

株式市場の透明性ということ（中）

中村 俊夫

五、チッカーとNYSE

チッカーは、アメリカ電信会社のオペレーターであったキャラハン氏の発明にかかる。彼は数ヶ月かけて一八六七年夏に実用化の目処をつけ、協力者を得て資本金二〇万ドルの会社（Gold & Stock Telegraph Company）を設立した。週六ドルで加入者を募集し、ニューヨーク証券取引所（NYSE）の理事から立会場に従業員を派遣して送信する許可を貰い、その年末に加入第一号機

による受信が始まるのである。

チッカーによる相場報道は次第にアメリカ全土に広がり、NYSEの名声を高めて新しい時代の到来を告げるものになった。ゴールド会社は正に時流に乗ったわけであるが、競合電信会社の出現、合併や提携、立会場からの送信停止（NYSEが買収した電信会社に事業が移る）、NYSEへの賃借料とロイヤリティの支払いなど多くの変化をこうむる。その今世紀初頭までの経緯については、創立時の協力者であり、総務・財務担当役員になったホツキス氏の記述⁽¹⁾が残され

ているが、ここでは深入りしないことにしよう。

チッカーはNYSEの隆盛を揺ぎないものにす
る一方で、別の問題を引き起こす。「バケツ・ショ
ップ」(bucket shop)⁽²⁾や当時存在した「コンソリ
デートッド・イクスチェンジ」(Consolidated
Stock and Petroleum Exchange of New York)⁽³⁾
との抗争と訴訟であり、それは、NYSEの立会
場で発生する証券取引情報を誰にでも公表する公
的義務があるか否か、それはNYSEの財産
(property)なのかどうかであった。数多くの訴
訟を互いに提起し合い、結局私的任意団体である
NYSEには公表義務がなく、私的財産である⁽⁴⁾
とされて、それ等に設置されたチッカー受信機の撤
去が始まる。この辺の事情については、Mulherin
氏その他二氏による詳細な共同論文⁽⁵⁾があるが、こ
の問題も本題と直接関わらないので、取り敢えず
スキップすることにしよう。

NYSEが、チッカーを悪用して顧客注文を横
取りしようとする非会員業者や競合する取引所に
対し、時々刻々のNYSE相場を配信しない権利
を得たことを知っておけば十分である。

六、フィッチ・シート

ここで取り上げたいのは、通称フィッチ・シ
ートである。フランシス・エモリー・フィッチ社
(Francis Emory Fitch Inc.)がチッカーに掲載さ
れた取引を、銘柄のアルファベット順、取引成立
順に配列し直して毎日発行する出版物であり、現
在では成立時間の何時何分(チッカー掲載時間と
みられる)まで記載するようになったため大変な
部厚さである。手許の実物は昨年八月一九日(金)
のもので、二四三頁、重さ七五〇グラム、一部四
〇ドル近い値段である。(次頁)抜粋例としてソニ

株式市場の透明性ということ (中)

フィッチ・シートの表紙(1994年8月19日)



DAILY MARKET PUBLICATIONS

STOCK SALES-NEW YORK STOCK EXCHANGE ISSUES

Neither the completeness nor the accuracy of any of the information on this publication is guaranteed either by the New York Stock Exchange, Inc. or by Fitch's Equity Pitch, Inc. and the New York Stock Exchange, Inc. permits Fitch's Equity Pitch, Inc. to make use of such information for the sale of publishing this sheet and also other information printed and sold by Fitch's Equity Pitch, Inc. on the express condition, in which persons purchasing or relying on the financial results, that no liability shall be incurred by the New York Stock Exchange, Inc.

or by Fitch's Equity Pitch, Inc. and that no claim shall be made against them or either of them by reason of any loss or damage resulting therefrom. Transactions shown above are not shown and approximated and in a stock of heavy market activity or in the other manner may vary both generally and in any individual case from the sales in which transactions generally or in any individual case may actually transact.

COPYRIGHT 1994 BY FRANCHISE BROKER FITCH, INC.

