

**証 研**

# レポート

No.1748

2025年2月

株式市場の市場構造に係わる規制の経緯と現状

森本 学（1）

株主コミュニティ制度の拡大

～新規銘柄を中心に～

松尾 順介（17）

続・インドの個人による株式デリバティブ取引2

～インド証券取引委員会調査報告～

吉川 真裕（43）

アメリカの証券決済期間T+1への短縮化

福本 葵（54）

IEXのオプション市場開設発表

志馬 祥紀（68）

# 株式市場の市場構造に係わる規制の経緯と現状

森本 学

我が国において、最近、株式市場の市場構造に係わる幾つかのルール改正が行われた。昨年一月の最良執行義務の改正、同一二月のPTSに関する規制緩和（オークション方式に係わるポリュームキャップの緩和等）などである。一方、ティックサイズに関しては、米国ではサブペニー・ルールを廃止し新たなルールが定められ（昨年九月）、欧州でもMiFID IIにより当局による規制が導入された。

本稿では、そうした最近の動向を踏まえ、我が国の市場構造に係わる規制について、これまでの経緯を振り返ると共に、諸外国と比較すること等によりその現状を評価することとしたい。

## 1 PTS

### (1) PTS制度の導入

PTSは、一九九八年の所謂金融ビッグバンで取引所集中義務が撤廃されたことにより誕生した。この取引所集中義務の撤廃の背景には、「市場間競争の促進」という考え方があり、それはその後、市場構造を論じる際のキーワードとなった。当時の証取審・市場ワーキングパーティー報告書（『信頼できる効率的な取引の枠組み』一九九七年五月）は、この点について、「市場参加者及び仲介者が、それぞれの取引ニーズに合わせて、最もふさわしい取引の場を自由に選択できるようにすべきである。：国内各市場間での競争が促進されれば、我が国市場全

体としての競争力強化が図られ(る)」と述べている。

P T Sは、認可を受けた証券会社(現在は金商業者)が行うものとされ、監督指針でその業務範囲、体制整備等について定められた。具体的には、売買方法等が制限(ボリューム規制)され、取引所と差別化された。

この新たなP T S業務には、当初、各証券会社が意欲的に参入し、ピーク時で七社が営業した(二〇一〇年頃)。しかし、実際にはP T Sの取引は低迷し、株式取引に占めるシェアは著しく低かった。このため、二〇一二年からは二社体制(ジャパンネクスト証券及びチャイエククスジャパン(のちCboeジャパン))となり、最近になって新たな参入が見られるようになった(二〇二二年六月にODX、二〇二四年一二月にJ A Xが加わり、現在は四社)。

## (2) P T Sの市場機能の向上

こうしたP T Sが、市場構造の中で意味のある位置を占めるようになるには、その機能向上に係る幾つかのポイントを経る必要があった。

### ① J S C Cによる清算開始

まず、二〇一〇年七月にP T S取引のJ S C Cによる清算が始められた。これにより、(特に外資等で根強かった)P T S運営会社の信用リスクへの懸念が払拭された。

### ② T O B五%ルールの適用除外

次に二〇一二年に、P T S取引に対するT O B五%ルールの適用除外が行われた。それまでは、P T Sでの買付けにより所有割合が五%を超える場合には、他の取引所外取引と同様、公開買付けをしなければならないとい

う規制があった。それは、連結ベースの規制であり、5%を超えるかどうか管理が難しい機関投資家のPTS利用を阻害していた〔公開買付規制違反には、最高懲役一〇年の厳しい罰則が課される〕。この規制を「一定の要件を満たすPTSは、取引所と同様にTOB5%ルールの適用を除外する」こととしたのである〔一定の条件とは、相場情報のリアルタイム公表及び幅広いアクセスであり、当時のPTS二社は該当していた〕。この規制緩和の結果、機関投資家のPTS利用が拡大した。

ところで、この規制緩和が東証と大証の統合を契機として実施されたことは、市場構造の面で重要な意味がある。当時、東証・大証統合に関する公正取引委員会の審査が進められており、株式現物市場で八割以上のシェアを持つ東証が第二位の大証（シェア約5%）と統合することは、競争上の観点から当然問題となった。そこで、金融庁が講じた事実上の問題解消措置（remedy）〔通常は、当事会社が一部事業譲渡などの措置を講じる〕が、この規制緩和だったのである。この措置を公正取引委員会は、「PTS事業者は、高性能の売買システム、低額な手数料、呼値の刻みの細かさなどによって、投資家がより有利な条件で約定できる可能性が高いことを主な要因として、近時成長している。（中略）（PTSに対する5%ルールの適用が除外されれば）当事会社に対するPTS事業者の競争圧力が強くなると考えられる」（公正取引委員会の審査結果（二〇一二年七月））と評価している。つまり、金融庁と公正取引委員会は、この時からPTS（当時はシェア5%弱）を東証の競争相手と位置付けたのである。

### ③ 信用取引の解禁

PTSでの信用取引は、従来、監督指針で禁止されていた（PTS業者は、「当該業務において信用取引を取り扱わない」とされていた）。しかし、二〇一六年の金融審・市場ワーキンググループは、市場間競争の観点

からこの点について検討を行い、取引所の自主規制機能と同等の信用取引規制措置等を講じることが出来れば「認めることも考えられる」と見解を改めた。それまで信用取引は、取引所がルールや取引状況をきっちり管理してきたので、それと同等のことを取引所外で行うのは不可能だと思われる。

この金融審の見解を受けて、日証協の「PTS信用取引検討会」は検討を行い、PTS自身が信用取引ルールを定めること及び取引参加証券会社はそのルールを遵守することを日証協の自主規制で義務付けることで、取引所の自主規制機能と同等の枠組みを構築できるとした。具体的なルールを見ると、PTSは個別の信用取引を把握し、信用取引残高の公表や信用取引規制措置も共通の方法で実施するなど極めて取引所と相互運用性の高い仕組みとなった。換言すれば、PTSを取引所に準ずる取引ベニューとして扱い、そこで取引所類似の管理を行わせることにより、PTSの機能を拡大したのである。

PTSの信用取引は二〇一九年八月から実施され、その市場シェアは若干(二〜三%)上昇した。また、この措置により個人投資家の取引が増加したので、PTSは従来の機関投資家中心の市場から、より厚みのある市場に変身したと言われている。

上記のようなPTSの市場機能向上に資するイベント(主として規制緩和)によって、PTSの取引高及び市場シェアを段階的に上昇した(図表1参照)。

### (3) 今回の措置

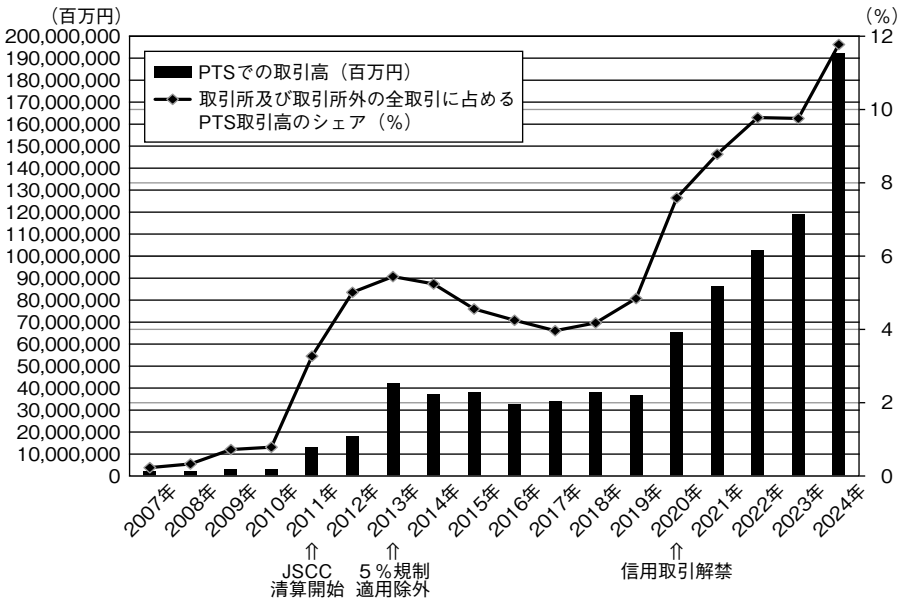
PTSには制度創設以来、その業務で取引できる限界を定める幾つかのポリシームキャップが課されていた。その一つが、オークション方式に係る売買高の上限規制(政令事項)である。従来、その上限は「銘柄毎一〇%

又は全体一％」とタイトに設定されており、PTSは事実上オークション方式の売買を行うことは不可能だった。この結果、PTSでは取引所では可能な成行き注文や板寄せ売買は出来なかった。

この点について検討した金融審市場制度ワーキングは、市場インフラの機能を向上させるためには、引き続き適切な市場間競争は重要であるとして、それを促す観点から上記規制の緩和を報告書に盛り込んだ(二〇二二年六月)。これを受けた政令改正(二〇二四年一二月)により、新しい上限は「銘柄毎二〇％又は全体一〇％」となり、既存のPTS各社はオークション方式による売買が行えるようになった。なお、全取引高についての「銘柄毎二〇％かつ全体一〇％」という上限規制(監督指針)は、そのまま維持されている。

同時に、PTSの立会外取引に類似する取引(東証のToSTNeTの如きもの)について、TOB五％ルールが適用除外されることが明確化された。これ

図表1 PTSの取引高・市場シェア



(出所) 日証協 PTS Information Network

により、ダークプールの売買を（TOSTNETのみならず）PTSにも付け出すことが可能になった〔ダークプールに対する規制については次項参照〕。

## 2 ダークプール

### (1) 現行ルールの導入

ダークプールの市場規制上の取扱いについては、二〇一〇年の監督指針改正によって明らかにされた。それは、「売り注文及び買い注文を、売買立会によらない取引を行う取引所金融商品市場〔TOSTNETを意味した〕に同時に取り次ぐシステムは、基本的に、私的取引システム及び金融商品市場等に該当しない」というものである。ダークプールは、PTS又は取引所に該当する恐れがあるとしてつつ、マッチングした注文をTOSTNETに付け出す場合はそれらに該当しないという解釈を示したセーフハーバー型のルールである。これは、かなりトリッキーな法律構成であるが、TOSTNET取引として相場報道されるため事後的透明性が確保されるという効果はある。いずれにせよ、このルールにより、以後我が国では、TOSTNETに付出す方式により、ダークプールは通常の金商業者とその業務の一環として行うことが出来ることになった。

### (2) ダークプールの位置付け、規制に関する議論

上記のようなダークプール規制のあり方については、二〇一六年の金融審・市場ワーキンググループで議論の俎上にのぼった。その場で金融庁は、ダークプールの問題点として、主として二〇一一年のIOSCO報告書を引用して、概ね次の三点を挙げた。①取引の執行方法等に関する情報が十分に提供されない、②取引情報へのア

アクセスに不均等がある、③取引シェアが高まると市場の価格発見機能が低下する。そして、欧米ではダークプールに当局への登録を求め、取引ベニューとして一定の規制（注文執行ルールの明確化、システム管理体制等）を課していることを説明した。さらに、金融庁は上記を踏まえ、現行のダークプールへの規制は「取引施設を規律する」という観点から十分か」という問題提起を行った。

こうした問題点の指摘や論点の提示は、ダークプール規制に関する議論としては、概ねグローバルスタンダードに即したものであった。しかし、同年に取り纏められたワーキンググループの報告書では、ダークプールを取引施設として規律することについては、その要請は現状では必ずしも強くない、として見送られた。この時点で、金融庁の優先課題がHFTの登録制導入であったことが影響したようであるが、ダークプール規制に関する議論は、謂わば自問自答に終わったのである。

### （3）ダークプール取引の透明化策

しかし、ダークプールに関する金融審の議論は、これで終わったわけではなく、その後、別の角度から取り上げられた。即ち、ネット証券経由での個人投資家のダークプール取引が拡大している中で、①個人投資家の理解は十分か、②個人投資家に不利益が発生しても把握や対応が困難ではないか、といった問題提起が、二〇一九年の金融審市場ワーキンググループでなされた。これを受けて、金融庁の対応策（ダークプール取引に関する実態把握、顧客説明等）が同会合に提示され了承された。

この対応策として、次のような措置が順次導入された。①（ToSTNeTでフラグを立てることにより）ダークプールを経由した注文を把握する（二〇二〇年八月）、②（金商業者は）ダークプールの運営情報を把握した上で、



当該情報及び当社の回送条件を顧客に説明する〔二〇二〇年九月〕、③（金商業者は）ダークプール取引による価格改善等に係る記録を保存し、顧客に説明する〔二〇二一年九月〕。

### 3 市場構造に影響のある規制・制度

#### （1）最良執行義務

##### ① 制度の導入

証券会社（現在は金商業者）に、顧客注文の執行について所謂最良執行義務が課せられたのは、二〇〇四年の証券法改正によってであった。一九九八年に取引所集中義務が撤廃された後も、顧客が取引所外取引を指示しない限り取引所で執行するという所謂「取引所取引原則」があったが、同原則が同年に廃止されたことに伴うものであった。証券法はこの義務について、「（証券会社は）顧客の注文について、政令で定めるところにより、最良の取引の条件で執行するための方針及び方法（最良執行方針）を定めなければならない」（現金商法四〇条の二）と規定した。

しかしながら、当時の証券各社の最良執行方針は、流動性、約定可能性、取引のスピード等を考慮して、結局のところ、東証に取り次ぐ方針となっていた。そのため、この最良執行義務の導入によって、証券会社の注文執行に変化が生じたわけではなく、我が国の市場間競争や市場構造に影響を与えたと言うこともできない。

##### ② 今回の見直し

近年、PTSやダークプールという取引所外取引が（個人投資家の取引も含めて）増加してきており、またSORサービスも普及しつつあるといった環境変化が見られることから、最良執行義務のあり方について改めて金

融審・市場制度ワーキングのタスクフォースで検討が行われた（二〇二一年六月に報告書とりまとめ）。

その結果、最良執行義務の見直しとしては、①（個人投資家については）価格を最も重要な要素と位置付け、「最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるとき」には、その旨と理由を開示する、② S O R を使用する場合は、次の事項を開示する、（i）価格を比較する市場、（ii）各市場への選択の方法と順序、（iii）レイテンシー・アービトラージへの対応方針（対応策を採らない場合は、その旨と理由を開示）。③ ダークプールを使用する場合は、その旨と理由を開示する、ものとされた。本改正は、政省令の改正を経て二〇二四年一月に発効した。

この最良執行義務の見直しに影響を与えたと見られるものに、「H F T が個人投資家の注文に先回りして取引している」とする日経新聞の報道（二〇一九年一月）があった。このため本見直しでは、レイテンシー・アービトラージ、S O R 及びダークプールといった特定の取引手法に焦点が当たっている面がある。

なお、実際の証券各社の対応は、①については、中小証券会社には「取引所以外で執行するためのシステム化のコストを顧客に転嫁しないこと」といった理由を挙げている社が多い〔故に注文はすべて取引所で執行するという意味〕。また、②（iii）については、P T S やダークプールに注文を出すときはI O C 注文にする〔I O C 注文にするとH F T に察知されない？〕ので、取引所に注文を回送しても先回りされないという趣旨〕、としている社が多い模様である。

### ③ 欧米の規制との比較

米国の最良執行義務は、一九七五年の証券規制改革により導入された。この改革で、固定手数料制下での手数料の分与等の不透明な慣行や市場の分裂の問題を解決するため、N M S (National Market System) の構築と

セットでオーダー・プロテクション規制が定められた。この規制により、市場仲介者は全米最良気配（NBBO）での執行が義務付けられている。同時に、取引市場側にも、NBBOに劣後する取引執行を避け、注文を回送する義務（トレード・スルーの禁止）が課されている。

欧州における最良執行義務は、MIFID IIで定められている。それは、「注文執行に当たっては、価格、コスト、スピード、執行及び決済の確実性、サイズ、性質、又は注文に関するその他の考慮すべき事項を勘案し、顧客にとって出来るだけ最良の結果が得られるようにあらゆる手段を十分に講じる」（二七条（一））こととしている。

欧米の最良執行義務と比較すると、米国が「価格重視」であり、欧州が「プロセス重視」であるのに対し、我が国は「方針重視」であると言える。我が国では、基本的に方針を策定して開示することを求めているのである（ただし、ダークプールについては実質的に対東証の価格改善を求めている）。

## （2） ティックサイズ

### ① 我が国の近年におけるティックサイズの変更

二〇一四年から二〇一五年にかけて東証は、TOPIX一〇〇銘柄のティックサイズを引き下げた。これは、PTSのティックサイズが以前から小さかったことへの対抗策であり、三フェーズに分けて実施された。さらに二〇二三年六月、東証はこのティックサイズ下げをTOPIX四〇〇銘柄に拡大した。

これに対抗してJNXは、同月にティックサイズを引き下げた。一方Cboeは、二〇二四年四月にティックサイズの引下げを行った（ODXのティックサイズは、元々さらに細かった）。

このように我が国では、ティックサイズ引下げ競争は進行中の現象である。

## ② 欧米の規制との比較

米国のティックサイズ規制は、所謂サブペニー・ルール（レギュレーションNMS）として定められていた。これは、NMS株式の気配表示における最小ティックサイズを一セントとするものであった（株価にもよるが我が国と比較すると、かなり細かい）。このルールは、二〇〇一年の所謂デシマライゼーションによって導入されたもので、必ずしもティックサイズ引下げ競争を意識したものではなかった（それまでの慣行的な一／一六ドル（二部では実質一／八ドル）のティックサイズが大きすぎて、マーケットメーカーが不当な利益を上げているとの批判に対応したものである）。

このサブペニー・ルールに対しては、まず、小型株においてティックサイズが小さくなりすぎているのではないか、という議論が興った。米国では、このところIPO企業数が減少しているが、その一因を、過小なティックサイズにより小型株、新興株の市場流動性が低下していることに帰するものであった。これを受けてSECは、二〇一六年から二〇一八年にかけて、「小型株ティックサイズ拡大プログラム」を試行した。一部の小型株のティックサイズを、五セント又は一〇セントに拡大して市場の流動性を比較しようとするものである。試行は、コントロール・グループと三つの種類のティックサイズ拡大グループに分けるといふ、かなり精緻な方法で実施された。しかし、試行の結果は、「（ティックサイズの拡大は）スプレッド、ボラティリティ、インパクト等市場の質を低下させる」（分析レポート）というものであり、このティックサイズ拡大プログラムは本実施されなかった。

次にティックサイズの引下げが議論された。取引市場の高度化や市場間競争の激化等により、ティックサイズが適切な水準となっていない銘柄については、見直しを行うべきではないか、とするものである（主としてサブ

ペニー・ルールが適用されないダークプールとの競争上の不均衡を意識した議論である」。こうした背景により、二〇二二年一二月、SECはティックサイズに関する規則改正を提案した。その内容は、平均気配スプレッドに応じたティック・テーブル（ティックサイズは、〇・一セント、〇・二セント、〇・五セント、一セントの四段階となる）を採用しようというものであった。これに対し、市場関係者から提案内容が複雑で運用面の負担が大ききという反対論が出た。そのため、二〇二四年九月の最終規則化では、新しいティックサイズの区分は二段階とし、気配スプレッドの小さい銘柄群の最小ティックサイズを〇・五セントに引き下げることとした。このルールは取引ベニューに関係なく適用され、新たに〇・五セントのティックサイズに区分される銘柄は、全売買代金の四五%を占める（二〇二三年のデータ）とされている。

