

ロンドン取引所市場の透明性について(下)

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
(以上第三六卷第四号)
- 三、F & S 報告書の内容
(第三六卷第九号)
- 四、国際的批判とロンドン取引所の開き直り
(一) IOSCO 部会総括ペーパー
(二) 投資サービス指令
(三) 開き直り
- 五、二度目のOFT報告書と対SIB合意
(一) OFT報告書
(二) SIB報告書
- 六、新取引システムにおける透明性

(承前)

四、国際的批判とロンドン取引所の開き直り

前回書いたように、フランクス、シェーファー両教授による報告書を受け取り、貿易産業省(DTI)大臣はロンドン取引所の「大口取引公表遅延規則」を独占合併委員会に付託しない決定を下した結果、取引所はエルウェス委員会報告に基づく規制改正(NMS3単位以上の大口取引は九

〇分間の公表遅延を認めるもの)を一九九一年二月から実施に移した。つまり、透明性の上で問題が残るやり方が、イギリス国内では一応容認される形になった。しかし、今度は国際的な舞台で非難を浴び、論戦が斗わされることになる。

(一) IOSCO 部会総括ペーパー

先ず九一年九月から始まる、証券監督者国際機構(IOSCO)の専門委員会の指令を受けた流通市場規制部会の会議(於チューリッヒ)である。ここで、流通市場透明性の在り方が論じられることになり、主要国一ヶ国が討論に参加した模様である。透明性が、規制上の目標である公正性(fairness)と効率性(eficiency)にどのように関連するかを分析し、合意できる原則に到達しようとする。しかし、残念乍らIOSCOの性格上詳しい討議の内容は外部にあまり伝わらない。

そもそも、ブリーデンSEC委員長が専門委員会議長を勤めており、ロンドン取引所が新規則を実施したところで透明性の問題を取り上げたのは良く分かる気がするけれども、七五年証券改正法の指令により国内的に分裂した株式流通市場を全国市場制度に連結し、全取引の即時公表(価格および数量の形で九〇秒以内にチャッカーまたはスクリーン画面上に公にする)を実現した自信に満ちたSECと、ロンドン取引所の立場を代弁し、イギリス式マーケット・メーカー機構を弁護しなければならぬ証券投資委員会(SIB)とで一致点を見出すのは大変難しい筈である。会議では、オーダー・ドリブン市場の透明性につきSECが、クォート・ドリブン市場についてSIBがそれぞれペーパーを作成し、さらにイタリー証券・取引所全国委員会(CONSOB)が別に第三のペーパーを作成することになる。九二年一月のパ

リ会議で、これら三ペーパーを比較分析するペーパー作成をCONSOBが受け持つこととされ、その草稿に各国が修正を加えたものが、九二年七月の専門委員会で、今後の規制部会における討議のために公表することが決定される。

このようにして、全文七七頁の「流通市場における透明性」と題する規制部会における討議の総括が、九三年にイタリアから出版された²⁾。更にさまざまな角度から「透明性」に関わる諸問題が取り上げられており、対立する意見を総括したCONSOB担当者の苦勞が偲ばれるが、大部分が両論併記ないしは結論先送りになっているのは仕方がない。

公正性を達成する上での透明性の役割でいえば、一方の意見(SECであろう)では、全投資家にリアルタイムの市場情報を平等に与えるべきで、証券の効率的価格形成と資本の効率的配分を

分解しても、それは次第に各国市場システムの相違の中で埋没してしまう。しかし、価格発見に関して市場に不整合情報が存在する場合(市場参加者の一部だけが優越する情報を有する)の多岐にわたる意見がよく収録されている。

大口取引のリアルタイム開示の問題では、当然乍ら活発な論議を巻き起こしたとされる。不透明性賛成論者はもちろんSIB(ロンドン取引所)であろうし、改めてその主張を再録しないが、米国のように公表義務があると、流動性と即時性の低下により市場全体にコストを負わせることになると論じ、透明性賛成論者は、それはマーケット・メーカーが負うべきコストであり、市場全体へのコストではないとする。

