

ロンドン証券取引所における 新取引システムの導入* (中)

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。

1995年11月30日にロンドン証券取引所の理事会でオーダードリブン方式の導入が決定されてから1997年10月20日に導入されるまで約2年の歳月が流れたが、オーダードリブン方式の導入決定が難航したのと同様に、実際にオーダードリブン方式が導入されるまでも数多くの紆余曲折が見られた。1996年1月の第1回討議資料、1996年5月の第2回討議資料、1996年10月の原案、1996年12月の原案の修正、1997年1月の最終案、1997年4月の最終案の修正、1997年7月のWPAに関するSIBの決定、そして1997年10月導入直前の規則変更と、新取引制度の取引要綱は何度となく変更された。

なかでも最も特筆すべきは、指値注文板を通じての取引と相対で行われる取引の間を結ぶinteractionと呼ばれる指値注文板の消化義務が取引開始の6カ月前になって廃止されたことであろう。機関投資家の大口注文をマーケットメーカーが一手に引き受けるという従来のロンドン市場の特徴を生かしながら、投資家が指値注文板を直接用いて取引執行コストを削減するという企ては、他の市場では見られない独特の様相を呈していた。さらに、個人投資家を中心とした小口取引はT+10の非標準決済取引を好み、こうした需要も大手マーケットメーカーが最良気配での自動執行を通じて満たしてきたというロンドン市場特有の事情もオーダードリブン方式の導入に影響を及ぼしていたようである。

目 次

- I. はじめに
- II. 新取引システム導入の背景
 - 1. ビッグバン以前
 - 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, 本誌11号)
- III. 新取引システム導入のプロセス
 - 1. 第1回討議資料
 - 2. 第2回討議資料
- 3. SETSの原案
- 4. 原案の修正
- 5. SETSの最終案
- 6. 最終案の修正
- 7. 導入への準備
- 8. SETSの導入 (以上, 本号)
- IV. 新取引システムの評価

III. 新取引システム導入の プロセス

1. 第1回討議資料

オーダードリブン方式の導入に関する最初の討議資料は理事会での導入決定から1カ月余り、ローレンス理事長の罷免から1週間後の1996年1月11日に発行された。『新電子取引サービス：公開指値注文板の実施』と題されたこの文書は、イントロダクション、取引環境の変化をもたらした諸要因、核となる新しい能力、解決すべき諸問題、更なる将来性への長期計画、と3つの付録からなり、会員会社や市場参加者から2月17日までに意見を求めた¹⁾。

ロンドン証券取引所自身の説明によれば、ビッグバンは未だ終わざる革命であり、いくつかの重要な構造的問題を残したが、最大の問題は取引を完全にコンピューター化することなく、取引フロアを廃止したことにある。1986年当時、競争的マーケットメーカー制の採用は適切であったが、いまや多くの取引が自動執行やオーダードリブン方式で執行されるようになってきている。そして、今回のオーダードリブン方式の導入をもたらした要因としては、機関投資家のコスト

削減要求、マーケットメーカーの低収益、技術の進歩と単一EUパスポートがもたらしたヨーロッパ各国取引所との競争、監督当局やEU投資サービス指令による取引公表規則の強化が上げられている。

この討議資料の段階では取引要綱は提示されておらず、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併用するということと5種類の注文が予定されていることしか明らかにされていない。5種類の注文形態は、①注文板への指値注文 (limit order)、②マーケットメーカーへの指値注文 (committed principal order)、③注文板の指値注文に対する一括執行注文 (at best order)、④注文板の特定の指値注文に対する一括執行注文 (hit order)、⑤一括執行や執行相手を特定できる指値注文 (exposure order) である。

1996年8月に予定されているSEQUENCEプログラムの完成によって、同一プラットフォーム上で競争的マーケットメーカー制とオーダードリブン方式の併用を実現できるが、SEQUENCEプログラムはできるだけ幅広いオプションが選択できるように設計されており、その細目は市場参加者の意見を取り入れながら、進めていくとされている。そして、この討議資

料では21の質問が行われており、主なものを列挙すると、

- ①指値注文板の対象はFTSE100銘柄、FTSE100銘柄とFTSE250銘柄、全イギリス株式、その他、のいずれにすべきか（Q.1.1）。
- ②FTSE100銘柄のような高流動性銘柄への導入は流動性を低下させると考えるか（Q.1.2）。
- ③どのような形で大口取引を指値注文板と関わらせるべきか（Q.3.1）。
- ④大口取引が指値注文板を消化しなければならないとすれば、それは大口取引執行の時点か、それとも公表の時点か（Q.3.2）。
- ⑤指値注文板で取引すると、カウンターパーティ・リスクが問題となると考えるか（Q.4.2）。
- ⑥カウンターパーティ・リスクに対処するには、自動執行される数量を制限するのか、参加者の格付けに応じて使用を制限するのか、取引所がセントラル・カウンターパーティになるのか（Q.4.3）。
- ⑦指値注文板を導入する方法は、限られた銘柄で試験的に導入し、次第に対象銘柄を広げていくのか、取引量を制限した上で試験的に導入し、次第に制限を緩和していくのか、準備の整った利用者を対象として試験的に導入し、次第に利用適格者を広げていくのか、その他の試験的方法か、あるいは一気に実施すべきか（Q.6.1）。
- ⑧新取引制度の導入時期はSEQUENCEの完了時にすべきか、それ以後にすべきか（Q.7.1）。
- ⑨新取引制度はSEAQIにも導入すべきか（Q.8.1）。
- ⑩関心がある自動執行サービスは、低流動性銘柄のための定時オークションか、FTSE100指数先物満期時の構成銘柄のオークションか、オープニング価格を決定するためのオークションか（Q.11.1）。

こうした質問事項を見ると、ロンドン証券取引所はFTSE100等の高流動性銘柄を対象として新取引制度を導入し、指値注文板を使わない大口取引に指値注文板を消化させようとしていることが読み取れる。

これらの質問に対する回答はPAコンサルティンググループによって集計され、3月6日にロンドン証券取引所から発表された²⁾。180の回答のうち多数は広く意見を求めるこのコンサルテーション方式を支持していたが、21%の回答は説明が不十分である、ないし回答期限が短すぎるとしていた。

各質問事項に対する回答結果によると、

- ①対象銘柄については、42%が全イギリス株式、21%がFTSE100銘柄、9%がFTSE100とFTSE250銘柄、10%がその他と回答していた。
- ②指値注文板の導入に伴う高流動性銘柄の流動性への影響に関しては、60%が流動性は低下しないと回答していた。
- ③大口取引と指値注文板の関係については、39%が大口取引は指値注文を消化すべき、36%が消化すべきでない、18%が一定量以下の大口取引のみ消化すべきとしていた。
- ④大口取引に伴う指値注文板の消化の時期に関しては、60%が大口取引執行時、40%が大口取引公表時と回答していた。
- ⑤カウンターパーティ・リスクに関しては、リスクを感じる者とそうでない者に回答はほぼ二分されていた。
- ⑥カウンターパーティ・リスクへの対処については、64%が取引所がセントラル・カウンターパーティとなるべきと回答し、参加者の格付けに応じて制限すべきが10%、自動執行の数量を制限すべきが9%であった。

- ⑦指値注文板の導入方法に関しては、65%が特定銘柄で試験的に実施、25%が一気に導入と回答しており、注量の制限や参加者の制限にはほとんど支持はなかった。
- ⑧指値注文板の導入時期に関しては、SEQUENCEプログラム完了時とそれ以後で回答はほぼ二分されていた。
- ⑨SEAQIへの指値注文板の導入に関しては、59%の回答が導入を支持していたが、本国に指値注文板が存在しているので不要という見解も見られた。
- ⑩関心がある自動執行サービスは、低流動性銘柄のための定時オークション (58%)、オープニング価格を決定するためのオークション (24%)、FTSE100指数先物満期時の構成銘柄のオークション (12%) の順であった。

