

欧州ダーク・プールの実情

〈英国FCAの報告書にみる実態〉

吉川 真裕

二〇一六年七月二日、イギリスの証券取引監督機関である金融行為規制機構（FCA）がホールセール金融市場に関する調査の一環として「英国株式市場ダーク・プール」ホールセール市場における役割・プロモーション・監督」と題する報告書を公表した。⁽¹⁾ この報告書はイギリスの株式ホールセール市場における取引状況に関する調査の一環であり、株式ダーク・プールに特定の問題があるために実施されたものではないが、これまであまり取り上げられたことがない欧州の株式ダーク・プールに関する興味深い記述とFCAの監督姿勢が読み取れ、興味深い。アメリカでは二〇一五年一月に証券取引委員会（SEC）からダーク・プールに対する新たな規制提案がおこなわれ、二〇一六年一月にはクレディ・スイスとバークレイズという大手ダーク・プール運営会社がSECに巨額の制裁金を支払うことで合意していたが、FCAの報告書ではイギリスにおける株式ダーク・プールの取引状況に対してそれほど批判的な姿勢は見当たらない。⁽²⁾

本稿ではFCAの報告書からイギリスの株式ダーク・プールに関する興味深い記述を紹介するが、ヨーロッパにおける株式ダーク・プールの取引の多くはイギリスでおこなわれているのであるから、以下の記述はヨーロッパにおける株式ダーク・プールの実像とも考えられる。

1 報告書の構成と予備知識

FCAの報告書は、前書き、要旨、ユーザー・コミュニティ、ダーク・プール運営会社、展望からなるが、予備知識のない読者のために補論で英国株式市場の概観、改訂金融商品市場指令（Markets in Financial Instruments Directive II）でのダーク・プールにかかわる制度変更、アンケート質問票、語彙が追加されている。

イギリスの株式市場ではEUの金融商品市場指令にしたがって取引市場は、①規制市場（Regulated Market）、②多角的取引施設（Multilateral Trading Facility）、③ブローカー・クロッシング・ネットワーク（Broker Crossing Network）、④システムティック・インターナライザー（Systematic Internaliser）に分かれ、気配値が公開されないダーク・プールは②MTFと③BCNによって運営されている（補論一・一四）。イギリスの株式市場と規制はアメリカとは大きく異なっており、ダーク・プールについてもそうであるが、今回の調査の結果、調査したイギリスのどのダーク・プールも似てはいないことが明らかになったと述べられている（補論一・一）。

さらに、導入が決まっている改訂金融商品市場指令のもとではBCNという分類は廃止されるので、BCNはMTFからSIに再組織されなければならない（補論二・三）。また、改訂金融商品市場指令のもとでは単独のダーク・プールでの株式等の取引シェアは取引対象ごとに四%を超えてはならず、ダーク・プール全体での株式等の取引シェアも取引対象ごとに八%を超えてはならない（補論二・五）。そして、改訂金融商品市場指令のもとでは他市場での価格を用いて取引価格を決めるために気配値の公開を免除されているダーク・プールは最初に取引対象が上場された主市場か最も取引の多い市場での価格を用いなければならず、ザラバ取引においては他市場での最良売り気配と最良買い気配の仲値でのみ取引を執行する場合に限って気配値の公開が免除されることになる（補論二・六）。

2 ユーザー・コミュニティ

イギリスにおけるダーク・プール利用者は規模・技術力・投資戦略においてさまざまであり、一般的には預り資産規模の大きな運用会社は技術的にも洗練されているが、一部の大手運用会社は伝統的な投資戦略を採用し、ダーク・プールをあまり利用してはいない(二・一二)。多くの利用者はほぼすべてのMTFやダーク・プールに接続しており、一部の利用者は取引市場の特性を分析し、特定の投資戦略や投資目的に対する適合性を分析している(二・一三)。

利用者は追加的な流動性の提供を得る機会、気配値スプレッドの削減の可能性、情報漏洩のリスク削減をダーク・プールの利点と考えており、一般的にはダーク・プールの拡大は利用者により効率的に注文を執行する能力を与え、多様なダーク・プールの存在は有益であると考えている(二・一七)。気配値を公開しないダーク・プールが気配値を公開する市場に比べて大きくなると価格形成に影響を及ぼす危険性も理解されているが、現状ではダーク・プールの規模はあまりに小さく、ダーク・プールの利点は潜在的な危険性を大幅に上回っていると利用者は考えている(二・一八)。

利用するダーク・プールの選択に関してはダーク・プール運営会社との関係が最も多く利用者から回答されており、紹介冊子やプレゼンテーション資料は意思決定にそれほど影響を及ぼしてはいない(二・一三)。利用者は特定のダーク・プールを利用する決定をおこなう前に技術的基準や戦略的基準をいつも考慮しているわけではなく、利用者が他のダーク・プールと同じという仮定に基づいて新たなダーク・プールの利用を開始した事例も確認されており、顧客の資産を運用する立場で自らの最良執行義務を果たすためには注文発注先の特性を理解し、法令を遵守することがダーク・プールの利用者には求められると述べられている(二・二〇)。

