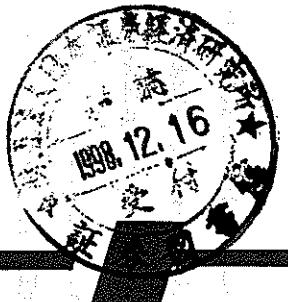


証 研

レポート



No.1565

1998年12月

投資信託市場の成長性

投資家の直接発注について

英独証券取引所による戦略的提携の意味するもの

—EU統合後の証券取引所の行方—

中国深圳のA株市場（上）

—市場の形成過程と取引所の誕生を中心に—

ITS拡大のための課題

二上季代司（1）

伊豆 久（10）

吉川 真裕（18）

王 東明（31）

清水 葉子（44）

財団法人 日本証券経済研究所

投資信託市場の成長性

――上季代司

いよいよ二二月から、銀行、保険会社等の金融機関による投資信託の窓口販売が始まった。大手銀行一六行で一三三三六店舗、これに取り扱いを表明している地銀、信用金庫、保険会社等をあわせると約一七〇行（庫、社）となり証券会社の本支店を上回る販売チャンネルとなる。初日は都銀八行（取り扱い店舗数九五〇店）ペースで八〇億円の販売実績、MMFが中心と報道されており（【日本経済新聞】二二月一日）、静かなスタートとなつたようである。

ところで、ビッグバンを迎えた投信に対する人々の関心は、投資信託市場の成長性、将来性であろう。具体的にいえば、アメリカと比べて預貯金や保険商品に大きく偏っている家計貯蓄がどこまで投信にシフトするか、と言ふことである。金融機関は投信の運用・販売を今後の大きなビジネスチャンスと考え、業界に一種の「投信ファーバー」を引き起としている。華々しく打ち出されている外資系金融機関や他業態との提携は資産運用業務の強化を目的としているものが多い。しかし、現実の投信市場の規模は家計貯蓄の一・一%、法人所有分も含め投信の純資産残高は合計四二兆五千億円にすぎない（九八年九月末）。この期待と現実のギャップは今後、市場拡大という形で埋められて行くだろうか。そうだとすると市場拡大の条件は何であろうか。

1 今後の投信市場の成長性の予測

投信市場の成長性については断片的ながら各方面から非公式に予測したものがでている。例えば、日本経済研究センター【二〇一〇年の日本の金融——金融サービス産業の将来像】（一九九七年三月）によると、二二二年後の二〇二〇年には、家計貯蓄は現在の約二倍、二五五六兆円に増え、そのうち投資信託は五一八兆円（株式投信二九四兆円、公社債投信二四兆円）すなわち家計貯蓄の一割を占め、その反面、円建て預金が家計貯蓄の現状五五%から約三割にまで低下、預金から投信への大シフトが生じると予測している⁽¹⁾。現在のアメリカの家計貯蓄に占める投信の比率は一二%程度であるから、この報告書は現在のアメリカの水準を上回ると予測していることになる。しかしこの報告書を読んでも、なぜそのような数字になるのか、確たる根拠を示しているようには見えない。

他方、窓口販売に参入した金融機関によれば、都銀レベルでこれから先の三年間に各行、五千億円から一兆円（【日本経済新聞】二二月一日）、都銀全体では約四五兆円の残高の積み増しを予想している。つまり都銀の預貯金二二〇兆円のうち個人預金が約半分として、この三年間で個人預金の約四%が投信にシフトする、と予測している様である。しかし、各銀行の予測、シミュレーションもどのようになされたのか、明確ではない。

2 投信成長の条件——サプライサイドの条件

それでは、投信市場は今後成長するのか、しないのか。成長するとすればその条件は何か。逆にいえば、これまで投信が家計貯蓄の手段として大きな比重を占めることが出来なかつた理由、要因は何か。それはどの程度まで除去されたと考えられるか。その要因としては、①必ずしも投資家利益に沿つたとはいえない業界サイド

の問題と、②貯蓄の有力な資産選択の手段として投信を受け入れてこなかった投資家側の事情、に分けることが出来る。

(1) 縱割りの投信法制

神田秀樹（東大）教授によると⁽²⁾、日本の投信制度は縦割りの法制・行政、すなわち銀行・証券分離を定めた証取法六五条の縦割り法制のもとで、投信業務を証券界に割当てたことからいくつかの問題が派生していると主張している。（もつとも、これは一九五一年の投信制度の発足当時、財閥株の消化、証券民主化という経済的課題の解決のために当然の選択であったとも言われる）

第一の問題は、投信は幅広く投資家から資金を集め合同運用による成果を投資家に還元するという仕組みであり、もともと汎用性の高い手段であるにも拘わらず、運用対象が「証券」に限定され、しかも業際問題の制約下におかれために、資本市場のあらたな発展に即して業界自体が発展することにはならなかつたということである。例えは過去において、CP（コマーシャルベーパー）やCD（譲渡性預金）を証取法上の「証券」として指定するかどうかで銀行と証券との間で業際問題が展開されたが、この問題の決着は同時に投信の組み入れ対象としてCPやCDを認めるかどうかの問題と絡み付くことになった。⁽³⁾そこでCPやCDは、証取法上の「証券」とは指定せず銀行が扱えるようにし、他方、証券会社に対しても兼業として、また投信については余資運用の対象として認めると言ふ妥協が図られた。この結果、CPやCDが「証券」の指定がなされるまでの間、投信はCPやCDに対してあくまでも「余資」の運用枠の範囲内でのみ投資できるにすぎなかつたのである。

また最近においては、貸付債権やリース債権等の金融資産、不動産の証券化がようやく現実化はじめ、資本市場はふたたび新たな発展を遂げようとしているが、このような資本市場の発展が、SPCC法（特定目的会社法）の

ような新しい法律を必要とし、アメリカのように不動産投資信託等の形で、投資信託市場の中にそれを包括する形で、投資信託市場が質的に発展していく、質的にも量的にも市場として深みを増していくといったような形にならなかつたということも挙げられるだろう。

第二の問題として、投信の運営自体が親証券会社の経営戦略のなかでしか存在できなかつたと言う問題である。九〇年代に入る前まで、運用にあたる投資信託委託会社を実質的な子会社として抱えてきたのは証券会社、それも大手・準大手に限られてきた。それら大手・準大手証券の経営戦略の中心は九〇年代までは引受幹事獲得競争に置かれていたため、投信の販売および運用がそれに従属させられるきらいがあつたということである。運用面では、親証券会社の幹事獲得の手段として信託財産が使われ、そのためにパフォーマンスが悪くなっているのではないかとの指摘、また販売面においては、そうした支配下信託財産を増やすため顧客ニーズを無視して自社投信ばかりを売りつけると言つた指摘、大量推奨販売体制を遂行するため固定費をかけた販売網を経費面からカバーする手段として手数料稼ぎの回転売買を株式だけではなく投信販売でも行つてているのではないかといった指摘、がこれまであった。

(2) 制度改革の効果

しかし、このような、必ずしも投資家利益に沿つたとはいえない業界サイドの投信運営のあり方が投信市場の成長を阻んでいた要因だとすると、この要因の多くは、九〇年代に入つて消失しつつあると言つてよい。すなわち九〇年代以降の二度にわたる投信制度改革は、投信の運用業務における大胆な新規参入を認め、銀行系、保険系、外資系の投信委託会社の数が急増、特に外資系のシェア上昇は著しい。株式投信に限つてみると外資系の純資産残高は三兆六千億円、全体の三三%を占めるに至つてゐる（九八年九月末）。これに加えて、今月から金融機

関も投信の販売に参入している。もはや投信の運用と販売が証券界にのみ割り当てられた時代は完全に過ぎ去ったといつてよい。

(3) 証券会社の経営戦略の転換

さらに、証券会社の経営戦略そのものが九〇年代に入つて激変している。証券会社の法人営業はこれまでのエクティファイナンス中心のビジネスから財務リストラビジネスへ中心が変わりつつある。金利スワップの仲介であるとか、金融法人の抱える貸付債権やリース債権、事業会社の売掛債権や不動産等を証券化し、バランスシートをリストラして格付け向上の手助けをする、というようなビジネスへのニーズが高まつており、かつてのような引受幹事競争は意味をなさなくなつていているのである。その点から傘下の投信委託会社を位置づけてみると、これまでのようないくつかの幹事競争の手段としての信託財産の利用は必要になつてきている。実際、親証券会社が自社投信ばかり売るという様な現象は近年ほとんど消失し、準大手証券会社の中には系列投信委託会社を手放す動きがさえてきているのである。これと歩調をあわせ、九〇年代に入つてからの投信のパフォーマンスはベンチマーク比較で向上しているという分析も見られるのである。⁽⁴⁾

他方、親証券会社のもう一つのビジネスである個人営業のやり方が資産管理型営業に転換しつつあるといふとともに、投信市場の正常化に方向付けを与えるだろう。もつとも資産管理型営業は始まってまだ一年しかたつておらず、定着したとはいえないのであるが、顧客の投資目的、投資期間、リスクの許容度（リスク・トレンанс）に適したリスクヒリターンの組合せを提案するプランニングベースの資産管理型営業にとって、様々なリスクヒリターンの組み合わせ商品を提供できる投資信託の仕組みは非常に適している。銀行の窓口販売の開始を契機に販売チャンネルが多様化し、資産管理型営業が根付くようになれば、投資信託市場の成長にプラスになろう。⁽⁵⁾

(1) 日本的雇用

その理由としてはいろいろ考えられる。まず第一に、日本の場合には金融資産の多くが高齢者に集中していると言ふ事実がある。一般的に、貯蓄のライフサイクルを見ると、資産形成層の中心は二〇代から五〇代までであり、六〇代以上の退職者層については資産の取り崩しに入る。だから流動性の高い短期の確定利付き商品の割合を高めることがベターとなる。従つて、高齢者に資産が集中することが、全体として預貯金の割合を高めている理由である。

この背景には、わが国の退職金制度と日本的雇用制度がある。日本的雇用制度のもとではぐくまれてきた退職金制度は長く努めれば努めるほど退職金が多くなる仕組みになつており、高齢になつて退職して始めて退職金を手にする人が多い。これに加えて、相続税率が比較的高く、かつ相続税制が不動産にたいして有利、金融資産に対する不利であることが、若年層の金融資産蓄積を抑制している。これらのこととが相まって、高齢者に金融資産が集中するのである。

このうち退職金制度、日本的雇用制度は、近年、各企業で見直しが進められつつあるとはいっても、その変化は徐々にしか進まないであろう。他方、年金税制とりわけ確定拠出型年金に対する税制上の措置が取られれば年

金と投信の融合が生じて投信市場成長にとつてはプラスになるであろう。

(2) 預金のペイオフ

第一に、日本人は一般的に「リスクに対する考え方」が特徴的である。『日本経済新聞』(一二月三日号)の「投資信託特集」が、日本(首都圏)とアメリカ(ニューヨーク)の各三〇〇人を対象に行った資金運用に関する行動調査の結果を載せているが、これによると「リスクを低減させるためにどうしているか」という問い合わせに対して、次のように答えている。