欧州においても、ティックサイズの違いは取引ベニュー間の競争要因となることから、欧州取引所連合によるティックサイズ・ルールを策定する動きなどがあつた。そして、二〇一八年に施行されたMIFID IIは、法令ベースでティックサイズに関する規則を導入した。即ち、MIFID II四九条（一）は、「加盟国は、規制市場に対し、ESMAが定める規制技術基準に沿って、ティックサイズの枠組みを採用することを義務付けなければならない」と定めた。そして、ESMAのRTS (Regulatory Technical Standards) 一は、各銘柄の株価（一九区分）と約定回数（六区分）を基準とするティックサイズのテーブル（二段階）を制定した。ESMAは、このテーブルをティックサイズのスプレッドに対する比率（S.T.R Spread to Tick Ratio）が概ね一・三から五・〇になるように定めたと言われている。

このような欧米の状況に対して、我が国には、現状、ティックサイズに関するルールは存在せず、金融庁は、取引所では取引所規則の認可、PTSでは業務方法書等の届出という形で、各取引ベニューのティックサイズ設

定に関わっているだけである。

#### 4 我が国の規制の現状

##### (1) PTS / ダークプール

欧米では基本的に、取引所、PTS及びダークプールは、取引ベニユーとして同一の規制枠組みの下にある〔我が国のPTSに相当するものは、米国ではATS、欧州ではMTFと呼ばれる〕。そして欧米では、ダークプールは気配公表免除のATS及びMTFの位置付けである。

これに対して、我が国のPTSは金商業であり、PTSでの取引は、原則として金商法上の取引所外取引として店頭取引と同様に扱われている。金商業者がPTS業務を行うには、(登録だけでなく)認可を受ける必要があり、PTSに対する実態的規制は、その認可の条件として監督指針で示されていた。この点は二〇二四年二月の改正で、PTSの体制整備等について内閣府令で規定され、法令上の義務となったことは一歩前進であるが、PTSが(取引ベニユーではなく)金商業として位置付けられていることに変わりはない。

我が国のダークプールは、通常の金商業として業務を行うことが出来る形態〔ToSTNetに付け出す方式〕が監督指針で定義されているだけで、それに対する実態的規制は無い〔この点については、前述のように金融審市場WGで検討されたが、見直しは見送られた〕。一方で、ダークプールで注文を執行する仲介業者及びToSTNet側には、ダークプールの実態把握及び顧客への説明等の義務が課されている。また、ダークプールのToSTNet付出し方式は、それにより事後的透明性は図られるものの、取引所の管理下に置くことから、市場間競争という面では変則的(或いは利益相反的)なものとなっている。

総じて、我が国のPTS及びダークプールに対する規制は、取引所を含めた株式市場の市場構造及び市場間競争を適切に管理する枠組みとなっておらず、信用取引規制やSORなど特定の場面での取引ベニュー間のルールが定められているだけである。

## (2) 市場構造に影響のある規制・制度

### ① 最良執行義務

現在のルールは、価格を最重要な要素とする原則を掲げているが、実際にはそれはあまり機能していない。実効的なのは、ダークプールやSORサービスを使う場合の顧客への開示・説明義務の部分である。また、レイテンシー・アービトラージへの対応方針を開示させることにより、実質的に仲介業者にレイテンシー・アービトラージ対策を求めている。結局、我が国の最良執行義務は、現在の市場構造を踏まえて顧客のためにどのような執行をすることが望ましいのかは、積極的に追求されておらず、ダークプール、SOR或いはレイテンシー・アービトラージという個別の問題への対応に留まっていると言うことができる。

一方で、現在の株式取引の市場構造を見ると、**執行市場のインハウス化**とも呼ぶべき現象が進んでいる。それは、ネット証券各社が、顧客の注文を自社又はグループ内のPTS、ダークプールで優先的に執行しようとする動きである。最近、ネット証券各社は、手数料無料（又は成功報酬）コースで、自社ダークプール又はグループ内PTSで優先的に執行する（そこで価格改善できなければ、東証で執行する）取扱いに行っている。これは、米国のリテール証券会社が、ホールセラーと呼ばれるマーケットメーカーに個人投資家の注文を送り（そこでNBBOで執行される）、ペイメント・フロー・オーダーフロー（PFOF）を得ているのと通底する現象である。

つまり、日本ではP F O Fの利得を執行市場をインハウス化することによって、ネット証券各社が囲い込む動きになっている。楽天証券が、二〇二四年一二月にP T Sを新たに設立（「J A X」）したことも、そうした動きの一環と見ることが出来る。こうしたことから、近年、P T S及びダークプールの市場シェアは顕著に上昇している（二〇二一年から二〇二四年にかけて、P T Sは八・八%↓一・八%、ダークプールは三・一%↓四・二%の市場シェアとなっている）。

いずれにせよ、最良執行義務のあり方を考える際には、上記のような市場構造の変化をも踏まえて、局部的な価格改善やレイテンシー・アービトラージ対策に止まらず、どのようなプロセスで顧客注文を執行することが正かつ顧客の利益に叶うのかを論じる必要があるものと思われる。

## ② ティックサイズ

上述のように、欧米では、ティックサイズに関する当局の規制（気配スプレッドに応じたティックサイズという考え方）が確立しつつある。我が国でも、現にティックサイズ引下げ競争は進行しており、我が国のティックサイズ規制をどう考えるべきか、が問題となる。

ただし、欧米のティックサイズ規制の議論は、実状としては取引ベニュー間の競争条件の調整に主眼があり、ティックサイズが下がりすぎて悪影響が生じたことに対応したものではない（競争によりティックサイズが下がり過ぎると、市場の流動性に悪影響があるというのは理論的には正しいとしても、どこまで下がるといけないのかは未解明である）。

我が国では、P T Sがティックサイズの小ささを一つの武器として東証に対抗してきた実態がある（流動性が低くスプレッドが大きい市場のティックサイズが小さかったわけである）。我が国の市場間競争の状況は、欧米



とはかなり異なるものがあり、そのためティックサイズ規制に関する欧米の議論をそのまま我が国に適用するのは早計であろう。

いずれ我が国でも、当局によるティックサイズ規制を議論することになるが、その際には、我が国の望ましい市場構造は何かという大局的見地から（ダークプールも含めて）検討が行われる必要があるものと思われる。

（もりもと まなぶ・当研究所理事長）

# 株主コミュニティ制度の拡大

（新規銘柄を中心に）

松尾 順介

はじめに

拙稿「二〇二四b」において、株主コミュニティ銘柄の運営会員（証券会社）数の増加および売買金額の増加という側面から考察し、下記の結果が得られた。

まず、運営会員数の増加については、地方証券会社の参入が見られた。ただし、その取扱銘柄は地元鉄道会社などの伝統的な銘柄が中心であるものの、一部には新規開拓の試みも見られた。

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たが、売買金額は今のところ低い水準に留まっている。ただし、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される。

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、二〇二二年にJ-Shipsが発足しており、今後は私募と株主コミュニティ制度との連携も進展する可能性がある。

以上の結果を踏まえて、本稿では、引き続き株主コミュニティ制度について新規銘柄数の増加という側面から各銘柄の発行会社を中心に考察する。

## 1 新規銘柄数の増加

まず、二〇二〇年以降の新規銘柄は、二二銘柄（一九社）であり、図表1の通りである。運営会員毎の内訳は、徳島合同証券二銘柄（一社）、FUNDINNO八銘柄（八社）、野村証券二銘柄（二社）、みらい証券一〇銘柄（八社）となっており、FUNDINNOとみらい証券の二社が大半を占めている。

また、年別では二〇二〇年四銘柄、二〇二一年六銘柄、二〇二二年六銘柄、二〇二三年四銘柄、二〇二四年二銘柄となっており、二〇二四年を除けば、ほぼ毎年四〜六銘柄が新規に組成されている。

さらに、業種別では農業・食品五銘柄（四社）、医薬品三銘柄（二社）、IT関連三銘柄（三社）、出版三銘柄（三社）、エネルギー二銘柄（二社）、航空二銘柄（一社）、その他四銘柄（四社）となっており、かなり多様な業種に分散している。

## 2 新規銘柄の売買状況

他方、二〇二四年一月〜二月について、株主コミュニティ銘柄の売買株数および売買金額を銘柄別に集計したものが、図表2である。この期間中に売買が報告された銘柄は、三九銘柄（三五社）のうち二三銘柄であり、このうち一三銘柄（約五七％）は二〇二〇年以降に組成された銘柄であり、比較的社歴の浅い会社が多く含まれている。なお、これら一三銘柄の全体に占める割合は、売買株数ベースでは、二四・九％、売買金額ベースでは、二五・四％となっており、全体の売買件数に占める割合は、これらよりいくぶん高く、三二・四％となっている。これは、FUNDINNOの組成した銘柄の売買がより活発であることによるものと思われる。

各銘柄について、売買金額順に見ると、一位は北陸鉄道であり、全体の四一・七％を占めているが、二位には

図表 1 2020年以降の新規銘柄

| 運営会員     | 銘柄                     | 業種             | 本店所在地 | 組成日         |
|----------|------------------------|----------------|-------|-------------|
| 徳島合同証券   | 株式会社日和フアームA種配当劣後株式     | 農業             | 徳島県   | 2022年10月1日  |
| 徳島合同証券   | 株式会社日和フアームB種配当劣後株式     | 農業             | 徳島県   | 2024年9月3日   |
| FUNDINNO | 株式会社ハーパーアイ             | 漢方D2C          | 福岡県   | 2021年12月8日  |
| FUNDINNO | デジタル技研株式会社             | IT・テクノロジー      | 神奈川県  | 2021年12月8日  |
| FUNDINNO | 株式会社eumo               | シェアリングエコノミー・教育 | 東京都   | 2021年12月8日  |
| FUNDINNO | 株式会社グッドラックスリー          | ソフトウェア         | 福岡県   | 2022年1月25日  |
| FUNDINNO | フナイナソシヤルテクノロジーシステム株式会社 | AI             | 東京都   | 2022年8月19日  |
| FUNDINNO | 株式会社ePARA              | eスポーツ関連事業      | 埼玉県   | 2022年10月28日 |
| FUNDINNO | ひろのぶと株式会社              | 出版             | 東京都   | 2023年3月17日  |
| FUNDINNO | アストロラボ株式会社             | コンサルティング       | 東京都   | 2024年7月12日  |
| 野村証券     | 株式会社トーンハン              | 卸売(出版物)        | 東京都   | 2020年11月16日 |
| 野村証券     | 日本海ガス絆ホールディングス株式会社     | エネルギー          | 富山県   | 2022年3月31日  |
| みらい証券    | I&H株式会社 A種種類株式         | 製造・販売(医薬品)     | 兵庫県   | 2020年5月1日   |
| みらい証券    | FTI JAPAN株式会社          | 食品             | 東京都   | 2020年7月1日   |
| みらい証券    | フレッツシュアードパート株式会社       | 食品             | 栃木県   | 2020年7月1日   |
| みらい証券    | トキエア株式会社 B種優先株式        | 航空             | 新潟県   | 2021年4月27日  |
| みらい証券    | 株式会社FARMICO A種優先株式     | ソーラーシェアリング     | 京都府   | 2021年6月1日   |
| みらい証券    | I&H株式会社 普通株式           | 製造・販売(医薬品)     | 兵庫県   | 2021年9月1日   |
| みらい証券    | 株式会社ごはん                | 食品             | 新潟県   | 2022年5月23日  |
| みらい証券    | 株式会社温故知新               | 宿泊施設           | 東京都   | 2023年1月4日   |
| みらい証券    | ゴブアツクス株式会社             | 出版             | 東京都   | 2023年6月8日   |
| みらい証券    | トキエア株式会社 F種優先株式        | 航空             | 新潟県   | 2023年10月26日 |

(資料) 日本証券業協会HP掲載のデータによる。

<https://market.jsda.or.jp/shijyo/kabucommunity/seido/meigara/20200907180856.html>

図表2 株主コミュニケーション銘柄の銘柄別売買株数および売買金額（2024年1月～12月）

| 銘柄名                | 運営会社                       | 組成日         | 参加者数  | 割合<br>(%) | 合計売買<br>株数(株) | 割合<br>(%) | 合計売買<br>金額(円) | 割合<br>(%) | 銘柄別<br>売買件数 | 割合<br>(%) |
|--------------------|----------------------------|-------------|-------|-----------|---------------|-----------|---------------|-----------|-------------|-----------|
| 北陸鉄道株式会社           | 今村証券・<br>しん証券さかもと          | 2015年8月28日  | 1,149 | 4.0       | 165,390       | 4.8       | 388,284,800   | 41.7      | 156         | 19.2      |
| 株式会社 トーハン          | 野村証券                       | 2020年11月17日 | 141   | 0.5       | 718,000       | 20.7      | 179,500,000   | 19.3      | 59          | 7.3       |
| YKK株式会社            | 島大証券・<br>今村証券              | 2015年8月28日  | 229   | 0.8       | 1,618         | 0.0       | 175,692,000   | 18.9      | 79          | 9.7       |
| 株式会社武井工業所          | みらい証券                      | 2016年7月1日   | 322   | 1.1       | 530,000       | 15.3      | 60,730,000    | 6.5       | 48          | 5.9       |
| 日本海カスネールディングス株式会社  | 野村証券                       | 2022年4月1日   | 10    | 0.0       | 88,000        | 2.5       | 23,848,000    | 2.6       | 19          | 2.3       |
| 立山黒部貫光株式会社         | 今村証券・<br>島大証券              | 2015年8月28日  | 117   | 0.4       | 20,600        | 0.6       | 23,910,000    | 2.6       | 37          | 4.6       |
| 富山地方鉄道株式会社第二普通株式   | 今村証券・<br>島大証券・<br>しん証券さかもと | 2015年8月28日  | 435   | 1.5       | 58,016        | 1.7       | 16,863,072    | 1.8       | 33          | 4.1       |
| 三国商事株式会社           | みらい証券                      | 2017年10月1日  | 169   | 0.6       | 86,000        | 2.5       | 10,066,000    | 1.1       | 10          | 1.2       |
| 株式会社旅籠屋            | みらい証券                      | 2016年9月23日  | 408   | 1.4       | 122           | 0.0       | 91,040,000    | 1.0       | 44          | 5.4       |
| 株式会社温故知新           | みらい証券                      | 2023年1月4日   | 96    | 0.3       | 3,400         | 0.1       | 5,674,000     | 0.6       | 10          | 1.2       |
| ひろのぶと株式会社          | FUNDINNO                   | 2023年3月17日  | 2,591 | 9.1       | 106           | 0.0       | 5,382,200     | 0.6       | 42          | 5.2       |
| トキエア株式会社 B種優先株式    | みらい証券                      | 2021年4月27日  | 146   | 0.5       | 20            | 0.0       | 5,150,000     | 0.6       | 4           | 0.5       |
| 北日本放送株式会社          | 今村証券・<br>島大証券・<br>しん証券さかもと | 2015年10月28日 | 31    | 0.1       | 200           | 0.0       | 4,750,000     | 0.5       | 2           | 0.2       |
| 株式会社FARMIGO A種優先株式 | みらい証券                      | 2021年6月3日   | 116   | 0.4       | 250           | 0.0       | 4,725,000     | 0.5       | 8           | 1         |
| チッソ株式会社            | みずほ証券                      | 2018年4月2日   | 1,630 | 5.7       | 1,734,000     | 50.1      | 4,208,000     | 0.5       | 138         | 17.0      |
| 株式会社aumo           | FUNDINNO                   | 2021年12月8日  | 3,847 | 13.4      | 380           | 0.0       | 3,800,000     | 0.4       | 19          | 2.3       |
| デジタル技術株式会社         | FUNDINNO                   | 2021年12月8日  | 3,932 | 13.7      | 680           | 0.0       | 2,608,000     | 0.3       | 24          | 3.0       |
| 株式会社ハーバルアイ         | FUNDINNO                   | 2021年12月8日  | 3,977 | 13.9      | 11,000        | 0.3       | 22,100,000    | 0.2       | 31          | 3.8       |

次ページへ続く

| 銘柄名                     | 運営会社                       | 組成日         | 参加者数   | 割合 (%) | 合計売買<br>株数 (株) | 割合 (%) | 合計売買<br>金額 (円) | 割合 (%) | 銘柄別<br>売買件数 | 割合 (%) |
|-------------------------|----------------------------|-------------|--------|--------|----------------|--------|----------------|--------|-------------|--------|
| フアインソーシャルテクノロジーシステム株式会社 | FUNDINNO                   | 2022年8月19日  | 3,116  | 10.9   | 8,000          | 0.2    | 1,560,000      | 0.2    | 32          | 3.9    |
| 株式会社グッドラックスリー           | FUNDINNO                   | 2022年1月25日  | 3,269  | 11.4   | 32,000         | 0.9    | 1,248,000      | 0.1    | 7           | 0.9    |
| 株式会社ePARA               | FUNDINNO                   | 2022年10月28日 | 2,770  | 9.7    | 300            | 0.0    | 750,000        | 0.1    | 6           | 0.7    |
| 太陽毛織紡績株式会社              | みらい証券                      | 2018年1月22日  | 82     | 0.3    | 4,000          | 0.1    | 248,000        | 0.0    | 2           | 0.2    |
| 富山地方鉄道株式会社普通株式          | 今村証券・<br>島大証券・<br>しん証券さかもと | 2020年2月25日  | 43     | 0.2    | 10             | 0.0    | 3,450          | 0.0    | 2           | 0.2    |
| 合計                      |                            |             | 28,626 | 100.0  | 3,462,092      | 100.0  | 930,314,522    | 100.0  | 812         | 100.0  |
| (参考) 2020年以降の組成銘柄の合計    |                            |             | 24,054 | 84.0   | 862,146        | 25     | 236,458,650    | 25     | 263         | 32     |

(注1) 網掛けの銘柄は、2019年以前に最初の組成が行われた銘柄である。

(注2) 複数のコミュニティが組成されている銘柄については、組成日は早いほうを採用し、参加者数は合計とした。

(資料) 日本証券業協会HP掲載の週次データを集計。

<https://www.jsda.or.jp/shiriyoshitsu/roukei/kabucommunity/index.html>

トーハン一・九・三%が入っていることが注目される。また、三位はYKKの一・八・九%となっている。また、四位と六・九位は、二〇一九年以前の銘柄が占めており、上位一〇銘柄の内、七銘柄は二〇一九年以前の銘柄によって占められている。

