

市場を反映していない欧州の株価指数

鈴木健太郎

欧州の株価指数は、分断された市場で執行されている取引の一部しか反映されておらず、ベンチマークとして問題が多い。市場参加者にこの歪みを是正する動機は希薄であり、最良執行の義務化など規制面での整備が待たれる。

市場全体の取引価格を反映しない欧州株価指数

株価指数は、年金基金などの最終投資家が自分のポートフォリオのパフォーマンス測定や運用委託先の運用マネージャー、投資商品の良し悪しを測る際の指標などとして使われることが多い。適切な指数の条件としては、株式市場で取引される価格を代表していることが挙げられるが、欧州では、この株価指数が市場での取引価格の一部しか反映していないという実態はあまり知られていない。

たとえば、英国の主要な株価指数であるFTSE指数は、ロンドン証券取引所（LSE）の執行価格しか反映していない。同指数を構成する銘柄の株式がLSEを通して取引されている売買代金は、欧州のその他取引所での取引も含めたすべての売買代金の約50%前後にまで縮小している（図1）。つまりLSEでの取引価格だけ見ていたのでは、市場の価格は半分しか見ていないことになる^{注1}。

程度の差こそあれ、フランスやドイツも同様の状況である^{注2}。市場全体を正確に反映する指標が不可欠な最終投資家にとって、この指標の歪みは大きな問題である。

最良執行に対する米国と欧州の考え方の違い

この歪みが起きた要因としては、2007年のMiFID^{注3}の施行以降、欧州において市場の分断（Market Fragmentation）が起きたことが最も大きいと思われる。今日、欧州では代替市場のMTF^{注4}を含め25もの取引所が設立されており、それら代替市場での取引の合計金額は、主要取引所を脅かすレベルにまで拡大している。市場が統一され、全米最良執行価格や、この最良価格で執行された取引を反映した株価指数が常時公表されている米国とは対照的である。

これは最良執行に対する米国と欧州との考え方の違いに起因すると思われる。米国では、1975年の証券市場制度改革以降、SEC（証券取引委員会）が取引価格や数量などの取引情報を集中化するNMS^{注5}の構築を進め、2005年のReg NMS^{注6}によって最良価格での執行を義務づけた。ポストトレードのデータもDTCC（米国の証券保管振替機関などの持ち株会社）を通して常に配信され、すべての執行価格が指数に反映されるようになっている。

一方、欧州のMiFIDでは、運用会社ならびに証券会社は最良執行につ

いて「合理的な努力を払う」という原理（プリンシプル）が謳われているので、具体的な方法は二者間の合意に委ねられている。また、多くの国と市場が存在する欧州においては、米国のような統一された市場インフラの整備や、各国の規制当局間の調整が容易ではない。

運用会社・証券会社には期待できない状況の是正

株価指数が取引価格を反映していないことは最終投資家にとって問題であるが、それらの資金を委託される運用会社にとってはどうか。株価指数が主要取引所の執行価格に限定されていれば、仮にある銘柄を代替市場でより良い価格で執行できた場合、運用会社はそれを追加のパフォーマンス（アルファ）として認識できる。

「勝ちやすい指数」を求める宿命にある運用会社が現状を変えることは考えにくいといえる。

中小証券会社やリテール証券会社にとっても現状を変える動機は薄い。株価指数が代替市場の価格を反映するようになると、これら代替市場にもアクセスを持たなければならなくなり、追加コストがかかるからだ。また、大手証券会社や一部のヘ

ッジファンドはこのような指数の歪みを裁定取引によって収益化している。このように各参加者の利害が投資家保護の観点と整合していない現状では、運用会社や証券会社にこの歪みを是正する動きをあまり期待できないのかもしれない。

