

わが国証券流通市場改革の批判的検討

熊 野 剛 雄

要 旨

証券の流通市場の当面の問題は機関投資家の発展にともなう大口取引をいかに処理するかという問題と、ベンチャー企業の資本調達のための市場をいかに整備するかという問題である。

現在日本に於てこの問題に対しては、大口取引の処理に対しては証券取引所が時間外、立会外の取引市場を用意するという方策がとられている。又ベンチャー企業に対しては、日本証券業協会の店頭市場、東京証券取引所のマザーズ、大阪証券取引所のナスダック・ジャパンが3者てい立の形で競争して市場を開設している。

そもそも証券の流通市場の基本に立ち帰って考えて見ると、マイナーな企業、ベンチャー企業の証券の取引は店頭市場に於て処理するのが適しており、又大口取引は取引所のオーダー・ドリブン市場での処理には、はまり切れないものがある。その意味ではこの両者はちがった意味で店頭市場にゆだねるべきである。そして大口取引の店頭取引は完全なネゴシェーションの世界であって出来る限り自由な市場であるべきである。価格優先・時間優先の原則からも自由であるべきであり、取引所価格からも自由であるべきである。

一方マイナーな企業、ベンチャー企業の為の店頭市場は参入に枠を設けず、外延的にエンドレスな市場であるべきである。そしてそうであるからこそ、開示規制の徹底と、責任の徹底的追及が行われるべきである。

そして取引所市場はあくまでも、ステイタスを持った企業の市場であるべきであり、又広範囲に分散した情報＝注文を集中して価格を発見する市場であり、その意味で値付け市場であり、大口場外店頭取引に対して価格の基準を示す市場であらう。

目次

I. はじめに

II. 証券取引の基本的メカニズム

III. 大量取引と取引所

IV. 大口注文の処理に適した市場とは

V. 市場のすみ分け (機能の区分)

I. はじめに

わが国の証券市場は、金融改革の一環として、近年大きな変革を経験している。改革が行われたということは、金融が他の分野あるいは産業とちがって多くの制定法その他の規制によってその機構あるいは業務のあり方が規定されているからである。そしてその理由は金融が例えば運輸や通信、電力・ガス等の公益事業と同様、私的資本によって営まれているにもかかわらず公共的性格が強いからである。

改革の中心をなすものは自由化である。そして自由化の中心は銀行業務と証券業務の分離の撤廃である。銀・証分離の撤廃は金融業内部の業務区分規制の撤廃の一つとして、金利統制の撤廃と並んで大きな意味を持つものであった。証券市場の自由化の中でもう一つ大きなものは証券業の免許制が撤廃されたことである。これによって証券業への新規参入が自由化され、証券業以外の金融機関、事業会社、さらに外国から、短期間に多くの新規参入が見られ、尚増大中である。

自由化と並んで重要なものは流通市場の改革であろう。そして流通市場の改革は、銀・証分離の撤廃や金利統制の撤廃が、改革としては完了し、すでに明確な形をとっているのに対して、現在まだ進行中と言ってよく、将来どのような形をとるかはまだはっきりしていないと言ってよいであろう。流通市場の改革は市場集

中義務の撤廃、時間優先・価格優先原則の緩和、取引所類似施設禁止の撤廃など、一連の自由化によるものではあるが、単に規制を撤廃したという以上の問題を抱えている。現在の所では証券取引所の枠内で時間外取引や立会外取引の市場が開設された。これは上場銘柄の大口取引の為の市場である。又日本証券業協会が開設し運営する店頭市場が市場として公認され、他方では東京証券取引所の開設したマザーズ、大阪証券取引所の開設するナスダック・ジャパンが生まれた。これ等は取引所上場企業に準じる企業、マイナーな企業、あるいはベンチャー企業の為の市場が急速に拡大しているものであるが、特徴的なことはそれが取引所市場と店頭市場の両方で開設されていることである。

