

ロンドン取引所市場の透明性について(上)

中村俊夫

一、取引システムを繞るロンドン取引所の大混乱

ビッグバンから五年経った一九九一年一〇月二六日、フィナンシャル・タイムスは記念の特集記事を組んだが、その社説欄では、困難に陥っている業者があり、頑張っている大証券会社も競争激化で低収益に喘いでいる、取引所自体の将来もまことに不明確だ。しかし、ビッグバンは公共政策的にいつて失敗だったとはいえないだろうとい

い、規制自由化により外国金融機関の取引所参入が行われ、規制のないユーロ市場の取引慣行に近い取引システムの採用を許して、ロンドンが世界的金融中心地になることを助けたのであると書いた。そして、「半分の喝采」(Half a cheer for Big Bang)という題を付けていた。

今年もあと半年で一〇周年ということになるが、今度は果して半分の喝采でも送ることができらるうか。長い歴史をもち、名のあるマーチャント・バンク、大証券業者が次々と外国業者または銀行に買収されるか合併することで存続を図つ

ている。イギリスの新聞としては感慨深いものがある。ベアリングスのようなケースもあるが、ウォーバークのような代表的大マーチャント・バンク(証券業者)が、若いスイス人バンカー(Chief executive—社長)の手によってリストラされる⁽¹⁾とは全く想像の外であった。

そして、ロンドン証券取引所(LSE)は正に漂流しているとしか言いようがない。ビッグバン以前は、ジョバーとブローカーが対立し乍らも互いに商売上相手を必要とするという単純な関係であるから、それなりに旨くいったであろう。今は大変である。自主規制機能を返上・移管(証券協会TSA—現SFA)したのはいいが、ビッグ・バン直前になってISROと合併し、組織、人員が膨れ上がった。それまで非会員であった国際証券取引業者が多数新たに会員になったのである、ISROは急拵えではあるが、LSEとは別

の公認取引所になる案を持つ程の組織もあった。LSEの取引が新システムSEAQに移行したということもある。委員会が二〇にもなった。その機構改革と人員削減に凄腕を振るったローレンス理事長が、保管・振替決済制度TAURUS開発の失敗から辞任する事態(一九九三年)になり、このため譲渡印紙税(〇・五%)の廃止も実現していない。そして、今年初めの後任ローレンス理事長の即刻解雇である。

ウェルチ理事長は「理事会の信頼を失った」の一言で片付けようとしており、真相は数の中のような事件であるが、ユーロマネー誌の今年三月号で或る論者が果敢に追求した⁽²⁾。どうも底流として、ローレンス氏がシティ人種の気質や流儀に馴染まず、会員の反感を募らせたことがあるらしいが、今や正念場というべき取引システム改革の進め方を議論している中に、ユーザー重視

の姿勢をとる氏が、特にビッグ・ネームである大マーケット・メーカー(MM)の目からみて邪魔になったのであろう。

オーダー・ドリブン(注文駆動)システムを今のSEAQクォート・ドリブン(気配駆動)システムに同一銘柄で、それが例え一部の銘柄に対してだけでも導入することは大問題である。ユーザには至極便利なこと、取引コストも削減できようが、MMの役割と収益マージンの低下は避けられない。LSEは何年も議論してきたが、遂に理事会は昨年一月末、導入システムの細目は会員の討議に俟つが、今年八月には実施に移すこととで合意した。現在陳腐化した取引所コンピュータ機構の全面的更新をSEQUENCEプログラムの名称で行っており、最終の第VI段階が八月完成予定なので、これに即時執行能力をもつ「注文付合せ」方式を登録しようということである。注

文駆動型のトレード・ポイントが昨年四月公認投資取引所の承認を受け、昨年九月営業を始めて国内株取引のLSEの独占は崩れた。機関投資家取引の流出が始まっている。周知のように、ドイツ、フランスが奪われた国際株式取引の取り戻しに躍りになっている。だからもし、八月からこれが導入できれば、イングランド銀行主導で開発中のCREST(TAURUS構想に代わる振替決済制度)も同じ頃に実現している筈であり、LSEは胸を張って十周年を迎えることができるのであった。投資家のいかなる需要、すなわち大口でも小口でも即座に、指値注文であっても対応することができ、譲渡印紙税がかからず、決済も完璧な世界一優れた取引所。しかし、一〇周年に間に合わすことはかなわなかった。