### 3 新規銘柄のプロフィール

以下、二〇二〇年以降に組成された銘柄の発行会社について、組成日順に紹介する。なお、銘柄名の後の○に各銘柄の運営会員名を記した。

① I & H株式会社 A種種類株式および同普通株式（みらい證券）

I & H株式会社は、調剤薬局を中心に、介護・福祉、ヘルスケア（フィットネスクラブ）、認定栄養ケア・ステーションなどに取り組んでおり、その沿革は、一九七六年九月岩崎賀世子（阪神調剤薬局 前代表取締役社長）が神戸市中央区に株式会社神戸調剤薬局（神戸店）を開設したことに始まり、さらに一九七九年一月岩崎壽毅（阪神調剤薬局 前代表取締役会長）が大阪市東住吉区田辺本町六丁目五番地において、資本金三〇〇万円をもって、医薬調剤ならびに医薬品の販売を事業目的として株式会社阪神調剤薬局を設立したのち、二〇一九年二月には、幅広く総合ヘルスケア事業を展開するため、現在のI & H株式会社が設立された。なお、二〇二四年九月スギ薬局グループの傘下に入った。<sup>(1)</sup>

会社概要は、代表取締役社長・杉浦伸哉、資本金四二億三二〇〇万円（二〇二四年五月末日現在）、従業員数五〇八三人（二〇二四年五月現在）、売上高（連結）二二六〇億一七〇〇万円（二〇二四年五月期）、所在地兵庫県芦屋市である。<sup>(2)</sup>

二〇二三年五月期の主な財務指標は、連結純資産八四億七〇〇万円、連結総資産九二八億三〇〇万円、一株当たり連結純資産四九・九一元、連結売上高二二三億三〇〇万円、連結営業利益四二億六八〇〇万円、連結経常利益三九億五〇〇万円、親会社株主に帰属する当期純利益一七億二五〇〇万円となっている。<sup>(3)</sup>

大株主は、スギホールディングス、アルフレツサホールディングス、東邦ホールディングス、メディアパルホールディングスとなっている。<sup>(4)</sup>

なお、二〇二四年の売買実績は報告されていない。

② FTI JAPAN株式会社（みらい證券）

FTI JAPAN株式会社は、国内における水産貿易事業および海外における水産資源開発事業を手掛け、二〇一〇年に設立された。所在地は、東京都千代田区、資本金八一〇〇万円、代表取締役・鳴海健太郎である。同社は、「自然豊かな海洋に自由に泳ぎ回るマグロを通じフェアトレードを実現しながらインドネシアの地方漁村の生活向上に貢献し日本のお客様へ美味しい商品を提供」<sup>(6)</sup>することをミッションとして掲げている。<sup>(5)</sup>

発行済株総数は六二万五三二〇株となっているが、二〇二四年の売買実績は報告されていない。

③ フレッシュデザート株式会社（みらい證券）

フレッシュデザート株式会社は、二〇一五年八月、深谷幸水（現、代表取締役）が生フルーツゼリーの製造販売を目的として設立された。本社は栃木県河内郡にあり、資本金二七〇〇万円である。

業績は、二〇二一年七月期の売上一億二七〇〇万円、利益三一〇〇万円、二〇二二年七月期の売上一億四〇〇万円、利益七〇〇万円、二〇二三年七月期一億五〇〇万円、利益△五九〇〇万円、二〇二四年七月期一二億八二〇〇万円、利益△一億一〇〇万円となっている。<sup>(7)</sup>

なお、二〇二四年の売買実績は報告されていない。

④ 株式会社トーハン（野村證券）

株式会社トーハンは、一九四九年創立、書籍、雑誌、教科書、その他の出版物の取次販売ならびにこれに関する物流業務を手掛けるとともに、音楽・映像ソフト、ゲームソフト、玩具、雑貨類、事務用品、教育用品、音楽



用品、視聴覚機器、什器備品の取次販売、ならびにこれに関する物流業務、S Aシステムの開発、販売および各種情報提供業務、出版物の輸出入、版權取引仲介業務、カフェ、フィットネスジム、コワーキングスペースの運営などを行っている。資本金は四五億円、従業員数九九二名、本社は東京都新宿区である。<sup>(8)</sup>

なお、同社の株主数は、一七七〇名であり、有価証券報告書提出会社である。同社の有価証券報告書によると、二〇二四年三月期の売上高三九八億二六〇〇万円、経常利益一八億八一〇〇万円、親会社株主に帰属する当期純利益一四億五〇〇〇万円、包括利益二四億八〇〇〇万円、純資産額一〇一億二五〇〇万円、総資産額三六四七億二〇〇万円、一株当り純資産額一四三一・九八円、一株当り当期純利益二〇・六五円、一株当り配当六円、自己資本比率二七・五%となっている。

株式の所有者別状況は、金融機関九（所有株式数の割合五・七%）、その他法人三三四（同六七・九%）、個人その他一七七〇（同二六・四%）となっており、大株主としては、株式会社メディアドゥ五・五六%、株式会社講談社五・二八%、株式会社小学館五・二二%、トールン従業員持株会三・六六%、株式会社文藝春秋二・八二%、株式会社旺文社二・七〇%、株式会社新潮社二・五七%、株式会社三菱UFJ銀行二・三八%、株式会社学研ホールディングス二・一七%、株式会社集英社一・九八%となっている。

なお、前述のように、二〇二四年の同社株式の売買は、金額ベースで第二位（売買株数七一万八〇〇〇株、売買金額一億七九五〇万円、売買件数五九件）であり、約定価格は概ね二五〇円で売買されている。

⑤ トキエア株式会社 B種優先株式および同F種優先株式（みらい證券）

トキエア株式会社は、新潟県新潟市に本社がある航空運送事業者（LCC）であり、佐渡市の佐渡空港と首都

圏を結ぶ航空路線を就航するため、二〇二〇年に設立された<sup>(9)</sup>。県営の佐渡空港に発着する定期便運休から七年を経過し、同社の就航は佐渡の地域活性化の観点からも期待されたことが報じられている。<sup>(10)</sup>

同社の筆頭株主は、TOKI Aviation Capitalであり、日本航空でパイロット配置計画・採用、訓練計画策定や空港業務の改善・空港施設開発などを担当した長谷川政樹が二〇二〇年四月に設立した。SBIホールディングス傘下のSBIインベストメント、福田組、エコー金属、大光銀行など三〇社超が出資を決めたと報じられている。<sup>(11)</sup>

現在は、新潟―札幌（丘珠）、新潟―仙台、新潟―名古屋（中部）の三区間で運行しており、今後佐渡―新潟および新潟―神戸間の就航が予定されている。<sup>(12)</sup>

二〇二四年三期末の業績は、売上五七〇〇万円、利益△三億二一〇〇万円であり、資本金二億六〇〇万円、従業員一五一名、大株主TOKI Aviation Capital五〇・三%となっている。<sup>(13)</sup>

なお、二〇二四年の売買実績としては、B種優先株式の、売買株数二〇株、売買金額五一五万円、売買件数四件であり、約定価格は、二五万～二六万五〇〇〇円で売買されていることが報告されている。

#### ⑥ 株式会社FARMIGO A種優先株式（みらい證券）

株式会社FARMIGOは、ソーラーシェアリング（太陽光発電×農業）をコミュニティ銘柄制度の活用によって、個人の直接投資で実現し、持続可能な未来を共に目指すことを目指し、二〇二〇年に株式会社マイファームと千葉エコ・エネルギー株式会社の二社の合弁会社で立ち上げた新たな農業ベンチャーである。これまで二社が培ってきた農業や自然エネルギーの実績を活かして、ソーラーシェアリングの自社開発を全国各地で行っていくこと

を標榜している<sup>(14)</sup>。このソーラーシェアリングとは、農地の上部空間に太陽光パネルを設置し、農業と発電事業を同時に行うものであり、パネル下の栽培に影響が出ないように、遮光率や環境条件から詳細設計し、トラクターや収穫機など農業機械の利用にも影響が少ないように工夫する。耕作放棄地の増加が全国的に問題となっているため、農地の利活用と担い手の育成が急務であり、また発電視点では、脱炭素の動きから自然エネルギーの電源開発が求められており、ソーラーシェアリングにも注目が集まっているという<sup>(15)</sup>。

なお、株式会社マイファームは、「自産自消（自分でつくって自分で食べる）」ことのできる社会を目指して、体験農園や農業学校の運営、農産物の生産、流通販売事業、自治体・法人コンサルティング等に取り組む会社であり、二〇〇七年に設立された（本社：京都市下京区）。資本金四億九八〇〇万円、従業員二八四名（うちアルバイト一五八名）である<sup>(16)</sup>。また、千葉エコ・エネルギー株式会社は、千葉大学発の環境・エネルギー系ベンチャー企業であり、同社の営農型太陽光発電に関する取り組みを行っている。二〇一二年設立（本社、千葉市稲毛区）、資本金一〇〇〇万円、従業員一六名である<sup>(17)</sup>。

なお、二〇二四年の売買実績としては、A種優先株式が一万八二〇〇円から一万九三〇〇円で売買されている。なお、売買株数二五〇株、売買金額四七二万五〇〇〇円、売買件数八件である。

#### ⑦ 株式会社ハーバルアイ (FUNDINNO)

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）。

資本金は、六八六〇万円、従業員四四名、二〇二二年一月期から二〇二四年一月期の業績は、売上高二億六七

〇〇万円、一二億四九〇〇万円、一六億七五〇〇万円と増加しており、利益は一億七五〇〇万円、△一億六八〇〇万円、二億五八〇〇万円となっている。

大株主は、ステイゴールド三九・三％、橋口遼二五・三％、自己株式八・九％、中村航五％、松岡広隆一・九％である。<sup>(18)</sup>

最近では、DNA解析キットを使ったヘルスケアに取り組んでいる<sup>(19)</sup>。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。<sup>(20)</sup>

なお、二〇二四年の売買株数一万一〇〇〇株、売買金額二二一万円、売買件数三二件であり、約定価格は一五四円から二七七円の範囲で変動している。

#### ⑧ ダブル技研株式会社 (FUNDINO)

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）。資本金は、九六一〇万円（資本準備金を含む）である。

同社は、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、最近では空中搬送ロボットの開発に取り組んでいる。<sup>(21)</sup>

業績は、二〇二四年六月期の売上三億円となっている。<sup>(22)</sup>

なお、二〇二四年の売買株数六八〇株、売買金額二六〇万八〇〇〇円売買件数二四件であり、約定価格は、三五〇〇円から五〇〇〇円の範囲で変動している。なお、IPOやM&Aについての言及は、同社HPには見当た

らなかつた。

⑨ 株式会社 eumo (FUNDINNO)

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。<sup>(23)</sup> 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。<sup>(24)</sup>

二〇二四年の売買株数三八〇株、売買金額三八〇万円、売買件数一九件であり、約定価格は、一万円である。

⑩ 株式会社グッドラックスリー (FUNDINNO)

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、スマートフォンゲーム・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)。資本金は、二億一七〇〇万円(資本準備金を含む、二〇二三年九月時点)である。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とされる。<sup>(25)</sup>

二〇二四年の売買株数三万二〇〇〇株、売買金額一二四万八〇〇〇円、売買件数七件であり、約定価格は、三九円である。

⑪ 日本海ガス絆ホールディングス株式会社（野村證券）

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。二〇二三年一二月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。<sup>(27)</sup> 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一二月三十一日まで）の配当は五円である。

二〇二四年の売買株数八万八〇〇〇株、売買金額二三八四万八〇〇〇円、売買件数一九件であり、約定価格は、二七一円である。

⑫ 株式会社ごはん（みらい證券）

株式会社ごはんは、米の生産・集荷・販売、野菜・苺・トマト生産・販売および包装米飯・餅・餅スイーツ・大豆製品の加工販売を手掛けており、一九九一年に設立された（本社：新潟県魚沼郡）。特に、有機栽培魚沼産コシヒカリを中心に、もち米、大豆、黒豆、小豆、和菓子、餅、米加工品、その他有機栽培・特別栽培の農産物を取り扱い、三越伊勢丹、阪急阪神百貨店、紀伊國屋、高島屋、美濃吉、コープ自然派などと取引している。<sup>(28)</sup> なお、二〇二四年の売買実績は報告されていない。

⑬ ファイナンシャルテクノロジーシステム株式会社 (FUNDINNO)

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(本社・東京都中央区、資本金五〇〇万円)。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。<sup>(29)</sup> なお、二〇二八年IPOに向けて準備中としている。<sup>(30)</sup>

二〇二四年の売買株数八〇〇株、売買金額一五六万円、売買件数三二件であり、約定価格は、一七五円から二〇五円の範囲で変動している。

⑭ 株式会社日和ファームA種配当劣後株式および同B種配当劣後株式(徳島合同証券)

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)、経営規模一八ヘクタールである。<sup>(31)</sup> 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。<sup>(32)</sup>

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一〇〇万円を上限としたが、この二回の増資は目標額に遠く及ばないものであったが、拙稿「二〇二四b」でも触れたように、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。

なお、二〇二四年の売買実績は報告されていない。

⑮ 株式会社ePARA (FUNDINNO)

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)。資本金三三〇万円(二〇二三年四月一日現在)、従業員数八名(二〇二四年三月一日現在)である。<sup>(33)</sup> 将来的なEXITは、バイアウトまたはIPOを想定している<sup>(34)</sup>とされる。

二〇二四年の売買株数三〇〇株、売買金額七五万円、売買件数六件であり、約定価格は、二五〇〇円である。

⑯ 株式会社温故知新 (みらい證券)

株式会社温故知新は、二〇一一年松山知樹(現・代表取締役)によってホテル運営業を目的として設立された。現在は、本社東京都新宿区、資本金一〇〇〇万円である。

設立当初は、震災復興専門会社であったが、二〇二五年一二月、愛媛県松山市にて、初めての運営施設「瀬戸内リトリート青風」(安藤忠雄設計の美術館をホテルとしてリニューアル)をグランドオープンした。二〇二四年一月期の運営施設数は二一であり、連結ベースの売上高二三億二八七〇万円、経常利益三八〇〇万円、当期純利益一億五八七〇万円、総資産一五億八四〇〇万円、固定負債六億一〇〇〇万円、純資産四億九八四〇万円、一株当たり配当八・〇円であり、従業員数は四〇〇名超(パート・アルバイト含む)<sup>(35)</sup>となっている。



二〇二四年の売買株数三四〇〇株、売買金額五六七万四〇〇〇円、売買件数八件であり、約定価格は、一五五〇円から一九一〇円の範囲で変動している。

⑰ ひろのぶと株式会社 (FUNDINNO)

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。

出資者は、株式投資型クラウドファンディングの出資者三四〇名のほか、糸井重里などの著名人が出資している。

また、株主とともに本を作るという考え方を基本としていることから、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。<sup>(36)</sup>

二〇二四年の売買株数一〇六株、売買金額五三八万二〇〇〇円、売買件数四二件であり、約定価格は五万円から七万円の範囲で変動している。

⑱ ゴマブックス株式会社（みらい證券）

ゴマブックス株式会社は、一九八八年設立の出版社であり、出版業、書籍・雑誌・電子出版物・デジタルコンテンツの企画・編集・制作・販売、電子書籍コンテンツのアグリゲート事業、デジタルコンテンツのオーサリン

グ事業などを手掛けている（本社・東京都渋谷区）。

なお、二〇二四年の売買実績は報告されていない。

#### ⑱ アストロラボ株式会社 (FUNDINNO)

アストロラボ株式会社は、ソフトウェアの研究・開発、システム設計コンサルティングおよび関連技術サービスを手掛け、二〇一二年に設立された。本社は、東京都港区、資本金一億二六〇〇万円（資本準備金含まず）である。

具体的には、クラウドによる備品管理、契約書管理、小売業への在庫管理インフラ提供などであり、最近<sup>(37)</sup>は、アマゾンビジネスでの注文備品を自動でリスト化できるサービスを発表した。これによりメーカーや製品名、製品番号などをソフトに自動反映し、管理担当者の負担を軽減することができると報じられている<sup>(38)</sup>。

なお、二〇二四年の売買実績は報告されていない。

### 4 インタビュー結果

通常、ベンチャーやスタートアップ企業はIPOやM&Aを目指して企業価値の向上に邁進するように思われるが、上記の新規銘柄の発行会社には、これらを目指さないことを明示している会社が含まれていることは注目に値する。具体的には、株式会社eumoとひろのぶと株式会社の二社であるが、このうち株式会社eumoにインタビューを行う機会を得ることができた。以下は、同社代表取締役の武井浩三氏へのインタビュー内容である。

① 武井氏のプロフィールは、一九八三年、横浜生まれで、Los Angeles Citrus College芸術学部音楽学科を卒<sup>(39)</sup>

業であり、金融や証券分野とは異なる経歴であるが、自ら起業するとともに、倒産・事業売却も経験されている。二〇〇七年、不動産ITサービスを提供する目的で、ダイヤモンドメディア株式会社を創業した。なお、同社は、給与・経費・財務諸表の公開、役職・肩書の廃止、働く時間・場所・休みは自由、起業・副業を推奨、代表・役員は選挙で決めるといった独自の「管理しないマネジメント」として注目を集め、二〇一七年「ホワイト企業大賞」を受賞した。また、同氏は、ティール組織や自律分散型経営の専門家として、複数の著書を刊行するとともに、様々なメディアへの寄稿などを行っている。<sup>40</sup>二〇一八年にはこれらの経営を「自然（じねん）経営」と称して一般社団法人自然経営研究会を設立、代表理事を務める。二〇一八年に一般社団法人不動産テック協会を設立、初代表理事を務める。一般社団法人LIVING TECH協会発起人／理事、公益財団法人日本賃貸住宅管理協会IT部会幹事、国土交通省公益遊休不動産活用プロジェクトアドバイザーなどを歴任している。

② IPOやM&Aを目指すという発想の原点として、同氏がティール組織や自律分散型組織に関心を有していたことから、会社のあり方について根本的に見直すようになったことが挙げられる。特に、上場会社に求められるような時価総額を継続的に向上させるような経営には限界があると考えようになり、結果的に株主にキャピタルゲインの取得機会を提供するのではなく、株主優待などの非金銭的なリターンを提供することで株主に報いることを考えるようになったという。この非金銭的リターンとは、例えば、株主となることで他の株主との交流機会が得られ、友人・知人関係が広がることなどである。

③ 株主コミュニティ制度の利用については、株式投資型クラウドファンディングを行う時点から同制度の利用を視野に入れており、FUNDINNOの関係者と議論を重ねてきた。ただし、株式の流動性が高まると、株主数が増える可能性があり、そうなる株主総会開催などの面で課題が生じることが懸念されたが、コロナ禍によつ

てオンライン株主総会の開催が認められるようになったため、この懸念がある程度解消したことも同制度の利  
用の背景となっている。

④ 株主コミュニティ制度を利用したことによるデメリットはないと考えている。例えば、株主と経営陣の意見  
の対立なども生じていない。そもそも同社株主は、同社の経営理念や方針に共感しており、約八割は経営陣と  
知人関係を有している。さらに、株主総会では資本多数決よりも話し合う機会を重視しており、意見の対立が  
深刻化することはない。

⑤ 株主コミュニティ制度を利用しているが、売却ニーズはそれほど大きくはない。株主の死亡による売却や現  
金化の必要性による売却が発生する程度である。なお、一〇〇万円を超えるような金額の株式売却については、  
同社側に買い手探しの依頼がある場合もあるが、株主同士のつながりで売買されることが多い。したがって、  
株主コミュニティ制度を利用した売買というよりも、むしろ株主間ネットワークを通じた売買という方が実情  
に即しているだろう。なお、同社側は売買価格が変動しないよう当事者に依頼している。また、同社株式につ  
いては譲渡制限を付している。

