

ロンドン証券取引所における 新取引システムの導入* (上)

吉川真裕

要 旨

1997年10月20日、ロンドン証券取引所はSETSと名付けた新しい取引システムを導入した。これはSEAQと名付けられた従来のクォートドリブン方式とは異なり、指値注文板を持つオーダードリブン方式の取引システムである。SEAQを導入した1986年10月27日のビッグバンと呼ばれる市場改革から11年が経過し、この新取引システムの導入は第2のビッグバンとも呼ばれている。

しかし、イギリスではこれまでもオーダードリブン方式の取引が行われており、今回、突然オーダードリブン方式が採用されたわけではない。SETSをSEAQの改良として位置づければ、ロンドン証券取引所における取引システムの変更はより理解しやすい。

ビッグバン以前のジョバー制度からビッグバン以後のSEAQを通じた競争的マーケットメーカー制への移行は取引フロアという物理的な空間の消滅に端的に現れているが、クォートドリブンという取引形態や従来の会員業者の業務内容という面ではそれほど大きな変化ではなかった。ロンドン証券取引所自身が大きな制度の変更を避け、最も移行が速やかに行われるとみられた制度を採用したからである。その意味では今回のSEAQからSETSへの移行はクォートドリブン方式からオーダードリブン方式への変更という重大な変化を伴っていると言えよう。ただし、SEAQからSETSへの移行はFTSE100指数構成銘柄に限られ、しかもSEAQの下で培われた競争的マーケットメーカー制は当該銘柄でも引き続き存在し続けるのである。したがって、見方によっては競争的マーケットメーカー制に部分的にオーダードリブン方式を導入したと見なすこともできるのである。

すでにロンドン証券取引所では、マーケットメイキングが十分にできないという消極的な理由から、低流動性銘柄にオーダードリブン方式を導入しており、こうした中で高流動性銘柄を対象としたSETSを位置づければ、より柔軟に取引システムを拡張したということであり、古い取引システムを廃止して新しい取引システムへ切り替えるという抜本的な変更とは見なすべきではないだろう。

I. はじめに	目次
II. 新取引システム導入の背景	III. 新取引システム導入のプロセス
1. ビッグバン以前	IV. むすび
2. ビッグバンにおけるSEAQの導入	
3. SEAQ導入以後の問題 (以上, 本号)	

I. はじめに

1997年10月20日、ロンドン証券取引所はSETS (Stock Exchange Electronic Trading Service) と呼ばれる新しい取引システムを導入した。奇しくもこの日は1987年10月19日のブラックマンデーから10年目に当たる日であるが、イギリスでは1986年10月27日のビッグバンと呼ばれる市場改革からほぼ11年目に当たり、シティではこの新取引システムの導入は第2のビッグバンとも呼ばれている。

イギリスのビッグバンは株式売買手数料の自由化、ブローカーとディーラー (ジョバー) の兼業解禁、競争的マーケットメーカー制の採用、取引所会員権の取得制限撤廃といった証券市場改革がその中心であり、なかでも複数のマーケットメーカーの気配値をスクリーンに表示することでフロアを不要とした取引システムの採用はその後のロンドン市場の発展にとって極めて重要な変革であった。SEAQ (Stock Exchange Automated Quotations) と名付けられたこの取引システムの評価抜きにはビッグバンの評価は下せないと言われるゆえんであるが、その意味では今回の新取引システムの導入を第2のビッグバンと呼ぶのもあながち大袈裟だとは言いきれないだろう。

本稿では、ロンドン証券取引所における新取

引システム導入の背景と新取引システム導入のプロセスを検討する¹⁾。イギリスではこれまでもオーダードリブン (注文駆動) 方式の取引が行われており、今回、突然オーダードリブン方式が採用されたわけではない。新取引システムSETSを1986年のビッグバンの際に採用されたSEAQの改良として位置づければ、ロンドン証券取引所における取引システムの変更はより理解しやすい。

ビッグバン以前のジョバー制度からビッグバン以後のSEAQを通じた競争的マーケットメーカー制への移行は取引フロアという物理的な空間の消滅に端的に現れているが、クォートドリブン (気配駆動) という取引形態や従来の会員業者の業務内容という面ではそれほど大きな変化ではなかった。ロンドン証券取引所自身が大きな制度の変更を避け、最も移行が速やかに行われるとみられた制度を採用したからである。その意味では今回のSEAQからSETSへの移行はクォートドリブン方式からオーダードリブン方式への変更という重大な変化を伴っていると言えよう。ただし、SEAQからSETSへの移行はFTSE100指数構成銘柄 (将来的にはFTSE250指数構成銘柄まで) に限られ、しかもSEAQの下で培われた競争的マーケットメーカー制は当該銘柄でも引き続き存在し続けるのである。したがって、見方によっては競争的マーケットメーカー制に部分的にオーダードリブン方式を導

入したと見なすこともできるのである。すでにロンドン証券取引所では、マーケットメイキングが十分にできないという消極的な理由から、低流動性銘柄にオーダードリブン方式を導入しており、こうした中で高流動性銘柄を対象としたSETSを位置づければ、より柔軟に取引システムを拡張したということであり、古い取引システムを廃止して新しい取引システムへ切り替えるという抜本的な変更とは見なすべきではないだろう。

とはいえ、今回の新取引システム導入の決定は決してスムーズに行われたわけではない。マーケットメーカーからの反発が強く、決定から1カ月後に新取引システムの導入を推進したロンドン証券取引所の理事長が辞任に追い込まれるという事態にまで至っている。

さらに、取引所理事会で新取引システムの導入が決定されてから、会員業者の意見を取り入れるために討議文書を2度発行し、ほぼ1年後に取引制度の概要が固まった後で、3度変更が加えられている。しかも最後の変更は最も重要とされた注文板と場外取引のInteractionを免除するという決定的な変更であり、新取引システムの導入決定が難航したことが、この当たりにも影響していると言えるだろう。

II. 新取引システム導入の背景

1. ビッグバン以前

ビッグバン以前のイギリスの取引制度はジョバー制度と呼ばれるもので、ブローカーの注文に自己勘定で応じるジョバーと呼ばれるマーケットメーカーと投資家の注文をジョバーに取り継ぐブローカーとに業者は厳密に分離されており、投資家は必ずブローカーを経由して注文し

なければならず、ブローカーは証券取引所の各ポストにいる複数のジョバーに顧客の注文を取り継ぐだけで、自己売買は許されていなかった。こうしたジョバー制度を固定手数料制の下で維持し、ジョバーとブローカーのみからなる会員業者によって証券取引所は閉鎖的なクラブとして運営されており、会員業者への金融機関や外国人の出資も制限されていた。固定手数料・単一資格・出資制限・マーケットメーカー制、これらが300年にわたって引き継がれてきたイギリスの伝統を形成していたのである²⁾。

イギリスにおけるオーダードリブン方式導入の試みはすでにビッグバン以前のこうした状況の下で行われていた。ARIEL (Automated Real-Time Investments Exchange Limited) と呼ばれる私設取引システムがそれである³⁾。ARIELは引受銀行協会のメンバーである大手マーチャントバンクが中心となって1972年に設立され、1974年2月から取引を開始した。すでにアメリカではInstinetが1969年12月から取引を開始しており、固定手数料制に反対する大手マーチャントバンクが手数料の削減を目的としてARIELを設立したと言われている。

ARIELでは端末1台に対して2,500ポンドを支払って認可された加入者がスクリーン上に気配を表示し、ビデオ表示装置 (VDU) を通して匿名で当事者が交渉することによって取引が成立するという電子掲示板方式が採用されており、現在から見れば極めて初歩的な取引システムであったが、当時はまだコンピューター化を実現した取引所はなく、取引方法は見劣りするものではなかった。また、ARIELは加入者がマーケットメーカーとなってこのシステムを利用することを禁止しておらず、取引所会員も2万ポンドの割増加入金 (この場合は手数料免除) を支

払えば利用が可能であった。ただし、ジョバーがARIEL参加者の活動の情報収集を目的として参加することには警戒していた。普通株式2,000銘柄と政府証券を取引対象としており、手数料は普通株式で0.3% (最高2,000ポンド)、政府証券では短期証券で0.01%、中・長期証券で0.04% (いずれも最高1,000ポンド) であり、取引所の手数料と比べて20%から70%程度割安で、とりわけ手数料率表で上限と下限に近い部分での格差が著しかった。