討議された最も深刻な問題は、取引所間競争とリアルタイム公表の関連であったろう。市場情報の伝達には作製費用が掛かるのであって、それが

確保し、投資家が執行の質を自ら監視することを可能にする主張する。他方の意見(SIBであろう)では、取引前の透明性(確定気配公表のこと)があれば十分であり、取引後の透明性(取引即時公表のこと)はクオート・ドリブンにあってはマーケット・メーカーを不当なポジション・リスクに晒し、流通性を損うのである。そこで、大口取引の場合、公表される気配以上の良い価格で機関投資家が相対交渉により小口より有利に取引していることが問題にされ、前者の意見では、後者の市場で大口取引者が小口取引者から補助金を受けている(悪くいえば搾取している)ことになる。

証券規制の目的の一つは、市場効率性を促進し、取引コストを引き下げることであるとされるが、透明性と効率性の関係が旨く解明されたとはいえないであろう。取引コストの基本要素を即時性(immediacy)と価格発見(price discovery)に

取引所に財産権を与えているにしても国際的に権利を強制できるかという問題になる。多数国で取引される銘柄で、透明市場の価格を他国の不透明市場が只乗りし、気配合わせ(quote matching)することが起こる。さらには、不透明市場で大口ポジションを持ったディーラーが、他国の透明リテール市場で時間をかけて密にかつ有利にポジションを解消(unwind)できることになる。市場不透明さを使って、透明な競争相手の犠牲の下に競争上の優越を勝ち取るとなれば、それは真に由々しき問題である。

しかし、取引所間競争の問題も議論は拡散するばかりであり、イギリス市場(国内株SEAQおよびSEAQインターナショナル)が名指しで非難されることもない。国際的取引株式の市場透明性に対する国際規制が論じられ、IOSCOこそ利害調整を図りつつ協調的合意に達しうる唯一の

場とされる。そして、部会メンバーが提出した提案が列挙された。最低基準の合意が無理ならば、国外で大量取引される銘柄につき、正式上場する国内市場と同等の透明性の基準をその外国市場に実施させるという案から、「何もしない」という主張まであるが、案の一つは、大口取引につきSEAQの九〇分遅れの基準を出発点として「最適の遅れ」(optimal lag)を探索し、それをポジション解消に要する平均時間よりも短い時間にするべきだというのがある。不透明市場ディーラーが競合市場で在庫を解消するとき、ディーラーはリスクの一部を負担すべきであり、それは解消のための反対取引への税金に当たるわけである。

荒筋でいえば以上のような総括ペーパーが発表された後、IOSCO規制部会が再びこのテーマで問題を取り上げることがなかった。というのは、一九九二年六月、EC蔵相会議がEC投資

サービス指令につき合意に達し、EC内の討議で大きな問題になったロンドン市場の取引開示の不透明につき辛うじて妥協が成立(同指令第二一条)して、EC諸国がこれを国内で実施することになったからであろう。

(ロ) 投資サービス指令

そこでECの動きに目を移すと、八七年七月EC機構改革が発効し、域内統合完成時期が九二年末と条約上明記されたことから、ヨーロッパ金融証券業界は騒然としてくる。以下は取引所市場の分野に限定して書くことにするが、米、日と対抗できる単一ヨーロッパ証券市場システムを、既存の各国取引所をベースに創出しようとする。例えばIDIS構想(Interbourse Data Information system)⁽³⁾であり、実現のためECが一部費用を負担することが考慮される。

ロンドン取引所市場の透明性について(下)

九〇年に入るとユーロリスト(佛)やスーパーリーグ(英)の構想が提唱され、一二ヶ国の取引所が参加するヨーロッパ取引所連合(FSEEC)を舞台にして論議される。三〇〇位の欧州人気株を共通上場し、会社情報や取引価格を伝達するための、IDIS構想に代わるPIPE (Price information project europe)⁽⁴⁾設置も検討される。ユーロリストの方は、ある取引所仲介業者が共通上場銘柄の注文を受ければ自由な選択で他取引所でも取引し、それがEC全体の流動性を高め、競争が新たな需要を生むという。しかし、ロンドン取引所ヒュースミス会長はこれに批判的で、基本的に間違っており、旧来の分断された市場を温存する保護主義に外ならず、リテール客にはアピールしてもEC内外の大口ユーザの要求に沿うものではない。彼等はヨーロッパ時間帯での即時性と流動性のある一ヶ所の市場

