

**<論 説>****成熟経済とオープン・マーケット**

鈴木 芳 徳

**目 次**

- 1 成熟経済下の金融・証券
- 2 証券取引所とは何か
- 3 市場集中義務の撤廃に伴う取引所定款改正並びに証券取引法改正
- 4 市場外取引に関する値幅制限措置
- 5 証券取引所側の効率化への努力
- 6 アメリカにおける変化の潮流
- 7 証券市場機構における「分散と統合」
- 8 変化の根底にあるもの

**1 成熟経済下の金融・証券**

現代の資金余剰経済のもとで、金融・証券の世界は大きな変貌をとげつつある。かつてのように、企業それ自体の蓄積が不足でしかも消費大衆の所得水準が低いという条件の下で、企業の成長余力が大きく成長資金の不足に悩まされるとなると、どうしても銀行を中心とする金融の仕組みが中心とならざるをえないことになる。しかし、その後、経済成長率が落ちて成長資金への需要が影を潜めると、企業の手元における余剰資金の滞積が始まる。すなわち、成長過程において醸成された生産力の成果は、蓄積資金の積みましとなって現れ、大衆の所得水準はかつてない程高いものになるにもかかわらず、この滞積された資金に呼応するだけの成長資金需要は見出だしがたくなる。これはなにも日本にだけかぎったことではなく、世界の先進諸国において、程度の差こそあれ同

じく生じてきていることである。これは管理通貨制度への移行にはじまり、金ドル交換停止を経て、今日に至る国際的な規模での通貨供給機構の変化を背景としての蓄積構造における変化であって、こうした企業における蓄積構造の変化が自己金融の増大、外部資金依存度の低下、銀行依存度の低下などを介して、金融機構の全体を変化させてきている。

特筆すべきは、こうした変化の中で、企業そのものが資金の運用・調達両面において「金融主体化」し「金融的自立」を遂げてきていることである。場合によっては金融を専らとする子会社さえ設立される。金融の世界では、業務分野規制が解体され、旧来の金融業の枠組みは完全に再編の方向に進んでゆく。証券の世界では、アメリカの場合、1950年代の終わりには既にNYSEに対する独占禁止法違反の訴訟がおき、1963年に最高裁判所は、証券取引法の目的の達成に必要不可欠と見なされる場合を除き、証券取引所に独占禁止法が適用されるという判断を示した。そして、1986年のイギリスにおけるビッグバンも公正取引庁による証券取引所に対する独占禁止法違反の訴えに始まった。これらのことの意味には実に深いものがあるのであって、客観的にこれを見れば、金融・証券専門業者の世界への競争原理の導入とその一般開放が求められていたのである。

これと相表裏するかたちで、固定手数料制や取引所外取引のあり方が問題となってきたのであって、手数料は競争裡に自由化されるべきであるし、取引所外取引も含めての競争が実現されるべきだとされるようになったのである。

この委託売買手数料の自由化の過程で、資金運用・調達の専門業者である機関投資家の発言権が強大となりつつあることが明らかとなった。すなわち、機関投資家は法人企業の、そしてさらには個人の、資金調達・資金運用の両面に関係することで大きな社会的地位を確保するに至ったのである。

こうした変化は、旧来の銀行を中心としての資金回路の外側に、発展した大規模なオープンマーケットを中心とする資金回路をつけ加えることになった。やや短絡的にいえば、旧来の間接金融の機構の外側に、企業が銀行を介さずに直接に取引する直接金融の機構が大きく付け加わったということもできよう。

それは企業の「銀行離れ」を意味し、この銀行離れが銀行経営を直撃し、銀行は斜陽産業か否か、銀行業の将来性いかに問われることになったのである。そして少なくとも旧来型の銀行は存立の根幹を問われ、生き残るためには変貌を余儀なくされることが既に明らかとなってきた。

今日、金融自由化とかビッグバンとか称される一連の事態はこうした歴史的变化の過程を争って先取りしようとする試みを示すものであるが、以上のように議論してゆくと、銀行の将来は暗く、証券市場の将来は明るいといった単純な結論に導かれる恐れがある。しかし、問題を抱えているのは証券市場の側でも同様であって、本稿で取り上げる証券取引所に関連する問題はなかでも注目すべきものであり、「オープン・マーケットの発達そのことが取引所の存在意義を改めて問い直しつつある」という逆説に注目する必要がある。そしてそれは、アメリカの場合についていうと、1992年から検討が始まり1994年に発表された「マーケット2000」(SEC市場規制局報告書)において内容的には既に明らかにされたところである。新たな「証券市場機構」の中で「取引所」とは一体なにであり、どういう意味を持つものかが改めて問われることになったのである。