こうした動きは近年アメリカで著しく発展した市場間競争の日本版としてとらえられる傾向があり、歓迎すべきものとされているようである。しかし筆者は最近の日本での動きを、単純に歓迎することには留保をつけたいと思う。取引所が時間外取引や立会外取引の制度を設け、ToSTNeT (東京証券取引所) や J-NET (大阪証券取引所) といった新しい取引システムを開発して大口取引、バスケット取引の為に便益を提供していることは高く評価される。しかし第二次大戦後アメリカで発展した大口取引は、主として order-driven market として発達した証券取引所 (これまで最も純粹に order-driven market とし発展して来たのは日本の取引所であった) の取引仕法に、うまく適合し

なくなった所に最大の問題があるのであった。ところが東証・大証とも大口取引の為に開設された新しい市場は、在来市場である order-driven market（または auction market と呼ばれる）と並立するものととらえているようである。しかし立会外取引、時間外取引はこれまでの取引所システムに対する一種の自己否定であることは、いなむことが出来ないであろう¹⁾。後でのべるように大口取引は本来取引所取引よりも店頭取引になじみ易いものであるように筆者には思われる。東証・大証の行動は競争の激化に備えての、自己防衛策として当然のこととは思われるが、大口取引市場は取引所場外にいくつも自然発生するのが当然であり、そのようにして生まれる諸市場は互に排除し合うことなく、協力してワークし合うべきものと思われる。

日本証券業協会の店頭市場、東証のマザーズ、大証のナスダック・ジャパンも、取引所上場企業以外の企業、とりわけベンチャー企業に資本調達之机をを与え、それ等の企業の株主に投下資本回収之机を与えるものとして、評価することが出来よう。しかしながらマザーズやナスダック・ジャパンが、取引所が開設したり、あるいは取引所が外国の既成の市場組織と提携して開設するものであるという点に懸念をさしはさまざるを得ない。これも後でのべるように、証券を発行する株式会社が無数に存在するのに対応して、株式会社に資本調達之机を与え、株式を流動化させるべき店頭市場は、本来枠があるべきものではなく、そこにアクセスする企業はエンドレスであるべきものではないかと考えるからである。そしてそのようなものとして①店頭市場に対して一つの status を持った市場、reputable な企業の為の市場

として取引所が存在するという構造の方がよいのではないかと感じられる。しかし現実の状況を見ると参入のバーを引き下げた公開企業誘致合戦が行われているようにも見られ、これが果たして店頭市場の本来あるべき姿であるかに対しては強い疑念を抱かざるを得ない。とりわけ、自己責任意識が投資家に稀薄であり、十分に公正な開示を行わない企業や関係者に対する責任の追求が極めておろそかにされている日本に於て、その企業に投資することが完全に投機であるような企業に向って、公開のバーを引き下げることは賛成できない。

II. 証券取引の基本的メカニズム

これまでのべて来たことには、市場に対する筆者の理解が前提されている。ここで市場に対する筆者の理解がどのようなものかについて改めてのべて見たい。

最もプリミティブな市場として証券の保有者、投資家、発行者が直接相対で取引する市場を除いて、仲介業者が介在する場合には証券の流通市場は店頭市場と取引所（または取引市場）の二つである。一方仲介業者の仲介方法は仲介業者が本人（principal）として売買する（自己売買あるいは仕切売買、この場合の仲介業者はディーラー）場合と、代理人（agent）として売買する（委託売買、この場合の仲介業者はブローカー）場合とに分けられる。仲介業者はある時はディーラーであり、ある時はブローカーである。アメリカでは証券の流通を仲介する業者を通常 broker/dealer と称するのはこのためである。