取引開始当初は25社でスタートし、8カ月後には参加者は61社に膨らみ、この間、取引件数では1,490件 (1日平均9件)、売買高では8,650万ポンドと当初見込みの2倍近くの取引が行われた。イングランド銀行がARIELを通じた長期債の取引を禁止したため、取引の大半は普通株式であり、取引所の売買高の1%、機関投資家の売買高の2%がARIELで行われたと推定されている。

しかし、その後はARIELでの取引は停滞し、会員数も40社程度にまで減少し、しかも積極的な利用者は10社程度で、取引所へ売却されるという噂まで飛び交った。ARIELの低迷の原因としては、①イングランド銀行がARIELを通じた長期債の取引を禁止したこと、②ユニット・トラストは公認取引所を通じてしか取引できないという制限を受けていること、③電子掲示板方式であり、注文板やマーケットメーカーは存在しないこと、④相対交渉が必要なため、取引の匿名性を保てないこと、などが上げられている。

そこで、ARIELは大手マーチャントバンク、ロスチャイルドの財務顧問を迎え入れ、1979年4月に抜本的な制度の改革に踏み切った。低迷の原因とされた4つのうち、①と②に関してはARIELの関与できない規制上の問題であり、取

引方法に関する③と④が見直しの対象とされ、matchmakerと名付けられた自動執行システムとcall-overシステムと呼ばれるARIELを介した覆面オークションが導入された。

matchmakerは時間を限って自動執行の行われるオークションであり、毎日11時45分に当日取引可能な銘柄が参加者に通知され、13時30から13時35分までの間に限って参加者は銘柄・価格・数量を入力し、取引が自動的に執行される。そして、約定価格と約定数量は取引成立後に当事者のみに通知され、第三者への情報の漏洩は防止される。

他方、call-overシステムはARIELの稼働時間中ずっと継続的に行われるオークションであり、ARIELがセリ人 (東京証券取引所の才取会員) として取引の成立に関与する。まず、参加者は取引したい銘柄の価格も数量も明らかにせず、temporary confidential book in responseにアクセスし、取引の意向のみをARIELに通知する。次にARIELは適当な価格を参加者に通知し、各参加者は売り買いの数量を提示し、数量が一致すれば取引が成立する。もちろん、すぐに取引が成立する可能性は少なく、ARIELが価格を随時変更することによってその都度各参加者の応答を待つので取引の成立には相当な時間がかかる。しかし、各参加者に通知されるのは価格のみであり、第三者への情報の漏洩は防止され、約定価格と約定数量は取引成立後に当事者のみに通知される。

これらの変更はいずれも参加者の匿名性を維持しながら取引を成立しやすくすることを目的としていたが、さらに手数料体系の見直しも同時に行われた。従来は一律0.3%であった普通株式の手数料は機関投資家の好む人気銘柄では0.25%、その他で0.5%とされ、四半期に1,500ポ

ンド以上手数料を支払った参加者には最高90%まで手数料が直接払い戻されるという特典も付与された。

こうした改革にもかかわらず、ARIELを通じての取引はそれほど増加せず、1979年の売買高は5500万ポンドと1974年の当初8カ月間の売買高にも及ばなかった。そして、ビッグバンによって取引所の手数料が自由化されるとARIELは割安な手数料という当初の存在意義を失い、アメリカでの私設取引システムの繚乱を待たずに幕を閉じた。マーケットメーカー制に対する代替策として積極的にオーダードリブン方式を採用したわけではなく、手数料の安さを売り物にしたところがARIELの失敗と考えられるが、マーケットメーカー制の長い伝統の中で利用者の側にもオーダードリブン方式に対する理解が不十分であったということも災いしていよう。

いまさらARIELをイギリスにおけるオーダードリブン方式の起源として取り上げるのは不適當かもしれないが、歴史的事実としてイギリスにもオーダードリブン方式の取引システムが存在したということだけは言及するに値するであろう。

2. ビッグバンにおけるSEAQの導入

1986年のビッグバンは、固定手数料制・単一資格制度・取引所会員への出資制限を撤廃し、ディスプレイ上にマーケットメーカーの気配値が集約されたSEAQと呼ばれる競争的マーケットメーカー制の採用によって、それまでのジョバー制度からの大きな制度的変更を伴った。通常はその後の金融サービス法の成立までも含めて、こうした大改革がビッグバンと呼ばれているが、もともとは手数料自由化を段階的に進めるのではなく、一気に撤廃するということから

生じた一連の改革であった。手数料を自由化すれば単一資格制度に基づくジョバー制度の維持は困難であり、会員業者の資本力を高めるために出資制限を撤廃し、新たな取引制度を構築するというのが論理的なつながりである。(また、出資制限の撤廃は非証券業者の参入を招き、業種別規制ではなく、機能的規制を確立するために金融サービス法が施行された。)

このようにビッグバンの発端は手数料の自由化であり、これを最も強力に迫ったのは公正取引庁であった⁴⁾。1976年に制限的取引慣行規制令が改正され、公正取引庁は固定手数料や単一資格を定めたロンドン証券取引所の規則を競争制限的として審査を開始し、1978年には競争制限的取引慣行審判所 (Restrictive Practices Court) での審判が始まった。この審判は長引いたが、1983年までには取引所の敗色が濃厚となり、違法判決が出た際の影響を憂慮した政府は貿易産業相を通じて仲裁に乗り出し、1983年7月には和解が成立して取引所の規則は制限的取引慣行規制令の適用除外となった。しかし、取引所は適用除外というメンツと引き替えに取引所の開放策と手数料の自由化を約束し、1986年末までに固定手数料制を撤廃することが確定した。

同年11月24日には取引所理事会に専門委員会が設けられ、固定手数料制の撤廃に伴う問題の検討が開始された。翌1984年2月には外国証券の手数料を4月から自由化することが決定され、4月12日には取引所から「ディスカッションペーパー」(通称グリーンペーパー) が配布され、意見が求められた⁵⁾。この文書には新しい取引制度に関する考察が含まれており、今回のSETS導入に関わる問題も数多く指摘されているので、少し詳しく検討しておこう。

(1) グリーンペーパー

まず、手数料の自由化によって単一資格制度を存続させることは困難であり、ジョバー制度という取引制度も固定手数料制が廃止されるまでに変更されなければならないということが理事会の基本認識であると述べられている。次いで、取引制度の変更に伴い、初期の段階においては(とりわけ低流動性銘柄で)流動性が低下することは避けられず、市場に流動性を供給するメンバーの信頼を促進するシステムを構築することが決定的に重要であると述べられている。そして、具体的取引制度としては、①規制が緩やかで制限的でない競争的マーケットメーカー制、②資格分離制度を延長した競争的マーケットメーカー制、③スペシャリストの下におけるオークション制、④より制限的な競争的マーケットメーカー制、の4つが選択肢として上げられている。

①規制が緩やかで制限的でない競争的マーケットメーカー制ではブローカーとディーラーの区別はなく、マーケットメイキングの義務も存在しない。この制度では平穏時には流動性は供給されるであろうが、取引が偏った場合や流動性の低い銘柄での流動性が確保されるかどうかは疑わしい。さらに取引が分散され、得意先の注文に優遇措置が執られる可能性があり、取引の即時報道がない限り、一般投資家を保護できない。したがって、理事会はこの制度にはあまり賛成ではないと述べられている。

②資格分離制度を延長した競争的マーケットメーカー制は①を改良した制度であり、ブローカーとディーラーの区別はないが、ブローカーとして注文を受けたときには自己勘定で取引を執行してはならず、マーケットメーカーに一定の義務を課すこともできる。しかし、取引が店

内で内密に処理されることに対する規制が欠如しており、理事会としては一定の留保をつけざるを得ないとしている。

③スペシャリストの下におけるオークション制はニューヨーク証券取引所の制度に類するものであり、それなりのメリットを持っていると評価し、売買が活発な銘柄についてはこの制度の導入を引き続き検討するとしながらも、イギリスの状況においては利点が欠点を上回るかどうかは議論の余地があり、とりわけ低流動性銘柄に適合するかどうかは疑問であるとされている。さらに、この制度の採用に当たっては従来の制度と非常に異なる立会場で取引テクニックや複雑な規則、監視体制が必要であり、受渡決済の点でも従来のTALISMAN (Transfer Accounting Lodgment for Investors/Stock Management for Principals) 制度では対応できず、決済制度の大改革が必要となると付け加えられている。

