

## ビッグバン以後のロンドン株式市場

イギリスでビッグバンと称される取引所改革が行われて一〇年が経過しようとしている。その間、この改革をめぐってさまざまな評価がおこなわれてきたが、昨九五年、「トレードポイント」と呼ばれる新しい証券取引所が公認され、需給適合方式をめぐる市場間競争の幕が切つて落とされるなど、イギリスの市場改革はビッグバンによつて完了をみたわけではない。他方、わが国証券市場においても手数料自由化が検討されるなど市場改革の具体化が進められようとしている。そこで、以下ではビッグバンの功罪、その評価、影響をしてお残されている問題点について整理してみた。

(1)

### ビッグバンの内容と目的

ビッグバンとは一九八六年にロンドン証券取引所（以下LSEと略）が行つた一連の包括的な改革であり、それは、①売買手数料の自由化、②単一資格制の廃止（ジョバー・ブローカーの兼業可となる）、③証券取引所会員への外部資本出資制限の撤廃、④競争的マーケットメイカー制の導入および立会場取引からスクリーン取引への移行、の四点からなっている。この改革の目的は、次のように、単一ではなく複合的になつてい

### 〔市場機能の向上——投資家、発行体の利便性の観点〕

手数料の自由化は、会員業者のブローカー業務にかかるコストやサービスに見合つた料率の設定により投資家にとつて合理的な取引コストを約束する。会員業者への出資制限の撤廃は、会員業者の資本力すなわちポジション・テーキング力を強化し、より良い値段の提供、より多くの執行可能株数を投資家に約束する。<sup>(1)</sup>単一資格制の撤廃はブローカー・ディーラーの兼営を通じて、範囲の経済性により業者の経営コストを低下させる。要するにこの改革の目的は、価格形成にすぐれ、流動性に富み、低コストの流通市場を形成することで出来高の拡大を図り、ひいては資金調達機能を高めることにある。

### 〔国際競争力強化——国際性の観点〕

このような市場機能向上の努力はLSEの外国株部門においてもむけられ、外国株の流動性ひいては資金調達機能の向上が図られた。改革の目的は、このことを通じてロンドンを世界の金融センターの一つにし、かつ欧州時間帯でのリーダーとしての地位を確立して、国際競争力の強化を図ることにある。

(2)

### 〔仲介業者〕

他方、投資家や発行体が利用する証券サービスについては、改革の目的は、国際的資本を含む外部資本の会員業者への資本参加ならびに一連の改革を通じて英国証券会社の体質強化、リストラを図り、高度なイノベーションの発揮が可能な状況を作り出すことにある。

### 〔透明性、取引公正性——投資家保護の観点〕

スクリーン取引への移行は、これまで投資家には見えなかつた立会場のなかでの売り買いの気配値が、他のマ

マーケットメイカーの気配値と比較可能な形でリアルタイムで提供されることとなり、事前情報の透明性は格段に向上する。改革の目的は、同時に行われた新規制システム（金融サービス法）とあいまってロンドンを適切に規制された市場にし、投資家保護と公正な取引の実現を図ることにある。

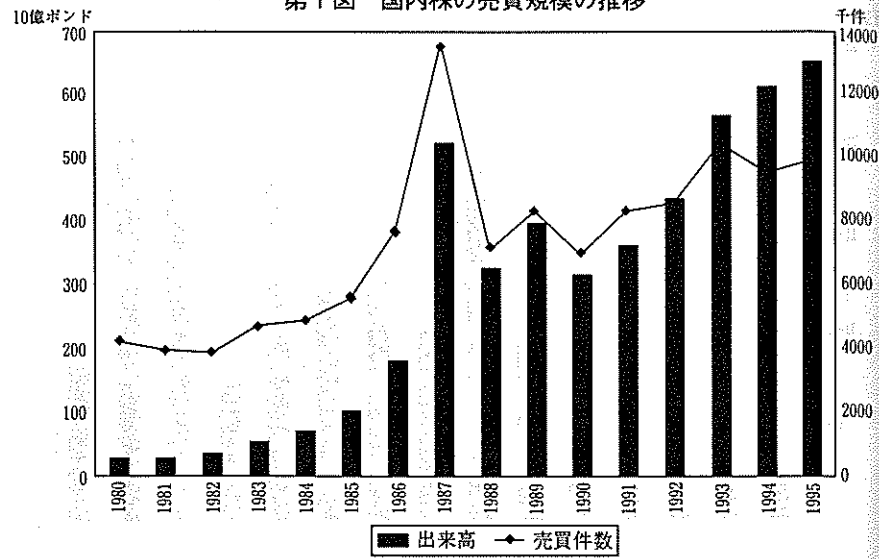
### 市場機能向上の評価

以上のように見ると、ビッグバンの評価はこれらのそれぞれの程度達成されたか、という観点からなされるべきだということになる。<sup>(2)</sup>そこで最初に市場機能は向上したか、という点についてみよう。

