

# アメリカのダークプール規制について

清水 葉子

## 1 はじめに

アメリカでは、透明性の低い「ダークプール」と言われる取引の場が拡大している。ダークプールとは、気配の開示や事後の取引情報の開示などに十分な規制がかからないために透明性が低い市場を指し、一般投資家の目に触れないところで取引が行われることから、新たなタイプの市場分裂として懸念されている。

すなわち、ダークプールは、気配や取引情報の開示が不十分であるため、その取引が全米最良気配に反映されることがなく、一般投資家との間で分裂した市場（two-tiered market）を形成してしまう。今回の規制は、ダークプールに気配などの開示を義務づけ、透明性を高めることを意図していることから、「ダーク」という呼称をかけて、「ダークプール（暗い流動性のプール）に明かりをとまず」と言った表現が使われ、注目されている。

もっとも、単に気配等の開示が十分でない取引を全てダークプールと呼んでしまうと、従来から存在した一部の取引を含んでしまうため、定義の範囲が広くなりすぎて都合が悪い。たとえば、ブローカー・ディーラーが顧客との間で行う内部付け合せや、大口のブロック取引の注文を受けて相手方を探すといった取引は、流動性が当事者以外に事前に開示されない点では確かに「ダーク」であるものの、従来から認められてきた伝統的な市場機能の一部であって、これらを一括して規制するということになる、非常に大掛かりなルールになる可能性がある。

これに対して、現在問題になっているのは、電子システムやアルゴリズム取引などを多用した新しいタイプの電子的なダーク市場であって、既存の取引までを規制対象とすることを意図していない。このため、今回のダークプール規制では、取引所外取引を行う電子システム「代替的取引システム（ATS）」<sup>(1)</sup>が提供する（したがって新しいタイプの）ダークプールに限定して規制している。

アメリカの証券取引委員会では、ダークプール規制のための規則修正提案を二〇〇九年一月二二日に採択した。<sup>(2)</sup>

## 2 ダークプールとは

アメリカでは同一銘柄の証券が複数の取引所や店頭市場で取引されていることから、投資家にとっては、どの市場でも最も良い執行が得られるかを知ることが非常に重要である。このため、複数の証券取引所で出されている気配の中でもっとも良い気配（全米最良気配 National Best Bid and Offer, NBBO）が、「総合気配表示システム（Consolidated Quotation System, CQS）」によって一般に配信されている。また事後的な取引情報についても、同じく「総合テープシステム（Consolidated Tape System, CTS）」によって配信され、事後的にどの市場でどのような価格で執行が行われたかについても容易に知ることができる。複数市場にまたがった情報配信の仕組みは、アメリカ証券市場の透明性の要とされている。

これらの情報配信システムは、自主規制機関の合同プランとして運営されており、各証券取引所はこれらのシステムに自市場の気配・価格などを情報提供する義務を負う一方、集められたデータをベンダーなどに配信して得られた収入を、取引高に応じて分配している。システムの対象は NMS 証券であり、基本的にはナスダックを

含めた証券取引所の上場銘柄である。現在、これらのシステムに情報提供を義務づけられているのは、BATS証券取引所、CBOE、シカゴ証券取引所、FINRA、ISE証券取引所、ナスダックストックマーケット、ナスダックOMX BX、ナスダックOMX PHLX、ニューヨーク証券取引所、ニューヨークAMEX、ニューヨークAreaの全米一二の証券取引所である。また、NMS証券の店頭取引が行われた場合の情報は、FINRAがこれに代わって情報収集することが定められている。

こうした開示の仕組みによって、すべての市場参加者は、全米最良気配と事後の取引情報を簡単に入手することができ、市場分裂を回避しているのである。

ところが、ATSは、自ら証券取引所登録をしない限り、ブローカー・ディーラーとして運営することとなっている。このため、情報配信のための総合システムに参加しておらず、気配や取引情報の提供義務もない。また、取引高が大きい一部のATSについては、ブローカー・ディーラーであっても気配情報を開示することが義務づけられているが、小規模ATSには開示義務がない。このため、かなりの数のATSでは、参加者の売り・買いの取引注文は、システム参加者と、システムが選んだ一部の者にだけ伝達され、総合気配表示システムに載って広く一般に開示されることはない。