THINGS SHOWN ARE APPROXIMATE SEE NOTE ABOVE

FRIDAY AUGUST 19 1994

N.Y.S.E. COMMON STOCK INDEXES

	Composites	Industrial	Transportation	Utility	Finance	VOLUME
10 AM	255.31	216.93	241.85	289.48	214.89	53,738,000
	-.18	-.31	-.29	+.09	-.83	
11 AM	255.34	216.83	241.83	289.53	213.85	58,048,000
	-.23	-.31	-.29	+.02	-.19	
12 NOON	255.24	216.84	241.78	289.51	213.84	123,978,000
	-.23	-.28	-.74	-.10	-.20	
1 PM	255.80	216.76	241.52	289.73	214.31	163,668,000
	+.56	-.62	-.82	+.62	+.17	
2 PM	255.74	216.71	241.64	289.55	214.26	189,270,000
	-.06	-.37	-.78	-.24	-.12	
3 PM	255.94	217.84	241.87	289.48	214.38	221,230,000
	+.20	+.72	-.81	+.37	+.16	
4 PM	255.81	216.84	241.17	289.73	215.10	276,622,000
	-.13	-.36	-1.23	+.44	+.82	
FINAL VOLUME						279,538,000

Total Volume Warrants 250,300

Number of Transactions August 19, 1994

N.Y.S.E. Trades 187,239

Regional Trades 72,333

Total Volume Regional Exchanges 32,288,258

322,336,248 TOTAL VOLUME

Explanation of Codes

A	Exchange acquisition	R	Non day delivery
C	Cash sale	O	Original (OTD) sale
CO	Contract trade (Reported)	S	Sold when a sale does not occur or no initial response
COO	Contract trade	W	Contract trade
D	Exchange distribution	X	Suspect stock transactions
EO	Original trade in error (Reported)	Y	Surfer sale
EOO	Original trade in error	ZOO	Cashier prior trade or trades
ES	System correction		
L	Sold last		

Regional Exchange Symbols

AM	American	MTW	Midwest
CI	Canadian	NA	NASD
BO	Boston	PH	Philadelphia
BT	Boston	PC	Pacific

Also, included in this publication are the following: Hourly Volume, Regional Total Volume, Total Transactions, Ex-dividend Pricings and Corrections for Closes and Previous Day's Transactions.

FITCH FACTS

Other publications:

Stock Sales on the New York Stock Exchange
Stock Quotes on the New York Stock Exchange
Bond Sales on the New York Stock Exchange
Bond Quotes on the New York Stock Exchange
Bond Quotes on the American Stock Exchange
Option Sales on the American Stock Exchange

Complete NASDAQ Market Questions
Stock Sales - NASDAQ National Market System
Option Sales on the Chicago Board Options Exchange
Transactions on the New York Futures Exchange
Sales on the Philadelphia Stock Exchange

As well as

New York Stock Exchange, American Stock Exchange and NASDAQ Symbol Books

For subscription information, call toll-free (outside New York State)

(800) 333-1237

In New York State call
(212) 619-3800

(横21センチ、縦35センチ、青色)

(抜粋例)

当日のソニー(ADR)
の取引

SONY CORP

500	59	3/8	9.35
400	59	3/8	9.56
200	59	3/8	9.59
200	59	3/8	10.06
1500	59	3/8	10.13
100	59	1/2	10.17
200	59	3/8	10.30
600	59	1/2	10.36
200	59	1/2	10.50
300	59	1/2	10.52
400	59	5/8	11.17
200	59	5/8	11.28
300	59	3/4	11.45
100	59	5/8	11.47
300	59	3/4	11.48
100	59	5/8	11.51
100	59	5/8	11.53
300	59	3/4	12.46
100	59	7/8	1.14
900	60		2.18
200	60		2.40
100	60		2.51
400	60		2.52
300	60		3.51
1100	60		4.00
9100	TOTAL VOLUME		
MW	100	59	3/8 9.35
PC	100	59	3/8 9.35
MW	100	59	3/8 10.06
MW	100	59	3/8 10.36
PC	200	59	1/2 10.36
PC	100	59	1/2 10.36
PC	3900	59	1/2 10.31
NA	100	59	1/2 11.53
PC	100	59	3/4 2.13
PC	200	60	
PC	100	60	
PC	100	60	
MW	100	60	
MW	100	60	
PC	500	60	
NA	100	60	
PC	100	60	
6100	TOT	REQD	VOL

1の例を出したが、当日九時三五分五〇〇株五九ドル $\frac{3}{8}$ で始まり、午後四時一、一〇〇株六〇ドルで終っている。アメリカでは、ナショナル・マーケット・システムにより市場間取引システム（ITS）が運営されているから、地方取引所での取引を別にしてその後に掲載している。これがGEやペプシのような人気活発銘柄であると、三（四頁（二頁五欄）に跨がるようになる。

