

ロンドン証券取引所のSEETIS協議文書に対する回答状況

吉川 真裕

昨年一〇月二〇日のロンドン証券取引所における新取引システムSEETIS (Stock Exchange Electronic Trading Service) の導入は第二のビッグバンとも呼ばれ、一九八六年のビッグバン以来の大改革と位置づけられている。本年三月には、導入後四カ月間の取引状況を振り返り、取引状況の分析とこれを踏まえたルール変更に関する協議文書がロンドン証券取引所から発行されており、五月にはこの協議文書に対する回答の検討とこれに基づいたルール変更のスケジュールがすでに明らかにされている。

本稿では、前稿で紹介した協議文書で分析されたSEETIS導入後の取引状況を踏まえて、どのようなルール変更が提案されたのか、そしてその提案に対する回答はいかなるものであったのか、さらに協議案に対する回答に基づいてどのようなルール変更が行われたのかについて紹介する。⁽¹⁾

1 協議案とこれに対する回答

本年三月にロンドン証券取引所から発行された協議文書には数多くの協議案が盛り込まれており、四月三〇日を提出期限としてコメントが求められた。これに対して、会員六七件、機関投資家二五件、その他二五件、合計一一七件の回答が寄せられ、会員の回答比率は取引回数で七五%、取引価額で八五%、機関投資家の回答比率はイギリス株式保有額の五七%に達していた。⁽²⁾ 以下では、各質問に対する回答を順次紹介する。

〔質問一 a〕 WPAは流動性を供給する手段として有効か

この質問に対する回答率は三六%でこのうち五三%が会員からの回答であり、イエスは三五件（自己売買一、大口ブローカー六、小口ブローカー一、大手機関投資家九、その他機関投資家六、その他二）、ノーは七件（大口ブローカー五、大手機関投資家一、その他二）であった。

〔質問一 b〕 WPAにいかなる変更が必要か

この質問に対する回答率は二七%（うち四四%が会員）であり、変更不要は二二件（会員四、機関投資家八）であったが、変更内容は①最低基準の引き下げ、②最低基準の引き上げ、③廃止、④二四時間取引、⑤条件改善の義務廃止、⑥大口ブロック取引のルール変更、⑦監督強化、とさまざままで有力な変更内容は見られなかった。

〔質問二 a〕 SETSと大口取引のインターラクシオンは十分か

回答率は四四%（うち六二%が会員）であり、イエスは三一件（自己売買九、大口ブローカー五、小口ブローカー四、大手機関投資家八、その他機関投資家四、その他二）、ノーは二二件（自己売買二、大口ブローカー一〇、小口ブローカー二、大手機関投資家三、その他機関投資家三、その他二）であった。

〔質問二 b〕 インターラクシオンが不十分だとすればいかなる手段が有効か

回答率は二八%（うち六七%が会員）であり、変更不要は一五件（自己売買六、大口ブローカー二、小口ブローカー一、大手機関投資家四、その他機関投資家一、その他二）、義務づけは一四件（自己売買二、大口ブローカー七、小口ブローカー一、大手機関投資家一、その他機関投資家二、その他二）、その他は四件（自己売買一、大口ブローカー二、その他機関投資家二）であった。

〔質問三 a〕 SETSは小口取引の執行と整合的か

この質問に対する回答率は五〇%（うち七八%が会員）であり、イエスは二九件（自己売買五、大口ブローカー九、小口ブローカー一〇、大手機関投資家一、その他四）、ノーも二九件（自己売買一、大口ブローカー一四、小口ブローカー六、大手機関投資家三、その他機関投資家一、その他四）であった。

〔質問三 b〕 整合的でないとすればいかなる手段が有効か

回答率は一九%（うち七三%が会員）であり、①非標準決済が九件（自己売買二、大口ブローカー三、小口ブローカー二、大手機関投資家一、その他機関投資家二）、②セントラル・カウンターパーティが四件（大口ブローカー一、小口ブローカー一、大手機関投資家一、その他機関投資家二）、③最低取引単位が三件（自己売買一、大口ブローカー二）、④寄り・引けが二件（大手機関投資家二）、⑤スペシャリストの関与が二件（大口ブローカー一、小口ブローカー一）、⑥オークションの廃止が一件（大口ブローカー一）、⑦小口注文自動執行業者が一件（小口ブローカー一）であった。

〔質問三 c〕 最低取引単位を廃止すべきか

回答率は六三%（うち七六%が会員）であり、廃止すべきが三四件（自己売買五、大口ブローカー九、小口ブローカー七、大手機関投資家七、その他機関投資家三、その他三）、変更不要が二二件（自己売買五、大口ブローカー二、小口ブローカー四、その他二）、五〇〇／一〇〇〇株から二五〇／五〇〇株に引き下げが一八件（大口ブローカー八、小口ブローカー七、その他三）であった。