証券の世界に関していえば、「今日におけるビッグ・バンの問題は、まさに新たな環境条件における『取引所論』問題の再現である。問われているのは、取引所の存立根拠であり、あるべき組織形態である。取引所の意義の再確認といってもよからう。」そして「『機械化』と『電子化』、これら二つの新しい流れは取引所の存立根拠を揺るがし、さらに『国際化』が問題の規模を拡大し、深化しつつあるのである。しかしまた恐らくはそれら自身の中にこそ新たな次元における問題解決に向けての歴史的方向性が隠されているに相違ない。」(拙著『明治の取引所論』白桃書房、1998年、まえがき)

## 2 証券取引所とは何か

そこで本題に入る前に証券取引所とは何かについて、必要最小限のところを予めおさえておく必要がある。

「取引所」は、経済社会におけるある種の「インフラ」であり「公共施設」である。会員制度の下では、その設立と運営に係る費用は会員業者によってまかなわれており、それは共同の施設として会員業者によって運営されている民間団体である。

この取引所の運営費用という点からすると、売買がここに集中すればするほど、単位当たりのコストは安くなるから、この物理的な空間に売買が集中するように「独占」を志向するようになるのは自然である。

さて、この証券取引所の主たる任務は、(1)売買の恒常性と、(2)価格形成の透明性とを確保し維持することにある。すなわちこれを言い換えれば、(1)いつでも売れる、いつでも買えるという証券の流動性に関わる構造的な保証、(2)「合理的な」価格を発見する構造的な保証、これら二つを旨とするものである。

そしてこうした二つの役割を果たす取引所において、売買主体としては(A)会員制度を、またそこで売買の対象とされる証券については(B)上場制度を、伴っている。この「会員制度」は、要するに証券業者の中から一定の条件を満たすものをのみ会員とし、この会員によって取引所は組織されるということなのであるが、あらゆる投資家個人を立会場に集合させることの困難と、できるだけ多くの需給を集中させようという希望との両立を図ることから生まれた制度的機構と考えることができよう。ここに限定される「会員」の条件とは、①取引に関する専門的な知識をもっていること、②取引における信用があり、かりにも約定不履行のごときがないこと、とが求められているのである。

問題は(1)価格形成の合理性と(2)売買の恒常性という二つの側面が、既述のような経済社会の変化のなかで、果たして順調に維持されてゆくのかどうかである。とくに今日、「価格形成の透明性」の確保は容易ならざる難問となりつつあり、またいわゆる「最良執行 (Best Execution)」の維持は重大な問題となってきた。

### 3 市場集中義務の撤廃に伴う取引所定款改正並びに証券取引法改正 ——取引に関する報告・公表の義務——

まず身近なわが国における証券取引所に関連する問題の進展状況を見ることにしよう。

価格形成の透明性のために従来は「市場集中義務」が課せられていた。これは、そのものとしては、法律による定めではなく、取引所の定款による定めにはすぎないが、しかし、あらゆる売りとあらゆる買いとを一定の場所に可能な限り集中させることによって、可能な限り合理的な価格を発見しようとするものであった。すなわち、市場集中義務とは、「証券業者に対して上場有価証券の売買を取引所において行うことを義務づけること」であり、取引所外での売買は、一定の場合を除き、原則的に禁止する趣旨のものである。

わが国におけるこれまでの経過についていうと、取引所集中義務の見直しについては、すでに数年前から機関投資家の間で議論が生じつつあった。1996年10月、経団連が上場株式の取引所外取引の例外的容認を、また1996年11月、産業構造審議会総合部会基本問題小委員会が上場株式についての取引所集中義務の見直しを提言した。1997年6月、証券取引審議会報告書は、取引所市場の効率性を高め、取引の公正性を担保する仕組みを前提として取引所集中義務の撤廃を提言し、スケジュールを示した。これを受けて、1998年12月1日から取引所外取引が解禁されたのである。

こうしたわが国における動きは、のちに見るように、紆余曲折の過程を経ながら事実の変化に現実的に対応してきたアメリカの場合とはやや異なり、先進諸国における動向を検討しながら、わが国における現実の変化をかなり先取りした形で法的な仕組みを先行的かつ徹底して設定したという特徴を持っており、この設定された新たな仕組みが今後変化してゆくであろうわが国の現実にどこまで即応できるものかには、なお不分明なところが残されている。また、今回のわが国における市場集中義務の撤廃は、他の諸国には類をみない徹底したものであるが、問題はその前提となるべき機構上の整備、とくに市場参加者

