

第一次世界大戦前後のロンドン証券取引所

清水 葉子

1 はじめに

前稿⁽¹⁾では、戦前のロンドン証券取引所の特徴的なガバナンスについて検討した。初期のロンドン証券取引所では、取引所の所有者からなる出資者委員会 (Committees of Trustees and Managers) と、会員 (取引参加者) からなる総務委員会 (Committee for General Purposes) の二つの委員会による「二重の取引所管理 (Dual Control)」が行われていた。前者の出資者委員会は、会費の設定と建物の運営に関する権限を持ち、後者の総務委員会は、会員の入会と市場運営の権限を持っていた。

両委員会は、最終的に取引所振興という点では一致しているものの、その利害は微妙に異なっている。出資者委員会は、取引所設立を、収益をあげるための投資とみなしており、建物に資金を投じて管理し、会員から会費を徴収して収入としている。したがって、出資者は会費収入を増やしたいと考えるのだが、会費を値上げすると、既存会員の反発を受け外部に会費の低いライバル市場が成立する可能性がある。このため、会費は抑えながら、会員数を増大させることによって収益を確保しようと考えた。

このような出資者の意向から、ロンドン証券取引所では、証券取引が活発化して取引所が手狭になると、たびたび資金を投じて建物を増設し、収容会員数の増加をはかっている。ロンドン証券取引所の会員数は多いときで五千人を超え、二十世紀に入って会員数制限が議論の俎上にあがるようになってからも、証券業者に雇用される

クランクを経て会員となる道が残されたため、当初は実質的な制限にはならなかったとされる。

一方、総務委員会は、市場を利用する会員証券業者の組織である。証券取引からの収入は変動が大きいため、固定費を嫌う傾向の強い証券業者にとって、会費は低いほど望ましい。加えて、デフォルトリスクの高い業者の参加を回避したい、取引を特権的に手中におさめ会員権価値の維持をはかりたい、会員同士の過度の競争を抑制したい、といった理由で、制限的な会員制度をのぞんでいたとされる。このように、出資者委員会と総務委員会の見解には、対立する要素が多く存在した。

このようなロンドン証券取引所の二重管理に対しては、従来、煩雑である、あるいは利害が対立して合意を得にくい、といった否定的な評価が一般的であった。しかしながら、Ranald Michie（一九九九）⁽²⁾によれば、二重管理は、ややもすれば閉鎖的で非競争的なガバナンスをのぞむ会員に対して、出資者委員会が常に歯止めとしてはたらくという効果を持ち、結果的に戦前のロンドン証券取引所の開放的で競争的な性格を形作ったとして肯定的に評価している。

わが国でも証券取引所の株式会社化が進むなかで、将来的には取引所のガバナンスが出資者と取引参加者の二つに分離することが指摘されている。ロンドン証券取引所の二重管理に対して、否定・肯定両方の評価が存在することは、現代の取引所のガバナンスを考える上でも示唆するところが大きいと考えられる。

さて、続いて本稿では、引き続きMichie（一九九九）に依拠しながら、やや視点を変えて、戦前のロンドン証券取引所が、電話や電信といった当時の最新通信テクノロジーに対してどのように対応しようとしたかを見ていきたい。通信技術の発達は、とりわけ地方証券取引所や海外の証券取引所などのライバル市場と間の競争構造を変えることを通じて、ロンドン証券取引所内部の利害関係を変化させた。結論としては、ロンドン証券取引所

は、徐々に投資者委員会の発言力が低下するなかで、一九一〇年前後にシングル・キャパシティの義務づけ、最低コミッション制の導入という2つの大きなルール変更を行い、次第に柔軟性が低く、競争制限的な方向へと性格を変えていく。

2 情報通信革命

ロンドン証券取引所の競争条件を大きく変える原因となったのは、電信、続いて電話の普及がもたらした情報通信革命であった。電信については、ロンドン⇨パリ間が一八五一年、ロンドン⇨ニューヨーク間が一八六六年に開通、電話は一八九一年にロンドン⇨パリ間に、一九〇三年にはこれがブリュッセルにまで延長される。当初は大変高かった通信コストも、時間を経るにつれて大きく低下し、大陸への電信については一八五一年の開通時点から一九〇三年までの約五十年間で三%にまで低下、ニューヨークへの電信も一九一一年には導入時のわずかに〇・五%にまで低下したとされる。国際的な通信網と並行してイギリス国内の通信網も整備が進んだ。

