

ロンドン取引所市場の透明性について(中)

中村俊夫

目次

- 一、取引システムを繞るロンドン取引所の大混乱
- 二、エルウェス委員会と一九九一年改正
(以上第四号)
- 三、F & S報告書の内容
(以下次回)
- 四、国際的批判とロンドン取引所の開き直り
- 五、二度目のOFT報告書と対SIB合意
- 六、新取引システムにおける透明性

(はじめに)

本稿の最初の予定は、一九九一年改正の後、取引公表(Post-trade publication)の仕組み改善について昨年四月証券投資委員会(SIB)とロンドン証券取引所(LSE)の間で合意が成立するまでのいろいろな議論、またこの合意に基づく現行のLSE市場の透明性が、ロンドンのようなクォート・ドリブン(気配主導型)市場では限界なのかも知れないと書いて終わる筈であった。

ところが、今回取引システムに導入しようとする指値注文ブック制が透明性問題に複雑に絡んできたの

ロンドン取引所市場の透明性について(中)

で、簡単に終わらせられなくなったのである。通常、指値注文ブックであれば、価格・時間優先の順位で取引が成立し、それを即時公表することに何ら問題がないと考えてしまうのであるが、LSE構想では、注文ブック外の会員間取引交渉を認め、注文ブックとブック外取引の相互作用(Interaction—交流)が行われるのが大きな特色になっている。本年一月取引システム改革案(オーダー・ドリブンの導入)を会員討議にかけ、五月三〇日詳細案が発表されたが、そこで大蔵省の態度が注目されることになった。大蔵省は、ビッグ・バン以来マーケット・メーカー(MM)に対して株式買付にかかる印紙税(stamp duty—〇・五%)を免除してきたが、これを今後も継続するか否かである。自らの資本をリスクに晒して流動性を市場に供給するマーケット・メーカー活動は、単なる仲介行為以上のものと評価されてきた。

詳細案では、FT—SE—〇〇銘柄を公衆指値注文

ブック(public limit order book)で取引することにし、そこではSEAQシステムは使われない。FT—SE—〇〇銘柄の取引は通常売買代金の六五%位を占め(株数ベースでは四〇%台)、取引の中心になる。大蔵大臣はSIBに助言を求め、その助言に基づいて、七月二四日MMに限定することなく会員である仲介業者(トレード・ポイントを含む)の全てに対し来年四月以降の印紙税免除を決定したことは、わが国でも報じられたとおりである。

SIBは、大蔵大臣に助言する報告書の中で、公衆注文ブックのスクリーン画面上の価格が市場全体の価格を反映するものでなければならぬとして、ブック外取引の透明性の必要を強調し、既に発表していた公認投資取引所が遵守すべき「基準」(草案)の中に、これを挿入した。この辺の事をもう少し詳しく、本稿の最後で扱うことにしよう。

(承前)

三、F & S 報告書の内容

一九九一年一月改正(本誌本年第四号四二頁の表参照)の後、暫くの間はLSE市場の透明性に対する非難が静まったように見える。大口取引(NMS3単位以上)は九〇分以内に公表されることで、かつての最長一四時間の遅延からみればかなり短縮されたのである。

前回、この改正が行われる前に、公正取引庁(OFT)長官が大口取引公表遅延は「相当程度で競争制限および歪曲の効果を持つ」とする報告書を貿易産業省(DTI)大臣に送ったことを書いておいた。大臣は、ロンドン・ビジネス・スクールのフランクス(Franks)とシェーファー(Schaefer)両教授に「直近取引の即時公表の影響」に

ついて調査を依頼し、その報告書に基づいてLSE規則に介入しない決定を行うのである。ただし、OFT長官には引き続き規則がもたらす影響を監視し、必要に応じて報告することを求めた。

両教授がDTIに提出した報告書^①が手許に無い(恐らくは未公表)ので、ここではLSE四季報に掲載された両教授の報告書に基づくペーパー^②(以下F&Sペーパー)によって代用するが、かなりLSEの立場に同情的なものであって、全取引の即時公表を強要するならばイギリス式取引システムの売り物である即時性(immediacy)MMが常時即座に取引に応じて呉れること^③が損なわれるとした。マーケット・メーカー・サービスに対する期待が薄れる結果需要も減り、いっそうマーケット・メーカー(MM)活動の集中が進行するだろう。MMがポジションを取って取引を成立させる

自己向い取引(inventoried trade)活動の衰退は、一方では、ブローカー・ディーラーの取引および対当取引(matched trade)の増加になるが、大口対当取引は大口取引の公表遅延と同じことになる。反対の取引注文を探して最初の注文と対当させ、一取引として取引を成立させることであるが、MMが相手方を探している間、投資家はそのMMが大口注文を有することを知らないからである。

F & S ペーパーの議論の筋道は次のようである。

① 透明性と市場参加者に対する公平性の原則との関係

投資家が取引したとき、公表された自分の取引と直近の取引とを比較して公平な条件のものであったか否かを知るが、スクリーン上のMM気配を調べることで代替できるならば、直近取引公表の