が常に意識的に再生産しなければならない「公的」な共同機構の整備が遅れている点にある。

現今におけるわが国の状況は、なお変化・移行の過程をたどりつつあるものであるが、これについてやや具体的に見ると以下の通りである。

### ①東京証券取引所定款

これまでは、第23条において「正会員は、次の各号の一に該当する場合のほかは、本所の市場外において上場有価証券の売買を行ってはならない。」とされていたものが、1998年12月1日をもって削除された。これと同時に、第8条の2が新たに付加された。すなわち、「正会員は、本所の市場における公正な価格形成と円滑な流通を確保し、もって本所の取引所有価証券市場としての機能の維持及び向上に努めるものとする。」これは直接に会員業者を拘束する性格の条文ではなく、むしろ一種の精神規定ともいえるべき、理念をしめす条項のように思われる。

以上は正会員に対するものであるが、これと並んで、非会員業者に対しては従来、業務報告書において「母店契約書」(会員業者につなぐ契約)を添付するという形で集中義務に従うことが求められていた。従って、行政当局もまた市場集中義務を当然のこととして前提し、非会員に対してこうした取り扱いで臨んできたのである。

### ②証券取引法

従来の証券取引法には「市場集中義務」について明示的に表現した箇所はなかった。とはいえ市場集中義務が当然のこととして前提されていることを示すいくつかの条項があり、従って、市場外取引を行うとした場合、これに抵触するとみられる規定が存在した。これら証券取引法の規定は、1998年12月の取引所定款の改正による市場集中義務の撤廃に連動して改正された。

すなわち、従来の証券取引法は、1998年6月に成立したいわゆる「金融システム改革法」(「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律」)が、同年12月に施行されることによって、改正された。改正点の中で、注目されるのは次の項目であり、新旧の対照を示せば以下の通りである。

## 旧（改正前）証券取引法

### 第 87 条の 2

「何人も、有価証券市場に類似する施設を開設してはならない。」

### 第 47 条

「証券会社は、有価証券に関する同一の売買について、その本人となると同時に、その相手方の取次をなす者又は代理人となることができない。」

### 第 129 条

「有価証券市場における売買取引の委託を受けた会員又は会員にたいする売買取引の委託を媒介し、取次し若しくは代理することを引き受けた者は、有価証券市場において売付若しくは買付をせず、又は会員に対しその媒介、取次若しくは代理をしないで、自己がその相手方となって、売買を成立せしめてはならない。」

## 改正証券取引法（1998年12月）

### 第 167 条の 2 の第三項

「前二項の規定は、第二十九条第一項第三号に掲げる業務の認可を受けた証券会社……が当該認可を受けた業務を行う場合には、適用しない。」

### 第 37 条

「証券会社は、顧客から証券取引所の上場される株券、転換社債券その他の有価証券で総理府令・大蔵省令で定めるもの（……）の売買に関する注文を受けたときは、当該顧客の指示が取引所有価証券市場外で取引を行う旨の指示であることが明らかである場合を除き、取引所有価証券市場外で売買を成立させてはならない。」

## 第79条の2

「協会員（……）は、次の各号に掲げる場合において当該各号に定める事項を、大蔵省令に定めるところにより、遅滞なく、その所属する協会に報告しなければならない。

## 一～三 略

四 自己の計算において行う上場株券等の取引所有価証券市場外での売買又は媒介、取次ぎ若しくは代理を行う上場株券等の取引所有価証券市場外での売買が成立した場合 当該売買に係る上場株券等の種類及び銘柄並びにその売買価格及び数量その他大蔵省令で定める事項」

ここに明らかなように、新たに改正された証券取引法の下では、(1)顧客からの明示ある場合を除き、取引所外で売買を成立させてはならないこととなり、また(2)取引所外取引については、取引価格、ロットなどの情報を、日本証券業協会に報告し、日本証券業協会はこれを公表する義務をおうことになった、さらに(3)店頭市場も有価証券市場として規定するとともに、PTS (Proprietary Trading System) [最近ではむしろ、ATS = Alternative Trading System と呼ばれる。これらをわが国では「証券取引所・日本証券業協会以外のものが商業ベースで運営する電子取引ネットワーク」と定義しているが、わが国におけるこの定義が十全なものかどうかには検討の余地がある。] 業務については市場類似施設開設の禁止規定を適用しないこととし、(4)以上の他、相場操縦の禁止を、取引所外取引にも適用することにした（証券取引法、159条2項の改正）。