つまり、チャッカーで取引成立が報道され、注文主である顧客がそれを見ていなくても（NYSEでは、成行、指値以外にも様々な注文方法があり、一週間有効である）、後でフィッチ・シートにより検証できる。異常な取引は成立し得ず、フロント・ランニング（先回り取引）なども見破られるかも知れない。NYSE会員は、執行した取引が刻々に外部に伝わり、市販の印刷物に記載されるという前提の下で行動している訳である。これ

が、アメリカにおける株式市場の透明性の原初的な形であり、チャッカー制度とフィッチ・シートは一体のものと考えて宜しかろう。

このフィッチ・シートとNYSEとがどういう関係にあるかという点、古書（一九〇三年⁶）によれば、ある民間印刷業者が毎日取引終了後日中取引の完全な記録を刊行している。その印刷業者は取引所から授権されており、誤謬を直ちに修正する義務が課されている。しかし、他方で取引所は公式リストとは認めていない。取引所は取引記録を作成せず、このリストを二十年間も保持し続けているが、それでも公式のものとはいわない、と書かれているのである。

このある印刷業者こそフィッチ社（またはその前身）であろう。準公式リストという性格は、現在も変わっていないようである。NYSE理事会規則一二八B補則一〇（一三において、それは

「セールス・シート」という名称で書かれ、チックカー・テープ上またはシート上に掲載された取引の変更や修正、欠落を改める方法を具体的に規定している。またフィッチ・シートの表紙には、次の注意書きがある。

「この出版物に掲載された情報の完全性、正確性につき、NYSEとフィッチ社のいずれも保証しておらず、NYSEが前記情報の使用をフィッチ社に対し本シート刊行のためだけに許可し、また本シートは、購入または利用する者がその結果損失を受けた場合にNYSEとフィッチ社のいずれも責任を負わず、損害賠償請求が提起されないという明確な条件の下で印刷、発行されている。（以下大意）記載された取引時間は、急激な活況その他の理由で実際の取引成立時間とは変わっていることがある。」

さて商業出版物である以上どのような用途が想定されているかであるが、準公式の取引記録としての用途のほか、チャートリストなどの相場観測の参考資料として使われるのではなからうか。

七、デイリー・オフィシャル・

リスト

次にロンドン株式市場の透明性であるが、これはビッグ・バン（一九八六年一〇月二七日）以前と以後で大きく変わっている。先づビッグ・バン以前の状況をみよう。

実は、アメリカのチックカー発明者キャラハン氏がゴールド社設立の数年後顧問の職を辞してロンドンにチックカー設備の売込みに行ったのであるが、ロンドンの始値相場をアメリカに送信する会社の設立程度で終わったようである。ロンドン取引所とチックカー制度とは相性が悪いのであろう。なに分にも立会場は外部者を一切入れないで、ブローカーとジョバーがエチケットを守って商談する場所になっており、ブローカー達同志で広告を禁

じ、新規顧客は個人的紹介に限っていた。個人は主に資産家だけで大衆投資を盛んにする気は毛頭なかったようである。これは、ロンドンのシティという場所が自然にそうさせたとか言いようがない。

顧客とブローカーの関係は信頼関係、ブローカーとジョバーも信頼関係 (My Word is my Bond) とはいいい乍ら、最低限の透明性は矢張り必要であり、それがデイリー・オフィシャル・リストであった。歴史は大変長く、十七世紀末に The Course of the Exchange and other Things の名称であるブローカーが発行したのが次第に公式の資格を与えられ、一八六七年に現名称に変わり現在に至る。これはロンドン取引所それ自身の出版物である。

少々説明を加えると、リストに銘柄が載ること
が上場なのであり、同時に「標準気配」(Quota-

tion) が各銘柄につき掲載されることをも意味している。標準気配というのはジョバーによる午後三時頃の気配であり、また翌日の予想気配、すなわちこの辺の相場でブローカーと商談しようという意志表示なのである。当日ブローカーは顧客の意を体して何人かのジョバーと交渉し、最良の取引ができたと思えば「マーキング」(marking—銘柄と値段を書いて箱に入れる)を行う。取引所クラークが取り出して立会場内の別紙に記入、会員の目に晒した後午後三時に印刷に回すことになる。このようにマークした取引だけが、オフィシャル・リストの「成立取引」(Business done) 欄に表示される。夕刻には発行したためこうなるのであり、午後三時以降の取引は翌日付の成立取引欄に載ることになる。またフィナンシャル・タイムス社と取引所との間の何らかの契約で、FT紙相場欄に、この成立取引欄の値段の動きが

