

株式市場の透明性ということ(上)

中村 俊夫

一、グローバルゼーションと市場間競争

証券取引のグローバルゼーションが進行するにつれて、各国証券市場がその「市場」としての優劣を競い合う時代になってきた。それは、取引コスト、決済期間の長さ、流動性すなわち市場の厚みや深さといった、取引の執行に直接関わる分かり易いモノサシで先ず測られるだろう。次には「市場」に付随するものとして証券金融、貸株、カ

ストディ等の利便性も判定基準に上がってくるであろう。ここまでは、「市場」構築の当事者である証券業者が大なり小なり自由に変えることができる。それが、上場・登録制度の厳格性、企業ディスクロージャーの水準、会計処理の適正性、インサイダー取引監督の程度、証券取引課税といった分野まで考慮するならば、証券業界だけでは駄目で、産業界、専門職業界、学者、行政機関等を巻き込み、大袈裟に言えば国民的コンセンサスを要することになる。しかし、国際化、グローバルゼーションはだんだん待った無しの状況を呈してお

り、各国が市場間競争に遅れを取るまい（取引流出を防ぎ、あわよくば取り込もう）と、鎬を削っている。

かつて各国証券取引所は、その国情と投資家の投資態度に相応しい特色ある取引決済のシステムを作ってきた。ブローカー業務中心の悠然たる仕事振りで済んでいたのが、今は違う。コンピュータ化、機関投資の優越、金融革新、実際の壁の崩壊、情報化時代の到来であり、各国みなスクリーン・ベース取引に移行しつつあって、迅速果敢、緊張した長時間の勤務が要求されている。世界は狭く、時間は速くなって、世界中の情報を常時追いつけていなければ、時代に付いてゆけない。

各国証券市場の国際比較が盛んになるのにつれて、その評価基準として、市場の効率性（efficiency）、公正性（fairness）、完全性（integrity）、透明性（transparency）、信頼性（reliability）、

った言葉が頻繁に使われるようになった。一種のキーワードとして言わんとする問題が大体は伝わるので、話が早くて確かに便利であるが、どうも物足りない思いがする人は多いであろう。これらの抽象語の背後に、各国の長い歴史的努力がある。そして、現在最も国際的にホットな話題を提供しているのが、株式市場の「透明性」であり、矢面に立っているのがイギリスのS E A Q・インターナショナルである。

本稿は、実は、その徹底的究明という仕事は先送りして、わが国では関心の薄い「透明性」とは一体どういうことであり、外国では歴史的にどのような取組みが行われ、何故今日、国際間競争の場で問題になっているのかを、大変駆け足で荒筋だけ辿ってみようというのが趣旨である。

二、透明性とは何か

市場は業者が構築する。市場の内部は、通常外部者に対してオフ・リミットである。業者でない外部者にとって、それが物流であり、消費材や食料品の購入であれば、小売店頭に置かれた物の背後にどんな業者市場が存在しようともあまり問題ではない。自分の好みの品物が安く手に入れば良い。外部者は買いたいという行為だけで業者市場の末端に参加している。

証券の流通市場は全く違う。外部者（投資家）は、売りと買いで参加し、業者の方もブローカー業務（代理／取次ぎ）とディーラー業務（自己向い）の二つの職能を兼務する（現在ではほぼ各国に共通）とすれば、市場の中がどんな状況であり、自分が注文を委ねた業者がどのように行動し、注

文成立時点の市場状況はどうであつたかを知る権利がある。律義なブローカーということを考えれば、最善の値段で取引が成立するように努力を払ったことが注文主に知らなければ、努力の甲斐がない。全く市場が外部に遮断されてしまうと、業者は痛くもない腹を探られることになる。したがって、何らかの手段を用い、取引成立の状況が市場から外部に伝達される必要がある。これが、市場の透明性の一番基本的な部分、最低限の必要性である。しかし、市場内で発生する全ての情報ということを見ると、これをどの範囲、程度まで透明にすべきかは各国で事情が異なり、甚だ複雑である。行き過ぎた強制は、業者の死活問題ともなるのである。

