

新取引システムに移行したロンドン証券取引所

10月20日、ロンドン証券取引所は新しい取引システム SETS を導入した。7月23日に大口取引の出来情報開示について最終決定を行ったことによって、導入に向けた問題点は全て解決していた。9月6日からは、会員証券業者のシステムが正しく取引所に接続するかなどについての試験も行われてきた。

新たに導入された取引システムは、オーダー・ドリブン方式によるもので、当初は FTSE100 構成銘柄に限って導入する。伝統的にマーケット・メーカー制を採用してきたロンドン証券取引所が、オーダー・ドリブン方式を導入するのは画期的なことである。

1. 新取引システムの概要

1) 導入までの経緯

ロンドン証券取引所は、96年1月に新取引システムに関するコンサルテーション・ペーパーを発行し、取引システムの改革を検討してきた。同年5月にもコンサルテーション・ペーパーを発行して市場関係者の意見を集め、97年1月、最初の新取引システムの概要を発表した。

その時点で残されていた問題点も順次解決し、取引システムに関する詳細な案内が毎月発表されてきた。そして、7月23日に出来情報の開示に関するルールが決定され、新取引システムに関する検討課題は全て解決した。

その後、証券業者やユーザーの試験期間を経て、10月20日、新取引システムが稼働した。

2) 新システムの概要

これまで、ロンドン証券取引所は、マーケット・メーカー制による取引システムを運用してきた。1986年のビッグ・バンと同時に導入された SEAQ (Stock Exchange Automated Quotations) システムにマーケット・メーカーの提示する気配値が表示され、それをもとにブローカーや投資家がマーケット・メーカーとの電話交渉によって取引を成立させる方式である。

これに対し、新たに導入された取引システム SETS (Stock Exchange Electronic Trading Service) は、売り注文と買い注文が、価格優先、時間優先の原則に従って付け合わされるオーダー・ドリブン方式を採用している。

新取引システムは、まず FTSE100 構成銘柄の売買にのみ導入され、その他の株式はこれ

までの取引システムを引き続き利用する。SETS 導入後の経過を見て、他の株式にも導入することが望ましいと判断されれば対象銘柄を増やす予定であるが、FTSE350 構成銘柄以外の小型株にまで対象を広げることは考えられていない。また、SETS 導入後に FTSE100 の構成銘柄から外れた場合には、その後も継続的に SETS を利用して売買が行われる。

3) 新取引システム導入の背景

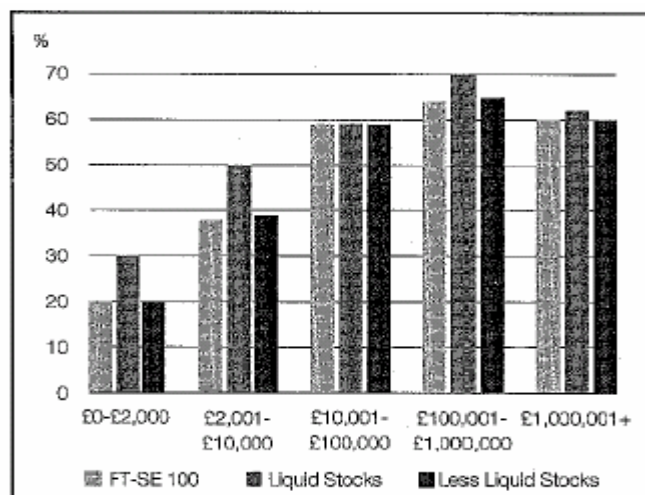
ロンドン証券取引所が新取引システムの導入を検討するに至った背景としては、以下の3点が挙げられる。

①マーケット・メーカー制への批判の高まり

マーケット・メーカー制の下では、マーケット・メーカーは継続的に売買両方向の気配値を提示し、一定規模までの注文を受けることを義務づけられる。ただし、マーケット・メーカーとの交渉によって気配値よりも良い値段で取引を執行することも可能である。

最近、提示されている最良気配よりもよい価格での売買成立が増加しており、マーケット・メーカーの気配値が市場実勢を反映していないという批判が高まっていた。

図1 タッチより良い価格での取引成立比率



(出所) ロンドン証券取引所コンサルテーション・ペーパー

②投資家の取引システムに対する需要の変化

マーケット・メーカー制の長所は常に流動性が確保されるという点である。しかし、マーケット・メーカーの提示する気配値のスプレッドが大きい場合には、取引コストが高まる恐れもある。

ロンドン証券取引所が行ったアンケート調査では、多くの投資家が、取引が即時に成立

することのメリットはそのために要するコスト増に見合わず、取引コストが低下するならば取引成立までの時間を多少犠牲にしてもよいと考えている、との結果が得られた。

マーケット・メーカーにとっても、マーケット・メーカー業務は魅力のある業務とは見なされていない。

③取引所ルール見直しの必要性

公正取引庁（OFT）が94年11月と95年3月の二度にわたり、取引所ルールが競争を歪めているとの指摘を大蔵省に対して行った。問題とされたのは、大口取引の出来情報の開示が遅れること¹、インター・ディーラー・ブローカー取引の価格が公表されないこと²、である。SIBも95年6月に同様の内容を含む報告書を発表した³。大蔵省もこれらの見解を支持し、売買システムの見直しが必要となった。

