

ロンドン証券取引所における取引制度変更

～ヨーロッパ統合株式市場へ向けての第二歩～

吉川 真裕

一九九七年一〇月のロンドン証券取引所における新取引システムSETTSの導入は、オーダードリブン方式の電子取引システムというヨーロッパ大陸諸国の証券取引所との共通基盤を確立し、一九九八年七月のロンドン証券取引所とドイツ証券取引所によるヨーロッパ統合株式市場へ向けての戦略的提携をもたらした。その結果、本年一月からはヨーロッパ統合株式市場へ向けての第一歩としてロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の電子取引システムの間で重複上場銘柄の流動性の統合がすでに行われている。⁽¹⁾

他方、ロンドン証券取引所は一九九八年三月に新取引システムSETTSの導入後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を発行し、この協議文書に対する回答を検討して最大取引単位や取引開始時間、引け値の決定方法等をすでに昨年中に変更している。⁽²⁾

本稿では、ドイツ証券取引所との協議をもとにして本年三月にロンドン証券取引所から発行されたヨーロッパ統合株式市場へ向けての取引制度変更に関する協議文書に寄せられた回答とこれを受けての取引制度変更を紹介する。なお、ドイツ証券取引所も取引時間等に関する同様の制度変更を行うものと見られ、本年中にヨーロッパ統合株式市場へ向けての第二歩が踏み出されることになる見通しである。

1 ロンドン証券取引所による協議案の背景

一九九八年七月七日、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提携を結ぶことで合意した。⁽³⁾そして、両取引所による骨子の決定後、ヨーロッパの他の証券取引所がこの提携に参加することを歓迎し、三〇〇銘柄程度のヨーロッパ主要株式の共通市場を設立することを提唱した。

一月四日にロンドン、翌五日にフランクフルトで開かれたセミナーで、両取引所は、①本年一月四日からロンドン証券取引所会員はドイツ証券取引所の遠隔地会員としてXETRAを通じた取引に参加でき、ドイツ証券取引所会員はSETTS特別会員としてSETTSを通じた取引に参加できること、②両取引所への入会金は免除されること、③SETTS・XETRAにアクセスするためのソフトウェアその他は一年間割引レートでトライアル・パッケージとして提供されること、④清算に関してはクレストとドイツ・ベルゼ・クリアリングの清算システムが利用され、一年間定額費用免除であること、⑤取引規則・規制・取引時間・税制については両国の従来⁽⁴⁾の制度に従うこと、⑥一九九九年中に合同企業の設立、共通の規則と規制の制定、使用料金体系の簡素化、SETTS・XETRAへの共通フロントエンドの提供、共通清算機構の提供へ向けての作業を行い、二〇〇〇年以降に単一取引プラットフォームと規則・使用料・清算機構の調和が計画されていることを明らかにした。

英独証券取引所提携に対するバリ証券取引所の巻き返し計画にも関わらず、ヨーロッパの他の証券取引所はこの提携を支持する立場にあることが明らかになり、一月二七日にはEU統合後のヨーロッパ株式市場の構想をめぐってバリでヨーロッパの九つの証券取引所による会合が開かれた。この会議ではストックホルム証券取引所を除く八つの主要証券取引所の間で将来のヨーロッパ統合株式市場を目指して取引所提携委員会が設立され、英独証券取引所提携に他のヨーロッパ主要証券取引所が追随するという状況は決定的なものとなった。

本年一月からは予定通り、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の電子取引システムの間で重複上場銘柄の流動性の統合が行われており、ヨーロッパ統合株式市場へ向けての第一歩はすでに始まっている。昨年一月のセミナーでの発表によれば、次のステップは合同企業の設立、共通の規則と規制の制定、使用料金体系の簡素化、SETIS・XETRAへの共通フロントエンドの提供、共通清算機構の提供へ向けての作業とされていたが、合同企業の設立に関しては所有比率の調整で難航しており、三〇〇銘柄程度の株価指数をどのように決定するのかについても調整は進んでいないと伝えられている。⁽⁵⁾

こうした状況のもとで本年三月九日にロンドン証券取引所とドイツ証券取引所は短期的な市場調整に関する提案を公表した。⁽⁶⁾この提案の骨子は取引時間・注文規模の上限・指し値注文の有効期限の統一に関するものであり、昨年七月に取引開始時間を三〇分繰り下げたロンドン証券取引所が取引開始時間を一時間繰り上げるということを除けばほとんど反対する理由は見当たらない。そこで、今回の提案は両取引所による調整の難航を隠蔽するための手段に過ぎないという見方さえある。