そのプラスの評価としては、①市場規模が金額・件数ベースともほぼ順調に拡大していること、②売買手数料がコストやサービスマに見合っ設定されるようになったこと、③株式による資金調達が新規上場を含め、順調に拡大したこと等があげられよう。

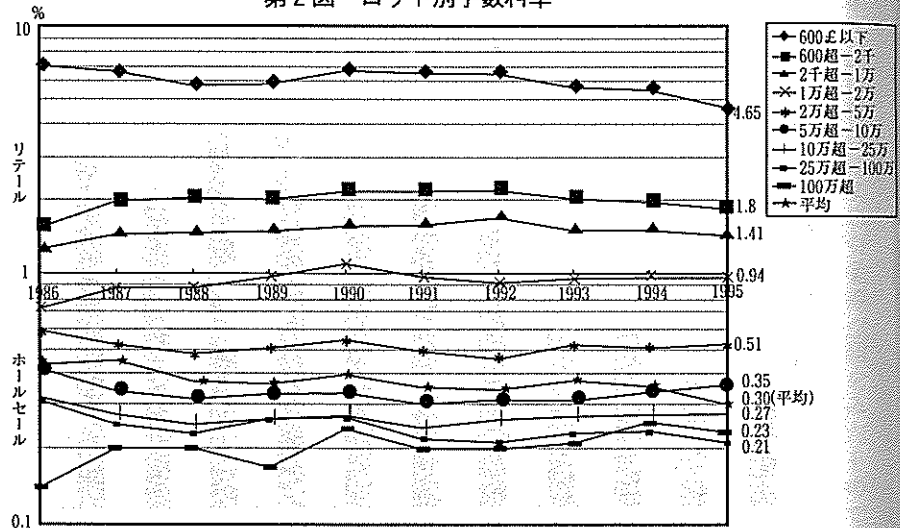
第一に市場規模の拡大は流動性の向上の代理変数である（第一図）。第二に、全体として手数料率すなわち投資家にとって取引コストが低下していること、二万ポンド以下の小口取引の料率は概ね上昇している反面、これを超える大口取引の料率が低下しており、これまでブローカー業務において行われていたとされる内部補助（大口取引の赤字をもって小口取引の赤字を補助する）が解消されブローカーコストに見合っ設定されるようになったこと等が見取れるのである（第二図）。さらにインデックスに連動するパッシブ運用等のブローカーのアドバイスが必要としない注文については、ブローカーを介さず（したがって手数料を支払わず）マーケットメイカーとの直接的な取引（ネット取引）が認められている。このようにサービスの内容に応じた手数料支払いとなっている。