⑥ 今後の資金調達については、私募と株式投資型クラウドファンディングとの使い分けを考えている。特に、  
大きな金額の資金調達に関しては、株式投資型クラウドファンディングには募集上限額があるため、私募を選  
択せざるを得ない。また、株式投資型クラウドファンディングの場合、手数料がかかることや優先株の発行が  
難しいことなども課題である。

## まとめ

本稿では、最近の株主コミュニティ制度の拡大について、銘柄数の拡大という側面から考察した。その結果、二〇二〇年以降、ほぼ毎年四〜六銘柄が新規に組成されていること、これらの銘柄はかなり多様な業種に分散していることが明らかになった。さらに、これらの新規銘柄の売買シェアは、売買株数ベースでは二四・九%、売買金額ベースでは二五・四%、売買件数ベースでは三二・四%となっており、一定の存在感を示すに至っていることも明らかとなった。このような銘柄数の拡大の背景としては、各社のプロフィールを概観したように、個人的な会社が株主コミュニティ制度銘柄となることが指摘できる。特に、株式会社eumoのようなIPOやM&Aを目指さない会社が登場したことは注目されるものと思われる。

なお、政府の規制改革実施計画では、我が国のスタートアップ企業について、非上場株式の発行・流通市場の活性化によって、円滑な資金調達の途を確保する必要がある旨が提言されている<sup>(41)</sup>。現在、これを踏まえて金融庁および日本証券業協会主催による「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会」が開催されており、同懇談会では「既存の非上場株式の取引制度の改善策」などが検討事項となっている<sup>(42)</sup>。したがって、株主コミュニティ制度の改善策が議論の対象となるものと思われるが、その際、株主コミュニティ銘柄の多様化という認識は重要である。特に、IPOを目指す企業とそれを目指さない企業が含まれていることは、真逆の方向性を有し、大きく異なるビジネスモデルをもつ企業が共存していることを意味している。また、株主コミュニティ銘柄全体と概観すると、地域に根差した地元企業や上場会社に比肩する規模の企業も含まれているとともに、いわゆる上場廃止銘柄もあり、きわめて多様な構成となっている。このような多様性を包摂するような改善策を検討する必要があるものと思われる。

〔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、株式会社emmo代表取締役の武井浩三氏には、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) 同社プレスリリース「I&H株式会社の株式の取得（子会社化）に関するお知らせ」（二〇二四年二月二七日）参照。  
これによると、スギホールディングスは、同社株式一〇八〇万株、議決権所有割合六一・八九%を取得したとのことである。  
[https://www.sugi-hd.co.jp/pdf/%E5%AD%90%E4%BC%9A%E7%A4%BE%E5%8C%96%E9%81%A9%E6%99%82%E9%96%8B%E7%A4%BA\\_0227%E3%80%90%E6%9C%80%E7%B5%82%E7%89%88%E3%80%91%201.pdf](https://www.sugi-hd.co.jp/pdf/%E5%AD%90%E4%BC%9A%E7%A4%BE%E5%8C%96%E9%81%A9%E6%99%82%E9%96%8B%E7%A4%BA_0227%E3%80%90%E6%9C%80%E7%B5%82%E7%89%88%E3%80%91%201.pdf)
- (2) 同社HP、参照。  
<https://i-h-inc.co.jp/about/outline.html>
- (3) 同社、前掲プレスリリースによる。
- (4) 東京商工リサーチ企業情報による。
- (5) 同社HP、参照。  
<https://fujapan.co.jp/about/>
- (6) ケップルスタートアップ企業情報による。同情報の更新日は、二〇二四年五月二二日となっている。
- (7) 日経テレコンの情報による。

- (8) 同社HP参照。  
<https://www.tohan.jp/>
- (9) 同社HPおよび『会社四季報 未上場会社版二〇二五年』参照。
- (10) 「佐渡と首都圏を結べ 新航空トキエア、離陸へ助走―信越トピックス」『日経速報ニュースアーカイブ』二〇二一年六月三日、参照。
- (11) 前掲、参照。
- (12) 同社HP、参照。  
<https://toki-air.com/schedules/>
- (13) 東京商工リサーチ企業情報による。
- (14) 同社HP、参照。  
<https://www.farmigo.co.jp/>
- (15) 同社HP、参照。  
<https://www.farmigo.co.jp/>
- (16) 同社、HP参照。  
<https://myfarm.co.jp/company.html>
- (17) 同社HP、参照。  
<https://www.chiba-eco.co.jp/company>
- (18) 東京商工リサーチ企業情報による。

- (19) FUNDINNO'S H P 「株式会社ハーバルアイ」、参照。  
<https://fundinno.com/projects/127>
- (20) 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/ip0202306/>
- (21) 同社H P 「Flying carry robot GOCOO!」、参照。  
<https://fd.co.jp/gocool-products.html>
- (22) 帝国データバンク企業情報による。
- (23) 同社プレスリリース「株式会社eumo非営利株式会社へ」（二〇二二年七月五日）、参照。  
<https://eumo.co.jp/2021/07/>
- (24) 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」（二〇二二年九月九日）、参照。  
<https://eumo.co.jp/2021/09/09/859/>
- (25) FUNDINNO'S H P 「株式会社グッドラックスリー」、参照。  
<https://fundinno.com/projects/553>
- (26) 同社H P、参照。  
<https://hd.ngas.co.jp/tr/plan/>
- (27) 同社「第六回定時株主総会招集のご通知」、参照。



[https://hd.ngas.co.jp/wp-content/uploads/2023/11/hd\\_tuuti\\_06.pdf](https://hd.ngas.co.jp/wp-content/uploads/2023/11/hd_tuuti_06.pdf)

(28) 同社HP、参照。

<https://gohan-company.com/content.aspx?page=m8>

(29) FUNDINNO SHOP 「フィナンシャルテクノロジーシステム株式会社」、参照。

<https://fundino.com/companies/268>

(30) FUNDINNO SHOP 「フィナンシャルテクノロジーシステム株式会社」、参照。

<https://fundino.com/projects/515>

(31) 徳島県農業法人協会HP 「株式会社日和ファーム」参照。

<http://fokukaigi.or.jp/agf/archives/1816/>（本稿でのHP等の閲覧時期は、本稿執筆時の二〇二四年九月時点である）。

(32) 同社HPによると、特別栽培米一五〇キロのオーナー権は一六万五〇〇〇円で、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。

<https://hiyorifarm.jp/farmland-ownership-system.html>

(33) 同社HP、参照。

<https://eparaco.jp/>

(34) FUNDINNO SHOP 「株式会社ePARAJ」、参照。

<https://fundino.com/projects/411>

- (35) 同社HP、参照。  
<https://by-onko-chishin.com/company>
- (36) 同社HP、参照。  
<https://hironobu.co/>
- (37) 同社HP、参照。  
<https://www.asirolab.co.jp/aboutus/>
- (38) 「アストロラボ、アマゾンの注文備品 リストを自動作成」『日本経済新聞電子版』二〇二三年二月二八日、参照。
- (39) 株式会社eumo HP、参照。  
<https://eumo.co.jp/member/>
- (40) 同氏の著書は以下である。  
『会社からルールをなくして社長も投票で決める会社をやってみた。人を大事にするホラクラシー経営とは？』WAVE出版、二〇一八年三月  
『管理なしで組織を育てる』大和書房、二〇一九年三月  
『自然経営…ダイヤモンドメディアが開拓した次世代ティール組織』（天外伺朗と共著）、内外出版社、二〇一九年九月
- (41) 内閣府「規制改革実施計画」（令和六年六月二一日、閣議決定）、七三〜九〇頁、参照。  
[https://www8.cao.go.jp/kisei-kaitakaku/kisei/publication/program/240621/01\\_program.pdf](https://www8.cao.go.jp/kisei-kaitakaku/kisei/publication/program/240621/01_program.pdf)
- (42) 日本証券業協会・金融庁「『スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会』について」（二〇二四年二月一七日）、参照。

[https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/startup/file/startup\\_youkou.pdf](https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/startup/file/startup_youkou.pdf)

<https://www.fsa.go.jp/singi/startup/index.html>

#### 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 a」「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、一〜三三頁
- ・ 拙稿「二〇二四 b」「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―」『証研レポート』No. 二七四六、二〇二四年一〇月、一一〜五二頁

(まつお じゅんすけ・桃山学院大学教授)

## 続・インドの個人による株式デリバティブ取引②

～インド証券取引委員会調査報告～

吉川 真裕

二〇二四年九月二三日にインド証券取引委員会 (Securities and Exchange Board of India : SEBI) は個人投資家の株式デリバティブ取引に関する調査報告<sup>(1)</sup>を公表した。この調査報告は二〇二三年一月二五日に公表した報告書の続編であり、その後の取引拡大を受けて標本データベースの一部拡大と前回調査結果との比較にポイントがある。前回調査ではナショナル・ストック・エクスチェンジ・オブ・インディア (NSE) での二〇二二年度 (二〇二一年四月―二〇二二年三月) の個人投資家による取引の多いブローカー〇社 (個人投資家取引の六七%) のデータに基づいていたが、今回の調査ではNSEの取引を対象とした全ブローカーのデータが一部用いられており、標本データではNSEとボンベイ証券取引所を対象とした上位一五ブローカーのデータが用いられている。この報告書の背景には近年における個人投資家による株式デリバティブ取引の急増があり、大半の投資家が損失を被っていることを周知し、個人投資家に株式デリバティブ取引に安易に参加することを戒めようとしたものと考えられる (前回の調査報告にもかわらず、それ以降も取引は増え続けている)。

本稿では前回に引き続き上位一五ブローカーの調査結果に基づいて、契約数では五年連続世界一で拡大著しいインドのデリバティブ市場の中心である株式デリバティブ市場における個人投資家の取引について考察する。

## 1 オプション取引

インドの株式デリバティブ取引の大半がオプション取引であることは前回も紹介した通りであるが、調査報告ではオプション取引についてのみ、さらに詳しい調査結果を紹介している。

図表1は上位一五ブローカーのデータに基づく個人投資家のオプション取引状況を表わしている (Table 1は一〇万)。個人による取引総額や損失総額は拡大が続いているが、図表1をみると一人当たりでは二〇二四年度には取引数・取引金額 (プレミアム) ・一件当たり取引金額・損失額のいずれにおいても減少していたことがわかる。個人による取引総額や損失総額が拡大が続いているのは投資家数の増加によるものであり、必ずしも一人一人の個人投資家が取引を増やしているわけではないことは監督当局による規制の在り方にかかわってくるものと考えられる。

図表2は二〇二四年度の取引代金で分けた個人投資家のオプション取引状況を表わしている (CRは一〇〇〇万)。

図表1 個人投資家のオプション取引状況

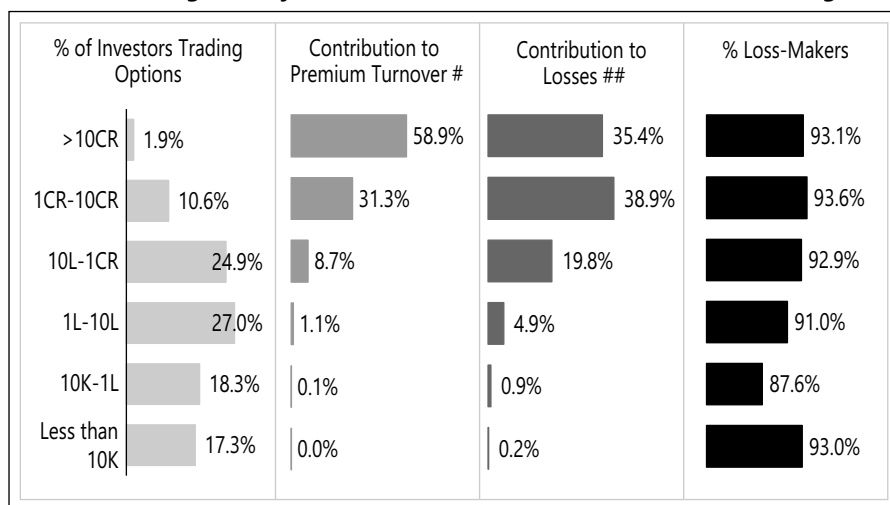
Table 10: Per Person Summary Trade Statistics in Options Segment

| Year    | Traders   | Average No of Transactions per Person | Average Net Losses per Person | Average Turnover per Person | Average Trade Size |
|---------|-----------|---------------------------------------|-------------------------------|-----------------------------|--------------------|
|         | (in Lakh) | (Number)                              | (₹)                           | (in ₹ Lakh)                 | (₹)                |
| 2021—22 | 42.2      | 687                                   | -88,976                       | 90                          | 13,055             |
| 2022—23 | 57.8      | 924                                   | -1,02,929                     | 120                         | 13,036             |
| 2023—24 | 85.7      | 870                                   | -90,863                       | 103                         | 11,824             |

調査報告の本文では図表2の下部二行にあたる年間一〇万ルピー未満の投資家を小規模投資家と位置付けており、投資家数では約三六%を占めるが、取引金額では〇・一%、損失額では一%に過ぎないと説明している。そして、小規模投資家の九〇・二%は損失を被り、平均損失額は二六〇〇ルピー、損失総額は七八億八〇〇〇万ルピーと説明している。他方、調査報告の本文では図表2の上部二行にあたる年間一〇〇〇万ルピー超の投資家を大規模投資家と位置付けており、投資家数では二一・五%を占めるに過ぎないが、取引金額では九〇・二%、損失額では七四・三%を占めると説明している。そして、大規模投資家の九三・五%は損失を被り、平均損失額は五四〇〇万ルピーと説明している。図表2をみれば小規模投資家にも大規模投資家にも属さない中央二行の投資家数が多いこと、上から三行目のグループは取引金額では大規模投資家よりかなり小さいが損失額では結構大きいこと、最下部の最小規模投資家の損失比率が大規模投資家並みに高いことが読み取れる。

図表2 取引代金で分けた個人投資家のオプション取引状況

Chart 11: Trading Activity-wise Trends (based on Premium Turnover Categories)



Note: 1. Trading activity categories are based on the premium turnover; 2. # - refers to contribution to Premium Turnover of Individual Category; 3. ## - refers to contribution to Net Losses of Individual Category

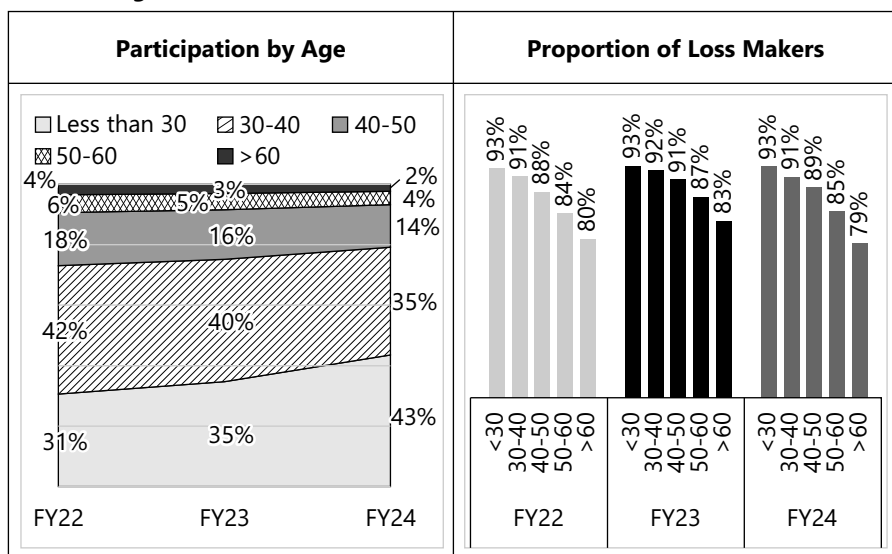
## 2 年齢

図表3は三〇歳未満・三〇歳台・四〇歳台・五〇歳台・六〇歳以上の五つのグループに分けた三年間の個人投資家の傾向を表わしている。左側の投資家比率では三〇歳未満のグループのみが比率を上げており、他のグループは比率を下げていることがわかる。図表1の最左列からわかる通り、個人投資家数は急増しており、その中でも三〇歳未満の増加が著しかったことがこの投資家比率から読み取れる。

他方、図表3の右側の損失比率をみると、どの年でも年齢層が上がるほど損失比率が低いことがよくわかる。そして、他の年齢層で二〇二三年度から二〇二四年度にかけて損失比率が低下しているのに対して、投資家比率が上昇している三〇歳未満のグループのみが損失比率が九三%のままであることもわかる。図表1の三列目にある平均損失額が二〇二四年度には低下しているにもかかわらず、新たな参入が多かった若年投資家では平均損失額は低下していなかったことが読み取れる。

図表3 個人投資家の年齢別傾向

Chart 12: Age wise Trends



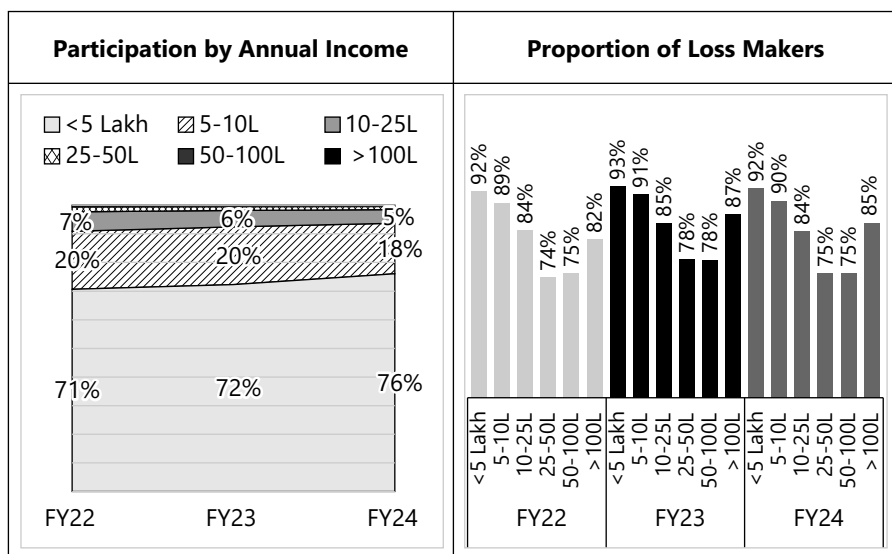
### 3 所得

図表4は五〇万ルピー未満・五〇万ルピー超一〇〇万ルピー未満・一〇〇万ルピー超二五〇万ルピー未満・二五〇万ルピー超五〇〇万ルピー未満・五〇〇万ルピー超一〇〇〇万ルピー未満・一〇〇〇万ルピー超の六つのグループに分けた三年間の個人投資家の傾向を表わしている。図表4の左側をみれば五〇万ルピー未満のグループが比率を上げ、五〇万ルピー超一〇〇万ルピー未満・一〇〇万ルピー超二五〇万ルピー未満のグループは比率を下げていることが読み取れる（それ以外のグループについては不明）。