利用者がダーク・プールを効果的にモニタリングしているという事例は限られており、最も洗練された利用者だけがダーク・プール運営会社から①活発な利用者のタイプ・②注文サイズ・③注文取り消しまでの時間・④注文／取引比率・⑤回送順序といった、より多くの情報を得ることが有益であると考えている(二・二二二)。

ダーク・プール運営会社がダーク・プールでの取引をどのようにモニタリングしているのかを利用者はより詳しく理解することに関心を持っていたが、一部の利用者はこの種の情報をダーク・プール運営会社から得ることは困難であることがわかったと述べていた(二・二二四)。

電子的流動性提供者(ELP)や機関投資家といった利用者の特性情報は実際の取引情報ほど重要ではないと多くの利用者は考えており、面談した利用者はELPや高頻度取引(HFT)の注文を必ずしも望ましくないものとは考えておらず、ダーク・プール運営会社が好ましくないからざる行動を十分にモニタリングしていればELPやHFTを有益な流動性の提供者になるものと考えていた(二・二二五)。

ミリ秒レベルでの取引情報は多くのダーク・プール運営会社によって利用者に提供されており、一部の利用者は取引価格の異常値をスクリーニングしていたが、一部のダーク・プール運営会社は自ら異常値を発見して利用者に通知し、即座に訂正措置を講じていた(二・二二八)。

利用者がダーク・プール運営会社に苦情を連絡することは稀であり、利用者はダーク・プール運営会社の提供するサービスに満足しているものと考えられている。しかし、多くの利用者は不満があればダーク・プールでの取引を停止することも述べていた。したがって、リアル・タイムで執行価格を分析できる最も洗練された利用者が執行価格に対する不満をダーク・プール運営会社に連絡し、補償を要求している可能性が高いということを理解しておく必要がある(二・二二九)。

3 ダーク・プール運営会社

取引相手の制限、執行優先順位、モニタリング、注文回送や執行の際に顧客の選好を反映する度合いといった特性を差別化している点でBCNの運営するダーク・プールは多様である(三・五)。

利用者やダーク・プール運営会社は毒性(toxicity)やアグレッシブなHFTといった用語のある種の行動特性に対して用いていたが、ダーク・プール運営会社はこうした用語を定義して用いなければならぬ。とりわけ、ナチュラルな注文フローという用語については一部のダーク・プール運営会社がデリバティブ取引や自己売買のヘッジや解消を含めて用いていた可能性が高い(三・七)。

多くのダーク・プール運営会社は利用者の顧客分類や注文フロー分類のためにプロファイル分析をおこなっているが、最低限のものから取引戦略にかかわるものまでさまざまである。顧客分類や注文フロー分類は変更が必要となるが、再分類はシステムティックな形ではおこなわれていない(三・一二)。

一般的にBCN運営会社は注文が執行される相手を制限する権利を利用者に与えており、多くはHFTやELP、BCN運営会社の自己売買との取引を拒否したり、制限したりすることを選択させている。BCN運営会社によれば取引相手を制限する利用者は比較的少数であるということであるが、こうした意向の収集・保管・処理は検査することが困難であり、システムティックな形ではあまりおこなわれてはいない(三・一五)。選好情報の収集は異なるステージで異なるチームが重複して収集しており、おそらく単一のシステムに記録されてはいない。選好の変更は複数のチームによつてEメールや電話でおこなわれており、頻繁におこなうことも可能である。十分なデータ管理をおこなうためには、いつ、どのような形で変更をおこなうのかを明確にすることが重要である。顧客の選好を(たとえば年一度といった)システムティックな形で再確認する明確な方針がしばしば欠けて

いる(三・一六)。

BCNを運営する証券会社や銀行は指定がない場合には顧客の注文を自らが運営するBCNに回送しており、費用と情報漏洩リスクの削減によって最適な注文執行となるからだと説明している。しかし、このことは取引状況を積極的にモニタリングすることで最良執行義務を果たし、取引市場の差別をせず、注文取り消しまでの時間を管理している場合にのみ言えることである(三・二二)。

一つの注文を二つのダーク・プールに回送し、一方で注文が成立すると同時に他方の注文を取り消すダブル・ポストイングを一部のダーク・プール運営会社はおこなっている。両方で取引が成立した場合、片方はBCN運営会社の自己売買ポジションとなるはずであるが、親注文を複数の市場に分割して発注し、まだすべての取引が成立していない顧客に重複して成立した取引を回している可能性も考えられる。この場合に顧客注文の最良執行義務に反していないかどうかを検討する必要がある(三・二四)。

自らの運営するBCNに顧客注文を回送し、相互アクセス協定にしたがって他のBCNにも自動的に注文を回送するBCN運営会社も存在する。この場合、他のBCNに回送された注文が取引相手の選好を満たしているかどうかについて利用者は確信が持てないし、一般的には選好が守られたかどうかをモニタリングすることもできない。取引相手の選好はBCN運営会社が最良執行義務を果たすために守らなければならない顧客の指示だとみなすこともできるだろう(三・二五)。