第1図 国内株の売買規模の推移



(出所) Stock Exchange Quarterly より作成。

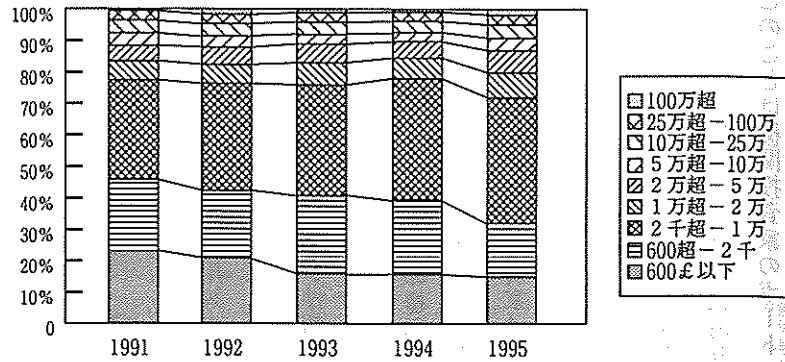
第2図 ロット別手数料率



(注) ネット取引は含まず。1995年はFTSE100銘柄のみを対象。

(出所) Stock Exchange Quarterly より作成。

第5図 ロット別売買件数の構成

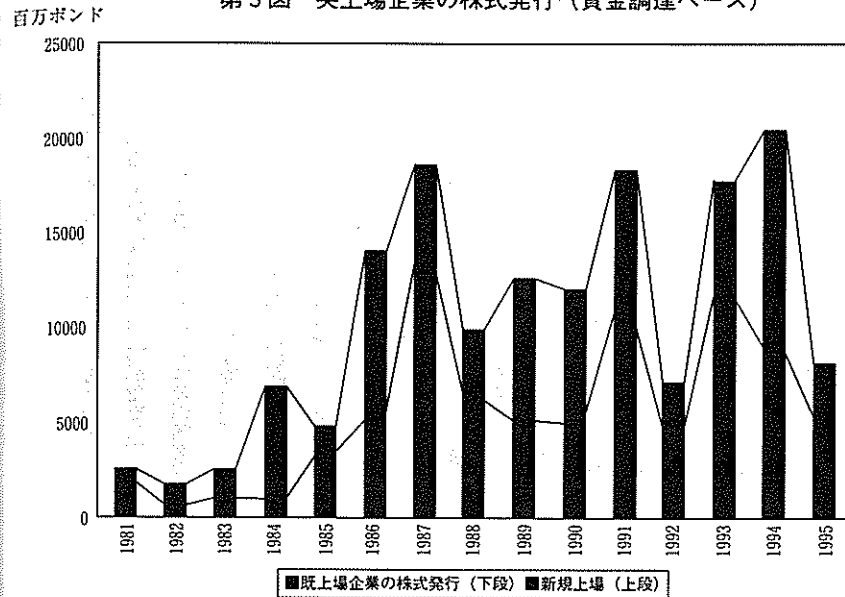


(出所) 第1図に同じ。

最後に、第三図は株式による資金調達額をみたものであり、八六年以後その規模は拡大していることがわかる。一方、マイナスの評価としては、①株主層、投資家層のすそ野の拡大が依然として定着していないこと、②自由化によっても価格競争が徹底せず、手数料率の設定に不透明な要素を含んでいること、③手数料率は低下してもスプレッドが拡大し、広義の取引コストが低下したとは必ずしもいえないこと、があげられる。

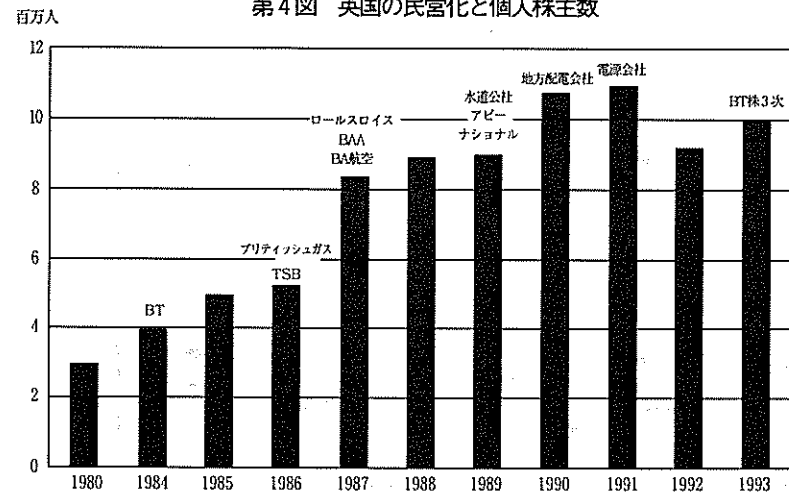
第一に、イギリスの株主人口は八〇年の三百万人から九一年の一一百万人に増えたが、これは市場改革とは関係なく民営化株の好条件での売り出し、PEPs (個人株主計画) 等の税制優遇措置、従業員持株制度の拡大等によるものである(第四図)。このなかにはわずか一株や二株しか持っておらず相場の上昇とともに利食い売りに出て株式市場から退場する株主も多いといわれている。したがって、民営化が一段落した九二年以後は早くも株主数の絶対数が減少している。このことは二千ポンド以下の零細取引はもとより売り手口の方が多いといわれていること、また金額的にはもちろん件数ベースでも小口取引の比率が

第3図 英上場企業の株式発行 (資金調達ベース)



(注) 「既上場企業の株式発行」は株式発行から新規上場分を控除した額。新規上場には若干の債券を含むため正確ではない  
(出所) Stock Exchange Quarterly より作成。

第4図 英国の民営化と個人株主数



(出所) Stock Exchange Quarterly, Summer 1991, P19. Fact Book, 1996 P42  
(注) 配電会社はTOBにより1995年には株主数は減少したと推測される。

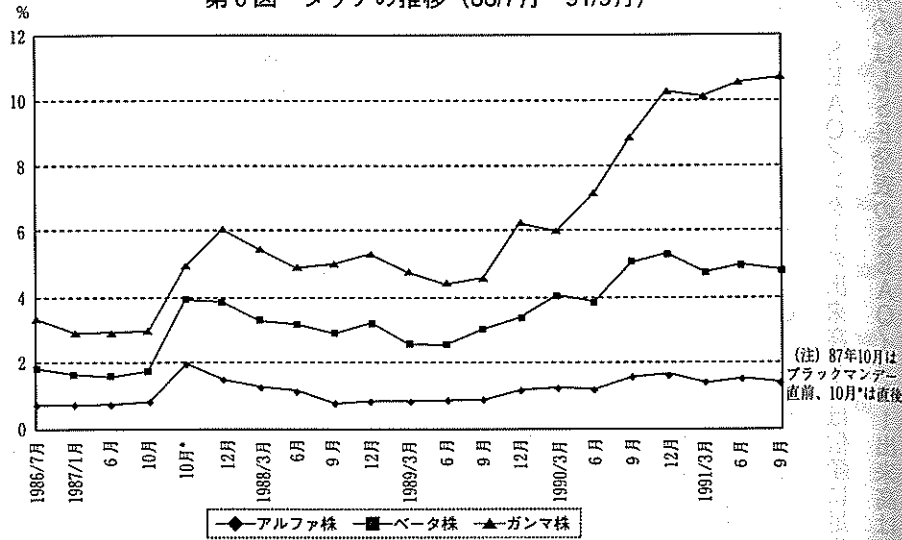
低下していることにも現れている（第五図）。このようにイギリス株式市場は、財閥解体によって強制的に証券民主化が進められその結果生み出された大衆株主を基盤に急速に拡大した戦後日本の株式市場とは逆のコースを辿っているようにみえる。

