

証券取引所規制と市場の分散

中村俊夫

要旨

近年、各国株式取引システムについて、または各市場が提供する透明性や流動性等々に関して論文、論稿が世界的に増えてきたように思う。グローバリゼーションその他の要因から、国内でも国際的にも競争が激化したことが背景にある。

それらの論文の多くが証券市場への政府規制、国際的規制が適切であるか否かを問題にしているが、新取引方法の採用も規制改廃も監督機関が関与するのが現在の体制になっている以上、当然のことである。ある者は証券取引所とは何かを論題に掲げ (Ruben Lee)、ある学者は造出価格に所有権を有する私企業であると論じ (Mulherin) て、政府規制を批判するという状況である。

本稿は、証券取引所市場に対する政府規制の原点というべき“市場の分散化”の問題を考察する。わが国は、明治11年最初の取引所設立以来殆ど免許制が踏襲され、株式取引市場即取引所市場であって厳重に規制されるものという認識が浸透している点は、英米と大いに異なっている (I) し、現行証取法の規制体制と業態構造の下では市場分散化は仲々生じ難いと思われる。また、バイカイ廃止を実現した昭和42年証取審報告以降、取引システムに関する本格的検討もない。それだけ、わが国の取引システムに問題が生じなかったことになるが、今後規制緩和、手数料自由化が俎上に載ってくると、何らかの形で再検討されることになるのではなかろうか。

IIは、わが国の取引所類似市場禁止に関する法制度変遷の歴史を探っている。戦前の取引所法制は公定相場制をとり、差金決済可能な定期取引を全て取引所に集中して場外相場による公定相場の攪乱を防止する趣旨であったことを明らかにする。戦後の証取法にこの条項が継承されたが、今日では十分管理された取引所に株式取引を集中させることだけの意味に変わっている。

IIIは、近年相次いで公表された英米証券市場監督機関の二つの報告書 (SEC市場規制局の Market 2000, SIB 報告書「英国株式市場の規制」) から、市場分散化に対する評価、規制方針に関する部分を抽出、紹介して大方の参考に供する。

目次

- I. 証券取引所と政府規制
- II. 日本における類似市場問題
- III. SEC レポートと SIB レポート

- 1. 市場分散化の評価
- 2. 分散した市場に対する規制の方針

I. 証券取引所と政府規制

証券取引所は、先ず市場を開設している場所である。経済的に観察すれば、「市場とは同一のものまたは同種のものに対する多数の買手と売手の相互作用であり、ある場所 (forum) が互いに相手を見付け出す費用 (探索コスト) からみて最小であるならば、買手と売手にとって有益である。中央市場は、多く買注文と売注文を集中させることにより、取引の探索コストを減少させている¹⁾」わけである。証券取引所は株式の中央市場であり、注文の集中が証券取引所を設立・運営する者にとって多くの有利さを与えるならば、できるだけ注文の集中を図ることは、最も自然な、市場経済原則の一つにすぎない。

アメリカのニューヨーク証券取引所は、業者間の簡単な盟約 (1792年) から始まり、次々に現れる競争相手の取引所を打倒して今世紀初頭において独占的な中央市場の地位を築くことに成功した²⁾。ロンドン証券取引所は、全く別な行き方で対抗する取引所の発生を許さず、独占的地位を占めてきた³⁾。いずれも、政府等から法的強制があったためでも、または支援があったためでもない。そのような民間社会における独占的地位はむしろ統治者の側からすれば目障りであって、世界で最も株式取引が活発なアメリカ、イギリスにおいて、投機ブームが発生して多数投資家が損害を受けるという時期には、