ローレンス氏解雇の一週間後、一月二二日討議文書⁽³⁾が会員に配布され、二月一七日までの回答が

要求された。サンプル画面付の詳細なもので、それには多くの選択肢があつて上場全銘柄を注文駆動に移行する、気配式と注文式で銘柄を分ける、

もしくは両方式を一部または全銘柄に適用するという選択、または流動性の方から、FTSE一

〇〇指数採用銘柄、他の流動性の高い銘柄、もしくは非流動性銘柄のいずれかにする選択などである。

三月に入って回答一八〇を分析した結果、導入反対は二一%であったが、七九%が直ちに賛成とは言えず提案の味に不賛成のケースもあり、市場構成サイズの四七%がLSE提案に対する反対であった。このため提案をやり直して委員会でも同意を得、三月二二日、理事会は取りあえず高流動性銘柄、たとえばFTSE一〇〇指数銘柄について導入を推進することを可決した。遂に、BZWのような強硬な反対論者も折れたのである。ただし、五月〜六月に詳細なプランに基づい

て再度会員の意見を聞いてからとされるので、少なくとも今後一年間を要する。

こういう訳であるから、今年一〇月二七日、一〇周年に際してフィナンシャル・タイムズが特集記事を組むとすれば、取引システムの問題に最大のスペースを割くであろう。取引システムと一口でいうが、内容と影響するところは多岐にわたり、一寸した手直しが業者の利害に響く。そして、LSE会員は今やまことに複雑な構成であり、三〇社近いMMの中でも総合証券である大MMと中小MM、MM部門を持たない大ブローカー、リテールに特化するブローカー、自国上場銘柄取引に注力する外国業者その他であり利害は常に一致しない。これまで、LSEが決定したとされる問題が、後から簡単に覆される場面を何度もみてきた。エコノミスト誌が最近面白いことを書いていた⁽⁴⁾。独占が崩れ、競争が激化しているのに、クラ

ブ的存在のLSEが会員間の利害対立で自己改革できないのであれば、所有主体を会員から外部者に変えたいという。一九九三年、スエーデンで新立法の下にストックホルム取引所が有限責任会社に改組し、旧会員と発行者が株主になったようである。

近年、各国取引システムの比較分析の分野で活躍する学者が実を増えた。かつてアメリカで、第三市場、場外取引制限廃止、市場間取引システム(ITS)とNASDAQの連結等の問題に関し、オーダー・ドリブンとクオート・ドリブンの差異、優劣が論じられた。最近では私設取引システム(PTS)が論題を提供している。ヨーロッパでは、大陸諸国取引所がオーダー・ドリブンを主流としており、ロンドンのSEEAQおよびSEEAQインターナショナルの取引における不明朗性を攻撃して、EC投資サービス指令の採用の際、「規制

市場」(regulated market)とされるべき条件を繞って、特に透明性の問題で激しく対立した。しかし、取引システム改革の問題で学者やコンサルタント会社が直接参画したり、依囑論査に依じて分析や調査の論稿を数多く発表しているのはイギリスである。LSEおよびその取引方法が競争制限的でないかを監視する公正取引庁が依頼したのであり、一九八九年以来、研究者に貴重な材料を続々と提供してきた。

しかし、本稿はLSEの取引システムそのものについて書くことは思わない。ビッグ・バンで新システムを採用した後、そこでの取引の在り方は当初の狙いと随分変わってしまったし、業態が異なる各種会員業者および機関投資家が改革に本当は何を要望しているかを見極めるのは難しい仕事であって、他に適当な人がいるであろう。何よりも今後一年間、まだ紆余曲折があつてそこから見