第二に九二年以後、ソフトコミッションと呼ばれる手数料の支払い契約が横行している（その結果、大口取引の手数料率は九二年以後、むしろ上昇傾向を見せている——第二図）。この契約は、機関投資家が第三者機関から調査レポートや情報端末の利用等のサービスを受けた場合に、そのコストを含めた売買手数料をパッケージにしてブローカーに支払い、ブローカーはそこから第三者機関に支払うというものである。このような支払い慣行は、調査アドバイス、オンライン情報提供、執行スキルなどそれぞれのサービスの対価として手数料が支払われるやり方とは逆であり、各種サービスの価格競争を不透明にするものである<sup>(3)</sup>。

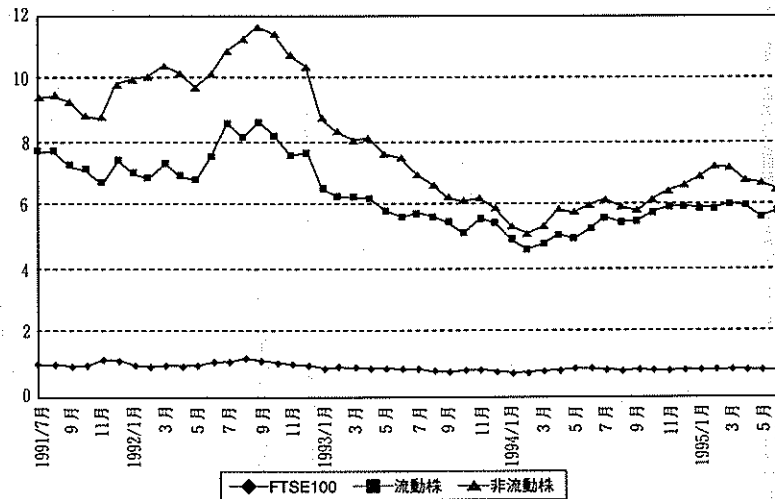
第三に、マーケットメイカーの提示する売り買いの気配値のうち最良のもの開差（これはタッチと称されるが）、これが狭ければ狭いほど投資家にとっては取引コストが低いことを意味するが、逆に上昇傾向にあることがあげられる。もちろん、投資家は交渉によってはタッチの内側（すなわちもっと良い値段）で売買を執行することも可能であるが、それが出来るのは交渉力のある機関投資家だけである。

タッチは株価に対する開差の比率によって表されるが、不況期には株価が下落するので拡大し（九〇年、九四年）、好況期には株価が上昇するので縮小する（九三年）。しかし一循環を通じてみた場合に、タッチは以前の水準まで戻らず、高止まりする傾向にあり、特に非流動株（約二三〇〇銘柄）は上昇傾向すら見せている（第六、七図）<sup>(4)</sup>。このことは機関投資家のポートフォリオの中心を占めるFTSE一〇〇等の流動株以外のものは売買が少なく、マーケットメイカーもポジションリスクの観点からタッチの幅を広げ、そのことがさらに流動性を低下

第6図 タッチの推移（86/7月—91/9月）



第7図 タッチの推移（91/7月—95/5月）



(出所) Stock Exchange Quarterly より作成。

させ、悪循環に陥っていることを暗示している。  
 イギリス株式市場はもともと機関投資家の比重が高いのであるが、ビッグバンは発行・流通両面において株式市場の規模を拡大させるというプラスの効果をもたらした反面、機関化傾向を一層促進させ、ブローカーとの契約やマーケットメイカーとの値決め交渉において透明性を欠いた取引慣行を生み出したといえよう。