市場の中で不公正な取引慣行が行われていないかどうかの疑惑を呼び、国家統制の力が及ぶものにしたと考えるのは当然である。

アメリカではニューヨーク州議会調査 (通称ヒューズ委員会調査1908~9年)、下院銀行通貨委員会調査 (通称マネー・トラスト調査1912~13年) があり、特に後者はカーブ市場 (アメリカン証券取引所の前身) や Consolidated Exchange をニューヨーク証券取引所の対抗勢力に育てようとした。イギリスでも議会調査 (王立委員会調査1877年) があり、ロンドン証券取引所を勅許状または法令に基づく法人に変えることが献策された。ニューヨーク証券取引所が政府規制に服するのは1934年証券取引所法によってであり、ロンドン証券取引所の場合は1986年金融サービス法によってであって、実に百数十年の長きにわたり、いずれも政府規制がなかった。その間、取引所は世論に敏感に反応する必要があり、非難される事態があれば相応の改善策をとるか、あるいは一般人の納得する弁明を行って政府の介入を防いだということである。法人化せず、訴訟の提起や政府の容喙が困難な任意団体であり続けることにより、会員処分や規則改廃が自由に行えた。

これに対し、わが国で法令によらない証券取引所が存在したことがない。始めから免許制の証券取引所であり、占領下の取引所再開 (昭和24年) から昭和28年までの一時期、登録制であっただけである。わが国の場合でも業者の集団売買 (公債) が先行したが、民間有力者が政

府に条例制定 (旧条令の改正) を懇願し⁴⁾、明治11年 (1878年) の株式取引所条例に基づいて大蔵省の免許 (同令第1条) を得ることにより最初の証券取引所が設立された。大蔵省の布達により、当分東京と大阪の2カ所とされる。

この株式取引所条例は、これに先行し空法化していた株式取引条例 (明治7年) を改めたものであり、この条例は時の政府が公債増発、国立銀行や商社設立に伴って株式の売買取引活発化の必要性を感じたために、急速海外取引所制度を研究、ロンドン証券取引所規約を範として作成された。会員規約を範とする法令では日本での取引所設立が難しいのは道理であり、集団売買業者が政府要路に近い渋沢栄一に依頼し、渋沢らが明治7年条例の改正意見を具申して明治11年条例ができるのであって、日本の機構・制度の起こりがそうであるように、また戦後も続いたように官民一体または官民協調の典型のような推移である。

以下小谷勝重『日本取引所法制史論』(法経出版社、昭和28年) に依據して若干考察してみると、取引所を株式会社組織から非営利会員組織に変えようとするいわゆるブルース条例 (取引所条例、明治20年) を経て、明治26年 (1893年) 制定の取引所法の時代になる。この法律で同種の物件の売買取引を行う取引所を「1地区1カ所」(同法第2条) に限定したにもかかわらず、空前の取引所濫立時代が現出し、政府がこれを減少、撲滅するのに骨を折ったとされる。それまで、免許下付の行政行為によって取引所設立を抑えてきたのが、法文上に明定した結果、明治31年には135カ所にまで達したというのは、現象として、また免許制も運用次第では登録制と同じことになるのが分かる点で大変面白いけれども、よく調べてみると、新設され

た取引所の殆ど全てが米、生糸、油等の商品取引所であって、証券取引所の濫立というのはなかったように見られる。

証券取引のように価格公示性が強く、また当時は銘柄数も限られたであろうから、商品と証券を兼営する取引所が幾つか新設された程度であり、同一地域における証券取引所間の競争はこの時代になかったであろう。その後次第に現物市場問題といわれる取引所対現物市場の競争が起こってくるが、それは次の項で扱うことにしよう。

II. 日本における類似市場問題

免許制にせよ登録制にせよ、またはイギリスのような適用免除制にしても、市場を開設する証券取引所の設立を制限し、組織・運営に対して一定の枠組みを規定して政府が規制するという場合には、必ず類似市場の問題が起こる。わが国は一貫して取引所外の市場 (場外市場) を取り締まり、厳罰をもってこれに臨んできたわけであるが、その禁止の目的となると必ずしも明確でない。これは戦前の証券取引所が、第一に差金決済可能な定期取引の市場であり、第二に公定相場の制を採用したこと由来するのであると考えられる。

取引所類似市場に関する法制変遷の歴史については、前掲小谷「法制史論」と今野論文「取引所類似施設について⁵⁾」に詳しい。公定相場制は、最初空法になった株式取引条例の第28条により取引所相場を官許の新聞紙等の方法で世間に公表すべしとしていたが、株式取引所条例には何等規定がなかった。ドイツの取引所法制 (ベルリン取引所) を範とするブルース条例においてわが国に初めて登場し、取引所法第26