(1)についていえば、顧客が注文のさいに明示的に取引所外での執行を希望した場合には、取引所外での執行が許される、ということであって、ここに市場集中義務は証券取引法上でも消滅したと見ることができる。(2)は、取引所外取引の透明性の確保のための手続きであって、日本証券業協会への報告義務と、これを受け取った日本証券業協会がこれを公表する義務を負い、また毎日の相場等を大蔵大臣に報告することが求められることとなった。(3)は、有価証券市場類似施設の禁止の下で、PTS 業務が適用除外とされることになったのである。

こうした証券取引法の改正に伴い、日本証券業協会の任務は従来以上に重いものとなった。とくに市場外取引についての報告・公表の義務は今後、大きな意味をもつものとなってこよう。今回の場合、日本証券業協会における「報告・公表システム」(協会公正慣習規則第五号)は次のようなものとされた。(A)証券会社は協会に対して次の情報を5分以内(アメリカでは90秒以内である)に報告する。その内容は、①銘柄名、②売買価格、③売買数量、④成立日時、⑤売り・買いの別、⑥自己・委託の別、⑦直近の取引所の価格(最良気配)、⑧売買の相手方、⑨その他。(B)協会はこれのうち、①～④をすみやかに投資家等に公表する。(C)ただし、以上の報告・公表は、8:10～16:59内に限り、それ以外のものについては、翌朝一括して報告する。(D)さらに、超大口注文の公表は、報告受領日の翌日の16:00とする。

しかしこれらの施策もいくつかの難問を抱えている。有価証券取引税が撤廃されたことから、空売り規制を逃れる操作や価格操作目的とも思われるものが出て来ており、報告義務の遂行をより強化する必要に迫られている。「情報を即時かつ均一に投資家に提供する」ことの重みがこれまでよりも一層感じられるようになってきている。

#### 4 市場外取引に関する値幅制限措置

こうして市場集中義務が撤廃されたことによって、(1)証券会社は取引所の外側で注文を執行することができるようになるが、(2)その際、取引所外取引の透明性を確保する必要から、日本証券業協会との関わりにおける報告・公表義務が生じてきている。

その場合、「最良執行義務」を確実なものとすることを厳密に考えるならば、わが国におけるあらゆる売買の気配をシステムの的にリンクさせて提示・公表し、証券業者に顧客の注文にたいして最良の価格で売買を執行させることを義務づけることとなろう。しかし、こうしたシステムが直ちに整備できるかという点、そこにはかなりの疑問があり、もしそのように判断するとなると、取引所における取引を中軸において、その外部における取引については、取引所

における出来値の一定範囲内とし、一定の値幅においてのみ許すという形のほうが望ましいことになる。

こうした考え方にたって、現在のところわが国では、次のような措置が取られている。

[1, バスケット取引以外]

注文の区分	売買金額	価格制限
小口	1000 万円以下	取引所の最良気配の範囲内
準大口	1000 万円超 5000 万円以下	取引所の直近価格の上下 3% 以内
大口	5000 円超	取引所の直近価格の上下 7% 以内

但し、大口注文のうち、売買金額が 50 億円以上の者は超大口注文として、公表遅延処置を設けている。

[2, バスケット取引]

15 銘柄以上を同時に売り、又は買う注文で、総売買代金が 1 億円以上のものをいい、取引所の直近価格の上下 5% 以内

以上の 1, 2 を通じて、立会時間外の売買については制限がない。

## 5 証券取引所側の効率化への努力

以上のように、取引所の外側へと売買執行が流出してゆくとなると、取引所としてもこれを傍観しているわけにはいかない。すでに述べたように、今日ではあくまで取引所を市場構造の中軸においてこれに場外取引が加わるという形をとっている以上、取引所取引の求心力低下を維持強化する方策を採ってゆく必要がある。そうでなければ、取引所において形成される価格の意義そのものが疑われることになりかねない。いま、東京証券取引所で試みられつつある効率化政策の一部を例示すれば次の通りである。

①立会場銘柄の入力制限の緩和・撤廃、立会場の廃止、自動執行

- ②呼び値の刻みの縮小
- ③立会外の新売買取引制度の導入 (TOSTNET 1, TOSTNET 2)
- ④一般気配に係る注文数量の提供
- ⑤その他

そして以上のような一連の事態の影響は、これ以外にも様々のかたちで現れてきており、例えば、会員枠の撤廃（新規参入増への対応）、成長企業向け株式市場の創設、地方証券取引所の吸収合併といった変化が継続的に生じつつある。