すなわちアメリカでは、「各種の金融商品を組み合わせて分散投資によるリスク低減を図る」人々が多いのに対し、日本では「元本が保証されている商品だけに預け入れる」人々が多いのである。日本では、分散投資によるリスク低減効果という教科書的なポートフォリオ理論の妥当性を理解している人が少ない。これには「銀行預金は絶対安全」という預金神話に対する人々の極めて日本の的な思い入れが反映している。

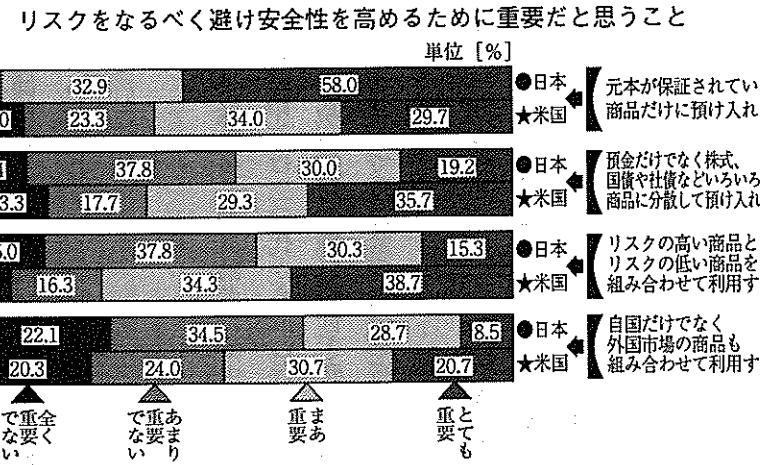
戦前の日本では、預金のペイオフ(切り捨て)はざらであった。

例えば、昭和初年の金融恐慌の時期には破綻銀行に預けている預金

の平均して三～四割がカットされている。ところが、戦になるとそのような経験がない。昭和三八年に東京昼夜信用組合が破綻して預金の一五%を切り捨て、それが裁判された後、昭和五八年にコスモ信用組合が吸収合併して預金を継承したことでの問題の解決を図ったという経緯がある。そのコスモ信用組合はバブル崩壊とともに破綻し、このたびは預金保険機構から預金が払い戻しされたことは記憶に新しい。すなわち、戦後の銀行行政は破綻した金融機関は体力のある金融機関に合併させて預金債務を継承させ、それが出来なくなつた今日においては預金保険機構によって元本はおろか金利まで払い戻しさせ、預金保険機構の資金が底をつき始めると日銀融資を投入までして預金の持つ「元本保証性」を守ろうとしてきたのである。

これをアメリカと比較してみればよい。アメリカでは毎年、三桁に上る銀行が新設されるかわりそれを上回る数で破綻などにより店じまいする銀行がある。破綻金融機関の預金債務を預金保険公社が保証する金額には上限があるし、もちろん金利もカットである。

そしてわが国においても、ついにアメリカと同様の事態を迎えるようとしているのである。日銀信用まで動員して取り繕ってきた預金の「元本保証性」はもはや維持することは出来ない。これを続行すれば日銀券の裏付けとなつてゐる日銀資産は劣化し、日銀券の信用さざえ揺らぐ。このため、二〇〇一年三月からわが国においても一千万円超につき預金カット(ペイオフ)の時代を迎えるのである。そうなれば、二〇〇一年三月以後、預金者のリスク回避行動は激変する可能性がある。絶対に安全な金融商品などないとすれば、リスクは分散によつてしまふが減しない。教科書的なポートフォリオ理論が日本の家計にも浸透する条件が整つたのである。しかし、自然とポートフォリオ理論が家計に浸透するのではない。その為の投資家教育が必要である。そうなつて初めて初めて預金からの資金シフトが起きるだろう。銀行が投資信託の窓口販売に積極的になるのもそこに理由があるのでないか。



(出所)『日本経済新聞』(12月3日号)「投資信託特集」より

注

- (1) なお、同書では法人所有分を含め、一〇一〇年の投信残高は七一〇兆円と予測している。
- (2) 神田秀樹「証券投資信託の法的側面」『ファイナンシャルレビュー』(大蔵省財政金融研究所、九五年一二月)
- (3) もし、証取法上の「証券」と指定されると証券会社はその発行、流通を仲介出来るし、投信の組み入れ対象にもできるが、銀行は取り扱えない。逆に、「証券」と指定されなければ銀行は取り扱えるが、証券会社は取り扱えないし、投信も運用対象に出来ない。
- (4) 新見一正「投資信託の現状と課題」『証券アナリストジャーナル』(九五年五月)、田村威「投信が個人資産運用の中核となる条件」(『週刊東洋経済』臨時増刊一九九八年一一月一六日)

投資家の直接発注について

伊豆 久

今月一日より、市場集中義務が撤廃され、大手証券会社のPTS業務が開始された。それに対抗すべく取引所も新しい取引システムの導入を矢継ぎ早に発表している。こうした中で本稿では、投資家の取引所への注文発注の「直接化」について、米国における規制のあり方を紹介することとする。

伝統的に（そして今日においても）証券取引所で売買することができる者は、会員証券会社に限られており、その他の投資家は会員証券会社に売買を委託することによってのみ市場に参加することができる。しかし、情報通信技術の発達は、①取引所における約定、②証券会社から取引所への発注、③投資家から証券会社への発注、すべてのプロセスのシステム化を可能にした。それらのシステムを接続すれば、投資家も事实上直接、取引所に注文を出すことができる。しかしながら、それは証券取引システムにおける証券会社の役割を大きく変えることになり、取引の公正維持という観点からもいくつかの手当が必要になると思われる。この点、いち早く注文回送のオンライン化を進めてきた米国ではどのような対応がとられてきたのか見てみよう。

会員制度と委託売買制度

証券取引所が、伝統的に会員制度と委託売買制度をとつてきたのは三つの理由による。証券に流動性を与えて、かつ公正な価格形成機能を確保するためには、すべての売買注文を一ヵ所に集中することが最も効率的な方法で

ある。歴史的に見ても自然発生的に生まれたその集中場所が取引所となつてゐる。しかし、①取引所の物理的な大きさには限りがあり、②注文は出したものの受け渡しに応じないとといった投資家の決済リスクを遮断する必要があり、③売買の執行には専門的な知識・技術を要するため、取引所で直接売買に参加できる者については、その数（立会場の物理的範囲内）と資格（顧客の決済リスクをカバーできるだけの資金力があり取引技術を熟知している者）を制限せざるをえないものである（会員制度の発生）。となると、会員以外の投資家は会員に売買を委託するほかなく、会員制度から必然的に委託制度が生まれる。

しかしながら情報通信技術の発達によつて、取引所での発注は、生身の人間が集まつて口頭でおこなわなくても端末からの入力で済ませることが可能になつた。数を制限する根拠が失われたのである。また、約定そのものがシステム化されると、約定方法に関する専門的技術も不要となる。したがつて、あとは取引所・証券会社・投資家のシステムを接続すれば、投資家は取引所市場に事実上直接、発注することが可能となつたのである。

直接発注にともなう問題

しかしながら、情報技術の発達によつて会員制度のすべての根拠が失われたわけではない。証券会社を完全にバイパスして投資家からの発注がなされるようになると、先に述べた顧客の決済リスクが直接、取引所の決済システム全体に及ぶことになるため、発注方法とは別個に、その点は会員が負担する制度を存続させる必要がある。

その他にも、証券会社は取引の公正を維持するため違法な注文を排除する法令上の義務を負つてゐる。証券取引法第五〇条は、断定的判断の提供や一任勘定取引などの証券会社の禁止行為を列挙しているが、その第六号では、「前各号に掲げるもののほか、……投資者の保護に欠け、若しくは取引の公正を害し、又は証券業の信用を失墜させるものとして大蔵省令で定める行為」が上げられ、該当する健全性省令第二条第八号で、インサイダー取引禁止条項に「違反すること又は違反するおそれのあることを知りながら、当該売買の受託をする行為」が定められている。その他、相場操縦に関わる注文について「作為的相場が形成されることとなることを知りながら一連の有価証券の売買等の受託をする行為」（第三二号）、安定操作期間中の安定操作取引の委託を行ひうる者からの受託（第六号）が禁止されている。

つまり、証券会社は、注文の勧誘・受託において、断定的判断の提供などの違法行為を自らが積極的に行つてはいけないだけでなく、投資家からの違法な注文に対してもそれが違法であることを知つて受託してはならず、さらにインサイダー取引の場合には違法である「おそれがあることを知」るに過ぎない場合であつてもその受託が禁止されているのである。証券会社は、証券取引システムを担当者として、その公正を自らが侵してはならないだけでなく投資家による侵害を防ぐ義務を負つてゐるのであり、それは、証券会社が投資家と取引所市場とを結ぶ役割を果たしてきたからにほかならない。ところが、技術革新により、証券会社を事実上素通りして投資家の注文が取引所市場に流されることになれば、こうした公正維持をどのようにして担保するのかという問題が新たに発生するのである。

米国における対応策～NYSEの見解

では、こうした問題について米国ではどのような対応がなされてきたのであらうか。ニューヨーク証券取引所（NYSE）は、七六年よりDotシステム（後にSuperDotシステム）を導入して注文回送の自動化を進めてきた。それによって証券会社から取引所（スペシャリスト）まで電話やファックスを介すことなく注文を回送するこ

とができるようになつた。そこで、証券会社と投資家のシステムをつなぐことによる直接発注の問題が生じたのである。これに対してもNYSEは八九年一月二五日付けの会員通知⁽²⁾で規則順守を条件に直接発注を認めている。その通知によると、「(市場に対する)アクセス(の公正)と規制上の要件を維持すると同時に会員が顧客ニーズに応えられるよう、NYSEは、以下の条件が満たされる場合には、会員が、会員のシステムと専用回線を通じて顧客に注文を回送させる」とを認める決定をしたとしている。その条件とは、

- ①顧客口座に関する厳正な注意義務 (Diligence as to Accounts) を定めたNYSE規則四〇五条等の規制上の要件が満たされている」と。
- ②非会員証券会社からの注文の場合には、NYSE規則二八二条に基づくクリアリング契約が結ばれている」と。
- ③証券会社ではない投資家からの注文の場合には、顧客熟知義務が満たされていること、ただし、その方法が従来の方法によるか自動バラメーターシステムによるかは問わない。

- ④顧客に対する、SuperDotに再回送されるよう注文処理システムに電子的に発注させる」とを認める会員は、顧客注文に対する自らの責任を明記した書面をNYSEに提出する」と。
- である。通知には④の書面のひな型が示され、それは、会員のコンピュータと接続された端末を通じて取引所に回送されたいからなる注文に関して、当該端末を提供した会員がすべての責任を負うこと、および、当該端末を通してSuperDotシステムに回送された注文に対する適切な規制上・管理上の措置を講ずること、を会員がNYSEに確約するものとなつていてる。
- つまり、取引所に発注される注文に関しては、注文回送の実際のあり方にかかわらず、従来通り証券会社が責任を負うことが明らかである限り、問題はないとの見解が示されたのである。⁽⁵⁾