これらの回答結果はロンドン証券取引所の思惑通り、ほぼ予想されたものであったが、対象銘柄に関してだけは42%が全イギリス株式を希望しており、予想外であった。これは銘柄によって取引方法が異なるという混乱を回避しようとしていたためと考えられる。

PAコンサルティンググループによる第1回討議資料に対する回答の集計結果を受けて、ロンドン証券取引所はオーダードリブン方式の導入時期は少なくとも1年以上先になり、対象銘柄は当初FTSE100構成銘柄に限ることを3月21日の理事会で決定し、5月はじめに第2回討議資料を発行することを発表した³⁾。

2. 第2回討議資料

第2回目の討議資料は1999年5月に発行された。『新電子取引サービス：公開指値注文板の導入に関する提案』と題された文書は、イントロダクション、変化への対応、目的と成功の基

準、計画されている指値注文板の特徴、規制面と財務面でのインプリケーション、導入の手続き、指値注文板の利点、その他の問題、という8つの章と3つの付録からなり、会員会社や市場参加者に7月12日までに意見を求めた⁴⁾。第1回目の討議資料では新取引制度の枠組みに関する説明が多く、具体的な取引要綱はほとんど示されていなかったのに対して、第2回目の討議資料は取引制度に関するかなり具体的な説明が見られた点が特徴と言える。

この討議資料では具体的な取引制度の説明の前に、改めて新取引制度採用の目的と成功の基準が簡潔に示されている。討議資料で取り上げられた4つの主な目的は、①投資家・仲介業者・発行企業のいずれにとっても魅力的な取引環境の提供、②あらゆる参加者にとって流動性が高く、公平な市場の提供、③安定的で規制当局から度重なる圧力を受けないような市場構造の提供、④注文を最大化する整然とした市場の提供であり、新制度の成功の目安となる5つの基準として、①総取引量が導入後に増加していること、②気配値スプレッドが縮小していること、③イギリス株取引の大半が指値注文板を通じて行われること、④大口取引に対するロンドン市場の能力が維持されていること、⑤指値注文板が幅広いニーズに応じて流動性と迅速性を十分に提供していることが上げられている。

この討議資料では取引要綱がかなり細かく提示されており、これに対するコメントと未確定の非標準決済・匿名性・CRESTを通じての決済についての質問に対する回答が求められている。

まず、新取引システムの対象はFTSE100指数構成銘柄 (銘柄入れ替えに伴って指数から外れた銘柄も新取引システムの対象) であり、注文

板は誰でも見られるが、注文を入力できるのは従来通り会員業者のみで、会員業者は取引所に登録することで独自の自動執行システムを利用することができる。

注文は匿名で表示され、hidden orderは認められず、取引が成立した際には価格と数量が即時に公表され、従来通り当事者のみに取引相手が通知される。また、引け値は取引終了時の最良気配の中値で示される。

注文形態は、①注文板への指値注文（limit order）、②注文板の指値注文に対する一括執行注文（at best order）、③注文板の特定の指値注文に対する一括執行注文（hit order）、の3種類であり、at best orderとhit orderの違いはhit orderは価格を入力し、必ず1対1の執行であるのに対して、at best orderは必ずしも価格を入力する必要がなく、1対1の執行であるとは限らない点である（第1回目の討議資料で区別されていたマーケットメーカーへの指値注文（committed principal order）と一括執行や執行相手を特定できる指値注文（exposure order）はこの討議資料では撤回された）。

新取引制度を通じての最低取引単位は1株、最大NMSの99倍であり、最小値幅は1/4ペンス、注文は価格優先・時間優先の原則に従って執行される。また、価格変動に伴う取引停止措置は例外的な場合を除いて導入する予定はないとされている。

マーケットメーカーが行うNMS6倍を超える標準決済取引で指値注文板の最良気配よりも優れた値段でない場合には、NMSまたは当該取引の10%のうち大きい方まで指値注文板の注文を消化（interaction）しなければならず、NMS6倍以下の取引では指値注文板の最良気配よりも優れた値段でない場合には同値またはより優れ

た指値注文板の注文をすべて消化しなければならない。

取引は、①7時50分から8時までの注文入力・取消が可能なプレオープニング、②8時から8時30分までの寄り付き（Uncrossing）とそれに続く取引（マーケットメーカーは気配請求に答える義務はないが、interactionの義務を負う）にあたるオープニング、③8時30分から16時30分までのノーマル・トレーディング（マーケットメーカーは気配請求に答える義務とinteractionの義務を負う）、④16時30分から翌日7時50分までの注文板閉鎖（注文入力・取消もできず、マーケットメーカーは気配請求に答える義務もinteractionの義務も負わない）、の4つの局面に区別されている。なお、Uncrossingは指値注文板にあるlimit orderのみを対象として行われ、その他の形態の注文をすることはできず、またUncrossingにのみ有効な注文をすることもできない（limit orderを取り消すにはUncrossing終了後にlimit orderの取消を行う必要がある）。また、Uncrossing開始後にはUncrossingが終了するまで注文の追加や取消を行うこともできない。

第2回目の討議資料に対する回答も第1回目と同様にPAコンサルティンググループによって集計され、7月28日にロンドン証券取引所から発表された⁵⁾。今回の回答総数は105件で、前回の半分程度であり、前回と同様に回答期限が短すぎるという意見も見られた。

非標準決済・匿名性・CRESTを通じての決済に関する質問への回答とその他に関するコメントを要約すると、

①FTSE100銘柄の非標準決済取引について大半の回答者は現状では5%未満と答えており、決済システムのCRESTへの移行と指値注文板

の導入によってこの種の取引は若干増加するものと予想されており、さらに決済期限のT+5からT+3への短縮によってかなり増加するものと考えられている。

- ②取引後の匿名性については過半数のマーケットメーカーは重要と考え、大半のプローカーは重要ではないと考えており、全体では匿名性が重要となる取引の比率は5%未満であり、この比率は指値注文板の導入時と導入1年後という質問でもほとんど違いが見られなかった。
- ③CRESTを通じての決済に直接リンクさせることについては過半数が望ましいと回答していたが、CRESTへのリンクが指値注文板導入に与える必要条件かという質問にはNoがYesのほぼ2倍に達していた。
- ④取引の開始時間について、プレオープニング（7時50分から8時まで）とノーマル・トレーディング（8時30分から16時30分まで）の間の時間をもっと短くするべきとのコメントが数多く寄せられた。
- ⑤注文の種類に関しては、hit orderは価格優先・時間優先の原則を破り、大口注文の発注者を確認するために小口取引を執行することで匿名性の保持にも反するという見解が多数寄せられた。
- ⑥最も多くのコメントが寄せられたのはinteractionについてであり、問題はinteractionの存在そのものよりもinteractionの水準をどうすべきかというものが多かった。多くのマーケットメーカーと機関投資家は水準を引き下げるべきと主張し、多くのプローカーは水準を引き上げるべきと主張しており、意見は分かれていた。
- ⑦価格決定の方法に対しても多くのコメントが寄せられ、終値は加重平均価格とすべきで、