店頭市場すなわち仲介業者が取引所に集合す

るかまたはその他の手段によって売買情報（注文）を取引所に集中しないで、顧客の売買を仲介する場合には、仲介業者の仲介方法は通常ディーラー行為（自己売買）によっている。ブローカー行為によることを排除しないが、その証券を売買する意志を持った者、すなわち証券の所有者や投資家が社会に多数存在しない場合は、一たん自己向いによって売買契約を成立させ、そのあとで転売または買埋めが出来る相手を探して自分のポジションを解放する方法をとった方が顧客の要望に早く応えることができる。したがって店頭市場は通常ディーラー・マーケットであると同時に、しばしば発行量が少く、従って売買の活発でない証券の流通市場、あるいは取引所市場として成熟する前の段階の流通市場と見なされる。店頭市場あるいはディーラー・マーケットでは、仲介業者は注文を誘引する為に売り注文に対して買い応じることが出来る値段（買気配）と注文に対して売り応じることが出来る値段（売気配）、つまり気配（quote）を表示している。注文が誘引されて売買契約が成立し、価格が形成（発見）される。この点に着目すればディーラー・マーケットは quote-driven market である。quote の背後には dealer の意志が存在していることを認識しておくことは重要である。又、もしディーラーがある銘柄について少くとも最低売買単位による気配を提示し、その気配に相当する注文が示されたら必らずそれに応じることを義務付けられ、あるいはみずから宣言している時はそのディーラーはマーケット・メーカー（market maker）である。その銘柄の市場がそのマーケット・メーカーの意志によって開設されている訳であって、これがマーケット・メーカー・マーケットで

ある。

取引所において仲介業者がディーラーとして行動することは排除されず、むしろ売買契約の成立（価格の形成）を円滑にするものとして評価されなければならないが、取引所においては仲介業者は主として顧客の代理人として、言いかえればブローカーとして行動する。日本では日本特有の法律用語として、取引所に於て誰の代理人であるかを明らかにすることなく行う代理行為を「取次ぎ」と称している。

取引所における仲介業者の行動がブローカーであるのは、取引所における取引対象（銘柄）が、発行量が大きく、多数の分散した保有者と、その証券に対する投資意向を持つ多数の投資家が社会に存在し、したがってその銘柄について顧客の委託を受けたブローカーが多数取引所に集合（注文を集中）する可能性が高いからである。言いかえれば、自己向いによらなくても、容易に売買契約を成立させることができるからである。市場用語で言えば出合いが付き易いからである。

通常取引所市場にはこうして、ディーラー・マーケットにおける quote のように、ディーラーの意志を背後に持った注文ではなく、言いかえれば仲介業者の意志からフリーである売買情報、すなわち注文（order）が集中されることになる。そして市場の一般原則——買い手は最も価格の低い売り注文を買おうとし、売り手は最も価格の高い買注文に対して売付けようとする——にしたがって、価格優先の原則、同一価格の注文については時間優先の原則によって（仲介業者の意志を離れて）注文が配列され、価格・数量のマッチした（対当した）注文がつけ合わされ、契約が成立して

行く。言い換えれば、価格優先・時間優先の原則によって配列された注文が機械的に処理されて行く。これが order-driven market である。

取引所市場は店頭市場よりも発達した市場であると見なされるのが常である。又歴史的な発展過程を見ても、証券が発行され、自然発生的に売買が行われ、これ又自然発生的に仲介業者が発生して、形成される市場は店頭市場である。そして売買量が増加し、頻繁に売買されるようになるにつれてブローカー・ディーラーはある一定の場所に、多数、時刻を定めて集合する様になり、取引所が形成される。

しかし最も注意しなければならないのは、そうであるからと言って取引所市場、order-driven market が、いかなる場合も売買契約を円滑に締結させ、又そこで形成される価格が最も公正な価格であるとは必ずしも言えないことである。この節は金融論研究者が必らずしも証券流通市場のメカニズムに明るいとは言えないことを考慮して、極めて基本的なことを叙述しているのであるが、証券市場研究者にとっても見落されている点があり、又証券市場の実務関係者にとっても、感覚的には感知されてはいても、明示的には自覚されないことも多いと思われる。従って敢てここに指摘しておく訳である。

結論的に言えば、order-driven market は、小規模会社の証券又は保有者が特定少数者に集中していて、売買されることの少い証券の市場には不適合であり（さきにのべたように店頭市場、ディーラー・マーケットが適している）、又それと並んで大量取引を処理するには限界があると言うことができる。前