SECの見解

直接発注に関するSECの見解は、シカゴ証券取引所が申請した新しい取引システム、シカゴマッチ(the Chicago Match)を認可する際に示された。⁽⁶⁾ シカゴマッチは、利用者が入力した注文を一日一回、フロアでの取引とは別に電子的にマッチングするコールマーケットシステムであるが、その利用者は、シカゴ証取の会員に限られず、非会員の証券会社や機関投資家を含んでいる。そして非会員も、自分のパソコンとモ뎀を使ってシカゴマッチに直接、注文を入力することができる。

この点、米国の法律はどうなっているのだろうか。三四年証券取引所法は、その第三条(a)三Aで、取引所の会員を「ブローカー」として行動する他の者のサービスを受けることなく取引所の立会場において取引を執行することを許された自然人」、当該自然人と提携関係にあるブローカー・ディーラー、および取引所に規制されることに同意したその他のブローカー・ディーラー、と定義している。言い換えると、会員でなければブローカーを介在せずに取引所で取引することはできないことになる。また、第六条(c)一は、取引所は登録ブローカー・ディーラーでない者に会員権を認めてはならないと明記している。つまり、取引所では会員以外が直接取引することはできず、会員は証券会社でなければならぬのである。機関投資家の直接発注は、証券会社の会員組織としての証券取引所という三四年法の規定に反するおそれがあるわけであるが、では、SECはどのような根拠でシカゴマッチを認可したのであらうか。

(13) SECは、以下の三点を根拠としてシカゴマッチは三四年法に抵触していないとした。その第一は、非会員は、

会員との契約を結んではじめてシカゴマッチの利用者となれるわけであるが、その契約において、入力された注文に関する法的責任を会員が負う」とが定められている点である。第一に、利用者は取引所とも利用者契約を結ぶことになつており、その契約によつて、利用者は取引所の規則順守を義務づけられると同時に、取引所は事前の通告なしに、また理由の明示なしに、利用者のアクセスをストップする権限を認められている点である。これによつて、非会員の利用によつて何らかの問題が生じても取引所はただちに対応することができる。第二に、利用者はクリアリング契約によつても規制される点である。決済に関しては、非会員利用者はシカゴ証取の決済機関 (Midwest Clearing Corporation) の会員である証券会社とクリアリング契約を結び、その契約書を取引所に提出すると同時に、注文入力時に契約会員名を入力することになつてゐる。また、そのクリアリング契約において利用者の一日の与信枠 (credit limits) が設定され、それはシカゴマッチのシステムにプログラムされてその限度額を越える注文入力は自動的に排除されるとともに、会員は、顧客利用者の毎日の取引報告をチェックすることになつてゐる。(前述のように、シカゴマッチは一日一回しかマッチングがおこなわれないシステムとしてスタートした)。そして会員は、クリアリング契約によつて、いつでも利用者のシカゴマッチへのアクセスを停止させる権限を認められているのである。

さらにSECは、シカゴマッチにおける非会員利用者のアクセスの問題は、NYSEにおけるSuperDotにおける投資家の注文入力と類似の問題であるうえ、①法的な責任を負う会員との契約によつてのみアクセス可能となる、②決済上の上限が設けられている、③利用者のアクセスを即時に停止させる権限がある、④マッチングが当面、一日一回しかおこなわれない、というシカゴマッチの四つの特徴は、非会員の利用に対する会員の管理が四年法の要件を満たすに十分なものであることを示している、と結論づけたのである。

おわりに

情報通信技術の発達によつて、注文を取り扱うところの役割は小さくなり始めた。固定手数料制のもとでは直接発注は手数料徴収の説得力を殺ぐものとみなされていいたようであるが、手数料自由化が決まつた以上、こうした理由での直接発注規制は意味を失つた。東京証券取引所が、九七年九月に証券会社と投資家のシステム接続を解禁した背景には、そつとした認識があつたものと推測される。

しかし、証券取引システム上のブローカーの役割には注文の仲介以外にも顧客決済リスクの負担、公正の確保など極めて重要なものがある。証券会社は、取引システムの参加者というよりその担い手として、取引の公正を自らが侵してはならないだけでなく、投資家による侵害を防ぐという役割を担つてゐるのである。NYSE規則四〇五条が定める顧客熟知義務は、適合性の原則順守など証券会社による不適切な行為を禁止するだけではなく、投資家による違法な取引を防ぐ義務を証券会社に課す役割を果たしている。では、その義務は具体的にどのようなにして履行されるのかという点に関するSECの見解は、以上見てきたように、取引所会員の責任の所在が明確になつていれば、投資家の事実上の直接発注に問題はない、というものであつた。しかし、法的な責任が明確であつても、それは、実際に問題が発生した場合の事後的な責任追及を容易にするだけであつて、不公正な取引を未然に防止するための直接的な方策としては機能しない。にもかかわらず、SECが事前の規制については当事

者に委ねる形をとつてゐるが、米国では自ら規制機関やSEC、訴訟を通じた事後的な責任追及が十分に行われるため、それを避けるべく当事者が不公正取引の排除に自ら積極的に取り組むことが期待されるとの判断によると思われる。言ふ換えれば、事後的な摘発が十分になされる体制が整わないまま事前の規制から事後の規制への移行が進めば、いくら法的な責任の所在が明確化されても、実際には規制の空白が生まれる可能性も否定できないことである。テクノロジーに適合した規制体制が求められてくると言ふべきである。

(1) 証券取引所の諸制度とその根柢、変化については、「上場代理「取引システムの変貌について」「証研レポート」一四九八号、一九九二年五月参照。

(2) NYSE Info. Memo 89-6, Jan. 25, 1989.

(3) NYSE規則四〇五条は、その第一項で、会員は、すべての顧客、すべての口座、すべての注文に関して重要な事実を知るために適切な注意（due diligence）を払わねばならないと定めてある。

(4) NYSE規則三八一[条とそれにもとづくクリアリング契約]の下では、清算「Clearing Firm」とIntroducing Firmへバックオフィス業務外部化への途へ「正協レポート」（東証正会員協会）第三回、一九九七年一月参照。

(5) NYSEは九一年一月三日付けの会員通知（Info. Memo 91-1）で、会員証券会社は投資家による電子的な方法での注文入力を認めることがやめるが、その場合には八九年の通知に記された順守要件を守らなければならないことを改めて確認してある。

(6) SEC, Release No. 34-35030, Nov. 30, 1994.

(7) オハナマークなどによれば、鷹田康之「実現に向かうオブティマーク」「資本市場クォータリー」一九九七年秋号。

(8) SEC, Release No. 34-39086, Sept. 17, 1997, n76.

英独証券取引所による戦略的提携の意味するもの ～EU統合後の証券取引所の行方～

吉川 真裕

一九九八年七月七日、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所は将来の共通プラットフォーム開発を目指した戦略的提携に合意したと発表し、パリ証券取引所をはじめとするヨーロッパの証券取引所を驚かせた。アムステルダム証券取引所は発表当初からこの戦略的提携に好意的な姿勢を示していたが、パリ証券取引所はイタリア・スペイン・オランダ・ベルギーの証券取引所に呼びかけて英独提携に対抗する意図を表明し、ニューヨーク証券取引所にも提携の打診をする用意があると反発していた。しかし、一一月一九日にマドリード証券取引所が英独提携に将来的に参加する用意があると正式に表明し、ミラノ証券取引所も英独提携支持の立場にあることが伝えられ、パリ証券取引所の反英独提携構想は破綻した形となり、一一月二七日にはEU統合後のヨーロッパ市場の構想をめぐってパリでヨーロッパの九つの証券取引所による会合が開かれた。

本稿ではヨーロッパにおける証券取引所間の競争と協調・提携の経緯を振り返り、今回のロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の戦略的提携の意味について考察する。⁽¹⁾結論を先取りしていえば、SEAQインターナショナルを通じてヨーロッパ市場を事实上統合するというロンドン証券取引所の従来の姿勢が後退したことにより、一度は破綻した取引所リンク構想が現実味を帯びてきたことが今回の英独戦略的提携の意義と考えられる。

1 ヨーロッパ株式市場統合構想

ヨーロッパにおける株式市場統合の構想は一九六六年のセグレ報告にまで遡る。この報告書はEC委員会に提出された【单一欧洲資本市場の発展】と題する専門家による報告書であり、座長の名をとつて通称セグレ報告と呼ばれている。セグレ報告の焦点は債券発行市場の改善と統合に置かれていたが、EC金融資本市場の統合に関する青写真としての性格を合わせ持つており、第四部（証券市場の統合）第一章（单一欧洲証券市場の展開）では、①外国株式の上場による上場銘柄の拡大と国際的裁定取引による証券市場間の結びつきの強化、②外国証券の上場を妨げる一切の差別的条項の廃止、③情報開示項目と上場手続きの域内調和、④上場手続きの簡単な構成国の第二部市場への外国証券の導入促進、⑤株価・気配値表示方法の域内調和に基づく外国証券市場情報へのアクセス容易化と裁定取引の促進、⑥单一欧洲証券清算機関の設立、⑦証券取引所の取引業者に適用される規制の調和、といった具体的な提案がすでに行われていた。

セグレ報告では外国株式の重複上場による欧洲株式市場の統合が提案されていたが、一九八〇年に【单一欧洲証券取引所を目指して】と題するシンポジウムがEC委員会の呼びかけのもとブリュッセルで行われ、EC域内証券市場の統合のアプローチとして、各国証券取引所を共通のシステムでリンクする証券取引所リンク案が打ち出された。このリンク案に対しても、国際債券ディーラー協会（AIBD、のちのISMA）やセデル、ロンドン証券取引所等の消極派の反対や、コンピューターによるEC証券取引所の設立という少数意見も見られたが、EC委員会およびEC証券取引所委員会（のちのEC証券取引所連合）が取引所間のリンクを強化するという漸進的方法でヨーロッパの株式市場を統合していくことが明らかにされ、後のEC証券市場統合の試みを規定することになった。そして、一九八三年にはEC委員会から【金融統合】という通達が出され、第一段階として域内の複数の取引所に上場されている欧洲株式に限ったリンクを行い、最終的には他の証券や他の市場に拡大していくという具体策が提起された。

一九八四年には【域内取引所のリンクによる单一欧洲株式市場創設のための提案】と題する専門家による報告書がEC委員会とEC証券取引所委員会に提出された（公表は一九八五年）。この報告書はホールリダンカン報告と呼ばれており、三〇〇に及ぶ指令案をリストアップした一九八五年の【域内市場白書】にもこの報告の主旨が受け継がれている。ホールリダンカン報告は全二二章四七〇ページからなる膨大なもので、取引所リンクのために取り除くべき障壁として、①政府レベルでの障壁（一四章）、②投資家にとっての障壁（一五章）、③取引所サービスの障壁（一六章・一七章・一八章）を詳細に分析し、取引所リンクに関しては、①情報のリンク（一九章）、②決済のリンク（二〇章）、③立会場の電子的リンク（二二章）の三つの領域での課題を検討した後、①情報サービスの施行と政策目標の策定、②情報伝達システムの取引所間取引システムへの転換、③取引所の全面的リンクという三段階にわたる具体的な提案（二二章）を行っていた。