ロンドン証券取引所はこうした市場調整案のほかに、FTSE二五〇指数構成銘柄へのSETISの導入や清算期間の短縮等の独自の市場改善案を盛り込んだ協議文書を作成し、市場関係者に回答を求めると同時に聴き取り調査も実施した。⁽⁷⁾そして、六月一七日には三つの市場調整案に関しては九月二〇日から実施することを決定し、ロンドン独自の市場改善案については回答結果を考慮してより詳細な提案を再度行うことを明らかにした。⁽⁸⁾

以下では、ロンドン証券取引所が公表した協議文書への回答結果を、市場調整案とロンドン独自の市場改善案に分けて紹介する。⁽⁹⁾

2 取引制度の調和に関する協議案への回答

(1) 取引開始時間の繰り上げ

市場調整案はSETISだけでなく、ロンドン証券取引所におけるすべての株式取引に対して、共通取引時間を八時から一六時三〇分まで（フランクフルト時間で九時から一七時三〇分まで）とすることを提案しており、これに従えば、ロンドンでは現在の九時から一六時三〇分までの取引時間を一時間繰り上げて取引を開始し、フランクフルトでは現在の九時から一七時までの取引時間を三〇分繰り下げて取引を終了することになる。

この提案に対する回答は非常に前向きで、回答者の七七%、そして証券会社からの回答の七九%が取引時間の変更を支持していた。これはロンドンが一方的にフランクフルトに合わせて取引開始時間を繰り上げるのではなく、フランクフルトもロンドンに合わせて取引終了時間を繰り下げたことを妥当と考える回答者が多かったからだと付け加えられている。

昨年七月二〇日にロンドン証券取引所は取引開始時間を八時三〇分から九時に三〇分繰り下げたが、一年前の協議案における寄り付き直後の広い気配値スプレッドと高いボラティリティを解消するための取引開始時間の変更に対する回答は、①変更不要（八時三〇分）が二四件（自己売買2、大口ブローカー11、小口ブローカー8、大手機関投資家1、その他機関投資家1、その他1）、②九時が二二件（自己売買5、大口ブローカー6、小口ブローカー2、大手機関投資家5、その他1）、③九時三〇分が六件（大口ブローカー3、小口ブローカー1、大手機関投資家1、その他機関投資家1）、④八時一五分に寄り付きが公式取引開始は八時三〇分が二二件（自己売買4、大口ブローカー5、小口ブローカー5、大手機関投資家2、その他機関投資家4、その他1）、⑤八時一五分に寄り付きが公式取引開始は九時が一〇件（自己売買1、大口ブローカー4、大手機

関投資家2、その他機関投資家2、その他1)、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り、取引開始時間の繰り下げを望んでいたのは三三% (二七/八二) に過ぎずなかった。

(2) 注文規模の上限

現在、ロンドン証券取引所のSETSにはノーマル・マーケット・サイズ(NMS)の二〇倍という一回の注文規模に上限が存在するが、ドイツ証券取引所のXETRAには注文規模に上限は存在しない。そこで、市場調整案はロンドン証券取引所がドイツ証券取引所に合わせて注文規模の上限を撤廃することを提案していた。

この提案に対する支持は圧倒的であり、回答者の九一%は注文規模の上限撤廃に賛成していた。そして、ほとんどの証券会社は自社のフロントエンド・システムで実質的な注文規模のチェックは可能であると確信していることが付け加えられている。

もともとSETSの注文規模には上限は設定されていなかったが、システム設計上からNMSの九九倍とされ、それが取引リハーサル中の入力ミスの多さから導入直前にNMSの一〇倍に経過措置として設定されたという経緯を持つ。しかも一年前の協議案での最大注文単位の引き上げに対する回答は、イエスが四四件(自己売買9、大口ブローカー14、小口ブローカー4、大手機関投資家6、その他5)、ノーが二二件(自己売買3、大口ブローカー9、小口ブローカー4、大手機関投資家3、その他機関投資家2)であり、これを受けて昨年六月八日に注文規模の上限はNMSの二〇倍に引き上げられた。したがって、導入後一年半が経過し、SETSでの取引が定着した感のある現在では入力ミスを恐れた注文規模の制限にこだわる者が少ないのは当然であろう。

(3) 指し値注文の有効期限

ロンドン証券取引所のSETSにおける指し値注文の最大有効期間は三一日、ドイツ証券取引所のXETRAにおける指し値注文の最大有効期間は一年であり、市場調整案は両者の中間をとる形で指し値注文の最大有効期限を九〇日とすることを提案していた。