者については既に説明したから、後者についてのべよう。

さきにもふれたように、取引所市場、order-driven market は多数の分散した売買意志＝注文の存在が前提となっている。しかし日常多数の注文が市場に集中されているという場合でも、その銘柄の発行現在高と比較すればその一部分に過ぎないのが普通である。又、現実に売買注文として日常的に市場に現われなくても、潜在的に売りの意向を持っている保有者や買いの意向を持っている投資家は存在し得るけれども、そうした潜在的な売買意志がどういう条件によって現実に市場に現われるかを、予知し、あるいは予測することは困難であると言わなければならない。

言いかえるならば order-driven market で仮に活発に売買が行われているとしても、それはその銘柄の発行現在高のうちの極く一部分が動いているに過ぎないのであり、潜在的な注文と比較しても恐らくはその一部分に過ぎないであろう、ということである。従って平常の取引量をはるかに超える大量の注文が現われた場合には、それを円滑に処理することは極めて困難である。大量の注文は order-driven market に対して激しいインパクトを与えずにはおかないことは、市場が上にのべた様なことを前提として構成されていることを考えれば当然であろう。市場では注文の一部しか執行されないが、強いて執行しようとすれば価格の激変を招くかのいずれかになる。すなわち、短時間のうちにすべての注文を価格変動を押さえながら処理することは不可能である。

Ⅲ. 大量取引と取引所

大量取引の問題は第二次大戦後アメリカで機関投資家の成長が著しく、その保有する株式の量も市場での売買高も巨大なものになったことにともなって発生したことはよく知られていることである。市場での取引量が大きくなるのに従って機関投資家の側から売買手数料を中心として取引コストの削減を求める声が上り、これに対して市場の側では売買の不振に悩む地方取引所（ニューヨーク以外の取引所）や店頭市場に機関投資家の注文を吸引しようとする動きが始まって、市場の分裂と市場間の競争が開始されることになった。

現在の市場間競争は主としてナスダック市場銘柄の売買をめぐる行われ、比較的小型の株式やベンチャー企業株式の、個人による小口の売買をめぐる競争が行われているという側面があることは事実であろう²⁾。しかしナスダック銘柄には例えばマイクロソフト株のような、巨額の時価総額を持った大型株も数多くあって、必ずしもナスダック市場は小型株の小口売買だけの市場ではない。個人投資家は取引口座のある証券業者を通じてナスダックのマーケットメーカーや ECN 業者の開設する、いわば拡大されたナスダック気配画面にアクセスするのであるが、機関投資家は直接マーケットメーカーや ECN にコンタクトして売買するのであって、ナスダック市場やナスダック市場銘柄をめぐる市場間競争が個人投資家の小口注文だけであるということは出来ない。機関投資家の大量の注文をどう円滑に処理するかという問題はナスダック市場や ECN で取り引きされる銘柄にも存在し得るの

である。

とは言え機関投資家の大量取引を処理する問題は矢張り第一に NYSE 上場銘柄についてのものであろう。機関投資家の大量の注文が NYSE の order-driven market（スペシャリストの自己売買が許されている点で純粹の order-driven とは言えないが）で十分円滑に執行されず、機関投資家の不満を買った所から、NYSE 銘柄の場外売買が始まり、市場の分裂が始まったのであった。NYSE 上場株式は何と言ってもアメリカで売買される証券の中核であり、それをどの市場で執行するか of 的意義はナスダック銘柄の場合よりも大きいことは否定できない。NYSE 銘柄の売買が、大口の取引である場合には場内で執行されるよりも場外店頭市場で執行される方が円滑に処理されるとするならば、NYSE の存在意義にも関わる大きな問題である。

NYSE 上場銘柄の場外取引は非会員業者によって始められた。会員には市場集中義務があったからで、当時第三市場と呼ばれた。この市場は自己仕切による市場であるから、当然のことながら業者の資本金力が問題となる。個人投資家の小単位の売買を仲介する場合には資本負担は小さいが、上場銘柄の機関投資家による大量売買を仲介するには、時として巨額のポジションを持つことの出来る大資本業者か、機動的に巨額の資本を調達できる業者であることを要求されることになる。又巨額の注文を受けて短時間に転売あるいは買い埋めの出来る相手方を発見できるだけの情報力も必要とされる。1970年代に Donald Weeden 等の非会員業者によって維持されていた市場は75年のメーデー（5月1日の手数料自由化）以後、変質を余儀なくされたのはこの為ではないかと思われる。

