

ロンドン証券取引所のSEET(S)に関する二つのアンケート調査

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SEET(S) (Stock Exchange Electronic Trading Service) の導入は第二のビッグバンと呼ばれ、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く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。

SEET(S)導入後の取引状況とロンドン証券取引所が発行した協議文書に対する回答状況についてはすでに紹介したが、ロンドン証券取引所以外の機関による二つのアンケート調査結果も公表されている。⁽¹⁾そこで本稿ではこの二つのアンケート調査の結果を紹介し、ロンドン証券取引所による取引状況の分析と協議文書に対する回答状況を補完して、より正確な状況の把握を試みる。結論を先取りしておけば、本稿で取り上げる二つのアンケート調査結果によると、SEET(S)導入後の取引状況はロンドン証券取引所による評価よりもかなり控えめなものであり、オーダードリブン方式の採用という点での評価は高いものの、実際の取引にあたっての使い勝手という点ではまだ十分に評価される状況には至っていないというものであった。

1 ロイターによるアンケート調査

まず、はじめのアンケート調査はロイターがテンペスト・コンサルタンツに委託して毎年実施しているイギリスの大企業三五〇社に関する調査であり、一九九八年版ではSEETISに関する質問がこの中に含まれている。⁽²⁾

アンケート調査は大企業三五〇社や証券会社のアナリスト、ファンドマネージャーを対象として行われているが、イギリス株に投資する一〇〇大ファンドマネージメントグループに対して取引や執行に関して質問した箇所があり、その中で機関投資家のSEETISに関する評価が取り上げられている。この一〇〇大ファンドマネージメントグループの比率は大企業三五〇社に投資されている八〇八〇億ポンドの七九%にあたる六四二〇億ポンドと推定されており、回答数は各質問によって三一件(三二%)から三七件(三七%)であったが、資産管理額では三〇五〇億ポンド(四八%)から五八二〇億ポンド(九一%)に達していた。そこで、このアンケート調査では回答数の比率を示すのではなく、一〇〇社のうち上位二〇社を五、次の二〇社を四、その次の二〇社を三、その次を二、下位二〇社を一という具合にウェイト付けし、より大きなファンドの回答を重視して比率を計算している。

(1) 流動性

SEETIS導入に伴って流動性は改善したかという質問に対する加重回答率は、改善したが〇・〇〇%、変わらないが一七・〇九%、悪化したが一・九一%であり、悪化したが一・九一%が多かった。

(2) 取引速度

SEETIS導入に伴って取引速度は改善したかという質問に対する加重回答率は、改善したが二・五六%、変わらないが一七・六九%、悪化したが一・九一%であり、やはり悪化したが一・九一%が多かった。

(3) 大口取引の執行可能性

SEETIS導入に伴って大口取引の執行可能性は改善したかという質問に対する加重回答率は、改善したが〇・〇〇%、変わらないが一・九一%、悪化したが一・九一%であり、変わらないが一・九一%が多かった。

(4) 大口取引の執行価格

SEETIS導入に伴って大口取引の執行価格は改善したかという質問に対する加重回答率は、改善したが一・八九二%、変わらないが一・九一%、悪化したが一・九一%であり、悪化したが一・九一%が多かった。

(5) 決済

SEETIS導入に伴って株式取引の決済は改善したかという質問に対する加重回答率は、改善したが〇・〇〇%、変わらないが一・九一%、悪化したが一・九一%であり、変わらないが一・九一%が多かった。

(6) 取引費用一般

SEETIS導入に伴って取引費用一般は改善したかという質問に対する加重回答率は、改善したが三二・八二%、変わらないが一・九一%、悪化したが一・九一%であり、変わらないが一・九一%が多かったが、改善したが悪化したを上回っていた。

(7) プログラム取引

プログラム取引とその他の取引を区別して両者の比率を尋ねた質問に対する加重回答率は、プログラム取引が一・九一%、SEETISまたはマーケットメーカーが一・九一%であった。

(8) SEETISの利用比率

SEETISとマーケットメーカーの利用比率を尋ねた質問に対する加重回答率は、SEETISが三八・八三%、マ

マーケットメーカーが六一・一七%であり、機関投資家側もまだ過半数の取引を従来通りマーケットメーカーを通じて取引していることが明らかになった。ただし、この質問は大企業三五〇社を対象とした取引全体と考えられ、SETSが導入されているのはFTSE一〇〇構成銘柄とその他数銘柄であり、その点は若干割り引いて考える必要があると思われる。また、先の質問でSETSまたはマーケットメーカーと区別されたプログラム売買が含まれているのかも明らかではない。

