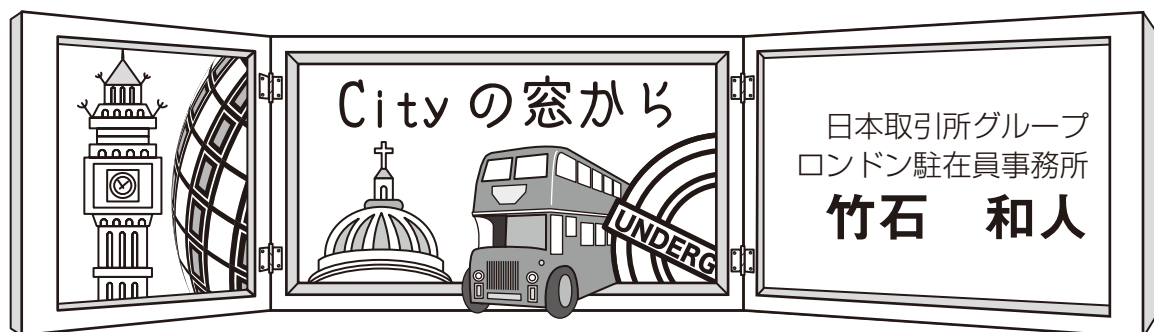




—連載（第41回）—

フランクフルト証券取引所が運営する日本株市場（Open Market）について



■ 1. はじめに

ドイツ取引所傘下のフランクフルト証券取引所が運営する株式市場である、Open Marketでは、取引参加者の申請をもとに、発行体の申請が無くとも株式を市場において売買可能とする仕組み（いわゆる勝手上場）があり、同市場では日本の上場企業株式も売買が可能になっている^{（注1）}。この市場では、多くの銘柄が預託証券（DR）の形式ではなく、原証券の形式により売買が行われている。

本稿では、このOpen Marketにおいて売買が可能となっている日本株に関して、売買可能な銘柄や売買高等を調査するとともに、当該市場における売買制度などの一部を紹介することとしたい^{（注2）}。なお、本稿で示した見解はすべて筆者個人の見解であり、筆者の所属する組織としての見解を示すものではないことをお断りする。

■ 2. Open Marketにおける売買状況

まず、Open Marketにおける、日本株を対象とした売買状況についてまとめる。

（1）市場区分及び銘柄数

Open Marketは、第二次金融商品市場指令（MiFID II）上の規制市場（Regulated Market）として運営される市場とは異なり、多角的取引施設（Multilateral Trading Facility、以下、MTFという。）として運営が行われている市場である^{（注3）}。MTFにおいては、EU域内の規制市場において上場される株式の売買に加えて、規制市場において上場や売買がなされていない証券の売買を行うことができる。Open Marketでは、日本株を含むドイツ国内外に上場する株式のほか、国内外の債券も売買対象となっており、ドイツ国外の株式については60か国以上・11,000超の銘柄が取り扱われ、そのうち日本



(図表 1) TOPIX Core30構成銘柄の2019年売買高・売買代金 (東証/Open Market)

対象：2019年	東証	Open Market	比率 (Open Market/東証)
売買高 (株)	59,066,679,152	3,986,319	0.0067%
売買代金 (注 6) (百万円)	136,190,120	23,679	0.0174%
約定件数	(省略)	30,125	—

(出所) BloombergをもとにJPXロンドン駐在員事務所作成

(図表 2) Open Marketにおける日本株銘柄の2019年一日平均約定件数 (ADNT) (注 7)

ADNT	ADNT < 1	1 ≤ ADNT < 10	10 ≤ ADNT < 20	20 ≤ ADNT < 50	50 ≤ ADNT < 80	80 ≤ ADNT
該当銘柄数	302	142	75	48	8	2

(出所) ESMA公表データをもとにJPXロンドン駐在員事務所作成

株銘柄は582銘柄となっている (注 4)。

(2) 売買高・売買代金

Open Marketにおける、日本株を対象とする売買高及び売買代金に関しては、調査を簡略化する観点から、TOPIX Core30構成銘柄 (注 5) を対象に、Open Marketにおける2019年の売買高・売買代金を算出し、それらを東京証券取引所 (以下、東証という。) における同売買高等と比較する形で調査を行っている。その結果、図表 1 のとおり、TOPIX Core30構成銘柄のOpen Market市場における売買高及び売買代金は、同構成銘柄の東証における売買高等と比較すると、わずか0.0067%・0.0174%であった。こうした市場規模を勘案すると、大口売買を行う投資家は、Open Marketには参加していないように推測される。