重要性は減じられる。しかし、ある調査^③によれば、LSE売買代金の四五%(件数で約二〇%)がタッチ内(within the touch)MM全呼値の中の最高買呼値と最低売呼値よりさらに良い値段^④で取引されていたとされる。つまり、スクリーン気配は直ちにそれが直近取引公表の代替物とはならない。次に、ある会社Aがある会社Bの株式を大量に買った場合、ビッドが近くあるとして株価が上昇するかも知れないが、即時公表されないとその間に売却した投資家は、高く売れたものをと感じるだろう。三番目に、効率性の問題がある。ある株式価値について一部の投資家が情報を有し、他の投資家が有しないならば、取引記録を伝達する機構は重要なものになり、スクリーン気配によって代替することはできない。以上の箇所は、LSEがディーラー市場では気配が常に見れる以上は直近取引公表は重要でない、というLSEの

主張に対し否定的なものになっている。

② 情報ベース取引対流動化ベース取引

次に、F&Sペーパーは、LSEのいう大口取引は大部分が流動化ベースの取引であるから一時的価格変動があるだけとする主張と、OFTのいう取引の大部分が情報ベース取引とする相反する主張の正否を検討する。優越する情報に基づく取引が多いのであれば、直近の取引を知らされずに取引した投資家は、不利益な扱いを受けたことになる。

OFTは、「大抵の取引は会社の将来見通しの変化に応じて行われる情報ベース取引である。市場から情報を隠匿するとMM達は価格を迅速・正確に修正できず、価格効率が損なわれる」とい、MM気配値幅 (spread) は基本的に在庫リスクと情報リスクから成っているのだから、取引公表遅延は情報リスクを増大させ、防衛的に値

幅を広げるであろう。その結果は、取引コスト増と市場流動性の低下になり、引いては売買高の減少になるかも知れないという。

取引が情報ベースなのか流動化ベースなのかというのは、難しい問題なのである。両教授はいろいろな証拠と統計調査をあげたが、結局どちらかに軍配を上げることはなかった。面接した大MMトレーダー達に尋ねても、発注者の取引動機を知り乍ら取引した訳ではなかった。大抵のファンドのパフォーマンスが市場価値変動以上でないことは、優れた情報で投資していることを意味しない。インデクス・ファンドの増加(多数銘柄を一挙に買う)、先物と現物の裁定取引、プログラム取引の盛行は、情報ベース取引とは程遠い傾向である。情報ベース取引は恒久的な価格上の影響があると考えられるが、一九八七年のNYSEにおけるある大口取引調査によれば、一部の取引でそれ

が見られたのであり、情報を伝達するものであったと推定される。つまり、この箇所は、OFTが情報ベース取引が「大部分」とする点にだけ否定するのである。

③ 大口取引即時公表の強制可能性

両教授はまた、即時公表を強制できるのかどうかを問題にした。MMが顧客と取引を成立させても、LSE取引時間帯後に報告すれば公表は遅れる。それは、規則違反であるが発見は困難である。MMが仮に合意して市況が旨く動いた場合に取引が執行される「守られた取引」(Protected trade)はすでに広まっている慣行であり、それが公表遅延目的であれば問題だが、取締りは容易でない。他市場で執行することになれば、全く公表されない。つまり、取引公表以前のLSEに対する報告の遵守の水準に悪影響が出るかも知れないとす

る。

④ SEAQとNASDAQは似ているか

恐らくはこの箇所が、F&Sペーパーの一番の貢献であろう。SEAQはNASDAQと同様の取引システムなのに、何故直近取引の即時公表が出来ないのかは誰でも抱く疑問であって、OFT報告書もこの点を指摘していた。

NASDAQ市場の取引関係者と議論してみると、即時公表のための報告を遅らせることが間々あるが、NASDAQとして重大ではない。SEAQと比べ、大口取引の大部分は対当取引で成立するので即時公表されても問題がない。SEAQのMMが公表に困難を感じるような極めて大口の取引は、NASDAQでは遙かに少ないのである。NASDAQでの対当取引は、大口取引の3分の2位というのが大MMの非公式な証言であった。また加えて、NASDAQ規則では、

自己勘定取引 (principal transaction) は成立価格にマークアップまたはダウン、サービス料金を含む場合、市況、株数などの要素を勘案する価格により報告してもよいという違いがある。

透明性に関するMMの大きな懸念は、即時公表によってポジションが競争者に知られ、スクリーン気配を変えてしまうので有利にポジションが解消できないことである。SEAQとNASDAQの両方のMMと議論した結果、それは競争者の数に関係があるとされた。取引量の多い多数競争者が存在すれば、どのMMが大口ポジションを取ったかが不明になる。したがって、両市場のマーケット・メーカーの集中度を調査すると、一九九〇年夏期時点の最活発銘柄売買において、NASDAQでは平均二MMで各銘柄取引の約二六%、五MMで約四八%、一三MMで七四%であった。(詳細な計算方法の説明省略) これに対

し、SEAQでは、それぞれ三四%、六三%、九四%であって、ずっと集中度が高い。

大要以上のような報告書を受け取って、DTIはLSEの市場透明性に関する規則に介入しない決定を行うのであり、エルウェス委員会の最終報告書(一九九〇年三月)から新規則の採用決定(一九九一年一月)まで一年近く経過してしまうのも、そのDTI決定を待っていたためと思われる。

(注)

- (1) Franks & Schaefer (1990) Large Trade Publication on the International Stock Exchange. LBS report to the DTI.
- (2) Franks & Schaefer, "Equity Market Transparency", Stock Exchange Quarterly with Quality of Markets Review, April-June 1991, pp7-11.
- (3) Clemons & Weber (1989) International Stock Exchange: Assessment and Recommendation, Internal Report to the Stock Exchange.

(なかむら としお・当研究所主任研究員)