条⁶⁾でこれが継承された。

一方、定期取引の制は、株式取引条例以来先物取引である定期取引が取引所における取引の種類としてその中心を占め、政府高官が海外取引所を視察するなどして実物取引を取引所に取り入れようと努力するが、遂に成功しないのが戦前の取引所の歴史である。ただし、株式取引所条例は定期取引といっても「実物授受」(原当事者間の買戻しのほかの転売買戻しは必ず最終当事者間で受渡し)による決済が基本とされ、期前の取引完結または解約による差金決済が可能になったのは明治26年取引所法になってからである。

ブルス条例が、農商務大臣の権限により取引所以外において取引所の売買取引と同一または類似の方法で売買取引を行うことを禁止できる(第28条)という規定を置いたが、この権限が行使された形跡はない。明治26年の取引所法第25条で「取引所外ニ於テ取引所ノ定期取引ト同一又ハ類似ノ方法ヲ以テ売買取引ヲ為スコトヲ得ズ」と規定し、ここで取引所とは(差金決済可能)定期取引を行う市場であることが鮮明になって、現物市場(原初店頭市場、今日的に言えば第三市場)は規制の埒外に置かれていたことが分かるのである。つまり、場外店頭市場であっても定期取引でなければよい。明治29年に農商務省令第1号「米又ハ有価証券取引市場設立ニ関スル件」が公布され、これによって「市場」設立はすべて農商務大臣の許可を要することになり、違反は罰金または重禁錮の制裁が課されることになって、店頭市場である現物市場が規制範囲に入ってくることになる。しかし、実はこの省令の目的は実物市場の名前を借りて定期取引類似の市場が出来てきたために、これを廃滅させようとしたのである。相対取引

の現物市場を育成する気は毛頭なく、またこの省令に基づいて許可を得て有価証券市場が設立されることもなかった。

大正3年の取引所法改正に際し、大審院が取引所法第25条は吞行為禁止規定であるという立場をとっていたため、第26条の2を新設して「取引所ニ依ラスシテ定期取引ト同一若ハ類似ノ取引ヲ目的トスル市場ヲ開キ又ハ其ノ市場ニ於テ取引ヲ為スコトヲ得ス」とし、ここで本法の中に始めて「市場」の語が登場する。(この当時の「市場」の意味が「差金決済＝流レナイ」いわゆる現物屋の店頭売りが取引所法の支配外であったことについては注7参照。)しかし、大正8～9年に証券交換所問題⁸⁾が起きて、大正11年の取引所法改正となり、第4条の2「有価証券ヲ売買取引スル市場ハ取引所ト看做シ本法ニ依ルニ非レハ之ヲ設立スルコトヲ得ス」を新設し、第26条の2を改正して「差金取引ヲ為ス取引所類似施設ヲ為シ又ハ其ノ施設ニ依リテ取引ヲ為スコトヲ得ス」となった。「市場」を「施設」の語に変えたのは市場よりも施設の方が広く、市場を含めて取り締まることができるためとされる⁹⁾。ここで現行証券取引法第87条の2(類似市場開設の制限)とほぼ同じ規定になる。

証券交換所問題というのは、東京と大阪で株式会社組織によって証券交換所なるものを設立し、「定期取引ト同一若ハ類似ノ取引」の文言に当たらないように交換所対組合員の相対取引の建前をとったが、その実体は翌日決済といっても繰延可能であって反対売買可能な差金決済であった。このため大正8年農商務省が地方長官宛通牒を發して「現物市場」としての認可を受けさせようとし、交換所も認可申請を行うが、結局大正10～11年に、東京の証券交換所も

大阪交換所もそれぞれ東株および大株に買収されて結着する。

こうして大正11年の取引所法改正となり、有価証券市場は現物取引を目的とするものでもすべて取引所とみなされて、取引所法に基づく免許が必要になったのであって、戦前一貫して踏襲される法制になった。昭和9～14年にいわゆる坂本市場問題¹⁰⁾が起り、取引所法第4条の2違反として関係者の一部が起訴されている。ただし、これは非上場の二、三流株を対象とするものであったが、差金取引が行われていた。ついでに、差金決済でない実物取引のみの取引所を設立しうるかどうかという点、設立後1年以内に清算市場(旧定期取引市場)を開設しなければ解散しなければならない、と解されていた¹¹⁾。

