現況と評価 —ヨーロッパ委員会調査の結果とインプリケーション—	二上 松尾 吉川 志馬 中川
No.1738 (2023.6) プライベート市場の拡大と「ゲートキーパー」 ナショナル・ストック・エクスチェンジ・オブ・インディア —世界最大のデリバティブ取引所— S E C による最良執行ルール提案 米国株価情報配信政策をめぐるS E C と取引所の争い —S E C によるS I P の改革提案と欺訴—	二上 吉川 清水 志馬	No.1745 (2024.8) 日銀はなぜ急変したのか? O F R のヘッジファンド・モニター —米監督機関のデータ公開— 欧州資本市場の統合テブ設立の動きについて 議決権行使書面の行使期限に問題があったとされる二つの事例	伊豆 吉川 清水 福本

公益財団法人 日本証券経済研究所
ホームページのご案内

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

(YAHOO、Googleなどの検索サイトで、「証券経済研究所」、「jsri」ですぐ検索できます。)

I. 研究所の紹介等

- | | |
|-------------|--|
| J S R Iについて | 当研究所の概要や事業活動を紹介しています。 |
| 出版 物 案 内 | 『証券レビュー』『証研レポート』『金融商品取引法研究会研究記録』『証券経済研究』の全文を掲載しています。また、定期刊行物のバックナンバー一覧、単行本の内容紹介と目次もご覧いただけます。 |
| 証 券 図 書 館 | 証券図書館の概要や利用の手引きを紹介しています。 |
| 講 演 会 録 | 「資本市場を考える会」の講演会録(全文)をお読みいただけます。 |
| 研 究 会 | 当研究所が主催する研究会の概要と活動状況を紹介しています。また、金融商品取引法研究会研究記録(全文)がご覧いただけます。 |
| ト ピ ッ ク ス | 海外の論文の翻訳・紹介や証券経済関係の小論文を掲載しています。 |

II. データベース検索

- | | |
|---------------------|---|
| 研 究 所 出 版 物 | 出版物案内に掲載している出版物を書名・論文名または著者名等により検索できます。 |
| 証 券 図 書 館 の 蔵 書 | 証券図書館所蔵の蔵書を書名、著者名等により検索できます。また、新規受け入れ図書を紹介する新着資料案内もあります。 |
| 証 券 関 係 の 論 文 ・ 記 事 | 証券図書館(東京)が受け入れている国内雑誌に掲載された証券関係の論文・記事を論文名、著者名及びキーワードにより検索できます。 |
| 証 券 年 表 | 新聞、雑誌等の記事を「証券」「金融」「一般」に3分類し、月単位で更新しています。日付ごとに記事を一覧することができるとともに、探したい用語を含む記事の検索もできます。 |

証券図書館

証券・金融・経済関係の資料をご覧になりたい方はどなたでも、ご利用いただけます。

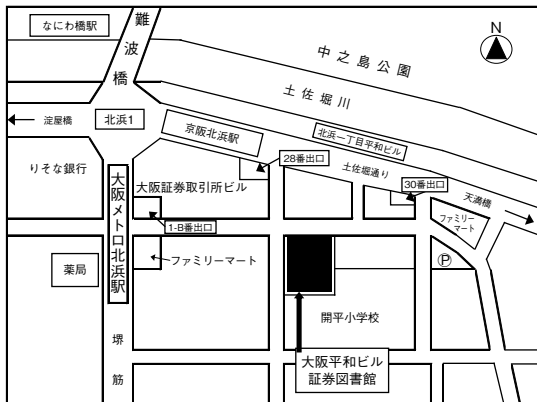
所在地 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル7階
TEL (06) 6201-0062

開館時間 午前10:30 ~ 午後4:30
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

図書 証券(経済、制度、取引法)関係の専門書をはじめ、金融、財政、経済、経営、会計関係の図書および、年報、年鑑、上場会社の社史等を集めております。

雑誌 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁等の刊行物、一般雑誌、産業関係資料ほか、海外の新聞、雑誌等を集めております。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



道順
大阪メトロ堺筋線・京阪本線 北浜駅1-B番出口又は28番出口より徒歩2分

日本証券経済研究所のホームページ (<https://www.jsri.or.jp>) から図書の検索ができます。ご利用ください。

証研レポート第一七四六号
二〇二四年十月十四日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2024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

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

〒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

E-mail : nskk-osa@jsri.or.jp

【お願い】 お届け先に変更がございましたら、
お手数ですが上記までご連絡ください。

定価：418円(本体380円+税10%)