ダーク・プール運営会社の自己売買部門がダーク・プールで取引することを認めている場合、自己売買部門が他の利用者よりも優遇されてはいないことをダーク・プール運営会社は保証しなければならぬ。一部のダーク・プール運営会社は自己売買部門の注文が他の利用者と同じインフラを利用することで、これを実現している。

しかし、一部のダーク・プール運営会社は自己売買部門の注文を優遇しているのではないかと危惧している(三・三二)。

ダーク・プール運営会社はいくつものアクセス・チャネルを並行して利用しており、一部のダーク・プール運営会社はスピードの点でどのアクセス・チャネルを利用してもし不利にならないようにスピード制限を導入している。この場合、プラットフォームのいかなる変更の後でもスピード制限が意図せざる形で一部の利用者を優遇していないことをモニタリングすべきである(三・三三)。

BCN運営会社のダーク・プールでは他市場の価格を利用してクロス取引がおこなわれている。そして、多くのダーク・プール運営会社はクロッシングの優先順位に注文サイズ・顧客特性・行動プロファイルといったカテゴリーを追加している。ダーク・プール運営会社がクロッシング・カテゴリーを追加する場合には利用者には利用者に明確に通知し、こうした基準が最良執行義務を満たしていることをモニタリングしなければならない。実際のマッチング・ロジックにはさまざまなバリエーションがあり、優先順位ロジックの詳細を利用者はいつでも十分に理解しているとは限らない(三・三四)。

先に顧客の嗜好はかならずしも十分に守られているわけではないことを確認したが、一部の業者は大規模な投資をおこなない、大きく値の離れた価格でのクロス取引、主市場の気配値から大きく離れた価格でのクロス取引、売り気配と買い気配が等しい場合のクロス取引を制限するようなライブ・クロッシング制限を実現するインフラを装備している(三・三五)。

BCN運営会社のダーク・プールでは一般的に機関投資家の利用者をELPよりも優先させる注文執行がおこなわれている(三・三六)。

BCN運営会社のダーク・プールでは主市場の最良気配（PBB0）を用いてクロス取引をおこなうのが典型的であるが、主市場以外の取引市場をも含めた最良気配（EBB0）を用いてクロス取引をおこなうこともある（三・三七）。また、主市場以外の取引市場の選択にダーク・プール運営会社の意向が反映される場合もあり、その場合には運営会社ごとにEBB0が異なる場合もある（三・三八）。

利用者の注文ごとの取引結果をその日のうちに分析し、報告することは多くのBCN運営会社の能力を超えており、報告するのに数日から一週間を要する事例も見られる（二・四四）。

利用者のプロファイル分析には主観的な基準も含まれるが、注文サイズ・注文有効期間・注文取り消し比率・注文取り消しまでの時間・価格改善といった客観的な基準も用いられている。そして、客観的な基準には取引後の価格反転分析も含まれる場合もあるが、取引五秒後の価格反転を調べるダーク・プールがある一方、取引五分後の価格反転を調べるダーク・プールもあるので利用者は注意をする必要がある（三・四九）。

ダーク・プールにおけるリアル・タイムあるいは直近の注文フロー情報がダーク・プール運営会社のモニタリング部門やITスタッフに知られることから利益相反のリスクが生じる（三・五九）。典型的には限られたフロント・オフィス・スタッフのみがダーク・プールの注文フローをモニタリングしているが、しばしばITサポート・チームにもアクセス可能となっている。また、ダーク・プール運営会社の一部では過去の注文・執行データを社内のカウンツ・リサーチ・チームにも開放しているが、利益相反や地位乱用を防止する手段を講じる必要がある（三・六〇）。リアル・タイムあるいは直近の注文フロー情報の保護は不十分であり、サポート・ユニットに対するアクセス制限でしばしば問題が発生している。多くの内部監査報告書によれば、ITサポート・スタッフにIT業務の終了後もアクセスが認められていたことや、モニタリング部門にいた者が他の部署に転属後も

アクセス可能であったことが問題視されている(三・六二)。アクセスを認められたスタッフの数はダーク・プール運営会社ごとに大きく異なっていたが、ある場合には一〇〇人を上回っていた(三・六三)。

注

(1) Financial Conduct Authority, "UK equity market dark pools — Role, promotion and oversight in wholesale markets," July 2016, TR16/5 (<https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/tr16-05.pdf>).

(2) Securities and Exchange Commission, "Regulation of NMS Stock Alternative Trading Systems," SEC Release No. 34-76474; FileNo. S7-23-15, Nov. 18, 2015 (<https://www.sec.gov/rules/proposed/2015/34-76474.pdf>), Securities and Exchange Commission, "Barclays, Credit Suisse Charged With Dark Pool Violations," Press Release 2016-16, January 31, 2016 (<https://www.sec.gov/news/press-release/2016-16.html>). なお、この提案の内容に関しては、清水葉子「米国ATS(代替的取引システム)の透明性向上のためのSECルール提案」本誌一六九三号(二〇一五年二月)を参照。また、アメリカでのダーク・プールの実情と処分事例については、拙稿「ダーク・プールの陥落とSECによるパイプライン処分」本誌一六七二号(二〇一二年六月)を参照。

(よしかわ まさひろ・客員研究員)