を望んでいるとして、EC株に限定せず、SEAIインターナショナル(以下SEAI)を基礎にする欧州ホールセール市場(EWM)⁽⁵⁾を提案する。この頃にはSEAIは国内株SEAQ取引量を凌駕し、EC域内クロスボーダー取引の九〇%、世界の五〇%、その三分の二は欧州株取引になっていた。このSEAIを別組織に組み替えて、EC各国取引所の会員に開放するという。

両案は内容が違い過ぎ、歩み寄り難しい。一方では、国際的取引も厳格に規制される国内取引所を基礎にしようと考え、他方は緩い規則で運営する市場の方がその種取引を扱うために好都合と考える。五月のFSEEC総会では、作業部会を作って年内の妥協成立を目指すことになる。(PIPE案はさらに一二EC取引所共同所有のEuroquote社(在ベルギー)設立になるが、九一

年七月ロンドンの反対で挫折。

以上のようなEC内の汎欧州統一証券取引所創出を纏る争いが、投資サービス指令の成立に影響して来る。次第に厳格派(地中海クラブともいわれ、佛、ベルギー、スペイン、イタリーなど)と自由派(北海連合ともいわれ、英、独、オランダなど)の二陣営が形成される。八八年二月発表の指令草案には多くの争点があったが、九〇年一月、厳格派のリーダーであるフランス取引所協議会のルーセル会長がブラッセルを訪れて指令案の修正を申し入れ、一部の証券取引は「規制された取引所」においてのみ許されるべき(場外市場取引の禁止)であり、そこでは全取引が執行時点で完全に公表されるのでなければならぬと主張した。それまでは、取引公表がなくて気配表示(価格と数量)だけのSEAIQIが話題になってきたが、ここから国内株SEAIQの透明性が問題に

なってくる訳である。

ロンドン取引所にしてみれば、フランス修正案はSEAIQIをEC内クロスボーダー取引から排除するものであり、国内株SEAIQ市場も透明性の上で失格になる。(ユーロ債市場も別に大影響を受けるので、AIBDが憂慮を表明。)多くの妥協案が出されるが、九一年の春頃には殆んど行き詰まり、九二年末の域内統一市場完成は絶望になる。「場外市場取引禁止」には妥協の余地があるが、「透明性」の方は各国で最善とする制度を採用してきたのであり、イギリスでいえば、エルウエス委員会の討議の末大口の「九〇分遅れ」を実施したばかりである。一二月、一二ヶ国上級者会議で指令に盛り込む証券規制基準で合意に達しなかったのも、透明性問題であった。

提案から二年以上、フランスの修正要求から一年半経った九二年六月二十九日、やっと妥協が成立

してEC蔵相会議が投資サービス指令を採択したのは透明性と銀行の取引所加入の問題の二つであったという。透明性問題では結局取引の即時公表は要求されないことになり、ずっと緩やかな公表基準が第二一条として盛り込まれた。ロンドン取引所の国内株SEAIQもSEAIQIも殆んど傷を負わないで済むのである。(九五年、SIBがそのどちらも第一六条の「規制市場」(regulated market)として指定した。)

第二一条は、規制市場としてリストされた市場では、①毎日の取引開始時に前日の加重平均価格、高・安値と売買高を公表、②直近二時間分を除く六時間分の取引の加重平均価格、高・安値と売買高を毎時間末に公表、③直近一時間分を除く二時間分の取引の加重平均価格、高・安値を二〇分毎に公表、④気配情報(価格・数量)を利用可