変質の方向は当然、市場の中核を構成する会員業者による上場銘柄の場外取引市場の形成である。

その為に必要とされるのは勿論市中義務の緩和から撤廃という措置である。会員業者による上場銘柄の店頭取引を禁止した規則（Rule）390の適用範囲は1934年証券取引所法の改正によって漸次狭められ、SECは390の撤廃を視野に入れている。市場もこれに応じた動きを見せており、1999年9月にはNYSE上場銘柄の売買件数の11.1%は店頭市場で行われていると伝えられている³⁾。この数字は件数であるから、仮に場外取引が主として大量注文の処理に利用されているとすれば、1件当りの株数は場内での取引の平均よりも多いと見てもおかしくないから、株数あるいは金額で見た上場株の店頭取引のシェアは11.1%よりかなり高いと見てよいのではなかろうか。そしてもし近い将来規則390が廃止されたならば、NYSE場内取引は小口の売買を中心として件数では場外より勝るとしても、株数・金額では場外店頭市場での取引の方が多という事態も将来全くあり得ないことではないと思われる。

IV. 大口注文の処理に適した市場とは

取引量が大きくなるにしたがって上場銘柄も場外で売買される方が多くなるという傾向は売買仕法にその根源があるのではないかというのが筆者の考え方である。

第Ⅱ節では店頭市場と取引所市場、ディーラー・マーケットの売買原理である quote-driven と取引所市場の売買原理である order-

driven について説明し、プリミティブな証券流通においては仲介業者の自己売買による仲介、すなわち quote-driven market であることが合理的であることを示した。そして証券の発行額が大きくなり、証券の保有者、その証券に投資する意向を持つ投資家（すなわち潜在的な保有者）が社会的に増大し、多数分散して存在するようになるにつれて order-driven market、すなわち取引所に移行することを示した。

現代の取引所上場銘柄の場外取引への移行傾向は、これまで自然な流れのように見えた相対市場→店頭市場→取引所という、証券流通の場の移動の方向が逆転することを意味している。この逆転の傾向は一時的・偶然的なものなのか、それとも長期的、必然的なものか、を検討するのが我々研究者に与えられた課題であろう。

証券の流通市場にとって基本的な条件は、情報の発信源、つまり注文の出る源、更に具体的に言えば証券の保有者および潜在的な保有者の存在のあり方、言いかえればどのような形で存在しているか、である。それが特定の、少数の、小口のものであれば売買は偶然的に、時たまにしか発生しないであろう。したがって売買にあたって仲介業者が介在するとしてもディーラー・マーケット、店頭市場で処理されるのに適していると言えよう。保有者がある程度分散しても、少数の小口の保有者であるに止まっているならば、その売買は依然として店頭市場で執行される方が適当であろう。

しかし保有者及び潜在的保有者すなわち投資家が多数にわたって、大口、小口を問わず分散して存在し、先にのべたように売買情報の発信

源が多数に分散した場合は、売買は取引所に集中され、order-driven の原理に従って執行されるのに適していると言えよう。そして現在、保有者は大きく二層分化した。一方に多数の小口及びやや大口の保有者、投資家が居り、他方に少数の、極めて大口の、巨大な機関投資家が存在することになっているのである。このこと自体が市場の二層化を形作る基盤であり、種々の利害の要求がからんで市場の分裂をもたらしている。しかも他方の極には、これまで店頭市場で執行されて来たマイナーな証券の流通もまた分化し、ベンチャー企業証券の市場便益を提供する必要も加わって、ここでも市場の分裂と競争状態があらわれている。

このような、いくつかの層にわたる市場の分化・分裂の中で、特定少数の巨大機関投資家の注文は、これまで最も発達した、洗練された市場と考えられて来た order-driven market に、価格優先・時間優先原則の市場では円滑に執行されることが困難になって来たのである。それは order-driven market 形成の基本条件が変化した以上、むしろ当然の帰結と言うべきであろう。