FTSE100先物・オプションの最終清算価格も加重平均価格にすべきというものが多かった。

- ⑧回答者の多くは部分執行（partial fill）と多重執行（multiple fill）の決済費用の説明を不十分と考えており、決済費用の上昇は利用量に影響すると考えていた。
- ⑨信用リスクの問題については、取引所がセントラル・カウンターパーティになることがこの問題を解決するという意見が多かったが、セントラル・カウンターパーティの導入の是非についてはそのコストによると考えている者が多かった。
- ⑩マーケットメーカーの存続については、反対意見は少なく、マーケットメーカーの売買義務についてはマーケットメーカーは顧客と会員業者を区別すべきと主張しており、プローカーは区別すべきでないとして主張していた。

3. SETSの原案

1996年10月8日、2度の討議資料とこれらに対するコメントをもとにして、ロンドン証券取引所は新取引制度の導入に伴う規則変更の原案と取引要綱の原案を発表し、11月15日を期限としてコメントを求めた⁶⁾。

取引要綱の原案は第2回目の討議資料で示されたものを部分的に修正した形であるが、小口注文を指値注文板から排除した点とマーケットメーカーの気配表示義務を撤廃した点が大きく異なっている。

小口注文を指値注文板から排除した理由は、指値注文板の最小注文単位を引き上げることで多重執行の可能性を下げると同時に、小口注文で人為的に価格を動かそうとする価格操作の危険性を回避すること、また小口執行で発注相手を特定することを困難にして発注者の匿名性を

保つのに役立つことが上げられている。さらに、小口注文は個人投資家からの注文が中心で、個人投資家の注文はT+5の標準決済取引ではなく、T+10の非標準決済取引が多いので、セントラル・カウンターパーティを導入しない限り、受渡決済に支障をきたすことも一因として上げられている。ただし、こうした理由はもっともであるが、従来のSEAQのもとで独自に自動執行システムを導入して小口注文を一手に引き受けてきた大手マーケットメーカーへの配慮が働いたとも考えられることを付け加えておこう。

他方、マーケットメーカーの気配表示義務の撤廃は、7月24日に大蔵大臣がマーケットメーカーへの印紙税免除特権をイギリスの取引所上場銘柄に対してはすべての会員業者に適用すると発表したことに基づいている。従来は印紙税の免除・IDBの利用・3%ルール（各銘柄の3%以上の株式を保有した場合の公表義務）の免除といった特権と引き替えにマーケットメーカーは売り買いの気配値を表示することが義務づけられていたが、特権の見直しによってマーケットメーカーに気配表示義務を課し続けることは困難になったというのが実状である。ただし、すべての銘柄に関して印紙税は免除されるが、マーケットメーカーの義務が撤廃されるのは指値注文板が導入されるFTSE100指数構成銘柄だけである。

第2回討議資料からのその他の変更点は以下の通りである。

①指値注文板を利用する会員業者は注文の入力・取消を行う登録担当者（registered employee）を取引所に届け出る必要があり、登録担当者は取引所から登録代表資格（registered representative qualification）を取得しなければならない。

②注文形態は、注文板への指値注文（limit order）、注文板の指値注文に対する一括執行注文（at best order）、注文板の指値注文に対する執行注文（fill and kill order）、の3種類に改められ、at best orderとfill and kill orderの違いはat best orderが一括執行を条件としているのに対して、fill and kill orderは部分執行の可能性があり、執行されなかった注文は取り消される点が異なっている（第2回目の討議資料で説明されていた注文板の特定の指値注文に対する一括執行注文（hit order）は時間優先義務に反し、注文主を特定するために用いられる可能性があるとして、この段階で撤回された）。

③新取引制度を通じての最低注文単位は1株から1株5ポンド以下の銘柄で1,000株、5ポンド超の銘柄で500株に引き上げられた。ただし、最小取引単位は1株であり、最低注文単位を超える株数では1株刻みで注文できる。

④最低注文単位を超える標準決済取引で指値注文板の最良気配よりも優れた値段でない場合、NMS 6倍を超える取引ではNMSまたは当該取引の10%のうち大きい方まで、NMS 6倍以下の取引では当該取引規模まで、指値注文板の同値またはより優れた指値注文をすべて消化しなければならなかったが、一律NMSの3倍または当該取引規模のうち大きい方までに変更された（ただし、NMS 6倍を超える取引については別規定を定める予定であり、追って協議文書を公表することが約束されている）。また、小口注文執行業者はNMSの10%を超える取引についてのみinteractionの義務を負う。

⑤価格変動に伴う取引停止措置は例外的な場合を除いて導入する予定はないとされていたが、

一定の値幅に達した際に一時的な取引停止措置の導入が示唆されており、一定時間経過後、寄り付きと同様なUncrossingによって取引は再開されるという見通しも述べられている。

- ⑥取引所に支払う手数料については、現行通り、イギリス株で1.5ペーシスポイント（最低25ペンス、最高10ポンド）とするが、将来的に見直す可能性はあると述べられている。

取引要綱の原案の最後には、指値注文板の導入計画の予定表が示されている。多くの実務家との話し合いの結果、FTSE100指数構成銘柄への指値注文板の導入は週末に一気に実施することが望ましいという暫定的な結論に達したと記されている。その理由としては、分かりやすいこと、会員業者が準備しやすいこと、移行に伴う中断期間を最小化できること、移行に伴う費用を最小化できることが上げられている。導入計画予定表によると、1996年第3四半期における理事会承認と取引概要・新規規則の発行、第4四半期における取引要綱の発行、第4四半期半ばまでのコメント受け付けと導入計画の作成、これを受けた取引要綱と規則の修正、最終導入計画と規則の発行、そして1997年第1四半期における最終取引要綱の発行、第2四半期における利用者テスト、第3四半期半ばからのリアルタイム・サービスの提供、第4四半期における指値注文板の導入、という一連の計画が提示された。

4. 原案の修正

1996年12月6日、ロンドン証券取引所はFTSE100指数構成銘柄への指値注文板の導入期日が1997年10月20日であることを発表した。そして、10月に発行した規則変更の原案と取引要

綱の原案に対するコメントを受け、12月12日に2つの原案の修正案とWPA (Worked Principal Agreement) およびinteractionに関する説明文書を発表し、1月10日を期限として関係者にコメントを求めた⁷⁾。今回の文書ではじめて新取引制度の略称がSETS (Stock exchange Electronic Trading Service) であることが示され、1997年1月20日に新規規則と取引要綱の最終案が発表されることが明らかにされた。

取引要綱の修正案は原案で示された内容を部分的に修正したものであるが、取引情報の公表が猶予されるWPAについての規定を新たに付け加えているのが特徴である。

WPAは会員業者がSETS対象銘柄またはSETS対象銘柄を含むポートフォリオを対象として自己勘定でカウンターパーティと行う大口取引のことで、最低保証価格と最低取引量について合意がなければならない。個別銘柄の場合には取引情報の公表遅延が認められているNMS 6倍超の取引、ポートフォリオの場合には20銘柄以上で取引価額で3,000万ポンド以上の取引に限られる。

WPAを行う会員業者は会社名、カウンターパーティ名、日時、取引対象、売り買いの区別、最低保証価格、最低取引量等を明記したWorked Principal Notificationを取引所に即座に通知しなければならない。通常は当日の引けまたはリスク・ポジションの90%が解消された時点の早い方で取引情報が開示される。ただし、申請によってNMS20倍超から75倍までの取引では翌営業日の引けまで、NMS75倍を超える取引では5営業日まで猶予される。(ポートフォリオの場合には取引規模・構成・流動性・外国株等を考慮して別途定められる。)

なお、WPAに関しては指値注文板の注文を消

化するinteractionの義務が免除されることになったが、WPAのポジション解消を指値注文板以外で実施し、その取引がNMS 6 倍超のWPAでない場合には、このポジション解消取引に関してはinteractionの義務が生じる。