2 IDIS

ブリュッセル・シンポジウムで確認された証券取引所リンク案を実現するために、EC証券取引所委員会はIDIS（Interbounce Data Information System）と呼ばれる計画を構想し、一九八三年にはその概要が明らかにされた。IDIS計画は、①各取引所が選択した銘柄の価格データの伝達、②気配値の伝達、③スクリーン取引システムの開始、④自動決済の導入、という四つの段階を経て、最終的には域内証券取引所の総体的リンクを進めいくというもので、セグレ報告、ブリュッセル・シンポジウムの路線に沿って証券取引所リンクを実現しよう

とする最初の試みであった。

IDISの実施に際しては、ドイツの八つの証券取引所が共通の価格情報システムをもつていなければ、ギリシャの証券取引所がコンピュータ情報ネットワークを持つていないこと、さらにには株価情報の意味が各証券取引所で異なっていたこと（ロンドンでは気配値の中値、ブリュッセルとコペンハーゲンでは気配値、フランス・オランダ・スペイン・イタリアでは約定価格）等の問題が生じたが、一九八四年にはロンドン・アムステルダム・ブリュッセル・パリを結んで第一段階が開始され、四つの証券取引所で重複上場されている外国株式と各証券取引所の主要二〇銘柄、計一八〇銘柄の株価情報がIDISを通じて伝達されることになった。

一九八五年末までには、ルクセンブルグ・コペンハーゲン・ダブリン・マドリード・ミラノの五つの証券取引所が参加し、対象銘柄も四〇〇銘柄まで拡大された。一九八七年一〇月にはパリとロンドンがIDISの第二段階を先導し、アムステルダムとコペンハーゲンがこれに続いた。さらに他の証券取引所が第二段階に加わった段階でECから五〇%の補助金が与えられる予定であったが、IDISの計画は一九八八年に挫折することになった。

IDIS計画は気配値を伝達する第一段階まで進み、ある程度まで域内証券取引所リンクという名目的な成功を収めたが、実際に各証券取引所がIDISの恩恵を受けることはほとんどなく、資金的にシステム対応が不可能な証券取引所がでてきたために断念されたと考えられている。また、後のEWM（European Wholesale Market）構想やEIM（European Interprofessionao Market）構想の主導から考へると、一九八五年六月にSEAQマントナナショナルを導入し、主要ヨーロッパ株式の取引を急速に拡大させていたロンドン証券取引所がIDIS第二段階のスクリーラン取引システムの導入に関心を示さず、消極派に転じたといふことも考えられる。

3 ヨーロクオート

IDISの挫折にも関わらず、EC証券取引所連合（先のEC証券取引所委員会）は一九八九年九月に域内およびスイスの株価情報と会社情報にアクセスできるシステムとしてPIPE（Price Information Project for Europe）と名付けた情報伝達システムを導入することを発表した。その後、PIPEはヨーロクオートと改名を変え、一九九〇年五月にはEC証券取引所連合のコペンハーゲン会議で合意に達し、ブリュッセルに独立の株式会社（Euroquote S.A.）が設立された（ロンドン・パリ・フランクフルト・マドリードが各一五%、残る八取引所が四〇%を出資）。

ところが、この当時、ヨーロッパ投資サービス指令（ISD）の規制市場（Regulated Market）の定義をめぐってヨーロッパ各国は地中海クラブ（フランス・イタリア・スペイン）と北海同盟（イギリス・ドイツ・オランダ）に二分されており、このあたりを受けて一九九一年五月のEC証券取引所連合のアテネ会議でイギリス・ドイツ・アイルランドがヨーロクオート社への増資を拒否し、一九九一年七月にEC証券取引所連合の全会一致でヨーロクオート計画を凍結する」とが決定され、ヨーロクオートもまた挫折することになった。

4 ヨーロリスト

ヨーロリスト構想は一九八九年四月にパリ証券取引所のレジ・ルセール議長が提唱したもので、一定の基準に基づいて主要欧州企業を選び出し、それらを域内の各証券取引所に重複上場させ、各国の投資家が当該銘柄を本国市場で自国の制度に基づいて取引できるようにするという計画である。この計画は当初、ヨーロクオートと平行して進めていくことで一九九〇年一一月に一二の証券取引所の間で合意されたが、ヨーロクオートの凍結後は

ユーロクオートの株価情報と会社情報の伝達という機能も合わせ持つことになった。

ユーロリストがIDISやユーロクオートと異なるのは、注文回送や決済のリンクといった政治問題化しやすい要素を取り除き、重複上場のみを当面の目標とするにより、参加者の負担を緩和した点にあつた。ユーロリストはユーロクオートを凍結した一九九一年五月のアテネ会議でも計画を推進していくことが確認され、一九九一年のアムステルダム会議では一九九二年半ばから開始することで合意が行われた。

ところが、ユーロリストの実施は繰り返し延期されることになった。一九九三年一月の会議では、時価総額一〇億ECU（約一三〇〇億円）以上、年間売買代金二億五〇〇〇万ECU（約三三五億円）以上で、六カ国以上の証券取引所に重複上場されている銘柄の会社情報を伝達するメッシュージ・システムの創設に関する合意が行われ、一九九三年第3四半期に延期されたが、ECが重複上場企業の上場義務の簡素化のための法改正に手間取ったために一九九四年春、一九九四年秋へと延期された。一九九四年一月には消極化したフランスを参加させるために重複上場基準が六カ国から三カ国に引き下げられたが、再び一九九五年四月、五月、一〇月に実施は延期され、一〇月一日の実施計画もフランスの要請により一〇月九日まで一週間延期された。

一九九五年一〇月九日、EU一五カ国とスイス・スウェーデンが参加してユーロリストはようやく開始された。九カ国から六三の企業が上場される予定であったが、フランスの四銘柄が上場申請を延期し、九カ国五九銘柄によるスタートとなつた。国別内訳は、オランダ一七銘柄、ドイツ一三銘柄、スウェーデン九銘柄、ベルギー七銘柄、フランス五銘柄、スペイン四銘柄、イギリス二銘柄、イタリア・ルクセンブルグ各一銘柄であつた。ヨーロッパの時価総額で最大のイギリス企業の参加が二銘柄であり、ユーロリストを提唱したフランスが五銘柄しか上場していないことからもわかるように、ユーロリストは開始当初から困難な船出を強いられた。

一九九六年八月時点では、ドイツ四八銘柄、フランス・イギリス各四三銘柄、スイス四〇銘柄、オランダ・ベルギー各三八銘柄、ルクセンブルグ二三銘柄、ウイーン一七銘柄、スウェーデン一二銘柄、スペイン八銘柄、イタリア四銘柄、デンマーク三銘柄、アイルランド二銘柄、ポルトガル・ギリシャ各一銘柄、計一五カ国三二二銘柄にまでユーロリスト上場銘柄は達していたが、母国以外での取引は期待されたほど行われず、実施から二年足らずで、一九九七年六月にユーロリスト計画の停止が決定された。

5 独仮取引所提携構想

一九九五年一〇月三〇日、パリ証券取引所、パリ・オプション取引所（MONEP）、パリ国際金融先物・オプション取引所（MATIF）と、フランクフルト証券取引所とドイツ先物・オプション取引所（DTB）の持ち株会社であるドイツ証券取引所の間で市場間提携の覚書が取り交わされた。この覚書の主旨は両国の現物・派生証券市場の参加者が電子取引システムを通じて相手国の市場に相互にアクセスできるようにすることによって、両国市場間の協力関係を拡大しようというものであつたが、通貨統合後のヨーロッパ金融市场でロンドンと対抗していくための提携であつたことは誰の目にも明らかであつた。

両国間の協力関係は一九九三年七月の協定に基づいて一九九四年九月に実施段階に入ったMATIFとDTBの提携に端を発しており、今回の覚書では、①MATIFとMONEPが派生証券市場における電子取引システムとしてDTBのシステムを採用し、②フランクフルト証券取引所が現物市場における電子取引システムとしてパリ証券取引所のNSC（スーパーCAC）を採用することが計画されていた。⁽²⁾

しかし、一九九六年四月一二日、パリ証券取引所、MONEP、MATIFとドイツ証券取引所は、包括的な

協力関係を確立するための協議を続けてきたが、将来的に共通の売買システムを採用するとしていた当初の計画を断念することを発表した。この提携構想にフランス側は積極的であったが、ドイツの現物市場では大口市場のIBISとフランクフルト証券取引所のBOSS-CUBEをパリ証券取引所のNSCに置き換えることに対する抵抗が強く、結局、両国で共通の電子取引システムの採用には至らなかつた。この後、ドイツ証券取引所は後にXETRAと名付けられた電子取引システムの開発に着手している。⁽³⁾

6 英独証券取引所の戦略的提携

一九九八年七月七日、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所は両国間で主要株式の取引制度を調和させ、将来的には共同電子取引プラットフォームの開発を目指すという戦略的提携の覚書に調印した。そして、両取引所による骨子の決定後、ヨーロッパの他の証券取引所がこの提携に参加することを歓迎し、三〇〇銘柄程度の主要株式のヨーロッパ共通市場を設立することを提唱した。

両取引所は研究・開発・規制・システムを修練させるための共同作業を行うために、各取引所から二人ずつの代表からなる計画理事会を設置し、ロンドン証券取引所のギヤビン・キャセイ理事長が議長を務めること、共同出資によるジョイント・ベンチャー企業を設立すること、一九九九年一月四日の通貨統合までに両取引所への共通アクセス・パッケージを提供し、両取引所で重複上場されている英独主要株式に単一市場を設けること、そして一二カ月以内に市場規制や大口取引を調和させるための重大な進展が予定されていることも同時に発表した。⁽⁴⁾

これを受けて、アムステルダム証券取引所はいち早くこの提案に対する支持を非公式に表明したが、大陸取引所で協力してロンドンに対抗していくこうとしていたパリ証券取引所はヨーロッパ共通市場の主導権がロンドンと

フランクフルトに移ったことに対する激しい反発の姿勢をあらわにした。フランスが参加する場合のシェアは英独の四に対して二だというドイツ証券取引所幹部の発言が伝えられることもパリ証券取引所を刺激し、パリ証券取引所はイタリア・スペイン・オランダ・ベルギーの証券取引所に呼びかけて英独提携に対抗する意図を表明し、ニューヨーク証券取引所にも提携の打診をする用意があると巻き返しをはかつた。

一月四日にロンドン、翌五日にフランクフルトで開かれたセミナーで、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所は、①一九九九年一月四日からロンドン証券取引所会員はドイツ証券取引所の遠隔地会員としてXETRAを通じた取引に参加でき、ドイツ証券取引所会員はSETS特別会員としてSETSを通じた取引に参加できること、②両取引所への入会金は免除されること、③SETS/XETRAにアクセスするためのソフトウェアその他は一年間割引レートでトライアル・パッケージとして提供されること、④清算に関してはCRESTとドーチエ・ベルゼ・クリアリングの清算システムが利用され、一年間定額費用免除であること、⑤取引規則・規制・取引時間・税制については両国の従来の制度に従うこと、⑥一九九九年中にジョイント提携企業の設立、共通の規則と規制の制定、使用料金体系の簡素化、SETS/XETRAへの共通プロントエンドの提供、共通清算機構の提供へ向けての作業を行い、二〇〇〇年以降に单一取引プラットフォームと規則・使用料・清算機構の調和が計画されていることが明らかにした。⁽⁵⁾