巨大な注文、block trading, basket trading がこれまでの order-driven market の枠にはまり切れないことは、もう一つ、価格形成の問題でもある。現在、アメリカで先進的に発生している市場の分裂は、最良執行 (best execution) の問題を発生させている。最近30年間の SEC の課題は、市場分裂・市場間競争の是認と最良執行、全市場を通じた公正な価格の発見を、いかに調和させるかということであろう。そして SEC はその答を、独立した市場の統合 (統合されたコンピュータ画面の形成) に見出そうとしているように

見える。

しかし筆者はそれでは解決にならないと考える。何故ならば、どんなに市場情報を集中しても、それは顕在化した注文の集中に過ぎないのであって、潜在する巨大な注文を集中することは元来不可能だからである。とりわけ order-driven、価格優先・時間優先の市場に、突如として巨大な注文が投入されたならば、間違いなく価格の激変、大暴騰あるいは大暴落があらわれるであろう。そして尚悪いことには、大暴騰・大暴落のあと、その注文が消化された後にしばしば価格は旧に復するであろう。価格変動の後で潜在的な注文が顕在化し、集中されて来るからである。このことは現在アメリカでも、最良執行を模索する過程で、大口注文のマーケット・インパクトをいかに小さくするかという問題として取り上げられている筈である。

そもそも価格が短時間のうちに激変するのは、価格優先・時間優先の原則の下にザラバ売買の市場を開設する時に必然的に随伴する欠陥と言ってよい。それを避けようとするれば継続的なザラバを避け、節立合いによる集団競争売買市場を設けるよりほかはないが、それは一応一定の限界内での公正な価格形成には役立つであろうが、証券市場のように取引対象銘柄が極めて多いときは不可能といってよい。それが可能であるのは上場商品が数えるほどしか無い商品取引所など、取引対象が単一か、極めて少数の市場においてだけである。

証券取引所の order-driven 市場でこの問題に対処する方法としては値幅制限、売買の停止が考えられる。しかし値幅制限の限度に達した時に売買を停止し、それを毎日毎日繰返して全

く売買の無いままで結局大幅な価格変動が発生するという欠陥はしばしば発生している。売買が混乱したとき、以前の東証の立会場取引では笛を吹いて売買を停止し、注文を整理して混乱を鎮静化する方法が取られていた。しかしこの方法にも限界がある上に、現行のシステム売買で立会場取引の笛吹きと同様の処理を行うのは現実的に不可能であろう。

結局この問題は意志を持たない注文を、一定の原則の下に配列して、対当する注文を契約成立に導くという order-driven market では解決困難であるということになろう。そうだとすれば、大口の注文は、意志を持たない注文自体が配列されている市場ではなく、背後にディーラーの意志、更にディーラーと取引関係のある機関投資家の意志がひそんでいる気配で動く市場、quote-driven の世界、店頭市場に導くのが適当だということにならないであろうか。大口注文の処理はネゴシエーションによるのがよいと思われるのである。

但しそこには取引の透明性をいかに確保するか、公正な価格の発見をどこに求めるか、という課題ないし疑念が投げかけられる可能性があるであろう。しかし取引の透明性は大口取引に関しては確保するのは困難であり、またどの程度必要であるかについても疑問があり得る。透明性の問題の中心は公正な価格であろう。しかし短時間の内に価格が激しく変動し得る様な市場構造において、公正な価格とはいくらであるかを具体的に決定するのは不可能ではあるまいか。それは個々の注文が市場に与えるインパクトが小さく、その注文が、すでに市場にさらされている注文の範囲内で処理し得る程度のロットである場合なら、あらゆる注文と気配を一つのコンピュータ画面に集中し、その中で最も有

利な価格で執行することに意味がある。しかし注文が巨大であって、市場にさらされている注文・気配の枠を超える場合には市場内で最良を追求することは全く無意味である。そもそも継続売買（ザラバ）市場は短時間のうちに価格が変動する市場であって、そこには一物一価は現実には存在しないと言えるのではないだろうか。