## 6 アメリカにおける変化の潮流

日本の場合の細部に少しく立ち入り過ぎたきらいがある。アメリカの場合はどうなっているのであろうか。大きな流れを見ることにしよう。

アメリカでは、先にも触れた代替的取引システム (Alternative Trading Systems, ATS) あるいは私設取引システム (Proprietary Trading Systems, PTS) と呼ばれる、登録取引所以外の証券市場が、会員制度をとらない営利企業として登場し、その取引額が急増した。例えば、Instinet, POSIT, アリゾナ証券取引所などである。こうした「非取引所取引システム」は、単なる BD (ブローカー・ディーラー) に過ぎないものが、取引所類似の施設と化して大きな取引の場となったものであり、そこでは証券取引所の機能をコンピューター・システムが代替している。

こうした ATS について注目すべき点は次の通りである。

第一に、コンピューター・システムが全面的に採用されており、この機械化と自動化によって執行・処理コストは大幅に低下した。同時に、取引所間ネットワークの構築にも道が開かれたわけであって、今後についてもなおイノベーションの可能性を秘めている。このことは、物理的空間を超えた space of placeless が、従来の物理的空間と併存する事態に立ち至ったことを示している。

第二に、そこでは従来の「投資家——会員業者——取引所」という「階層構

造 (hierarchy)」が崩れ、いわば投資家の直接発注のシステムになっている。これは言ってみれば階層構造の「フラット化 (flattening)」とでも呼ばれるべき現象である。このことの背景には、機関投資家の台頭を中核とする投資家像の変貌がある。機関投資家にしろ巨大法人企業にしろ、それらは決して情報劣後者ではなく、「専門的知識」にしろ「信用」にしろ、決して証券業者にさして劣るところはない。考えてみると、従来のトレーディング・フロアを中心とする物理的空間的な証券取引所は、一般的には情報劣後者であり、「専門的知識」や「信用」において劣るであろう「個人投資家」を前提としたものであって、その故にこそ「会員業者」の「専門的知識」や「信用」が重んじられたのである。今日ではこの「投資家像の変化」が証券市場機構全体に大きな変化をもたらしているのである。わが国の現実についていうと、取引所外取引は、取引所を経由せずに、機関投資家と証券会社との相対（あいたい）で価格交渉され、機関投資家の売りに証券会社が応じる「売り決め」やその反対の「買い決め」といった「決め商い」が多い。しかもそこには、運用成績をめぐる機関投資家の厳しい目が光っている。

こうした投資家像の変化は、そのニーズを多様化した。小口取引のみならず大口取引も、迅速執行のみならず低取引コストも、情報劣後者のみならず情報優位者も、こうした多様なニーズを前提にして市場機構を再編する必要に迫られたのである。証券市場機構へのニーズの多様化 (diversification) が、市場の変革を促したとも考えられるのである。

第三に、従来の場合、取引所における価格形成の透明性への要求こそが、取引所の存立の根拠であり、これが「最良執行 (Best Execution)」を求めるにあたっての前提であった。しかし、機関投資家にとっての「最良執行」とは、必ずしも「最良価格での執行」という価格面だけのことではない。例えば、ブロック・トレーディングやバスケット・トレーディングの場合には、現在気配値よりやや下でも一本値での即時執行を希望するとか、複数銘柄の同時執行を希望することがありうる。(例えば、ブロック・トレーディングやバスケット・トレーディングの場合、約定に時間がかかるとか、ある銘柄はすぐに執行されたが

他の銘柄は執行できないとか、いろいろの価格で細切れに執行されて約定値段の平均が動くとか、そういう危険がある。) したがって機関投資家にとっての「最良執行」とは、①マーケット・インパクト（自らの売買で価格が変動する現象）が小さく、予め売買コストが確定できること、言い換えると、一つの取引が価格支配力を持ち得ない程度に市場の厚みがあること、②匿名性が保てること（手口が公にされないこと）、③注文執行の迅速性、④プルーフマン・ルールから取引コスト節減への要求は極めて厳しい、⑤bid and ask spread, などが重要な要素となる。その意味では「価格競争」を超える側面、ないしは「非価格競争」の側面が重要になりつつある点が注目されるのであって、ここに「最良執行」の意味は多義化せざるをえず、ついに「投資家利益の極大化」を意味するようになった。このようにみえてくると、ここでは上の第二に取り上げた変化、すなわち「投資家像の変化」が、マーケットに期待する内容に変化をもたらしていることになる。(本項については、とくに清水葉子(1999)を参照。)

ごく最近、アメリカのナスダックの日本上陸が報道されたが、ナスダックのマーケット・メーカーのスプレッドはこのところ縮小してきており、その原因の一つが問題の私設相対取引システム（スプレッドを取る仲介者が存在せず、通常1株当たりの取引料を課す）の発展にある、と考えられる。

