

わが国株式市場の現状と課題について

株式市場に関するリサーチ・ワークショップの模様

金融市場局金融市場課

2002年7月

Market Review

日本銀行金融市場局では、5月17日に「株式市場に関するリサーチ・ワークショップ」を開催した。金融市場間あるいは金融市場・実体経済間のリンケージが強まっていく中で、金融市場が発しているメッセージを抽出・分析していくことは、金融経済情勢を判断していくうえで、一段と重要度を増してきている。とりわけ株価は、先行きの経済ファンダメンタルズや企業価値を反映していると考えられるため、日本銀行としても、株式市場に対する理解を深めていくことの意義は大きい。ワークショップでは、はじめに、金融市場局が取り組んできた3本の研究論文について報告・討論が行われた。トピックは、それぞれ、株主構成と企業価値を巡る問題、マーケットメイク制度と市場流動性、株式投資信託に対する投資家の設定・解約行動、である。続いて行われたパネル・ディスカッションでは、実務家・学識経験者を含むパネリストによる導入報告の後、フロアを交えて自由討議が行われた。そこでは、わが国機関投資家行動に対する評価、ディスクロージャーのあり方、法制度の観点からみた場合の株式市場の機能、といった論点が議論された。

はじめに

日本銀行金融市場局では、2002年5月17日に「株式市場に関するリサーチ・ワークショップ」を開催した（プログラムはBox）。本ワークショップは、かねてから金融市場局で取り組んできた、わが国株式市場に関する研究成果を実務家・学識経験者を含む株式市場関係者の間で広く共有するとともに、より広範な論点について、パネル・ディスカッション等を通じて理解を深めることを企図したものである。

本稿では、ワークショップにおいて報告された論文の内容と討論の模様、パネル・ディスカッションにおける議論の概要を紹介する。

論文報告・討論の模様

第1セッションでは、金融市場局スタッフによる3本の論文報告、指定討論者による討論に続き、フロアを交えた自由討議が行われた。

株主構成は企業価値に影響を与えるか

（報告者 西崎健司）

本論文では、わが国企業の株主構成と企業価値の関係について、株主によるコーポレート・ガバナンスに注目して考察を行っている。主たる検討課題は、企業価値に対して、外部大口株主によるモニタリング活動、株主構成の変化、がいかなる効果をもたらし得るのか、という点にある。

分析に用いたモデルでは、企業経営の実態を踏まえ、経営者の経営努力インセンティブを最大限に引き出すことのできる報酬契約（完全な契約）を、株

主・経営者間で交わすことができない状況が想定されている。モデル分析の結果、外部大口株主の保有比率の上昇は、次の2つの経路を通じて企業価値に影響を与える。第1に、経営者の経営努力インセンティブを阻害する経路を通じて、企業価値にマイナスの影響を与える。第2に、投資リターンのうち株主に帰属する割合を増加させることを通じて、企業価値にプラスの影響を与える。どちらの効果が大きいかは、実証的な判断に委ねられることになる¹。

本論文の実証分析は、マクロ（資金循環統計）・ミクロ（個別企業データ）双方のデータを用いて行われている。はじめに、資金循環統計を用いて、1990年代以降の株式保有額の変化について、価格要因と取引要因に要因分解した結果を以下のように報告する。金融機関、非金融法人企業、家計（個人投資家）投資信託の各部門は、保有株式価値が下落する中（価格要因）、株式を売り越している（取引要因）。年金部門は、保有株式価値が下落する中、株式を買い越しており、ネットでは保有額を増加させている。海外部門（外国人投資家）は保有株式価値が上昇する中、大幅に買い越している。これは、事後的にみると国内投資家より優れた運用パフォーマンスを上げてきたことを意味する。

次に、個別企業データによるパネル分析（サンプル期間は1980年度～1999年度）の結果を以下のように報告する。大口株主保有比率²、金融機関保有比率の上昇は、企業価値を高める。非金融法人企業の保有比率の上昇は、企業価値を低下させる（1990年代のみ）。外国人投資家の保有比率の上昇は、