以上、日本における取引所類似市場禁止の法制の歴史をざっとみてきた。一貫して流れる戦前の取引所監督上の思想は、差金決済に流れる取引は全て取引所に取り入れて厳重に取り締まることであった。そこで小谷氏は、「取引所は先物取引と差金決済可能の投機市場であり」、「差金決済可能の制度こそ取引所制度の神髓であって、これを認容しない市場は、たとえ投機市場であっても取引所と称し得ない」¹²⁾、という。

なぜ取引所外における差金決済取引を許さないかといえば、それは不健全取引を排除する意味もあるが、取引所は明治26年以來公定相場決定機関とされたのであり、1地区1取引所の制により、ある地域の公定相場は一つであるべきだからである。できるだけ多くの需給が投合されることが望ましく、場外相場によって公定相場が攪乱されるべきでない。差金投機については価格の平準作用に貢献するという有用性を認

めるものであり、法律学上は賭博であっても取引所取引であればそれは有効かつ適法とされ、取引所によらないで取引所相場により差金の授受を行えば懲役または罰金刑が課せられる(取引所法第32条の5、大正3年改正)のであった。

戦後の証券取引法においては、1地区1取引所の制も公定相場の制もなくなった。取引所再開3原則によって実物取引のみとされ、昭和28年導入の信用取引も実物取引をベースにするものであるから、それは戦前の差金決済の制度とは全く異なるものである。

戦後の取引所類似施設禁止の規定について、今野氏は、現物市場においてもその取引は実質上必然的に差金決済に終わる投機取引、したがって差金取引をなす類似施設に陥り易いため、その予防的対策としてとられた規定であると考えられているが、今日のような実物取引が定着している時代には無用の長物の感があるのは否めない。

現下の情勢において考え難いことであるが、たとえば取引所非会員業者または業者以外の者が純粹に現物市場である類似市場を設けた場合、戦前取引所法における制定趣旨と関係なく、現証取法の趣旨は「有価証券市場」(=取引所市場)における売買取引に対しては取引所登録制(現免許制)の下で規制監督を加えること¹³⁾であるから、摘発があれば、証券会社以外の者の私設市場は取引所に転換することができず(取引所設立は証券会社にのみ許される)、閉鎖せざるを得ないことになる。

戦後この規定は、店頭市場については、その相対取引が活発化し、何らかの組織化が行われて管理を要するようになるという発動するというのが当局の運用方針になったものようである。

非上場株の店頭取引（第一次店頭市場）が集团的店頭市場（第二次店頭市場）に転化し、昭和36年証券取引所市場第二部として収容されるという事態があった。しかし、これは発動されたのではなく、当然処罰者も出ない。当局が「集团的店頭市場は、証券業者の店頭における顧客と業者の間の相対取引のうちから、取引の便宜上自然発生的に発展してきたものであり、「この際集团的店頭市場における取引を取引所の開設する正規の市場における取引とすべき時期が到来した¹⁹⁾」という立場をとったものである。中型企業育成に貢献するものであり、取引所正会員が取引参加者の大部分を占めていたこともあろう。（集団取引の中核になった実業証券、仲立証券は正会員間売買の媒介が専業であった。）

今から50年近く前の昭和23年の証券取引法制定当時において、取引所開設による市場再開にのみ関心が高く、将来取引所外で有価証券市場が発達することは予見できなかった結果であろう。取引所が開設する市場のみが有価証券市場である（法第2条⑫）とする甚だ柔軟性を欠く規定と取引所類似施設禁止の規定の下では、新しい事態に対し運用をもって全て打開せざるを得ず、当局と市場関係者に大きな負担を課しているものと想像される。

Ⅲ. SEC レポートと SIB レポート

以上のように、わが国では何びとも取引所類似施設の開設およびそのような施設における有価証券取引が禁止され、証券取引所設立は免許を要するうえ、証券会社のみが設立できるものであるため、国内株取引の証券取引所外への分散は非常に軽微である。株式派生商品である株