電信・電話の普及以前には、当然ながら地理的に隔たった市場での証券取引は困難であった。このことは、遠隔地の取引所へのアクセスの障壁となったと同時に、地域ごとの取引所の必要性の根拠ともなっていた。電信や電話の普及にもなつて遠隔地へのアクセス障壁が取り除かれると、証券業者は遠隔地の市場の価格情報を瞬時にかつ連続的に得ることができるようになる。

このことは、イギリス国内では、地方のブローカーが、ロンドン証券取引所により有利な気配があることを即時に察知して、ロンドンのブローカーへと注文を回送し、コミッションの割戻しを受けたり、あるいはロンドンのジョバーのオフィスから気配値を入手して直接取引したりすることが可能となることを意味する。あるいは、

海外の証券取引所との間では、ロンドン証券取引所に上場されている外国証券について、本国市場との間で国際的な裁定取引を行うというビジネスチャンスをもたらしつつあった。

遠隔地市場とのコンタクトは、ロンドン証券取引所と、地方証券取引所や海外の主要取引所との間の競争構造を大きく変えることとなる。現代でもそうであるが、情報通信の発達は取引所にとって両刃の剣としての性格を持っている。通信技術の発達は、ロンドン証券取引所にとって地方証券取引所が扱っていた遠隔地顧客を取り込めるチャンスでもあるが、逆にロンドンという金融集積地に立地することのメリットを減じてしまう可能性も高い。海外の有力金融業者が、ロンドンに流入したかもしれない取引を母国につないでしまう恐れも同時にもたらすからである。

3 地方証券取引所との関係

通信の発達は、当初のうちはロンドンと地方の競争構造を大きく変えることはなかった。ロンドン証券取引所は、政府証券の最大の市場であると同時に、増加の続いていた海外証券の市場としても活発であった。一方、地方証券取引所は、地方の鉄道をはじめとしてトラム、電話、電気、あるいは新しく生まれた産業・商業証券を扱っており、ロンドンとの間にはある種の分業関係が成立していた。このため、第一次大戦頃までのイギリスの地方証券取引所は、ロンドン証券取引所とのライバル関係にも関わらず、会員数も増加し、一時は地方証券取引所設立ラッシュが見られるなど、ロンドン証券取引所と地方証券取引所が併存するマルチセンターの市場として成長した。

しかしながら、鉄道会社が成長し、会社間の統合などによって時価総額の大きな証券が発行されるようになる

と、鉄道証券は地方取引所だけにとどまらずロンドンでもクオートされるようになり、全国的な投資家層を持つ共通証券としての性格を持ち始める。このように、時価総額が大きく分散保有され売買が活発な共通証券が現れるとこうした証券の取引は、しだいに流動性が高く取引のコストが低い市場に集まるようになる。これを電話による継続的なコミュニケーションが後押しした。

取引高が大きくない地方証券取引所では、ロンドンのジョバーのように常時売買に応じるディーラーが存在できない。このため、地方証券取引所のブローカーは、顧客注文を迅速に執行するために、ロンドン証券取引所会員との間に継続的なコンタクトを維持しなければならず、コミッションの割戻しを受けて注文をロンドンに回送するようになる。またロンドンのブローカーもこれに対して市場を提供するようになる。地方証券取引所顧客は、通信技術のおかげで地方ブローカー経由でロンドン証券取引所の流動性にアクセスすることが可能となった。

ところが一八七〇年代ころから、地方証券取引所会員のなかにも専用回線に投資できるだけの資力を備えたものと、そうでないものとの間の格差が拡大してくる。専用回線と専用スタッフを備えた地方会員は、ロンドンとの迅速な取引や、ロンドンの価格情報の連続的な入手による取引リスクの低減といった大きなメリットを享受でき、ロンドンへの注文回送に特化するようになる。こうしたロンドンあるいはその他の地方証券取引所への注文回送専門業者は、シャンター (shunter、分岐業者) と呼ばれ、地方証券取引所会員のなかでも大きな力を持つようになった。

シャンターの取引が増加してくると、ロンドンでもこれに応じるだけの設備と資金力を持ったブローカーが、単に注文を取り次ぐだけにとどまらず積極的に地方向けの自己売買を行うようになる。さらに後になると、シャンターはブローカーへのコミッション節約のために、ロンドン証券取引所のディーラー業者であるジョバーと直