企業価値を高める（1990年代のみ）。個人投資家の保有比率の上昇は、企業価値を低下させる³。

以上の分析結果を踏まえ、次の2点を指摘したい。

高齢化に伴ってプレゼンス拡大が予想される年金基金等の機関投資家が、株主としていかに企業価値を高める役割を果たしていくのかという点が重要である。わが国機関投資家の株主としてのモニタリング機能は、少なくとも外国人投資家と比較すると劣っていた可能性が高い。M&A等を活用した株主構成の再構成により、機関投資家や外国人投資家を株主として呼び込むことも、企業のガバナンス強化に向けた方策の1つとなる可能性がある。

これに対する指定討論者のコメントの概要は以下のとおりである。

まず、株主構成の動向に関し、2点指摘があった。

株式持合いの解消は90年代の特徴の1つである。ただし、現時点では、バブル期に積み上がった銀行・事業会社間の解消が中心である点に留意する必要がある。将来展望を行う際に機関投資家の役割を重視すべきという点は同感である。特に、生保がサイレント・パートナーから脱却できるかという点

が注目点である。

次に、利潤分配時において、大口株主のシェア拡大により、投資リターンのうち株主（経営者）に帰属する割合が増加（減少）する、という仮定の現実妥当性に疑問を呈した。

また、以下の2点を感想として述べた。外国人投資家は、IR活動⁴等の推進を通じて、情報の非対称性の軽減に努めている企業に対して、より積極的に投資を行う傾向がみられるが、それは本論文の枠組みの中ではどのように解釈すべきなのか。金融機関保有比率の影響については、90年代に金融機関が、業績の良い企業を選別して株式投資を行ってきたことを反映している可能性があるのではないかと。

市場取引メカニズムの相違は株価形成に影響を与えるか（報告者 嶋谷 毅）

本論文では、マーケット・マイクロストラクチャー⁵の観点から、JASDAQ市場⁶におけるマーケットメイク銘柄（MM銘柄）とオーダーリブンの銘柄（OD銘柄）のビッドアスク・スプレッド⁸を比較分析することにより、売買システムの相違が銘柄間の価格形成

Box：ワークショップ・プログラム

▶第1セッション：論文報告*・討論

* 報告論文は、金融市場局ワーキングペーパーとして、日本銀行ホームページ上（日本銀行 [<http://www.boj.or.jp>] 論文・レポート 金融市場局）にて公表済み。

報告 株式保有構成と企業価値の関係について
コーポレート・ガバナンスに関する一考察
（西崎健司・倉澤資成）

報告者：西崎健司 日本銀行金融市場局
討論者：鶴光太郎 経済産業研究所上席研究員

報告 JASDAQ市場のマーケット・マイクロストラクチャーとスプレッド分布
（宇野淳・嶋谷毅・清水季子・万年佐知子）

報告者：嶋谷 毅 日本銀行金融市場局
討論者：森本敏喜 岡三証券アセットマネジメント部兼商品運用部シニアトレーダー

報告 わが国株式投資信託の需要構造について
動学的資産選択に基づく設定・解約行動分析
（田中寛厚・馬場直彦）

報告者：田中寛厚 日本銀行金融市場局
討論者：竹原 均 筑波大学社会工学系助教授

▶第2セッション：パネル・ディスカッション「株式市場の現状と課題」

パネリスト：

岩村 充	早稲田大学大学院アジア太平洋研究科教授
倉澤資成	横浜国立大学大学院国際社会科学部研究科教授
宇野 淳	中央大学商学部教授
中曾 宏	日本銀行金融市場局参事役
小塚 莊一郎	上智大学法学部助教授
大崎 貞和	野村総合研究所資本市場研究室長

* 所属はワークショップ開催当時のもの。

に及ぼす影響について考察を行っている。本論文の分析結果は以下の4点に要約できる。

MM銘柄は、売買の気配スプレッドの大きさが安定している。また、取引時間の9割以上でアスク・ビッドの気配が揃っていることから、相対的に高い執行確率⁹を維持している。

OD銘柄は、時価総額が小さいものほど売買双方の気配が揃わない時間が長くなる一方、取引成立直前の気配スプレッドは、MM銘柄以下の水準で推移している。これは、OD銘柄が相対的に高い価格向上¹⁰を実現していることを示唆している。実効スプレッド（約定価格ベースで計測したスプレッド）については、MM銘柄の方がOD銘柄よりも小さい。