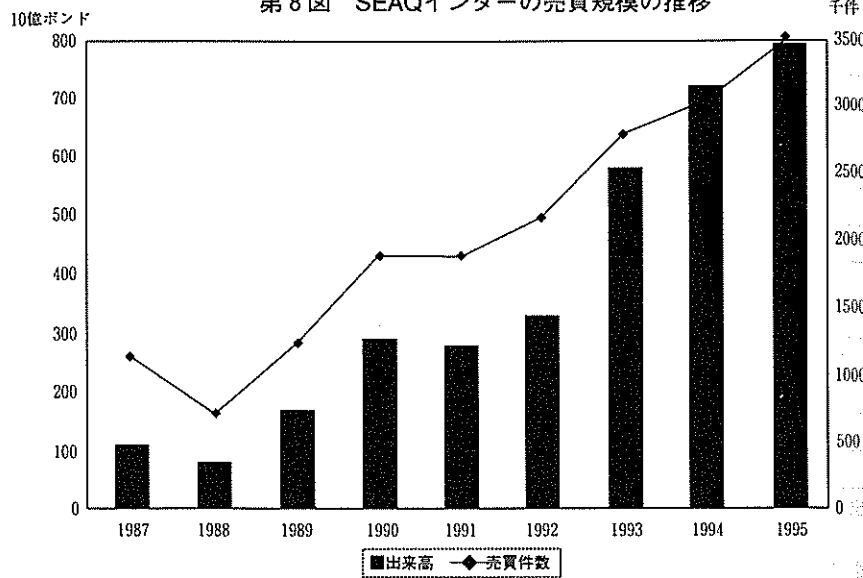
### 国際性の評価

次に国際競争力は高まったであろうか。第八図はSEAQインターと呼ばれるLSEの外国株部門の売買高が順調に拡大していることを示しており、特に欧州大陸株については母国市場に匹敵するだけの規模に達している銘柄もある(第九図)。また取引コストの国際比較を見ると、やや数字が古いが、委託手数料率では大口取引でロンドン是最も低くなっており(第一表)、またスプレッドを含めたコストでも、ドイツ株、フランス株についてはSEAQインターは母国市場と比べて低くなっている(第二表)。資金調達機能を見ると、エクイティファイナンス、新規上場ともにアメリカに次いで世界二位をキープしており(第一〇、一一図)、欧州やエマージング諸国の民営化株式のグローバル・イシューでも中心的な役割を果たしている。

このように、スクリーンによる外国株の市場情報伝達方式であるSEAQインターは、欧州株を中心に外国株の一大流通市場をロンドンに作り上げ、国際金融センターとしてのシティの地位を強化することに成功した。SEAQインターはビッグバンの最大の成功例とされているのである。

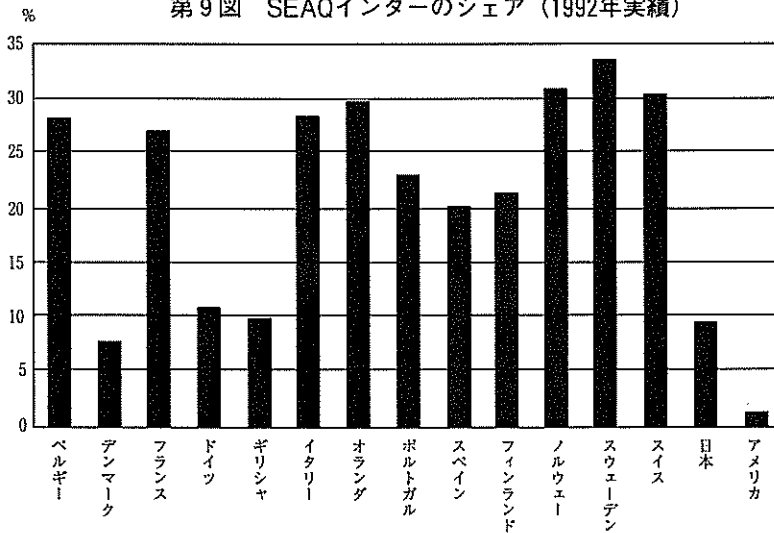
他方、SEAQインターの出来高数字は信頼に足るものではなく、流動性の指標とはならないとの批判がある(六)というのはLSE発表のSEAQインター出来高は会員業者の取り扱い実績を集計したものにすぎず、執行場所

第8図 SEAQインターの売買規模の推移



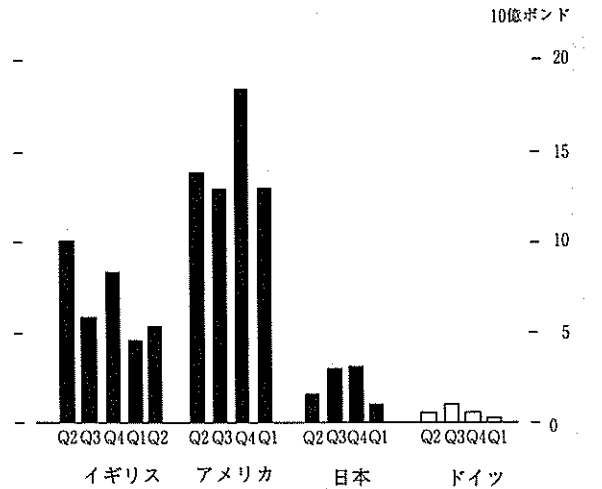
(出所) Stock Exchange Quarterly より作成。

第9図 SEAQインターのシェア (1992年実績)