今、ここで当面の議論をひとまず止めておいて、アメリカにおけるこの問題の発生の経緯を歴史的に振り返って整理しておくことが歴史的な方向性を探る上で便利であろう。

アメリカの場合、年金、保険、ミューチュアルファンドなどの機関投資家が市場で大きな意味を持ち始めたのは恐らく1960年代に始まる。Two-tier Market（二極化現象）ということがいわれたのは1972年-73年のことであった。機関投資家好みの比較的少数の成長銘柄の相場とそうでないものとの間の乖離が生じたのである。これが崩れたのは1973年以降の弱気相場のもとであり、また1974年のERISA法のもとでのことであった。ついで「市場の分裂

(market fragmentation)」と呼ばれる現象が1970年代の初めに生じた。固定手数料制をとっていたNYSEは、大口取引についての特典を欠いていた。機関投資家は地方証券取引所の会員権を獲得し、これによって地方取引所の出来高が急増した。この経過で、第一市場である取引所市場に加えて、非上場証券の店頭市場(OTC)である第二市場、上場株式の店頭市場である「第三市場」、機関投資家の相対(あいたい)取引の市場である「第四市場」が発達した。ここにNYSEにおける売買の厚みと流動性が低下することが懸念されるに至ったが、それよりも深刻な問題は、投資家がどこに注文をだせばもっとも有利かを知り得なくなった点であって、これは取引コストに敏感な機関投資家にとっては重大な問題となった。こうした一連の過程を踏まえて、一方では、1975年5月1日(メーデー)以降、固定手数料制は消え、完全に自由交渉制になった。他方、SECは、1971年にCentral Market System(中央市場システム)の構想をうちだし、これは1975年証券改革法において、全米市場システム(National Market System)の計画として結実した。これはつまり、「市場の分裂(market fragmentation)」をコンピューターで補おうとするもので、投資家がどこにいてもそれぞれの市場の動向を知り得るようにすべての市場をコンピューターで結ぼうというものであった。すなわち以上を手短かに言えば、1960年代の機関化(institutionalization)が、1970年代の証券改革を生み出したのである。

こうした流れの中で、1971年にNASDAQシステムが生まれてくる。NASDAQシステム(National Association of Securities Dealers Automated Quotations System, 全米証券業協会自動相場報道システム)は、物理的空間的な売買の場を持たず、コンピューター・ネットワークによって投資家と証券業者とを結ぶものである。ここでは競争的マーケット・メーカー制度がとられ、自己のリスクで株式を売買して利益を得ようとする複数の証券業者が、各々特定の銘柄について継続的かつ競争的に価格を付けていくものであって、マーケット・メーカーは常時売りと買いの気配値と数量を提示して投資家の求めに応じる義務をもつが、提示した価格・数量を超えるときには、ネゴシエーションとな

る。この場合には価格優先・時間優先の原則は存在しないことになる。こうしたNASDAQの仕組みは、コンピューター・ネットワークに支えられており、マーケット・メーカーはワークステーションを通じて気配を常時提示する。コンピューターを利用したこのシステムは、技術的にはもっと以前から可能とされていたのであるが、競争にさらされるであろう店頭市場業者の反対があり、そしてNYSEもまた消極的であった。しかしそれを乗り越えて店頭市場のコンピューター化が実現した。ここにオークション・マーケットである取引所と併存するかたちでディーラー・マーケットが市場機構化された。この背後には、オークション・マーケットが追求するBest Executionがより良い価格の提供、つまり価格向上機会の提供であるのに対し、マーケット・メーカー・システムが追求するBest Executionが、その提示する価格での即時執行という点に優位性がある、という異なった性格の市場の競争的併存を前提に、投資家に複数メニューを提示することが志向されたと見ることができよう。

すなわち、実は上にみた「第三市場」の発展と、市場集中義務の問題とは表裏をなしていた。市場集中義務そのものは、理念としては、取引所発足以来のことであった。それはオークション・マーケットの厚みと流動性とを維持し、合理的な価格形成を可能とするためには必須の前提と考えられていたのである。しかし、「第三市場」が発展してくると、NYSEとの重複上場銘柄については、店頭市場での取引を認めないかぎり、Best Executionは保証されないことになってくる。ここで議論は二手に分かれた。一方のNYSEは、合理的で透明な価格形成を旨とするかぎり、市場の分断は認めにくいとした。しかも取引量が減少して市場が厚みに欠けてくると、マーケット・インパクトは増大する。確かに市場の分断が生じて、裁定によってそれぞれの市場の価格差(一物二価)は解消されようが、その過程では投資家は不利益を被ることは間違いない。しかし他方、SECはむしろ「競争的な市場システム」を作り出すことを優先した。その後の経過は決して一直線に進んだわけではないが、結局のところ、1980年にSECは、1979年以降に上場された証券を市場集中義務の適用除外とすることにしたのである。