昔は毎日掲載されていた。

さて、当然成立取引欄には一日に成立した取引の値段だけが成立順に並ぶことになる。マーキングは特別な場合以外は規則上強制されず、ジョバー間の取引は発表しても意味がないとしてマークされない。さらに、一日に同じ値段が二回以上になると二回目からは省略することも行われた。という訳で、フィッチ・シートと比べるとまことに頼りないが、顧客が注文に際してマークするように要求すれば、値段だけにしろ自分の取引が推定できたし、立会場の中の取引の推移も多少曖昧乍ら分かるというのが、ビッグ・バン以前のイギリスの透明性の状況であった。ジョバー制度の維持とブローカーの自由の確保を優先させたと見られ、独善的という風に一般から批判されてきた。

ビッグ・バンに際し、周知のようにマーケット・メーカー制およびアメリカのNASDAQ式ス

クリーン・ベース取引制に転換し、全取引を五分以内に取引所に報告して、流動性の高い活発銘柄（アルファ銘柄）は直近取引（last trade）を値段と数量の形で直ちにスクリーン上に表示するようになった。しかし、一九八九年二月から大口取引に対しては取引報告のスクリーン表示を止めて翌日のオフィシャル・リスト掲載までの遅延を認める規則改正を行う。そして、それ以降国内、国外から猛烈な非難を浴び乍ら今日まできている。その間、度々活発銘柄と大口取引の基準、遅延時間の長さの変更も行われている。本稿は、批判する側と弁護する側のそれぞれの言い分を検討し、改めて株式市場の透明性を考えるという趣旨で書き始めたが、それについてはさらに先送りして、今回はビッグ・バンにおけるデیلیー・オフィシャル・リストの改善を紹介して終えたい。

ビッグ・バン後のリストは、成立取引欄に全取

デイリー・オフィシャル・リストの第1頁(1992年9月3日)

Daily Official List

Thursday 3 September 1992

Total number of bargains included 30429
Serial number 2918Quarterly subscription £220.00 paper, £170.00(ex vat) microfiche
By post £260.00 paper, £200.00(ex vat) microficheSingle copy £5.05 paper, £5.05(ex vat) microfiche
By post £6.50 paper, £6.50(ex vat) microfiche

Contents

- 2 British Funds, etc
- 5 Corporation and County Stocks
- 6 UK Public Bonds
- 7 Commonwealth-Government
- 7 Foreign Stocks, Bonds, etc-(coupons payable in London)
- 32 Corporation Stocks - Foreign
- 32 Sterling Issues by Overseas Borrowers
- 33 Listed Companies(excluding Investment Trusts)
- 84 Investment Trusts
- 90 Miscellaneous Warrants
- 93 Traded Options
- 102 USM Appendix
- 105 Suspended Securities
- 106 Rule 535(2)
- Take-over Disclosures

Dollar rates at 16.30

FT-SE 100 Index

FT-SE Eurotrack 100

FT-SE Eurotrack 200

US \$1.9797 per £1

2381.9 at Close

1031.46 at Close

1074.12 at Close

Canadian \$2.3736 per £1

Account dealing dates

Total turnover figures in equity stocks

Bargains for the following account are permitted during the last two business days of the current account

First dealings	Last dealings	Account days
10 August	21 August	1 September
24 August	4 September	14 September
7 September	18 September	28 September
21 September	2 October	12 October

Status	No. of bargains	Value (£'s)	Shares traded
Seaq A	22825	1249541144	600343825
Seaq B	1234	41302146	33933346
Other	1336	1903518	20538684
Grand Total	25395	1292746808	654815855

Announcements

ERRATA

The following business done should not have been recorded in the DOL dated 2nd September

Conversion 3% Ln £100, Exchequer 3% Gas Stk 90/95 £100, Jardine Strategic Ord \$H55.3
Siemens Ord DM630, Treasury 6% Ln 95/98 £100

The following business done should have been recorded at Special Prices in the DOL dated 2nd September

Allied-Lyons 7% ULS 93/98 £75, British Petrol 9% 2nd Prt p80, London & Prov 10% 1st Mtg Deb 2026 £69.70
RPH 4% ULS 04/09 £23, Sears 8.75% Prt p100, Stag Frntre 11% Prt p100, Trifrig Hse 9% ULS 00/05
£70.72
Unilever 8% ULS 91/2006 £80.85

Copyright © 1992 The London Stock Exchange. No part of this publication may be reproduced in any form (whether photographic or otherwise) without the permission of the publishers. Additional copies may be purchased on application. All reasonable efforts are taken to ensure the accuracy of the published information and no liability can be accepted for any errors.