能にしているときは、取引時間中に確定気配であること、を要求している。

この中で重要なのは③であるが、例えば九時取引開始なら、一一時までの取引を一二時以降二〇分毎に公表せよということであり、これには数量の公表が除かれているのである。さらに第二一条は、極めて大口の取引および非流動銘柄について特別な規定を設けても良いとしている。

このようなむしろ不透明性基準の採用で結着したことは、いささか不可思議の感がある。しかし、SEAIQIとしては始めての取引後情報の公表となり、これをクリアしないと規制市場とされず、EC内クロスボーダー取引を可成り失う危険はあったのである。

(三) 開き直り

指令採択の数日前に当たる六月二十二日―二三

日、トロントに世界の取引所首脳が集まり国際取引所連合(FIBV)作業部会が開催され、ここでも流通市場透明性の国際間調和が、論議されていた。⁽¹⁰⁾ここでヒュー・スミス・ロンドン取引所会長は、取引公表の遅延は規制義務上の失態であるという主張に真向うから反対する。「守られた取引」(protected deal)では、即時公表も規制者への報告も取引完了までないから、規制上もつと危険ではないかという。

規制者は市場の多様性を認識すべきであり、完全なコンセンサスは有り得ない。何処かが不透明市場を好むからでなく、何処も違う市場システムであり、それは異なる伝統、カルチャー、法律制度から発達した。ロンドン市場は競争を有利にするため人為的に緩い規則にしたのではなく、利用者の便宜に応じたに過ぎない。透明性は競争の問題とは別である、と主張した。

は流動性がないからマーケット・メーカーの保護が必要である。一時的不均衡で株式価値と関係なく価格変動するので、その場合「九〇分遅れ」でも足りない。完全なポジション解消後は公表すべきである。流動性のある通常の機関投資家注文の規模でも、マーケット・メーカーに情報上の特権を与えるべきである。即時公表があると、機関投資家はポジションを察知するだけ交渉上有利になり、一時的にもせよ公表を遅らせるのでないと損失を蒙るのである。市場に絶対を求めるべきでなく、最大限の透明性と最大限の流動性は両立しない。その間にトレード・オフが必要になる。

第三に「顧客のニーズ」であり、そのトレード・オフは顧客のニーズを評価することで適切な線に納まるとする。柔軟性を欠く規制を墨守した市場が、次第に取引を失ったことは歴史が証明するところである。現にNASD A Q インターナ

ロンドン取引所は投資サービス指令採択後、透明性問題がヨーロッパでは理解されたものとして、自信を持ったのではなからうか。一九九三年、ロンドン取引所ステファン・ウエルズ氏は四季報に直近取引公表に関し開き直りともいえる論説を掲載して、大要次のように論じた。⁽¹²⁾

第一に「市場機構の相違」であり、ECやIOSCOでオーダー・ドリブンを前提に議論されたが、クォート・ドリブンでは即時公表の価値は小さい。確定配が数量も含め広く伝わる。即時公表があるとマーケット・メーカーのリスクが増える分気配が劣化することになる。大抵の取引所で大口は通常の取引と別に交渉され、アブ・スター取引⁽¹³⁾となって取引完了まで公表も報告もされない。

第二に「流動性と透明性の間のトレード・オフ(兼ね合い)」であり、先ず極めて大規模な取引でショナルがSEAQIと同程度の透明性で営業しており、パリ取引所も電子注文ブック外の大口対当取引システム(contre partie)を見直しつつある。

さらにウエルズ氏は透明性に関する論点すなわち「不透明は価格形成を害する」、「小口投資家の冷遇になる」、「市場透明が信頼を高める」、「ロンドンが規制を緩めて他を蚕食している」、「マーケット・メーカーが情報上有利になる」といった海外の批判に反論した。

ロンドン取引所は、このウエルズ論説で予告したかのように、九三年七月、特別の大口であるNMS七五倍以上の取引は、最長五日間を限度として取引の九〇%以上がヘッジされるか反対売買されるまで、公表を遅らせることができるという規則改正方針(年内実施目標)を発表した。