接取引しはじめ。ジョバーにとっては、ロンドン証券取引所フロアで会員ブローカーに対してのみ行っていた気配提示が、フロア外へも配信可能となったわけであるから、ビジネス拡大の契機ととらえて積極的にこれに応じた。しかも、取引を多様化することでポジション処分のリスクを減らすという点でも好都合であった。

こうした動きが拡大してくると、地方証券取引所だけにとどまらず、ロンドンでも地方からの取引需要に応じるだけの設備と自己売買資金を持った大手会員の勢力が伸長する。ロンドン証券取引所内では、大手業者と、大多数を占める小規模業者との間の利害対立が発生するようになった。

ロンドン証券取引所ブローカーにとっては、取引所ジョバーと直接取引をおこなうことは、取引所会員として会費を支払うことの見返りに得られる特権であると認識されていた。このため、非会員である地方証券取引所ブローカーがジョバーへの直接アクセスを行うことは、ブローカーである自分達をバイパスしていることを意味し、認めることはできない。また、地方ビジネスを得られない小規模ジョバーにとっても、地方証券取引所シャンターを相手に場合によっては自己売買でマーケット・メイクを行う大手ブローカーに対して、自分達の業務を侵害しているとして不満を持った。

4 海外証券取引所との関係

海外証券取引所との競争関係にも、電信・電話などの通信の発達が非常に大きな影響を及ぼした。すでに述べたように、ロンドン「パリ」ブリュッセルの電話リンケージが成立すると、海外市場とのコンタクトが緊密になり、海を越えた取引が活発化する。ロンドンには海外の金融機関が支店を設置する一方、ロンドンのブローカーが代理人を通じて海外業務を拡大したため、ロンドン証券取引所では海外投資家の取引が拡大した。

海外証券取引所との関係が緊密になるにつれて、国際的な裁定取引が始まる。裁定取引が成立するためには、国際的に分散取引されている共通証券と、複数市場での価格を遅滞なく継続的にモニターできる通信技術、即時売買可能な流動性の高い市場が必要である。とりわけ、通信に遅延があると、裁定取引のリスクは極めて大きなものになる。こうした国際裁定取引に必要な条件が、通信技術の進展と証券発行の増大にともなうて、徐々に満たされるようになってきた。

裁定取引においても、通信設備を含めた一定の設備と、裁定取引のスキルを備えた専門スタッフに投資するだけの資力のある業者が優位を占める。このため、ロンドン証券取引所会員のなかから資金を投じて裁定取引専門業者となるものが現れるようになった。とりわけ裁定取引業務に能力を発揮したのは、従来から通貨の裁定取引に精通していたドイツ系ユダヤ人であったとされ、この時期ロンドン証券取引所の外国人会員の筆頭はドイツ人であった。また専門の証券業者でないという理由で取引所会員となることのできない海外の銀行や保険会社も、ロンドン証券取引所の会員を相手に活発な裁定取引を行うようになる。こうした海外金融機関のなかには、取引のスピードや売買価格の面でロンドン証券取引所会員をしのぐものも現れた。裁定取引は、信頼性の高い通信設備を備えていれば、瞬時に他市場との間の価格差を利用することができるため、ディーラーとして異時点間のポジションを持つよりもリスクが低いためである。

ここでも、前節と同様に、大規模会員と多数派小規模会員との間の利害の不一致が生じるようになる。裁定取引を手がけるブローカーは、海外の金融機関との間で自己売買による取引を積極的に行うようになるが、このことは海外業務を行うことのできない小規模ジョバーからは、自分達のディーラー業務の侵害と見なされる。また取引所の有力ジョバーのなかには、自分のオフィスから価格情報などを流しながら直接海外金融機関と取引を行

うものも現れるが、これは取引所ブローカーにとっては仲介業務のバイパスであると映る。とりわけ、裁定取引のためには非会員（海外金融機関など）と緊密にコンタクトをとらねばならず、人数としては少数派に過ぎない。一部の大規模会員が、取引所の外部と活発なビジネスを行うことは、多数派である小規模会員の反発を招いた。

5 取引所のルール変更

このように、情報通信技術の進展は、非会員との密接なコンタクトをビジネスチャンスにできる会員と、通信技術の恩恵を受けない会員との間に利害の不一致を作り出した。この状況に対する解決策として、従来の開放的なガバナンスの下では、希望する地方業者や海外金融機関にまで会員権を拡大することが検討されたかもしれない。ところが、第一次大戦前後の時期から、かつてのロンドン証券取引所の柔軟で競争的なガバナンスの性格が徐々に失われつつあった。

