

## ブロック取引制度の導入

### パリ証券取引所の新たな試み

ロンドン証券取引所の外国株市場、SEAIQインターナショナルにおける日本株取引が、わが国株式市場の低迷を背景に急速に拡大したと伝えられたことはまだ記憶に新しいが、海外への日本株取引の流出の一因がわが国証券取引所におけるブロック取引やバスケット取引の使い勝手の悪さにあるという指摘は傾聴に値する<sup>①</sup>。すでに東京証券取引所では引け値でのクロス取引制度の導入を検討しているという新聞報道も見られたが、その後の株式市場の回復とともにこの問題は棚上げになった模様である。

わが国と同様に、ロンドン市場への株式取引の流出が著しいと伝えられたフランス市場では一足早く一九九四年に新しいブロック取引制度を導入しており、パリ証券取引所ではこのブロック取引制度の導入は印紙税の軽減と並んでロンドン市場への取引流出に対して歯止めをかけたとして評価している。

本稿ではパリ証券取引所におけるブロック取引制度を紹介し、わが国でのブロック取引およびバスケット取引制度の導入の問題について考察する。

### フランスの株式市場

フランスはアメリカ・日本・イギリス・ドイツに続いて世界で五番目に大きな株式市場を持ち、経済学では一

〇〇年以上前にレオン・ワルラスが一般均衡理論のモデルとしたオークション取引を先行していた取引所を持つ。国民所得の規模からすればフランスが世界で五番目の株式市場を持つことは不思議ではないが、ミッテラン政権が積極的に国営企業の民営化を執行するまでは時価総額ではカナダや南アフリカ・オーストラリアにも劣っていた。また、伝統のあるオークション取引も今では完全にコンピューター化され、フロアでの取引は消失している。

パリ証券取引所の上場企業数は一九九五年末で、一部市場にあたるオフイシャル・リストに六三五社（うち外国企業一九一社）、二部市場にあたるセカンド・マルシェに二六九社（うち外国企業三社）、合計九〇四社（うち外国企業一九四社）であるが、場外にはオル・コックト (Hors-Cote) と呼ばれる非上場企業のための店頭市場がある。このうちオフイシャル・リスト上場企業は、月に一度清算が行なわれる清算市場 (Règlement Mensuel) 上場企業二六六社（うち外国企業八三社）と現物市場 (Marché au Comptant) 上場企業三六九社（うち外国企業一〇八社）に別れ、清算市場での取引が活況である。また、パリ証券取引所では上場区分以外にも流動性に応じて四つの

グループに株式を区分し、それぞれに対して異なる取引時間・値幅制限・取引中断規定を定めている。継続的に取引が執行される株式はより流動性の高いコンティヌA (Continu A) と中位の流動性を持つコンティヌB (Continu B) に区別され、コンティヌBの値幅制限と取引中断規定はコンティヌAよりも二倍厳しい。オフイシャル・リストとセカンド・マルシェの比較的流動性に乏しい銘柄はフィクシングA (Fixing A) に分類され、取引時間は午前一一時半から午後四時までであるが、一日二回しか取引は執行されない。オル・コックトで取引される株式はすべてフィクシングB (Fixing B) に属し、取引は午後三時に一度だけ執行される。

このほか、パリ証券取引所にはMONED (Marché des Options Négociables de Paris) と呼ばれるオプション取引所が併設されており、一九九五年末で五〇銘柄の個別株オプションと、短期と長期二種類のCAC四〇株価指数オプションが取引されている。

#### パリ証券取引所のブロック取引制度

東京証券取引所と同様にマーケットメーカー抜きのオークション制度を採用しているパリ証券取引所では、大口注文は通常いくつかの口

表1 パリ証券取引所の株式売買高 (1995年)

(単位: 10億フラン)	取引システム方式 (TSV) *	規制環境方式 (REV) *
フランス株1部清算取引	993	3,349
フランス株1部現物取引	13	41
フランス株2部(現物)取引	28	88
外国株清算取引	17	50
外国株現物取引	1	2

\*取引システム方式 (Trading System View) は直接にセントラル・トレーディング・システムまたはオープン・アウトクライ方式で取引が行なわれた金額を表わし、規制環境方式 (Regulated Environment View) は金融仲介機関によって市場監督機関に報告が行なわれた金額、またはセトルメントが行なわれた金額を表す。