五、二度目のOFT報告書と対SIB合意

九〇年代始めの激しい海外からの非難の荒波を乗り切ったかに見えたロンドン取引所が、今度は国内で不透明を改善せよという批判に遭遇する。

一つは、公正取引庁(OFT)長官が再び報告書を作成、九四年一月、大蔵大臣(前回は大蔵省に移管)に送付したことである。九〇年のOFT報告書は八九年改正規則(大口は最長二四時間遅れ)を対象にしたが、今回は、九一年改正規則(同九〇分遅れ)と九三年の特別大口のための新規則(最長五日間遅れ)が対象で、相当程度で競争制限、歪曲または妨害に該当するとした。もう一つは、SIBの透明性向上の要求である。

による調査結果を根拠にしているので前回より迫力がある。常に争点になり、議論の噛み合わない「流動性に与える影響」に対し結着を試みたのであり、この調査結果もリサーチ・ペーパーとして同時に⁽¹⁶⁾ 公刊された。

大口取引がその後恒常的価格変化を起こすなら、取引したマーケット・メーカー(以下MM)はその情報が秘匿されている間、他業者や投資家を犠牲にして利得を得る機会がある。公表が迅速である程、その機会は減る。これに対し、MM達は公表を遅らせれば、その間大口を小口の反対売買として解消できるから流動性(気配値巾の拡大)が改善されると主張してきた。

ジュミル教授は、五九八七件の大口取引(FIT SE一〇〇の中の二六銘柄)を即時公表(八七(八八年)、二四時間遅延(八九(九〇年)、九〇分遅延(九一(九二年)の三時期に分別して調査

SIBは、取引所が常にいう、透明性と流動性悪化のリスクとの間のトレード・オフの必要という主張を認めたが、そのバランスは適切でなければならぬとし、九〇分という時間の短縮を求めた。ロンドン取引所との合意が九五年四月成立した上で、SIBは「UK株式市場の規制」と題する報告書⁽¹⁵⁾を同年六月発表する。九六年初以降のロンドン取引所の国内株市場透明性に関する規則は、この合意に基づくものであって、本稿(上)(第三六巻第四号)に掲載した表(四二頁)の中で要約している。

以下、これら二つの報告書に若干の説明を加えよう。

(一) OFT報告書

今回のOFT報告書は、委嘱したジュミル教授(シティ・ユニバーシティ・ビジネス・スクール)

した。結果は平均して大口買付の即座の影響は〇・三七%の価格上昇、大口売付は〇・二四%の下落、価格の恒久的影響は買付で〇・二三%上昇、売付は僅か〇・〇四%の下落であった。価格修正は非常に敏速で大口取引後三乃至五回の取引、平均三回六・七分で旧に戻った。公表遅延規則による時期区分で特別な変化は見られない。つまり、大口取引は特に買付で情報優越が生ずるが、情報は迅速に知らされるので、公表遅延を長くしてもその優越を利用できない。結局、FIT SE一〇〇銘柄のような場合、即時公表がMMに損害を与えることはないとする。また、ロンドン取引所の主張である、公表遅延がないと擬似的価格が起こるので平準化のために必要であるとか、取引前の気配公表が取引後公表より優るといふことも否定した。

OFTは調査結果を踏まえ、またF&S報告も

批判して、大口取引に即時性を提供するためのMMに掛かるコストを他業者や小口投資家に転嫁してはならないのであり、即時公表がそのような歪曲を正し、即時性を求める大口投資家も正当な価格を支払うべきである。競争の観点からは、歪曲がある限り、部分的、選択的公表より公表を全くしない方がましであると述べた。

ここで少々触れて置きたいのは、報告書発表当時、OFTがMM制度に関するロンドン取引所規則を別に調査していたことで、MM達の大口取引に際しての行動をかなり把握していたことである。MMは、常時確定気配を唱える義務を負う一方、取引所から大口公表遅延を含めIDB（インター・ディーラー・ブローカー）気配の独占的利用、借株などいろいろな特権が与えられている。要は、これらの特権がMMの存在意義に見合うかどうかである。