ひとつは、ロンドン証券取引所で出資者と会員の融合が進んでおり、純粋な出資者の立場からの発言力が低下していたことである。一八七六年から、新規会員は入会と同時に取引所の持ち分権を購入することが義務付けられたため、かつての出資者の（死亡などによる）自然減が進んだこのころには、しだいに出資者を兼ねた会員の割合が高まっていた。一九三一年になると、取引所出資者の九十六%が取引参加者でもある会員となっていた。形式上の二重管理は残っていたとはいえ、人数の上では、取引参加者である会員の意見が取引所運営に大きく反映されるようになった。

また、第一次大戦という戦時期をはさんだことで、戦費調達のための政府証券の発行が増大し、その順調な消化のために取引所に対する財務省の介入が増したことも挙げることができる。加えて、戦時の資金危機を乗り切

るために取引所会員に対する銀行信用のモラトリアムが発動されたことも、取引所に対する政府や一般国民の意見を無視できない状況を作っていた。こうしたことが複合的に取引所のガバナンスに影響を及ぼしたとされる。

このため、取引所は会員権を拡大するのではなく、逆に会員による非会員への接触を制限する二つのルールを採用した。一つは、一九〇九年に採用されたSingle Capacityと言われるルールで、取引所会員は、会員を相手に自己売買を行うジョバーと、非会員からの注文を取引所につなぐブローカーの両方を兼営してはならない（Dual Capacityの禁止）としている。これによって、非会員と直接コンタクトをとることができるのはブローカーに限定され、かつブローカーは自己売買を行ってはならず、自己売買を行うジョバーは会員だけを相手にして業務を行い非会員と取引してはならないことが定められた。

ルールの二つ目は、一九一二年に採用された最低コミッション制である。これは、会員が大口の非会員顧客を相手に裁量性の高い取引アレンジをすることを抑制するとともに、取引所会員どうしの競争を抑制することを目的として多数派の小規模会員の要請によって採用された。とりわけ、売買高が低迷する時期でもいったん増やした会員数は減少しないため、競争が激化したとされる。また、この裁定コミッション制は、非会員との取引を継続したいジョバーのために、名目的なフィーと引き換えにブックを通したことにするブローカーの行為を封じるという効果も持っていた。

もっとも、こうしたルールは、当初はあまり厳格に守られず、兄弟でジョバーとブローカーを分担し事実上両業務を兼営するもの、従来どおりの柔軟な手数料アレンジを非会員金融機関との間で継続するものも多かったとされる。また、こうした証券取引所による会員管理強化に対しては、ビジネスの柔軟性が消失することを嫌って反対する会員も少なくなかった。第一次大戦直前の一九一四年には、全体の約一割にあたる会員が、ルールの見

直しを要請して検討が始まるが、直後の戦争開始で検討は中断された。第一次大戦後には、先に述べた理由で、取引所への政府介入の風潮が高まったことや、戦争がもたらした売買高低迷などの理由で会員業者の保守化が進み、取引所のガバナンスもさらに柔軟性を欠く方向へと進んだとされる。

6 おわりに

ロンドン証券取引所のガバナンスが、かつての開放的で競争的な時代から、出資者の発言力が低下したことなどを背景に次第に競争制限的になっていった経緯を検討した。取引所ガバナンスの性格の変化の背景には、戦費調達のための政府証券の発行増大や、取引所会員に対する銀行信用のモラトリアムなど戦争がもたらした影響も大きく、すべてを二重管理の消滅と結び付けられるほど単純ではないかもしれない。しかしながら、戦間期を境にして、ロンドン証券取引所のガバナンスの性格が徐々に変化し始めたことは事実であって、たとえば、第一次大戦中に出征などで会員数が減少した際には、そのまま会員数に非公式の上限を設けるといった制限的な措置も行われた。ロンドン証券取引所会員は非会員とのコンタクトが制限され、とりわけジョバーは会員ブローカーが持つてくる取引だけに依存するようになったため、全体としてさらに保守化が進んだとされる。こうした市場間の競争関係の変化が通信技術の発展が引き金となって引き起こされている点も、現代に通じるものがあると思われる。

注

(1) 清水葉子(二〇〇三)、「初期のロンドン証券取引所」『証研レポート』一六一四号、二〇〇三年一月、日本証券経済研

究所

(2) Ranald Michie (1999) "The London Stock Exchange, A History", Oxford Univ. Press

(しみず よしこ・委託研究員)