えてくるものもあろう。したがって、以下では取引システムの一局面である透明性(transparency)にできるだけ限定して書いてみようと思う。もちろん取引システムと透明性とは密接不可分であるが、透明性の問題は、一九八九年二月の大口取引公表遅延措置から始まり、昨年四月LSEが証券投資委員会(SIB)との間で改善に合意し、SIBが六月に公表した報告書「UK株式市場の規制」の第五章で扱ったことで一応の完結をみたといえるからである。昨年の本誌で「株式市場の透明性ということ」と題し、ビッグ・バン時点のところまで書いていたので、本稿はその続編としてお読み頂ければ幸いである。

二、エルウエス委員会と一九九一年改正

LSEが、ビッグ・バン後の新取引システムとそこにおける取引透明性を確保する手段に対して、最初に大きな変革を実施したのは一九八九年二月のこと、約二年少々経過した時であった。第一に、MM間の表示気配での取引義務の廃止、第二に、一〇万ポンド以上の取引は即時公表せずに翌日のデイリー・オフィシャル・リスト(DOL)に載せるといふものである。

最初に特別委員会案としてこれが一月初め新聞で報道されると、シティには一挙に憤慨の声があつた。折角不透明なジョバー制度市場から可成り透明なロンドン市場に転換したのに、また昔に逆戻りするの、である。前にも書いたように、

大型株で登録MM数の多いアルファ銘柄(当初、六五、この頃には一五〇)の取引は即時公表(五分以内)の対象であり、売買代金で七五%を占めていた。直近取引(Cast saleまたはlast trade)を速やかに公表することは、投資家に取引成立を知らせる役目を果たすのみならず、市場の刻々の現況を外部に伝達して投資判断その他の参考に供する手段である。ここからさまざまな議論が闘わされ、途中の手直しも行われて、昨年前半で一応決着が付いた。今年一月一日からLSEは新しいルールの下で取引している。読者の便のため、その間の推移を簡単にまとめて前頁に掲げておく。

この規則変更は、LSE国内株市場委員会が設けた特別委員会(ウォーバーク証券のエルウエス氏が議長になり、通称エルウエス委員会)が提案したものである。委員会の使命は、①現行市場機構を再検討し、競争MM制を他の取引システムと

比較すること、②高度の市場が持つべき諸特質を明らかにして現行市場では何が不足しているかを決定すること、③市場の質を悪化させる市場諸規則がないかどうかの検討の三点であり、取引システムの全面的再検討を意味したが、この時の提案の目的は、取り敢えずいわゆる「フェア・ウェザー・マーケット・メーカー」(fair-weather market maker)の活動を封じ込めようということころにあった。一九八七年秋の株価暴落後売買が細り、中小MMの中には、大MMの大口取引が即時公表されると直ぐそれを感じて市場をスポイルする業者があり、大MMが大損をしたとされる。例えば、大口買付があればいずれ売りに出るから、直ぐ売っておけば安く買い戻せるし、MM間取引義務があると、当のMMとの間で実行できるので容易な仕事になる一方で、大口ポジションを抱えたMMは立往生する。スクリーンのスプ

主なLSE国内株取引システム変革の歩み(透明性中心)