SETSに関する質問への回答をまとめてみると、取引速度と流動性では悪化したという回答が圧倒的であり、大口取引の執行可能性と大口取引の執行価格では悪化したと変わらすがほぼ同程度、決済については変わらすが圧倒的で、取引費用一般においては変わらずが最も多かったものの、唯一改善したが悪化したを上回っていた。この結果を見る限り、オーダードリブン方式になれていないということもあるが、機関投資家のSETSに対する評価はかなり低いといわざるを得ない。したがって、SETSの利用比率が四〇%に満たないという回答結果とも整合的であると言えよう。

2 トレードポイントとベストラスティによるアンケート調査

もう一つのアンケート調査は、トレードポイント証券取引所と独立系ではイギリス第二の受託機関であるベストラスティが機関投資家を対象として実施したものであり、報告書全体はまだできあがっていないが、結果の一部は公表されている。⁽³⁾

アンケート調査は上位三五〇社の機関投資家を対象としており、オーダードリブン方式の導入に伴って投資業務と取引がどのような影響を受けたかを理解することを目的にして行われた。ここでSETSではなく、オーダードリブン方式としているのはトレードポイントもオーダードリブン方式を採用しているため、トレードポイントを含めた回答を求めているためと考えられる。回答数は文書には明記されていないが、トレードポイントが発表したプレスリリースによると四〇社ということであり、回答率は二七%であったと考えられる。⁽⁴⁾

(1) FTSE一〇〇銘柄へのオーダードリブン方式導入

FTSE一〇〇銘柄にオーダードリブン方式の取引方法を導入すべきかどうかという質問に対する回答率は、導入すべきが八四%、導入すべきでないが一六%であり、導入すべきが圧倒的に多かった。

(2) FTSE一〇〇銘柄でのアップステアーズ取引比率

FTSE一〇〇銘柄を対象としたアップステアーズ取引（ここでは非SETS取引の総称として用いられている）の比率に関する質問への回答率は、二〇%刻みの五区分で見ると、①六〇%から八〇%が二七%、②〇%から二〇%が二二%、③四〇%から六〇%が一九%、④二〇%から四〇%が一八%、⑤八〇%から一〇〇%が一四%であり、本文では過半数の回答者が五〇%以上と回答し、三二%は七〇%以上と回答していたと説明されている。

(3) SETS導入後の大口取引

SETS導入後に大口取引の執行可能性は悪化したかという質問に対する回答率は、①わずかに悪化したが一四%、②変わらないが三四%、③かなり悪化したが一〇%、④改善したが二%であり、本文では六四%の回答者が悪化したと答えていたと説明されている。

(4) 仲介業者への情報漏洩

ブローカーやマーケットメーカーへの取引情報の漏洩をどの程度気にしているかという質問に対する回答率は、①気にしているが五三%、②気にしていないが三四%、③かなり気にしているが二三%であり、本文では六六%の回答者が気にしていると答えたと説明されている。そして、SETS導入後にアップステアーズ市場とキャピタル・コミットメント(相対のリスク取引)、WPAの間の不明瞭さが市場の透明性を低下させ、業者が投資家の取引情報を利用する機会が増えたと述べられている。

(5) 大口注文の際の仲介業者への情報漏洩

大口注文を仲介業者に開示することが取引執行に悪影響を与えることについてどの程度気にしているかという質問に対する回答率は、①気にしているが五四%、②気にしていないが二五%、③かなり気にしているが二二%であり、本文では七五%の回答者が気にしていると答えたと説明されている。これを仲介業者への情報漏洩一般と比べると、かなり気にしているが八ポイント上昇、気にしているが一ポイント上昇、気にしていないが九ポイント低下であり、気にしていないからかなり気にしているへの変化が見られるが、本文ではこの結果はSETS導入後の大口取引の執行可能性悪化とある程度は関係していると説明されている。

(6) 迅速な執行

取引対象をFTSE一〇〇銘柄、FTSE二五〇銘柄、その他の銘柄に分けて迅速な執行に要する時間を質問した結果、FTSE一〇〇銘柄では、①五分が三七%、②半日が二〇%、③一日が一%、④一〇分が九%、⑤一時間が九%、⑥二〇分が六%、⑦三〇分が六%、⑧二時間が二%、FTSE二五〇銘柄では、①半日が二〇%、②一日が二〇%、③五分が二九%、④一〇分が二五%、⑤二時間が九%、⑥三時間が九%、⑦二〇分が六%、⑧

三〇分が二%、その他の銘柄では、①一日が四九%、②半日が二三%、③五分が二二%、④一〇分が九%、⑤二〇分が七%、⑥一時間が七%、⑦三〇分が三%、⑧二時間が〇%であった。この結果で特徴的なのは、FTSE一〇〇銘柄では最短区分の五分間が三七%と高く、逆にその他の銘柄では最長区分の一日が四九%と高かったことであり、全般的には五分ないし一〇分と半日ないし一日という両極端な区分への回答が多かったことである。