④より制限的な競争的マーケットメーカー制ではブローカーとディーラーの区別はないが、マーケットメーカーにはジョバー制度と同様に義務と特権が与えられ、それ以外の者には市場集中原則を維持するためにマーケットメーカーへの注文提示ルールが適用される。(原則的に投資家の注文はマーケットメーカーに取り継がなければならないが、大口注文の場合にはニューヨーク証券取引所で行われているように一端は他の投資家または自己の注文と対当させ、後にマーケットメーカーへと提示するクロス取引として執行することもできる。さらに、投資家がブローカーに指値注文を出すことは一般的ではないが、コンピューターによる中央指値注文帳の開発も検討していると記されている。) この制度はジョバー制度と類似しているが、アメ

リカのNASDAQが念頭に置かれており、取引所会員にマーケットメーカーの気配値を中継する気配伝達システムが不可欠である。そして、この制度は原理的には欠点を上回る利点を有しているという評価が下されている。ただし、低流動性銘柄のマーケットメイキングが困難であることは予想されており、主要な銘柄を登録するマーケットメーカーが低流動性銘柄をも引き受けるべきであるとしているが、公認ディーラーという形でマーケットメイキングを補うことやマーケットメイキングが不十分な銘柄の指値注文を電子技術で対当させることも検討したいと述べている。

こうして、これらの選択肢を検討すると、④より制限的な競争的マーケットメーカー制は従来のジョバー制度に近く、継続的な取引を可能とする唯一の制度であり、流動性の異なる株式に対して基本的に異なる取引方法を採用することなく、市場原理に基づいた解決策を提供するものとして高く評価されている。他方、これに対する代替案としては流動性に依拠して異なる取引方法の組み合わせが考えられ、高流動性銘柄には③スペシャリストの下におけるオークション制、中流動性銘柄には④より制限的な競争的マーケットメーカー制、そして低流動性銘柄には指値注文をファイルして注文の直接対当を図る電子的システムが適当であるとされている。しかし、可能であれば単一のシステムを用いる制度が望ましいというコメントが付され、市場利用者からの意見が求められている。(また、長期的には共通の自動化された取引方法に基づく電子的システムの開発も考えられると付け加えられている。)

(2) SEAQの採用決定

4月12日のグリーンペーパーの配布から約3カ月後の7月17日には『新株式取引制度の選択』という報告書が公表され、SEAQと呼ばれるNASDAQ型の競争的マーケットメーカー制の採用が明らかにされた⁶⁾。

グリーンペーパーに対する回答では、現状維持を望む会員20(非会員4)、競争的マーケットメーカー制を望む会員36(非会員12)、マーケットメーカー制中心の複数売買制度を望む会員52(非会員3)、オークション制中心の複数売買制度を望む会員20(非会員4)、コンピューターによる注文貯蔵・対当システムを望む会員19、その他を望む会員0(非会員4)という反応が見られた。この数字を見る限りではマーケットメーカー制中心の複数売買制度を望む会員が最も多く、オークション制中心の複数売買制度を含めれば複数売買制度を望む会員は競争的マーケットメーカー制を望む会員の2倍に達し、グリーンペーパーにおける理事会の方針や最終的な理事会の決定とは食い違っていたことになる。

この点を考慮して、報告書では理事会での決定に至る議論を整理して、スペシャリストによるオークション制・コンピューターによるオークション制(STARS)の欠点と競争的マーケットメーカー制の利点を説明している。

スペシャリストによるオークション制は一定の利点はあるが、以下の理由で不相当とされている。

- ①イギリス株式の流動性は低く、スペシャリストの下でも継続的に取引を行うことは困難。
- ②スペシャリストの機能には馴染みがなく、偏った大口注文の執行には適さない。
- ③スペシャリストのなり手がいない。

- ④立会場取引を原則とするため、将来の24時間取引体制に不向き。
- ⑤会員や市場参加者に馴染みがないだけでなく、効果的に規制することも困難。
- ⑥ニューヨーク証券取引所をはじめとする主要な市場ではブロック取引の拡大等の問題が生じている。
- また、ロンドン証券取引所の技術サービス部のスタッフが発案したSTARSと呼ばれるコンピューターによるオークション制に対しても、小口注文の自動執行や低流動性銘柄の付け合わせを行うコンピューターシステムは注目に値するとしながらも、以下の理由で非現実的として却下している。
- ①立会場を一気に廃止しなければならない。
- ②相対での交渉ができなくなる。
- ③債務不履行のリスクをシステムが負わなければならない。
- ④大口注文や高流動性銘柄の数多くの取引を価格操縦のリスクなしに行えるか疑問。
- ⑤全会員が選択の余地なく、コンピューター設備一式を導入しなければならない。
- これに対して、競争的マーケットメーカー制が他の選択枝に勝る理由が以下のように列挙されている。
- ①ジョバー制度と数多くの共通点を持つ。
- ②単一資格を望むマーケットメーカーとブローカーの両方に存続の余地がある。
- ③フロアでの取引を継続できる。
- ④時差を利用した24時間取引の導入が可能。
- ⑤地方のマーケットメーカーにも同一のサービスを提供でき、低流動性銘柄の取引を支援できる⁷⁾。
- ⑥コンピューター技術による効率性を享受できる。

- ⑦スペシャリスト制度のように価格の継続性が一個人の資質や心理状態に左右されない。
- ⑧規則や売買管理手続きを統合できる。
- ⑨TALISMANで全国ベースの決済が可能。
- さらに、競争的マーケットメーカー制と他の制度を併用する複数売買制については、会員からの要望が強いものの、慎重に協議した結果、深刻な問題を生じる可能性があるとして退けられている。
- しかし、会員の要望に応える最良の方法として、技術的に許される範囲で速やかに競争的マーケットメーカー制に改良を加えていくという態度も明らかにされている。
- 以上のような報告書の文面をグリーンペーパーの説明と併せて考えてみると、目前に迫った手数料の自由化、そしてそれに伴う単一資格制度の廃止に速やかに対応するためには、伝統的なジョバー制度と近く、移行に際しての混乱が最も少ない制度という観点から競争的マーケットメーカー制が採用されたようである。また、それほど前面にはでていないが、ジョバー制度を念頭に置いた決済制度TALISMANでは、多数の会員間の決済を伴うオークション制の採用は困難であり、決済制度の改革が行われるまではオークション制の採用は延期せざるを得ないという判断が下された可能性が高い。今回の新売買制度SETSの導入が新決済制度CRESTへの移行直後に行われていることから考えても、この見方はあながち見当はずれだとは言えないだろう。今にして思えば、このときのSEAQの採用は取引制度改革の第一歩であって、SEAQの導入によってすべての問題が解決するわけではなかったが、速やかな実施が最重要課題とされた以上、妥当な判断であったというべきであろう。

1984年7月にSEAQの導入が決定されてから、1986年末という手数料自由化の期限をにらみながら具体的な新制度の細目が詰められたわけであるが、すでに同年4月に外国証券の手数料は自由化され、同時に会員業者の国際ディーラー子会社を通じた二重資格制度に基づく取引が認可されていた。そこで、ロンドン証券取引所はSEAQシステムの試行を兼ねて、1985年6月から外国株式を対象としたSEAQインターナショナル (SEAQI) での取引を開始した。そして、1986年10月27日には手数料の自由化・単一資格制度の廃止・SEAQへの株式取引制度の切り替えを実施し、いわゆるビッグバンが遂行された。

3. SEAQ導入以後の問題

1986年10月に導入されたSEAQでの取引は予想を上回るペースで急増し、マーケットメーカーとの電話による相対取引を基本とするSEAQではマーケットメーカーの取引処理能力が問題となり、取引件数の多い小口取引に自動執行システムを導入することが検討課題として持ち上がった。ところが、1987年10月のブラック・マンデー後は一転して株価の下落とともに売買高が減少し、1988年9月以降にはマーケットメーカー業務からの撤退が相継いだ。こうした状況下で1988年11月にロンドン証券取引所が設置した特別委員会 (通称エルウェス委員会) はマーケットメーカー間の取引義務廃止と大口取引 (10万ポンド以上の α 株式) 即時公表の翌日までの延期を勧告し、マーケットメーカー間の取引義務廃止はSAEF (SEAQ Automated Execution Facility) と呼ばれる小口注文自動執行システムの導入と合わせて1989年2月13日に、大口取引の公表延期は2月27日から実施に移された⁸⁾。