パリ証券取引所の英独提携に対する反撃の企てにも関わらず、一月十九日にマドリード証券取引所が英独提携に将来的に参加する用意があると正式に表明し、ミラノ証券取引所も英独提携支持の立場にあることが伝えられ、パリ証券取引所の反英独提携構想は破綻した形となり、一月二七日にはEU統合後のヨーロッパ市場の構想をめぐってパリでヨーロッパの九つの証券取引所による会合が開かれた。この会議ではストックホルム証券取

引所を除く八つの証券取引所の間で将来のヨーロッパ統合株式市場を目指して取引所提携委員会が設立され、次回の会合の決定がなされただけで具体的な成果はえられなかつた模様であるが、英独証券取引所提携に他のヨーロッパ主要証券取引所が追随するという今後の状況は決定的なものとなつた。

7 EU統合後の証券取引所の行方

今回のロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の戦略的提携をこれまでのヨーロッパにおける証券取引所間の競争と協調・提携の経緯に照らして考えてみると、一九八五年のSEAQインターナショナル導入以後、大陸諸国との協調よりもSEAQインターナショナルないしはその類似施設によつてヨーロッパ市場の独占を目指してきたロンドン証券取引所が大陸取引所との積極的な協調に転じたことが最大のポイントであろう。この背景には、①大陸諸国の証券取引所の機械化によつてSEAQインターナショナルからの取引の流出が近年伝えられること、②一九九七年一〇月にイギリス主要株式を対象として導入したオーダードリブン方式のSETSでの取引が振るわず、フランスのユーロCACやドイツのXETRAへイギリス株取引が流出する恐れが高まつたこと、③ロンドン国際金融先物・オプション取引所(LIFFE)から主力商品のドイツ国債先物がEUREX(ものとDTB)へ流動性が移り、ランクフルトが金融センターとなる可能性が高まつたこと、④大陸諸国との協調を有力業者やイングランド銀行が促していること、⑤通貨統合後は大陸諸国への株式投資が活発化する可能性が高いこと、⑥大陸諸国で証券市場統合の動きが生じた場合にリーダーシップをとれなくなることなどが考えられる。そして、こうした状況下で、おそらくドイツ証券取引所から戦略的提携の申し入れがあつたものと推測され、ロンドン証券取引所の提携参加はかならずしも不利な選択ではなかつたと考えられる。

他方、もう一方のドイツ証券取引所は、一時は独仏提携解消以後もロンドン証券取引所に対抗していくものと見られていたが、ロンドンと競争して破れる可能性もあり、独仏提携では歴史的な経緯からいつてもフランスにイニシアティブを握られる可能性が高く、少なくとも通貨統合後もある程度はリーダーシップを發揮するためにロンドン証券取引所との提携はかならずしも悪いものではないとの判断をくだしたものと考えられる。また、ヨーロッパにおける証券取引所間の競争と協調・提携の経緯からすれば、イギリスに対して最も強硬に対抗してきたフランスにはロンドンと率先して提携するという可能性は極めて低く、ドイツに残されたロンドンとの提携はヨーロッパの時価総額一位と二位の提携であり、他の証券取引所を容易に取り込むことができると判断されたとも考えられる。したがつて、一人勝ちするメリットよりもイニシアティブを發揮できないリスクが考慮されて、今回の戦略的提携に踏み切つたものと考えられる。その点ではロンドンも同じであろう。

さて、今後のヨーロッパの株式市場はこのロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の戦略的提携を軸に展開していくものと見られるが、ヨーロッパにおける証券取引所統合の歴史の中ではいかに位置づけられるであろうか。これに対し今回の英独提携構想はオーダードリブン市場を母国市場に集中させるといふ位置づけ方が採用されている。⁽⁵⁾取引所間でシェア争いが起こればかならず勝者と敗者が生まれ、証券取引所の存続に関わるという事態も生じかねないので、取引所間で足並みをそろえることは容易ではない。その点、棲み分け方式ではすべての取引所が外国からの注文を確保できるのであるから各国証券取引所の参加が容易であり、投資家にとつても取引方法や取引規則が調和されていれば、各国の制度に精通していなくとも容易に取引ができるはずである。フロア取引の伝統に根ざした従来の発想では、市場を集中することは物理的に一ヵ所に注文を集中することを前提にして

ふたが、コンピューター技術の進歩によつて物理的な制約はなくなり、しかもそのシステムがならずしも中央管理する必要はないのである。ヨーロッパにおける将来の証券市場は同一システムを通じた既存取引所のネットワーク化の方向へ動き出そつとしている。

今回のロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の戦略的提携は互いのリーダーシップを保持し続けるために横み分け方式に行き着いたが、この方式はこれまでの証券取引所リンク構想を一步進めるという結果をもたらしそうである。もちろん、各銘柄では取引所間の競争がなくなり、独占の弊害が出てくる恐れもあるが、そうなれば店頭市場やPTSとの競争が生じるはずであり、取引所もうかうかしてはならぬことになるのかどうかは明らかにされていないが、SETSの導入に伴つてSEAQが廃止されたイギリス主要株式の取引ではSEAQ抜きで引き続きマーケットメーカーとの取引が活発に行われており、たとえSEAQインターナショナルが廃止されたとしてもすでに確立されたマーケットメーカーのネットワークは同様に存続するであろう。⁽²⁹⁾

注

- (1) ヨーロッパにおける証券取引所間の競争と協調、提携の経緯に関しては、岩田健治「ECの証券市場統合—域内証券取引所間のリンクを中心として—」(日本証券経済研究所「証券資料」、一四四号、一九九一年六月)、安達精司「欧州統合株式市場」について(東京証券取引所「証券」、一九九一年八月・九月)、吉田光・栗原宏樹「EC統合と証券市場」(東京証券取引所「証券」、一九九三年四月・六月)、岩田健治「欧洲の金融統合」(日本経済評論社、一九九六年)、岩田健治「EUの証券市場」(『図説ヨーロッパの証券市場』(一九九七年版))、日本証券経済研究所、一九九七年)、
- (2) A.N.Licht, "Stock Market Integration in Europe" (Working Paper of Harvard Law School Program on International Financial Systems, March 1997) によれば、かなり大きい。
- (3) パリ証券取引所の電子取引システムに関する限りでは、拙稿「取引システムの世界標準へ—パリ証券取引所のスーパーCAC」(本誌一五五二号、一九九七年一一月)を参照。
- (4) ドイツ証券取引所の電子取引システムに関する限りでは、拙稿「電子取引システムによる市場の統合—ドイツ証券取引所のXETRA」(本誌一五五四号、一九九八年一月)、「新たな段階をむかえたドイツ証券取引所の電子取引システムXETRA-XETRAリリース3」(本誌一五六四号、一九九八年一一月)を参照。
- (5) London Stock Exchange and Deutsche Börse, "London Stock Exchange and Deutsche Börse From Strategic Alliance: First step to a single European stock market", Press Release, 7 July 1998
- (6) London Stock Exchange and Deutsche Börse, "Seminars Outline Phase One of Alliance Delivery: Exchanges offer market free try-and-buy package", Press Release, 4 November 1998
- (7) ドイツ証券取引所は一〇月一一日にXETRAリリース3への移行由からすでにXETRAに上場していたイギリス株式の取引を停止してSQD。

〔引状況〕(本誌一五六〇号、一九九八年七月)、「ロンドン証券取引所のSETS導入後ににおけるEuronext導入後の取引状況」(本誌一五六一号、一九九八年九月)を参照。

中国深圳のA株市場(上)

—市場の形成過程と取引所の誕生を中心に—

王 東明

1 はじめに

香港隣接の町深圳は一〇年前わずか三万人の小さな漁村であった。しかし、「改革・開放」政策の実施後いち早く外資を導入し、「経済特区」として「奇蹟的な成長」を遂げた。現在深圳は三八〇万人の新興都市に発展し、九七年国内総生産(GDP)は一、一三〇億元で七九年(GDP:一・九億元)より五〇〇倍以上増え、外国からの直接投資額は一七〇億ドルに達し、世界企業ランキング五〇〇社の半数以上は深圳に投資している。⁽¹⁾

中国经济改革の実験場の一つとなつた深圳は、八〇年代の初頭から一部の企業がより早く株式会社制度を導入し、株式を発行して資金調達をした。株式を発行することによって八〇年代の後半から株式売買の店頭市場が形成された。また九一年七月三日深圳証券取引所は正式開業した。最初、上場企業はわずか六社であった深圳証券取引所は七年の歳月を経て、九八年九月末現在上場企業は四〇一社、発行済株式は約一、〇一七億株(うち流通できる株式数は約三四三億株)、時価総額は約九・三〇二億元(うち流通時価は約二、九一七億元)に達し⁽²⁾、上海に次ぐ全国的な市場に成長した。一体、深圳市場はどのようななかたちで生成し、そして急成長を遂げたのか、その急成長の要因は何なのか。小稿では深圳の株式会社制度の導入過程と市場の形成過程を概観し、株式会社制度

導入の背景および市場の形成要因に触れ、A株市場(国内投資家向け)を中心取り所誕生前後の市場状況をめぐって紹介することにしよう。

2 八〇年代深圳市場の生成

(1) 萌芽期

八〇年代に入ると、都市部の集団企業と農村の郷鎮企業の発展に伴い資金需要が増え、これらの企業は特に中小企業は銀行からの借り入れが難しく、一部の企業が一般個人あるいは従業員に株式を発行し資金調達が始めた。

八一年当時の共産党主席胡耀邦が深圳特区を視察したとき、宝安県の幹部は新しい都市開発に必要な資金が足りないという苦情を胡氏に陳情した。これに対しても胡耀邦は現在国家財政が困難であり、一方「改革・開放」後の個人貯蓄が増えており、個人から資金を調達し企業投資に繋がればよいのではないかを提案し、それをうけ宝安県幹部は川の向こう側香港には沢山の株式会社があり、大勢の人達が株式に投資しているのに、なぜ中国はできないのか、西側先進国の有効な経営管理方法を吸収・利用する事は社会主義経済に有利ではないかとの認識から、最終的に株式会社をつくるう、株式を発行しようということに合意した。

そして一九八三年七月中国初の株式会社—深圳宝安県聯合投資公司(現在深圳上場企業—中国宝安集團株式会社)が誕生した。同社は初めて公募による元本・利息保証の株式(「股金証」)を発行し、「深圳特区報」を通じて「目論見書」を公告し、全国二〇数の省・市および香港・マカオから資金を調達した。最初の株式応募は國家株から一〇〇万元(発行済株式の一五・四%)、法人株から一六〇万元(発行済株式の一一・二%)、個人株か

ら九四〇万元（発行済株式の七二・三%）で三者合わせた資金調達額は一、三〇〇万元になった。当時、株式会社がどんなものであるか、一般の人々は殆ど知らず、そこで宝安県聯合投資公司は海外の株式会社制度を参考にし、宝安県の情況とあわせて株主総会を開いた。最初の株主総会では株主代表大会と取締役会という制度つくりに合意し、また年度の企業利益に基づいて配当すること、株式証明書（「股金証」）および株主手帳の製作などを決意した。それにより国家、企業法人、個人の共同出資・共同管理および社会から監督できる「社会主义株式制企業」が誕生し、そして企業の資産関係が明晰化され、資本も証券化され、公有株主（国家株、企業法人株）は大株主になり、依然として企業の支配権を握っていることが評価されている。⁽³⁾