かと思う。しかし、現在実現に向けて設計中のシステムは単純なオーダー・ドリブンではなく、OFTの想定した併存的競争の状態とはなり難いであろう。

(二) SIB報告書

この報告書は、三代目のSIB議長アンドリュー・ラージ氏がSIBとして始めて株式市場に対する規制の問題を取り上げ、クラインオー・ベンソン社のアグニュー氏を顧問に迎えて四年二月討議文書を配布したことから始まる。SIBは、金融サービス法成立以来自主規制規則の作成、制定に忙殺されて、市場に関する問題に手が回らなかつたようである。しかし、マックスウェル事件（九一年）で投資業監督体制の強化が要請され、九三年ラージ氏自身の大蔵大臣宛報告書⁽¹⁸⁾で示した規制体制に基づき、公認投資取引所を

そのMM制度に関する報告書は九五年三月大蔵大臣に送られたが、その中で、MMのサービスクストは気配値巾収入によって賄うべきで、競争の歪曲をもたらすような各種の特権を与えることによって追加的支援が行われてはならない。それがMMサービスの減少や一部取引の値巾拡大になっても、それは別の代替的取引方法（オーダー・ドリブンのことであろう）の導入になるかも知れず、また特権なしでMMを継続する業者もあろう。異なる取引方法が併存し、その間で正常な競争が行われれば、後は市場が双方のバランスを決定すると書かれた。

これは正にロンドン取引所が誇らかに宣伝してきたMM制度、クォート・ドリブン・システムの根幹を揺ぶったのであり、同年一月取引所が電子注文ブックの導入を決定するが、OFTの二つの報告書がその決定にかなり影響したのではない

含む全自主規制機関が守るべき基準(standard)を策定し、履行を要求しなければならないことになる。

したがって、イギリス株式市場に適用される基準の作成が第一の目的であり、この基準には当然透明性が関係してくるが、その他EC投資サービス指令の国内化作業があり、その中で市場に関する問題の一つも透明性である。別の大きな問題は、九二年にトレード・ポイント社がロンドン取引所と競争する取引システム開発の意志を表明したことから、これをどう扱うかという課題もあった。

本稿は透明性に関わる部分だけに限定するが、実はこのSIBの株式市場の検討がOFTの調査時期と重なり、OFT報告書が先に発表されたことから、SIBは下駄を預けられた格好になったのである。

討議文書は、取引後の公表について四つの質問を用意した。①大口即時公表は市場流動性を低下させるといふMMの主張に同意するか。透明性と流動性の間のトレード・オフを認めるか。そのいずれを優先すべきか。②機関投資家取引のための透明性削減は小口投資に悪影響を与えているか。③NMS基準による現行の公表要件区分を修正すべきか。④現行ディーラー・システムが流動性ある銘柄に提供している効率性の現状の評価、である。

しかし、注目すべきことは、この討議文書がオーダー・ドリブンの導入を打診したことである。これはロンドン取引所市場が次第に二層市場化しており、機関投資家と小口投資家の取引に対し、市場構築も業者の対応も違ってきたので、相互間の「補助のやり取り」(cross subsidy)が存在するという非難が根強く、規制側として態度の

あること、④市場が惑わされ、操作されまたは不正が行われないこと、の四つである。この基準が維持されないと、金融サービス法上の適用免除資格が取り上げられることになる。

第四章で透明性が具体的に扱われ、取引公表についてのOFTの見解も紹介した上で、SIBはトレード・オフの立場であることを明確にする。公表要件の決定上考慮すべき事項を列挙した上、もっと透明性が改善できるとし、ロンドン取引所との間で九六年以降に実施される新しい要件が合意されたことは、前に述べたとおりである。

さらに報告書は、討議資料で余り触れなかったMMに与えている特権の問題を、第五章「MMシステム」として取り上げた。勿論、これはOFTの指摘への対応である。特権をそれぞれ検討するが、もちろん、取上げを勧告することはない。MMの義務と特権との間のバランスに言及