この提案に対する支持も圧倒的であり、回答者の九三%は指し値注文の最大有効期限の拡大に賛成していた。指し値注文の最大有効期限についてもロンドン証券取引所はSETSの原案の段階では無期限としていたが、注文の取り消し忘れ等に伴う証券会社の負担を減らすために原案の修正段階で二五営業日に変更され、さらに非営業日を含まないと有効期限の計算が面倒になることを考慮して最終段階で暦日の三一日に決定されていた。実際問題として考えると、一年という有効期限は余りにも長すぎると思えるが、三一日と九〇日の違いはそれほど大きいとは考えられず、あえて反対する理由が見当たらないというのが実状であろう。

(4) 市場調整案による制度変更の影響

以上三点に関する制度変更は実質的にはそれほど大きな影響を与えるところは考えられないが、実施時期について本年後半とすることでシステムや営業戦略上の問題を生じないかという質問も付け加えられていた。この質問に対する支持率は明記されていないが、回答者からは実質的な影響はないという回答が寄せられたと説明されている。

3 ロンドン独自の市場改善策に関する協議案への回答

(1) 寄り付き以外のオークション

現在、ロンドン証券取引所のSETTSでは寄り付き時と価格変動に伴う取引中断後にのみオークション（アンクロッシング）が行われているが、ドイツ証券取引所のXETRAでは流動性の高い銘柄においては寄り付き時と取引終了時、価格変動に伴う取引中断後にオークションが行われており、さらに銘柄によっては日中の定時のオークションも実施可能となっている⁽¹⁰⁾。将来、ドイツ証券取引所と共通プラットフォームを採用する際にはロンドン証券取引所でも取引終了時と日中の定時にオークションを導入する可能性が生じるはずであり、これに対する市場関係者の意見が求められた。

寄り付き時と取引中断後以外にオークションを導入することに関しては三分の二以上の回答者が導入すべきであると回答していた。そして、取引終了時のオークションによって引け値を決定することに関しては過半数の回答者が支持していた。オークションによる引け値の決定を支持した回答者の多くは昨年一二月に導入された売買高加重平均価格（VWAP）による引け値の決定に満足していたが、オークション価格で引け値を決定することになれば、引け値で取引を行うことができ、デリバティブ取引との併用もより容易になると回答していた。他方、日中の定時オークションに関してはそれほど人気はなく、気配値の内側で取引できる可能性は高まるが、そのために一時取引ができなくなることや価格の連続性が損なわれる可能性があることを懸念する者も見られた。

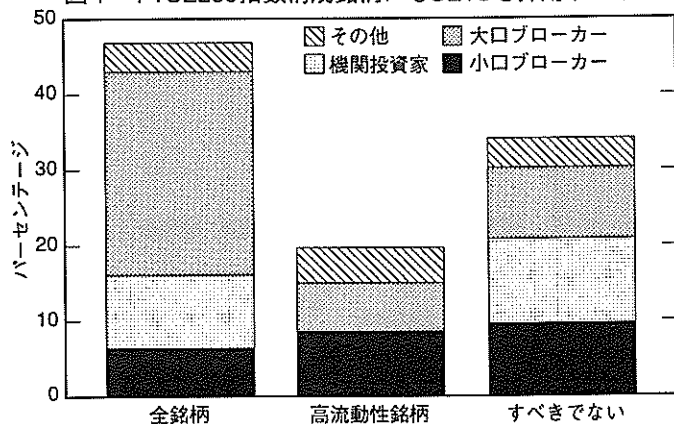
また、一口にオークションといってもヨーロッパ諸国の証券取引所でのオークションには制度的な違いがあり、統合株式市場設立のためには制度の調整が必要であるという意見も見られ、ロンドン証券取引所はヨーロッパ諸国のオークション制度の有効性を比較し、望ましいオークション制度の検討を行うことを約束している。

(2) FTSE250指数構成銘柄へのSETTSの導入

FTSE250指数構成銘柄へのSETTSの導入に関しては三分に二以上の回答者が支持していたが、流動性の高い銘柄に限るとする意見と流動性の供給者を採用して250銘柄すべてに導入すべきという意見に分かれた（図1）。ドイツ証券取引所のXETRAではDAX指数構成銘柄以外の低流動性銘柄にはマーケットメーカーが付くことができるという形で昨年一〇月から低流動性銘柄の取引も行われており、このことが質問の背景にあったと考えられる。