次に、このOpen Marketにおいて取扱いが行われている個別銘柄の売買高等を確認す

るため、一例としてOpen Marketにおける売買代金が上位の銘柄について、Open Market及び東証における売買高等を確認した。この結果、前述した、「TOPIX Core30構成銘柄」の個別銘柄レベルで、TOPIX Core30全体の売買代金の割合 (0.0174%) を超えていた銘柄は、5銘柄に過ぎなかった。

(3) 約定件数

Open Marketにおいて取引される日本株銘柄に関して、流動性を確認する観点から、2019年における一日平均約定件数 (以下、ADNTという。) について確認を行った。この結果、図表 2 のとおり、もっとも約定件数の大きい銘柄であっても、ADNTは120件程度である一方、ADNTが10件未満の銘柄は444銘柄にも及んでおり、Open Marketにおける日本株銘柄は、大半の銘柄が年間を通じてほとんど売買が行われていないことが判明した。



(図表 3) 呼値の単位の市場比較 (Open Market・東証市場)

値段の水準 (円換算)		TOPIX100構成銘柄			その他の銘柄		
以上	未満	ADNT<10	<80	<600	ADNT<10	<80	<600
—	12	EU市場	EU市場	EU市場	EU市場	EU市場	EU市場
12	24	東証	EU市場	EU市場	EU市場	EU市場	EU市場
24	60	東証	東証	EU市場	EU市場	EU市場	EU市場
60	120	東証	東証	東証	EU市場	EU市場	EU市場
120	240	東証	東証	東証	東証	EU市場	EU市場
240	600	東証	東証	東証	東証	東証	EU市場
600	1,000	東証	東証	東証	東証	東証	東証
1,000	1,200	東証	東証	東証	東証	東証	東証
1,200	2,400	東証	東証	東証	東証	東証	東証
2,400	3,000	東証	東証	東証	東証	東証	東証
3,000	5,000	東証	東証	東証	東証	東証	東証
5,000	6,000	東証	東証	東証	東証	東証	東証
6,000	10,000	東証	東証	東証	東証	東証	東証
10,000	12,000	東証	東証	東証	東証	東証	東証
12,000	24,000	東証	東証	東証	東証	東証	東証
24,000	30,000	東証	東証	東証	東証	東証	東証
30,000	50,000	東証	東証	東証	東証	東証	東証
50,000	60,000	東証	東証	東証	東証	東証	東証
60,000	100,000	東証	東証	東証	東証	東証	東証
100,000	120,000	東証	東証	東証	東証	東証	東証
120,000	240,000	東証	東証	東証	東証	東証	東証
240,000	300,000	東証	東証	東証	東証	東証	東証
300,000	500,000	東証	東証	東証	東証	東証	東証
500,000	600,000	東証	東証	東証	東証	東証	EU市場
600,000	1,000,000	東証	東証	東証	東証	東証	東証
1,000,000	1,200,000	東証	東証	東証	東証	東証	東証
1,200,000	2,400,000	東証	東証	東証	東証	東証	東証
2,400,000	3,000,000	東証	東証	東証	東証	東証	東証
3,000,000	5,000,000	東証	東証	東証	東証	東証	東証
5,000,000	6,000,000	東証	東証	東証	東証	東証	EU市場
6,000,000	—	東証	東証	東証	東証	東証	東証

(出所) EU・東証公表資料をもとにJPXロンドン駐在員事務所作成

※表中、「EU市場」の記載は、呼値の単位に関して、「EU市場 (= Open Market) < 東証市場」であることを、また「東証市場」の記載は、同「EU市場 (= Open Market) > 東証市場」であることを示している。1 ユーロ120円にて試算。ADNT600件以上は該当銘柄がないことから省略。