表明が迫られてきたことを表わしていよう。

その回答は、ロンドン取引所市場の業者、参加者が多様であるためマチマチであって、紹介するのに適さない。例えば①のトレード・オフに対して、MMは当然として投資家も概して認めたが、多くの機関投資家がより透明を望み、外国業者はトレード・オフの考え方に反対していた。オーダー・ドリブンの導入に関する多くの質問にも回答は区々であった。

SIB報告書は討議文書から一年四ヶ月を要して発表されたが、ここで、市場完全性 (market integrity) という言葉を使い「株式市場完全性の全体的基準(案)⁽²⁰⁾」を示した。公認投資取引所はその運営する株式市場が高レベルの完全性を持っている必要がある。その内容は、①市場ができるだけ透明であること、②全市場利用者を公平に扱っていること、③価格形成過程が信頼できるもので

し、SIBが特に強調したのはフェア・ウエザーMMの存在とその行動に関してであった。彼等の存在も有益であるという議論を斥け、「市場完全性の基準」とは別に「MMの特権と義務に関する基準⁽²¹⁾」を発表した。その中で、フェア・ウエザーMMは、自己ブックや自分の顧客の都合でのみ気配を良くし取引に応ずるのであれば、義務を適切に果たしていないとした。取引所がもっと厳しく抑制せよ、ということになる。

六、新取引システムにおける透明性

ロンドン取引所は一九九五年一月、現在のクオート・ドリブン市場に指値注文ブック(オーダー・ドリブン)導入を決定するが、これは唐突な話ではなく、ビッグバン以来ずっと底流にあっ

た懸案である。エルウェス委員会はこれを CLOSSE案 (Central Limit Order Service) と名付け、九〇年三月の最終報告書に詳細案を添付して導入することを勧告していた。これより早く発表された Touche Ross 報告書⁽²³⁾ (八九年五月) も、注文対当システム (Order Matching System) として突っ込んだ検討を行い、同じく強く導入を勧告した。二つの取引システムを旨く結び付けて、両方の長所を具備させようとする。これが途中で棚上げにされて仕舞うのは、矢張り MM が強力で反対したためであろう。

近頃この新取引システムは、SEITS (Stock Exchange electronic trading service) と呼ばれている。昨年一月、最初の計画案⁽²⁴⁾が発表されてもう一年になるが、最終的結着はまだである。

会員討議を経た昨年五月の計画案⁽²⁵⁾で核心に触れる設問が行われ、一〇月の計画案⁽²⁶⁾が会員意見の集

(Interaction) が行われることになる。

この交流に関する規則が大変複雑なことになる。最良売・買値の間 (within touch) で取引すれば交流がないが、同値または劣った値段の場合、交流義務が生ずる。最良値と同値であっても、ブック注文が常に時間優先するわけである。ポジション解消のための取引ではさらに頻繁に起こる。それが公表遅延中の時間ならば、一番問題が大きい。交流義務を課すことがロンドン市場の売り物である大口取引の流動性、即時性を損なわないよう、昨年一〇月案は交流義務を NMS 三単位までとする提案を行った。

また取引所は、新システムへの以降に際し、悪名高い取引公表遅延の廃止を狙って、Worked Trade (前の「守られた取引」) の新規則や特別な大口などの場合の事前申請制を考えている。一二月修正案では少し調子を落しているものの、

約された成案であって、規則原案が添付された。この一〇月案に対する修正案⁽²⁷⁾が一二月に出され、今年一月で最終結着をみる筈であったが、最近の報道によると、大口取引公表遅延に関する提案規則の再検討のため、コンサルタントを新たに任命したという。その検討に二〜三ヶ月を要し、さらに SIB、OFT の承認を得なければならぬから、一〇月二〇日稼働の目標達成が少し怪しくなってきた。

簡単にいうと、FTSE 一〇〇銘柄で出発し、これに SEAQ は使わず、新システム画面上の注文は価格・時間優先で自動執行される。会員だけ入力 (加除訂正・執行) できるが、それは MM 制度がこれに無いことである。最初、注文と業者気配の両方を画面表示する選択案もあったが、結局画面には注文だけを表示し、ブック外取引 (電話交渉) については注文ブックとの間で「相互交流」