ちなみに、一年前の協議案に対する回答では、FTSE250銘柄の取引制度を変更すべきかに対して、イエスが三七件、ノーが五七件、変更はどのようにすべきかに対して、一斉が一七件、段階的が四件、その他の方法が四四件、どのような制度に変更すべきかに対して、SETTSが三〇件、修正されたSETTSが一二件、全く異なる制度が一八件、低流動性銘柄に適した他の制度とはに対して、SEATSが五件、マーケットメーカー付きのSETTSが二件、より多くのマーケットメーカーが四件、オークションが三件、スペシャリスト制が二件であった。

図1 FTSE250指数構成銘柄にもSETTSを採用すべきか？



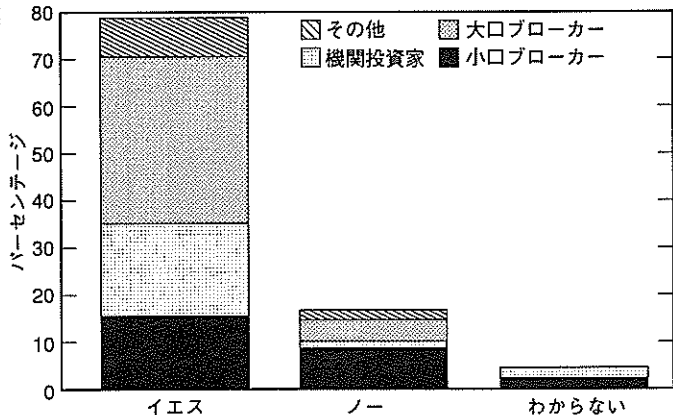
(3) 清算期間の短縮

ロンドン証券取引所のSETSを通じた取引の清算期日は五営業日後(T+5)であるが、ドイツ証券取引所のXETRAでは二営業日後(T+2)に清算が行われている。ヨーロッパ諸国での清算期間を見渡してもロンドン証券取引所が清算期間の短縮を迫られることは明らかである。そこで、ロンドン証券取引所は清算期間を短縮することに対する意見を市場改善案として求めた。

四分の三以上の回答者は清算期間を短縮することを支持しており、清算期間の短縮はカウンターパーティ・リスクの削減にも役立ち、ヨーロッパ全体で単一の清算期間を採用することが重要であるという意見が寄せられた(図2)。そして、T+1を最終目標とすべきという回答が三分の二を占め、T+0を主張する者はほとんどいなかった。ロンドン証券取引所はドイツ証券取引所との調整を念頭に置いてT+2を目標としているが、T+2への移行は二カ月以内に可能だが、二〇〇〇年問題の解決後にすべきという意見が多かったとされている。

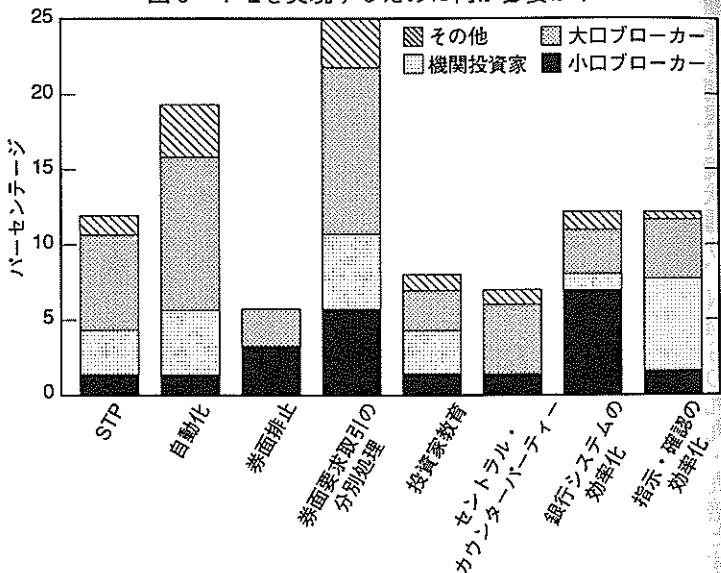
他方、清算期間の短縮に対する主要な障害はカストディアンやブローカーによる指示や確認作業の非効率、券面要求取引の清算、現行の小口銀行システムにあるという意見が寄せられており、T+2を実現するための措置としては、①券面要求取引に対する分別処理が二五%(小口ブ

図2 清算期間を短縮すべきか?



ローカー6、機関投資家5、大口ブローカー11、その他3)、②注文処理の自動化が一九%(小口ブローカー1、機関投資家5、大口ブローカー10、その他3)、③ストレート・スルー・プロセッシング(STP)が二二%(小口ブローカー1、機関投資家3、大口ブローカー7、その他1)、③銀行システムの効率化が二二%(小口ブローカー7、機関投資家1、大口ブローカー3、その他1)、③指示・確認作業の効率化が二二%(小口ブローカー1、機関投資家7、大口ブローカー4、その他0)、⑥投資家教育が八%(小口ブローカー1、機関投資家3、大口ブローカー3、その他1)、⑦セントラル・カウンターパーティが七%(小口ブローカー1、機関投資家0、大口ブローカー5、その他1)、⑧券面廃止が六%(小口ブローカー2、機関投資家0、大口ブローカー4、その他0)であった(図3)。

図3 T+2を実現するために何が必要か?



