

株式市場の透明性ということ（下）

中村俊夫

目次

- 一、グローバルゼーションと市場間競争
- 二、透明性とは何か
- 三、旧フランスと旧アメリカ
- 四、日本の透明性
（以上三月号）
- 五、チックカーとNYSE
- 六、フィッチ・シート
- 七、デイリー・オフィシャル・リスト（以上六月号）
- 八、全米市場システム構想と透明性
（以下本号）
- 九、SEAQシステムと透明性

八、全米市場システム構想と透明性

本稿は、世界の株式市場において議論の喧し^{かまびす}い透明性（transparency）ということについて、特に一九八九年二月以来延々とイギリスで論じられてきた大口取引の公表遅延の問題を紹介する趣旨で書き出した。第一回、二回に続き、今回は、アメリカの全米市場システム構想から話を始め、それとの密接な関係でイギリスの新取引制度に取り込まれることになった透明性確保のための措置

について記し、最後に大口取引公表問題の順で書く予定であったが、事情により肝心な最後の部分を書く余裕を失うことになった。お断わりの上、いずれ機会をみて紹介する心算である。

それにしても、わが国で透明性ということに関心が薄い（と見られる）のは奇妙な現象であると考えており、第一回で透明性とは何かを説明すると同時に、関心が薄い理由についていささか私見を述べてみた。しかし、その他にもいろいろ理由が考えられるかも知れない。第二回は、わが国であまり紹介されていないアメリカのフィッチ・シートとイギリスのデイリー・オフィシャル・リストを取り上げて、歴史も、また刊行者の性格も異なる出版物であり乍ら、一日の取引を銘柄別、時間的順序で並べることに、結果として内容が良く似たものになっていることを強調してみた。ニューヨーク証券取引所（NYSE）とロン

ドン証券取引所は取引方法が全く違い乍ら、透明性ということに昔から腐心してきたのであり、投資家である顧客に対し注文を委ねたブローカーの取引行動をチェックする手段を与えてきた。NYSEではチックカー制度が主であったが、別な商業出版社であるフィッチ社にチックカー情報を提供（恐らく無償）し、その保存版が市販されるのを良しとして瞬時に流れて目前から消えてしまうチックカーの不備を補完してきたのである。⁽¹⁾

さて現下の透明性は、リアルタイムの公表が論じられるべきであり、それはイギリスでは、ビッグ・バン（一九八六年一〇月二七日）以降SEAQシステムを利用して行われている。そのSEAQはアメリカのNASDAQを範にしており、そこで全米市場システム構想が関係してくる。というのは、SEAQシステム採用を決定した一九八四年では、全国市場システム構想の一環である

「適格証券」(qualified securities)の推進により、透明性の面で格段に進歩したNASDAQであつたからである。

適格証券は、一九七五年証券改正法により三四年証券取引所に挿入された第一A条(a)項(2)号に規定されており、SECは、「全国市場システムにおける取引に対し適格性を持つ証券または証券の種類を指定しなければならない」とされた。この適格証券の指定の問題にSECが本格的に取り組み始めるのは、一九七九年六月である⁽²⁾。

全米市場システムについては今更いうまでもないが、全国の証券業者と市場の間で公平な競争をさせるのが公益であり、そのための障害になつてゐるものは除去すべきなのである。また、直近の成立取引および気配の情報を全市場から蒐集し、迅速かつ広汎に提供することは、全米市場システムの核心(the heart)であると位置づけられてい

た⁽³⁾。適格証券指定の提案時点では、SECは一通り全米市場システム構想の各エレメントの提案を終えており、総合取引報告システム(CTRS)は一九七六年四月から稼動、総合気配システム(CQS)も一九七八年八月から漸次稼動し始めていた。CTRSは、従来NYSEとアメリカン証券取引所だけであつたチックー制度を地方取引所、第三市場にまで広げ、情報処理業者も参加させて、取引所上場証券であれば、卓上スクリーンを通じ常時直近に成立した取引の値段と株数および執行市場名が伝達されるものである。CQSでは、それら各市場で扱う上場銘柄の最良確定気配と株数および市場名が伝達される⁽⁴⁾。適格証券の指定というのは、上場証券だけでなく、NASDAQ取扱証券もこれらのシステムに登載させることにより、店頭証券の投資家にも全米市場システムの恩恵が受けられるようにする意味である。