取引要綱原案からのその他の変更点は以下の通りである。

- ①指値注文板を利用する会員業者は注文の入力・取消を行う登録担当者を取引所に届け出るといった制約は撤廃され、SETS導入に伴って新たな手続きをする必要はなくなった。ただし、会員業者がディーラーの資格要件に関する自主規制機関のガイドラインを遵守するという従来の規則は存在する。
- ②寄り付き前の指値注文板への注文入力・取消期間 (Opening) は 7 時45分から 8 時までで 5 分間拡大され、8 時のUncrossingから16時30分までの期間がノーマル・トレーディングであり、8時30分の価格ではなく、Uncrossing 価格が公式始値に変更された。また、終値も最良気配の中値から最終取引価格に変更され、FTSE100指数も最良気配の中値ではなく、最終取引価格によって計算されることになる。
- ③注文形態は、注文板への指値注文 (limit order)、注文板の指値注文に対する成り行き注文 (at best order)、注文板の指値注文に対する一括執行注文 (fill or kill order)、注文板の指値注文に対する執行注文 (execute and eliminate order)、interaction注文 (priced interaction order) の 5 種類に改められた。at best orderはfill or kill orderから区別され、価格を入力することはできず、部分執行もありうる成り行き注文として定義し直された。execute and eliminate orderはfill and kill

orderの名称を変更しただけであり、at best orderとの違いは価格を必ず入力しなければならない点である。今回追加されたpriced interaction orderはexecute and eliminate orderとほとんど同じタイプの注文であるが、interactionを行うときにのみ用いる注文で、執行価格が指値注文板の値段ではなく、priced interaction orderで入力された価格によって決定される点が異なっている。さらに、これまではlimit orderの有効期限は期日の指定がない限り、執行されるまでであったが、最長25営業日までと定められた。

- ④新取引制度を通じての最低取引単位は顧客注文に関しては原案通り 1 株 5 ポンド以下の銘柄で1,000株、5 ポンド超の銘柄で500株であるが、業者の自己売買に関しては各銘柄のNMSにすることが示唆されている。
- ⑤取引情報の公表はNMS 6 倍超のリスク取引については60分間の猶予、WPAについては当日の引けまたはリスク・ポジションの90%が解消された時点の早い方まで (申請によってNMS20倍超から75倍までの取引では翌営業日の引けまで、NMS75倍を超える取引では5 営業日まで) 猶予されるが、その他の取引は即時に公表される。(なお、取引公表に関してはSIBとともに検討中であり、SETS導入にあたって従来の基準を変更する必要があるかどうかは1997年4月末までに決定する予定である。)
- ⑥取引情報の公表が猶予されるNMS 6 倍超のリスク取引 (WPAを含む) はinteractionを免除されるが、すべての非リスク取引を含むその他の取引では取引価格でpriced interaction orderを用いてinteractionを行わなければならない。また、小口注文執行業者はNMSの

50%を超える顧客取引またはNMSの10%を超える業者取引についてもinteractionの義務を負う。さらに、取引対象が非標準決済であるというだけでinteractionを免除してきた非標準決済取引に対してもNMSの50%を超える取引については標準決済取引によるinteractionの義務が付け加えられた。

- ⑦価格変動に伴う取引停止措置はUncrossing (寄り付きまたは直前の取引停止時)の最良気配値から5%に達した際に15分間取引が停止され、寄り付きと同様なUncrossingによって取引は再開される。
- ⑧AIF (Automated Input Facility) と呼ばれる注文自動入力装置を使用する者はその機能を取引所に登録しなければならず、取引所は必要な場合にはAIFを通じた注文を制限することができる。
- ⑨信用リスクの問題については、指値注文板を通じての取引では信用リスクの高い相手と取引を行う可能性があるという心配に対して、取引所が指値注文板を通じての取引に支障をきたすと判断した者の注文を削減ないし停止する方向で監督当局と協議が進められている。
- ⑩SETS導入計画の予定表では、1997年1月半ばまでに規則と技術的細目を修正し、3月末にソフトウェアの承認、4月に試験的サービスの開始、5月はじめに会員業者のアクセス状況の確認、6月末に非会員へのアクセス状況の確認、7月末にはこうした里程表の達成状況を踏まえて10月20日の取引開始が最終的に確認され、9月末には指値注文板を通じての取引の予行演習を行い、10月20日からの取引が開始されることになっている。

5. SETSの最終案

1996年12月12日に発行した規則変更の修正案と取引要綱の修正案に対するコメントを受け、ロンドン証券取引所は1997年1月20日にSETS導入に伴う新規規則の最終案と取引要綱の最終案を発表した⁸⁾。1996年5月の第2回協議資料に始まり、10月の原案、12月の修正案と繰り返し変更が加えられてきたSETS導入に伴う取引要綱もようやく固まったわけであるが、細部においてはまだ今後の検討課題として留保されている点も数多く見られる。1986年のビッグバンの際にはこれほどの錯綜は見られず、クオートドリブン制の伝統を持つロンドン証券取引所でのオーダードリブン制の導入がいかに難しいかがわかる。

新規規則の最終案は12月の規則変更の修正案を踏襲しているが、4つの点で変更が行われた。

- ①SEAOQのもとで小口注文自動執行サービスを提供している大手業者はSETS導入後もこの種のサービスを提供する意向であるので、こうした活動をサポートする意味から一定量以下の取引についてはinteractionを免除する方針であったが、この免除規定はあらゆる取引に適用されることに変更された。ただし、免除の対象となる取引の水準は監督当局との協議によって決定することになっている。
- ②interactionはpriced interaction orderを通じて場外取引価格で執行することになっていたが、execute and eliminate orderを通じて指値注文板上の価格で実行されることに変更された。
- ③非標準決済取引に対してもNMSの50%を超える取引については標準決済取引によるinteractionを義務づけるとしていたが、非標準決

済取引についてはinteractionは免除されることになった。

- ④WPAを含む取引情報の公表遅延が認められる大口取引の水準は、実証分析及び監督当局との協議を通じて1997年前半に決定する。

他方、取引要綱の最終案でも12月の修正案にかなりの変更が加えられており、新規則で上げた4点以外の変更点は以下の通りである。

- ①寄り付き前の指値注文板への注文入力・取消期間 (Opening) は7時45分から8時までの15分から8時から8時30分までの30分間に15分間延長され、これに伴って8時のUncrossingは8時30分に繰り下げられ、8時30分から16時30分までの期間がノーマル・トレーディングとなり、16時30分から17時までの30分間が注文取消のためのOrder deletionとして新たに追加された。

- ②limit orderの有効期限は最長25営業日から最長31日間 (土・日・祝日を含む) に変更された。

- ③execute and eliminate orderによるinteractionの実施に伴い、priced interaction orderは当面使用停止となった。

- ④interactionの水準はNMSの3倍または指値注文板以外での取引規模のうち大きい方までとされていたが、指値注文板以外での取引規模までに変更された。

- ⑤新取引制度を通じての最低注文単位は当面、業者の自己売買についても顧客注文と同様に1株5ポンド以下の銘柄で1,000株、5ポンド超の銘柄で500株と決定された。また、最低注文単位未満の取引は指値注文板以外で執行するだけでなく、集計して指値注文板上で執行することも認められた。

- ⑥最小値幅は一律1/4ペンスとされており、当

面はこのままであるが、将来的には1株5ポンド未満の銘柄で1/4ペンス、1株5ポンド以上10ポンド以下の銘柄で1/2ペンス、1株10ポンド超の銘柄で1ペンスという具合に銘柄ごとに異なる最小値幅を導入することが示唆されている。