他方、図表4の右側の損失比率をみると、年齢層と同様、どの年でも所得層が上がるほど損失比率が低下する傾向にあるが、最高所得層は損失比率がいずれの年でも高めであることがわかる。そして、図表3の年齢層とは異なり、比率を上げていた最低所得層でも二〇二三年度から二〇二四年度にかけて損失比率がわずかながら低下していたことも確認できる。

図表4 個人投資家の所得別傾向

Chart 13: Income wise Trends





図表5は二〇二四年度の個人投資家の所得層別取引状況を表わしている。図表5では五〇万ルピー未満を低所得、五〇万ルピー超二五〇万ルピー未満を中所得（図表4の二つ目と三つ目）、二五〇万ルピー超一〇〇〇万ルピー未満を高所得（図表4の四つ目と五つ目）、一〇〇〇万ルピー超を超高所得と分類している。まず、最左列の手数料等を差し引いた純損益をみると、低所得層グループほど損失が大きく、超高所得層は利益をあげていたことがわかる。次に、二列目の投資家比率では低所得層が圧倒的に多く、高所得層と超高所得層は極めて少ないことがわかる。そして、四列目の損失比率をみると図表4の右側と同様に所得層が上がると損失比率は下がる傾向にあるが、超高所得層は高所得層よりも損失比率が高いことがわかる。さらに、最右列の平均損益状況をみると、高所得層の損失額が最も大きく、次いで中所得層、低所得層の順であり、低所得層の損失額は最も大きい。投資家数が多いからであって、平均損失額は大きくはないことが読み取れる。

図表5 個人投資家の所得層別取引状況

Table 11: Income wise Trends in F&O during FY24

| Category         | Annual Income        | Net P&L        | No of Traders | No of Loss Makers | Loss Makers  | Average P&L  |
|------------------|----------------------|----------------|---------------|-------------------|--------------|--------------|
|                  |                      | (₹ Crore)      | (in Lakh)     | (in Lakh)         | (in %)       | (₹ '000)     |
| Low Income       | Less than ₹5 Lakh    | -42,790        | 65.4          | 60.2              | 92.2%        | -65.5        |
| Mid Income       | ₹5 Lakh - ₹25 Lakh   | -29,293        | 19.2          | 17.0              | 88.3%        | -152.5       |
| High Income      | ₹25 Lakh to ₹1 Crore | -2,786         | 1.1           | 0.8               | 75.0%        | -258.0       |
| Very High Income | > ₹1 Crore           | 259            | 0.3           | 0.2               | 85.2%        | 95.9         |
| Not Available    | Not Available        | -201           | 0.3           | 0.3               | 87.9%        | -60.9        |
| <b>Total</b>     |                      | <b>-74,811</b> | <b>86.3</b>   | <b>78.5</b>       | <b>91.1%</b> | <b>-86.7</b> |

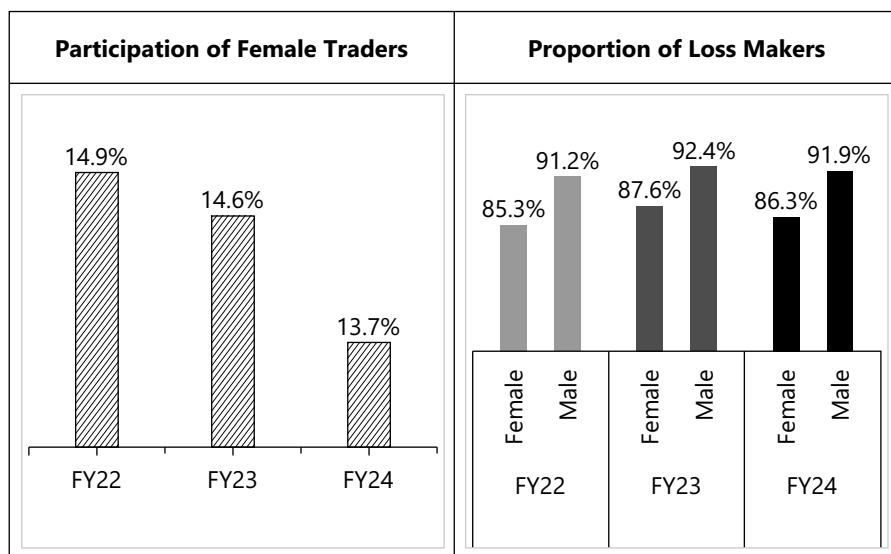
## 4 性別

図表6は男女別に分けた三年間の個人投資家の傾向を表わしている。図表6の左側をみれば女性投資家比率は低下傾向にあり、図表1の最左列から確認できるように投資家数が大きく増えた二〇二四年度に低下傾向が大きかったことがわかる。

他方、図表6の右側の損失比率をみると、いずれの年でも女性投資家の損失比率は男性投資家の損失比率を下回っていたことがわかる。そして、三年間の女性投資家の損失比率をみると二〇二二年度から二〇二三年度にかけて上昇し、二〇二三年度から二〇二四年度にかけて低下していたという点では男性投資家との間で大きな違いはみられないこともわかる。あえて言えば男性投資家の損失比率が二〇二三年度にかけて一・二％上昇し、二〇二四年度にかけて〇・五％低下していたのに対して、女性投資家の損失比率は二〇二三年度にかけて二・三％上昇し、二〇二四年度にかけて一・三％低下しており、女性投資家の損失比率の方が変動が大きいがわかる。

図表6 個人投資家の男女別傾向

Chart 14: Gender wise Trends



## 5 新規投資家

図表7は新規投資家・レギュラー投資家・その他投資家という三つのグループに分けた二〇二四年度における個人投資家の取引状況を表わしている（新規投資家は二〇二二年度と二〇二三年度に取引をせず、二〇二四年度に取引をした投資家、レギュラー投資家は三年間続けて取引をした投資家、その他投資家は上記以外の投資家）。まず、図表7の最左列または五列目をみると投資家数では新規投資家が多く、レギュラー投資家とその他投資家は同程度であったことがわかる。次いで、図表7の六列目をみると取引金額ではレギュラー投資家が多く、新規投資家が最も少なかったことがわかる。そして、図表7の二列目または七列目をみると損失額も取引金額と同様にレギュラー投資家が多く、新規投資家が最も少なかったことがわかる。さらに、図表7の四列目をみると損失比率では新規投資家が最も高く、その他投資家、レギュラー投資家の順になっていたことがわかる。

図表7 新規投資家・レギュラー投資家・その他投資家の取引状況

**Table 13: Profit and Loss of New Traders vs Regular Traders**

| Category of Trader  | No of Traders | Net P&L        | Avg P&L Per Person | % Loss-Makers | % of Total Traders | Contri. to Turnover | Contri. to Losses |
|---|---------------|----------------|--------------------|---------------|--------------------|---------------------|-------------------|
|   | (Lakh)        | (₹ Crore)      | (₹)                | (%)           | (%)                | (%)                 | (%)               |
| <b>New Traders</b><br>(First time traded in FY24)         | 41.9          | -19,337        | -46,139            | 92.1%         | 48.6%              | 14.3%               | 25.8%             |
| <b>Regular Traders</b><br>(traded in FY22, FY23 and FY24) | 22.4          | -33,767        | -1,50,477          | 88.7%         | 26.0%              | 63.2%               | 45.1%             |
| Others  | 21.9          | -21,708        | -99,078            | 91.4%         | 25.4%              | 22.5%               | 29.0%             |
| <b>Total</b>  | <b>86.3</b>   | <b>-74,812</b> | <b>-86,728</b>     | <b>91.1%</b>  | <b>100.0%</b>      | <b>100.0%</b>       | <b>100.0%</b>     |

## 6 居住地

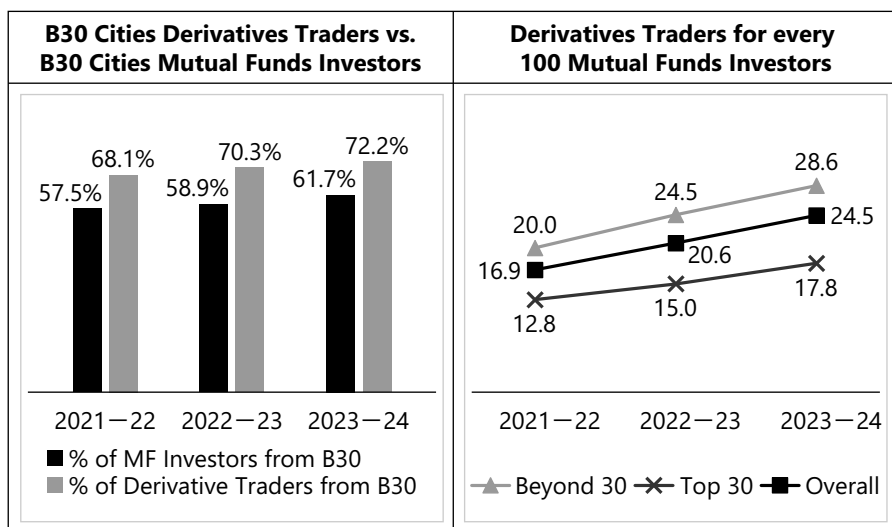
図表8は居住地を三〇大都市とそれ以外に分けた個人投資家の傾向を表わしている。図表8の右側をみると投資信託投資家数とデリバティブ投資家数の比率では三〇大都市の投資家よりもそれ以外の投資家の方がデリバティブを取引する投資家の比率が高いことがわかる。

図表9は個人投資家の居住地を規模別に七大都市（ティア1）・二〇大都市（ティア2）・一九大都市（ティア3）・その他に分けた個人投資家の取引状況を表わしている。投資家数・取引金額・損失に占める比率のいずれにおいてもその他の比率が高いことがわかる。なお、調査報告の本文によるとティア1の平均損失額は九万六八〇〇ルピー、ティア2の平均損失額は九万四〇〇ルピー、ティア3の平均損失額は九万一〇〇ルピー、その他の平均損失額は八万二〇〇〇ルピーで、一人当たりではその他の損失額が最も小さかった。

図表10は州別に分けた個人投資家の取引状況を表わしている。図表10の棒グラフをみれば四つの州は個人投資

図表8 個人投資家の居住地別傾向

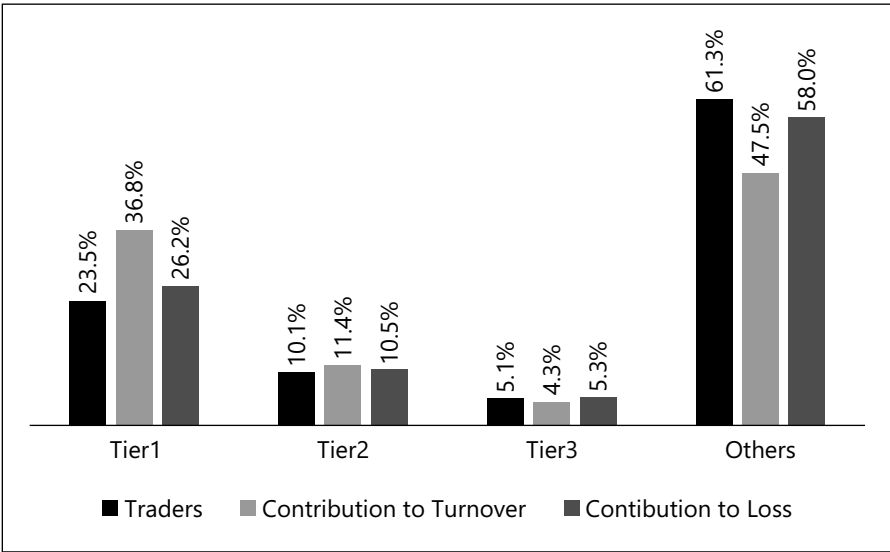
Chart 15: Trends in Derivatives Traders from B30 Cities



Note: At the end of March 2024, there were about 3.5 crore unique individual Mutual Fund investors in India.

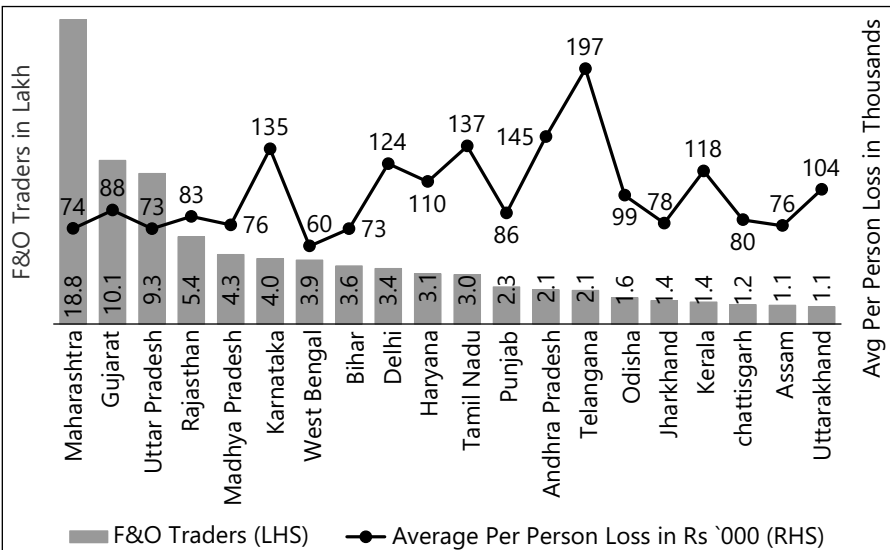
図表9 個人投資家の居住地別取引状況

Chart 16: Trends in Derivatives Traders from Tier I, II and III cities



図表10 個人投資家の州別取引状況

Chart 17: State Wise F&O Traders and their Per Person Loss in F&O in FY24



家数で過半数を占めているが、図表10の折れ線グラフをみれば四つの州の個人投資家の平均損失額は大きくはないことがわかる。他方、折れ線グラフの平均損失額が大きい四つの州はいずれも南部の州であったと調査報告の本文で述べられている。なお、調査報告の補論では二〇二二年度から二〇二四年度にかけての州別の個人投資家変化率が示されているが、調査報告の本文では一五大州の中で増加率が大きかった州としてUttar Pradesh（一八六％）、Bihar（一七九％）、West Bengal（一七七％）、Punjab（一六二％）に言及している。補論をみるとこれらの四州を上回る三五〇％、二五六％、二〇〇％、二〇〇％を記録した州が五つあるがいずれも個人投資家数が少ない州であった。

注

- (1) Securities and Exchange Board of India, "Analysis of Profits & Losses in the Equity Derivatives Segment (FY22-FY24)," September 23, 2024 ([https://www.sebi.gov.in/reports-and-statistics/research/sep-2024/study-analysis-of-profits-and-losses-in-the-equity-derivatives-segment-fy22-fy24\\_86905.html](https://www.sebi.gov.in/reports-and-statistics/research/sep-2024/study-analysis-of-profits-and-losses-in-the-equity-derivatives-segment-fy22-fy24_86905.html)).

(よしかわ まさひろ・客員研究員)

# アメリカの証券決済期間T+1への短縮化

福本 葵

## 1 はじめに

二〇二四年五月二八日からアメリカの株式等の証券決済期間がT+2からT+1へ短縮化された。カナダ、メキシコは前日の五月二七日に短縮化されたが、五月二七日は、アメリカは戦没者記念日の祝日であったため五月二八日となった。翌日の五月二九日は、五月二四日のT+2での売買取引の最終決済日であり、かつ、五月二八日のT+1での売買取引の初日であったため、混乱の発生が危惧されたが、SIFMA (Securities Industry and financial markets association, 証券業金融市場協会) は大きな混乱はなかったと発表した<sup>(1)</sup>。

T+1への決済期間短縮化の議論は、二〇〇〇年代初頭から既に進行していた。しかし、同時多発テロを契機としたBCD (Business Continuity Plan, 事業継続計画) や事務フローの合理化のためのSTP (Straight Through processing) 等が優先され、T+1は先延ばしにされてきた。T+1の実現を推し進めたのは、二〇二一年一月に発生した、いわゆるゲームストップ株騒動である。ゲームストップ株騒動では、オンライン証券会社のロビンフッドが、清算機関であるNSCC (National Securities Clearing Corporation) への追加預託金を支払うことができなかつたため、ゲームストップ株式の売買取引を停止させた。その結果、ゲームストップ株の株価は急落した。この問題を重視した連邦議会下院は、二〇二二年二月一八日、公聴会を開き、関係者から事情を聴取した。ゲームストップ株騒動では、ペイメントオーダーフローなどさまざまな問題が指摘されたが、ロビン

フッドのCEOテネフ氏は、この公聴会で証券決済期間がT+2（騒動発生当時の決済期間）より短ければ、NSCCへの証拠金が急増する事態は回避できたとして、証券決済期間の短縮化を実現すべきであると主張した。DTCC (Depository Trust and Clearing Corporation) によると、NSCCには一日平均一三四億ドル以上の預託金があり、証券決済期間がT+1に短縮化されると、四割程度減らせる可能性があるという。<sup>(2)</sup>

アメリカに先行し、インドにおいても二〇二三年一月から証券決済期間のT+1化が実施済みである。また、中国においても一部の証券取引の決済期間がT+1化されている。イギリスでも、二〇二四年三月に公表されたタスクフォースのレポートで、二〇二七年を目途にT+1に短縮化すると公表されていた。<sup>(3)</sup> 日本においても、金融審議会、市場制度ワーキング・グループでT+1化についての検討が開始された。

昨年の決済期間の短縮化によって、アメリカ以外の国は、T+1に間に合わせるために、多くの大手金融機関が外国為替決済で使うCLS（多通貨同時決済）銀行のシステムで、アメリカ株を購入した当日のアメリカ東部時間の午後六時までにドル資金を手当てする必要がある。アメリカの株式市場の取引は午後四時までで、引け間際の取引が多いことを考慮すると時間はかなり限られることとなる。

## 2 ゲームストップ株騒動とNSCCへの預託金との関係

アメリカにおいて、証券決済期間のT+1への短縮化は、証券界では長年の懸案事項であった。これについて長期に渡って議論されてきたが、その間、その他の問題の解決が優先し、なかなか実現には至らなかった。短縮化に拍車を掛けたのが、二〇二一年一月に発生したゲームストップ株騒動であろう。ゲームストップ社はショッピングモールなどに実店舗を展開するゲームソフトの小売りチェーンである。同社は、ネット販売の普及により



業績が低迷していた。

二〇二一年一月に、ゲームストップ株に対して一部の大手ヘッジファンドが空売りを仕掛けた。一方、個人投資家はオンライン掲示板の「レディネット」などで情報を共有し、スマートフォン専門の証券会社ロビンフッド社に対し、ゲームストップ株の大量の買い注文を発注した。そのためゲームストップ社の株価は高騰した。その結果、空売りを行っていた複数のヘッジファンドが大きく損失を計上した。

一方、ロビンフッドは二月二八日、ゲームストップを含む一部の銘柄について、取引を停止した。その結果、ゲームストップの株価は急落し、個人投資家に大きな損失をもたらした。この取引停止は、ロビンフッド社がヘッジファンドの利益を守るために行われたのではないかと疑われた。