価指数先物、オプション取引もまた証券取引所で行われる。

これに対し、アメリカ、イギリスは現在では国内株市場が中央市場以外にも多く存在するようになっていることは周知のとおりであり、アメリカでは主に fragmentation（分裂）、イギリスでは diversity（多様化）の語が多く使われるようである。本稿では、両方の意味を含めて分散化の語を用いることにする。近年、偶然にも時を同じくして両国の株式市場監督機関が市場規制の現状と今後の方針に関する報告書を公表した。アメリカ証券取引委員会（SEC）市場規制局による Market 2000 Report¹⁹⁾（以下 SEC レポート）とイギリス証券投資委員会（SIB）による「英国株式市場の規制」報告書¹⁶⁾（以下 SIB レポート）である。

SEC レポートは、全国証券市場制度（NMS）の創設を指令する1975年証券改正法の制定以来20年近く経過し、株式市場が技術の発達、新商品の開発、世界的な経済の拡大による劇的な変化の中で、現在の規制の枠組みが市場環境の変化に対し遅れを取っていないかどうかという、市場関係者の疑問に答えるためであるとする。

市場関係者の疑問というのは、特に①市場の分散化（fragmentation）、②不十分な市場情報のディスクロージャー、③競合者間の規制上の不公平であるという。

一方の SIB レポートは、1986年にイギリスで証券規制体制が一新された後初めての株式市場を検討するレポートであるが、検討が要請された理由として、SEC レポートと同様に市場を取り巻く環境の変化であるとし、その変化とは資金フローのグローバル化、各国の制度的枠組みの変化、近代技術と市場関係者の革新意欲、一般的な競争の圧力であるとする。

また、この SIB レポートに先立って利害関係者の意見聴取のため利害関係者に配布された討議文書¹⁷⁾では、①英国株市場の多様化（分散化）と②国際的次元の重要性の二つを、討議の中心的背景として設定したと書かれている。

このように、両報告書とも市場分散化を重要な検討項目にしているが、特に SIB レポートの場合は特別な事情があったと考えられるのであり、それはトレード・ポイント（Trade Point Financial Network）¹⁸⁾の登場である。

アメリカの場合、34年証券取引所法に取引所の定義¹⁹⁾を置き国法証券取引所としての登録を要求するが、いわゆる私設取引システム（PTS）に関しては SEC の権限でノー・アクション・レターを与えて営業を許可している。このことについては、かなり年月も経ち、討議も活発に行われて認識が滲透している。イギリスでは、ロンドン取引所上場国内株の場外取引システムは、少なくとも戦後では10数年前の固定手数料時代に Ariel（機関投資家グループが設立）が存在しただけである。トレード・ポイントは1992年秋に開業計画を公表し、SIB の決断が迫られたわけである。1986年金融サービス法は、日本と同様に取引所の定義を置かず、取引所の運営は規制対象投資業務に該当するものであり、一定の要件（法付属規程4）を満たせば SIB の承認を得て、公認投資取引所（recognized investment exchange—RIE）としての適用免除資格（日常的監視を受けない）が与えられるという法制である。

SIB は、先ず1992年に「市場サービス提供者」（market service provider—MSP）としてトレード・ポイントに認可業者の資格を与えた。しかし、MSP は証券業者に対し取引・清算に絡む事務サービスを行う業者が全てであ

り、取引システムそのものであるトレード・ポイントをどう扱うかが問題であった。そのため、討議文書では取引システム MSP を他の MSP と区別すべきかどうか、その他の設問が行われ²⁰⁾、その回答は大多数が RIE 資格の取得（または既存 RIE への加入）を要求すべきとする意見が大多数を占めた²¹⁾。ここに、1994年12月トレード・ポイントは SIB に承認申請し、95年4月 RIE として承認される。実際の営業開始は95年8月であるが、SIB レポートは既に営業しているかの如く扱っている。