- ⑦価格変動に伴う取引停止措置はUncrossing (寄り付きまたは直前の取引停止時) の最良気配値から5%に達した際に15分間取引が停止されるとされていたが、最良気配値から10%に達した際に10分間の取引停止に変更された。

- ⑧SETS導入計画の予定表では、4月14日に試験的サービスを開始し、4月14日から9月4日までのシステム適合性テスト、5月12日から10月14日までの市場準備サービス (スタッフの訓練とシミュレーションによる練習)、6月末に非会員へのアクセス状況の確認、7月20日の里程表達成状況を踏まえた取引開始日の最終決定、8月31日から10月12日までのリアルタイムデータを用いた接続テストサービス、9月6日から10月12日までの指値注文板を通じた取引の予行演習、そして10月20日からの取引開始と実施時期が修正案よりもより明確化された。

6. 最終案の修正

ロンドン証券取引所は1997年1月はじめにSETS導入後の市場構造のもとでの取引公表義務に関して、オリバー・ワイマン (Oliver, Wyman & Company) というコンサルタント会社に調査を依頼した。この調査結果は1997年4月にロンドン証券取引所に提出された⁹⁾。

この調査の依頼にあたってロンドン証券取引所は以下の2つの仮説を検証することを求めた。

①a) 市場の流動性を実質的に低下させることなく、市場の透明性を高めることはできるのか、またb) 取引情報の公表延期を補完するようにWPAを導入することができるのか。

②a) SETS導入後に予想される市場の変化に対してさらに考慮すべき点は存在するのか、そしてb) SETS導入後にどのようにして見直しを行うべきか。

これに対して、オリバー・ワイマンは2段階の作業を行った。まず第1段階では、詳細な市場の動きと仲介業者の取引パターン、仲介業務のリスクとリターンを分析するために、またSETS導入後の市場行動の予想に役立てるために、ロンドン証券取引所から提供された1996年3月から8月までと1996年12月から1997年2月までの取引データを用いて詳細な分析を行った。そして第2段階では、諸外国の株式市場に関する詳細な分析と比較し、41人の投資家と27人の仲介業者に包括的なインタビューを行った。

オリバー・ワイマン報告書の結論は以下の3点に要約されている。

①実質的に市場の流動性を低下させることなく、取引情報の即時公表とSETSを補完するWPAによって市場の透明性を高められる余地は十分にある。なぜならば、

a) WPAのもとですべての取引は成立と同時に即座に公表される。取引情報の公表延期が認められている現在の制度のもとでは4%が3分以内に、約30%が30分以内にポジションを解消しているにもかかわらず、一律1時間の公表延期が認められており、市場の質の改善が期待できる。

b) 取引情報の公表延期が認められていないにもかかわらず、protected tradeは大多数の投資家に用いられ、顧客取引額の20%

にも達しており、WPAは投資家の取引条件を改善する可能性を持っている。

c) WPAは現在の1時間の取引公表遅延措置よりも仲介業者にとってよりよいリスク管理手段である。

オリバー・ワイマン報告書はWPAの利用に対する制限が強すぎる可能性が高いと考えており、NMSの6倍ではなく、NMSの3倍にすることを提案している。というのもNMS3倍の取引はprotected tradeが行われているNMS3倍からNMS6倍の取引の15%に当たり、投資家に価格ないし数量の改善をもたらされる可能性が高いからである。さらにWPAの取引情報の公表が翌日扱いになる水準もNMSの75倍からNMSの30倍に引き下げるべきだとしている。その理由としてはNMS30倍は顧客取引総額の4分の3で日々の売買高と比べて十分に大きく、大口取引のオーバーナイト・リスクの75%はNMS30倍以上の大口取引から生じているという事実とも整合的だとしている。

②interactionの義務は撤廃すべきである。なぜならば、

a) ユーロッパの証券取引所で活発に取引を行っている人々とのインタビューによれば、SEAQIに代表される指値注文板以外での大口取引と各取引所の指値注文板の間ではinteractionの義務がないにも関わらず、仲介業者は指値注文板を用いてポジションの解消を行っている。

b) SEAQIの取引とヨーロッパの証券取引所の取引を分析した結果、通常の取引よりもかなり大きな取引がSEAQIで行われた際には指値注文板での取引も増加しており、先の証言を裏付けている。

c) 諸外国の経験を見ても、i) 強制的なinter-

actionは大口取引の執行を国外で実施させることになり、当初の目的を達成していないし、またii) ますます増加しているバスケット取引やプログラム取引を複雑化していることが上げられている。

③NMSは株式のリスクを計る手段としては不適當であり、見直す必要がある。なぜならば、

a) 売買高に基づくNMSよりも売買高と価格変動特性を加味したNMV（Normal Market Value）の方が当該銘柄のリスクをよりよく表すことができる。

b) NMSは季節的な影響を考慮することができない。他方、NMSは現在12段階に區別されているが、よりよいリスク尺度にし、低流動性銘柄の歪みを避けるために、18段階に細分化することも提案されている。

オリバー・ワイマン報告書を受けて、ロンドン証券取引は4月18日に新規則と取引要綱の最終案の修正、そしてWPAに関する説明文書の修正を発表した¹⁰⁾。この決定におけるポイントは、取引情報の即時公表・WPAの導入・interactionの義務の撤廃の3つであり、なかでもinteractionの廃止はSETSと大口取引の關係に大きな影響を及ぼしかねないことから驚きをもって迎えられた。当初から大口取引を引き受けている大手マーケットメーカーはinteractionの義務に反発していたが、interactionを廃止するための十分に説得的な論拠は提示されておらず、これを詳細に展開したオリバー・ワイマン報告書はinteractionの撤廃のために作成された御用文書だとの見方も一部には存在する。オリバー・ワイマン報告書の背景にどのような事情があったのかははかりかねるが、報告書そのものは立派な出来映えであり、ロンドン証券取引所にSETS導入6カ月前という時点で重大な変更を

決意させる形となった。

WPAに関する説明文書によると、WPAの適用水準・解消水準・取引情報公表延期水準についてはSIBとのさらなる協議が必要であるとされているが、SIBの意向がオリバー・ワイマン報告書の提案と併記して説明されている。

①WPAの適用水準に対して、オリバー・ワイマン報告書はNMSの3倍を提案していたが、取引所の検討委員会では従来通りNMSの6倍をより相応しいと考えており、SIBはNMVの10倍に引き上げたいという意向が示されている。

②WPAの解消水準に対して、オリバー・ワイマン報告書は最終案と同じ90%のリスク水準を提案していたが、SIBは70%のリスク水準に引き下げたいという意向が示されており、さらに業者ごとのリスク管理方法の違いを考慮してリスク評価のより厳密な評価方法の採用も検討したいとしている。

③WPAの取引情報公表延期水準に対して、オリバー・ワイマン報告書はNMSの30倍超を翌営業日以降への延期水準として提案していたが、SIBは現行の大口取引公表水準のNMSの6倍と超大口取引公表延期水準のNMSの75倍以外に新たな水準を設ける必要があるのかを検討したいとしている。