〔質問四 a〕 寄り付きの時間を変更すべきか

この質問に対する回答率は七〇%（うち七〇%が会員）であり、①変更不要（八時三〇分）が二四件（自己売買二、大口ブローカー一、小口ブローカー八、大手機関投資家一、その他機関投資家一、その他二）、②九時が

二一件（自己売買五、大口ブローカー六、小口ブローカー二、大手機関投資家五、その他機関投資家二、その他一）、③九時三〇分が六件（大口ブローカー三、小口ブローカー一、大手機関投資家一、その他機関投資家二）、④八時一五分に寄り付くが公式取引開始は八時三〇分が二一件（自己売買四、大口ブローカー五、小口ブローカー五、大手機関投資家二、その他機関投資家四、その他二）、⑤八時一五分に寄り付くが公式取引開始は九時が一〇件（自己売買一、大口ブローカー四、大手機関投資家二、その他機関投資家二、その他二）、⑥八時一五分に寄り付くが公式取引開始は九時三〇分は〇件であった。

〔質問四b〕いかなる変更が寄り付きを改善するか

回答率は二六%（うち七七%が会員）であり、寄り付き成り行き注文が二一件（自己売買四、大口ブローカー九、小口ブローカー三、大手機関投資家四、その他機関投資家二）、アンケートのランダム化が四件（小口ブローカー三、その他二）、その他が六件（自己売買一、大口ブローカー三、小口ブローカー一、大手機関投資家二）であった。

〔質問四c〕FTSE一〇〇指数や先物・オプション、個別株オプションの寄り付きは何時にすべきか

回答率は五六%（うち六八%が会員）であり、①LSEと同じで八時三〇分が二五件（自己売買六、大口ブローカー八、小口ブローカー四、大手機関投資家二、その他機関投資家二）、②LSEと同じで九時が一六件（自己売買五、大口ブローカー六、小口ブローカー二、その他機関投資家三）、③変更不要が一三件（大口ブローカー六、小口ブローカー三、大手機関投資家三、その他機関投資家二）、④LSEと同じで九時三〇分が五件（大口ブローカー二、大手機関投資家一、その他機関投資家二）、⑤LSEよりも早くが三件（大手機関投資家三）、⑥LSEよりも一〇分遅くで九時四〇分が二件（大口ブローカー一、小口ブローカー二）であった。

〔質問五a〕引けの時間を変更すべきか

この質問に対する回答率は七六%（うち六六%が会員）であり、LIFEと同じが三六件（自己売買六、大口ブローカー一〇、小口ブローカー六、大手機関投資家五、その他機関投資家七、その他二）、変更不要が二六件（自己売買三、大口ブローカー一〇、小口ブローカー九、大手機関投資家二、その他機関投資家二、その他二）、引け前に決定される市場価格が二四件（自己売買三、大口ブローカー八、小口ブローカー三、大手機関投資家三、その他機関投資家三、その他四）、一六時が三件（大口ブローカー二、大手機関投資家二）であった。

〔質問五a二〕引けの価格をどのように決定すべきか

回答率は八〇%（うち六三%が会員）であり、最終取引価格が五五件（自己売買七、大口ブローカー二〇、小口ブローカー一〇、大手機関投資家八、その他機関投資家四、その他六）、売買高加重平均が三四件（自己売買四、大口ブローカー六、小口ブローカー七、大手機関投資家三、その他機関投資家七、その他七）、オークションが六件（自己売買一、大口ブローカー四、その他機関投資家二）であった。

〔質問五b〕引けの価格決定方法を変更するまでどのような臨時的措置を採用すべきか

回答率は一八%（うち五七%が会員）であり、一六時一〇分（LIFEと同じ）に取引終了が二三件（自己売買三、大口ブローカー三、小口ブローカー一、大手機関投資家二、その他機関投資家二、その他二）、引け前に決定される市場価格が五件（大口ブローカー二、小口ブローカー一、その他機関投資家一、その他二）、変更不要が三件（大口ブローカー二、大手機関投資家二）であった。

〔質問六a〕プログラム取引が多重執行をもたらす点を考慮して自己売買の最低取引単位を引き上げるべきか

この質問に対する回答率は五九%（うち六八%が会員）であり、イエスは八件（自己売買一、大口ブローカー

一〇、小口ブローカー五、その他機関投資家一、その他二)、ノーは五二件(自己売買八、大口ブローカー一四、小口ブローカー九、大手機関投資家八、その他機関投資家六、その他六)であった。