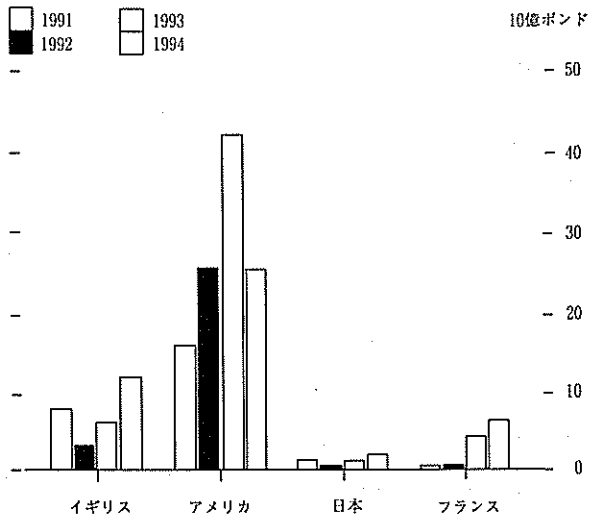
(出所) Bank of England Quarterly Bulletin, August 1993.  
 (注) 各国株の総出来高に占めるSEAQインターでの出来高

第10図 主要証券取引所におけるエクィティファイナンス



1994年第2四半期から95年第2四半期まで  
 (出所) Bank of England Quarterly Bulletin, August 1995.

第11図 新規上場企業による資金調達



(出所) Bank of England Quarterly Bulletin, May 1995.

第1表 株式の売り買いの往復手数料コスト (国際比較)

1989年1月実績

	投資金額 10,000 ポンド		投資金額 100,000 ポンド	
	国内株 %	外国株 %	国内株 %	外国株 %
ロンドン	2.47	1.90	1.12	1.04
アムステルダム	3.19	3.19	2.65	2.65
パリ	2.14	1.90	1.88	1.66
フランクフルト	1.70	1.45	1.70	1.45
チューリッヒ	1.57	1.57	1.57	1.57
東京	2.90	2.90	2.58	2.58
ニューヨーク	3.07	3.07	1.18	1.18
ヨハネスブルグ	4.72	4.72	4.72	4.72

(出所) London Business School, Research Project: The Competitive Position of London's Financial Services, March 1995.

(原資料) ロンドン証券取引所

第2表 取引コストの比較

(%)

		ドイツ株	フランス株	イタリア株
SEAQ インター	Explicit Cost	0.14	0.14	0.14
	Implicit Cost	0.40	0.51	0.70
	トータルコスト	0.54	0.65	0.84
母国市場 (国内投資家向け)	Explicit Cost	0.25	0.53	0.40
	Implicit Cost	0.46	0.21	0.15
	トータルコスト	0.71	0.74	0.55
母国市場 (海外投資家向け)	Explicit Cost	0.31	0.50	0.35
	Implicit Cost	0.46	0.21	0.15
	トータルコスト	0.77	0.71	0.50
コスト差 (国内投資家)		-0.17	-0.09	0.29
コスト差 (海外投資家)		-0.23	-0.06	0.34
調査時期		91年5月	89年6.7月	90年10.11月

(注) Explicit Costとは売買手数料、税金そのほか、明示的なコストを指す。  
 ただし SEAQ インターの場合はネット取引分だけ割り引く。Implicit Costとは SEAQ インターの場合はタッチの幅、インサイドタッチ、アウトサイドタッチの割合によって計算。パリ等の競売買制の取引所では呼び値の開差を指す。

(出所) Stock Exchange Quarterly, 1992 Summer.

は必ずしもロンドンであるとは限らないからである。

### 仲介業者の競争力の評価

次に仲介業者が提供する証券サービスの質的向上、投資家、発行体の証券サービスへのアクセス向上が達成されたかどうかについてみよう。

まず、LSE会員業者の数は二〇七社（八六年）から四一四社（九二年）<sup>(7)</sup>に、使用総資本も二八億ポンド（八八年末）から七一億ポンド（九五年末）に増えており、業者間競争および資本金の強化につながったと解釈できる。

そこでこの間の業者の動きを見よう。ホールセール業者とリテール業者とに分けると以下のものであった。ホールセール業者では、①証券業務の総合化（マーチャントバンクとブローカー・デイラーの統合など）、②米系投資銀行の躍進（トレーディングやデリバティブ等のスキルを使って欧州企業のM&Aや海外の民営化株の国際的な売出しでもランキングを上昇）、③欧州の投資銀行業務がシテイに集結（ドイツエバンクが投資銀行業務を子会社モルガンレンフェルに統合など）等が指摘できる。そのプラス評価としては、トレーディングやデリバティブなどの高度なノウハウとそれを使った引受方式などのイノベーションがロンドンに導入され、シテイが欧州の投資銀行業務の拠点となった事があげられる。しかしその反面、イギリスを代表するマーチャントバンクが買収され、ナショナルフラッグが消えつつあるとのマイナス評価もされている。