☆はLSE外の主な動き、*は透明性に関する規則変更

1988年11月	特別委員会設置(エルウエス委員会)
1989年2月13日	*規則変更①MM間の表示気配取引義務廃止、②10万ポンド以上の大口取引は翌日のDOLに掲載
1989年5月	特別委員会、討議文書を配布
1989年10月2日	"、中間報告(プロGRESS・レポート)
1990年3月	"、最終報告
1990年4月	☆公正取引庁、LSEの透明性に関する報告書
1991年1月14日	*規則変更(SEAQ銘柄分類をNMSバンドに変更) ①MM間取引をNMSの1単位につき義務付②NMS2000株以上の銘柄は原則即時公表、各バンド株数の3倍以上は90分以内に公表 ③NMS2000株未満銘柄は翌日のDOLに取引公表④NMSの10%までは最良気配のMMに注文提示、SAEF利用可能
1992年6月29日	☆EC理事会で投資サービス指令に合意(市場透明性問題に決着-1995年末には実施)
1993年7月15日	*規則変更方針決定-NMS75倍以上の特別大口取引は最長5日間公表遅延容認(10月実施予定)
1994年11月	☆公正取引庁、LSE取引公表規制に関する報告書
1995年3月16日	☆"、MM関連のLSE規則調査報告書
1995年4月	SIBと取引公表改善につき合意①1996年以降流動性銘柄を除き以下の透明性を実行する。・リスクのない取引の即時公表、NMS6倍未満の全取引の即時公表・NMS6倍以上75倍までの取引を即時または60分以内公表・NMS75倍以上は現行通り、②国内株全取引額の75%までの即時公表、少なくとも60分以内に95%公表、③その他透明性向上に努力、流動性あるSEAQI銘柄にも適用
1995年4月26日	☆SIB、トレード・ポイント承認
1995年5月	*EC投資サービス指令の取引公表義務に基づく規則変更 (SEAQとSEAQI、1996年1月1日実施)
1995年6月	☆SIB、「UK株式市場の規制」報告書発表
1995年9月21日	☆トレード・ポイント、営業開始
1996年1月	オーダー・ドリブン式導入提案の討議文書配布

(注) DOLはディーラー・オフィシャル・リストの略

レッドの変化で、大口取引を行ったMMが分かるのである。このため、大MMの二社が表示気配数量を減らしたので機関投資家が取引し難くなり、市場外取引（機関投資家間の非公式市場）に走ったといわれる。このように、直近取引の公表（透明性）と取引システムとは一体なのである。

エコノミスト誌は、MM間の自由な情報の流れで互いに取引し、需給を反映することが投資家へのサービスである。このままでは小口投資家と機関投資家のための二層市場になる。激烈な競争が一部会員を市場から追い出すことになって、透明性の基本に戻れと論じた。⁽⁷⁾ フィナンシャル・タイムスは、透明性を失わせる新ルールは新規参入の国際的業者を差別し、古いシティ大業者を競争上有利にするものであって、海外業者資本のシティ離脱と公正取引庁の介入を招くかも知れないと憂慮した。⁽⁸⁾ そしてメリル・リンチ現法副社長が

し、取引システムの問題で Warton Institute のクレモンズ教授、銘柄の再分類とMMのパフォーマンス評価についてロンドン・ビジネス・スクールに依頼した。ここに注目すべきことは、LSE議長室 (Chairman's room) も別に、コンサルタント会社である Touche Ross 社に独立調査を依頼したことである。エルウエス委員会は古くからのシティ大業者が支配的勢力になっているとみられており、海外業者会員の立場を慮ったものである。

Touche Ross 社レポート⁽⁹⁾ は討議文書発表から間もなく出されたが、エルウエス委員会が討議文書に盛り込んだ意見と検討項目に十分触れており、可成り基本的な市場機構改革を推奨する広汎なものであった。ここでは透明性の問題に限ってみると、全取引の価格・数量の即時公表が撰択的公表よりも遙かに優るとする。機関が大口取引を

ロンドンでのスピーチで公然と、これはビッグ・バン以前の「古い寡占状態」を再建しようとするものであると非難した。⁽⁹⁾ もちろん一部の会員や機関投資家の中に流動性回復のため止むを得ないという意見も多く、ウエルス委員会の最終改革案が待たれることになった。以下、今回は最終報告書が出され、一九九一年一月に新規則が実施されるまでを大変駆け足で書いてゆこう。

エルウエス委員会は、五月に討議文書⁽¹⁰⁾ を発表、会員、ユーザーその他に配布したが、取引システムの全面的再検討であるから回答要請項目は一六項目にのぼった。参考のため全て註記しておくが、この中で透明性の問題に直接関係してくるのは、④MMの流動性銘柄における大口数量表示義務、⑥取引（価格・数量）のオンライン公表および⑩現行SEAQ銘柄分類の変更である。また委員会は、外部の独立の分析調査を依頼することと