(1) SAEF

SAEFはSEAQを通じて出された小口注文が最良気配をSEAQに提示しているマーケットメーカーに回送され、自動的に執行されるシステムである。SAEFは小口注文の円滑な執行と件数の多い小口取引に対するマーケットメーカーの負担を軽減するために導入されたが、その開発はSEAQの導入以前にまで遡る。SAEFは、小口注文に限ってとはいえ、取引執行を自動化することにより、SEAQの機能をより一層コンピューター化し、改良したものである⁹⁾。

このシステムは以下のSAEFサービス規則に基づいて運営される¹⁰⁾。

- ①SEAQの α 銘柄と β 銘柄すべてについて、SEAQに表示されている直近の最良価格で注文を執行する。
- ②最高注文限度 (1,000株) 以内の注文に限られる。
- ③稼働時間は気配提示義務時間 (9時から17時まで) とする。
- ④マーケットメーカーの気配が大口取引を対象としているために最良価格ではない場合、最良価格での執行に応じることを表示できる。
- ⑤マーケットメーカーが特定のグループの一員であるとき、特定の業者とのみ最良価格で取引を執行することができる。
- ⑥複数のマーケットメーカーが最良価格を提示している場合、注文は時間優先で対当させられる。
- ⑦注文入力業者が特定のマーケットメーカーを指名した場合、注文は指名されたマーケットメーカーに回送され、そのマーケットメーカーが最良気配を提示しているか、最良気配での執行に応じることを表示していれば執行される。

⑧ブローカー・ディーラーやマーケットメーカーもSAEFを通じた自己売買ができる。

⑨SEAQの気配提示義務時間中にSEAQに気配を提示したまま、SAEFからはずれることができる。

SAEFは1989年1月12日から35銘柄の株式を対象として11時から13時30分までに限って試験運転され、2月13日から155銘柄(α株式146銘柄とβ株式9銘柄)を対象として正式に取引を開始した。すでにSAEFの取引開始時点でクラインウォート・ベンソン、BZW、ナットウエストの3社はそれぞれTrade, Best, Shadeという独自の小口取引自動執行システムを使用しており、3社の自動執行システムが最良気配を出していない場合にも最良価格で執行することをロンドン証券取引所が禁止しようとして紛糾していた。ロンドン証券取引所は各社のシステムをSAEFに統合するためにこの規則を制定しようとしたが、3社は先行投資したメリットを活かそうとして、電話では最良気配を出していないにもかかわらず最良気配での執行が認められているのにコンピューター上で認められないのはおかしいと反論していた¹³⁾。

その後、SAEFは対象銘柄を拡大したが、取引は伸びず、第4四半期には当初1日平均7,500件の取引が見込まれていたにも関わらず、1日平均300件から400件という予想外の結果であった。この間、クラインウォート・ベンソンのTradeやBZWのBestはずっと多くの取引を執行していたと見られている。こうしたSAEF低迷の原因はSAEFが1取引当たりブローカーには15ペンス、マーケットメーカーには5ペンスの費用を課していたのに対して、TradeやBestは無料であったことが上げられている¹⁴⁾。

(2) エルウェス委員会報告書

エルウェス委員会は1989年5月にSEAQの評価と改善策に関する討議文書を発行し、17の論点について意見を求めたが、当初予定されていた9月中には報告書をまとめられず、10月に中間報告書を発表し、1990年3月に最終報告書を提出した。

(a) 討議文書

エルウェス委員会の討議文書は1984年4月のグリーンペーパーの続編と見なされるべきであると記されており、SEAQ導入後2年余りの状況を踏まえて、SEAQを選択したことの是非、エルウェス委員会の勧告によって施行されたマーケットメーカー間の取引義務廃止と大口取引の即時公表延期、エルウェス委員会が重要と考える各論点について委員会の見解が述べられ、コメントが求められている¹⁵⁾。

まず第一に、SEAQを選択したことの是非については、1984年のグリーンペーパーで論じられた異なる取引制度の利点と欠点は現時点でも適切なものと評価され、機関化が進行し、機関投資家の大口取引の迅速かつ効率的な執行が求められるイギリス株式市場では競争的マーケットメーカー制以外の取引制度は今日でも考えられず、競争的マーケットメーカー制を廃止するかどうかを考える必要はなく、いかにして現在のSEAQを改善していくかということが問題であるとして、SEAQの選択の正しさを確認している。

次いで、エルウェス委員会が重要と考える各論点について論じられているが、ここで注目されるのはCLOSE (Central Limit Order Service) と呼ばれる指値注文処理システムの実験的開始が提案されていることである。CLOSEはマーケットメーカーと取引するSAEFとは異なり、注

文どうしをマッチさせるオークション型のシステムであるが、全面的オークション方式の採用が意図されていたわけではなく、一定時間はマーケットメーカーに排他的に注文を取得する余地を与えろといった工夫を凝らし、競争的マーケットメーカー制を補助するオーダードリブン方式の導入が意図されていたのである。提案されたCLOSEの特徴は以下のような点である。

- ①指値注文は委託注文に限られ、気配提示義務時間中はいつでも発注・訂正・削除できる。
- ②試験期間中、指値注文はSAEFの最高注文限度以内の注文に限られ、分割発注は禁止される。
- ③SAEFと同様に発注業者名は公表されず、執行後に初めて当事者に通知される。
- ④指値注文は発注後10分間はマーケットメーカーにのみ閲覧され、その後でCLOSEを通じて公表される。
- ⑤指値注文の種類は、2分間だけ有効なFill or Kill (マーケットメーカーのみ閲覧可能)、指定期限まで有効な期限付き注文、指定期限のない注文の3種類からなる。
- ⑥マーケットメーカーによる指値注文の執行は、直接指値注文と対当させることによって、気配値を動かすことによって、クロス取引の執行に伴う消化義務によって、の3通りがある。
- ⑦ブローカーもクロス取引を執行した場合、クロス取引価格よりも有利な指値注文の執行義務を負う。
- ⑧条件付き指値注文は認められない。
- ⑨配当権利落ちや買収の際には指値注文は無効になるが、公開買付の際には執行される。
- ⑩指値注文を発注する顧客に注意事項を通知するように会員業者は指導される。
- ⑪マーケットメーカーが直接指値注文を執行す

る場合には指値注文を特定し、執行ボタンを押すことで取引は成立する。

⑫マーケットメーカーが気配値を動かすことで指値注文を執行する場合にはすべての指値注文を執行しなければならないが、ポジション制限に達した場合にはポジション制限を引き上げるか、気配値を変更するかを決める猶予期間(当面は3分間)が与えられる。

(b) 中間報告書

エルウェス委員会は予想を上回る会員業者の関心の高さとコメントの内容、そしてコメント提出期限の遅れから、当初予定していた1989年9月には報告書をまとめられず、10月に中間報告書の形で、討議文書への回答の結果、クレモンズ教授による取引システムに関する委託調査の結果、ロンドン・ビジネス・スクールによるマーケットメーカーのパフォーマンス評価と株式分類のための指標の定式化に関する委託調査の結果、コンピューターシステム変更に対する委員会の暫定的評価、そして今後の検討課題を発表した¹⁶⁾。

まず、SEAQの評価については、全体では賛成71、条件付き賛成2、反対5、条件付き反対1という回答が寄せられ、会員業者に限ってはほぼ全社がSEAQを通じた競争的マーケットメーカー制に賛成しており、オーダードリブン方式への変更を望む意見は見られなかった。中央市場はこのまま維持されるべきであるという点でもほぼ合意されており、市場の分裂に対する心配が数多く寄せられた。したがって、SEAQは大部分の取引を問題なくこなせる適切なシステムであると述べられている。

次に、CLOSEの試験的導入に対する反応は賛成48、条件付き賛成15、反対11、条件付き反対4であり、SEAQの評価ほどではないが、概

して賛成意見が多かった。会員業者の反応に関しては慎重な歓迎 (cautious welcome) を受けたと表現されており、コメントはCLOSEの試験的導入を奨励しているが、より詳細な取引要綱やコスト・ベネフィット分析、実施計画ができあがるまでは評価を下すべきではないとされている。委託調査を依頼したクレモンズ教授やトッシュ・ロシュ社の報告は指値注文システムの導入を推奨しているが、この問題は重要であり、問題の複雑さからもう一つ別の報告書が必要とされる課題であると述べられている。