ここまできると、あとは市場間のリンクを強めつつ、市場間の競争を強める方策をさぐることになってくる。「全米市場システム (NMS)」の要諦は、競合するいくつかの市場のなかで最良の価格を示す市場へのアクセスを保証する仕組みを作り上げること、にある。CQS (総合気配表示システム, Composite Quotation System) と ITS (市場間取引システム, Intermarket Trading System) とは相前後して1976年に稼働し始めた。

以上のような事態を歴史的にふまえて、「マーケット2000」が1994年にSEC市場規制局から公表された。これは叙上の1975年証券改革法以降の市場の変化を捉えて全面的な再検討を試みたものである。ここでの課題は、かつての「全米市場システム (NMS)」構想はネットワークによって情報の遮断を補おうとしたものであったが、その後の変化をみると、一方では「私設取引システム (PTS)」ないし「代替的取引システム (ATS)」が、「全米市場システム (NMS)」の外部で増大しつつあるが、しかし他方、単一市場システムを志向することはむしろ革新を阻害するとする考え方に立った場合、市場の透明性が重要になるとともに、規制の不整合が起こっているのではないか、ということであった。これは「全米市場システム」の外で新たなシステムが発生したという意味で、これまでとは次元の違った全く新たな「市場の分裂」を意味しており、これを如何にして「全米市場システム」に統合するか、これが1994年以降の課題となったのであって、証券市場機構は再度「分散と統合」という課題に直面することになったのである。(佐賀卓雄(1996)「全米市場システムについて」上下、を参照。)

## 7 証券市場機構における「分散と統合」

問題はこれから証券市場機構がどのように発展してゆくか、また積極的にどのような機構を作り出してゆくか、という点にあるが、この点についてわが国においては必ずしも大方の合意をうるには至っていないように考えられる。元来、将来の証券市場機構のあり方に関して二通りのやや異なったイメージがありうる。やや図式的に分類してみると次の通りである。

第一は、取引所をあくまでも中心におき、単一市場の下で「物一価」の原則が堅持されることを狙い、取引所の価格形成機構を最大限活用しながら、一定の緩和措置の下でその周辺に派生的な市場を許しつつこれを取引所に収斂させようとするものである。

第二に、競争下にある幾つかの市場の併存を正面から許し、これらを情報回線で繋ぐことで情報統合市場として仮想的に単一化し、あたかも物理的空間的に一つの市場であるかのように機能させるという考え方である。これは従来とは全く異なった新たな市場機構理念に基づくものであり、米国のナショナル・マーケット・システムが採用した基本理念である。この米国流の考え方では、市場間競争ということが基本の理念とされており、その上で全米規模での市場間情報統合が考えられている。この場合には、「分散と統合」が並進し両立に向かいうることが狙いとなっている。

しかしこの第二の場合には、留意すべき問題がいくつか存在する。幾つもの市場が併存することによって、市場間競争が革新への原動力となることは確かであるとしても、それぞれの市場での取引の厚みがなくなり、流動性が低下し、公正な価格形成が難しく、マーケット・インパクトが大きくなることが懸念される。複数の市場で幾通りもの価格が形成されるから、市場情報や取引の透明性が低下する恐れがある。特に、マーケット・メーカー制の場合、価格優先・時間優先の原則が必ずしもないから、これと取引所機構との整合性が問題になってくる。それより以前に、マーケット・メーカー制の場合には、マーケット・メーカーの資力と専門的技倆が問われようし、また複数のマーケット・メーカーがあればこそその公正価格形成であり流動性の維持なのである。さらに米国の場合には、貸株市場が発達しているからこそ株式の調達容易であって、そうした環境条件があつてのマーケット・メーカー制なのである。すなわち、従来の取引所以外での取引の場が増えるに従って、証券取引における流動性の維持、価格形成の透明性の維持などをいかにして実現するか、とくに仮想的な「統合」を志向する場合、それに伴う機構整備への努力が急務とされよう。