これに加えて、WPAに関する説明文書では、WPAの開始に伴う取引条件の取引所への通知方法が以下のように規定されている。

①8時30分から17時15分までに開始されたWPAは3分以内に取引条件が取引所に通知されなければならない。

②17時15分から翌営業日の7時15分までに開始されたWPAは7時15分から8時までの間に取引条件が取引所に通知されなければならない。

- ③ 7時15分から8時30分までに開始されたWPAは3分以内または8時30分のうち遅い方までに取引条件が取引所に通知されなければならない。

取引要綱の最終案からのその他の変更点は以下の5点である。

- ① interactionの廃止に伴い、priced inter-action orderは廃止された。
- ② 最小値幅は一律1/4ペンスから1株5ポンド未満の銘柄で1/4ペンス、1株5ポンド以上10ポンド以下の銘柄で1/2ペンス、1株10ポンド超の銘柄で1ペンスと異なる値幅に変更され、値幅の変更は3カ月に1度のFTSE100指数の見直しに合わせて行われる。
- ③ FTSE100先物・オプションの最終清算価格が決定される満期日の10時10分から10時30分までの20分間には10%の価格変動に伴う取引停止措置は発動されない。
- ④ SETS対象銘柄を含むポートフォリオのWPAに関しては、20銘柄以上で取引価額で3,000万ポンド以上という制約が単に20銘柄以上という制約に改められた。
- ⑤ AIFの定義が20銘柄以上の注文を同時に発注することができるシステムと明確化された。

7. 導入への準備

1997年4月14日にSETSへの試験的接続サービスが開始され、SETSの利用を希望する会員のシステムがロンドン証券取引所の中央システムと正常に接続できるかどうかシステム適合性サービステストによって試された。このテストに合格することがその後のサービステストの必要条件になっており、とりわけ市場準備サービスと取引予行演習は10月20日からのSETS利用の準備にとって不可欠とされている。なお、

これらのテストに関する詳細はインターネット上の特設ホームページ (www.sets.co.uk) で公開されており、65万ページにのぼる専門的文書が入手可能である¹¹⁾。

5月12日からはシステム適合性サービステストに合格した会員を対象として市場準備サービスが実施に移された。市場準備サービスでは実際のSETS導入後に想定される状況をシミュレーションした環境のもとでのシステムの作動を会員が確認することができ、ビジネス戦略の確立、ビジネス戦略の実行プロセス、スタッフのトレーニング、最新技術といった数々の市場準備活動をサポートしている¹²⁾。

7月23日、SIBは『広範な市場の透明性の確保に向けて』と題する報告書を大蔵大臣に提出し、懸案となっていたWPAの認可水準をNMSの8倍超とし、WPAの取引情報公開期限をリスク・ポジションの80%が解消された時点または当日の取引終了時点の早い方とする決定を行った¹³⁾。これを受けてロンドン証券取引所は会員に通達を發し、①WPAの認可水準がNMSの8倍超であること、②WPAの取引情報公開期限がリスク・ポジションの80%が解消された時点または当日の取引終了時点の早い方であること、③実質的な会社の譲渡のような例外的な場合に限ってWPAの取引情報公開を翌営業日まで延期することを發した¹⁴⁾。

7月31日、ロンドン証券取引所は当初設定したSETS導入の里程表が予定通りに進行していることを確認し、SETSの導入予定日を予定通り10月20日月曜日とすることを決定した。ロンドン証券取引所によって7月に実施された市場準備サービスに関する調査によれば、主要な会員業者はシステム適合性サービステストに合格し、スタッフのトレーニング計画を進めており、

SETSのシミュレーションに基づくロンドン証券取引所のテストサービスやトレーニングサービスを利用し始めていることが明らかになり、こうした事実がSETSの予定通りの導入決定をもたらした¹⁵⁾。

そして8月21日には再度SETS導入に伴う新規規則が若干修正された。今回の修正はそれほど大きな変更を伴ってはいなかったが、FTSE100指数構成銘柄を取引する場合に指数操作を行ってはならないことが明記された点と、FTSE100先物・オプションに関わるポジションが満期日2営業日前で1,000万ポンドを超える者はポジションの詳細とその後のポジションの変更をロンドン証券取引所に通知しなければならないという点がポイントであった¹⁶⁾。

当初9月6日に予定されていた第1回目の取引予行演習はダイアナ元皇太子妃の事故死のために1日延期され、9月7日に実施された。この予行演習は10時から10時30分までをオープニングとして、10時30分のUncrossingに引き続いて14時まで行われ、39の会員業者と5社の情報ベンダーが参加し、12万以上の注文が発注され、約2万6,000回の取引が成立した¹⁷⁾。

9月13日の第2回目の取引予行演習には89社、9月20日の第3回目の取引予行演習には112社、9月27日の第4回目の取引予行演習には96社が参加し、大蔵大臣の解任、アメリカ連邦準備銀行理事会による金利の引き下げ、イングランド銀行による金利の引き上げといったかなり激しい価格変動の想定のもとでまずまずの結果を納めた¹⁸⁾。

10月4日の第5回目の取引予行演習からは実際の取引時間に合わせて機関投資家も参加した完全取引予行演習が行われ、171の会員業者と30社以上の機関投資家が参加し、約8万5,000

の注文が行われ、6万回以上の取引が成立した。この際には上場停止や取引停止措置の発動も行われ、13時10分から13時30分までにかけてはFTSE100指数先物・オプションの最終清算価格の決定までシミュレーションされ、この20分間で2万以上の注文が発注され、1万6,000回以上の取引が行われた¹⁹⁾。

そして10月11日の第6回目の最終完全取引予行演習はそれまでの予行演習の出来具合から8時間の取引時間が4時間に短縮され、180社が参加し、約6万の注文が発注された。今回の予行演習でロンドン証券取引所はFTSE100指数から外れた銘柄に最大注文単位としてNMSの10倍を設定し、午前11時からFTSE100指数構成銘柄すべてにこの最大取引単位を適用したが、ほとんど影響は見られなかった。こうした結果を受けて、ロンドン証券取引所は極端な取引条件下でも新取引システムは機能したと評価し、参加者は自己の取引システムも取引所の中央取引システムも十分にテストされたことに満足しているというコメントを発表した²⁰⁾。

SETS導入まで5日に迫った10月15日、ロンドン証券取引所は取引予行演習での経験を踏まえて2つの規則を制定した。1つは最後の取引予行演習でも試行されたようにSETSの最大取引単位を当面の経過措置としてNMSの99倍からNMSの10倍に引き下げるというもので、注文の入力ミスによる大きな損害を防止するために追加された。もう1つは指値注文の価格を直前の市場価格から20%までに制限するという20%ルールであり、これも注文の入力ミスを防止するとともに、市場参加者がオーダーブリン制に慣れていないために発生する可能性のあるat best orderによる価格の大幅な変動を回避するために考案されたものである²¹⁾。

この期に及んでの取引そのものに関する規則の変更は、取引予行演習を踏まえてSETS導入後の取引状況を慎重に配慮してのことではあるが、やや奇異な感をも脱がれず、市場参加者がオーダードリブン制に不慣れなだけでなく、

ロンドン証券取引所もまたオーダードリブン制についての事前の準備が十分であったのかどうかを疑わざるを得ないようにも思える（なお、最終的な取引要綱に関しては表1を参照）。