以上アメリカとイギリスにおける私設取引システムについて少々触れたが、本来市場分散化はもっと広い概念で捉えるべきもので、株式派生商品市場を除けば、SEC レポートは検討対象にすべき国内株市場は、①中央取引所、②地方取引所、③第三市場、④NASDAQ、⑤自動取引システム、⑥第四市場、⑦外国市場、⑧ブロック・ポジショニングに分けられるといい、SIB 討議文書は、①ロンドン取引所、②米国取引所で取引される ADR 市場、③取引所外取引システム（例えばトレード・ポイント）、④機関投資家間の株式店頭取引、をあげている。

本稿はしかし、これら市場の分析には立ち入らないことにし、最後に市場分散化の現状に対して、証券市場監督機関がどのように評価し、何を規制方針としているかを両レポートから抽出して、何らかの参考に供したいと思う。

1. 市場分散化の評価

SEC レポートは、過去20年近くの株式市場利用者の数、規模、多様化の成長には著しいものがあり、NYSE、Amex および NASDAQ がこれら利用者のニーズに応えられず、利用者が代替物を求めた結果であるとする立場である。

その競争が、市場の効率性と質を改善してきたという。競争の結果、取引の回送、執行、報告、処理の改善が行われて取引料金の低下に結びついた。新サービスは投資家にも専門業者にも選択の巾を与え、市場参加者はもはや取引を中央市場に限定しなくなって、ニーズに合った代替市場を選択できることになったので、中央市場も競争上運営を改善してきた。競争はまた、技術革新を通して市場受容能力を増大させたし、市場の質も競争的環境のせいでNYSE上場株でみてスプレッドの縮小、深みの増大をもたらした²²⁾。大体以上のように競争を良しとする現状肯定論を打ち出しているが、個々の市場についての検討、市場間の競争が公平であるかどうかは別である。

SIB レポートは、委員長の序文の中で、今日の株式市場は多様化の中で生きており、投資家、市場参加者、発行者は皆自らの要望に沿う商品、取引システムを望んでいる。多様化が極端に進み、従来高い基準で運営され、高い流動性を供給してきた市場が損なわれることは誰も望んでいない。しかし一方で、SIBに課せられた法責任は、一定の基準を満たす新参加者にはRIE資格を承認することであり、多様化の発展を阻止することは許されていない、と書かれた。

本文の中では、市場分散化は複雑性を呼び、規制が難しくなり、それ以上の分散化が疑問に達する程になるかも知れない。しかし、SIBは投資家による選択、取引が如何に行われるかを市場自身に決定させることが望ましいこと、競争によって得られるであろう利益を市場利用者に享受させることの方に重きを置くものである、とした²³⁾。

2. 分散した市場に対する規制の方針

市場が分散した場合、規制監督機関がどのような方針で各市場に臨み、株式市場全体を嚮導するかが次の課題になる。規制する側としては、ガイド・ポスト(指針)を内外に宣明して置かなければ、個々の規制局面に遭遇したとき迅速に対応することができないであろう。

SEC市場規制局は、ありうべき規制方針として、①単一市場(single-market)アプローチと②規制除去(deregulation)アプローチのいずれも斥け、SECが従来とってきた方針、すなわち慎重な市場改善の増幅の追求を継続すると宣言した。それは、投資家保護、公平な競争の推進、ディスクロージャーの増進ということになる。

「単一市場アプローチ」というのは、同一取引規則の下に、また全競争者に保護を与えた上で、同一銘柄の取引全部を市場間で相互作用する単一市場として結合させる行き方である。具体的には、現行の全国市場システム(NMS)に第三市場マーケット・メーカーやPTSを広く包含させて、全参加者に同一の規制義務を負わせることになる。

これは、最良執行の機会を与える点で確かに有益なことである。しかし、第一にそれは革新と競争を抑圧し、第二に価格発見と流動性が極端に悪化する程に分散化が進んでいるわけではなく、第三に経験上まだ絶対的多量部分が中央市場に向けられているのが現状である。とはいえ、市場の結合は有益なことであるから、今後も競争促進的な結合を奨励するとする。