また、事後の取引情報についても店頭取引としてFINRAに報告されているものの、ATSの取引が一括して店頭取引としてくくられてしまうため、どのATSで取引が行われたのかを個別に知ることはできない。証券取引所で取引が行われた場合には、証券取引所の識別マークがついて報告・配信されるため、どの取引所で執行された取引かを容易に知ることができる。

さらに、ATSでは、投資家の売買注文の入れ方や、入った注文の表示の仕方に関するルールがシステムごと

に多様であり、取引の意向が確定気配として表示されるとは限らなかつたり、注文サイズが開示されなかつたりするなど、様々なバリエーションがある。こうした多様な形態の注文は、通常の厳密な意味での「気配」とは呼べないので、「取引意志の表示 (indications of interest, IOIs)」と呼ばれ、現時点では（開示義務のある）「気配」には含まないとされている。

以上のように、一部の A T S には、一般の投資家には見えない情報や流動性が「ダークなプール」として存在しているということになる。A T S では、開示された気配だけに接している投資家には得られない執行が得られ、開示気配より有利な価格での取引が行えたりする可能性がある。ダークプール参加者サイドは開示気配を知り使うことができるのに、その逆はできない。また、ダークプールどうしで取引情報を共有し合い、私的なネットワークを形成しているケースもあるとされる。

こうしたダークプールは、本稿でとりあげた規則改正リリースによると、二〇〇二年には活発なものでおよそ一〇システムであったが、二〇〇九年にはおよそ二九システムに増えていること、ダークプール合計での N M S 銘柄に占める取引高シェアは、七・二％に達していることが述べられている。もつとも、一つのダークプールの取引高シェアは、最大のもので一・三％に過ぎないが、主要証券取引所の取引高シェアが最大でも一九％と市場の多様化が進む現状では、無視できないシェアであるとして、規制の必要性を強調している。

### 3 ダークプール取引の問題

ダークプールが引き起こしている一つの問題として、右に述べたように気配の非開示が市場分裂を招くというものがある。通常の取引所等での取引では、取引が行われる前に気配が開示されているので、投資家はより良

い価格での執行機会を得る機会が与えられているが、ダークプールでは、IOIsが一部の投資家にしか開示されない。このため、ダークプールで出されたIOIsを知りうる投資家とそうでない投資家の間に格差が生じてしまう。

とりわけ、IOIsの中でも、NBBOと同じかより良い価格での取引意志を示し、執行の可能性も十分期待できるものについては、actionable IOIsと呼ばれているが、これは「気配」にきわめて近く、気配と同様に開示の対象にすべきだと考えられる。actionable IOIsは、NBBOより優れた価格の場合には、NBBOを改訂することになるし、NBBOと同じ価格であっても、その気配での市場の厚みを増すことになるからである。

ダークプールに関する二つめの問題は、取引の後の事後情報に関するものである。こちらでも証券取引所等の既存市場での取引であれば、取引所ごとの識別マークをつけた取引情報が総合テープシステム（CTA）に報告され、広く一般に配信される。投資家は、いつ、どの取引所でいくらで何株が取引されたかという事後の取引情報を得ることができ、市場の透明性が確保されている。ダークプールで行われた取引もFINRAに報告されるが、これらはすべて取引所外の店頭取引として一括され、具体的にどのダークプールが執行したかは知ることができず、流動性がどの市場から生まれているかが一般に見えなくなってしまう。

#### 4 ダークプール透明化のための規則改正

発表された規則改正の主な内容は三点である。

(1) ダークプールが一部の投資家等に私的に発信している「actionable IOIs」を、通常の「気配」と同様に公衆気配に接続し開示すること。このためには、売り買いの気配（"bid"と"offer"）の定義を拡大し、actionable IOIsを気配の定義に含め、通常の気配と同様に総合気配表示システムに載せて開示することとする。

(2) 取引所外取引システムであるA T Sには、取引高が多いものほど開示義務が厳しくなるよう段階的な規制が課されている。今回の規則改正では、小規模なA T Sが最良気配の開示義務を負うための下限取引高を引き下げることにした。これにより小規模A T Sも開示義務を負うことになる。具体的には、現行ルールで過去六ヶ月間のうち四ヶ月にわたってN M S証券の全取引高に占める取引シェアが5%超のA T Sに最良気配の表示を義務づけているものについて、この下限値を〇・二五%とする。(1)と(2)二つの修正によって、一般投資家の見えない所で行われているダークプールの取引の気配が一般に開示され透明化される。ただし、大口取引は開示義務の例外とし、取引金額二〇万ドル以上の取引については開示義務をかけない。