3. 売買制度比較

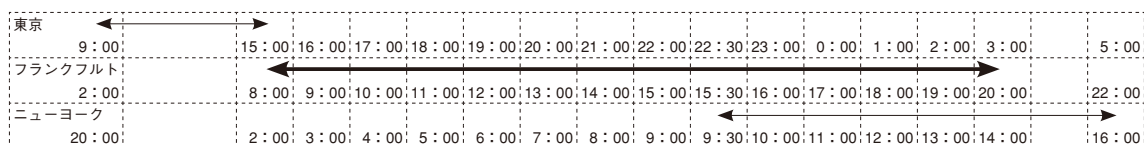
次に、Open Marketにおける売買制度の一部 (売買単位、呼値の単位、売買時間帯) について、東証市場と比較をしつつ、紹介することとしたい。

(1) 売買単位

TOPIX Core30構成銘柄を対象に売買単位を確認したところ、Open Marketではすべての銘柄において1株単位での売買が可能となっている。東証における株式の売買単位は100株で統一されていることから、売買単位はOpen Marketのほうが東証における売買単位よりも小さいことになる。



(図表 4) フランクフルト (Open Market)、東京及びニューヨークの取引所売買時間帯 (夏時間)



(出所) 各取引所ホームページをもとにJPXロンドン駐在員事務所作成

(2) 呼値の単位

EU域内においては2018年1月施行のMiFID IIにより、域内の取引施設（規制市場及びMTF）における呼値の単位が統一されており、各銘柄の呼値の単位は、「現在値の水準」と「最も流動性の高かった市場における一日平均約定件数（ADNT）」に応じて決定されている^(注8)。図表3は、呼値の単位に関して、東証市場における呼値の単位^(注9)との比較において、どちらの市場の方が呼値の単位が小さいのか示したものである。2. (3)に記述のとおり、Open Marketにおける日本株銘柄については、ほぼ大半の銘柄においてADNTが小さい（80件未満）ことから、当該試算によると、値段が非常に低い一部銘柄を除くと、呼値の単位については、基本的には「EU市場＞東証市場」であると考えることができる。

(3) 売買時間帯

Open Marketの売買時間帯は8:00～20:00（欧州中央標準時）である。原証券が売買される東証及びDR形式での売買がなされているニューヨーク証券取引所（以下、NYSEという。）との売買時間の重複範囲を図表4

に示した。当該図表からも確認できるとおり、東証における売買終了時刻と、Open Marketの売買開始時刻は、夏時間の場合に限り、重複時間が存在している（冬時間の場合には両市場の間には60分の間隔がある）。また、NYSEとOpen Marketとの間では、売買時間が4時間半ほど重複していることから、投資家は、Open Marketにおいて、NYSEにおけるDRの価格との比較を行いながら売買を行うことが可能となっている。

4. 最後に

本レポートではOpen Marketにおける日本株売買の売買高等を調査するとともに、売買制度の一部について紹介を行った。欧州においては、本年に入りMiFIDIIの見直しに向けた検討も開始されており、今後の検討次第ではOpen Marketを含めた証券取引制度の改正等も予想される。引き続きOpen Marketの制度動向等について確認をしていくこととしたい。

(注1) このほかに、欧州ではロンドン証券取引所、ウィーン証券取引所及びドイツ国内の各証券取引



所においても同様の形式で日本の上場株式が売買可能となっている。

(注2) 厳密には、フランクフルト証券取引所に限らず、他の地方取引所においても、同様の目的から売買市場が提供されている市場があり、ドイツではそれらを総称してOpen Marketとしているが、本稿では、フランクフルト証券取引所が開設するOpen Marketに対象を絞ったうえで調査を行っている。

(注3) 投資業者または市場運営者が運営する取引所外取引システム。

(注4) 2020年6月時点で同取引所ウェブサイトにて検索できる銘柄のうち、米国預託証券(ADR)を除いた銘柄数(一部銘柄は米国で発行されたADRがOpen Marketにおいて売買可能となっている)。

(注5) 2019年12月末日時点の構成企業をもとに算出。

TOPIX Core30構成銘柄のすべてがOpen Marketで売買可能となっている。

(注6) Open Marketにおける売買代金はユーロ建ての集計値を、2019年12月31日の仲値(1ユーロ121.77円)で換算して表示。

(注7) 582銘柄の中には2020年以降に取扱開始・取扱廃止となったことに伴う銘柄の増減もあることから、表中の合計と合致しないことに注意。

(注8) <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32017R0588&from=EN>

(注9) <https://www.jpx.co.jp/equities/trading/domestic/07.html>