「規制除去アプローチ」というのは、SECが株式市場に対する政府規制を大幅に減少させることに専心すべきだという主張である。これ

は、参加市場関係者の規制負担を減少させることになる。競争を激化させ、流動性を提供するためにいっそうの資本を動員しなければならないことになろう。具体的には、NYSE規則390(会員場外ディーリングの禁止)の除去、機関投資家や大ディーラーのような専門知識のある者同志の取引規制の緩和、PTSに対するすべての規制の撤廃、などになる。個人投資家取引中心の市場を想定した規制は、機関投資家や大ディーラーにとって煩わしいということである。

これに対し、アメリカ株式市場の強みは、小口投資家と機関投資家の両方に便宜を提供する能力を持っているからこそである、と市場規制局はいう。異なるタイプの需要から多くの革新が生まれた。NYSEの大口売買方法や立会時間後のクロッシング・セッション、PTS、各取引所の小口注文処理システムなどである。したがって、現在の注意深く維持された均衡を崩すことは不必要かつ賢明ではないとする。ただし、機関投資家の取引活動を全く区別すべきではないとは考えておらず、常に全国市場制度、投資家保護および公正かつ秩序ある市場の維持にとっての、コストと利益のバランスを取るのだという。

以上のように、SECの目指す方向はいわば中庸の道、漸進的改善という従来の方針の再確認であって、今後さらに改善を要する分野を、①透明性、②投資家の公平な取扱い、③公平な市場間競争、④市場利用の開放、という4分野に分けてそれぞれに改善提案を行っているのがSECレポートである。本稿は、これ以上の詳細に立ち入らないことにするが、この4分野として掲げているのは分散化した各市場、あるいは市場全体を通じて具備すべき資質を指すもの

であり、次に述べるイギリスの場合における「市場十全性の基準」に相当するものと考えられよう。

SIBは、株式市場規制の目的は投資家が信頼をもって市場を利用できるようにすることであり、この目的を達成するための規制方針(guiding principle)は、①市場の自由(market freedom)と②コスト有効性(cost-effectiveness)であるという。

「市場の自由」とは、投資家保護上修正の要がある場合を除き、市場の発展と競争を妨害しないことであるとされる。取引方法を基本的に市場自身の手により決定させることであり、それは、取引仲介業者による革新、技術の進歩、投資家からの圧力といったものである。投資家保護措置を備えつつ、効率性を提供し、利用者のニーズの変化に合わせていかに適応するかを決定するのは市場であるべきなのである。

「コスト有効性」とは、規制がコストを要するものであることを認めること、すなわち発行者、市場参加者および投資家の負担を増やすのだという認識に立つことである。規制は本来経済的利益を提供するものであり、取引処理方法の安全性を支援するものであれば取引処理に失敗した場合の投資家コストを最小にし、投資家にとっての市場の魅力を増大するものであれば会社の新資金調達コストを下げるようにしなければならない。なおかつ、規制する側は、市場利用者に課するコストに留意して、規制によって生まれる利益により正当化しうるか否かを考慮しなければならないとする。

以上のように、SIBの株式市場に対する規制目的はSEC市場規制局のいう規制目的と違うものと考えられないが、規制方針としてSIBが市場の自由やコスト有効性を前面に押し出す

ところが可成り違って見える。これは、SIBが自主規制機関その他の頂点に立って監督する立場にあっても、やはり民間機関であるというSECとの性格の相違が如実に表れたものであると思う。しかし、分散した市場に対して要求する資質、基準ということでは可成り共通してくることは当然といえば当然である。

SIBレポートは、市場十全性 (market integrity) という言葉を使って三つの要素を指摘した。①公正な運営 (十分な情報提供、取引機会の公平、投資家に取引の行使機会を公平に与えること)、②不正取引の排除、③効率的かつ信頼できる価格形成、である。その実現のための手段として、「株式市場十全性の全体的基準 (案)²⁴⁾」を提示し、既存公認投資取引所または新たに投資取引所の承認を得ようとする取引市場が、その基準を維持することを要請した。これはイギリス独特の規制方法であろうが、マックスウェル事件 (1991年) の後を受けて第3代目SIB委員長に就任したアンドリュー・ラージ氏が1993年5月公表した報告書 (通称ラージ・レポート)²⁵⁾により敷かれた路線であり、SIBが規制目的 (objectives) を明示し、協議の上基準を策定して基準設定者 (standard setter) として規制機関を監督する上の指標にするのである。ただし、公認投資取引所には適用免除の承認を与えているのであるから、1986年金融サービス法第206条 (情報の公表および助言) に基づく助言 (advice) の形をとっている。