この問題を重視した米議会では、二〇二一年二月一八日、下院による公聴会が開催された。ロビンフッド社のCEO、テネフ氏は、この公聴会において、取引停止の原因は、NSCCより追加的な資金拠出を迫られたことであり、決してヘッジファンドを助けるためではなかったと述べた（下院公聴会 テネフ氏証言 20:35）。

二〇二一年一月二八日午前五時一分、NSCCはロビンフッド社が拠出すべき資金がおよそ三〇億ドル不足しているとの通知を自動送付した（下院公聴会 03:39:51）。当時、ロビンフッド社にはその資金はなかったため、午前七時半までにゲームストップ株など一部の株式の売買取引の注文受付を停止することを決定したところ、NSCCからThe Excess Capital Premium charge（ECPチャージ、超過資本プレミアム・チャージ）は半分に削減できると通告された。また、同日午前九時過ぎ、NSCCからその日のECPチャージを免除すると通告された。<sup>(4)</sup>さらに、ロビンフッド社は、NSCCから純預託額は一四億ドルになったと通知された。その後、ロビンフッド社はNSCCに約七億三七〇〇万ドルを預託した。その結果、すでに預託されていた六億九六〇〇

万ドルと合わせると、ロビンフッド社はその日の改訂された預託額要件を満たした。

テネフ氏は公聴会で証券決済期間がT+2より短ければ、今回のようにNSCCへの必要証拠金が一夜にして急増する事態は回避できたとして、決済期間の短縮化を実現すべきであると主張した。

### 3 NSCCの預託金の仕組み

NSCCの預託金制度を理解する手がかりとして、まず日本の証券清算機関である、株式会社日本証券クリアリング機構（JSCC）の現物取引における証拠金制度を概観する。

JSCCの証拠金制度は、損失補填の優先順位をいくつかの段階に分けている。まずは、破綻した参加者が清算機関に預託している担保で補填し、（第一順位、デフォルトズペイ）、それで間に合わなければ、各市場が用意している負担金で補填する（第二順位）。第三順位は、JSCCによる負担（証券取引等決済保証準備金）で補填し、第四順位は、破綻していない残りの清算参加者が負担する（サバイバースペイ）。以上は事前に拠出された資金であるが、これに間に合わない場合には、事後に、破綻清算参加者以外の清算参加者による不足分の追加徴求（特別清算料）で補填する。

図表 1 損失補償スキーム

清算参加者の破綻によりJSCCに損失が発生した場合には、以下の順位によって補填します。

第1順位 破綻清算参加者の預託している担保



第2順位 各市場による損失補償（118.1億円）\*1



第3順位 JSCCによる補填（証券取引等決済保証準備金 200億円）\*1\*2



第4順位 破綻清算参加者以外の清算参加者の清算基金



第5順位 破綻清算参加者以外の清算参加者による特別清算料

（出所）株式会社日本証券クリアリング機構 会社案内 2024年7月、14頁より

\*1 2023年6月30日時点

\*2 現物取引、金融デリバティブ取引分を合算した金額

参加者が預託する当初証拠金所要額は、当初証拠金通常所要額と当初証拠金追加所要額、純資産額に基づく割増額の合計である。さらに、当初証拠金通常所要額は、総値洗損失相当額と総想定損失相当額の合計となっている。

前者の総値洗損失相当額は、マークトゥーマーケット (Mark to Market) で計算される。つまり、現在保有しているポジションを実際の市場価格で計算し、時価で評価し直す。一方、後者の総想定損失相当額は、ポートフォリオVaR方式を用いて計算する。「総想定損失相当額は、各参加者の未決済約定について、過去二五〇営業日間における各銘柄の一日間 (保有期間) の価値変動の組み合わせからシナリオを組成し、各銘柄の直近価格を各シナリオに基づき変化された場合の損失額を算出したうえで、当該損益の九九パーセントをカバーする金額とする。なお、損失額の九九%をカバーする金額は、九五パーセントをカバーする金額に、当社 (日本証券クリアリング機構) が定める乗数を乗じて求める。」とある。つまり、証拠金の算出には、ヒストリカル・シミュレーション方式を採用している。

当初証拠金所要額を構成する三つ目の要素である純資産額に基づく割増額とは、「当該割増額の算出基準日時点における直近の清算参加者の純財産額 (登録金融機関又は証券金融会社にあつては、純資産額をいう。以下同じ。) が二〇億円未満となった場合において、当初証拠金所要額の割増基礎額に割増率を乗じた金額をいう。」とされる。これは清算参加者の規模に基づいて計算される。

アメリカのNSCCの証拠金制度は、JSCCのそれとは同一ではない。NSCCの清算基金は、コア・コンポーネントであるValue at Risk (VaR) チャージとノンコア・コンポーネントである前述のECPチャージ (超過資本プレミアム・チャージ) から成る。先に述べたJSCCにおける総値洗損失相当額と同様、NSCCにお

いても、パラメーターによって決定されるリスク値であるVaRを使用してボラティリティ要素を計算し、「VaRチャージ」が算出される。証券価格の上昇や未決済ポジションの増大などでボラティリティが上昇すると、VaRチャージが上昇する。

一方、ノンコア・コンポーネントであるECPチャージ（超過資本プレミアム・チャージ）とは、NSCC参加者のコア・マージン・コンポーネントがSEC規則で規定されている超過ネット・キャピタルを超えた場合に課せられる。これが課せられる場合、会員企業の全体的な担保預託要件の一部となり、料金はDTCCおよびNSCC規則に基づいて計算される。超過ネット・キャピタルは、一九三四年証券取引所法「SEC」が定めるネット・キャピタルからネット・キャピタルの最低基準を減じたものである。

ロビンフッド社のVaRに基づく必要証拠金が七億ドル弱から一三億ドルに増大し、さらにこれに伴いSECのネットキャピタル・ルールを満たせなくなった結果、ECPチャージの支払いが二億ドル以上必要となった。NSCCの預託金制度は、本来、リスクを回避するためのものであったが、これが却ってリスクを増大させたとの批判を受けることとなった。

#### 4 DTCCおよび業界の決済期間短縮化の取り組み

アメリカの決済期間のT+1への短縮化に向けての議論は、二〇〇〇年代初頭に始まっていた。二〇〇〇年七月、当時のSIA (Securities Industry Association, 米国証券業協会) (現SIFMA, Securities Industry and Financial Markets Association) は、“T+1 Business Case final Report”を公表し、この中で二〇〇四年六月にT+1に移行することを提言した。しかし、二〇〇一年に起きた同時多発テロにより、自然災害やテロ攻撃などの

緊急事態に遭遇した場合においても、重要な事業継続のための方策を取り決めておく計画である、BCP (Business Continuity Plan, 事業継続計画) が最優先課題であるとされるようになった。そのため、T+1の議論は先延ばしにされた。

その後、二〇〇八年に起きた金融危機は、証券取引においてもシステムリスクを軽減する必要性を関係者に強く認識させた。二〇一七年九月五日、先行していたヨーロッパのT+2化に追随する形で、アメリカの証券決済期間は、それまでのT+3からT+2に短縮化された。

翌年、二〇一八年一月、DTCCは“Modernizing the U.S. Equity Post-Trade Infrastructure”と題するホワイトペーパーを公表し、決済の最適化と加速化された決済モデルについて言及した。さらに、二〇二〇年一月、高度な決済処理アルゴリズムが完成し、DTCCは現存する夜間の時間サイクルを変更することなく、夜間サイクルの決済効率を最適化できるとした。二〇二〇年五月、分散型台帳(DLT)技術を用いた決済プラットフォームプロジェクトであるProject Ionのケーススタディを公表し、同年九月には、Project Ionのプロトタイプを開発した。このように、T+1に対応するための技術開発は、着々と行われていたが、二〇二一年一月のゲームストップ株騒動によって、それまで証券関係者にとってのみの関心事であった証券決済期間のT+1への短縮化は、下院の公聴会で取り上げられ、広く認識される議題となった。これによってT+1の実施が加速化されたといえよう。

二〇二一年二月九日、DTCCは“ADVANCING TOGETHER: LEADING THE INDUSTRY TO ACCELERATED SETTLEMENT”において、決済期間がT+1に短縮されることによって、コスト削減、オペレーショナルリスク、システムミックリスクの削減、未決済ポジションの数が減るため、預託金の削減といったメ

図表2 DTCCおよび業界団体の決済期間短縮化の動き

|            |   |
|------------|---|
| 年月         | 決済短縮化関連事項   |
| 1946年以前    | 決済期間はT+2。   |
| 1960年代初頭   | SECは決済期間T+4からT+5へ延長する規則改正。  |
| 1967～1968年 | ペーパークライシスの発生。売買取引の急増にバックオフィスが追い付かず、NYSEは毎週水曜日、証券取引をストップ。その他の曜日も取引時間の短縮。   |
| 1973年      | DTCの設立。   |
| 1976年      | T+5化規則制定（議会在SECに決済期間短縮の権限を与え、SEC規則Section 17Aによる）。NSCCの設立。  |
| 1987年      | ブラックマンデー。決済期間短縮化の必要性認識。   |
| 1989年3月    | G30の勧告。   |
| 1993年7月    | SEC T+3のため1934年証券取引所法改正。  |
| 1995年      | 米証券の決済期間をT+5からT+3へ。   |
| 1999年      | 業務効率の向上、コスト削減、リスク管理を目的としてDTCCの設立。DTCやNSCCはDTCCの完全子会社化。  |
| 2000年7月    | SIA（現SIFMA）"T+1 Business Case final Report" 発表。2004年6月にT+1移行を提言。  |
| 2001年9月11日 | 同時多発テロ発生。BCP（Business Continuity Plan）が最優先課題であるとされるようになった。DTCCは週明けまでに1兆8000億ドルを決済し、9月17日の市場再開。                            |
| 2001年11月   | T+1の実現時期を2005年6月に延期。  |
| 2002年7月    | SIAは2004年に再度目標時期の検討を行うと発表。  |
| 2004年      | DTCCが初めて1兆ドルを超える証券取引を決済。  |
| 2008年      | リーマン・ブラザーズの破綻。金融危機により、システミックリスク軽減の必要性認識。  |
| 2011年9月    | DTCC "The Role of DTCC in Mitigating Systemic Risk" を発表。短期決済サイクル（a shortened settlement cycle, SSC）の影響を評価するための費用便益調査を推奨。  |
| 2012年7月    | 金融安定監視委員会、ドッド・フランク法第8条に基づきDTC、NSCC、FICCをシステム上重要な金融市場ユーティリティ（Systemically Important Financial Market Utilities, SIFMU）に指定。 |
| 2012年10月   | ボストン・コンサルティング・グループ「決済期間短縮のコストベネフィット分析」を発表。  |
| 2017年9月5日  | 米証券の決済期間をT+3からT+2へ。   |
| 2018年1月    | DTCCは "Modernizing the U.S. Equity Post-Trade Infrastructure" と題するホワイトペーパーを公表。決済の最適化と加速化された決済モデルに言及。                      |
| 2020年1月    | 高度な決済処理アルゴリズム完成。DTCCは現存する夜間の時間サイクルを変更することなく、夜間サイクルの決済効率を最適化。  |

次ページへ続く

|            |   |
|------------|---|
| 2020年5月    | Project Ion (分散型台帳 (DLT) 技術を用いた決済プラットフォームプロジェクト) ケーススタディ公表。   |
| 2020年9月    | Project Ionのプロトタイプ開発。   |
| 2020年10月   | DTCCのチームはさまざまな分析 (T+1統合決済、T+1加速決済) を受け、DTCCは業界向けにT+1決済システムのプロトタイプを提供するための作業を開始。   |
| 2021年1月    | ゲームストップ株の株価の急騰 (ゲームストップ株騒動発生)。  |
| 2021年2月9日  | DTCC "ADVANCING TOGETHER: LEADING THE INDUSTRY TO ACCELERATED SETTLEMENT" 発表。T+1への移行の必要性とアプローチを概説。Industry Steering Committee (ISC) および Industry Working Group (IWG) が組織。 |
| 2021年2月18日 | 米議会下院の金融サービス委員会の公聴会で、ロビンフッド社CEO、テネフ氏の意見を徴収。T+1の必要性に言及。  |
| 2021年4月    | Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)、Investment Company Institute (ICI)、およびDTCCは、過去数年進めてきた、T+1の実現に向けた取り組みを加速すると発表。                               |
| 2021年5月6日  | SEC委員長ゲンスラー氏が下院の金融サービス委員会で発言。T+1あるいは (時間は掛かるが) 即時決済に対応する技術がある。  |
| 2021年12月1日 | SIFMA、ICI、DTCC Deloitte "Accelerating the U.S. Securities Settlement Cycle to T+1" 「米国証券決済サイクルのT+1への加速」発表。T+1を実施するため業界に推奨事項を提示した。2024年上半年にT+1を実現予定としたロードマップ公表。            |
| 2022年8月22日 | SIFMA、ICI、DTCC、Deloitte "T+1 SECURITIES SETTLEMENT INDUSTRY IMPLEMENTATION PLAYBOOK" 証券業界のためのさらに詳細なロードマップを発表。   |
| 2022年2月9日  | SEC T+1化のため1934年証券取引所法改正案の公表。T+0やリアルタイム・グロス・セトルメントを視野。  |
| 2023年2月15日 | SEC T+1化のため1934年証券取引所法改正15c6-1、15c6-2。  |
| 2023年8月    | 業界に対し、T+1テスト開始。   |
| 2024年5月27日 | メキシコ、カナダの決済期間をT+2からT+1へ。  |
| 2024年5月28日 | 米証券の決済期間をT+2からT+1へ (5/27は戦没者記念日の祝日のため)。   |
| 2024年9月12日 | SIFMA、ICI、DTCC "T+1 After Action Report" を発表。   |

(出所) DTCCその他の資料より筆者作成

リットがある、その一方で、市場参加者による運用上や技術上の変化はないと述べた。また、二〇二一年四月、Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) 、Investment Company Institute (ICI) 、およびDTCCは、過去数年進めてきた、T+1の実現に向けた取り組みを加速すると発表した<sup>(5)</sup>。

T+1への議論には、T+0への議論も含まれている。しか

し、T+0 (netted T+0) やリアルタイム・グロス・セトルメントへの移行については、DTCCも現状ではハードルが高いとの認識を示している。<sup>(6)</sup> 当時のSECのゲンスラー委員長は、下院での公聴会において、T+0への短縮化は、技術的には可能ではあるが、即時決済を実現するには、時間が掛かると述べている。

二〇二一年二月一日、SIFMA、ICI、DTCCによる新しいレポート"Accelerating the U.S. Securities Settlement Cycle to T+1" (米国証券決済サイクルのT+1への加速) では、二〇二四年上半期にT+1に移行するための考慮すべき事項、推奨事項、次のステップなど、決済サイクルを短縮するためのロードマップを参加者に提供した。

## 5 SECの規則改正

決済期間短縮化のためにはその都度、一九三四年証券取引所法15c-1、15c-2が改正されなければならない。二〇二二年二月九日、SECはT+1化のため一九三四年証券取引所法改正を公表し、適用除外証券以外のほとんどの証券の決済期間の短縮化を提案した。この際、T+1からT+0への短縮を最終的な目的としているが、今回は法制化しないと述べた。また、T+0の規則改正は今回提案していないが、参加者からのコメントを募った。その後、二〇二三年二月一日、T+1化のため一九三四年証券取引所法改正がなされた。

## 6 T+1の検証

T+1決済初日の五月二九日、SIFMAは「T+1移行に関してOptimistic」とする声明を行った。<sup>(7)</sup> その後、SIFMA、ICI、DTCCはT+1について、三方月弱の時間を掛けて検証し、二〇二四年九月二日、S



I F M A、I C I、D T C Cは、「T+1 After Action Report」を発表した。この中で、「T+1への移行は成功したと評価した。このパーセントが高いことは、決済の成功を示すとされているAffirmation（確認処理、承認処理、投資家が決済の前に取引を承認する）のパーセンテージが上昇し、取引日の午後九時（東部標準時）の締め切りまでに、取引の約九五パーセントが確認基準を充足した（二〇二四年一月末に記録された確認率七三パーセントから大幅に改善）。また、N S C Cの清算基金も、T+2下での過去三カ月間の平均値一二八億ドルから平均三〇億ドル（二三パーセント）減少し、T+1下では九八億ドルになった。さらにフェイルのパーセンテージにも短縮化の前後で変化がなかった。

また、当該レポートでは、T+0化のためには、別途さらなる議論が必要であるとし、T+1は多くのメリットをもたらしたが、業界標準としてT+0へのさらなる加速は、大きなリスクと複雑さをもたらす可能性があり、それよりも、T+1の世界市場での採用に重点を置く必要があると述べた。

## 7 諸外国の決済期間短縮化の動き

E S M A（欧州証券取引委員会）は、二〇二四年一月一八日に、証券決済短縮化についての最終報告書を公表し、二〇二七年の第四半期までに証券決済期間をT+1に移行すると述べた。<sup>(8)</sup>また、イギリスでは、証券決済タスクフォースによって、二〇二七年末までにT+1に移行することが公表された。T+1への移行時期の詳細は、欧州の検討状況等を踏まえ、二〇二四年内に決定予定であるとしていた。<sup>(9)</sup>また、日本でも二〇二四年七月二日、金融審議会の「市場制度ワーキング・グループ」を開き、株式取引の決済期間の短縮化を検討するよう求める報告を公表した。<sup>(10)</sup>

## 8 おわりに

二〇〇〇年代初頭から、幾度となく組上に上っては、STPやBCP等、その度に別の優先事項が現れて先送りされてきたアメリカの証券決済期間のT+1への短縮化は、二〇二四年五月二八日、漸く実現した。この実現に拍車を掛けたのが、いわゆるゲームストップ株騒動であろう。一般には日の目を見ない証券決済期間の短縮化促進論が広く注目される事態となった。ロビンフッド社CEOであるテネフ氏が下院の公聴会で、ヘッジファンドを助けるためにゲームストップ株の買い注文を停止したという疑念を否定し、取引停止はNSCCに対する預金の急増によるものであると述べた。そして、証券決済期間のT+0またはリアルタイム・グロス・セトルメントへの移行を希望すると述べた。

証券決済期間のさらなる短縮化は、システムックリスクを軽減する一方、事務対応の負荷増を考えなければならず、リアルタイム・グロス・セトルメントを行えば、ネットインゲの利便性を享受することができなくなり、事務の効率化が図られない。DTCCにおいてもProject Ionといった分散台帳型の技術の導入実験が進行中であるが、T+1からT+0への移行はT+2からT+1への移行よりも各所の負担が多いようである。

SECの規則改正案ではT+0を最終目的としているが、T+1実施後のSIFMA等のレポートでも、T+0への移行は、T+2からT+1に移行した時ほど簡単ではないことを述べている。当分はT+1が世界的に採用される事態を待つこととなろう。

注

(1) "SIFMA statement on first date of T+1 settlement"