全米市場システムの最初の構想は、公共債を除く全公衆参加市場証券が適格の範囲にされていたが、提案では普通株のみとし、上場証券も店頭取引証券も、基準（資産、収益力、株式分布、市場流通量）に合致するものを適格とし、その基準は、合致すれば強制的に適格証券に指定される「Tier1基準」と、それより低い基準で、発行者またはマーケット・メーカーの任意の申請により指定される「Tier2基準」の二つにされた。自主規制機関（取引所、NASDAQ）が提出する「指定プラン」をSECが承認すれば、指定された店頭証券は、二カ月以内に成立取引と気配の情報の公表を開始しなければならぬというものであった。

取引所側は、すでに即時公表が行われているから、適格証券指定は上場証券の中に無用の差別を持ち込むだけだと反対し、SECも了承する。店頭業者側は、大いに反対または遅延逡巡すること

になる。マーケット・メーカーの直接内部コストの増大と、マーケット・メーカーが困難になる結果、流動性が低下するというのが理由である。大口取引の成立が公表されると競争者に知られてしまい、ポジション解消が不利になるため、マーケット・メーカーの意欲が失われるとする。発行者もまた、マーケット・メーカーが居なくなると困るので、これに同調した。しかし、ここで表面から隠れた理由の一つは、「貴方の顧客がコスト（つまり本当の売買価格）を知ってしまう」⁽⁵⁾ことであつたろう。

SECは一九八一年二月、店頭市場の流動性への懸念に理解を示すが取引公表による利益の価値の方がウェイトが重いとして、断乎採択する⁽⁶⁾。そして一九八二年四月四〇銘柄が指定され、六月一日から取引公表が始まる。マーケット・メーカーは、取引成立後九〇秒以内に報告する義務を負う

ことになった。

OTC／NMS銘柄⁽⁷⁾は年末には八四銘柄、八三年末には六八二銘柄へと急増した。指定基準はその後何度も変更され、強制指定ということも止めたが、今ではNMS銘柄は三、五〇〇以上に達する。上場証券並みの投資家保護⁽⁸⁾が受けられるということ、NYSEやAMEX上場へ移行する意味が失われ、信頼性が大きく向上した結果である。現在NASDAQ市場の隆盛がよく伝えられるが、直近取引情報の即時公表による透明性の向上という基本的ベースが、わが国ではあまり注意されていない憾みがあると思う。

九、SEAAQシステムと透明性

昔のロンドン証券取引所（LSE）の取引制度は一口にジョバー制度といい、それは単一資格制

を基礎にするものであったが、最低手数料廃止を政府と合意（一九八三年七月）した後、いわゆるリンク論法⁽⁹⁾により、早急に二重資格性の上に立つ新しい取引制度を決めて、それに移行しなければならぬという大激動の時を迎えることになる。このようなシティ存亡の危機には必ず、イングランド銀行が乗り出すというのがイギリスの流儀である。

イングランド銀行は、シティ・リエゾン委員会の下部組織である資本市場委員会（マーチャント・バンク、ブローカー、銀行、機関投資家、法律事務所などの上級役員が個人の資格で参加する専門家グループ）を招集し、議論した結果である報告書が一九八三年一月に出る。ここでリンク論法が詳細に論じられて二重資格制への移行が不可避であり、その場合でも保持されるべきロンドン証券市場の基本的性格が列挙されたが、新しい

取引制度についてはLSEに任せている。しかし、二重資格制下の投資家保護のために「LSE テープ」創設を要求した。つまり、数量と価格によって取引を即時公表することである。ジョバー制ではテープの必要性はなく、不可能でもあり、市場流動性に悪影響があり得た。二重資格制では、市場利用者に取引が行われた価格、すなわち取引時点における実際の価格が信頼を持てるようにすることは不可欠であるとした。また、LSE が規則で会員が取引時刻を顧客に知らせるようにし、売買報告書にも時刻と「自己」と「委託」の別を記載させて、テープの利用を高めるようにすべきであるとした。

LSEは一九八四年四月「討議文書」^⑩を発表し、選択の可能性があるいろいろな取引制度を詳細に提示した。透明性については、北米市場で直近取引テープが市場必須の設備であるとされ、信頼と