〔質問六b〕顧客注文の最低取引単位を廃止すべきか

回答率は六六% (うち七〇%が会員) であり、イエスは四六件(自己売買五、大口ブローカー一三、小口ブローカー一〇、大手機関投資家九、その他機関投資家五、その他四)、ノーは三二件(自己売買五、大口ブローカー一三、小口ブローカー八、大手機関投資家一、その他機関投資家一、その他三)であった。

〔質問七a〕取引後の匿名性は市場の機能にプラスになると考えるか

この質問の回答率は六七% (うち六九%が会員) であり、イエスは三六件(自己売買二、大口ブローカー二二、小口ブローカー六、大手機関投資家六、その他機関投資家六、その他四)、ノーは四二件(自己売買一〇、大口ブローカー一六、小口ブローカー八、大手機関投資家三、その他機関投資家三、その他二)であった。

〔質問七b〕CRESTの取引コードによる決済は匿名性を保つ手段となりうるか

回答率は五三% (うち七一%が会員) であり、イエスは二二件(自己売買三、大口ブローカー六、小口ブローカー六、大手機関投資家二、その他機関投資家四、その他二)、ノーは四〇件(自己売買七、大口ブローカー一四、小口ブローカー八、大手機関投資家四、その他機関投資家三、その他四)であった。

〔質問八〕最大取引単位を引き上げるべきか

この質問に対する回答率は五六% (うち六五%が会員) であり、イエスは四四件(自己売買九、大口ブローカー一四、小口ブローカー四、大手機関投資家六、その他機関投資家六、その他五)、ノーは二二件(自己売買三、大口ブローカー九、小口ブローカー四、大手機関投資家四、その他機関投資家二)であった。

〔質問九a〕指値注文の入力価格を規制する二〇%ルールを変更すべきか

この質問の回答率は六八% (うち七〇%が会員) であり、イエスは三三件(自己売買六、大口ブローカー一〇、小口ブローカー六、大手機関投資家五、その他機関投資家三、その他三)、ノーは四六件(自己売買六、大口ブローカー一七、小口ブローカー一〇、大手機関投資家六、その他機関投資家六、その他二)であった。

〔質問九b〕二〇%ルールを変更する場合、値幅を変更するのか撤廃するのか

この質問は質問九aのイエスという回答の内訳であり、値幅の変更は一七件(自己売買二、大口ブローカー四、小口ブローカー五、大手機関投資家二、その他機関投資家二、その他二)、撤廃は一四件(自己売買五、大口ブローカー四、大手機関投資家三、その他機関投資家一、その他二)であった。

〔質問一〇a〕公式引け値(DOL)をどのように計算すべきか

この質問に対する回答率は三〇% (うち六三%が会員) であり、最終取引価格が三二件(自己売買四、大口ブローカー七、小口ブローカー四、大手機関投資家三、その他機関投資家四、その他九)、変更不要(最良気配の値)が一六件(自己売買一、大口ブローカー八、小口ブローカー四、大手機関投資家一、その他機関投資家二)、新たな計算方法が九件(大口ブローカー三、小口ブローカー四、大手機関投資家二)であった。

〔質問一〇b〕SETs対象銘柄の価格伝達に関して追加的コメントがあるか

この質問に対してはごく少数の回答が寄せられたが、多くは公式引け値を引け値と整合的にすべきという内容であった。

〔質問一一a〕ここで取り上げたルール変更で二カ月以内に実施することが困難なものがあるか

この質問に対しては五〇件の回答があり、三九件は問題なし、八件は問題ありというものであった。

〔質問一b〕二ヶ月以内が困難な場合、いつがよいか

この質問に対しては七件の回答が寄せられ、このうち六件は会員からの回答であったが、はっきりとした期日は示されていないかった。

〔質問一a〕先物・オプションの最終清算価格を満期日の平均価格から計算するという現在の方法は適切か

この質問に対する回答率は五〇%（うち七二%が会員）であり、イエスは四三件（自己売買七、大口ブローカー一四、小口ブローカー七、大手機関投資家八、その他機関投資家五、その他二）、ノーは一五件（自己売買四、大口ブローカー七、小口ブローカー二、大手機関投資家一、その他機関投資家二）であった。

〔質問二b〕適切でない場合、どのような方法が望ましいか

質問二aのノーという回答は一五件であったが、一七件の回答が寄せられ、九件（うち自己売買が六）は満期日の寄り付き前に寄り付き成り行き注文を含めたオークションによって決定すべきというものであり、その他では売買高加重平均や平均価格計算期間の拡大という意見が見られた。