④他の取引所との競合

ロンドン証券取引所は、これまで、英国株式の売買を半ば独占してきた。しかし、95年9月には、オーダー・ドリブン方式を採用したトレードポイントが取引を開始した。ロンドン証券取引所はトレードポイントの設立に強い警戒感を持って受け止め、取引システムの改革を急ぐこととなった。ただ、トレードポイントでの取引は今のところ低迷している⁴。

2. SETSの仕組み

1) 取引成立の仕組み

売買注文は、8時から入れることができる。8時30分までは注文の入力、取り消しが自由に行われ、8時30分に板寄せ方式によって始値を決定する。その後、16時30分までは価格優先、時間優先の原則に基づき、ザラバ方式で自動的にマッチングされる。昼休みはない。取引終了後17時までは、成立しなかった注文を取り消すことができる。

注文の入力や取り消しは会員証券会社に限られるが、板情報は市場参加者全員が見ることができる。板情報として公開されるのは注文の価格と量だけで、注文を出した会員証券会社の名前は公表されない。会員証券会社は板上の全注文を見ることができる。投資家は情報ベンダーから購入するサービスによって見られる注文の量が異なるが、高いサービスを利用すれば全注文を見ることが可能である。

¹ OFT, “Trade Publication Rules of the London Stock Exchange” (94年11月)

² OFT, “Rules of the London Stock Exchange Relating to Market Makers” (95年3月)

³ SIB, “Regulation of the United Kingdom Equity Markets” (95年6月)

⁴ トレードポイントの詳細については、8月14日発行の資本市場動向レポート「再出発するトレードポイント」参照。

2) 注文の種類

注文の種類は、①指値注文、②成り行き注文、③Fill or kill 注文、④Execute and eliminate 注文、の4つである。③の Fill or Kill 注文は、注文した量の取引が成立しない限り取引を成立させない注文である。値段を指定してもしなくてもよい。④Execute and eliminate 注文は指し値で行われ、その値段でできるだけ多くの注文を成立させるというものである。

②、③、④の注文は成立しない場合には消滅し、板上に残るのは成立しない指値注文のみである。注文が有効なのは最長でも31営業日である。

一注文の最低株数は、株価が500ペンス以下の場合には1,000株、500ペンス超の場合には500株である。ただし、注文の最低株数は3カ月ごとに見直されることになっており、株価の短期的な変動に応じて注文最低株数が毎日のように変更されることはない。

また、一注文の最大株数はNMS (Normal Market Size) を99倍した株数である。NMSとは、過去12カ月の一日の平均売買高の2.5%として、毎四半期ごとに算出される⁵。

3) 取引停止

取引が停止されるのは、①上場廃止となった時、②不正取引の疑いがあるなどの理由で取引所が取引停止命令を出した時、③値幅制限を超えたとき、の3つの場合である。

これまで、ロンドン証券取引所では値幅制限はなかったが、SETSのもとでは、始値の上下10%に値幅制限が課される。この場合、取引停止時間は10分間で、その後、改めて板寄せ方式による価格決定が行われる。

なお、取引所は、株価の変動が大きい時や取引所のシステムの処理能力が限界に近づいている時などに、プログラム売買による注文の入力を停止させることができる。プログラム売買 (automated input facility) を利用する投資家は、取引所に登録しなければならない。プログラム取引の利用が停止される場合には、全プログラム取引システムの利用が停止され、特定のものが停止されることはない。

3. 出来情報の開示

1) これまでの出来情報開示規制

出来情報の開示は、投資家にとって極めて重要である。とはいえ、大口の注文を受けた仲介業者が、その出来情報をすぐに開示することを義務づけられると、自己ポジションが市場全体に知られてしまう。このため、これまでのマーケット・メーカー制の下では、大口注文について、出来情報開示までに一定のラグを認めていた (次頁表1)。

⁵ NMS はこれまでも注文の規模に関する指標として利用されてきた。取引所は、NMS の計算方法をボラティリティを考慮に入れたものに改める方針であるが、その詳細はまだ決まっていない。

表 1 SETS 導入前の出来情報開示規制

注文サイズ	出来情報の開示
NMS以下	即時開示
NMSの6倍以下	即時開示
NMSの75倍以下	1時間後
NMSの75倍超	ポジションの90%以上を処理した時か5日後の早い方

(出所) ロンドン証券取引所資料より野村総合研究所作成。

2) WPA の導入

SETS では、板上で成立した取引については、その規模に関わらず即時に開示される。ただし、Worked Principal Agreement (WPA) という契約を結んで行われる大口取引に関しては、特例が認められる。大口取引に情報開示に関する特例を認めないと大口取引が行われなくなり、投資家の需要に応えられなくなるだけでなく、市場全体の流動性が低下する恐れもあるからである。