上記のような特徴は、クロスセクション分析のみならず、売買システムをMMからODに、あるいはODからMMに変更した銘柄の事前事後の分析でも確認できた。

以上の分析結果を踏まえて、わが国において、マーケットメイク制度がオーダーリブンを補強、もしくは代替する市場取引制度として定着することの意義について、以下の2点を指摘したい。投資家にとっては、売買システムに関する選択肢の拡大を意味する。マーケットメイカーが介在することによって、市場流動性の欠如を補うことができるという意味で、マクロ的な経済厚生を高める。

これに対する指定討論者のコメントの概要は以下のとおりである。

マーケットメイク業務の参加者が、感覚的に感じていたことの多くがこの論文では立証されている。もっとも、MM銘柄の約3割が最良気配内で約定されているという分析結果は驚きであった。ただ、売買システムの変更を経験した銘柄数が現状では限られていること等に鑑みると、より一般的な結論を導き出すためには、今後十分なデータの蓄積を待たなければならない。

さらに、本論文の分析結果に関して、マーケットメイカー、個人投資家、機関投資家の間で見解の相違がみられるが、これはわが国のマーケットメイク制度の実情を示しているのかもしれない。そこで、本論文のようなマイクロストラクチャー分析が今後質量ともに増加することによって、一段の市場制度の整備と市場参加者のマーケットメイクに対する理解が進展していくことを期待したい。

フロアーからは、MM銘柄の方が相対的に流動性が高いという結果は、予め流動性の高い銘柄がMM銘柄として選択され、流動性の低い銘柄が自動的にOD銘柄となっていることに起因している可能性があるとの指摘があった。これに対して、報告者は、相対的に流動性に乏しい時価総額20億円未満の銘柄についても、MM銘柄がOD銘柄対比で数的に優位になっているという事実を踏まえ、指摘されたよう

なサンプル・バイアスによる影響は考えられないと回答した。

わが国の株式投資信託はなぜ伸び悩んでいるのか（報告者 田中寛厚）

本論文では、わが国株式投資信託（以下、株式投信）に対する投資家の設定・解約行動について理論・実証両面から分析を試みている。理論モデルとしては、取引コストが存在する下での投資家の動学的な意思決定モデルを用いている。これにより、株式投信売買時に発生する設定・解約コストや収益率に関する不確実性が、「投資決定を先送りするオプション価値」を変動させることを通じて、投資行動に影響を与えることが明らかとなった。

シミュレーション結果によると、株式投信の保有比率に大きな影響を与える変数は、株式投信の期待収益率（および負の期待収益率と見なすことができる信託報酬率¹¹）、販売手数料・信託財産留保金¹²、

収益率の不確実性、であることがわかった。とりわけ不確実性の増大は、設定率のみならず解約率をも引き下げる方向に作用すること、数%の販売手数料や信託財産留保金は、収益率の不確実性と相俟って、投資家の最適な投信保有量を数%～10%のオーダーで変化させ得ること等、通常の資産選択モデルからは導くことができないインプリケーションを得ることができた。

さらに本論文では、個別株式投信（ファンド）の設定額・解約額の日次データからパネル・データを構築し、上述の理論的仮説に実証的な検討を加えた。その結果、2000年半ば以降においては、概ね理論モデルから導かれる合理的な投資行動が実践されていることが明らかになった。すなわち、足許の株式投信の低迷は、期待収益率の低迷、不確実性の増大、手数料の高止まりといった環境の中で、投資家が設定を合理的に先送りした結果として解釈が可能である。

これに対する指定討論者のコメントの概要は以下のとおりである。

はじめに、本論文の位置付けについて、以下のような所見を述べた。株式投信に関する学術的な研究を展望すると、長い間、各ファンドの運用パフォーマンスの測定が中心課題であった。もっとも近年では、研究の方向性は、運用パフォーマンスそのものの測定から、合理的な投資行動の解明、さらには、明示的・潜在的なコストが投資行動に及ぼす影響に関する分析へとシフトしつつある。販売手数料、解約手数料、信託報酬が不確実性下の投資家行動に与える影響を分析した本論文はまさにそうした先端の流れの中に位置している。