出所: <http://www.bourse-de-paris.fr/bourse/sbf/pres-instit/actions-gb.html>

表2 パリ証券取引所による株式取引分類

	Continu A	Continu B	Fixing A	Fixing B
取引時間	10:00-17:00	10:00-17:00	11:30-16:00	15:00
値幅制限	寄付: 前日引値の10% 以後: 取引中断時の5% 最大: 前日引値の-18.75%~+21.25%	寄付: 前日引値の5% 以後: 取引中断時の2.5% 最大: 前日引値の-9.65%~+10.25%	寄付: 前日引値の5% 以後: 寄付時の5%	前日引値の10%
取引中断	15分間	30分間	-	-

出所: FACT BOOK 1995 (SBF-PARIS BOURSE. June1995). p. 28

ットに分割され、マーケット・インパクトを抑えて執行されてきた。しかし、この場合には投資家は取引条件を確定できず、取引執行にどれぐらいの時間がかかるのか、平均価格がどれぐらいになるのかを事前に知ることは困難であった。

わが国と同様にロンドン市場への取引流出が懸念される状況下で、一九九三年七月の印紙税（取引税）引き下げ、一九九四年一月の非居住者に対する印紙税の撤廃に引き続き、一九九四年九月にパリ証券取引所ではブロック取引に関する新たな制度を導入した。この制度は大口注文に対してその時点での最良気配値を取引所が提供し、ブロック市場と呼ばれる特別の形態で取引を一括して執行するというもので、マーケットメーカーと個別に交渉しなければならないロンドン市場の弱点を補完することを目的としていた。

この新たな市場に対する規制の枠組みは、ブロック取引に用いられる価格が数量を加味した市場の加重平均スプレッド（WAS）から計算されなければならないという原理に基づいており、この加重平均スプレッドはセントラル・オーダー・ブックにある複数の売り指値の加重平均価格である平均売り気配と複数の買い指値の加重平均価格である平均買い気配とのスプレッドとしてリアルタイムで計算される。そして、ブロック取引は平均売り気配、平均買い気配、または両者の間の価格でのみ執行され、取引価格はブロック取引が市場で執行された場合の約定価格と整合的である。（表3参照）

従来、ブロック取引は投資家に不利な価格のロットを含まなければ執行が難しかったが、いまやオークション市場の価格で執行できるブロック市場が存在することで、ブロック取引が迅速に執行可能になった。その意味で、パリ証券取引所は迅速性（イミディアシー）を投資家に提供できるようになったと評価している。

ブロック市場で取引可能な銘柄はCAC四〇指数構成銘柄と同規模の時価総額にある数銘柄で合計約五〇銘柄

あり、パリ証券取引所の会員証券会社のみが自己勘定または顧客勘定として取引を執行することが認められている。ブロック市場で取引が認められている最小単位は、日々の売買代金と最良気配スプレッドの注文数をベースにして四半期ごとに計算されるノーマル・マーケット・サイズを越えるサイズと定められており、さらに最小取引金額は一〇万フラン以上とされている。

すべてのブロック取引は会員証券会社によってパリ証券取引所に即座に報告されなければならない。複数の証券会社が関与している場合にはそれぞれがパリ証券取引所に報告しなければならない。会員証券会社が複数の顧客のブロック取引をブローカーとして仲介する場合にはブロック取引は即座にディスクロージャーされ、その他の場合にはディスクロージャーのタイミングは取引規模に応じて定められている。ノーマル・マーケット・サイズの五倍未満の取引は取引報告後二時間以内にディスクロージャーされ、ノーマル・マーケット・サイズの五倍以上の取引は翌日の取引

表3 加重平均スプレッドの計算例

銘柄名		10:49a.m. 7/20/1994	
ノーマル・マーケット・サイズ: 15,000		加重平均スプレッド: 627-632	
買い注文		売り注文	
数量	価格	価格	数量
3,200	629	630	2,560
2,330	628	631	1,780
2,270	627	632	5,020
2,530	626	633	6,370
4,760	625	634	5,870
平均買い気配値: 627			
$\frac{(3,200 \times 629) + (2,330 \times 628) + (2,270 \times 627) + (2,530 \times 626) + (4,760 \times 625)}{15,000}$			
平均売り気配値: 632			
$\frac{(2,560 \times 630) + (1,780 \times 631) + (5,020 \times 632) + (5,870 \times 633)}{15,000}$			