(7) 迅速な執行の必要性

迅速な執行を必要とする注文の比率に関する回答率は、二〇%刻みの五区分で見ると、①〇%から二〇%が三〇%、②二〇%から四〇%が二七%、③四〇%から六〇%が一五%、④六〇%から八〇%が一四%、⑤八〇%から一〇〇%が一四%であり、本文では七〇%以上の注文で迅速な執行を必要とするという回答者が約三分の一に達していたと説明されている。そして、迅速な執行を必要とする理由に関しては、①価格変動のリスクが三八%、②現金需要(cash flow requirements)が二七%、③各機関の内部ルールが二二%であったとされている。

(8) 価格改善

より有利な価格で取引を執行するためにどの程度の取引を忍耐強く執行しようとしているかという質問に対する回答率は、二〇%刻みの五区分で見ると、①八〇%から一〇〇%が四六%、②四〇%から六〇%が二四%、③六〇%から八〇%が二二%、④〇%から二〇%が八%、⑤二〇%から四〇%が〇%であり、かなり高い比率で価格改善が試みられていることがわかる。

(9) 取引機会の喪失

ブローカーに注文する際に発注の遅れによって取引機会を喪失する頻度に関する回答率は、①めったにないが六六%、②ときどきが二四%、③一度もないが五%、④頻繁に五%、⑤非常に頻繁に〇%であり、取引機会

喪失頻度はそれほど高いとは思われないが、本文では5%の回答者だけが取引頻度を喪失したことがなく、二四%がときどき、五%が頻繁に取引機会を喪失していることが強調されている。

(10) SETS 導入後の発注時間

SETS 導入後に注文の取り扱いにどれぐらいの時間を必要としているかという質問に対する回答率は、①より多くの時間が六一%、②変わらないが三四%、③より少ない時間が五%であり、本文では、SETS 導入の利点が数多く上げられていたにも関わらず、機関投資家の注文取り扱い時間は増加していたことが強調されている。

(11) ブローカーによる調査の重要性

ブローカーの提供する調査の重要性に関する質問への回答率は、①いくつかは重要が七〇%、②たいていは重要が二三%、③重要でないが七%、④すべてが重要は〇%であったが、本文では二三%の回答者のみがたいていのブローカーの調査情報を重要と考えており、七七%は全く重要でないまたは少しは重要であると回答していたと否定的に説明されている。

(12) ブローカーの手数料

ブローカーに支払う手数料の水準をどう思うかという質問に対する回答率は、①ほぼ妥当が七六%、②高すぎるが二四%、③低すぎるが〇%であったが、本文では二四%の回答者がブローカーに支払いすぎていると考えていると説明されている。

(13) SETS 導入後のコスト要因の変化

SETS 導入後に四つのコスト要因がどのように変化したかという質問に対する回答率は、マーケット・インパクトでは、①変わらないが四四%、②改善したが二八%、③悪化したが二八%、④気配値スプレッドでは、①悪化したが一四%、②改善したが三七%、③変わらないが二二%、多重執行コストでは、①変わらないが六五%、②悪化したが一四%、③改善したが九%、委託手数料では、①変わらないが五三%、②改善したが三三%、③悪化したが一四%であった。この数字を見る限り、SETS 導入後のコスト要因の悪化はそれほどひどいものではないと思われるが、本文ではマーケット・インパクトが著しく悪化したという回答が大半であり、気配値スプレッドに関しては四二%、多重執行コストに関しては二六%の回答者が悪化したと答えたと説明されている。

(14) セントラル・カウンターパーティの重要性

オーダードリブン方式にとってセントラル・カウンターパーティがどれほど重要と考えるかという質問に対する回答率は、①重要が四〇%、②不可欠が二七%、③非常に重要が二四%、④重要でないが七%、⑤少しは重要が二%であり、本文では九一%の回答者がオーダードリブン方式にとってセントラル・カウンターパーティは重要であると考えており、七%だけがセントラル・カウンターパーティを重要でないと考えていると説明している。そして、この重要な問題をSETS は明らかに無視していると付け加えている。

(15) オーダードリブン方式の重要性

FTSE二五〇銘柄、FTSEスモールキャップ銘柄、新興市場 (Emerging market) 銘柄にオーダードリブン方式を導入すべきと考えるかという質問に関する回答率は、FTSE二五〇銘柄では、導入すべきが四七%、導入すべきでないが五三%、FTSEスモールキャップ銘柄では、導入すべきが一四%、導入すべきでないが八六%、新興市場銘柄では、導入すべきが七%、導入すべきでないが九三%であったが、本文ではほぼ半数の回答者がFTSE二五〇銘柄にオーダードリブン方式を導入すべきと考えており、新興市場銘柄にオーダードリブン方式を導入すべきという回答はほとんどなかったと説明している。そして、回答者の多くは現在のマーケットメーカー