ともあれ、4カ月に及ぶ市場準備テストサー

表1 SETSの取引要綱

項目	内容	決定期日
・取引対象 ・呼値の単位 ・最小取引単位 ・最低注文単位 ・最大注文単位 ・注文の種類	・FTSE100指数構成銘柄の標準決済(T+5)取引 ・1株5ポンド未満の銘柄で1/4ペンス、1株5ポンド以上10ポンド以下の銘柄で1/2ペンス、1株10ポンド超の銘柄で1ペンス ・1株 ・1株5ポンド以下の銘柄で1,000株、1株5ポンド超の銘柄で500株 ・NMSの10倍 ・limit order (指値注文) ・at best order (指値注文板に対する執行注文) ・execute and eliminate order (指値注文板に対する執行注文) ・fill or kill order (指値注文板に対する一括執行注文) ・指値注文価格は直近の取引価格から20%以内でなければ入力できない ・指値注文板上の指値注文によるUncrossingによって決定 ・指値注文板上での最終取引価格	・1996年5月 ・1997年4月 ・1996年5月 ・1997年1月 ・1997年10月 ・1996年1月 ・1996年12月 ・1996年12月 ・1996年12月 ・1997年10月 ・1996年5月 ・1997年1月 ・1997年1月
・指値注文価格の制限 ・始値 ・終値 ・取引時間	・8時-8時30分: Opening (指値注文の入力・取消) 8時30分-16時30分: Normal trading (Uncrossingの後、自動執行) 16時30分: Close (取引の終了) 16時30分-17時: Order deletion (注文の取消) 17時-8時: Closed (注文の入力・取消不能)	
・取引停止措置	・Uncrossing後の最良売り気配または最良買い気配から10%価格が乖離した場合、10分間の取引停止措置が発動され、Uncrossingによって取引は再開される ・FTSE100先物・オプションの最終清算価格が決定される満期日の10時10分から10時30分までの20分間には取引停止措置は発動されない	・1997年1月 ・1997年4月
・自動注文入力装置(AIF)	・取引所に登録することによって自動注文入力装置を利用することができる ・AIFは同時に20銘柄以上の注文を発注できるシステムを指す	・1996年5月 ・1997年4月
・取引制限	・取引所が必要と認めた場合、AIFを通じた注文の執行は制限される	・1996年12月
・指値注文板以外での取引	・指値注文板以外での取引も取引執行後3分以内に取引所に報告しなければならず、WPAとして認められる場合を除いて取引情報は即座に公表される。	・1996年12月
・Worked Principal Agreement (WPA)	・WPAは会員業者がSETS対象銘柄またはSETS対象銘柄を含むポートフォリオを対象として自己勘定でカウンターパーティと行う大口取引のことで、最低保証価格と最低取引量について合意がなければならない。 ・個別銘柄の場合には取引情報の公表遅延が認められているNMS8倍超の取引に限られる ・ポートフォリオの場合にはSETS対象銘柄を含む20銘柄以上の取引に限られる ・WPAの取引情報公開期限はリスク・ポジションの80%が解消された時点または当日の取引終了時点の早い方とする ・実質的な会社の譲渡のような例外的な場合に限りWPAの取引情報公開を翌営業日まで延期することが認められる	・1996年12月 ・1997年7月 ・1997年4月 ・1997年7月 ・1997年7月

ビス期間中に900万以上の注文が指値注文板に
入力され、176社の会員業者が取引所と直接に
接続し、SETSを通じた取引が可能となった。また、
ロンドン証券取引所はSETS導入の準備の
ために18ヶ月間で2億500万ポンドの費用を負
担し、12ヶ月間で延べ40人×年の労力を技術的
な準備のために費やし、約23キロメートルに及
ぶ接続ケーブルを設置した。そして、ようやく
10月20日の取引開始を迎えることになったので
ある。

8. SETSの導入

(1) SETSの前評判

SETSの導入に対してはさまざまな意見があり、
SETSの導入に伴う影響や導入後の見通し
についても多くの市場関係者が語っているので、
ここではそのうちのいくつかを紹介しておこう。

まず、SETSの導入に肯定的な見解としては、
従来よりも小さなスプレッドで取引ができ、投
資家にとっては好ましいという意見がある。ブ
ローカー業務に特化したCredit Lyonnais Laing
社の調査ではロンドンでのスプレッドは平均
0.6%であるが、オーダードリブン方式をとるヨ
ーロッパ諸国では平均0.1%から0.15%であり、
SETSの導入によって0.2%程度まで低下すると
予測されている。さらに、昨年電子取引に移行
したスイスでの機関投資家の委託手数料は0.1%
程度にまで低下しており、平均0.22%であるロ
ンドンの委託手数料の低下も見込まれるとされ
ている。また、ヨーロッパ諸国での経験によ
ると、電子取引への移行は売買高の大幅な増加に
結びついているという経験的な事実もある²⁰⁾。

他方、否定的な見解としては、個人顧客ブ
ローカーのCompia社によると、いくつかの執行専
門業者は売り上げが低下し、取引費用がかさみ、

生産性の低下と利益の削減が予想されるとして
いる。そして、オーダードリブン取引は業者の
二極化と買収・合併を加速するという見方も根
強い。さらに、SETSの基準を満たさない小規
模な取引や通常決済ではない取引では逆にスブ
レッドが広がる可能性があり、最悪の場合には
個人を対象とした大手小口取引自動執行業者の
業務撤退もあり得るとして、大口取引を行わな
い個人投資家にとっては歓迎できないという意
見もある²⁰⁾。

こうした賛否両論の意見のほか、SETS導
入の影響が大きいかどうかという点でも意見が
分かれている。資産運用サイドや機関投資家を
対象としたビジネスに関わる業者の多くはオー
ダードリブン方式の導入は1986年のビッグバン
以上の変化をもたらすと見ているが、それほど
大きな影響はないと見る業者も数多い。Thomson Financial Servicesの子会社である
AutEx社による120人のブローカーやファンドマ
ネージャーを対象とした調査によると、取引開
始当初のSETSの利用量は50%以下と予想され
ており、引き続き従来のマーケットメーカー制
を通じた取引が続くという見方もある²⁴⁾。

このようにSETSに関しては様々な見解が存
在するわけであるが、SETS導入をめぐる議論
の中でもっともバランスのとれた見方としては、
フィナンシャル・タイムズ紙のコラムニスト、
レックス氏のものが上げられよう。より透明で
よりコストの安い市場への転換は喜ばしいこと
であり、SETSが設計通り機能すること、信頼
できる価格形成がSETSを通じて行われること
が示されなければならない。したがって、問題
はSETSが機能するかどうかというところにあ
るというよりも、いつ設計通り機能するのかと
いうところにあると言えるだろう²⁵⁾。

(2) SETS導入直後の取引状況

1997年10月20日、ロンドン証券取引所は理事会でのオーダードリブン方式導入決定から23か月を経て新取引システムSETSによる取引を開始した。奇しくもこの日は1987年10月19日のブラック・マンデーから約10年目に当たる日であるが、8時30分にブラウン大蔵大臣がUncrossing開始のボタンを押すと、株価は一斉に下落し、スクリーンは一面赤色に変わった。これはイギリスが1999年1月の欧州通貨統合への参加を見送るという前週末の報道を、直前のSETS開始セレモニーのスピーチで否定しなかったためである。この日、FTSE100指数は60.1ポイント(1.1%)下落して5211.0ポイントで取引を終えたが、シティでは10年前のブラック・マンデーをもじってブラウン・マンデーとささやかれた²⁶⁾。

Uncrossing開始から15分後、FTSE100構成銘柄のうち6銘柄には気配値が表示されず、正確な指数を知る者はいなかった。また、取引開始から1時間には信じがたいようなスプレッドも少なからず見られた(Railtrackでは最大10%のスプレッドが表示された)。その後、こうした極端なスプレッドは最も流動性の低いグループを除いては見られなくなったが、価格の表示されるべきところに戦艦のアイコンが表示され、取引価格がわからないといった小さなバグも報告されている。ロンドン証券取引所も取引開始直後のスプレッドが平均0.77%と従来の平均0.6%よりも大きかったことは認めているが、ほぼ半数の銘柄では0.5%未満のスプレッドで1日中取引が行われており、Railtrack, Wolseley, ICL, Haysの4銘柄で10%の価格変動による10分間の取引停止措置が発動されたことをその原因と見ている。この日の取引はFTSE100銘柄で2