次に、以下の2点につき、問題提起を行った。第1に、本論文のモデルでは、ファンドの期待収益率、およびボラティリティ等のパラメータは一定と仮定されている。しかし、こうした期待収益率やボラ

ティリティのパラメータに関する仮定次第では、シミュレーション結果は大きく変化する可能性がある。

第2に、実証結果によると、販売手数料や信託財産留保金にかかるパラメータ推計値は、理論的仮説を支持している。しかし一方では、推計モデルの決定係数は全般的にかなり低い。これらの結果は総合的にどのように評価すべきか。

パネル・ディスカッションの様相

パネル・ディスカッションは、「株式市場の現状と課題」をテーマとして、実務家・学識経験者を含む6人のパネリストを中心に行われた。はじめに、各パネリストが導入報告を行った後、フロアを交えて自由討議が行われた。

パネリストによる導入報告

ディスクロージャーはどこまで役に立つのか (岩村 充)

理想的な時価会計が実施されたとしても、会計上算出された企業の純資産額は、株式の時価総額に一致しない。それは、株式の時価総額には、将来の企業行動によって決定される資産・負債の割引現在価値が反映されているからである。

では、投資家たちはどのようにして個別企業のファンダメンタルズを予測しているのか。1つの仮説は、ミクロ的要素、すなわち個別企業のファンダメンタルズを、景気や物価などマクロ経済のファンダメンタルズと整合的なかたちで予測するというものである。一方、投資家は個別企業動向については関心がなく、マクロ経済情報から市場ポートフォリオの動きを予測し、その市場ポートフォリオの予測値からの乖離という尺度から、個別企業の株価を予測しているという仮説も考えられる。実際に市場参加者が、株価を後者の仮説に従って予測し、取引しているとしたら、個別企業レベルで詳細にディスクロージャーを行う意義はどこに見出し得るのであるか。

株価の短期変動は実体経済に影響を及ぼすか (倉澤資成)

株価形成の効率性やファンダメンタルズとの整合性はしばしば議論の対象となる。その背後には、株価に歪みが存在すると「効率的な資源配分が阻害される」との前提がある。その意義について企業行動との関連で再考してみたい。

ここでは、株価が企業行動に与える影響経路として次の3つを考える。第1の経路は、株価がパフォーマンス指標として企業行動を規定する経路。第2の経路は、財務政策（資金調達、設備投資計画等）に対する影響を通じる経路。第3の経路は、TOB¹³等企業支配権を通じる経路である。

いずれの経路を考えたとしても、企業行動はごく短期の間に生じる株価変動に左右されるとは考え難い。同様に、効率的市場仮説¹⁴を考える際にも、情報伝達の迅速性について1日、2日程度の差を問題にする意義は小さいのではないか。

市場流動性の欠如はスムーズな資産運用を妨げているか(宇野 淳)

アクティブ運用¹⁵に伴う執行コストを検討することは、以下の2つの観点から重要である。

第1の観点は、市場もしくは証券会社業務の効率性比較の観点である。

第2の観点は、資産運用主体としての機関投資家にとってのコスト評価という観点である。実際に機関投資家が運用した時のコストを、売買決定時から約定時までの価格変化と定義して計測すると、売買の平均で約1.1%であった。これは、オーバーナイト要因（前日終値と翌日始値との乖離）、トレンド要因（売買された銘柄価格の日中変化）、タイミング要因（投資家が実際に取得した価格と平均価格との差）、遅延コストに要因分解することができるが、このうち遅延コストが最大のコスト要因となっている。

ここで遅延コストとは、機関投資家が特定銘柄の売買を1日で完了することができず、複数日かけて実行することを余儀なくされる場合の、売買期間中の価格変化として定義されている。この遅延コストが大きいことは、機関投資家が実際に売買を希望する額との対比で、市場が提供している流動性が十分ではないことを示唆している。

機関投資家によるパッシブ運用化は株式市場の効率性にどのような影響を及ぼすか(中曾 宏)