行って市場参加者に即時に周知されると価格は影響されるが、周知されないと他のMMにリスクを負わせることで流動性を保つのである。結局機関がより良い価格に安住し、小額投資家にとってはスプレッドが広がる。しかし、完全な即時公表に復帰できないとすれば、大口取引後の公表遅延時間を三十分程度に短縮することを妥協案として示唆する、と述べられた。

エルウエス委員会は九月中に最終報告する予定であったが、回答の遅れなどから不可能になり、一〇月に中間報告⁽¹¹⁾ を行った。検討要請一六項目中の七項目に結論を出して残りは検討継続とされたが、ここにクレモンズ教授の中間的調査報告およびロンドン・ビジネス・スクールによるSEAQ銘柄の再分類方法が載った。従来のアルファ、ベータ、ガンマの三分類は余りに大雑把であり、これを歴史的取引高による緻密なものにし、

標準市場規模 (normal market size—NMS) と名付けて取引即時公表の対象銘柄決定の尺度にしようということである。

結局、エルウエス委員会の最終報告書の発表は一九九〇年三月になった。中間報告で積み残しになった一三項目の中でも四項目を重点にするもので、それは①指値注文処理システム (CLOSE) の導入、②注文のプリファランシング防止 (グリーン・ストリップの利用)、③注文の市場提示 (オーダー・イクスポージャー)、④銘柄再分類と大口取引の最高九〇分の表示遅延であった。これらの提案のうち、①のCLOSE案と②のグリーン・ストリップ案⁽¹⁶⁾に対し、MMの側から収益性を脅かすものとして猛反対を受けている中で、透明性の問題で大きく立ち上がったのが公正取引庁であった。

公正取引庁長官が貿易産業省大臣に送った報告

あって、大口取引即時公表のためではない。即時公表が流動性を低下させたとか、場外取引の問題に何らの証拠も発見できなかったし、LSEが狙ったという価格変動性や取引コストの削減が達成されたとも見られない。しかし、利用可能な証拠が不足なので完全な結論とはしない。だが、取引情報の二四時間もの遅延は、当方の分析では価格効率性を低下させ不確定性を増大している。リスク増大がスプレッドを拡大しているとみられ、高い取引コストが取引量を悪化させているかも知れない。流動性を改善しているどころか、公表遅延は流動性を低下させているのではないか。直近取引公表の遅延は情報不均衡を作り出し、多くの悪い影響がある。一つは、大口取引に関わる者と小口の取引に関わる者との間の助成関係 (cross-subsidy) であり、第二に、大口取引を行ったMMが競争相手に対し優位に立つことである。小型ま

書⁽¹⁷⁾が九〇年四月末に公表されたが、この中でLSEの主張を全面的に斥けた。先に、八九年二月の規則変更についてのLSEの主張を要約しておく、大口取引の即時公表が流動性を駄目にしていくことである。株価の擬似的変動を引き起こし、MMの市場ポジションの開示は競争相手に弱味をみせることになってスプレッドの拡大をもたらし、結局投資家に高いコストを支払わせている。この結果売買が場外に流出しており、守られた取引 (protected business—状態好転待ちの仮りに合意した取引) が増えた。本来クォート・ドリブン・システムでは即時公表による透明性は不用であり、大口取引公表の遅延によって各種悪影響を取り除き、市場の質の改善とコスト削減ができるとするものであった。

これに対する公正取引庁の見解を要約すると、大MMが大巾欠損を出したのは市場状況のため

たは新規参入MMは競争するのが困難になり、業者の市場参加の決定を歪めるかも知れない。

以上のような分析から、大口取引公表遅延は相当程度 (significant extent) で競争制限および歪曲の効果を持つと考えられるとし、他にも、MMにブローカー/ディーラーにない新しい特権を与えており、オプション、先物市場にも歪みを与えているかも知れないと結論した。エルウエス委員会最終報告にも触れ、銘柄再分類と遅延の九〇分間への短縮はまだ懸念を払拭するのに十分ではないとした。