- <https://www.sifma.org/resources/news/sifma-statement-on-first-day-of-tl-settlement/>
- (2) DTCC white paper "ADVANCING TOGETHER: LEADING THE INDUSTRY TO ACCELERATED SETTLEMENT", 2021 Feb. Written Testimony of Michael C. Bodson Chief Executive Officer The Depository Trust & Clearing Corporation Hearing Before the U.S. House of Representatives Committee on Financial Services May 6, 2021, <https://docs.house.gov/meetings/BA/BA00/20210506/112590/HHRG-117-BA00-Wstare-BodsonM-20210506.pdf>
- (3) Accelerated Settlement Taskforce Report March 2024, [https://assets.publishing.service.gov.uk/media/66033f31bc34a860011be762c/Accelerated\\_Settlement\\_Taskforce\\_Report.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/media/66033f31bc34a860011be762c/Accelerated_Settlement_Taskforce_Report.pdf)
- (4) HEARING BEFORE THE UNITED STATES HOUSE OF REPRESENTATIVES COMMITTEE ON FINANCIAL SERVICES February 18, 2021, Testimony of Vladimir Tenev Robinhood Markets, Inc. P9 <https://www.congress.gov/117/meeting/house/111207/witnesses/HHRG-117-BA00-Wstare-TenevV-20210218.pdf>
- (5) SIFMA News "SIFMA, ICI and DTCC Leading Effort to Shorten U.S. Securities Settlement Cycle to T+1, Collaborating with the Industry on Next Step" <https://www.sifma.org/resources/news/sifma-ici-and-dtcc-leading-effort-to-shorten-u-s-securities-settlement-cycle-to-t1-collaborating-with-the-industry-on-next-steps/>
- (6) DTCC news, "What Dose the Future Hold", January 11, 2022, <https://www.dtcc.com/dtcc-connection/articles/2022/january/11/what-does-the-future-hold>
- (7) SIFMA News "SIFMA Statement on First Day of T+1 Settlement", May 29, 2024,

- <https://www.sifma.org/resources/news/sifma-statement-on-first-day-of-t1-settlement/>
- (8) ESMA News "ESMA proposes to move to T+1 by October 2027", November 18, 2024.  
<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-consults-potential-impact-shortening-standard-settlement-cycle>  
<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-proposes-move-t1-october-2027>
- (9) The UK Accelerated Settlement taskforce, "The Accelerated Settlement taskforce report", March 2024.  
[https://assets.publishing.service.gov.uk/media/6603f31bc34a860011be762c/Accelerated\\_Settlement\\_Taskforce\\_Report.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/media/6603f31bc34a860011be762c/Accelerated_Settlement_Taskforce_Report.pdf)
- 二〇二五年一月一八日現在、まだ公表されていない。
- (10) 金融審議会「市場制度ワーキング・グループ報告書「プロダクトガバナンスの確立等に向けて」」令和六年七月二日  
[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20240702\\_01.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20240702_01.pdf)

(シ・クモ) あおい・客員研究員)

# IEXのオプション市場開設発表

志馬 祥紀

## 1 はじめに

二〇二四年九月一六日に、米国の国法証券取引所であるインベスターズ・エクステンジ（IEX）が、オプション取引所設立計画を発表した。

IEXは、高頻度取引業者（HFT）を対象に、スピードバンプ（HFTの高速処理による優位性を無効化することで、事実上市場からHFTを排除する制度）で有名な取引所である（IEX設立の経緯は、マイケル・ルイス著『フラッシュ・ボーイズ』で有名）。

本稿では、IEXがオプション市場開設に際して、その優位性として挙げる二つの取引制度（スピードバンプ、シグナル）、そしてIEXがあまり言及しないもう一つの特徴（ダークオーダー）について説明する。

## 2 IEXのオプション市場開設発表

### (1) 発表の内容

IEXは、二〇二四年九月一六日、規制当局であるSECの承認を前提とするオプション取引所開設計画を発表した。

IEXは米国株式取引所としての認可を取得し（二〇一六年六月SEC承認、同八月取引開始）、株式市場を

開設している。同株式市場において、スピードバンブを導入、バイサイドの市場参加者をHFTによる逆選択から保護する市場として機能している。

スピードバンブに加えて、機械学習をベースとした数式に基づく「シグナル」(CQI、Crumbing Quote Indicatorとしても知られる)を注文タイプに採用している。シグナルは、陳腐化した価格での取引執行から顧客注文を保護するために、市場の変動方向を予測するシステムである。

IEXは、これら制度に基づく株式取引実績が、オプション取引の市場間競争上、有効であると発表した。

オプション市場の開設計由として、IEXは「オプションは世界で最も急速に成長している資産分野である」「IEXのコア・コンピタンスはオプション業界の市場参加者の支援に応用できる」としている。

IEXオプション取引所は、伝統的なマーケットメイカー型の比例配分モデルに基づき、複数上場オプション市場全体へのアクセスを提供する予定である。

SECからオプション取引所開設承認を受ければ、IEXは米国で一番目のオプション取引所となる。

IEXはSECの承認を待つて二〇二五年に新取引所を立ち上げること目標とする。二〇二四年秋にはオプション取引所の規則案をSECに提出の予定である。

## (2) 株式取引所としてのIEXの立ち位置

図表1はIEX、全取引所市場、全米市場の株式取引高及び取引金額(二〇一七年及び二〇二三年)を、IEXの比率と共に表示している。

IEXの取引高及び取引金額は、二〇一七年から二〇二三年にかけて、ほぼ倍増している(取引株数は三六一

億株から六〇三億株へ、取引金額は一・六兆ドルから三・五兆ドルへ)。ただし、同時期の全米市場の取引規模も拡大しており、IEXのシェアは大きく変化していない。

### 3 IEXの特徴

#### (1) 強みと三つの特徴ある制度

IEXは、最良売り気配及び最良買い気配(NBBO、National Best Bid and Offer)の中間価格(ミッドポイント)で売買注文を執行する取引に強みを有している(ミッドポイントにおける注文執行量では、米国最大の取引所である)。

ミッドポイントでの注文に特化する注文タイプとして、独自のミッドポイント・peg (MPeg) 及び裁量peg (DPeg (Discretionary Peg)) 注文といった注文形式を設定している。

ミッドポイントでの執行を希望する投資家注文を、主にレイテンシー・アービトラージを行うHFTから保護するために、IEXは「スピードバンプ」「シグナル」の制度を備えており、他の取引所との重要な差別化を実現している。

更に、IEXは(自身は積極的に広報していないが)一部の注文を注文板

図表1 IEXの株式取引状況(含ETF)とその市場シェア(%)  
(2017年及び2023年の比較)

|                      | 2017年        |                | 2023年        |                |
|----------------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
|                      | 取引高<br>(百万株) | 取引金額<br>(百万ドル) | 取引高<br>(百万株) | 取引金額<br>(百万ドル) |
| IEX (A)              | 36,108       | 1,617,209      | 60,363       | 3,513,158      |
| 全取引所合計 (B)           | 1,022,945    | 44,169,845     | 1,545,816    | 74,901,724     |
| 店頭市場合計 (C)           | 615,416      | 23,888,983     | 1,213,056    | 53,757,534     |
| 全米市場合計 (D)           | 1,638,361    | 68,058,828     | 2,758,873    | 128,659,259    |
| IEXの全取引所市場シェア(A/B、%) | 3.5          | 3.7            | 3.9          | 4.7            |
| IEXの全米市場シェア(A/D、%)   | 2.2          | 2.4            | 2.2          | 2.7            |

(出所) 各種データより筆者作成

上に表示せず、スピードバンプの対象外とする（ダークオーダー）ことで、流動性プロバイダー（マーケットメイカー）や一般的な投資家（即時性の無い指値注文の提示者）<sup>(1)</sup> 注文をHFTから保護している。以下では、これら制度について説明する。

## （2）（参考）スピードバンプが想定するHFTの類型

IEXのスピードバンプの目的は、HFTによる二種類のレイテンシー（遅延）裁定取引から流動性の供給者（指値注文を提供する投資家、マーケットメイカー）の保護である。

IEXのスピードバンプが想定する遅延は、①表示注文に対する固定的な遅延と、②一部の非表示注文タイプに対する条件的な遅延、の二つの形態が存在する。

①は、「既に古くなり」陳腐化した気配値をHFTが利用するものである。取引所から価格情報を直接受信（ダイレクト・フィード）する一部のHFTが、SIP (Securities Information Processors) のような低速の情報配信フィードを利用する他のトレーダーよりも先に、新しいNBBOを正確に把握または予測したとする。

古いNBBOを提示する取引所が気配値を更新していない場合、HFTは同取引所に注文を送信し、注文板上の注文に対して取引を実施、新しいNBBOを提示する別の取引所でポジションを転売することで、収益を得ることができる。

一方、②の裁定取引は、「今後まもなく」失効する気配値に関するものである。

ある投資家が、規模の大きい親注文を、小さな複数の子注文に分割し、それぞれ地理的に離れた取引所に送信するとする。



HFTは、パターン認識アルゴリズムを使うことで、分割された子注文の一つを検出する。そして、他の市場において既に存在する注文板上の指値注文に対して自己注文を執行し、最良の気配値を変化させた上で、最終的に遅れて送信されてくる子注文と（投資家に不利な価格で）取引を行う。つまり、分割された投資家注文の多くは、情報で優位に立つHFTに対して、価格下落の直前で購入する、あるいは価格上昇の直前で売却することになる。

このように時間的な裁定取引は、各取引所における執行までの待ち時間差から生じるものであり、HFTは、取引所までの経路において他のトレーダーよりも優位な状態（優れたハードウェア、アルゴリズム、マイクロ波やレーザー・ネットワークのような高速ルート、プロキシミティ・ホスティング、あるいはコロケーション）によって、時間的な優位性を享受している。

次節で述べるように、HFTによる取引所までの時間の短縮メリットを打ち消すために、IEXのスピードバンプは取引所の待ち時間を増加させ、その結果、HFTと他の投資家間のトータルの待ち時間は同水準となる。

### (3) スピードバンプ

スピードバンプは、知名度の高いIEXの注文保護機能の一つで、取引所が最新の価格で取引注文を執行するように設計されている。

#### △スピードバンプの事例▽

例えば、(IEX以外の) A取引所がある銘柄のNBBを1000ドル×1000ドル(買い気配1000

〇〇ドル、売り気配一〇・一〇ドル」と表示しており、ある投資家がIEXのNBBO（一〇・〇〇ドルで買い注文）で指値注文を板上に表示しない形で提示をしているとする（「ダークなベグ注文」）。

次に、取引所Aの気配値が変更され、NBBOは九・九九ドル×一〇・〇九ドルになった。

スプレッドをクロスする売り注文（HFT等によつて）が、NBBOでIEXの投資家に売るためにIEXに入ってくる。

スピードバンブが存在するため、同売り注文は三五〇マイクロ秒の遅延を経て、IEXにおける投資家に売却されることになる。

遅延が発生する三五〇マイクロ秒の間に、IEXは取引所Aから新しいNBBOが九・九九ドルである旨のメッセージを受信し、投資家の注文を九・九九ドルに下げたための時間的余裕が生まれる。

結果として、スピードバンブの時間内において、指値を更新した投資家は価格九・九九ドルで買い、NBBO変更直後かつIEXでの更新以前の価格（一〇・〇〇ドル）での取引執行を回避できる（この投資家は価格変更作業についてスピードバンブの対象外とされ、HFT注文に対し迅速な変更が可能となる）。

このように、スピードバンブによる注文の（HFTからの）保護は、取引所に入る注文やメッセージ（キャンセル等）に三五〇マイクロ秒の遅延処理を行うことで実現している。

同制度により、IEXは取引が執行される前に、他の取引所からの市場データの変更を処理し、その変更を正確に反映するように気配値を更新する時間を確保できる。

スピードバンブは、気配値が変更された後に、IEXがマーケットメイカーや流動性を提供する投資家（指値注文での注文執行を求める投資家）を、陳腐化した価格でのHFTによる取引執行から保護するように設計され

ている。<sup>(2)</sup>

#### (4) シグナル

IEXは、米国市場全体において、気配値が検出可能な形で変化しそうなタイミングを予測する「シグナル」システムを開発・導入している（シグナルは（Crumbing Quote Indicator、気配値崩れ指標）とも呼ばれる）。

スピードバンブのもたらす三五〇マイクロ秒の時間的猶予によって、IEXは取引が実行される前に、最新の市場データを使用してこれらの価格変化を予測できる。

シグナルは、他の取引所において逐次更新される気配値を調べ、ビッドとオファーの数が著しく不均衡になるタイミングを特定（予測）する。

ビッド及びオファー数の不均衡は、ナショナル・ベスト・ビッド（NBB）が下落する可能性が高いこと（またはナショナル・ベスト・オファー（NBO）が上昇する可能性が高いこと）を示す。

この不均衡が確定すると、シグナルの保護機能がIEXにおける複数の注文形態に作動する。

シグナルが作動すれば、最大二ミリ秒の間、それぞれNBOの外側に注文が移され、NBOでの執行が停止される。以下で述べるD-Peg注文の場合、同時点におけるNBOからミッドポイントまでの間での執行（裁量執行）が制限される。

#### シグナルと「裁量注文（D-Peg）」の関係

D-Pegは、スピードバンブとシグナルの対象であり、最も強力に保護される注文形態の一つである。

D-Pegは、シグナル作動時には、買い気配より一ティック下、または売り気配より一ティック上にpegされ、売買気配の中間点（ミッドポイント）までの間のいずれかの価格で取引を執行する「裁量」を持つ、注文板上に非表示な注文（ダークオーダー）である（買い注文は買い気配からミッドポイントまで、売り注文は売り気配からミッドポイントまでの範囲内で執行される）。

D-Pegは、シグナル作動時に、注文にシグナル結果を反映し、裁量を一時的にオフにする。その間、D-Peg注文は、NBBOから一ティック外側の安値に留まり、相手方からの執行から遮断される。

この結果、D-Peg注文は、シグナルが「ミッドポイントが変更される」可能性が高いと予測したときに、更新されない情報の元で取引が執行されることを防ぐ。

#### △シグナルの作動例▽

ここにXYZ株の購入を希望する投資家がいる。（IEX以外に）八つの取引所があり、そのうちの四つがNBBOでのビッドを、四つがNBBOでのオファーを表示しているとする。

その後、NBBOを示す取引所は一つになるが、NBBOを示す取引所は四つとなる。

シグナルはこのビッドとオファーの不均衡を発見し、次にNBBOが下がる可能性が高いと予測する。当該予測は、異なる注文タイプに組み込まれるシグナルを作動させる。

シグナルが作動する前のNBBOは100・10ドル×100・14ドル。D-Pegの指値買い注文が100・10ドルで予約されている（このD-Peg注文は、「裁量」に基づき、指値100・10からミッドポイントの100・11の間で執行され得る。なお、注文は板上に表示されないダークオーダーである）。

シグナルが作動することで、 $100 \cdot 10$ ドルを指値とするD-Pegの買い注文は、変更される可能性の高い価格（ $100 \cdot 10$ ドル）より一ティック低い $100 \cdot 9$ ドルに価格が変更される。

他市場から回送されてきた指値 $100 \cdot 9$ ドルの売り注文が、IEXにおいて、注文板上に非表示で配置されていた注文と突き合わせられ、価格 $100 \cdot 9$ ドルで取引が成立する。

この事例では、NBBOが不安定であるとシグナルが予測した場合に①当初価格での取引を回避し、NBBOの変動に伴い、②指値価格を変更することで、③執行条件が改善されている。

#### △(参考)シグナルが作動しない場合のD-Peg注文例▽

IEX以外の取引所のNBBOについて、気配は安定している。

NBBOは $100 \cdot 10$ ドル $\times 100 \cdot 14$ ドル。D-Pegの指値買い注文が $100 \cdot 10$ ドルで予約されている。シグナルは作動していない。

他市場から回送されてきた指値 $100 \cdot 9$ ドルの売り注文が、IEXにおいて、注文板上に非表示で配置されていた注文とマッチ、価格 $100 \cdot 10$ ドルで取引が成立する。

#### (5) ダークオーダー(注文板上での非表示注文)

IEXのダークオーダーは、IEXが取引所認可を得る以前(ATIS(代替的取引システム)であった時代)から使用されている制度である<sup>(3)</sup>。

IEXに注文を入力する投資家(流動性プロバイダー、すなわち指値注文を出す投資家(主にマーケットメイ

カーや機関投資家)は、その注文について、注文形式を選択、注文板上での表示・非表示、スピードバンプによる遅延の対象・非対象を選択できる(IEXは取引所の開設後、数年間はスピードバンプとシグナルによる保護を特定の非表示注文にのみ適用していた。しかし二〇一九年に①表示されている注文、及び②D-Peg等の新しい「裁量」機能を含む指値注文タイプを認めるようSECに申請、認可されている)。

IEXにおいて、成行注文は非表示だが、通常の指値注文は表示、部分表示、完全なダークの選択が可能である。

指値注文の一形態である「ペグ注文」は完全にダーク(非表示)な注文。ミッドポイント・ペグ注文(M-Peg)、プライマリー・ペグ注文(P-Peg)、裁量ペグ注文(D-Peg)の三種類が存在。それぞれ執行を希望する指値(あるいは執行可能な範囲)を指定可能。

P-Pegは特定の指値、M-PegはNBBOの中値、そしてD-Pegは最良気配からNBBOの中値の間のいずれかの価格における執行を想定するが、(前述のように)一定の条件下で執行範囲が変化する。

### (6) IEXの取引所市場開設直後の注文執行状況(二〇一六年二月)

図表3における各注文の比率は、IEXにおける執行数量に占める割合で

図表2 IEXにおける注文の分類

| 注文形式  | 注文板上での表示              | 注文価格の変更・キャンセル作業はスピードバンプの対象であるか否か(4) |
|---|-----------------------|-------------------------------------|
| 成行注文  | 非表示(ダーク)              | 対象                                  |
| 指値注文(通常の指値)   | 表示、部分表示、非表示(ダーク)が選択可能 | 表示された指値注文: 対象<br>非表示注文: 非対象         |
| 指値注文(ペグ注文)<br>・M-Peg(ミッドポイント・ペグ)<br>・P-Peg(プライマリー・ペグ)<br>・D-Peg(裁量ペグ) | 非表示(ダーク)              | 非対象                                 |

(出所) 筆者作成

算出。その他のカテゴリーには指値注文と成行注文が含まれ、その六〇％は非表示である。NBBOでの執行数量は少ない。

同表は二〇一六年一二月中の異なる種類の注文の割合を示しており、ダークボリュームの総シェアは七〇％に達している。

ダークオーダーとペグ注文が多用されることの意味は、第一に、IEXの表示する注文板と提示される売買気配値スプレッドは、他の取引所よりも情報量が少ない可能性がある。第二に、ペグ注文の価格設定は他の市場から得られるため、IEXにおける価格発見の役割が限定的なためと考えられる (Aldrich, et al. (2017))。

(7) (参考) シグナル及びD-Peg注文をめぐるシタデルのSEC提訴と判決

証券会社であり、HFTでもあるシタデル・セキュリティーズ (以下、シタデル) はIEXによるSECへのD-Peg注文認可申請について、二〇二〇年八月にSECへのコメント中、認可しないように求めた。