さらにもう一つ、留意すべきことは大口売買は機関投資家の売買であるからいわばプロの世界の売買だということである。これは発行開示規制の場合の私募の場合と共通したものがある。私募が認められるのは少数の、sophisticated investors でリスクに堪えることが出来る者、具体的には五十名程度までの機関投資家を対象として募集が行われる場合である。取引を完全にオープンな order-driven の世界からネゴの世界に誘引しても、誘引されるのは機関投資家であり、仲介業者より概して言えば優位に立つ投資家である。少くとも消費者保護、投資家保護上の問題は発生しないであろう。日本でも大口の注文の場合は大てい証券会社は「決めさせられ」て一たん自己のポジションとし、あとで漸次ポジションの解消に動くのであるが、力関係から言って証券会社側が「泣く」ことが多い。しかし機関投資家の要求が市場の状態を無視した不当な値段であれば、自分の首を絞めるのであるから証券会社は受けなければよい。それはネゴすなわちビジネスの問題であって規制の問題ではないのである。

V. 市場のすみ分け（機能の区分）

日本の店頭市場と大口取引の歴史をふり返っ

て見ると、自由な市場を規制の枠内に押し込め、圧殺して行った歴史であった。第二次大戦後昭和三〇年代までの市場は場内の上場銘柄の市場（すべて立会場取引であった）と店頭の仕切り売買市場（場内に対して外、そとと呼ばれた）があったが、そのほかに廊下（店頭仕切り売買も仕切り伝票を使うだけで取引所の一室でやっていたので、さらにその外部という意味である）、青空などと称される様にの場外店頭市場が存在していた。そしてアメリカのピンクシートなどと同様、種々の気配表があって、それらの取扱いを得意とする地場の小証券業者が持ち歩いていた。聞いたことのない会社の株、昔イギリスの南海泡沫（バブル）の当時の無窮動輪会社の様に谷川の水を動力を使わないで上部まで汲み上げるポンプの会社の株の目論見書を持ち歩く人も居た。伊豆で有望な金山を採掘する会社だという事で見学に行った人達も居たが、見せられたトンネルから結局金は出て来なかった。

こう言った類いの会社まであったということで、勿論ちゃんとした会社の株が大部分であった。その当時、日本橋白木屋（閉鎖した日本橋東急百貨店の前身）のどこかに間借りしていた東京通信工業という会社など、始めはごく一部のを除いて誰も知らなかった。それが後年ソニーとして巨大な成長を遂げたのである。筆者がここで言いたいのは、今頃になってあれこれ理屈を並べて必要性を述べ立てているけれども、ベンチャー企業の資本調達市場は戦後の自由な市場の中で、自然発生的に存在していたということである。その中でインチキなポンプ会社や金山なども勿論あったのであるが、現在マザーズにアクセスしているベンチャー企業で、まだ売上げの無い会社や、債務超過の会社

も見受けられるのと、それほどの差があるとは思われない。最近東証はマザーズ参入のバーを上げたが、本来 reputable な企業の為の市場であるべき証券取引所として当然の措置である。

日本では戦後のこうした青空市場、ピンク・シート市場を圧殺し、店頭仕切り売買市場は第二部として取引所内に吸収してしまった。しかし本来店頭市場というものは枠の無いものであるからどうしても二部市場の枠にはまり切れないものが出て来る。それを日本証券業協会が管理する店頭市場として組織したのであったが、それは証券業協会の子会社としての日本店頭証券株式会社が開設する第2の取引所であった。最近店頭市場は改革され、日本店頭証券も廃止され、店頭市場は各証券会社の気配から構成されるというしかない本来の店頭市場になった。そして情報の集中の場として、銘柄毎にマーケット・メーカーの提示する気配を集めたコンピュータ画面を証券業協会が提供しているだけである。しかし本来は店頭市場は外延がエンドレスなもの、参入退出が自由に行われるべきものである。日本証券業協会の管轄する市場として最近登録基準が緩和されたが、大いに緩和して然るべきであろう。