出所: FACT BOOK 1995 (SBF-PARIS BOURSE, June1995), p. 16

開始時にディスクロージャーされる。

さらにこの新制度は、フランス証券会社の国際競争力を高めるために、ボート・ディール（一括買入）買取引（受）に対する明瞭なディスクロージャー規制のもとで、一企業の発行株式の10%以上または五億フラン以上の例外的大規模ブロック取引に関する特例を設けている。それまでこの種の取引はロンドン市場で最も盛んに行われていたが、ロンドン市場にはディスクロージャー規定が全く存在しなかった。

ストラクチュアル・ブロック取引と呼ばれるこの例外的大規模ブロック取引の価格は、最良気配スプレッドから10%までの乖離を認められており、通常のブロック市場が特定の銘柄に限定されているのに対して、オフィシャル・リストおよびセカンド・マルシェに上場の全銘柄を対象にしている。ストラクチュアル・ブロック取引は会員証券会社にのみ認められており、会員証券会社は取引を即座にパリ証券取引所に報告しなければならず、その際には売手と買手を特定しなければならない。ディスクロージャーの方法は通常のブロック取引と同様であるが、ブローカレッジのポジションを解消できない場合には取引報告後三日目までディスクロージャーを延期することができる。<sup>(4)</sup>

(63)

一九九五年一〇月には、一年間の経験を踏まえて、さらにこのブロック取引制度にいくつかの追加措置が実施された。

まず第一に、ブロック取引対象銘柄が常設上場銘柄と一時上場銘柄に二分され、より多くの銘柄でブロック取引が可能になった。常設上場銘柄は以前と同様に四半期ごとに売買代金に応じて改訂される最も取引の活況な銘柄群で、銘柄数は約五〇銘柄から約六〇銘柄へと拡張された。他方、一時上場銘柄は一カ月間の取引増加が著し

かった銘柄と新規上場銘柄が対象で、毎週指定が行なわれ、一カ月間（更新可）ブロック取引が可能である。

第二に、ブロック取引が可能な最小単位であるノーマル・マーケット・サイズが、四半期ごとの日々の売買代金の二・五%で最良気配スプレッドの注文数の七・五倍、最小取引金額は五〇万フラン以上に引き下げられた。

第三に、ノーマル・マーケット・サイズの五倍を超えるブロック取引に対して、平均売り気配または平均買い気配から5%以内の乖離幅での執行が認められ、スパーWASと呼ばれるこのスプレッドがリクエストに応じてパリ証券取引所によって提供されることになった。

第四に、ストラクチュアル・ブロック取引に対する制約が、一企業の発行株式の10%以上または五億フラン以上から、一企業の発行株式の5%以上または一億フラン以上に引き下げられた。

最後に、ディスクロージャーに対する規定が明確化され、午前一〇時から午後五時までの取引時間内に生じた取引のディスクロージャーは従来通りであるが、取引時間外の取引のディスクロージャーは翌日の取引開始時に行なわれることになった。<sup>(5)</sup>

(64)

#### わが国証券取引所への示唆

わが国と同様にロンドンへの株式取引流出に直面していたパリ証券取引所におけるブロック取引制度の導入という新たな試みから何を学ぶべきであろうか。

もともとフランスはイギリスに対する対抗意識が強く、当初はロンドンへの株式取引流出に関してもロンドンを批判し、規制によって国内市場を防衛しようという立場をとっていた。しかし、ヨーロッパ連合（EU）統合後には域内証券取引所間の障壁は低まり、取引所間の競争が活況化することを見ると、従来の態度を一変し、

ロンドン市場との競争を意識した証券市場改革制度を次々と実施してきた。取引所の完全機械化やブロック取引制度の導入はその代表例であり、一九九六年には設立後間もない成長企業を対象とした新たな市場、ヌーボー・マルシェ (Nouveau Marche) を新たに創設している。

一時は日本市場の空洞化と騒がれたロンドン市場への取引流出問題も株式市場の低迷脱出とともに忘れられたかのようなのであるが、わが国ではその後も何一つ具体的な市場改善策は実施されておらず、株式市場が低迷すれば再びロンドン市場への取引流出が取り沙汰されることは目に見えている。応急処置的な対応を迫られていないからこそ、長期的な展望を持った市場改善策を準備する絶好の機会であるはずである。