4 協議文書に対する回答結果に基づいた制度変更計画

六月一七日、ロンドン証券取引所は三月九日に発行された協議文書に対する回答を検討した結果、ドイツ証券取引所との間の市場調整措置として本年九月二〇日から以下の点を変更する計画を明らかにした。

(1) 取引時間

SETSの取引開始時間は現在の九時から八時に繰り上げ、注文板への入力も現在の八時五〇分から七時五〇分へと繰り上げる。

株式市場の取引開始時間の整合性を取るために、ロンドン証券取引所で取引されるその他の取引についても呼び値表示義務開始時間を八時に繰り上げ、参考呼び値表示開始時間も七時三〇分へと繰り上げる。ただし、転換社債の取引については原株の寄り付き価格を確認するために八時五分を呼び値表示義務開始時間とする。

取引開始時間の繰り上げに伴って、取引所によるニュース配信 (Regulatory News Service) は七時から開始され、七時にニュースを発表したい上場企業 (AIM登録企業を含む) は前日の一七時三〇分までにカンパニー・アナウンスメント・オフィスに届け出ること。また、配当権利落ちに関する情報はレギュラトリー・ベネフィット・オフィスを通じて七時から公表される。

(35)

(2) 最大注文規模

NMSの二〇倍という現行のSETSを通じた注文入力規模に対する制限は廃止する。ただし、技術上の問題からセントラル・システムはNMSの九九九九・九九倍を超える規模の注文は処理できない。なお、注文入力規模に関する制限の撤廃により、会員およびSETS特別会員は誤った注文入力に対する十分な対策を探ることを求められる。

他方、SEATSとAIMでの取引に対する注文入力規模に関する制限は現状通り、NMSの九九・九倍とする。

(3) 指し値注文の有効期限

SETSを通じた未執行の指し値注文の最大有効期間は現行の三一日から九〇日へと拡大する。九〇日を経過した未執行注文は自動的に削除される。

他方、SEATSとAIMでの未執行の指し値注文は自動的に削除されることなく、執行されるか、取り消されない限り、有効である。

注

(1) 英独証券取引所による戦略的提携の詳細については、拙稿「英独証券取引所による戦略的提携が意味するもの」(EU統合後の証券取引所の行方) (本誌一五六五号、一九九八年二月) を参照。

(2) SETS導入後の制度変更の詳細については、拙稿「ロンドン証券取引所における新取引システムの導入(下)」(証券経済研究) 一九号、一九九九年五月) を参照。

(3) London Stock Exchange and Deutsche Börse, "First Step to a Single European Stock Market", Press Release, July 7, 1998

(4) London Stock Exchange and Deutsche Börse, "Seminars Outline Phase One of Alliance Delivery: Exchanges offer market free try-and-buy package", Press Release, 4 November 1998 (<http://www.londonstockex.co.uk/about/release/04-11-98.htm>)

(5) Vincent Boland, "Frankfurt and London put on a brave face: Creating a pan-European stock exchange is showing progress,

(36)

- of sorts", *Financial Times*, March 1, 1999
- (6) London Stock Exchange, "Alliance Continues Move towards Harmonization", Press Release, 09 March 1999 (<http://www.londonstockex.co.uk/about/release/09-03-99.htm>)
- (7) London Stock Exchange, *European Alliance: Joint briefing and London stock Exchange proposals to harmonize and develop the order book*, March 1999
- (8) London Stock Exchange, "Market Harmonization Details Confirmed: European Alliance Exchanges to adopt new market hours", Press Release, 17 June 1999 (<http://www.londonstockex.co.uk/about/release/marketharmon.html>)
- (9) London Stock Exchange, *European Alliance: Results of London Stock Exchange market harmonization and order book development consultation*, June 1999 (http://www.londonstockex.co.uk/new/euro_alliance.html)
- (10) ドイツ証券取引所のXETRAの詳細については、拙稿「電子取引システムによる市場の統合―ドイツ証券取引所のXETRA―」(本誌一五五四号、一九九八年一月)、「新たな段階をむかえたドイツ証券取引所のXETRA―XETRAリリース3―」(本誌一五六四号、一九九八年一月)を参照。