LSEはこのような強硬な批判を受けたが、委員会最終報告におけるSEAQ銘柄の再分類と新しい取引公表制度を一九九一年一月一四日から実施することになった。各銘柄をNMS計算式に基づいて算出されたNMS株数から該当するNMSバンドを割り出し、それがSEAQ気配表示上の

NMS分類方法

NMSバンド	NMS株数	銘柄数
500	0-667	771
1,000	668-1,333	431
2,000	1,334-2,400	326
3,000	2,401-3,750	247
5,000	3,751-6,667	221
10,000	6,668-12,000	143
15,000	12,001-18,000	92
25,000	18,001-33,000	127
50,000	33,001-60,000	89
75,000	60,001-93,000	27
100,000	93,001-160,000	15
200,000	160,000以上	18
		2,507

(注)銘柄数は1995年6月末

$$\frac{\text{過去12カ月の対顧客取引の売買代金総計}}{\text{上記期間の終値(ビッド・アスク間の中値)} \times 10,000} = \text{NMS株数}$$

その銘柄の一単位になり、またNMSバンドにより取引公表要件が異なるという方法であって、その要件は前掲の表に簡単に記載してある。
この改正で、約二年間大幅に低下していた透明性は幾分改善された。原則即時公表のNMS二〇〇以上の銘柄は旧アルファ銘柄よりもずっと数が増え、大口取引(NMS3単位以上)は翌日公表から九〇分以内に短縮された。しかし、まだまだ批判は続くのである。

- (注)
- (1) Financial Times, "The Changing of the Guard", November 8, 1995
 - (2) Stephanie Cooke, "Who shot Michael Lawrence", Euromoney, March 1996
 - (3) London Stock Exchange, "New electronic trading services—Implementation of a public limit order book", (Consultation document) January, 1996
 - (4) Economist, "Another eruption in the City", January 13, 1996
 - (5) 「株式市場の透明性」ということ」本誌第三五巻第三

脚注 第六号、第一〇号

- (6) この言葉の本来の意味は「相場好調のことだけを活躍し、不振の時期にはMMとしての登録銘柄を減らすなど撤退傾向をあらわな業者を指す。
 - (7) Economist, "The splintering stock exchange", February 11, 1989
 - (8) Financial Times, "London's club instinct", February 14, 1989
 - (9) Financial Times, March 1, 1989
 - (10) The International Stock Exchange, "Review of the Central Market in UK equities", May 1989
 - (11) 討議文書の検討要請事項
 - ① LSEの非会員への提供継続の是非、② MMのSEAQ上に優る気配の別システム表示、③ ブローカーの最良気配でないMMとの自動執行(プリファランシング)、④ MMの流動性銘柄における大口数量表示義務、⑤ MM間の取引義務、⑥ 取引(価格・数量)のオンライン公表、⑦ MMのパフォーマンス評価、⑧ ブローカーの対等売買(クロス)のMM提示、⑨ MMの本人たるブローカーとの取引義務、⑩ 現行SEAQ銘柄分類の変更、⑪ 指値注文処理システム(CLOSE)の導入、⑫ IDBサービスのブローカーへの提供、⑬ SEAQ取引時間の拡大、⑭ 国内株市場の会員コスト、⑮ ディリリー・オフィシャル・リストの改善、⑯ MMの取引報告義務の変更(売手報告)
 - (12) Touche Ross Management Consultants, "Maintaining a Central Equities Market", May 1989
 - (13) Special Sub-committee on Market Development, "Progress Report to the Council", October 2, 1989
 - (14) The International Stock Exchange, "Review of the Central Market in UK equities", Report of the Special Committee on Market Development, March 1990
 - (15) 集中指値注文処理システム—Central Limit Order Service
 - (16) 小口注文用として、通常のSEAQ画面上の黄色の枠に替わり緑色の枠で最良気配を提示する案
 - (17) Office of Fair Trading, "Trade publication and price transparency on the International Stock Exchange", April 1990
- (なかむら としお・当研究所主任研究員)