関心を増大させる効果があるといわれるが、もし競売買方法を採用するのであれば流動性へのリスク無しで提供できよう。それが競争的マーケット・メーカー制ということになれば、流動性が害されるかも知れない。マーケット・メーカーは登録を嫌がり、いずれにせよ大口ポジションを取りたがらないであろう。値段だけの即時公表であっても、マーケット・メーカー数が少ないと流動性が害されよう。非常に成功しているNASDAQシステムも、一九八二年まで直近取引公表が無かったのであり、強制的に公表されるようになった銘柄(NMS銘柄のこと)の平均マーケット・メーカー数は一二社であり、少なくとも十分な数のマーケット・メーカーが現われて、安心して取引できるようになるまでは完全な即時公表は延期すべきである。しかし、デイリー・オフィシャル・リストは大いに改善して、一日の全取引を記載す

べきである、とした。多分に、前述の資本市場委員会の主張を意識し、予防線を張ったものといえよう。

LSEは二カ月後の八四年七月、新売買制度として競争マーケット・メーカー制の採用を決定し、報告書が発表される⁽¹⁾。いろいろな理由をあげているがジョバー制の下で習熟している取引慣行が可成り応用できることと、NASDAQという良いモデルがあったことが大きいであろう。透明性については、市場の信頼性を高めるためにできるだけ情報公開を行うが、取引と公表の間のタイム・ラグを十分研究しなければならない。①マーケット・メーカーが多く市場流動性のある銘柄の取引、②マーケット・メーカーの自社顧客との取引、③自社顧客間の委託クロスは、新取引制度開始時から公表を実施するとして、SEAAQスクリーン上の直近取引の価格、数量、時刻の表示が

予定されていることを発表した。

ビッグ・バンにおける新取引制度の開始では、周知のように上場銘柄を三分類して透明性に差を設けた。アルファ、ベータ、ガンマに三分類し、アルファ銘柄（マーケット・メーカー数一〇社以上、四半期売買高一億ポンド以上、時価総額六億二、五〇〇万ポンド以上）のみ売買情報がSEAAQスクリーン上に公表される。全銘柄の取引が取引所に報告されるが、それは五分以内であってNASDAQの九〇秒以内より大分長いが、将来短縮する予定であった。（後に変更されて現在三分以内）デیلیー・オフィシャル・リストには全銘柄の一日の取引が公表される、というものである。アルファ銘柄は六五銘柄程度で数は少ないが、売買高で七五％位を占めており、こうしてイギリスはアメリカ並みの透明性に大分近付いたのである。

(注)

- (1) フィッチ社は、昔はNYSEとアメリカン証券取引所の株式と債券の取引記録だけ作成していたが、全米市場システム構想が推進された結果、今日では両取引所の一日の気配記録、NASDAQ全銘柄の気配とNMS銘柄取引記録、CBOE、NYSE、フィラデルフィア証券取引所の取引記録なども作成、販売している。
- (2) SEC, "Designation of National Market System Securities", No.15926, June 15, 1979
- (3) 上院報告書、一九七五年
- (4) 気配の正確性の問題があり、一九八一年から地方スペースリストと第三市場マーケット・メーカーの取扱証券の気配入力に強制されなかった。
- (5) 当時のNASDAQ会長マックリン氏の回顧。Martin Mayer, "Stealing the Market", 1980, p.122
- (6) SEC, "Designation of National Market System Securities", No.17549, February 17, 1981
- (7) NASDAQ登載銘柄のうち、全米市場システム銘柄指定を受けた銘柄をいう。
- (8) NMS銘柄は、その後次第にディスクロージャー、コーポレート・ガバナンス、空売り規制などが課せられるようになった。
- (9) 最低手数料制とジョバー制度は不即不離であるということ。自由交渉手数料になれば、非会員業者の取引が活発

- 化するであろう、またブローカーは収入の不確定性に直面してジョバーを通さないいろいろな取引を始めるであろうし、ジョバーもブローカー以外の一般投資家と取引することを望むことになる。場外に新たな市場が出来るようになり、分裂を避けるために単一資格制を維持しようとするれば、立法や厳密な規則を施行する必要があるのだ、行政的負担が大きくなるだろうとして、政府に対する最低手数料維持の主な論拠となり、政府を牽制した。
- (10) The Stock Exchange, "A Discussion Paper", April, 1984
 - (11) The Stock Exchange, "The Choice of a New Dealing System for Equities", The Stock Exchange Quarterly, September 1984, pp.11~28

(なかむらい としお・当研究所主任研究員)

正誤

- 『証券レビュー』第三五巻第三号六六頁下段第八行
(正) (イギリスの) SEAAQおよびSEAAQインターナショナル