投信や年金基金等の機関投資家は、今後わが国株式市場の効率化に向けて、重要な担い手となるべき存在と言われている。ただし、最近進展しつつあるアクティブ運用からパッシブ運用への運用スタイルの変化が、市場の効率性ひいては株価形成に与える影響は、以下に示すように必ずしも好ましいものばかりではない。

パッシブ運用の前提は、効率的市場仮説の成立にある。しかし、すべての投資家がパッシブ運用に徹した場合、情報生産を行う経済主体が存在しなくなり、逆に市場の効率性が損なわれる可能性がある（効率的市場仮説のパラドックス）。

一方、実務的には、パッシブ運用を行う際には、ベンチマーク・インデックスを構成するすべての銘柄を保有しているケースは稀で、ごく一部の銘柄を組み合わせて、ベンチマーク・インデックスに対する追随を目指すケースが多い。当該銘柄は、基本的に過去のリスク・リターン情報をもとに選択される以上、その大半が機関投資家間で共通である可能性が高い。従って、ベンチマークの構成銘柄間（売

買対象銘柄と、対象外の銘柄)で、市場流動性や価格形成面で二極化が進展する可能性があるのではないか。

株式市場の機能は法制度により改善できるか (小塚荘一郎)

株式市場の機能は、法制度の見直しにより改善が可能であろうか。結論から言うと、証券取引法の主要な内容とされてきた3つの問題、すなわち、ディスクロージャー制度、インサイダー取引・株価操縦を含む不公正取引の問題、その他の業者規制(業界団体等の自主規制機関を含む)に関する制度を改正しても株式市場の機能が向上するとは限らない。

また株式市場の存在意義については、株式市場はコーポレート・ガバナンスを強化するとの見解もあるが、それを株式市場の機能と呼んでよいかと言えば、必ずしもコンセンサスが得られているわけではない。

ここで、以下の3点につき、問題提起をしたい。第1は、株式市場に一般・個人投資家を呼び込むという米国流の政策判断が方向性として本当に正しいのかという点。第2は、市場間競争の観点から考えた場合、市場は法律による規制を必要としているのか、という点。第3は、そもそも市場のあり方自体を法律家は問題とすべきか、という点である。

株式市場規制の課題(大崎貞和)

米国の監督官庁・規制機関では、法律家が人数的に大きなウェイトを占めている。一方、エコノミストと呼ばれる集団も必ず存在し、法律家が新しい規制・政策を策定する際に事前に行う現状分析、実行中の規制・政策手段の経済的評価、新しい規制・政策が実施される場合の費用対効果分析、を行う役割を担っている。

一方、日本の官庁においては、近年になって、ようやく規制・政策の評価分析を行う気運が生まれつつあるが、米国のような役割分担はほとんど行われてこなかった。実際、最近の空売り規制強化に関する議論は、日本の株式市場規制に関するこうした問題点を浮き彫りにしている。すなわち、規制内容そのものについての制度論的な議論のみが先行し、規制強化によって、いかなる投資行動が誘発され、結果的に株式市場にどのようなインパクトを与えるのか、といった分析的視点が欠如している。

自由討議の模様

自由討議では、株式市場において機関投資家のプレゼンス拡大が予想される中で、運用スタイルの変化(パッシブ運用化の進展)が、株価形成にどのような影響を及ぼし得るのか、という論点に注目が集まった。

これと関連して、株式市場の機能強化という観点

からみた場合に、今後ディスクロージャーや法制度の枠組みにどのような役割を担わせていくべきか、という点が議論された。具体的な議論の内容は以下のとおりである。

わが国機関投資家行動について

フロアーから、機関投資家は、本来運用の方向性や実績に基づいて評価を受け、運用資金を集めていくべき存在であるのに対し、日本の場合には、ネーム・バリューのみで資金が集まってしまう現状を危惧する声が上がった。また、わが国の株価形成の歪みは、機関投資家による資産運用の非効率性を反映しているのではないかと意見もあった。

また、最近の機関投資家によるパッシブ運用化の進展は、株式市場にとって好ましくない影響を与え得るという見解は、ワークショップ参加者の間で広く共有された。特に、わが国の場合、その移行スピードが速すぎる点が問題であるとの指摘が相次いだ。これに関連して、多くの機関投資家が揃ってパッシブ運用に切り替えた場合には、株式市場で擬似的な寡占状態が形成され、市場の効率性が損われる可能性があるとの見解も出された。