〔質問一a〕F T S E二五〇指数構成銘柄の取引制度を変更すべきか

回答率は八〇%（うち六六%が会員）であり、イエスが三七件（自己売買九、大口ブローカー一四、小口ブローカー五、大手機関投資家五、その他機関投資家二、その他二）、ノーが五七件（自己売買三、大口ブローカー一六、小口ブローカー一五、大手機関投資家六、その他機関投資家八、その他九）であった。

〔質問一b〕変更する場合、移行はどのようにすべきか

回答率は五六%（うち七一%が会員）であり、一斉が一七件（自己売買五、大口ブローカー六、大手機関投資家四、その他機関投資家三）、段階的が四件（自己売買二、大口ブローカー一、小口ブローカー三）、その他の方法が四四件（自己売買五、大口ブローカー一四、小口ブローカー二二、大手機関投資家三、その他機関投資家六、その他四）であった。

〔質問一c〕変更する場合、どのような制度に変更すべきか

回答率は五一%（うち七〇%が会員）であり、S E T Sが三〇件（自己売買六、大口ブローカー八、小口ブローカー一六、大手機関投資家六、その他機関投資家三、その他二）、若干修正されたS E T Sが二件（自己売買五、大口ブローカー三、その他機関投資家二、その他二）、全く異なる制度が一八件（大口ブローカー八、小口ブローカー一六、大手機関投資家一、その他機関投資家二、その他二）であった。

〔質問一d〕変更する場合、いつ変更すべきか

回答率は三四%（うち七三%が会員）であり、三ヶ月以内が七件（自己売買三、大口ブローカー二、大手機関投資家二）、一年以内が二件（自己売買三、大口ブローカー八、小口ブローカー三、大手機関投資家二、その他機関投資家三、その他二）、一年後以降が二件（自己売買二、大口ブローカー四、小口ブローカー四、大手機関投資家一、その他機関投資家二）であった。

〔質問一e〕低流動性銘柄に適したその他の取引制度とはどのようなものか

回答率は二五%（うち六六%が会員）であり、S E A T Sが五件（大口ブローカー一、小口ブローカー二、その他機関投資家一、その他二）、マーケットメーカー付きのS E T Sが二件（大口ブローカー一、その他二）、より多くのマーケットメーカーが四件（自己売買一、大口ブローカー二、小口ブローカー一）、オークションが三件（自己売買二、大口ブローカー一、大手機関投資家二）、スペシャリスト制が二件（大口ブローカー一、大手機関投資家二）、なしが二件（自己売買二、大口ブローカー三、小口ブローカー二、大手機関投資家一、その他機関

投資家四)であった。

〔質問一四a〕セントラル・カウンターパーティの導入に同意するか

回答率は六六% (うち六二%が会員) であり、イエスが四七件 (自己売買九、大口ブローカー一三、小口ブローカー九、大手機関投資家六、その他機関投資家六、その他四)、ノーが三〇件 (自己売買一、大口ブローカー一、小口ブローカー五、大手機関投資家四、その他機関投資家二、その他七) であった。

〔質問一四b〕セントラル・カウンターパーティの導入に関する費用便益分析にコメントがあるか

この質問に対しては分析できる回答はなかった。

〔質問一四c〕セントラル・カウンターパーティを導入した場合、どのような変化が生じるか

回答率は三四% (うち六〇%が会員) であり、SETSの利用を増やすが二三件 (自己売買二、大口ブローカー一、小口ブローカー四、大手機関投資家三、その他機関投資家三、その他二)、変化なしが二三件 (自己売買一、大口ブローカー三、小口ブローカー三、その他機関投資家四、その他二)、コスト削減が一件 (大口ブローカー二)、取引後の匿名性の確保が一件 (その他機関投資家二)、機関投資家の会員参加が一件 (大手機関投資家二) であった。

〔質問一四d〕現在の取引事故救済制度はSETSのカウンターパーティ・リスクを十分に削減しているか

回答率は二二% (うち八〇%が会員) であり、イエスが二二件 (自己売買四、大口ブローカー八、小口ブローカー六、大手機関投資家三、その他機関投資家二)、ノーが三件 (大口ブローカー一、小口ブローカー二、その他一) であった。

〔質問一四e〕現在の取引事故救済制度が不十分であるならばどこが不十分か

この質問に対する回答は三件であり、①カバーする水準が大口取引には不十分、②オペレーショナル・リスクをカバーしていない、③会員の倒産に限定すべきではない、というコメントが寄せられた。