他方、ペンシルバニア研究所のクレモンズ (Eric Clemons) 教授による取引システムに関する委託調査の結果もこれらの問題を取り上げているので、中間報告書の該当箇所を参照しておこう。

競争的マーケットメーカー制は大半のイギリス株式の取引状況や投資家層によく適合しており、SEAQは物理的な取引フロアが存在しなくても透明性や効率的な価格発見、市場統合を実現していると評価している。しかし、サンプル調査の結果では、①金額ベースで48.8%の取引が最良気配で執行され、44.5%が最良気配の内側で執行されており、SEAQの気配値は考えられているほど重要ではないこと、そして②最良気配を提示しているマーケットメーカーによる取引が取引件数の41%、金額ベースで51%にすぎず、交渉による値決め (Preferencing) が最良気配を通じた価格発見を阻害しているかもしれないこと、さらには③マーケットメーカー制では小口注文は労働集約的となるので小口注文の執行コストが過大になり、個人投資家が不利になっている可能性があることが判明し、SEAQを通じたマーケットメーカー制を引き続き中心的な取引システムとしながらも規則の微調整を

行い、より安価な取引システムで補強されるべきであると提言している。

この場合の規則変更は先に実施されたマーケットメーカー間の取引義務の撤廃と取引公表の延期を指しており、前者については支持しているが、後者については取引翌日ではなく、当日の若干の猶予で十分であるとしている。

より安価な取引システムとしては討議文書で提案された指値取引システムCLOSEが考えられており、指値注文はマーケットメーカー制と不整合ではないし、マーケットメーカーにも指値注文を認めるべきであるとしている。そして、指値注文の大きさはもっと大きなサイズまで認めるべきであり、マーケットメーカーと他の会員業者の間で閲覧時間の差をもうける必要はないと指摘している。さらに、SAEFを含めたあらゆる取引形態と統合された共通指値注文板の創設が提言されている。

(c) 最終報告書

中間報告書の作成から5ヶ月後の1990年3月にエルウェス委員会はようやく最終報告書を提出した¹⁹⁾。この最終報告書では討議文書の17の論点のうち4つはすでに中間報告書で検討済みとして残る13の論点について逐次検討を加えている。そして、残る論点のうち、CLOSE、Preferencing、注文提示規則、株式の分類方法の4つをとりわけ重要な問題と位置づけている。

まず、CLOSEに関しては、市場に柔軟性をもたらし、より高い流動性を(とらわけ流動性の低い銘柄に)もたらすとして、エルウェス委員会は高く評価している。クレモンズ教授の委託調査やトッシュ・ロシュ社、デービス・インターナショナル社の報告、そして多くの会員業者はCLOSEの導入に賛成していたが、多くのマーケットメーカーはCLOSEの導入に反対してい

た。反対理由としては、CLOSEがコストに見合うだけの注文を集められるとは限らないこと、ブローカーどうしのマッチングビジネスが増加し、マーケットメイキングが困難になること等が上げられているが、これらはCLOSEの最大注文限度やどの程度指値注文がクロス取引やマッチングビジネスで用いられるかに関わっている。エルウェス委員会の結論は、CLOSEの導入はビジネスとして成り立つかどうか、必要なシステム・インターフェイスが実現するかどうかにかかっているというものであった。

なお、討議文書で提案されていたCLOSEの特徴のうち、最終報告書で追加・変更されたのは以下の箇所である。

- ①指値注文は討議文書で示されたように当面はSAEFの注文最大限度と同じとするが、次第により大きくする予定である。
- ②ブローカーは大口の指値注文を分割して発注できないだけでなく、小口の指値注文を一括して発注することも禁じられる。
- ③指値注文の種類は有効期限に応じてFill or Kill、当日のみ有効 (Good for the Day)、有効期限付き注文 (Good 'til Cancelled) の3種類、執行条件に応じて、一括執行のみ (Total Fill Only) と部分執行可 (Partial Fill Allowed) の2種類、計6種類存在する。
- ④指値注文は発注直後にマーケットメーカーだけでなく、会員業者全員に閲覧可能となる。
- ⑤指値注文発注後10分間ではなく、5分間 (プレビュー期間) だけ当該銘柄のマーケットメーカーのみに執行が認められる。なお、このプレビュー期間の長さは指値注文限度の変更に伴って見直される。
- ⑥CLOSEに入力された指値注文は入力順に表示される。

- ⑦顧客どうしのクロス取引を執行する際にはより有利な価格の指値注文だけでなく、同値の指値注文も消化しなければならず、プレビュー期間にある指値注文はマーケットメーカーを通じて消化しなければならない。
 - ⑧マーケットメーカーが気配値を動かして指値注文を執行する場合にはすべての指値注文を執行しなければならないが、直接指値注文と対当させる場合には執行する指値注文を特定することができる。
 - ⑨プレビュー期間経過後に指値注文どうしがマッチする場合には時間優先原則に基づいて指値注文どうしが対当させられる。
 - ⑩プレビュー期間経過後に指値注文どうしがマッチしていない場合にはじめて会員業者は対当する指値注文を特定して取引を執行することができる。
 - ⑪プレビュー期間経過後に指値注文どうしがマッチしていない場合にはマーケットメーカーも指値注文を執行することができる。
 - ⑫買取等の際には指値注文は自動的に削除されるが、当面は自動削除が行えないかもしれず、その場合には指値注文の削除はその都度手作業で行わなければならない。指値注文が誤って執行された場合にはこの場合に限って取引は規定に応じて撤回されなければならない。
- 次に、Preferencingに関しては、より良い気配を提示したマーケットメーカーが注文を獲得しなければ価格発見の機能が損なわれる危険性があるとして、グリーンストリップの導入が提案されている。市場参加者全員に提供されるイエローストリップと呼ばれるSEAQの最良気配とは異なり、グリーンストリップは会員業者のみに提供されるサービスで、SAEF最高注文限度以下の小口注文に対する最良気配をマーケッ

トメーカー名を特定せずに表示する。グリーンストリップの導入によって気配情報はより正確となり、価格発見機能は強化され、小口取引はより有利な価格で執行されるというのがエルウェス委員会の結論である。

注文提示規則に関しては、顧客どうしのクロス取引や顧客の注文を自己売買で受ける仕切取引はマーケットメーカーに提示されなければならず、マーケットメーカーの気配値に劣る価格での執行はマーケットメーカーの介入を受けるといふ提案が行われ、この規則によって市場の分断が回避され、マーケットメーカーによる低流動性銘柄のマーケットメイキングが促進されると結論されている。

さらに、株式の分類方法に関しては、ロンドン・ビジネス・スクールによる委託調査に基づいて、マーケットメーカーの数に従って α 、 β 、 γ 、 δ に四分割してきた従来の分類方法を見直し、過去1年間の対顧客取引総額を基にして12のノーマル・マーケット・サイズ(NMS)に分類すること、NMS1単位以下についてはマーケットメーカー間の売買義務を復活させること、NMS2,000株未満(最小2分類)の銘柄の取引は翌日に公表すること、NMS2,000株以上の銘柄の取引は原則即時公表(NMS3倍以上の取引は90分以内に公表)すること、NMSの10%までの取引はSAEFを利用することができることが提言された。

(d) エルウェス委員会による提言の実施

エルウェス委員会の最終報告書が提出された1カ月後の1990年4月に公正取引庁は「ロンドン証券取引所の取引公表と価格透明性」と題する報告書を発表した¹⁰⁾。この報告書は1989年2月の大口取引に対する取引公表の延期を問題としており、1989年の統計で大口取引金額は α 銘柄

の78.5%、全取引の55%に及び、これだけの取引の公表が遅らされることは価格の信頼性を失わせ、市場を歪めるとしていた。そして、エルウェス委員会の最終報告書に盛り込まれた銘柄再分類や延期時間の90分への短縮だけでは不十分であるとしてロンドン証券取引所にさらなる改善を要求した。

同年7月には最終報告書に対する会員業者の反応を踏まえて、エルウェス委員会による提言の実施計画に関する報告書が作成され、これを理事会が承認したことにより、多くの提言は見送られることになった。エルウェス委員会が苦心したCLOSEの導入は将来の統合された取引サービスの要素として片づけられ、グリーンストリップはマーケットメーカーの反対によって見送られ、注文提示規則に関しても顧客どうしのクロス取引や顧客の注文を自己売買で受ける仕切取引は取引規模に近い株数の気配を出しているマーケットメーカーに提示することに止まった。こうした中で、株式分類の変更と大口取引の公表延期時間の90分への短縮だけはエルウェス委員会の提言がそのまま採用され、1991年1月14日から実施されることに落ちついた¹¹⁾。