同主張は、「IEXの提案は流動性テイカーを差別する」「この提案は現在の市場構造から大きく逸脱しており、(中略) IEXの流動性プロバイダーを不当に優遇し、市場参加者に他の取引所よりもIEXを優先するよう強制し、個人投資家が年間何千万件も出す注文に悪影響を与える」との内容であった。

しかし、SECは同八月、IEXにD-Peg注文を認め、IEXは同年一〇月からD-Peg注文の取り扱いを開始した。

図3 IEXにおける主な注文種類の比率 (2016年12月)

| 注文の種類              | 比率  |
|--------------------|-----|
| M-Peg (ミッドポイント・ペグ) | 27% |
| P-Peg (プライマリー・ペグ)  | 5%  |
| D-Peg (裁量ペグ)       | 37% |
| その他                | 31% |

(出所) Aldrich, et al. (2017)

その後（同一〇月）、シタデルは裁判所に「SECの判断には実質的な証拠が欠け、恣意的かつ気まぐれである」として、SECによる「再審査」を請求した。

二〇二二年七月、連邦裁判所は、IEXグループの市場注文を承認したSECの決定は合法との判決（シタデルの敗訴）を下した。その内容は、「SECの決定に異議を唱える申し立てを却下する。SECの判断（D-Peg注文は不当な差別や競争負担によって取引所に違反するものではない）は合理的であり、実質的な証拠に裏付けられている」

図表4 シタデルによるSEC提訴の状況

| 時期                | 内容  | 各当事者の主張  |
|-------------------|---|--|
| 2020年8月<br>(14日)  | ・シタデル・セキュリティーズ（以下、シタデル）はIEXのSECのD-Peg注文認可申請について、認可しないようSECに求める。 | ・「IEXの提案は流動性テイクを差別する」<br>・「この提案は現在の市場構造から大きく逸脱しており、（中略）IEXの流動性プロバイダーを不当に優遇し、市場参加者に他の取引所よりもIEXを優先するよう強制し、個人投資家が年間何千万件も出す注文に悪影響を与える」   |
| 2020年8月<br>(26日)  | SECは8月、IEXのD-Peg注文を認可。  | ・「D-Pegがブローカーの注文回送戦略に『重大な変更』を要求する証拠はない」  |
| 2020年10月<br>(1日)  | IEXはD-Peg注文取り扱いを開始。   | —  |
| 2020年10月<br>(17日) | シタデルはSECを提訴。  | ・「SECの判断には実質的な証拠が欠け、恣意的かつ気まぐれである」<br>・SECによる「再審査」を請求。  |
| 2022年7月<br>(29日)  | ・連邦裁判所は、IEXグループの市場注文の承認について、SECの決定は合法と判決（シタデルの敗訴）。              | ・「SECの決定に異議を唱える申し立てを却下する。SECの判断（D-Peg注文は不当な差別や競争負担について取引所に違反しない）は合理的であり、実質的な証拠に裏付けられている」<br>・「問題は、シタデルのような企業が高度な技術や独創的な取引戦略を用いて市場で優位に立とうとするかどうかではない」<br>・「本訴訟では、レイテンシー・アービトラージが違法であるとは誰も主張していない。長期投資家に新たな機会を提供するD-Peg注文について、SECがIEXの技術革新を認めるか否かが問題なのである」 |

（出所）判決文より筆者作成



「問題は、シタデルのような企業が高度な技術や独創的な取引戦略を用いて市場で優位に立とうとするかどうかではない」「本訴訟では、レイテンシー・アービトラージが違法であるとは誰も主張していない。長期投資家には新たな機会を提供するD-Peg注文について、SECがIEEXの技術革新を認めるか否かが問題なのである」とされた。

本経過を見る限り、IEEXの市場政策（スピードバンブ、D-Peg注文、そしてダークオーダー）は、IEEXの主張するように、投資家注文をHFTから保護する対策として機能し得ると考えられる。

#### （8）（参考） EUREXにおける株式オプション・指数オプションのスピードバンブ

欧州の主要なデリバティブ取引所であるEUREXは（二〇一九年からの試験期間を経て）二〇二〇年より、株式オプション、株価指数オプション等のオプション取引について、スピードバンブ制度を導入している（詳しくは志馬（二〇二三）を参照）。IEEXのオプション取引に先立つスピードバンブの導入事例である。

EUREXにおけるスピードバンブの対象が、HFTである点はIEEXと同様であるが、IEEXにおける保護の対象が「バイサイド（マーケットメイカーや、指値注文を出す機関投資家等）」とされているのに対して、EUREXは明確に「マーケットメイカー」とする点が異なる。

また、EUREXはドイツ株オプションや欧州株価指数オプション取引の中心的な市場であるのに対して、IEEXは既に膨大な取引量を誇る米国の株式オプション市場への新規参入という違いがある。

これらの特徴を踏まえて、IEEXのオプション市場がどのような形に展開していくかは大変興味深い。

#### 4 IEXの特徴をどう考えるか

##### (1) IEXの現行制度

図表3(既出)は、二〇一六年二月における各注文の割合を示しており、ダークボリュームの総シェアは八〇%に達する。

ダークオーダーとペグ注文が多用されることの意味は、①IEXの表示される指値注文帳簿と提示スプレッドは、他の取引所よりも情報量が少ない可能性があること、②ペグ注文の価格設定は他の市場から得られるため、価格発見における役割が限定的な可能性があることである(Pengaz, et al. (2019))。

IEXは米国の他の取引所と比較して、こうしたダーク注文への依存度が高い。二〇一六年の最終四半期では、取引の六〇%以上、取引高の七〇%が注文板上で非表示であるのに対し、他の取引所のシェアは二〇%以下である(Wah et al. (2017))。

また膨大なダーク流動性の存在は、IEXの提示する気配値スプレッドは流動性需要者にとって取引コストの指標としては「あまり適切でない」(Pengaz, et al. (2019))。

以上の内容より、「IEXは新規情報に基づき気配を更新し続ける(価格発見機能)ことで、流動性を呼び込む」との方針を持つ(伝統的なイメージである)取引所ではない。他の取引所市場の提示するNBBOに基づきつつ、三つの特徴(スピードバンプ、シグナル、ダークオーダー)によって、HFTによるレイテンシー・アービトラージを防ぎ投資家の執行コストを削減することで注文を集める注文執行に特化した市場」を志向していると言える。オプション取引に参入する際の発表内容によれば、これら特徴は、株式だけでなく、オプション取引にも適用されると考えられる。

## (2) オプション市場と株式市場の違い

オプション市場と株式市場では、その商品性や投資家の戦略が異なることから、IEXの株式市場における市場制度や方針が、そのまま適用できるかは不明である。とりわけマーケットメイカーの役割・負担は株式市場よりも重く、IEXがマーケットメイカーをどのように扱うかが注目される。以下、この点について論点を紹介する。

既存の取引所がマーケットメイカーに課す規制や、投資家の分類に基づく手数料・リベート体系の違いにより、HFTの運用は、マーケットメイカーと異なる（これは、一部のHFTを念頭に置いている。HFTの中には、マーケットメイカーと同様に、気配値提示による流動性増加を戦略の中心に据えているものがある）。

特に頻繁な気配値の修正は、マーケットメイカーにとってコスト要因である。理由は、監視コストだけでなく特に頻繁な気配値の修正は、マーケットメイカーにとってコスト要因である。理由は、監視コストだけでなく（Foucault et al. (2003)）、オプション取引所では気配値の更新回数に上限があり、約定に対するメッセージの比率が大きい会員には罰金が課されるといった、制度的な要因が含まれるためである（Muravyev, et al. (2020)）。この特徴は、オプション取引シリーズが、対象株式銘柄について、ブットコールの別、権利行使価格や満期の別によって、多数の銘柄が同時に取引されていることで、強調される（Son M. (2022)）。

同点において、HFTはマーケットメイカーに対して二つの優位性を持つ。それは、「売買双方の両建ての気配値を出さず、マーケットメイクに選択的に参加できる」、そして「マーケットメイカーよりも迅速に取引できる」の二点にある（Son M. (2022)）。

これら指摘を踏まえれば、IEXの制度構築、とりわけマーケットメイカーの取り扱いが注目される。

マーケットメイカーは、取引板上に気配提示を行うことで市場の流動性を提供するが、HFTに対する保護の

手段として「ダークオーダー」とは相容れない。一般の投資家注文と、マーケットメイカー注文との取り扱いの違いも同様。「EUREXのように、明確にマーケットメイカーを保護する」のか、あるいは「MMに加えて、流動性を提供するバイサイド保護を重要視する」のか。それによって市場の流動性は大きく異なる可能性がある。

#### 4 おわりに

本稿では、IEXによるオプション市場開設発表と、その前提となるIEXの取引手法（株式取引に使用されているスピードバンプ、シグナル、ダークオーダー）について説明した。

IEXは、伝統的な「価格発見機能を重視する伝統的な市場、例えばかつてのNYSEのような）取引所」よりは「（他市場の価格情報に基づき）注文執行の場に特化した組織（例えば、NYSEが上場株式市場の中心的取引所であった時代におけるATS）」的性格の強い取引所である。

SECの認可取得後、IEXがオプション市場開設をする際に、どのような制度設計を行うのか。また、同市場の機能や、他のオプション取引所市場の対応等、IEXの今後の動きが注目される。

#### 注

- (1) IEXのスピードバンプとダークオーダー制度について、吉川（二〇一六）が詳細に論じている。
- (2) Penga Z. et al. (2019)は、IEXのスピードバンプは、注文の受信による情報優位性と注文板上に配置されている（resting）注文による情報漏洩を最小化するとの原則の下で運営されている、と表現している。
- (3) Angel, et al. (2011)によれば、無差別的な情報開示は、HFTの情報優位性を強める。一方、ダークオーダーは、H

- F T以外のトレーダーからの情報開示を減らすことで、情報を持たない注文フローを保護することになる。
- (4) 投資家が入力済みの注文について、価格の変更や注文のキャンセルを行う作業は、スピードバンプの対象となる物／ならない物が存在する。スピードバンプの対象外であれば、(IEX外部の市場における価格変動に際して) 投資家は迅速な価格変更や注文キャンセルが可能となり、スピードバンプの対象であるHFT注文に対して、時間的に優位な立場となる。

#### 参考文献

- ・志馬祥紀(二〇二二)、「独オプシオン市場における高頻度取引(HFT)抑制の取り組み―非対称スピードバンプの導入―」『証券レポート』(一七三六号)、公益財団法人日本証券経済研究所、二〇二三年二月、pp.36-53。  
(<https://www.jsrior.jp/publish/report/pdf/1736/1736.pdf>)
- ・吉川真裕(二〇一六)、「SECによるIEXの取引所承認決定―フラッシュボイスは救世主か―」『証研レポート』(二六九七号)、公益財団法人日本証券経済研究所、二〇一六年八月、pp.10-18。  
([https://www.jsrior.jp/publish/report/pdf/1697/1697\\_02.pdf](https://www.jsrior.jp/publish/report/pdf/1697/1697_02.pdf))
- ・Angel J., Harris L.E., Spatt C.S. (2011), "Equity trading in the 21st century", *Quarterly Journal of Finance* 1 (1), pp. 1-53.  
([https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN\\_ID1584026\\_code517200.pdf?abstractid=1584026&mirid=1](https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1584026_code517200.pdf?abstractid=1584026&mirid=1))
- ・Aldrich E. M., Friedman D. (2017), "Order protection through delayed messaging", *Working Paper*, (<https://ssrn.com/abstract=2999059>)
- ・Foucault T., Röell A., Sandås P. (2003), "Market making with costly monitoring: An analysis of the soes controversy", *The*

- Review of Financial Studies*, 16(2): 345–384, 2003.
- Hendershott T., Khan S., Riordan R. (2022), "Option auctions", Available at SSRN 4110516, 2022.
  - Son M. (2022), "High-Frequency Trading in the Options Market", October 2022. ([https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN\\_ID4274360\\_code3133400.pdf?abstractid=4199462&mirid=1](https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID4274360_code3133400.pdf?abstractid=4199462&mirid=1))
  - Muravyyev D., Pearson N.D. (2020), "Options trading costs are lower than you think", *The Review of Financial Studies*, 33(1J): 4973–5014, 2020.
  - Penga Z., Guob D., Mengc D. (2019), "TEX's Speed Bump and Its Effect on Adverse Selection", *Sydney Banking and Finance Stability Conference*, February 2019, ([https://sbfc.sydney.edu.au/2019/papers/P081\\_Named.pdf](https://sbfc.sydney.edu.au/2019/papers/P081_Named.pdf))
  - Spector S. (2021), "Breaking Down M-Peg and D-Peg", *Boxes + Lines*, Mar 18, 2021, (<https://medium.com/boxes-and-lines/breaking-down-m-peg-and-d-peg-b71976ed2965>)
  - United States Court of Appeals FOR THE DISTRICT OF COLUMBIA CIRCUIT (2022), "Citadel Securities LLC v. SEC, 20-1424 (D.C. Cir. 2022)", July 29th, 2022, (<https://www.courtlistener.com/opinion/7684558/citadel-securities-llc-v-sec/>)
  - Wah E., Feldman S., Chung F., Bishop A., Aisen D. (2017), "A comparison of execution quality across U.S. stock exchanges", *TEX White Paper*, 21 Apr 2017, ([https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN\\_ID2955297\\_code1986536.pdf?abstractid=2955297&mirid=1](https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID2955297_code1986536.pdf?abstractid=2955297&mirid=1))

# 証研レポート既刊目録

|  |                             |  |                             |
|--|-----------------------------|--|-----------------------------|
| <b>No.1734 (2022.10)</b><br>わが国OTCデリバティブ市場の現況<br>—二〇二二年六月末BIS定例市場報告—<br>ペイメント・フォー・オーダーフローと投資家の資産選択<br>SECゲンスラー委員長のスピーチと「オークション」<br>EDF（フランス電力）再国有化のインプリケーション                   | 執筆者<br>吉川<br>清水<br>志馬<br>中川 | <b>No.1741 (2023.12)</b><br>「新店頭市場」とジャスダック証券取引所<br>—非上場株式市場の歴史的考察—<br>インドの個人投資家<br>—NSEデータに基づく考察—<br>ダークプールでのHFTの取引<br>ポスト・ブレグジットの英国金融・証券セクター<br>—崖っぶちのシティー—   | 執筆者<br>松尾<br>吉川<br>清水<br>中川 |
| <b>No.1735 (2022.12)</b><br>ラップ・アカウントの現状について<br>資金余剰下の金利引き上げ<br>—FRBとMMF—<br>OTCデリバティブ市場の現況<br>—二〇二二年外為・デリバティブ・サーベイ—   | 二上<br>伊豆<br>吉川              | <b>No.1742 (2024.2)</b><br>グリーンシートと株主コミュニティ制度<br>—非上場市場の歴史的考察—<br>FRBのバランスシート縮小について<br>インドの個人による株式デリバティブ取引<br>—インド証券取引委員会調査報告—<br>米国株式取引の取引所市場と店頭市場の取引シェア<br>—取引市場はどのように選択されているのか—   | 松尾<br>伊豆<br>吉川<br>志馬        |
| <b>No.1736 (2023.2)</b><br>クラウドファンディングの世界的概況<br>OTCデリバティブ市場の現況2<br>—二〇二二年六月末残高調査結果—<br>ホールセラーへの競争導入提案<br>独オプション市場における高頻度取引（HFT）抑制の取り組み<br>—非対称スピードバンプの導入—<br>敵対的買収における強圧性について  | 松尾<br>吉川<br>清水<br>志馬<br>梅本  | <b>No.1743 (2024.4)</b><br>PTFのディーラー登録をめぐる<br>—米国国債市場の課題と対応—<br>インドの個人による株式デリバティブ取引2<br>—取引対象別分類—<br>非財務情報の虚偽記載と2つの「重要な事項」の解釈<br>米国の実質株主の透明化のための制度<br>—OBO/NOBOとForm13F—   | 伊豆<br>吉川<br>梅本<br>福本        |
| <b>No.1737 (2023.4)</b><br>英国および米国におけるクラウドファンディング<br>—株式投資型を中心に—<br>シリコンバレー銀行の破綻と資金フロー<br>—預金・MMF・FRB—<br>世界の取引所取引の現況<br>—WF E報告書に基づく考察—<br>米国のUniversal Proxy（ユニバーサル・プロキシ）の導入 | 松尾<br>伊豆<br>吉川<br>福本        | <b>No.1744 (2024.6)</b><br>「インベストメント・チェーン」の残されたピース<br>戦前日本における株式買占め事例<br>—鉄道会社の事例を中心に—<br>コロナ禍の欧州株式アクティブESGファンド<br>—ESMAワーキング・ペーパーの考察—<br>米国オプション市場における取引の短期志向化<br>—Oteオプション取引の活況—<br>EU市民の金融ナリッジの現況と評価<br>—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<br>松尾<br>吉川<br>志馬<br>中川  |
| <b>No.1738 (2023.6)</b><br>プライベート市場の拡大と「ゲートキーパー」<br>ナショナル・ストック・エクスチェンジ・オブ・インディア<br>—世界最大のデリバティブ取引所—<br>SECによる最良執行ルール提案<br>米国株価情報配信政策をめぐるSECと取引所の争い<br>—SECによるSIPの改革提案と改訴—      | 二上<br>吉川<br>清水<br>志馬        | <b>No.1745 (2024.8)</b><br>日銀はなぜ急変したのか？<br>OFRのヘッジファンド・モニター<br>—米監督機関のデータ公開—<br>欧州資本市場の統合テーパー設立の動きについて<br>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<br>吉川<br>清水<br>福本        |
| <b>No.1739 (2023.8)</b><br>日本証券業協会の業態分析について<br>クレディ・スイスのAT1債をめぐる<br>—ペイルイン再考—<br>コロケーション・スキャンダル<br>—インドにおける取引所運営の汚点—   | 二上<br>伊豆<br>吉川              | <b>No.1746 (2024.10)</b><br>非上場株等の発行・流通の拡大に向けた取組みについて<br>株主コミュニティ制度の新たな展開<br>—運営会員と売買高を中心に—<br>ユーロネクスト市場のパフォーマンス<br>—二〇二四年八月混乱期のデータ分析—<br>米株オプション市場における立会場取引<br>—マイアミ取引所グループの新規取引所開設—  | 二上<br>松尾<br>吉川<br>志馬        |
| <b>No.1740 (2023.10)</b><br>取引所二部開設と店頭売買銘柄登録制度<br>—株式店頭市場の歴史的考察—<br>GIFTコネクト<br>—インドとシンガポールの取引リネージュ—<br>米国株式市場の構造変化<br>—ゼロ・コミッション化の進展と店頭市場の拡大—                                 | 松尾<br>吉川<br>志馬              | <b>No.1747 (2024.12)</b><br>金融・証券界におけるデジタルテクノロジーの活用について<br>FRBの利上げはなぜ効かなかったのか？<br>続・インドの個人による株式デリバティブ取引<br>—インド証券取引委員会調査報告—  | 二上<br>伊豆<br>吉川              |

証研レポート第一七四八号  
二〇二五年二月十日発行  
(偶数月第二月曜日発行)

2025年2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%)