市場十全性の基準として次の四つをあげた。

1. 市場ができるだけ透明であること。

公認取引所市場は、取引株式の会社情報、マーケット・メーカーの提示気配またはシステム投入注文の価格、成立取引に関する情報

を適切な形で利用に供する。

2. 全市場利用者を公平に取り扱うこと。

市場利用者が市場施設と市場情報を公平に利用することができ、市場構造が一部の利用者だけに有利であってはならず、全注文が公平に扱われる市場慣行になっている。

3. 価格形成過程が信頼できるものであること。

信頼できる価格形成が行われるためには、成立取引の数量・価格などの情報が適時、確実に入手でき、適切な流動性を持ち、価格に異常を来した時に取引停止するなどの措置を取る。

4. 市場が惑わされ、操作されまたは不正が行われないこと。

市場で不正が行われないよう、SIBも何が不正行為に当たるかの決定を行い、取引監視等により摘発する上で、市場規制者に強力することになる。

注

- 1) SIB討議文書からの借用である。本稿の文脈上の必要から、若干文章を変更した。SIB Discussion Paper, Regulation of the United Kingdom Equity Market, Appendix II, February 1994
- 2) 拙稿「ニューヨーク証券取引所の本質と非会員との抗争」『証券研究』第69巻 (1983年5月) 日本証券経済研究所。
- 3) 同上, 73頁。
- 4) 谷村 裕「取引所の設立」(有澤広巳監修)『証券百年史』(昭和53年), 日本経済新聞社, 9頁。
- 5) 今野 勉「取引所類似施設について」『企業法の研究』(大隅健一郎先生記念) 有斐閣, 昭和52年, 527-51頁。
- 6) 取引所法第26条「取引所ニ於テ売買取引シタル物件ノ相場ハ公定相場トス」
- 7) 大阪株式取引所調査課「取引所法規及判例」第6編第2章第2節有価証券市場1099頁。
- 8) 小谷『本文中同書』, 「205証券交換所の業務に関する件」549-57頁。
- 9) 大株調査課『前掲書』, 1103頁。
- 10) 藤田国之助『日本取引所解説』(昭和17年), 千倉書房, 18-19頁。
- 11) 大株調査課『同書』, 24-25頁。

- 12) 小谷『同書』, 46頁。
- 13) 岡村 峻『改正証券取引法』, 日本証券新聞社, 昭和23年, 203-204頁。
- 14) 大蔵省「第二市場設置についての論点 (メモ)」(昭和36年3月15日), 『日本証券史資料, 戦後編, 第八巻』日本証券経済研究所, 平成5年5月, 166頁。
- 15) Division of Market Regulation, Securities and Exchange Commission, "Market 2000" - An Examination of Current Equity Market Development, January 1994.
- 16) Securities and Investments Board, Regulation of the United Kingdom Equity Markets, June 1995.
- 17) Securities and Investments Board, Regulation of the United Kingdom Equity Markets (Discussion Paper), February 1994, Chapter 3.

- 18) 滝口 進「トレード・ポイント—その全貌—」, 『証券経済』日本証券経済研究所, 第193号, 1995年9月。
- 19) 34年証券取引所法第3条(a)項(1), (2)。
- 20) 前掲 Discussion Paper, pp. 31-35, Q6. 1-6.
- 21) Securities and Investments Board, Regulation of the United Kingdom Equity Markets - Market Views, A digest of responses to SIB's discussion paper, pp. 48-59.
- 22) 前掲 SEC レポート, pp. 11-12。
- 23) 前掲 SIB レポート, p. 24。
- 24) SIB レポート, 付属資料 II, "The Overall Standard of Equity Market Integrity", pp. 58-61.
- 25) Andrew Large (SIB Chairmen), "Financial Services Regulation - Making the Two Tier System Work", May 1993.