億800万株といつもよりかなり少なかったが、このうち8800万株がSETSを通じて行われ、42%という数字にロンドン証券取引所は満足しているとのコメントをしている²⁷⁾。

10月23日木曜日、香港市場での過去最大の株価下落を受け、寄り付き後30分以内に11銘柄が10%の価格変動に伴う10分間の取引停止となり、ロンドン証券取引所はこの日に限って一時取引停止の引き金を15%に引き上げることを9時に公表した。この日、FTSE100構成銘柄の売買高のうちSETSを通じて取引された株数は38%で、取引開始後4日間のうち最低水準であった。ディーラーの間では指値注文板の厚みが不十分であり、SETSの導入が市場のボラティリティを増幅したという見方が根強いが、ヨーロッパ市場のボラティリティはこの間イギリス以上に高まっており、こうした見方を裏付ける証拠はないとフィナンシャル・タイムズ紙は伝えている²⁸⁾。

ロンドン証券取引所はSETS導入後の1週間を振り返って、次のようなコメントを発表した²⁹⁾。

- ①指値注文板の使い方になれるにつれて大多数のトレーダーは非常にうまくSETSを操作している。とりわけ、昨今の困難な市況の下でSETSは高い透明性と執行の確実性といった従来のシステムにはない利点を示しており、バスケット取引やプログラム取引では多数の銘柄の迅速な執行という強みを発揮している。
- ② SETSを通じた取引は日々拡大しており、1日平均1億3,800万株の取引をこなした。
- ③ 取引停止措置は限られており、1日平均5銘柄、典型的な停止時間は8分間であった。
- ④ 最終取引予行演習後のルール変更(最大取引単位のNMS99倍から10倍への引き下げ、

limit orderの入力範囲を市場価格から20%以内への制限)は潜在的な誤用・悪用の防止に役立ち、誤った注文や不正注文のレベルは極めて低く、SETSの運営に支障をきたすことはなかった。

* 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、東京証券取引所の時宗弘行、三輪光雄、大和総研の立石隆英、ロンドン証券取引所のMartin Wheatleyの各氏に記して感謝します。

注

- 1) London Stock Exchange, *New Electronic Trading Services: Implementation for a Public Limit Order Book*, January 1996.
- 2) London Stock Exchange, *New Electronic Trading Services – Analysis of Consultation Feedback – Prepared for the London Stock Exchange by PA Consulting Group*, March 1996. "Responses to LSE Consultative Document on Electronic Trading", *Financial Regulation Report*, April 1996.
- 3) "LSE Clears Way for Trading Revolution", *Xinha News Agency*, March 22, 1996.
- 4) London Stock Exchange, *New Electronic Trading Services: Proposals for the Introduction of a Public Limit Order Book*, May 1996.
- 5) London Stock Exchange, *New Electronic Trading Services – Analysis of Second Consultation Feedback – Prepared for the London Stock Exchange by PA Consulting Group*, July 1996.
- 6) London Stock Exchange, *Stock Exchange Notice N61/96: Consultation on Proposed Rules for New Market*, October 8, 1996. London Stock Exchange, *Stock Exchange Electronic Trading Service: Introduction of the Electronic Order Book – the Proposal*, October 1996.
- 7) London Stock Exchange, *Stock Exchange Notice N73/96: Proposed Rules for New Market*, December 12, 1996. London Stock Exchange, *Stock Exchange Electronic Trading Service: Update to the Proposal*, December 1996. London Stock Exchange, *Guidance Notes for SETS: Guide to Worked Principal Agreements*, December 1996. London Stock Exchange, *Guidance Notes for SETS: Guide to Interaction*, December 1996.
- 8) London Stock Exchange, *Stock Exchange Notice N4/97: Confirmation of New Rules*, January 20, 1997. London Stock Exchange, *Stock Exchange Electronic Trading Service: Implementation Guide*, January 1997.
- 9) Oliver, Wyman & Company, *Review of Block Trading and Publication Requirements for UK Stocks*, April, 1997.
- 10) London Stock Exchange, *Stock Exchange Notice N21/97: Amendments to Rules*, April 18, 1997. London Stock Exchange, *Stock Exchange Electronic Trading Service: Implementation Guide*, March 1997. London Stock Exchange, *Guidance Notes for SETS: Guide to Worked Principal Agreements*, April 1997.
- 11) London Stock Exchange, "Conformance Testing Goes Live", *Latest News on SETS*, 11 April 1997.
- 12) London Stock Exchange, "Market readiness service online", *Latest News on SETS*, 12 May 1997.
- 13) London Stock Exchange, "SIB endorses WPA parameters", *Latest News on SETS*, 4 August 1997.
- 14) London Stock Exchange, *Stock Exchange Notice N50/97: Parameters Applicable to Worked Principal Agreements*, July 23, 1997.
- 15) London Stock Exchange, "Exchange Confirms Order Book Target", *News Release*, July 31, 1997.
- 16) London Stock Exchange, *Stock Exchange Notice N59/97: Amendments to Rules*, August 21, 1997.
- 17) London Stock Exchange, "Technical Tests Success", *Latest News on SETS*, 11 September 1997.
- 18) London Stock Exchange, "Member Firm Rehearsal a Success", *Latest News on SETS*, 18 September 1997. London Stock Exchange, "Market Volatility Down at Weekend Rehearsal", *Latest News on SETS*, 25 September 1997. London Stock Exchange, "Member Firm Rehearsal Complete", *Latest News on SETS*, 2 October 1997.
- 19) London Stock Exchange, "Update on Market Readiness", *Latest News on SETS*, 9 October 1997.
- 20) London Stock Exchange, "SETS Ready to Go", *Latest News on SETS*, 16 October 1997.
- 21) London Stock Exchange, *Stock Exchange Notice N72/97: SETS – Regulatory Issues Arising from the Dress Rehearsals*, October 15, 1997.
- 22) George Graham, "Comment and Analysis: Upheaval behind the Screen", *Financial Times*, September 13, 1997.
- 23) Jean Eaglesham, "Competition: Stockbrokers hit by Increasing Pressure", *Financial Times*, September 21, 1997. Jean Eaglesham, "Brokers: Warning that Changes could trigger Takeovers", *Financial Times*, September 29, 1997. Jean Eaglesham, "How It works: Get Ready, Get SETS, Go", *Financial Times*, October 18, 1997.
- 24) Jean Eaglesham, "Brokers: Warning that Changes could trigger Takeovers", *Financial Times*, September 29, 1997. Jane Martinson, "Slow Burn: Overseas Investors are keen but new Ways may take Time", *Financial Times*, October 6, 1997. George Graham, "City Lifestyles: More a small Fizz than a Big Bang", *Financial Times*, October 18, 1997.
- 25) Lex, "London Stock Exchange", *Financial Times*, October 20, 1997.

- 26) George Graham & Jane Martinson, "Trading System Launch: City Goes Red for Brown on Screen Debut", *Financial Times*, October 21, 1997. Steve Tompson, "Monday: Equities Perform Well in the Face of Adversity", *Financial Times*, October 21, 1997.
- 27) Jane Martinson, "Day One: Dealers Get to Grips with Culture Shock", *Financial Times*, October 21, 1997. George Graham, "New Share Deal System: Opening Day Sees Market Shrug off Uncertainty", *Financial Times*, October 21, 1997.
- 28) Jane Martinson, "Stock Market: Breakdown Narrowly Avoided", *Financial Times*, October 24, 1997. Simon Davies, "London: Confused? Join the Crowd", *Financial Times*, October 25, 1997.
- 29) Nicholas Call, "Order Book Upgrade", *SETS Email Newsletter*, October 27, 1997.

(当所大阪研究所主任研究員)