国際的舞台では、透明性をどの範囲で取り上げているかを見よう。証券監督者国際機構（IOSCO）作業部会が一九九一年以来「流通市

場の「透明性」に取り組み、九二年一二月イタリア証券取引委員会が取りまとめた討議文書^①を公表した。また昨年の東京総会に当たって、同作業部会は「クロスボーダー私設スクリーン・ベース取引システムの規制上の諸問題」と題するペーパーを提出した。前者は、各市場の「透明性」を国際的に調和させ、市場間競争の土俵を同等にしようという訳であるが、一昨年の会合で結論を得ず、来年再度討議する予定であるという。後者のいわゆるPTSの問題も、市場の「透明性」が検討事項の一つである。どちらのペーパーも、透明性に関して「取引前情報」（取引インタレスト、気配、注文状況）と「取引後情報」（報告・公表）^②とに分けて分析している。考えてみれば、取引後情報は現在の状況では短時間で取引前情報に転化してゆくのである。広く市場情報ということを考えれば、いわゆる手口とか、委託と自己、大口取引、

外国人取引の割合とか信用取引残といったものが入ってくる。

しかし、思うにこれ等の中で「取引後情報」は他の情報と質的に区別されるべきものであり、特別な性格を持ち、役割を担っている。前に述べたように、委託者たる投資家に対する市場からの回答なのであり、委託した業者と顧客を結ぶ信頼の絆ともなるからである。つまり、透明性の最低限の必要性としたものである。規制上の立場から、投資家保護上最重要（critical）^③であると稱して憚らないのはアメリカのSECである。またこの問題に対する各国株式市場（取引所）の取組みは、それぞれの国の相違が表れることになって大変面白い。

三、旧フランスと旧アメリカ

ここまで来て直ぐ思い出されるのが、かつての
パリ証券取引所である。今ではすっかり変わった
けれども、フランスは、公権力で証券取引業務を
逼塞させてきた国であった。有価証券取引は公認
仲買人に任命した者にだけ許し、ブローカー業務
だけであって自己取引も禁止した(大口場外取引
の解禁は一九七二年、公認仲買人の廃止は一九九
一年)。その時代のことであるが、立会場に一般市
民が自由に立ち入り、業者の活動が眺められた。
人気銘柄は、コルベユと稱する丸い柵の中で公
認仲買人(または代理補助者)がア・ラ・クリエ
(呼上げ制)により取引するのが、柵外から観察す
ることも、また仲買人に話し掛けることさえでき
た。投資家は注文を仲買人が執行するのが分かっ

た。これは透明性の極致といえようか。市民の自
由な立入りは、立会場といっても政府指定の公共
建造物であり、公認仲買人任命の制度は、公共市
場における悪質業者の排除が目的だったのである
から、恐らくその辺に理由があるう。

次に興味深いのは、昔のニューヨーク証券取引
所の場合である。スズカケの木協定の頃は路上で
あったが、次第に建物内の取引になり、それは教
室のようであって、プレジデント(理事長)が銘
柄を読み上げ、セクレタリーが記録するという方
法だったという。そこで、部外者である顧客から
密室内取引では業者から報告を受けても検証でき
ず、完全に信頼できないという批判が起き、遂に
取引室の片隅に観覧施設を設けて部外者を入れる
ようにしたという。⁽³⁾この記述を残したノーブル氏
は、一九一四年から一九年まで理事長だった人
で、この観覧施設は一九六七年にチックカーが考案

されて広く利用されるようになって重要ではなくなったとする。また別な論者も、チッカーは顧客に対し大雑把な検証手段 (rough check) を与えるもの⁽⁴⁾としている。

概してわが国では、アメリカのチッカーを相場報道であると誤解している人が多いが、またその役割は大いにあるけれども、基本的役目は注文主である投資家に対し検証手段を提供することなのである。取引した業者名は表示しないが、一取引を銘柄名、価格、株数の形で時間的順序により掲載してそれと分かるようにしている。例えば成行注文を業者に委託すると、数分後にはチッカーが取引の成立を知らせる訳である。さらにアメリカには、通稱フィッチ・シートという出版物があって、一日の全取引をアルファベット順の銘柄毎に時間的順序で編集し直したものが発行されているから、翌日この出版物で検証することもできる。