WPA では、対象とする株式またはポートフォリオ、取引する株数または最低株数、最低価格、を定め、契約内容を一定のフォーマットにしたがって取引所に報告しなければならない。WPA を結ぶ証券業者の相手方は必ず最終投資家でなくてはならず、証券業者同士の WPA 契約は認められない。WPA は、取引規模が NMS の 8 倍以上であるか、20 種類以上の株式を一度に取引する場合にのみ認められる。

WPA に基づいて行われる大口取引に関する情報は、ポジションの 80%以上を処理した時か、その日の取引終了時⁶、の早い方に開示すればよい。ただし、大口持分を処理する場合など例外的なケースに限り、取引所との交渉の上で、出来情報の開示をさらに延長することも可能である。

3) 透明性の向上

①板上で成立した取引は規模に関わらず即時開示の対象となること、②WPA の対象となる大口取引の範囲が NMS の 6 倍以上から 8 倍以上に引き上げられたこと、から、取引のうち即時開示されるものの比率は、これまでの 75%から 85%程度まで上昇する見込みである。また、③ポジションが 90%ではなく 80%処理できた時点で開示することとしたこと、④最長でも翌営業日の取引終了時には開示しなければならないとしたこと、から、市場の透明性が向上することが期待されている。

市場の透明性については取引所が継続的に調査し、問題が発見された場合には修正を行う予定である。

⁶ WPA が取引所での取引が終了した 16 時 30 分以降に結ばれた場合には、翌営業日の取引終了時。

4. 取引所外取引の扱い

ロンドン証券取引所は、SETS 導入後も取引所集中義務を課さない。したがって、SETS による売買の対象となる FTSE100 銘柄について、マーケット・メーカーが相対で売買を成立させることも可能である。

マーケット・メーカーは板上の最良気配よりも悪いクォートを出すことが可能である。また、最良気配よりも悪い価格で取引を執行する場合にも、その価格よりもよい板上の注文をはらう必要はない。板の外での売買が板上の最良気配と無関係の価格で行われるようになるため、板に指し値注文を出した投資家が必ずしも優先的に注文の執行を受けることができなくなる。

取引所外取引が盛んに行われ、しかも、板上の最良気配よりも悪い価格での売買が頻繁に行われるようになった場合には、板に注文を出す投資家からの信頼を得られない恐れもある。しかし、これまでは、取引所の運営する SEAQ システムにより、各銘柄について全マーケット・メーカーの気配値を一覧し比較することができた。SETS 導入後は、取引所は SEAQ から FTSE100 銘柄を外すため、投資家がマーケット・メーカーのクォートを比較することが難しくなり、マーケット・メーカーの使い勝手は格段に悪くなる。ロンドン証券取引所は、SETS 導入後、マーケット・メーカーによる売買は限定的な役割を果たすに過ぎないと見ている⁷。

なお、取引所に出来情報を報告しなければならない取引の範囲の定義は、SETS の導入によって見直されるわけではない。したがって、これまでと同様、マーケット・メーカーは出来情報を取引所に報告することが義務づけられる。SETS によって売買される銘柄については、その注文の規模に関わらず即時開示が求められる。

また、取引所外取引は、最低注文単位に満たない小口注文に関しても利用される。RSP (Retail Service Provider) と呼ばれる小口注文の自動執行サービスを提供する証券業者が、契約を結んだブローカーから注文の回送を受け、最低注文単位に満たない小口注文の執行を行う。売買は取引所の開いている時間内に限られ、板上の最良価格かそれよりもよい価格で行われなければならない。

5. 評価

ロンドン証券取引所は、SETS の導入により、①効率性の向上、②取引コストの低下、③透明性の改善、が得られるとしている。オーダー・ドリブン方式とマーケット・メーカー制という 2 つの取引システム間の優劣が議論される中、マーケット・メーカー制の代表格

⁷ 機関投資家が、ブロック取引などを行う際にマーケット・メーカーを利用することは、SETS 導入後も十分考えられる。

とも言えるロンドン証券取引所が、オーダー・ドリブン方式の長所を認め、主要銘柄について取引システムをオーダー・ドリブン方式に改めることにしたことは画期的である。

ロンドン証券取引所の当初の取引システム改革案は、オーダー・ドリブン方式を主としながらも、流動性を供給する Registered Principal Trader (RPT) の導入を予定していた。しかし、この RPT の役割が不透明であったため、取引システムがかえって複雑で分かりにくくなっていた。その後の見直しの結果、新取引システムは標準的なオーダー・ドリブン方式を採用し、すっきりしたものとなったことは評価できる。

SETS 導入初日となった 10 月 20 日は、通貨統合に関して英国政府の要人が早期参加を否定したことから株価が下落したため、薄商いとなった。20 日の売買高は 2.08 億株で、うち 8,800 万株が SETS を利用して売買された。ロンドン証券取引所によれば、目標としていた 50%には届かなかったものの、特に支障もなくまずまずの滑り出しと評価している。

ロンドン証券取引所では、新しい決済システム Crest の完全稼働も間もなく行われる。取引システム、決済システムの改革によって、ロンドン証券取引所がさらに活性化されるか、今後が注目される。

(落合 大輔)