(3) 新たな試み

エルウェス委員会のCLOSE提案が見送られた後、ロンドン証券取引所でのオーダードリブン方式の取引制度の導入は棚上げとなったが、1992年1月にはトレードポイント社がロンドン証券取引所と競合するオークション方式の私設取引システムの開発を表明し、取引所に外部からの圧力が加わることになった¹²⁾。

ロンドン証券取引所も1984年のグリーンペーパー以来問題としてきた低流動銘柄の執行方法の改善を試み、1992年4月にカンパニー・プリ

テン・ボード・サービスを低流動性銘柄に限って導入した。この方式はマーケットメーカーの撤退に伴って実現したオーダードリブン方式であるが、グリーンペーパーが1つの可能性として上げていた複数売買制度がこれで実現したことになる。さらに同年11月にはこの方式が改良され、低流動性銘柄に限って注文情報と同時にマーケットメーカー1社の気配情報をも表示できるSEATS (Stock Exchange Alternative Trading Service) と呼ばれる取引システムが導入された。

その後、トレードポイントは1994年12月に証券投資委員会(SIB)に公認投資取引所の資格を申請し、1995年5月には公正取引庁がトレードポイントのルールを正式承認し、翌6月にはSIBから公認投資取引所として正式に承認を受けた。そして、同年9月から取引を開始した。

(a) SEATS

ロンドン証券取引所はエルウェス委員会のCLOSE提案とは別に、低流動銘柄からマーケットメーカーの撤退が相継いで生じたことを受けて、1992年4月27日にカンパニー・プリテン・ボード・サービスと名付けられた指値注文方式を86の低流動性銘柄に限って実験的に導入した。この方式はスクリーン上に指値注文を表示し、対当する注文どうしを付け合わせるといふもので、売り買いの気配が同時に表示されることは稀であり、取引の即時執行というサービスは断念されていた¹³⁾。

そこで、この点を考慮して同年11月16日にカンパニー・プリテン・ボード・サービスが改良され、注文情報と同時にマーケットメーカー1社の気配情報をも表示できるSEATSと呼ばれる取引システムが160余りの低流動性銘柄に限って導入された。SEATSでは、会員業者がマーケ

ットメイキングの引き受けを申し出た場合、1社に限ってマーケットメイキングを行うことが認められるが、指値注文板での取引も引き続き行われ、投資家が指値注文板を直接見られるということを除いてはニューヨーク証券取引所のスペシャリスト制と同じ取引システムとなり、マーケットメーカーが存在しない場合にはカンパニー・プリテン・ボード・サービスと全く同じである¹⁴⁾。ただし、マーケットメーカーが存在する場合でも指値注文板とマーケットメーカーの気配値は同一スクリーンには表示されず、ジャンプ・ファンクションかページ・リファレンスを使って移動できるようにリンクされているに過ぎなかった。

SEATSの導入に際しては、低流動銘柄のマーケットメイキングから撤退したマーケットメーカーを呼び戻し、スペシャリストとしての機能を果たさせるために2つの優遇措置が実施された。1つは報告義務の緩和であり、SEAQのマーケットメーカーがあらゆる取引の報告義務を負うのに対して、SEATSのマーケットメーカーは当該銘柄の取引にのみ報告義務を負う。もう1つは公表義務の緩和で、取引高は翌朝に集計して公表され、取引価格は5日間の平均値のみが公表される。

他方、指値注文とマーケットメーカーの気配値の関係については指値注文が優先され、マーケットメーカーが注文を執行する際には同値またはより有利な価格の指値注文を優先させなければならず、気配値を動かす場合にも執行可能な指値注文を消化しなければならない。また、顧客どうしのクロス取引やリスクのない自己売買はマーケットメーカーに提示されなければならず、この場合にも同値またはより有利な価格の指値注文がまず優先的に消化され、次いで指

値注文板に表示されていないマーケットメーカーの持つ指値注文が執行され、最後にマーケットメーカー自身のポジション調整が行われる。

(b) トレードポイント

トレードポイント社は1991年に設立された会社であり、カナダのバンクーバー証券取引所に株式を上場している。トレードポイント社にはシティで名の通ったビジネスエリートのほか、ロンドン証券取引所の出身者もあり、取引所がオーダードリブン方式の採用に踏み切れないことから取引所を飛び出して新たな取引システムの開発に着手したメンバーもいる。

トレードポイントは1992年1月にロンドン証券取引所と競合するオークション方式の私設取引システムの開発を表明し、1994年12月にSIBに公認投資取引所の資格を申請、1995年6月にはSIBから公認投資取引所として正式に承認を受け、同年9月21日に400銘柄のイギリス株式を対象として50社の参加者で取引を開始した。

トレードポイントの特徴としては以下の点が上げられる。

- ①トレードポイントは機関投資家やブローカー・ディーラーにオーダードリブン方式で取引をする場を提供する私設取引システムであり、参加者は仲介業者を介さずに直接取引できる。
- ②取引対象は当面はイギリス株式であるが、将来的には外国株、ユーロ債、各国国債、外国為替にも進出する意向。
- ③取引時間は8時から17時で開始し、現在は7時30分から17時30分。
- ④清算業務はロンドン国際金融先物取引所(LIFFE)等の利用するロンドン・クリアリング・ハウスが行い、受渡決済業務はロンドン証券取引所と同じくTALISMAN(現在は

CREST)が行う。

- ⑤最低注文サイズは1,000株で、1株刻みで注文可能。最小値幅は1/4ペンス。
- ⑥取引方法は定時オークションと継続オークション(Instant Auction)の2種類からなり、銘柄ごとに異なる。定時オークションは低流動性銘柄を対象としており、トレードポイントが1時間前に時間を参加者に通知する。継続オークションは高流動性銘柄を対象としており、毎朝定時オークションで開始され、その後はオークション形式の継続取引が行われる。
- ⑦注文の種類は有効期限に応じて当日のみ有効(Day Order)、指定日まで有効(Good Till Date)、指定日の指定時間まで有効(Good Till Time)の3種類、執行条件に応じて、逆差し売り注文(Stop Loss)、逆差し買い注文(On Stop)、一括執行注文(Fill or Kill)、指値注文(Fill or Hold)、数量条件付き注文(Queued Volume)、クロス注文の6種類からなる。数量条件付き注文は当該銘柄の価格・数量・下方数量を指定する注文で、下方数量のみを表示してスクリーン上に待機し、指定数量と指定価格を満たす注文に対して執行されるか、指定価格を満たすが指定数量を満たさない注文に対しては下方数量以下の取引が執行される。スクリーン上の下方数量は指定数量がすべて執行されるまで表示される。クロス注文は指値注文板の最良気配の内側の指定価格で指定数量の取引が執行される注文。
- ⑧取引価格と取引数量は即時に公表される。
- ⑨入会費は不要で年会費1,000ポンド、取引執行の際に指値注文を消化した注文は継続オークションで0.05%、定時オークションでは0.1%の手数料が徴収される。

⑩開放型クライアント/サーバー・アーキテクチャを採用しており、TMAC(TradePoint Market Access Controller)を通じてウィンドウNT環境のペンティアム搭載PCをクライアントとして、トレードポイントのシステム・サーバーに接続でき、参加者は独自のシステムを容易に拡張できる。

(4) 新取引システムの採用決定

オーダードリブン方式の導入に関しては、すでに述べたようにロンドン証券取引所は低流動性銘柄に1992年4月からカンパニー・プリテン・ボード・サービス、同年11月からはSEATSを導入していたが、SEAQと同様に注文は電話で行わなければならない、SAEFのような自動執行機能は持ち合わせていなかった。

他方、1981年からロンドン証券取引所が進めてきた新決済制度TAURUS(Transfer and Automated Registration of Uncertificated Stock)は1993年3月に挫折し、新決済制度の主導権はイングランド銀行へと移り(後のCREST)、ロンドン証券取引所はSEQUENCEプログラムと名付けられた情報システムの統合作業に1993年8月23日からとりかかった²¹⁾。そして、1995年6月12日からはSEQUENCEプログラムの第4段階としてSEATSにスクリーン上での執行機能を合わせ持ったSEATS PLUSが導入され、指値注文の自動執行が実現することになった²²⁾。