但しそうであるからこそ開示規制は逆に厳重でなければならない。日本では市場の参入規制が厳重であった。その代りにディスクロージャーがルーズであったということが出来る。その典型的な事例が最も厳重な規制業種で免許制がある銀行の不良資産の隠ぺいと処理の先送りであった。その銀行は貨幣信用を供与する産業としては明らかに衰退産業であり、ピアースやライタン達のナロウ・バンク論やコア・バンク論もこれに関連した側面を持っている。とい

うのは、ナロウ・バンクに於ては銀行は信用供与を行わず、企業の資金調達は証券発行によればよいという考え方だからである。この考え方に於て最も問題となるのは資本市場にアクセスすることの容易でないマイナーな企業の資金調達である。

ナロウ・バンク論は実行困難なものを含んでいるが、その主眼は全く無視してはならないものも含んでいる。とりわけ重視しなければならないのは中小企業の証券発行による資金調達であって、ナロウ・バンク論との関連においても店頭市場は本来外延的に無限に広がりを持つべきであり、又同時に開示規制の厳正化が求められるゆえんでもある。

いずれにせよマイナー企業、ベンチャー企業の為の市場は店頭市場であるのが筋と言うべきであって、その点マザーズが取引所の市場であるのには大いに疑問がある。又マイナーな企業やベンチャー企業の証券発行を引受け、ポジションを持ってマーケットをメイクするには、マイナーな企業に密着した地域金融機関の証券業務にも期待せざるを得ないであろう。この点で店頭市場は仲介業者の参入という面でも、エンドレスに枠をひろげる必要があると思われる。中小金融機関、地域金融機関、協同組織金融機関にもそれなりの証券業務を期待したいのである。

さて再び戦後日本の市場の問題に戻ると、大口取引はバイカイ規制という形で枠をはめられたのであったが、こちらの方は自由な店頭取引とちがって圧殺された訳ではなく、クロスという方法が残された。しかしクロスは取引所のorder-drivenの枠の中で行う方法であり、窮屈極まるものであった。バイカイが許された時代にしばしば利用されたのは「引けあとバイカ

イ」であったが、最近開設された立会外、時間外の取引の利用がふえていることを見ても、大口取引が場内取引に不向きであることの傍証とされよう。大口取引は場内の売買仕法、立会時間、場内の約定値段から自由であった方がよいのではないかと思われる。

いずれにせよ店頭市場は取引所市場より一段と自由な市場であるべきであろうが、その中で、大口取引の為のネゴシエーションの市場と、逆に中小規模会社、ベンチャー企業の為に仕切り売買で仲介し、時として必要に応じてポジションを保有してやる市場に分けて考えなくてはならない。そして取引所は最も上場要件がきびしく、上場されていることが一つのステイタスである市場としての立場を崩さないと同時に、取引の場としては、広範囲に分散した多数の、中・小口の注文を、order-drivenの原理に基づいて執行して行く市場であり、多数の分散した意志によって形成される価格を発見する機能を持つからこそ、場外大口のネゴシエーションの市場に対して、価格の基準を示すことが出来る。いわば取引所は値付け市場である。その意味で取引所市場は中核の市場であると言えると思われる。

最近の日本の市場の状況を見る限り、市場間競争とベンチャー市場の開設に注目が集まり、市場の機能に留意した新しい市場の構造、ないしは市場のすみ分けに対する注意が不足している様に思われる。この論稿は筆者の市場に対する理解に基づいた、日本の市場の新しい方向に冠する試論である。

注

- 1) この点については本論文集収録の横山 淳、「わが国における取引所外取引の現状と課題」を参照されたい。
- 2) アメリカの市場間競争については、大崎貞和『株式市

場間戦争, ナスダックの世界戦略と日本』2000年 ダイ
ヤモンド社に詳しく紹介されている。

- 3) 吉川真裕「米国株式市場統合をめぐる新たな展開」
『証研レポート』No. 1580日本証券経済研究所, 24ペー
ジ。

(専修大学名誉教授・当研究所理事)