2 ルール変更

四月三〇日までに寄せられた回答をもとにして検討し、五月二八日にロンドン証券取引所はSETSに関するルール変更と今後の予定を決定した。⁽³⁾ この決定の実施は四段階に分かれており、第二段階まではすでに実施に移されている。

(1) 第一段階 (六月八日)

- ・SETSの最低取引単位は撤廃され、一株からSETSを通じて取引が可能になった。
- ・SETSの最大取引単位はNMSの一〇倍からNMSの二〇倍に引き上げられた。

(2) 第二段階 (七月二〇日)

- ・SETSの注文受付開始時間は八時から八時五〇分に、SETSの取引開始時間は八時三〇分から九時にそれぞれ繰り下げられ、SETS以外の取引についても取引開始時間は九時に繰り下げられた。
- ・SETSの取引終了時間は引き続き一六時三〇分であるが、LIFFEの取引終了時間は一六時一〇分からFTSE一〇〇先物・オプションで一六時三〇分、個別株オプションで一六時二〇分に変更された。⁽⁴⁾
- ・公式引け値(DOL)は取引終了時の最良気配の中値から最終取引価格に変更された。(DOL気配は引き続き最終取引価格に最良気配を加味して公表されている。)

(3) 第三段階 (一二月)

・ 九月に発行予定の協議文書を通じて再度検討し、引け値の決定方法を引け前一五分間の加重平均価格に変更する方向で計画中。

・ 取引停止措置の発動基準を寄り付き直後の最良気配から最初の取引価格に変更する。
・ 取引停止措置発動基準の変更に伴い、二〇%ルールを撤廃する。

(4) 第四段階 (二〇〇〇年以降)

・ 寄り付き時に成り行き注文の導入を検討する。
・ 先物・オプション満期時の最終清算価格の決定方法にオークションを導入することを検討する。
・ セントラル・カウンターパーティ制度の導入を検討する。

七月七日、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所は共通プラットフォームの開発を目指して戦略的同盟を結ぶことで合意した。⁽⁵⁾ この背景にはドイツ金融先物取引所 (DTB) とスイス金融先物取引所 (SOFEX) を統合したEUREXがヨーロッパ指数を対象とした株価指数先物・オプションを上場するのに合わせて、ドイツ証券取引所が新株価指数に含まれる外国株式を昨年導入した新取引システムXETRAで取引すると発表したことと関係していると考えられる。⁽⁶⁾ 両取引所から正式な発表はないが、ドイツ証券取引所はイギリス株の取引を行わず、ロンドン証券取引所はドイツ株の取引を行わないという条件で妥協が成立した模様である。⁽⁷⁾ EU統合後の金融センターを目指した両取引所の競争は相手に勝つことよりも自国の市場を守って相手に負けないこと⁽⁸⁾で合意が成立したようであるが、この合意が本当に守られるのかどうかはいましばらく事態の推移を見守る必要がある⁽⁹⁾。

注

(1) SETS導入後の取引状況については、拙稿「ロンドン証券取引所におけるSETS導入後の取引状況」(本誌一五六〇号、一九九八年七月)を参照。

- (2) London Stock Exchange, *Stock Exchange Electronic Trading Service: Analysis of consultation feedback*, May 1998.
- (3) London Stock Exchange, *Stock Exchange Notice N32/98: Regulatory issues arising out of the SETS review*, 28 May 1998, London Stock Exchange, *Stock Exchange Electronic Trading Service: Summary of consultation feedback and proposals for change*, June 1998.
- (4) Douglas Hamilton, "London Stock Exchange's later opening in bid to curb erratic pricing gets off to a quiet start", *The Herald*, July 21, 1998.
- (5) London Stock Exchange and Deutsche Börse, "First Step to a Single European Stock Market", July 7, 1998.
- (6) Deutsche Börse, "Deutsche Börse Considers Introducing European Blue Chips for Trading on Xetra", May 11, 1998.
- (7) 中沢剛「英・独取引所提携で欧州資本市場の一体化が加速、大陸連合を演出するバリエーションを振り切ったフランクフルトの深慮と決断」(日興リサーチセンター「経済・投資週報」、二二八号、一九九八年七月二二日)
- (8) George Graham, "LSE Set to Announce Deutsche Börse Link: Step thought to be the first towards European equity market", *Financial Times*, July 7, 1998, "Outlook: London embraces our euro future", *The Independent*, July 8, 1998, Lea Paterson, "SE signs up for single European bourse: London and Frankfurt bury differences in historic agreement to trade top stocks", *The Independent*, July 8, 1998.