(3) ダークプールの取引の事後的な透明性を高めるため、どのダークプールで取引が執行されたかも含めて事後の統合情報システムに開示する。A T Sが行うN M S証券の店頭取引は、F I N R Aに報告する時点では執行市場を区別する識別マークをつけられているが、そのあと「総合テープシステム」に送られるときに識別マークを外して店頭取引として一括されているようである。このため、規則改正後は、通常の取引所と同様に、識別マークをつけたまま一般に配信することでA T Sの取引も執行市場ごとに把握できるようになる。

## 5 おわりに

規則改正によって、気配にきわめて近いactionable IOIsに開示義務を課し、より小規模のA T Sでの取引も含めて「総合気配表示システム」に統合されれば、取引所市場との気配競争が可能になり、市場全体の透明性が向上することが期待される。規制対象がA T Sの運営するダークプールに限定されたとはいえ、市場分裂の回避に一定の効果があると考えられる。この改正提案に対するコメントは一二月七日現在で一四通がウェブ上に開示さ

れているが、九〇日間のコメント提出期間が終わる来年早々にはコメントのとりまとめが行われると考えられ、規則改正の推移が注目される。

今回の規制では、広い範囲におよぶ「ダークプール」のうち、ATSが開設しているダークな市場に焦点を当てて規制改正が行われた。すでに述べたように、取引高シェアが5%を超えるATSには以前から気配の表示義務などが課されていることから、ATSに規制対象を絞ることで、抜本的な変更なしに開示の範囲を拡大することを狙ったと見ることができよう。規則改正としては、気配の定義を広げ、開示義務の課される取引高シェアの下限を引き下げるといった形の比較的シンプルな修正で対応できる。また、事後の取引情報についても、FINRAが把握している市場識別マークを開示すればよいので、大きな変更にはならないであろう。

また、SECは、新たに総合気配システムに接続を求められる小規模ATSにとつても、ベンダーの接続の利便性やコストが向上しているため、コスト面での大きな負担にはならないという予想を示している。

ただし、気配開示の範囲については、現実には多様な形で出されている参加者の取引意志のうち、どこまでを気配と同等のactionable IOIsとするかなど、線引きの難しい部分が残りそうである。SECは、レギュレーションNMSによって全米最良気配より劣る価格での執行が禁じられている以上、IOIsは必ず全米最良価格より良いか同等の好みであり、投資家が高い執行機会を得られると合理的に期待しうるようなケースでは、IOIsは気配と同等であるとしているが、ATSに出される注文の形態は運営ルールで柔軟に変更可能であるので、気配義務がかかるかどうか議論のあるIOIsの扱いに困難が生じる可能性は否定できない。

さらに、今回はATSの運営するダークプールに限定した規制改正となったが、アルゴリズム取引などを利用したブローカー・ディーラーの内部付け合せシステムなどをどのように扱うかについては、さらに検討が必要と

なろう。SECは、ダークプール問題も含めた市場構造全体に関するコンセプトリリースを準備中であるとも述べており、ダークプール問題が再度とりあげられる可能性も残る。

注

(1) アメリカでは、取引所外取引を行うシステムは「代替的取引システム（ATS）」と呼ばれ、日本PTSにおおむね相当する。証券会社が行う取引所外取引として整理されている日本のPTSと異なり、ATSはブローカー・ディーラー（証券会社）として運営するか、証券取引所として登録するかを自身で選択することができる。証券取引所登録をすると、気配情報の開示や売買監理などのコストがかかる一方、市場情報配信収入の分配が得られるなどのメリットもある。

(2) "Regulation of Non-Public Trading Interest; Proposed Rule." Release No. 34-60997; File No. S7-27-09, Securities and Exchange Commission. Nov. 23, 2009 FR.

(3) ニューヨーク証券取引所の取引高シェアの低下については、清水葉子（二〇〇九）「レギュレーションNMS後のニューヨーク証券取引所の地位について」『証研レポート』一六五五号、参照。

（しみず ようこ・客員研究員）