株価のファンダメンタルズからの乖離

ごく短時間であれば、株価がファンダメンタルズから乖離したとしても問題は生じないとする論点に対して、フロアーから以下のような反応があった。

どんなに短時間であろうとも、株価がファンダメンタルズから乖離している状況は、その期間中、投機的取引を行う市場参加者が十分に存在しないことを意味する。これについては、次の2つの見解がある。

第1の見解は、流動性供給を巡る見解である。中長期的なタイムホライズンを有する投資家でも、短期的な流動性が確保されていなければ市場に参入できない。こうして中長期的なタイムホライズンを有する投資家の数が十分に確保されない場合には、株価のファンダメンタルズからの乖離が長期化する可能性が高まる。この見解に従えば、投機家は、短期的な流動性供給主体として、重要な役割を担っている。

第2の見解は、投機家は、短期的な観点からのみ情報を解釈し価格に反映させようとするため、資産価格の不安定性を助長するというものである。

以上の議論を踏まえれば、ごく短期間であれば、株価がファンダメンタルズから乖離しても問題は無い、と言い切ってしまうことには疑問がある。

ディスクロージャーについて

投資家は個別企業動向には関心がなく、マクロ経済情報から市場ポートフォリオの動きを予測し、そこからの乖離という観点から個別企業の株価を予測するという論点は、市場参加者の実感に合うものとして受け止められた。一方で、本仮説において重要

なのは、マクロの株価（市場ポートフォリオ）予測に個別企業の特徴を織り込みつつ、個別株価予測を行っていくところにあり、その点において、ディスクロージャーは一定の役割を果たし得るのではないかとの見解が示された。

また、時価会計を推進していくという方向性自体には違和感はないものの、時価会計が正しい株価形成に役立つと無条件に受け入れられている風潮は危険との意見もあった。

法制度と株式市場の機能

フロアーからは、ディスクロージャー制度、不公正取引規制、業者規制の中に、円滑な市場取引を妨げているものは確かに存在しているとの見解が示された。

これに対して、わが国のように証券規制に関するシステムが既にある程度整備されている中であっては、直ちに株式市場の機能にインパクトを与えるような新しい制度を導入することは難しいとの意見が出された。

また、個別に取引の障害となる規制が存在している可能性は否定できず、それを取り除くニーズが発生し得る点は認めたとうえで、その際の重要な論点として、ある規制を排除することで、別の障害が発生してしまう可能性があり、その見極めが非常に困難であることの指摘もあった。

結びにかえて

本稿では、5月17日に日本銀行金融市場局が開催した「株式市場に関するリサーチ・ワークショップ」における議論の概要を紹介した。ワークショップでは、金融市場局スタッフ等による3本の論文に関する報告・討議とパネル・ディスカッションを通じ、様々な論点が提起された。

具体的には、コーポレート・ガバナンスの観点からみたときの機関投資家の株主としての役割、マーケットメイク制度が株式銘柄間の価格形成に与える影響、取引コスト・不確実性の存在が、株式投資信託に対する投資家の設定・解約行動に与える影響、機関投資家によるパッシブ運用化の進展の影響、ディスクロージャーのあり方、および法制度の観点からみた場合の株式市場の機能等、株式市場を巡る様々な論点が議論された。

金融市場間あるいは金融市場・実体経済間のリンクが強まっていく中で、金融市場が発しているメッセージを抽出・分析していくことは、金融経済情勢を判断していくうえで、一段と重要度を増してきている。とりわけ株価は、先行きの経済ファンダメンタルズや企業価値を反映していると考えられるため、分析ニーズは高い。こうした点を踏まえ、日本銀行としても、上記のような論点について、今後とも議論を継続していくとともに、分析能力を高め、いく努力が必要と考えている。