他方、リテール業者では、①ホールセールとリテールの分離（内部補助ができなくなったことを反映して、Smith Newcourt、Hoare & Govette、Philips & Drewなどが個人投資家部門を売却）、②全国展開業者

の出現（Allied Provincial & NIGなどが合同や買収により設立）、③執行オンリー業者の出現（Sharelink などアドバイスをしない新しい業態が出現）などの動きが指摘できる。そのプラス評価としては、全国ネットワーク化や執行オンリー業者によりスケールメリットを生かした低コストの執行サービスが提供されるようになった。反面、全国ネットワーク化が進む過程で、かつて地場ブローカーが行ってきた地場企業の調査が止まる動きがみられ、地場企業株の推奨をしなくなったこと<sup>(8)</sup>、ブローカーの営業拠点がコスト高の都市から地方へシフトし、アクセスの面で問題が生じたことなどのマイナス評価も指摘できる。

### 透明性、取引公正性

最初に見たように立会場取引からスクリーン取引への移行により、ビッグバン以前に比べ、市場情報の開示の度合いは高まった。しかし、これは取引事前情報の透明性であって、大口取引についての取引事後情報の開示が不十分であるとの批判はなお残っていたのである。イギリスのマーケットメイカー制では、ポジションリスクをクリアするのに時間がかかることを考慮して、大口取引についての出来高・出来値情報を遅らせることを認めているが、この事は投資家にとって事後情報における透明性の欠如を意味する。取引事後情報の開示は、すでに行った投資家にとって自らの取引が最良に執行されたかどうかをチェックするためだけでなく、これから投資しようとする潜在的な投資家にとっての事前情報にもなるのであって、その遅延を認めていることは投資家保護の観点から問題を残すのである。

このほか、ビッグバンとは直接関係ないが、投資家保護の観点から金融サービス法について以下のような評価があったことを指摘しておこう。すなわちプラス評価としては証券業務の多様化に対応しうる包括的な法規制の

構造を提供したこと、他方、マイナス評価としてはマックスウェル事件 (IMPROへの批判につながる) や保険・個人年金の不正販売 (FIMBRAとLAUTROGの合同とそれらSPIAへの改組につながる) を防止できなかったことがあげられる。

### ビッグバンの影響と残した問題

以上のようにビッグバンが持つ複数の目的をそれぞれ取り上げて吟味すると、功罪半ばする評価となり、成功であったか失敗であったか、にわかに判断するのは難しい。しかし、イギリス人はビッグバンが有する複数の目的のうち「国際性」「国際金融機能の強化」に重きを置く。そのような価値観を持つ限りイギリス人はプラスマインナス差し引きでプラスの方が多かったと判断する。SEAQインターナショナルと呼ばれる外国株の取引が急成長し、大陸諸国やエマージング諸国の民営化株のグローバルイッシュューや国際分散投資の拠点としての地位強化につながったからである。

しかし、皮肉なことにSEAQインターの成功により自国市場からの取引流出に直面した欧州大陸諸国では、欧州株の売買執行システムの効率性を高めるべく取引所改革に着手しはじめる国が相次ぎ、その結果、SEAQインターの比較優位が徐々に低下して、九五年頃から外国株の母国市場への還流が顕著になり始めた。たとえばSEAQインターの会員業者が欧州株を母国市場で執行する割合が高まり、欧州株のタッチの幅も拡大気味であるとの報道やUBSやナットウエストなど有力なマーケットメイカーがSEAQインターの利用の頻度を落とし、母国市場へ移るとの報道がこのころから見られるのである<sup>(10)</sup>。

このようにSEAQインターの地位低下が意識されるにつれ、ビッグバン以後、LSEが採ってきた取引執行システム(マーケットメイカー制)に対してこれまで指摘されてきた問題点(非流動株の流動性の無さ、透明性の欠如、LIFFEの株式先物・オプション市場の未成熟)が改めてクローズアップされることになり、マーケットメイカー制(クオートドリブン)と競売買制(オーダードリブン)との比較優位の論議が活発となった。

### クオートドリブンとオーダードリブン

イギリスにおけるこれまでの需給適合方式を巡る論争は、異なる観点からの議論がいくつか混在している。

第一は非流動株の流動性の欠如の問題である。これは非流動株のタッチが拡大しつつあること、そもそも非流動株のマーケットメイカーの担い手が出てこなくなったこと(九二年九月、SGウォーバーグが三六二銘柄のマーケットメイクから撤退)から問題とされ、LSEはSEATと呼ばれるシステムによりマーケットメイカー制を加味した競売買制の導入によって解決を図ろうとした(九二年一月)。この問題はマーケットメイカーが機能するためには、最小限の流動性が必要であることを暗示している点で意味深い。

第二は市場集中と透明性の欠如の問題である。フランスが投資サービスピス指令の制定過程で、投資家保護の観点から「規制された市場」への集中と、「約定結果の即時公表」を要求したが、イギリスはそうなればSEAQインターの存在基盤が揺るぐと強硬に反対し、結局は実質的にイギリスの要求が通る形となった。この問題は、同じ銘柄について適用した場合のマーケットメイカー制と競売買制の比較優位が投資家の観点から問われたという点に意義がある。