八二年から八四年の間、宝安県聯合投資公司の他に、一部の村が農家から株式による出資で幾つかの郷鎮企業をつくった。また宝安県のいくつかの集團企業は株式を公募し、資金を調達した。例えば深圳銀湖旅行センター、深圳万豊村のいくつかの郷鎮企業はこのような株式制企業である。当時一般的に株式の転売・流通ができると同時に、一方株式を購入した者に対して「購入自由、退出自由」あるいは「元本・利息保証」という方法をとった企業が多く、株式というよりもはや債券の性格が強いものであった。また一部の企業は「同株同権利」ではなく、特に国家株に対して少ない配当を支払うあるいは配当しないなどの措置をとつていった。⁽⁴⁾

萌芽期の株式の発行および株式制企業の試みは、民間あるいは地域自治体の自発的な行動であり、当時、株式に関する法律・制度もなく、発行した株式あるいは株式会社制度のかたちも様々であり、このような債券化された「元本・利息保証」の株式の発行は企業にとっても、個人にとっても一番受け入れやすい方法であると思われる。

（2）宣伝・動員期

以上のような萌芽期を経て、深圳市政府は企業改革を推進するため、一九八六年一〇月に「深圳經濟特区国営企業株式化の試験に関する暫定規定」（以下「暫定規定」と略称）を公布し、株式会社制度を導入する実験を正式にスタートさせた。この「暫定規定」は株式会社制度導入の指針となり、国営企業は正式に株式会社へ組織変更した後、元の行政所屬関係から離脱し、完全に自主的な經營権を持つ独立の企業法人であることが当時大きな意義を持った。

この「暫定規定」を受けて、一九八七年五月深圳の二二個の信用組合から編成された深圳發展銀行は株式を公募した。最初予定した株式発行数は七九・五万株であったが、当時社会全体は株式に対する認識が薄く、株式の知識を持つ人が少ないと、結局発行はうまく行かず、発行した株数は三九・六五万株、応募計画の四九%しか発行できなかつた。発行価格は一〇元／一株に設定しており、実際に調達した資金は七九三万元に止まつた。売れ残つた半分の株式については、政府が幾つかの国営企業を動員して買わせた。その後、八八年二月、八九年三月の二回にわたつて一〇〇香港ドル／一株の発行価格で優先株一〇万株、七・一万株を発行し、それによる資金調達はそれぞれ一、〇〇〇万香港ドル、七二三・五八万香港ドルであつた。深圳發展銀行の開業は中国初の個人株式投資の銀行、中国初の店頭売買金融株、中国初の外貨優先株を発行した銀行であることで注目されている。

一九八八年二月深圳市初の国営企業から株式会社へ組織変更した企業—金田實業株式会社が市政府の許可を得て設立された。同社の発行済株式は一・七四万株（額面一〇〇元）で、その構成は国家株（市紡績工業公司持ち）は一・二万株、全体の四〇・一%、企業集団株（自社株）は一・一万株、全体の四〇・一%、法人株（發展銀行持ち）は一、〇〇〇株、全体の三・六%、従業員持株は四、四〇〇株、全体の一六%であった。また八九年二月

同社は一般公開で五二三二万株を新規公募し、発行済株式は一、〇七〇万株に達した。同社は自社株を持つていることで関心を集めている。

一九八八年一二月深圳万科企業株式会社は額面一元で一、八〇〇万株を公募した。しかし発展銀行と同じように公募計画の予定通りには売れず、売れ残りの一部を証券会社が引き受けて購入した。このような発行困難の状況に対し、市政府は幹部を動員し、先頭に立つて株式を購入するよう呼びかけ、また株式の宣伝キャンペーングも始まった。⁽⁵⁾

八六年～八九年の時期では、一般の人々が殆ど株式の知識を持つていなかったため、市場全体に活気がなく、政府主管部門は株式市場の役割と株式会社制度のメリットを積極的に唱え、企業と社会が関心をもたらすように懸命に宣伝した。⁽⁵⁾

(3) 店頭市場と株式ブーム

一九八七年九月中国人民政府の認可を受け、中国初の証券会社—深圳特区証券公司が設立された。⁽⁶⁾翌年四月二一日深圳特区証券の窓口で店頭取引を開始し、深圳發展銀行の株式がいち早く売買された。その後、証券営業機関は三社となり、証券業の従業員も七人から三〇人までに増えた。そして店頭取引銘柄は五銘柄（深圳發展銀行、金田実業、万科企業、安達運送、原野実業）になり、売買高は四〇〇万元（八八年）、一、三〇〇万元（八九年）、一七・六億元（九〇年）と急増し、店頭取引は深圳証券取引所の開業前に行なわれていた。

同時期に、深圳發展銀行は店頭取引を開始したと同時に、八七年度の配当案（配当率は一〇%つまり一株につき二元）を実施した。八九年三月二回目の配当は配当率三五%（一株につき七元）で、また古い株主に対しては

二対一の比率で株式配当し、三二・五万株を株式配当した。さらに一対一の比率でワラント（新株引き受け権証書）を古い株主を対象に発行した。このようなハイリターンの配当政策の影響で、深圳市民の株式投資の関心が高め、株式の需給は急増した。八九年二月金田実業の株式公募は順調かつ活発であった。同じ年、同社は一〇対一の比率で株式配当し人気を呼び、額面一〇元の株価は一〇元までに上昇した。

九〇年初頭、深圳發展銀行の業績を発表し、税引前利益は前年度の六、七四八万元から今年度の一億二一九万元に増えたが、そのため配当も以前より高いと予測された。同年三月、原野実業株式会社は今まで深圳最大規模の株式公募（記名式、九〇〇万株、額面一〇元、応募金額九、〇〇〇万元）で、初めて「予約抽選制」による發行を導入し注文を殺到し、四・八億元の予約金を集めた。その後、一年余り新規の店頭公開はなく、原野実業の公募で抽選できなかつた資金は流通市場に流れ、そのことが九〇年の株式ブームに拍車をかけた。特に九〇年五月以後売買高は急増し、一月四九五万元の売買高は五月に一・五億元で一月の二三倍になつた。九〇年の売買高は一七・六五億元に達し、前の二年間合計数の六五倍である。当時、株価も急騰し、一月中旬頃、各銘柄は平均で年初より一〇倍上昇した。P E R（株価収益率）も年初の五倍から、六月中旬の一五倍、一月中旬頃の七〇倍以上になつた。株主数は年初の二万人足らずから一気に一〇万人以上になり、深圳常住人口四〇万人のうち約一五万の株主があり、ほぼ全ての家庭は株式を持っていたと言われている。九〇年末まで、深圳の株式発行額は一・七億元、その四〇%は大衆向けの個人株であった。⁽⁷⁾

(4) 関市場

以上のように八〇年代後半から、一部の企業はハイリターンの配当政策が実施され、また好調な企業業績が株

式の店頭売買に影響を及ぼし、市場は過熱状態になつた。しかし当時、店頭公開の銘柄数は少なく、市場全体の規模も小さく、しかも店頭売買の場所がわずか四カ所であつたため、取引の窓口は常に超満員状態であつた。このような状況が続いているうち、止むを得ず場外取引つまり闇取引が行われるようになつた。また当時、取引成立後の清算決済および株主名義変更の手続を行う手段とサービスが立ち遅れており、売買手続の効率が非常に悪かつた。例えば、株主名義変更の手続は全て完了するまで何と半月もかかっていた。しかし相場は毎日変動し、それに伴うリスクも高い。そこで大部分の投資家はこのようなリスクを回避するため場外の闇取引に参加した。

このような需給のアンバランスな状況下では、場外取引が大量に行われた。闇市場では一般的に相対取引であり、お互いに価格を交渉し、合意をしたら売買証明にサインし、お金を支払い、相手から株券を引き渡すことになつていて。場外闇市場の価格は一般的に場内より一倍前後高い。闇取引が盛んに行われているうち、偽株券、偽札、取引後の株価の大幅変動によるトラブル、最初の株主の身分証明書の受け取り確認ができないなど様々な問題が出でている。また一部の悪質企業は大衆の投機心理を利用して、許可なしで株式または「集資券」（資金調達券）を発行したり、私設店頭市場を設けたり、取引と名義変更の手数料を徴収するなどの違法行為に走つた。闇市場の混乱は金融市场の秩序を脅かす恐れがあつた。

闇市場の混乱を防ぐ、金融市场の秩序を戻すため、市政府は様々な対応措置をとつていた。まず九〇年五月二八日「証券市場の管理を強化し、違法な場外取引の取り締まりに関する通知」を公布した。また五月二九日から株価の値幅制限を土一〇%に設定し、半月後は土五%に改め、六月二六日再び十一%～十五%に調整することにした。さらに売手に対し売り金額の六%印税を徴収し、一般個人の年度配当収入は一年定期預金の利息を超える部分について一〇%の調節税を徴収する。また売買手数料を増やし、一律売買金額の五%にすることが決まった。

その他、党・行政幹部、証券管理部門および証券業従業員の株式売買の禁止、発行管理の強化、違法行為の取り締まりおよびリスク管理の宣伝などの措置をとつていた。

これらの措置は一定の効果をあげ、闇取引は一時的に沈静化した。しかし需給のアンバランスは依然解消せず、七月以後、闇取引は再び活発化し、特に一月中旬頃、闇取引はピークに達した。闇市場の株価は場内より一〇%～四〇%高く、一一月以後はさらに一・五倍～二倍にも上がつた。深圳發展銀行の株価（額面一元）は闇市で一時的に一三〇元／一株までに高騰した。この時期は、場内の株価も最低の銘柄は額面の一八倍、最高の銘柄は額面の七〇倍に上昇した。⁽⁸⁾

九〇年一月下旬、市政府は総合的な整理・整頓措置を実施した。印税は六%から一二%に高く調整し、値幅制限は一%から五%までに縮小した。そして再び党・行政幹部、証券管理部門および証券業従業員の株式売買の禁止を強調し、既に購入した株式を登記し、期限つきで売り出すこと、また断固たる場外取引の取り締まりなどの措置をとつていた。これらの政策は市場に大きなインパクトを与えて、市場の投機心理をかなり抑える効果が出ているようであり、また他の様々な原因も含めて、市場は連續八カ月の過熱状態から株価が下落し、低迷期（九〇年一二月～九一年一〇月）に入り、取引所の創設に伴い、闇市も次第に消えてしまつた。

闇市の混乱から得た教訓は、大きく言えば取引ルール（ソフト面）と取引機構（ハード面）の未整備が問題を起した主な原因であると指摘され、これから法制度などの制度面の整備および証券取引所の設立が急務になつた。