Published by the London Stock Exchange, Registered Office London EC2N 1HP (Registered in England & Wales No. 2075721) under the supervision of the Primary Markets Division.

Registered as a newspaper at the Post Office

(抜粋例) 当日のTDK(原株)の取引(配当、コード等の一部削除)

Name, description

Quotation

Isincode

Business done

TDK Corporation Shs of Com Stk Y50

Y3445-3645

国

[3450-3560 S] 08: 3458.18 .181818

07: 3440 62.49 08: 3468 11: 3450 12: 3500 40 13: 3550 60 14: 3550 18: 3540

(横21センチ、縦30センチ、A4版)
この上に濃紺色のカバーがある。

引の値段を、また流動性が高い方に分類された銘柄については値段と数量を一緒に載せるようにした。手許のオフィシャル・リストは一九九二年九月三日（木）のもので、一一〇頁、重さ三二〇グラム、五ポンド五ペンスである。（前頁）ただし、債券と流通オプションを除けば、六六頁とフィッチ・シートの四分の一程の厚みしかない。これは取引量の違いのほか色々省略の工夫を加えているからで、時間は時間帯とし、値段は各時間帯始値以降は変化桁内の数字、数量は括弧内に千株を１とする整数（五〇〇株未満は０）で表示するという工合である。これで、活発銘柄でも一〇行位で収まっている。按例はTDKの取引である。成立取引欄の始めのカギ括弧は当日の最安値と最高値、Sは決済がTalisman（通常の決済方法）でないことを表わす。①記号の前は前日三時以降の取引であるから、当日は一一時台に三、四五〇円で

始まり、午後三時に三、五四〇円で終わった。取引件数は七件、しかし三時以降も取引はあったであろう。生憎く取引の数量の表示がないが、活発株に分類されていないためである。

兎も角以上のように、ビッグ・バン後かなりイギリス株式市場の透明性が向上したことは確かである。

（注）

（１） E.C. Stedman (ed), "The New York Stock Exchange" V"The Stock Ticker" by H.L. Hotchkiss, 1905

（２） バケツ・ショップとは、普通の証券会社を装いつつ、取引注文の委託を受けても他業者とまたは取引所で執行せず、自己向かいその他賭博的行為をした業者を指す。証券の歴史家として著名なソーベルによれば、語源は証券に関係がなく、一九世紀初期のロンドンで物乞いが居酒屋を回って樽底に残ったビールをバケツを持って集め、彼等の巣窟に集って飲んだので、そのような場所、部屋を指して言ったものという。ロンドンのブローカーが程度の悪い非会員業者をバケツ・ショップといったので、証券界で使われるようになる。

（３） この取引所は、NYSEが扱わなかった鉱山株や石油

（続く）

株を取引する数個の取引所が一八七七年合併してできた取引所である。始めはNYSEとの取引株の重複がなく、NYSE会員もかなり入会して友好関係にあったが、一八八五年NYSE上場鉄道株の取引を開始することで敵対関係になる。一九二〇年代に消滅。

(4) 一八九九年ニューヨーク州高裁判決。In re Renville, 46 N.Y.App. 37 (1899).

(5) J. Harold Mulherin, Jeffrey M. Netter and James A. Overdahl, "Prices Are Property: The Organization of Financial Exchanges from a Transaction Cost Perspective," *Journal of Law and Economics* (October 1991)

(6) S. S. Pratt, "The Work of Wall Street", January 1903, p. 140

(7) 当時の裁判所は、取引所の取引記録を証拠書類として認めず、ブローカー業者の取引記録が証拠とされたため取引所が無駄を省いたためであるという。

(なかむら としお・当研究所主任研究員)

正 誤

『証券レビュー』第三五巻第三号、七〇頁上段第二行

(誤) 観客——(正) 顧客