制を維持しながらオーダードリブン方式を導入することが望ましいと付け加えていたと述べている。

SETSに関する質問への回答をまとめてみると、注文取り扱い時間ではより多くの時間が必要になったという回答が過半数であり、気配値スプレッドと多重執行コストでは悪化した上回っていたが、マーケット・インパクトでは悪化したと改善したが等しく、委託手数料では改善したが悪化したを上回っていた。また、SETS導入に伴う大口取引の執行可能性については悪化した上回っており、FTSE100銘柄のSETS以外での取引比率でも過半数の回答者が50%以上と回答していた。

なお、トレードポイントはFTSE100銘柄をはじめとしたロンドン証券取引所に上場されている高流動性銘柄をオーダードリブン方式で取引しており、ロンドン・クリアリング・ハウスをセントラル・カウンターパーティとして機関投資家の直接参加を認めているので、ロンドン証券取引所のライバルである。⁽⁵⁾したがって、アンケート調査の質問項目がトレードポイントに有利であることを機関投資家に認識させるような形で進められているようにも思われ、回答結果の解釈においてはSETSの評価に関して否定的なものが多いように感じられる。

3 二つのアンケート調査

さて、以上でロイターによるアンケート調査結果とトレードポイントとベストラスティのアンケート調査結果を紹介し終わったわけであるが、これら二つのアンケート調査を比較してみることも有益であろう。二つのアンケート調査結果には共通する点が多く、現状には満足していないという機関投資家による評価はほぼ妥当なものと考えられる。ただし、トレードポイントとベストラスティによるアンケート調査結果の方が取引費用に関する事態の悪化についてやや寛容なようである。この違いが資産管理額でウエイト付けした回答率をロイターの調査が用いていることから生じたのかどうかはわからないが、これもまた興味深い点である。

ロンドン証券取引所の協議文書では具体的な改善点に関する質問は見られたが、SETS導入前と比較しての変化に関する質問はなく、この点に関しては新聞報道等に見られる市場参加者の声に頼らざるを得なかった。⁽⁶⁾その意味で今回取り上げた二つのアンケート調査はロンドン証券取引所の協議文書を補完し、ロンドン市場の実像を把握する上で極めて有益であると考えられる。さらに、くしくも二つのアンケート調査が別々に行われたことは一つのアンケート調査による偏りを補う意味を持っており、調査結果の共通する部分に関してはより信憑性が高まるという予期せぬ結果をもたらしたことは幸運であったと言えるだろう。

ロンドン証券取引所の協議文書ではSETS採用銘柄のSETS対象取引の60%がSETSを通じて取引され、七五%はSETS価格で取引されていると述べられており、SETSが過半数の取引を占めているような印象を与えているが、多くの新聞報道等はSETS採用銘柄の取引のうちSETSを通じて取引されているのは40%にも満たないと報道していた。今回紹介した二つのアンケート調査結果では、最もSETSの利用に前向きであると考えられた機関投資家でさえ今のところSETS対象銘柄の取引のうちSETSを通じて行っている取引が50%にも満たないというものであり、従来のマーケットメーカー制からオーダードリブン方式のSETSへの移行がまだ十分には進んでいないことを明らかにしたと言えよう。

(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)、ロンドン証券取引所が発行した協議文書に対する回答とこれに基づくルール変更については拙稿「ロンドン証券取引所のSETS協議文書に対する回答状況」(本誌一五六一号、一九九八年八月)を参照。
- (2) Tempest Consultants Limited, *The Reuters Survey of UK Large Company Investment Research, Sales & Trading*, April 1998, Tempest Consultants Limited.
- (3) TRADEPOINT Stock Exchange and BESTRUSTEES, *Results from the Institutional Post-SETS Questionnaire*, July 1998.
- (4) TRADEPOINT Stock Exchange, *Press Release*, 29 April 1998. (<http://www.tradepoint.co.uk/pr980429.html>)
- (5) トレードポイントは一九九五年九月から取引を開始し、一九九七年夏頃からはSETSへの移行を前にしてマーケットメーカー各社がインター・ディーラー・ブローカーを通じてのポジション調整をトレードポイントを通じて行うようになり、取引量を伸ばしていると言われている。この点に関してはトレードポイントのStephan Wilson氏(注)の教示を受けたことを記して感謝します。
- (6) SETSをめぐる新聞報道等に関しては拙稿「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)の第七節を参照。