最良執行の義務化によって解決しようとする欧州

欧州の規制当局もこの状態を放置しているわけではない。各国の政府が協力して、市場の透明性の向上の観点から最良執行を義務化する試みが進んでいる。

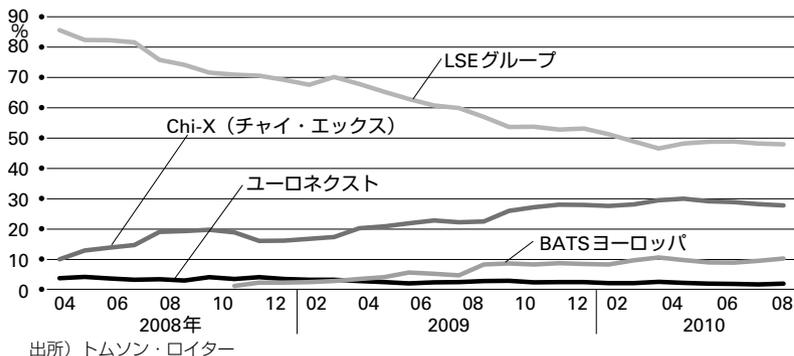
たとえば、2010年7月のCESR^{注7}のプレスリリース^{注8}には、「執行前・執行後の十分な価格透明性を達成するため、規制当局であるESMA^{注9}主導で非営利団体が規制により義務化された欧州の統一価格テープ^{注10}を提供すること」が勧告されている。現在欧州では、ブルームバーグやトムソン・ロイターが独自の方法でEBBO (European Best Bid Offer)^{注11}を算出し、各社が自社端末上で提供している。しかし、これらベンダーEBBOは、計算方法、データソース、タイミングなどがまちまち、といった問題がある。

CESRの勧告は、EBBOを規制当局主導で統一する試みであり、これによって市場の価格透明性が保証され、株価指数がベンチマークとして米国のように精度の高いものになることが期待される。

日本株においても指数の精度が問題になる可能性

このように、市場が分断した欧州においても、米国のように最終投資家の観点に立った価格透明性の向上が進められている。現在、主要取引所のシェアがほぼ100%に近い日本では、このような欧州の話は自分たちには無関係なように聞こえるかも

図1 FTSE100構成銘柄の公示価格市場ごとの売買代金シェア



しれない。しかし、2010年1月にアローヘッド(次世代売買システム)が導入され、7月にはPTS(私設取引システム)経由の取引も日本証券クリアリング機構(JSCC)を通して清算できる仕組みが開始されている。今後PTSによる取引ボリュームがある程度拡大する可能性は皆無ではない。また、Chi-East(チャイ・イースト)のように、複数市場にまたがり汎アジアの主要銘柄を扱う取引所も設立されている。

これら代替市場での取引が増える可能性も考慮すると、アジアにおいても市場の分断が起きる可能性もあるのではないかと。その場合、欧州のように、複数の政府が協力して統一的市场インフラを構築する必要性が出てくるかもしれない。欧州の今日の状況は、今後のアジアの市場の姿を予想し解決策を考えるうえで、示唆に富んでいるといえる。

注

- 1 図1の例は、FTSE100だが、英国投資信託の指標としてよく使われるFTSE All Share指数なども、LSEからのデータのみしか反映していない
- 2 たとえば、フランスのベンチマークであるCAC指数に用いられる主要取引所ユーロネクスト・パリは市場全体の約60%の取引、ドイツのDAX指数に用いられるドイツ・ボースは市場全体の約70%の取引である
- 3 The Markets in Financial

- Instruments Directive(金融商品市場指令)の略
- 4 Multilateral Trading Facilitiesの略、日本のPTSに相当
- 5 National Market System(全米市場システム)の略
- 6 Regulation National Market System(全米市場システム改革法案)の略
- 7 Committee of European Securities Regulators(欧州証券規制当局)の略。欧州各国の規制当局で構成される委員会で、各国の規制を統一にする調整や、欧州委員会への規制に関するアドバイス、実際の規制の施行などを行う
- 8 CESRプレスリリース「10-926」2010年7月29日、<http://www.cesr.eu/popup2.php?id=7009>
- 9 European Securities and Markets Authorityの略。これまでは欧州当局に対してガイドラインの設定しかできなかったCESRに、法的拘束力のある技術的な基準を定める権限を付与することを目的として設立された。2011年1月よりCESRの下部機関として、欧州各国の規制当局に対して制度施行に関する技術的な基準の設定を開始する
- 10 mandatory single European consolidated tapeの訳
- 11 欧州のすべて取引所のなかでの最良気配値

『金融ITフォーカス』2010年11月号より転載

鈴木健太郎(すずきけんたろう)
NRIヨーロッパパシフィック・アジア・コンサルタント