## 8 変化の根底にあるもの

以上のような変化の根底にあるのは、第一に、機関投資家、法人投資家が事実上、投資主体として、証券業者を超える存在になりつつあるという現実であって、個人投資家を中心としたかたちで構築されてきた従来の証券市場機構が根本のところから問い直されているのである。そのことが、証券業者=会員業者の respectability の根源である信用と専門性とを突き崩しつつあるのであり、これが証券取引所の意義と役割とを変化させつつある。

第二に、変化の根底にあるものは、コンピューター化の急速な進展であって、これが①単に取引コストを低減するというだけでなく、②これによって初めて「分散と統合」の両立と「空間克服」が可能とされて space of placeless が可能とされているのであり、③さらには取引活動とそこでの専門的仲介技術が情報ネットワークに埋め込まれて、従来からの仲介専門技術の独占的保持は不可能となりつつある、という諸点が重要である。

これらのことが従来の市場機構における hierarchy を突き崩して flattening を生ぜしめている。

それは、今日の自由化の流れの中で、銀行が被りつつある困難と軌を一にするものといってよい。かつては銀行のみが金融の専門業者であったものが、今日では法人企業も機関投資家もそうした技術と信用を手にしており、しかもこれにコンピューターの発達が加わって事柄に可能性を保証するに至っている。

これこそまさに法人企業の「金融的自立化」ないし「金融主体化」と呼んだものに他ならない。そうしてみると、事態の根源は銀行界においても証券界においても全く同一であることはあきらかであろう。そうした意味では、実は、先に述べた「金融主体化」ないし「金融的自立化」という事態は、同時に「投資主体化」であり、また「投資主体としての自立化」を内容とするものなのである。

かつては、金融・証券の専門業者を超える技能と信用をもつものは他に存在せず、その専門性と信用は他を圧倒していた。しかしいまや、金融・証券の専

門業者に匹敵する主体、乃至はこれを超える主体が市場に多く現れるに至った。ここに市場機構は全面的に再編を余儀なくされる。市場集中義務の撤廃はそうした変化の表現であり、したがってこの流れに逆らうことは不可能というに近い。そうした意味からいうと、今日の変化の根底にあるものは、法人企業が金融主体・投資主体として自立化したことに求められよう。そしてそのことが機関投資家の発展を生み出し、これが金融・資本市場全体の構図を変化させ、これをさらに電子技術の発展が加速しつつあるのである。

かつての「市場集中義務」において示された単一市場への収斂のための枠組みは、個人投資家のみを前提としていたが故に可能とされたのであった。現代においては、個人投資家を超える存在が生まれたが故に市場の全機構を改めて「分散と統合」にむけて改変せざるをえなくなった。しかしその際、「統合」のためのインフラ整備がどこまで可能なのか、その時果たしてかつてのような市場の性能を維持できるかどうか、ここに直面する困難はある。そして現時点では、事態はさらに一步進んで、さしあたり法人投資家、機関投資家だけが享受しえた取引機会を、おしなべて個人投資家にも及ぶものとする方向へと進んでいる。オープン・マーケット全体を包含するインフラ整備は一層さし迫ったものとなってきたといえよう。(1999. 9)

#### 参考文献

- 伊豆 久 (1999) 「米国における市場間競争の展開」『証券経済研究』第 20 号  
西条 信弘 (1999) 「日本版ビッグ・バンと証券市場」『証券経済研究』第 19 号  
佐賀 卓雄 (1996) 「全米市場システムについて」上下『証券レビュー』第 36 巻第 1 号、第 2 号  
佐賀 卓雄 (1999) 「取引所集中義務の撤廃について」『証券レビュー』(日本証券経済研究所) 第 39 巻第 1 号  
清水 葉子 (1999) 「アメリカの代替的取引システムと SEC の規制について」(東証正会員協会『正協レポート』第 3 巻 2 号  
鈴木 芳徳 (1998) 「金融自由化と成熟経済」『神奈川大学 70 周年記念論文集』  
鈴木 芳徳 (1999) 「『ビッグ・バン』と到来する市場の時代」『熊本学園大学経済論集』第五巻第三・四号合併号

中川英太郎 (1999) 「取引所取引とオークション市場」『証券』東京証券取引所, 4月号

三上季代司 (1997) 「証券取引所とPTS」『証券経済研究』第六号

淵田康之 (1999) 「取引所規制と私設取引システムの規制」『ジュリスト』1155号, 5月1日

横山 淳 (1998) 「取引所集中義務の撤廃について」『大和投資資料』

米沢康博 (1997) 「市場間競争の経済的意義」『証券経済研究』第6号

なお、小稿は日本学術会議経済制度連絡委員会報告『金融ビッグバンの根底にあるもの』への執筆原稿に大幅に加筆したものである。