3 深圳証券取引所の誕生

一九八九年一月から市政府のバックアップで深圳証券取引所設立の準備作業が始まつた。一年余りの準備を

経て、九〇年一二月一日深圳証券取引所の試営業が開始した。試営業で一二月一日にいち早く上場した企業は蛇口安達運送股份有限公司で、一二月一〇日深圳原野実業股份有限公司も上場を果たした。株式ブームから低迷期に入った取引所の試営業でもあり、九〇年深圳市場の取引高は一七・六億元、取引所会員は一一社であった。

九一年に入ると、深圳發展銀行、金田實業、万科企業および宝安企業（集團）は取引所の正式開業の前にそれぞれ上場を果たした。七月三日深圳証券取引所は上海証券取引所より半年余りに遅れて正式開業した。

開業直後八月一日の各銘柄の株価は去年一二月下落時の株価と比べると、發展銀行は七一・六一元から二九・五四元、万科企業は一八・四七元から五・二元、金田實業は二三・一元から六・一五元、安達運送は二一・五四元から四・〇五元、原野實業は一八・四元から一〇元までに値下がりした。今回の値下がりは一〇カ月前後に統き、値下げ幅の大きな銘柄は七〇%～八〇%という大きなものであった。取引所の開業はこのようない低迷期の中

でスタートし、不安と期待が両方交わっている時期でもあり、しかし一〇月以後は図1が示すように、株価が上昇の軌道に乗り始めた。

開業後の取引所は、市場管理について「公平、公正、公開」という「三公」原則を立てて、市場集中取引を守ると同時に、投資家の利益を保護することに努力してきた。取引所は政府の関連部門と協力し、「深圳株式發行および取引管理の暫定弁法」に基づいて証券業従業員の違法行為の取り締まりに積極的に乗り出し、市場のルールづくりと秩序の維持に力を入れていた。また取引所の開業と同時に、「深圳証券取引所章程」および「深圳証券取引所業務規則」が公布・実施された。

取引所の組織は会員制で（図2）、九一年の会員数は一五社、九年より四社増えた。

また九一年上場企業数は六社、その全てが地元深圳の企業である。取引高は三五・五九億元で前年より倍増、時価総額は八〇・七六億元、前年（一八・五八億元）の四倍以上になつた。⁽⁹⁾

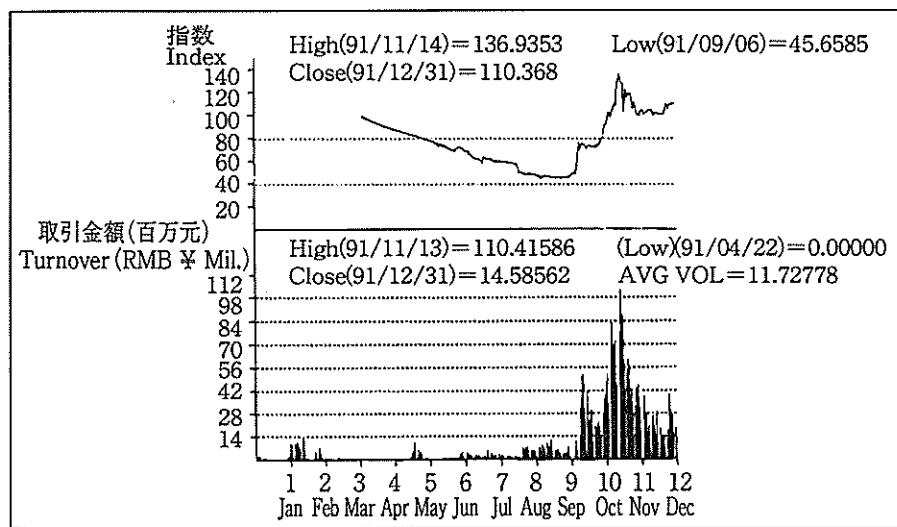
取引所の開業は店頭取引から取引所取引への大きな一歩を踏み切り、これから市場集中取引を行うことで意味を持つ。⁽¹⁰⁾

（図2）深圳証券取引所の会員組織図



（出所）「深圳証券交易所（1991）年報」P 25。

（図1）深圳A株指数と取引金額（1991年）
(INDICES FROM 04/03/91 TO 12/31/91)



（出所）「深圳証券交易所（1991）年報」P 40。

4 むすびにかえて

以上、深圳A株市場の形成過程と取引所の誕生前後の市場状況について紹介した。市場の形成は紹介してきたように直接的な要因の他に、次のいくつかのマクロ経済的な要因も取り上げることができる。深圳經濟特区の実験は九〇年代に入ると既に一〇年の歳月をへり、しかも成長が続いている。經濟特区建設の成果は深圳の人々に特区未来の期待感をもたらし、年々収入が増え、個人貯蓄も増加した（表1）。そしてそれが株式投資の意欲を高めることにつながっている。特に個人の場合は、今までわずかな金額で投資することが出来なく、政府の政策も許されていなかつた。このような政府の政策転換とマクロ経済面の安定は市場形成のもう一つの大きな要因であると考えられる。

また市場形成の初期段階において、政府は市場経済の経験が不足で、店頭市場の混乱と闇市場の横行に対する予測と対応が不十分であり、混乱が収まらなかつた。市場の混乱は逆に市場集中取引の制度づくりと証券取引所の設立に要請されるようになつた。今回検討できなかつた九二年以後の状況と市場の問題点などについては別の機会に紹介することにしよう。

注

(1) 「人民日報（海外版）」一九九七年二月三日、一九八八年一月七日。深圳市統計信息局編「深圳市統計信息年鑑一九九八年」中国統計出版社。「經濟導報」第二五九七期、一九九八年一一月一三三日、四一五頁。

- (2) 「深圳証券交易所市場統計」一九九八年九月号、一頁。
- (3) 王喜義編「中国股市交奏曲」中国民主大学出版社、一九九四年、三一五頁。
- (4) 肖志家、黃文俊編著「市場化的前奏—深圳股份制改革的理論和實踐」紅旗出版社、一九九四年、二二一—二三三頁。王林、宋宏宇編著「深圳股份制改革」海天出版社、一九九一年、一一页。
- (5) 肖志家、黃文俊編著「市場化的前奏—深圳股份制改革的理論和實踐」紅旗出版社、一九九四年、二四一—二七頁、一〇五頁。中国（海南）改革發展研究院編「中国走向市場經濟中的證券市場—中國證券市場發展國際研討會文集」民主与建設出版社、一九九五年、六九頁。
- (6) (財)日本証券經濟研究所「中国の株式会社制度と証券市場の生成」、八五頁。
- (7) 賀宛男、張金泉編「証券市場導遊」復旦大学出版社、一九九一年、一九九二〇頁。
- (8) 賀宛男、張金泉編「証券市場導遊」復旦大学出版社、一九九一年、一九九二〇頁。
- (9) 「深圳証券取引所（一九九二）年報」。

*本文特に注のない部分は参考文献によるものである。

参考文献

- (1) 肖志家、黃文俊編著「市場化的前奏—深圳股份制改革的理論和實踐」紅旗出版社、一九九四年。
- (2) 肖志家、黃文俊編著「市場化的前奏—深圳股份制改革的理論和實踐」紅旗出版社、一九九四年。
- (3) 王喜義編「中国股市交奏曲」中国民主大学出版社、一九九四年。
- 一九九五年。

(表1) 深圳市個人貯蓄の推移

(億元)

年	1979	1980	1985	1990	1995	1996	1997
個人貯蓄	0.37	0.53	7.99	57.45	466.42	582.23	707.67

(出所) 深圳市統計信息局編「深圳市統計信息年鑑1998」中国統計出版社、100頁。

(4) 王林、宋宏宇編著「深圳股份制改革」海天出版社、一九九一年

(5) 「深圳證券交易所（一九九一）年報」。

(6) 陳曉雲「中國股票市場」商務印書館、一九九七年。

清水 葉子

ITS拡大のための課題

1 はじめに

全米市場システムは、上場証券に関して複数の取引市場の併存を認め、それら市場間を結ぶ情報伝達ネットワークを整備して市場間の競争を推進するによるによつて、取引の効率性と投資家保護をはかるとづく構想である。全米市場システムの理念は、事前の気配情報を伝達する総合気配表示システム（Consolidated Quotation System, CQS）、事後の約定情報を伝達する総合テープシステム（Consolidated Transaction Reporting System, CTS）、「市場間の注文回送を行う市場間取引システム（Intermarket Trading System, ITS）」等の情報ネットワークによつて支えられている。

ながらも、市場間の注文回送を行うITSは、より有利な気配を提示している市場へ向けて実際に注文を回送するシステムであるといふ意味で、全米市場システムにおいて極めて重要な位置を占めている。事前、事後の価格情報の伝達ネットワークがいくら整備されても、実際にその市場に注文を回送することができなければ、取引を行うことはできないのであるから、ある意味でITSがカバーしている範囲が全米市場システムの範囲だといつてもよい。

したがつて、本来ならばすべての上場証券が取引されるあらゆる取引市場が、CTSとCQS、ITSで結ばれて、いわゆる隠れた市場が全くない状態が理想であるわけだが、実際には、上場証券の店頭取引の場である第

三市場が不完全にしか I T S に統合されていないなどいくつかの問題がある。

ひるがえって、これまでの I T S の拡大の経緯を見てみると I T S の進展にはさまざまな障害があつたことが分かる。まず、取引所市場と第三市場という、性格の異なる二つの市場を I T S によって統合するためには、両市場間である程度取引ルールを共通化しなければならない。しかしながら取引ルールの合理性は取引手法に依存しているから両市場間で共通の取引ルールを構築することは容易なことではない。

二つめの障害は自動執行をめぐるものである。発注や執行業務の効率化のためには、 I T S も含めた周辺装置の自動化をすすめることができると考えられるが、多くの取引所は市場の自動化が立会場不要論につながると考えたため、自動執行システムの I T S 連絡には様々な支障をきたした。

最後に会員権をめぐる問題を挙げることができる。 SEC は当初、注文回送システムとして、各ブローカー・ディーラーが直接市場への注文回送を行うことができる中立的注文回送スイッチを整備する構想を持っていた。しかしながら、このような直接注文回送を許容すると、自動化の進展につながる可能性があるうえに、会員権の形骸化ももたらされる可能性がある。このような事情で I T S はいつたんある市場に注文が出されてから改めてスペシャリストや取引所スタッフの手で回送されるという現在の形態となつた。

2 劣後執行 (trade-through) ルール

I T S の第二市場への拡大は、取引所市場と店頭市場との連結、すなわちオークション市場とディーラー市場が統合されることを意味する。二市場が連結するに際しては、当然ながらオークション市場とディーラー市場の間の取引ルールの整合性が問題となる。

オークション市場においてもディーラー市場においても、それぞれの取引手法のもとで合理的なルールが形成されてきており、不公正な取引を排除したり、効率的な取引を実現したり、投資家の注文の最良執行を確保したりすることに役立っている。しかしながら、こうしたルールのなかみや有効性は、取引手法によって異なるので、ある取引手法のもとで有効なルールであつても、他の取引手法のもとでは合理性を持たないということは十分考えられる。例えば最良執行ということを挙げても、オークション市場の場合とディーラー市場の場合とではその意味するところが微妙に違つて当然である。

I T S の第三市場への拡大は、取引手法の違う取引所市場と店頭市場とが連結し共通のルールを作り上げることを必要とするが、右のような理由で共通ルールの構築は容易ではない。こうした困難は劣後執行ルールにあらわれた。