第三にデリバティブ市場の未成熟の問題がある。イギリスは他国に比べ、現物取引高比較で先物、オプションの出来高が相対的に少ない。LIFFE(ロンドン国際金融先物取引所)はその原因をマーケットメイカー制に



求めている。FTSE一〇〇の現物指数はマーケットメイカーの提示する気配値の仲値を採って計算せざるをえず、そのため不自然に安定し投機的取引が入りにくいこと、個別銘柄については大口取引の出来値がすぐに分らないため個別株オプションの値付けが難しいこと等が理由にあげられている。この問題はデリバティブを含む全体としての市場機能の向上の観点からマーケットメイカー制と競売買制の比較優位が問われたという点に意義がある。

#### アグニューレポートの意義

SI Bは一九九三年、イギリスの株式流通市場における諸問題の整理をクラインオートベンソンの元役員であったジョナサン・アグニューに依頼し、アグニューは市場関係者約四〇人のインタビューをもとに九四年ディスカッションペーパーを公表した<sup>(1)</sup>。この報告書はLSE以外にも取引執行システムの併存を認めるべきであるとの考えを提起している。

すなわち、イギリスのマーケットメイカー制はジョッピング制の延長にあるもので、需給適合方式という点での基本的な変更はなかったのである。需給適合方式の改善はビッグバンが遺り残した問題であるが、イギリス人はビッグバン一〇年目にしてようやくこの課題の答えを求められつつあった。アグニューレポートは、その答えを、アメリカと同様に「市場の独占」（市場集中義務と呼んでしまうと意味が狭くなる）を放棄し、異なる需給適合方式をもつ取引システムを既存の取引所以外にも認めて、競争を通じて取引システムの効率性向上を図るという方向に求めたのである。それがSI Bによる「トレードポイント」の公認という形で具体化されたといえよう。LSEはこれに対抗して競売買制の導入を図ろうとしているが、その導入の方法をめぐって現在、議論中である。

このように見ると、取引所改革は手数料自由化、会員制度の改革等にとどまらず、必然的に需給適合方式の改善、それを促す市場間競争のあり方（したがって市場集中義務、市場独占）にまで波及する性格を持っている。そのことは我が国の市場改革にも当然あてはまるだろう。

(一一)

#### (注)

- 1 LSEの需給適合方式はわが国の競売買制とは異なって、ジョッピング制（ビッグバン後はマーケットメイカー制）と呼ばれるものであり、ジョバー（マーケットメイカー）がいつでも売り買いに応じる値段と株数を提示することで投資家の需給を満たすやり方を採用している。
- 2 もちろん、市場変化のなからビッグバンの影響だけを取り出すことは出来ないものであって、次に見るような諸現象が市場改革の結果によるものであると断定することは出来ないが、改革の評価としてはこのような作業を通じてしか認識できないであろう。
- 3 ソフトコミッションは、機関投資家が第三者機関に、例えば調査レポートの対価を直接支払うのを嫌うこと、またフルサービスのブローカーからは得られない多様なサービスを選択できること、等から流布したとされる。機関投資家が直接に第三者機関に対価を支払うと、調査アドバイスも提供しているフルサービス業者からその分の上乗せの手数料を要求される恐れがあることが理由の一つになっている。SI B（証券投資委員会）は九〇年にソフトコミッションを認め、

九二年にはガイドラインを設定して正当な契約行為であるとお墨付きを与えたが、このことがこの契約拡大の契機と

なった。

- 4 LSEは九一年に、流動株、非流動株の分類基準を変えたため、タッチの推移は連続しない。しかし、アルファ株のうちのもっとも流動性の高いものがFTSE一〇〇構成銘柄であり、その残りとベータ株の流動性の高いものが流動株 (FTSE一〇〇を除く)、そのさらに残りガンマ株が非流動株に相当する。
- 5 LSEは、その年報のなかでSEAQインターはクロスボーター取引の六〇%、欧州株では九〇%のシェアを占めると目録している (Fact Book 1994年版)。
- 6 "SEAQ International Europe—Overblown". *Economist*. July 23, 1994.
- 7 LSEは九三年以後、休眠会員を除いて会員数を集計しており、以前の数字と連続しないが、九五年には会員数の落ち込み (二八社減少) を見せている。
- 8 ロイ・エバンスの調査によれば。 (Roy Evans. "Stockbroking in the South West". *Stock Exchange Quarterly*. Summer, 1992)
- 9 "Bourses bite back at London". *Financial Times*. November 6, 1995.
- 10 "NatWest tests London role in European share dealing". *Financial Times*. October. 26, 1995.
- 11 SIB. *Regulation of the United Kingdom Equity Markets: Discussion Paper*. February 1994.