わが国の株式市場もフランスと同様にマーケット・メーカーの存在しないオークション取引であり、ブロック取引やバスケット取引の執行は事前には不確定の場合が多い。ブロック取引の代表例としては決算期前に比較板的な薄い大阪証券取引所や名古屋証券取引所で行なわれるクロス取引があり、クロス取引に対する割引き場口銭がこの種の取引を補助しており、一種のブロック取引市場と言えなくもない。しかし、大阪や名古屋に上場していない企業はこの市場を使えず、いくら板が薄いといつてもやはり事前には不確定の要素が残る。その意味ではパリ証券取引所で導入されたようなブロック取引市場は、企業の立地に関わらず、すべての上場企業に平等の機会を与え、事前の不確定要素を完全に除去することができるという点で一考に値する制度であろう。

さらに、バスケット取引に関してもこの種の制度は応用できるのではないだろうか。現在、バスケット取引をわが国で行なう場合には一銘柄ごとの注文を三〇〇株以下に分割し、立会場ではなく、システム取引を通じて執行するプログラム取引が一般的であるが、プログラム取引が市場に与えるインパクトについては指数裁定取引に対する根強い反感からも明らかのように必ずしも小さくはない。当該バスケット取引が市場へインパクトを与

えることを目的にしたものでないならば取引当事者はマーケット・インパクトを回避したいはずであり、もしマーケット・インパクトなしで、あるいは事前に確定した条件で取引を執行できるとすれば取引当事者にとつても他の市場参加者にとつてもより望ましいはずである。もちろん、この場合には取引は市場の価格を使って市場の外で行なわれることになり、証券取引法の定める市場集中義務に反する可能性が高く、大口投資家(機関投資家・法人投資家)と小口投資家(個人投資家)の間の市場分断をもたらし可能性もある<sup>(6)</sup>。しかも指数裁定取引自体に対しては一時的なマーケット・インパクト抑制効果を持つとしても最終的には誰かが価格形成の歪みを是正するような取引を行なうはずであり、あまり大きな効果は期待できない。しかし、バスケット取引はロンドン市場でのマーケット・メーカー制度の最大の売り物であり、これに対する市場改善策が実施されない限り、中長期的な大口投資家の取引流出、あるいはわが国で行なわれていたかもしれない海外投資家の取引喪失は避けられないであろう。

ちなみに新たなブロック取引制度を今回導入したフランス市場では、COCA (Connection Automatic CAC) と呼ばれるCAC四〇構成銘柄のエレクトロニック・バスケット取引システムが一九九〇年に導入されており、これに加えてEFPs (Exchange for Physicals) と呼ばれるCAC四〇先物・オプションのポジションと現物バスケットの交換取引が店頭市場で行なわれている<sup>(7)</sup>。市場のニーズに合わせた新商品の導入や既存の制度の改革は国際競争に打ち勝つためではなく、投資家に対するより良いサービスの供給が目的であり、より良いサービスを投資家に提供できないとすれば規模の大きさは誇るに値しないであろう。

注

- (1) ブロック取引やバスケネット取引に関する指摘は「上季代司」日本株取引はロンドンに流出か」〔金融財政事情〕一九九四年八月八日号)、小泉龍司「ロンドン市場における日本株取引について」〔ファイナンス〕一九九五年三月)に見られる。
- (2) *FACT BOOK 1995* (SBF-PARIS BOURSE, June 1995). なお、最新の統計数値はパリ証券取引所のインターネット・アドレス (<http://www.bourse-de-paris.fr>) より入手した。
- (3) すでに一九八九年から株式のブロック取引に対応するために部分的なマーケットメーカー制は導入されていたが、実際にはほとんど使われていなかった。
- (4) "New Rules for Block Trades : Efficiency and Competitive Pricing for Investors" (PARIS BOURSE NEWS Number 3, July 1994.) *FACT BOOK 1995* (SBF-PARIS BOURSE, June 1995).
- (5) ①追加措置に関するパリ証券取引所調査・戦略部 (Direction des Etudes et de la Stratégie) のMarianne Denarchi 氏に情報を提供して頂いたことを記して感謝する。
- (6) ただし、従来は上場基準を満たすための株主作りなどに限って認められていた。株式の場外売り出しは、不良債権処理に迫られる金融機関をはじめとする持ち合い解消の動きに対応するため、一九九六年八月一日から解禁されている。(日本経済新聞、一九九六年八月一日)
- (7) "CAC-40 Futures Update : Europe's Most Liquid Future Open Up to U.S. Institutions" (Stock Index Reserch Goldman Sachs, February 1992).