劣後執行とは、ある I T S 参加マーケット・センターのブローカー・ディーラーが、 I T S に接続されている他市場に提示されている気配より劣った価格 (I T S に接続している他市場の気配より高い価格の買い、もしくは I T S に接続している他市場より低い価格の売り) で売買を行つてしまふことを言う。これは、言い換えれば他市場により有利な気配が出ているにもかかわらず、その気配が無視されてしまうことを意味するため、劣後執行が生じた場合には、劣つた価格での執行を受けてしまつた顧客注文と、優れた気配を出していたにもかかわらず執行を得られなかつた顧客注文のそれぞれに対してなんらかの救済が必要となる。

しかしながら、オークション市場とディーラー市場では劣後執行に関する考え方には当然ながら違いがある。オーケション市場では、すべての注文を一ヶ所に集め全注文の間のインター・アクションを通じて唯一の価格が決まることに眼目が置かれた取引手法である。一ヶ所に集められた注文は、厳密に価格優先・時間優先の原則にのつとつ

て付け合せが行われるので、劣後執行は原理的にあり得ない。

それに対して、ディーラー市場では、個々のマーケット・メーカーが個別に気配を提示し、互いの気配の競争を通じて効率的な価格形成を達成しようとする仕組みである。したがって、個々のマーケット・メーカーはいわばそれ自身一つのマーケット・センターとして個別に気配を提示して気配競争を行っているのであるから、顧客にとってより有利な気配とより劣る気配が併存していることはなんらおかしなことではない。そうして複数提示されている気配の中から、顧客の選択によってより有利な気配が選ばれていくのである。このことから、ディーラー市場で劣後執行が生じても、その責任を完全にマーケット・メーカーに負わせる根拠はオークション市場ほど明確ではないと考えられる。むしろディーラー市場ではディーラー間の競争を公平にするためのルール、例えば確定気配義務などの方が重視されてしかるべきであると考えられる。

ITSの店頭市場への拡大に際して、大きな問題となつたのはこの劣後執行をめぐる規則である。述べたように、取引所には厳格な劣後執行を禁ずる規則があるのでに対し、店頭市場では劣後執行に関する十分な規制がない。このため、取引所側は店頭市場のITS接続のためには、店頭市場も取引所と同じ劣後執行ルールを設けることが必要条件であり、また投資家の指値注文の保護のためにも重要であると主張したが、それに対して店頭市場側は本来取引所と同じトレード・スルー禁止規定になじまないと反論した。

ITSを通じた取引所市場と店頭市場との連結にあたつて、SECは、一九八一年にITS規則の修正を認可し、ITSのための劣後執行ルールを採用した。⁽¹⁾ 修正ルールでは、取引手法の違いに配慮してそれぞれ取引市場ごとに異なる劣後執行規則が適用された。

修正ルールによると、取引所(Exchange trade through)での劣後執行に対する対応では、一定時間内に劣後執行の

苦情を受け取った場合はその売買を取り消すことが定められているが、店頭市場(Third participating market trade through)での劣後執行の場合は、(ア)劣後執行となつた売買を取り消す、(イ)劣後執行となつた取引を劣後執行にならない値段まで調整する、(ウ)劣後執行を行つたブローカー・ディーラーが、トレード・スルーされた気配(劣後執行によって無視されてしまったより有利な気配)を満たす、の三つの選択肢のうちいずれかを選択することが認められている。取引所市場と店頭市場との取引手法の違いを考慮すると、店頭市場の方により緩やかな規制が適用されているのは妥当であると思われる。

劣後執行ルールごとのような修正が行われることで、取引所市場と店頭市場の連結の問題はひとまず解決された。しかしながら、これで全く問題がなくなつたわけではない。たとえば、ITS/CAESマーケット・メーカーでない第三市場マーケット・メーカーは、他市場での気配がどうであれ、注文を回送することも回送されてくることもあるのであるから、トレード・スルーの適用外である。しかしながら、ITSによる連結が行われてトレード・スルーのルールが定められると、現在の最良気配より劣つた価格で執行が行われた場合に機械的にトレード・スルーと解釈されてしまう可能性がある。こうした誤解を解消するためには、店頭市場で上場証券のマーケット・マークをするものは、すべてITSにリンクさせるしかないかも知れない。

3 自動執行についての考え方

ITSは市場間の注文回送をコンピューターネットワークを通じて機械的に行うものであるが、そうであるならばITSの周辺装置もできる限り自動化を進めていけば、より効率的な取引市場を構築することができると思えるのは自然な方向であると思われる。

例えば、シンシナティ証券取引所は、全米市場システムの究極的な姿として、市場間を電子的な情報ネットワークで連結したうえで、各市場への注文入力や回送に加えて執行を自動化することも想定していたので、一九七八年という早い時期からNSTSと呼ばれる自動執行システムを整備していた。ITS接続に関しても、シンシナティ証券取引所はNSTSを通じた自動連結を希望していた。

しかしながら、実際にはNSTSのITS連結はいくつかの証券取引所の反対のために一九七八年まで実現せず、しかも連結は手動でのみ認められたに過ぎなかつた。NSTSはシンシナティ取引所会員ブローカー・ディーラーから取引所フロアまでの注文をとりつぐ自動システムであるが、NSTSからITSへの自動連結が許されなかつたため、NSTSを通じてブローカー・ディーラーから送られてきた注文は、ittan取引所フロアでプリンターに打ち出され、それを見ながら担当者が改めてITS端末に入力するという手間のかかる方法をとらざるを得なかつた。結局、NSTSとITSの自動連結が許容されるには一九八三年まで待たなければならなかつたのである。

また、NASDも、Nasdaqの相場情報通報システムに自動執行機能を加えた上場証券の取引システムであるCAESを開発しており、CAESを通じたITSとの自動連結を視野に入れていたが、これも連結はすみやかには進まず、関係者の自主的な努力では連結が進まないと判断したSECの連結命令によって一九八一年にやつと成立した。NASDとの接続でも、注文回送のための入力手順などが細かく定められており、ITSの運用は硬直的なものとなつてゐる。

こうした自動執行システムの連結の遅れは取引所側の反対が原因となつてゐる。多くの取引所は、ITSによる注文回送の効率化という理由で周辺部分の自動化も進めていくと、最終的には完全自動執行につながりかねないと考えた。完全自動執行が実現すると、最終的には立会場の廃止が求められるようになると考えた取引所は、ITS周辺装置の自動化の推進を阻んだのである。⁽²⁾

4 会員権の問題

現在のITSでは、ブローカー・ディーラーはittan自らが会員となつてゐる取引所に注文を出し、他市場により有利な気配が出されているときには、取引所からあらためてITSを通じて相手先市場に注文が回送されるという仕組みとなつてゐる。

しかし、SECの当初の構想では、市場間の競争の促進と投資家保護のためには、ブローカー・ディーラーの店頭から有利な気配の出ている市場への直接回送が望ましいとして、各ブローカー・ディーラーが回送先市場を選択するための中立的注文スイッチ（Neutral Order Switch）を整備することが検討されてゐた。しかしながらこのような直接回送は取引所の反対のために実現されることはなかつた。

ITSの市場間注文回送システムの効率化を推進する」とは、取引所の会員権の擁護という観点からは危険なことである。ITSを通じて、取引所非会員が取引所価格に自由にアクセスするといふことになれば、実質的には会員権を持たず、費用負担もしないブローカー・ディーラーに取引所の便益を利用させることに等しい。

したがつて、中立的注文スイッチも、導入されればブローカー・ディーラーからより有利な気配が出てゐる市場への直接注文回送を可能にするのであるから、市場間競争の促進につながるとはいえ、会員権の形骸化もたらす可能性は大いにあると考えられる。加えて、中立的注文スイッチ構想は、価格情報のみに基づいて注文が回送されるようになるため、従来市場の流動性や気配の潜在的改善の可能性などといった価格情報以外の要素も考

慮して行われていたプローカー・ディーラーの発注サービスを否定するものであり、やはり立会場廃止につながりかねないとして取引所の反対にあつたため、プローカー・ディーラーからの直接注文回送は実現しなかつた。

また、各市場においてITSの取り扱い手順は極めて厳格に定められていくことの会員権の問題を切り離せない。例えば取引所内のITS端末であれば、スペシャリストもしくは取引所スタッフが入力作業を行うことが定められていて、プローカー・ディーラーが代わって「行う」とはできない。また、店頭市場マーケット・メーカーの端末においても、入力する者を特定化することが定められている。こいつは柔軟性のない取り扱い手順は、時としてシステムの利便性を損ねている可能性がある。

しかしながら、「これも、ITS端末の利用権が市場へのアクセスを許すと言ふ意味で会員権に類似の意味を持つてしまう」とを考えれば、ITSが厳格な入力手順のためのルールを設けてくることは、やはり会員権の保護のためであると考えられる。入力者を厳格に制限しなければ、会員権の濫用につながるからである。

5. おわりに

ITSは見てきたように、全米市場システムの理念の実現のための中核をなすシステムであるが、成立経緯を調べてみると、矛盾する問題を抱えていたことに気付く。

劣後執行ルールも、SECの当初の構想では、中央指値注文ファイル（Central Limit Order File, CLOF）によって顧客の指値注文を一ヶ所に集め、劣後執行からの保護をはかる」とが計画されていたが、その後の妥協によってITSを通じた劣後執行ルールの形に縮小されたと言えるだろう。

また、自動執行やプローカー・ディーラーの直接回送の問題も、市場の効率化という点からは推進が望ましい

面があるが、こいつした構想を極端に押し進めていくと、立会場や会員権といった既存の秩序と矛盾を生じてしまう面を持つていたため、取引所の反対意見にあって完全な形では実現しなかつた。各取引所は会員プローカー・ディーラーからの発注業務を効率化するために、取引所とプローカー・ディーラーとを結ぶ独自の情報処理ネットワークを形成していくが、こいつしたネットワークをITSと連結して自動化していくといった方向に進むことには考えにくく。

ITSにとって、今後の直接的な課題としては、第三市場への拡大を挙げることができる。一九九七年に採用されたオーダー・ハンドリング・ルールによって第三市場マーケット・メーカーの気配表示義務が拡大されたことをうけて、気配表示が拡大した範囲についてITSとの接続も拡大する必要があるからである。第三市場へのITS拡大が実現すると形式的には全米市場システムは取引所市場と店頭市場の両方を完全に統合することができる。

注

(1) Release No. 17704, (Apr. 9, 1981), 46 FR 22520.

(2) 大阪証券取引所（一九八二）『米国証券市場におけるITSの進展とそれをめぐる諸問題－中央市場と地方市場の両側から見る』、一九八一年四月、p.68 やは、自動化推進に反対の立場をとる主要取引所の、立会場で人手を介して行われる複数のロイヤスは機械化や完全に代替するにいたるが、これを紹介してある。

(3) Release No. 15671, (Mar. 22, 1979), 44 FR 20360. こいつは示されたのSECの方針だ。Securities and Exchange Commission, Division of Market Regulation (1994) "Market 2000: An Examination of Current Equity Market Developments", January 1994 にも紹介されている。