- 外部大口株主の保有比率の上昇は、経営者にとっては自己の利得を脅かすものとなるため、経営努力インセンティブの阻害を通じ、企業価値を低下させる効果を持つ。しかし一方で、企業体としては損失を意味する、経営者による投資リターンを抑制することを通じ、企業価値を上昇させる効果を持つ。ここで、経営者による私的消費とは、必ずしも企業価値の最大化に繋がらない経営者行動一般を指す。例えば、経営者自身の私的興味に基づくプロジェクトの選択がこれに当たる。
- 大口株主保有比率は、金融機関、非金融法人企業、海外部門の保有比率の合計として定義されている。
- 個人投資家の株式保有比率は、サンプル期間を通してみると低下傾向にあるため、この実証結果は、個人投資家の株式保有比率の低下が企業価値を高める方向に作用したことを意味している。
- IRは、investors relationsの略。IR活動とは、企業が自社の株価水準を維持するために、投資家向けに情報を発信する広報活動のこと。
- マーケット・マイクロストラクチャーとは、異なる予算制約や情報制約に直面している市場参加者にとって、合理的な行動とはどのようなものか、また、そうした市場参加者の行動がどのようにして資産価格形成に反映されるのか、といったメカニズム全般を指す。その際、当該市場がどのようなシステム（取引制度・慣行等）を採用しているのか、あるいは、どのようなタイプの市場参加者により構成されているのか、といった観点が重視される。
- JASDAQは、Japan Securities Dealers Association automated Quotationの略。売買の執行は、平成13年に導入された新JASDAQシステムにより行われている。新JASDAQシステムにより、売買注文がシステム化され、投資家は、証券会社の店頭端末を通じて、登録銘柄の市況や企業情報をリアルタイムで取得することができる。
- マーケットメイク制度とは、マーケットメイカー（証券会社）が証券の在庫を保有し、投資家との相対売買のかたちで取引を行うシステムを指す。マーケットメイカーは、常時、売買気配と呼ばれる価格情報、および売買株数を提示し、投資家からの売買注文に応じる。一方、マーケットメイカー不在の取引システムはオーダードリブン（注文駆動型）と呼ばれ、投資家が注文を出してから価格が決定される。詳しくは、大村敬一・宇野淳・川北英隆・俊野雅司、『株式市場のマイクロストラクチャー』（日本経済新聞社、1998年）を参照。
- MM銘柄のスプレッドは、複数のマーケットメイカーが提示する中で、最良のアスクとビッドの差として、OD銘柄のスプレッドは、市場に出された指値注文の中で、最良のアスクとビッドの差として定義されている。
- 執行確率とは、投資家の出した注文が、売買希望時に、希望価格で約定される確率。
- 価格向上とは、気配スプレッドのサンプル平均値と約定直前の値の差を指し、この差が大きいほど、高い価格向上が実現されているということになる。
- 信託報酬は、投資家が株式投信を保有している間、日々信託財産から差し引かれる手数料。
- 販売手数料は、販売会社が顧客に対するアドバイス等の対価として、設定時に設定金額の一定率を受け取る手数料で、理論モデルの設定コストに相当する。一方、信託財産留保金は、解約代金を支払うために、信託財産の組入価値証券を売却する際に必要となる売買手数料等の費用を、解約者に負担させる趣旨で設けられたものであり、理論モデルの解約コストに相当する。
- TOBは、take-over bidsの略。会社の支配権を手に入れる目的で、不特定多数の株主から株式を買い取る公開買付けを指す。
- 効率的市場仮説によると、市場が効率的であれば、入手可能な情報はすべて瞬時に価格に織り込まれる。従って、効率的市場仮説の成立を前提とすれば、どのような形で株価予測を行ったとしても、平均的にベンチマーク・インデックスを上回るパフォーマンスをあげることが理論的に不可能となる。
- TOPIXに代表されるベンチマーク・インデックスに対する追従を目指す運用スタイルをパッシブ運用、ベンチマーク・インデックスを上回るパフォーマンスを目指す運用スタイルをアクティブ運用と呼ぶ。

マーケット・レビューは、金融市場に関する理解を深めるための材料提供を目的として、日本銀行金融市場局が編集・発行しているものです。

内容に関するご質問および送付先の変更等に関しましては、日本銀行金融市場局清水（Email: tokiko.shimizu@boj.or.jp）までお知らせ下さい。なお、マーケット・レビューおよび金融市場局ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。