1994年2月にSIBは「イギリス株式市場の規制」と題するディスカッションペーパー(通称アグニューレポート)を発表し、場外クロス取引の増大や株式デリバティブ取引の発達、EU投資サービス指令の導入などに対応した新たな規制の枠組みに関する意見を求めた²³⁾。アグニ

ューレポートでは、SIBは市場構造の改革を指示せず、取引所や場外取引システムの推移を見守るという姿勢が示されており、オーダードリブン方式の採用を積極的に打ち出したわけではないが、先にオーダードリブン方式の採用を表明していたトレードポイント等の場外取引システムを排除すべきではないとしたことで、オーダードリブン方式の採用に加勢する形となった。(ただし、SEAQは機関投資家に支持されており、SEAQが改革の起点であるという基本認識が示されており、この点ではロンドン証券取引所と立場を同じくするものであった。)具体的な質問事項としては、

- (Q5.3) オーダードリブン方式は小口執行のコストを削減し、小口執行の効率性を高めるか、
- (Q5.4) 小口取引向けのオーダードリブン方式の採用はマーケットメイキングに影響し、流動性を損なうことになるか、
- (Q5.5) オーダードリブン方式は低流動性銘柄の流動性を高め、価格発見機能を向上させるか、
- (Q5.6) オーダードリブン方式は非利用者からの内部移転を得るべきではないか、
- (Q5.7) オーダードリブン方式の採用に規制当局は関わるべきか、市場に任せておくべきか、
- (Q5.9) オーダードリブン方式の誕生を妨げる規制が現在存在するか、

といった項目があり、SIBがロンドン証券取引所でオーダードリブン方式を採用することを念頭に置いていることがよくわかる。

1994年11月には公正取引庁が「ロンドン証券取引所の取引公表規則」と題する報告書とそれが利用したジェミル教授による委託調査を公表し、ロンドン証券取引所に取引公表規則の改善を迫った²⁴⁾。公正取引庁の1990年の報告書は

1989年に施行された大口取引の翌日までの公表延期を対象としていたが、今回の報告書は1991年に施行された大口取引の公表期限の90分への短縮と1993年に施行された特別大口取引の公表期限の最大5日間までの延長を対象としており、ジェミル教授の調査結果によってロンドン証券取引所の主張を反証したことに特徴がある。ジェミル教授は26の高流動性銘柄の大口取引について、即時に公表されていた1987年5月と1988年5月、翌日に公表されていた1989年5月と1990年5月、90分以内に公表されていた1991年5月と1992年5月の3つの期間を比較し、価格変動のパターンに違いがなく、いずれの期間でも大口買い注文の後に恒常的な価格上昇が生じていたことを明らかにし、公正取引庁は前回の報告書に対してロンドン証券取引所が行った反論を裏付ける証拠は見当たらず、現行の大口取引の公表延期措置は競争を制限し、歪めているとして改善を求めた。

また、1995年3月に公正取引庁は「マーケットメーカーに関するロンドン証券取引所の規則」と題する報告書を公表し、マーケットメーカーの特権が競争を歪めているとしてロンドン証券取引所に規則の変更を迫った²⁹⁾。この報告書では、①マーケットメーカーがSEAQよりも有利な気配を他に出せないこと、②マーケットメーカー間の取引のみが行われるインターディーラーブローカー市場の気配が公表されないこと、③貸し株がマーケットメーカーのみに認められていること、④マーケットメーカーのみがSEAQに気配を出せること、⑤大口取引の取引公表の延期が認められていること、のいずれもが大幅に市場を歪めており、反競争的であると公正取引庁は断定し、マーケットメイキングの費用は売り気配と買い気配の差によってのみ償われる

べきであると結論している。さらに、マーケットメーカーの特権の剥奪はマーケットメイキングの機能を弱め、スプレッドを拡大させるだろうが、その場合にはより取引費用の安い代替的取引方法の利用が増え、市場全体には良い結果をもたらすはずであると述べており、現状では異なる取引システム間の競争が不十分であり、取引システム間の競争に歪みがあれば市場がそのバランスを決定するはずであるとして、暗にオーダードリブン方式の採用をほめかしている。

なお、取引公表義務に関しては、1995年5月にEU投資サービス指令の取引公表義務に基づいて、①リスクのない取引の即時公表、②低流動性銘柄のリスク取引は翌日に価格のみ公表、③高流動性銘柄のNMS6倍未満は即時公表、④高流動性銘柄のNMS6倍以上75倍未満は60分以内に公表、⑤高流動性銘柄のNMS75倍以上は5日以内に公表、へと1996年1月から変更されることが決定された。

1995年6月にはSIBがアグニューレポートに対する回答の分析と「イギリス株式市場の規制」と題する報告書を発表した³⁰⁾。

アグニューレポートに対する回答では、①オーダードリブン方式が小口執行のコストや効率性に与える影響に関しては、改善する証拠はないという回答が多く、とりわけマーケットメーカーからは懐疑的な回答が多かった。②小口取引向けのオーダードリブン方式の採用がマーケットメイキングに与える影響に関しては、多くのマーケットメーカーやブローカーが流動性を損なうと回答し、機関投資家は影響はないと答えており、ほぼ2分されていた。③オーダードリブン方式が低流動性銘柄の流動

性に与える影響に関しては、多くは効率性を高めると回答していた。

- ④オーダードリブン方式への非利用者からの内部移転に関しては、内部移転すべきではないという見解で一致していた。
- ⑤オーダードリブン方式の採用に規制当局は関わるべきかどうかに関しては、市場に任せるべきという意見が大半を占めた。
- ⑥オーダードリブン方式を妨げる規制の存在に関しては、存在しないという回答が多かったが、マーケットメーカーがSEAQよりも有利な気配を他に出せない規則やインターディーラーブローカー市場の気配が公表されない規則を上げる者があった。

回答結果は概してマーケットメーカーやブローカーがオーダードリブン方式に批判的であり、機関投資家は好意的であったが、低流動性銘柄に関しては両者とも有効と考えており、現状追認的なものであった。

SIBの報告書は株式市場の多様化がますます進むとの認識のもとに、公平性・透明性・安全性という3つの基準を満たす規制システムの確立をめざしており、オーダードリブン方式に関するアグニューレポートでの質問事項には直接答える形にはなっていない。しかし、公正取引庁が反独占的としたマーケットメーカーの特権に関しては、①マーケットメーカーの貸し株特権を他の投資家にも認めること、②インターディーラーブローカー市場の開放はマーケットメーカーのより不透明な取引を助長するとして容認すること、③マーケットメーカーの取引公表延期特権はロンドン証券取引所との合意に基づく新規則のもとでは問題がないこと、④マーケットメーカーのSEAQへの最良気配提示義務は他の公認取引所の妨げになるので見直す必要が

あることとしており、公正取引庁の主張に比べると控えめであるが、公認取引所として認可したトレードポイントに好意的である点は注目に値する。

SIBのアグニューレポートに始まり、公正取引庁の2つの報告書、そしてSIBの最終報告書は、監督当局がロンドン証券取引所の競争的マーケットメーカー制を補完する取引システムに関心を示していることをうかがわせ、オーダードリブン方式に関する議論を否応なしに盛り上げた。そうした中で1995年9月21日、ついにトレードポイントが取引を開始し、9月29日にはロンドン証券取引所がマーケットメーカーのSEAQへの最良気配提示義務を廃止することに追い込まれた³¹⁾。

トレードポイントでの取引は予想外に少なかったが、競争相手の出現がロンドン証券取引所内での議論をより活発化させた。10月23日にはフィナンシャルタイムズ紙が、9月28日に理事会で1996年7月のSEQUENCEプログラムの完了時に350銘柄の大型株について競争的マーケットメーカー制とオーダードリブン方式を同一スクリーン上で併用するという提案が否決されたと伝え、翌24日にはロイターが、ロンドン証券取引所は強力な反対論者を押さえて1996年8月のSEQUENCEプログラムの完了に伴って完全コンピューター化に踏み切ると報道した³²⁾。また、11月3日のガーディアン紙は、7月にロンドン証券取引所のヨーロッパ統合に対するアプローチに失望して理事を辞任したミュラーUBS (スイスユニオン銀行) 会長の話として、ロンドン証券取引所は取引コストの削減に取り組み、低流動性銘柄にオーダードリブン方式を採用することになると伝えた³³⁾。他方、10月にイギリスの大手銀行ナットウエストの子