SIB と協同して四月までに結論を出したいとしている。

前に少々触れたが、大蔵大臣が SIB 委員長に対し、新システム導入でロンドン株式市場が変化するので、MM のみに与えてきた印紙税免除の特権をどうすべきかを諮問した。SIB は九六年七月の報告書⁽²⁸⁾で、流動性提供者は将来 MM に限らず仲介業者全部になるので、MM とブローカー・ディーラーの全会員に対し免除するよう答申した。もう一つの諮問事項は、流動性提供義務が取引前透明性と高度の価格形成を確保するかどうかであった。SIB は、公衆注文ブックと違い、電話交渉

の市場では会員全体に対する取引前透明性を与えないから、仲介業者とユーザーは取引決定に当たり、ブック上の価格と取引後公表された情報の両方の情報に依存するようになる。したがって、新市場機構では取引後情報が極めて重要になるとし

て、前に発表した「株式市場完全性の全体的基準」に次の文言を付け加えた。

市場透明性 5

SIBは、透明性と流動性の間の若干のトレード・オフ、および大口取引は特別な協定の下で行う必要があることを認める。しかし、その協定は次のようであればならないと考える。

- ・リスクが無くなれば、取引情報なしで市場ユーザーが取引する可能性を最小限にすること
- ・市場仲介者が相手方となってリスクを負う取引の公表遅延は、できるだけ実証により正当化できる基準に基づく場合のみに制限すること

ロンドン取引所とSIBは、この基準の下で現在大口取引公表遅延問題を協議していることにな

であるから、不利な立場に追い込むべきではないというのである。確かに資本主義社会の商取引の交渉では、自分の弱みを知られては不利である。それが大口取引の公表遅延容認論になるが、一方ではその情報秘匿が広く他のブローカー・ディーラーや投資家に対する情報優越になって、さまざまな問題を引き起こし、甲論乙駁になる。それは光と影であり、クオート・ドリブンでは、公表遅延という手段しかないのが悲劇の発端であったといえるかも知れない。

八九年のTouche Ross報告書の中に、マーケット・メーカーに特権を与えすぎたという記述があった。ビッグバン当時、マーケット・メーカー登録の不足を恐れたためで、旨味のための登録が増えて競争が余りに激化したというのである。確かにフェア・ウェザーMMの存在はそうかも知れない。SEAQ取引システム採用の三年

る。

あとがき

本稿は始めにお断りしたように、ロンドン取引システムそのものを取り上げたのではないが、「大口取引公表遅延」という不透明性が内外の非難を浴び、それは次第にマーケット・メーカー制度への不満(特に大MMに対して)になって、今回の新取引システム導入に大きな作用を及ぼしたことは疑いなくであろう。しかし、それがどれ位であったかは他の要因も考慮する別の研究にお任せたいと思う。以下、原稿を書き乍ら思い付いたことを一つ二つ述べたい。

取引所ウエルズ氏の論説の中で、マーケット・メーカーには(情報上の)特権を与えるべきだという主張があった。自らの資本をリスクに晒すの後で、すでにマーケット・メーカーへの不満が高かったことに今回初めて気づいた。権力は腐敗するという言葉があるが、地上のあらゆる制度がやがて腐蝕し、内部変形し、時代に取り残される。改革は常に必要なのであるが、改革の意志集約はロンドン取引所では特に難しかったであろう。マーケット・メーカーに従来通り活躍する場を提示しようという案であるが、「交流」が複雑になるしそこに透明性の要求が絡んできて、詰めの段階で手間取るのは分かる気がする。

(注)

- (1) 森信茂樹「第一六回IOSCO総会の概要」商事法律研究NO.二二六四(一九九一、一〇、一五)
- (2) IOSCO "Transparency on Secondary Markets-A synthesis of the IOSCO debate" Issue 24 Ore (1993) 「流通市場における透明性」日本証券経済研究所(訳)
- (3) "1992-Big ban or little whippers?", The Banker, October 1987, P22
- (4) "Pipe brings dream of Euro-bourse closer to reali-