この出版物については、もう少し先で取り上げることにした。

四、日本の透明性

さてこの辺で、日本の透明性（検証手段の意味）はどうかを考えよう。昭和五七年（一九八二年）以来東証はシステム売買に移行し、スクリーン画面にリアルタイムで、銘柄毎の成立取引価格を成立順序に並べて表示している。全国の店頭で眺められるから、値段だけであるが大体の用が足りるようになった。それで別に投資家の不満は聞かれないし、国際的な日本の透明性への批判もないようである。

しかし、それ以前は決して十分であったとはいえないであろう。証券取引法第一二二条第一項は、市場に各銘柄の売買取引の成立価格を揭示し

なければならぬとし、第二項は、銘柄別の最高価格、最低および最終価格を表示する相場表を毎日公表しなければならぬとある。第一項は、立会場内における取引の会員による相互監視を要求したものと解される。取引所がどんな取引方法を採用しようと、秘密裡に勝手な価格で取引するのを防止するのである。第二項の規定に従い、東証は初め値を加えかつ午前と午後に分けて、いわゆる八本値を掲載する東京証券取引所日報を刊行してきた。通常の商業刊行物では四本値である。取引価格がこの四本値の間隙に入ってしまうと、何時どういう状況で自分の取引が成立したのか分からな^い。そこで、投資家は新聞に必ず載る終り値で取引したいと、引け成り注文が増えたりした。売買証明の制度もあったが、委託した業者を通して貰うという制度は利用し難い。昭和四二年に行われたバイカイ廃止⁵⁾は、当時のわが国の透明性の不十

分さが、そのような改革を必要にしたといえよう。

戦後の取引所再開後数年間、日本でもチッカー制度を導入する動きがあったことは前に少々書いたことがあるので、ここでは再説しない。総じてわが国では市場の透明性ということに関心が薄いが、このことは、思うに取引所が売買管理をしていることに関係しているであろう。業者の売買取引を取引所が管理しているとなれば、投資家は納得していた訳である。

しかし、会員組織の取引所が第三者として会員間の取引成立を管理するのは、同じ民間の会員組織取引所といいながら、英米と違うところである。会員が売買ルールを作ると、それはアメリカであればSECの検閲と世論の監視を受けることになるが、認められたルールを守る限り、取引は会員間で自由に成立し、取引所による売買管理と

いうようなことはない。そして投資家には、アメリカではツッカー制度、イギリスではディリー・オフィシャル・リスト（後述）といった大雑把な検証手段を提供して、市場における会員のブローカー取引を投資家がチェックする。

日本の場合、東株時代思想で書かれた競争売買の規則が、戦後の市場再開に当たり、ある歴史的経緯があつて採用され、今日に至っている。戦前の東株は公定相場を作ることが大きな目的であり、東株職員が「見張り」、「帳付け」等として売買を取り仕切っていた。それとほぼ同じ売買規則ということもあり、戦後の再開に当たり売買管理ということに違和感がなかったと考えられる。

東証定款は、単に有価証券市場を開設することを目的とするのに止まらず、その有価証券市場は「公益及び投資者の保護に資するため、有価証券の売買取引等が公正、円滑に行われることを旨と

して運営されるものとする」（第二条）と書かれ、第三者的な立場による市場運営が想定されている、と考えられる。平成四年に挿入された証券取引法第一〇六の二条もほぼ同趣旨の文言になっており、したがって、外国から見ると多少奇異に映るかも知れないが、独自性を強調しても良いであろう。しかしその分、わが国では透明性ということに関心が薄くなっているというのが、筆者の見方である。

今回は大分昔のことに関わってみたが、次回はいっと最近の状況を扱ってみたい。

（続く）

（注）

（1） International Organization of Securities Commissions, "Transparency on Secondary Markets - A synthesis of the IOSCO debate", II Sole 24 Ore Libri, Dec. 1992.

『流通市場における透明性』日本証券経済研究所（訳）

（2） 右記書注（2）

株式市場の透明性ということ(上)

(3) H. G. S. Noble, "The Stock Exchange — Its Economic Function", 1933, P. 18 など、拙論「ニューヨーク証券取引所の本質と非会員との抗争」証券研究第六九巻、七六—七頁を参照されたい。

(4) 同右

(5) 大蔵省証券局年報、昭和四二年、四三年、四四年版各号。

(6) 拙論「ビッグバンと取引三原則」証券研究第八〇巻、一九八七年二月号九五—九七頁。

(なかむら としお・当研究所主任研究員)