会社ナットウエスト・セキュリティーズがヨーロッパ株式の取引にロンドンのSEAQIを利用しないと発表し、11月に入ってアメリカの有力投資銀行ソロモン・ブラザーズもこれに続き、クオートドリブンのSEAQIよりもオーダードリブンのヨーロッパ市場が大手証券会社に重視されてきていることが明らかになった³⁰⁾。

11月26日にはオブザーバー紙が、ロンドン証券取引所のローレンス理事長は30日の理事会で1996年8月にオーダードリブン方式を350銘柄の高流動性銘柄に導入し、競争的マーケットメーカー制と併用するという提案を行うと伝え、11月30日には理事会でオーダードリブン方式の採用が決定されたが、具体的な取引方法や対象銘柄は未決定で、3、4か月かけて市場構造や規則を検討すると報道された。こうしてロンドン証券取引所もようやくオーダードリブン方式の採用に向けて重い腰を上げることになった³¹⁾。

しかし、事態はこれで丸く収まったわけではなかった。1996年1月4日、オーダードリブン方式の導入を推進してきたローレンス理事長が罷免されたのである³²⁾。

注

* 本稿の作成に当たって資料を提供していただいた日本証券経済研究所の中村俊夫、二上季代司、青山学院大学の小林襄治、東京証券取引所の時宗弘行の各氏に記して感謝します。

- 1) この新取引システム導入の背景を機関投資家の要求の変化という観点から分析したものと、小林襄治「機関投資家、投資顧問、株式売買システム」(ロンドン資本市場研究会「機関投資家と証券市場」、日本証券経済研究所、1997年)がある。
- 2) ビッグバン以前のイギリスの証券市場についてはW.A.Thomas, *The Big Bang*, Philip Allan Publishers Ltd., 1986 (邦訳「イギリスの金融証券革命—ビッグ・バンの背景と影響—」, 東洋経済新報社, 1988年)が詳しい。
- 3) 以下の記述は「A sea-change for ARIEL」, *The Economist*, April 21, 1979, 「海外市場ニュース」(東京証券取引所「証券」289号・299号・364号, 1973年4月・1974年2月・1979年7月) J. Dundas Hamilton, *Stockbroking Tomorrow*, Macmillan, 1986 (邦訳「証券業の将来—シテイ大改革の実態と展望—」, 日本証券経済研究所,

1986年)等による。

- 4) 以下の記述はW.A.Thomas前掲書、小林襄治「英国証券取引所の改革」(「証券研究」75巻, 1985年3月), 「英国の証券制度改革」(証券団体協議会, 1985年7月), 「英国証券市場調査団報告書」(日本証券業協会, 1987年9月)等による。
- 5) The Stock Exchange, *A Discussion Paper*, April 1984 (邦訳「ロンドン証券取引所の「討議資料」」, 日本証券業協会「証券業報」402号, 1984年7月)。
- 6) The Stock Exchange, *The Choice of a New Dealing System for Equities*, July 1984 (邦訳「英国証券取引所の改革と新売買制度(上)(下)」, 東京証券取引所「証券」429号・431号, 1984年12月・1985年2月)。
- 7) 以下の⑥から⑨までは報告書の本文ではなく、Appendix1の競争的マーケットメーカー制の説明の中に見られる。
- 8) この間の経緯については、「英国証券市場の現状と問題—ビッグ・バン後5年を経て—」(証券団体協議会, 1992年3月), 小林襄治「英国マーケット・メーカー制の一考察—エルウェス委員会の議論をめぐって—」(「証券研究」105巻, 1992年11月)を参照。
- 9) ロンドン証券取引所の関係者によると、1984年にNASDAQ型の競争的マーケットメーカー制の採用を決めた際に、完全コンピューター化された取引執行システムの必要性を予見していたが、システムの開発に少なくとも4年を要するというので、まずSEAQの導入を優先し、SAEFの開発に取り組んできたという。James Essinger, "ISE's SAEF debuts to make the market sound", *Wall Street Computer Review*, Vol.6 No.8, May 1989。
なお、当初はSAEFの他にも大口取引専用の電子掲示板BLOX (Block Order eXposure) の導入が計画されていた。James O'Connor, "London Gears Up For Trading Surge; The right technology will be closely linked to success after deregulation", *The American Banker*, July 30, 1986。
- 10) 英国証券取引所「SAEF (自動売買執行システム)について」, 1987年4月(「英国証券市場調査団報告書」, 日本証券業協会, 1987年9月)
- 11) Tessa Curtis, "Market-makers obliged to play it Saef", *The Daily Telegraph*, February 13, 1989。
- 12) Paul Murphy, "Automated dealing row ahead", *The Daily Telegraph*, November 14, 1989。
- 13) The International Stock Exchange, *Review of the Central Market in UK Equities: A Consultative Document from the Council of the International Stock Exchange*, May 1989。
- 14) Special Sub-committee on Market Development, *Progress Report To The Council*, October 2, 1989。
- 15) The International Stock Exchange, *Review of the Central Market in UK Equities: Report of the Special Committee on Market Development*, March 1990。
- 16) Office of Fair Trading, *Trade Publication and Price Transparency on the International Stock Exchange*, April 1990。なお、取引公表に関する問題については、中村俊夫「ロンドン取引所市場の透明性について(上)

(中)(下) (日本証券経済研究所「証券レビュー」36巻4号・9号・37巻1号, 1996年4月・9月・1997年1月)が詳しい。

- 17) "Elwes Proposal for 'Green Strip' is dropped", *Financial Regulation Report*, July 1990. "ISE Launches Initiative to Improve Small Stock's Liquidity", *Financial Regulation Report*, November 1990。
- 18) トレードポイントに関しては、瀧口進「トレードポイント—その全貌—」(日本証券経済研究所「証券経済」193号, 1995年9月)が詳しい。
- 19) Stephen Wells, "Developments in the Smaller Companies Market", *Stock Exchange Quarterly with Quality of Markets Review*, Autumn 1992。
- 20) Stephen Wells, "SEATS - Review of the First Eight Months", *Stock Exchange Quarterly with Quality of Markets Review*, Summer 1993。
- 21) TALISMANの問題点, TAURUSの失敗, SEQUENCEプログラム, CRESTについては、二上季代司「ビッグン以降の英国取引所制度の改革」(「証券アナリストジャーナル」35巻2号, 1997年2月)を参照。
- 22) SEATS PLUS導入の1週間後に当たる6月19日から取引を開始した小型株市場AIM (Alternative Investment Market)もSEATS PLUSを採用している。
- 23) Securities and Investments Board, *Regulation of the United Kingdom Equity Markets: Discussion Paper*, February 1994。
- 24) Office of Fair Trading, *Trade Publication Rules of the London Stock Exchange*, November 1994, Gordon Gemmill, *Transparency and Liquidity: A study of large trades on the London Stock Exchange under different*

- publication rules*, Research Paper 7, Office of Fair Trading, November 1994.
- 25) Office of Fair Trading, *Rules of the London Stock Exchange Relating to Market Makers*, March 1995。
 - 26) Securities and Investments Board, *Regulation of the United Kingdom Equity Markets: Market Views, A digest of responses to SIB's Discussion Paper*, June 1995, Securities and Investments Board, *Regulation of the United Kingdom Equity Markets*, June 1995。
 - 27) John Eisenhammer, "Exchange beats another retreat", *The Independent*, September 30, 1995。
 - 28) Norma Cohen, "Stock Exchange rejects Trading shake-up", *The Financial Times*, October 23, 1995, Samuel Perry, "London Stock Exchange Wrestles with Electronic Trade", *The Reuter European Business Report*, October 24, 1995。
 - 29) Patrick Donovan and Paul Murphy, "Stock Exchange under Fire for Failing to Meet City's Demand", *The Guardian*, November 3, 1995。
 - 30) Philip Pangalos, "Blow for Stock Exchange as Salomon pulls out of Seaq", *The Times*, November 14, 1995。
 - 31) Nick Gilbert, "Stock Exchange Chief Plans Share Trading Revolution", *The Observer*, November 26, 1995, Samuel Perry, "London Stock Exchange Approves Order-driven System", *The Reuter European Business Report*, November 30, 1995。
 - 32) Stephanie Cooke, "Who shot Michael Lawrence", *Euromoney*, March 1996。
(当所大阪研究所主任研究員)