

ダブル・ボリュウム・キャップ

↳ EUのダーク・プール取引規制↳

吉川 真裕

二〇一八年三月七日、欧州連合（EU）の証券市場監督機関である欧州証券市場監督機構（ESMA）は年初から施行されている改訂金融商品サービス指令（MiFID II）にしたがって、気配値を公表せずに取引をおこなう市場（ダーク・プール）での取引が七〇〇銘柄を上回る上場商品を対象として三月一二日から六カ月間停止されることを明らかにした。個々のダーク・プールでの特定銘柄の取引比率が四%以上に月間ベースで達した場合、当該ダーク・プールでの当該銘柄の取引を六カ月間停止し、ダーク・プール全体での特定銘柄の取引比率が八%以上に月間ベースで達した場合、当該銘柄の取引をダーク・プール全体で六カ月間停止するという他に類を見ない規制措置（ダブル・ボリュウム・キャップ）がはじめて発動されることになった。当初の予定では一月の取引比率を二月に公表し、ダブル・ボリュウム・キャップに抵触した銘柄は二月から六カ月間取引停止となるはずであったが、一月時点では取引情報の収集が間に合わず、三月七日に一月分と二月分の取引比率が同時に公表され、いずれかに抵触した銘柄の大口取引を除くダーク・プールでの取引が六カ月間停止されることになった。

本稿ではダブル・ボリュウム・キャップ発動までの経緯と発動後の状況を紹介し、欧州の株式市場で何がおこっているのかを考察する。

1 ダブル・ボリュウム・キャップ導入の経緯

二〇一三年一二月に欧州委員会、EU経済・財務相理事会、欧州議会の協議の結果、単独ダーク・プールで特定銘柄の取引シェアが四%に達した場合、その市場での当該銘柄の取引を停止する措置、およびダーク・プール全体で特定銘柄の取引シェアが八%に達した場合、ダーク・プール全体で当該銘柄の取引を停止する措置を導入することで合意がおこなわれたと伝えられている。そして、二〇一四年五月一三日、MiFID IIが成立し、四%と八%というダーク・プールに対する規制の数値基準も盛り込まれることになった。

この数値基準がどういう根拠に基づいているのかは明らかではなく、データに基づく分析結果も公表されていない。アメリカのレギュレーションATSにおいて単独市場で特定銘柄の取引シェアが五%に達した場合、その市場での気配値を公表する義務を負うという規定をもとにしているものと考えられるが、アメリカには市場全体での特定銘柄の取引シェアに関する規定は存在しない。おそらくアメリカよりも低い基準にしたかったのであろうが、なぜ単独市場で四%なのか、市場全体で八%なのかということについては疑問が残る。すでに欧州でのダーク・プールの取引シェアは一〇%を超えているという調査会社の報告もあり、MiFID II施行後に影響がでそうなことは明らかであった。

ダーク・プールの問題は気配値や取引価格・取引量が公表されないことが問題なのであって、量が少なければ構わなく、量が多ければ禁止するという問題ではないはずである。伝統的な公開市場から取引を奪うということが問題であれば大口取引を除いて禁止することも考えられるし、透明性を高めるのであればアメリカのように規則や料金体系の公開、取引記録の事後公開などが考えられる。他に類を見ない数値基準による取引制限は導入後に歪みをもたらし、新たな規制回避のための取引形態を生み出しかねないものと懸念されてきた。

2 ダブル・ボリュウム・キャップ発動に至る経緯

二〇一八年一月九日、ESMAは年初から施行されているMiFID IIにしたがってダーク・プールでの取引を停止するダブル・ボリュウム・キャップの計算に必要なデータが十分に入手できず、ダーク・プールでの取引比率の公表、そして取引停止措置の発動を三月まで延期することを明らかにした。⁽¹⁾そして、三月七日、事前の公表日時の予告もなく、ESMAは二〇一八年一月分と二月分のダーク・プールでの取引比率を公表し、三月二日からの取引停止措置の発動を明らかにした。⁽²⁾ESMAの発表は二〇一八年一月分で四%基準に抵触した銘柄が一七銘柄、八%基準に抵触した銘柄が六三三銘柄あり、(大口取引を除く)ダーク・プールでのこれらの取引は六カ月間停止されるというだけで、具体的にどの銘柄が(四%基準の場合、どの市場で)取引停止となるのかはプレス・リリースでは示されていない。リンクが張られているページにはダブル・ボリュウム・キャップの計算方法が簡単に説明されており、そのページからは一月分の計算結果と二月分の計算結果を示すエクセル・ファイルをそれぞれダウンロードできるが、一月分のエクセル・ファイルは二一七七一六二行、二月分のエクセル・ファイルは八万二五七九行に及ぶ膨大なものであり、どの銘柄が(どの市場で)取引停止となるのかを確かめるのは容易ではない。

少なくとも七二七銘柄は取引停止となるはずであるが、どの銘柄なのかは膨大なエクセル・ファイルを整理しないとわからない。ダーク・プール各社はそれを調べて三月二日以降の(大口注文を除く)注文執行を停止し、利用者に通知しているはずであるが、その作業をダーク・プール各社に強いて無駄な作業をおこなわせているのはいやがらせとしか考えられず、ダーク・プールで取引していなくともダーク・プールで取引されていた注文が出てきて影響を受ける可能性がある投資家や市場関係者にとっても迷惑この上ないはずである。

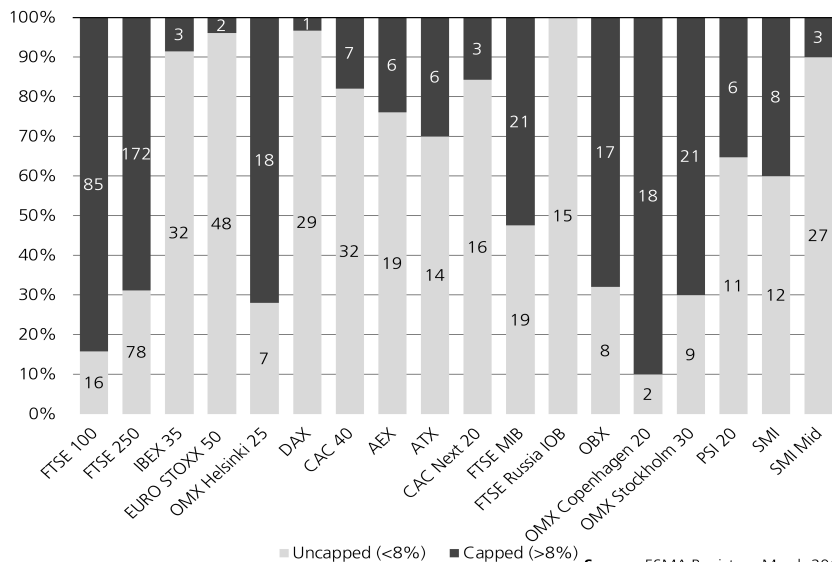
3 マスコミ報道

翌三月八日、ダーク・プールでの取引もおこなっている多角的取引システム(MTF)であるUBS・MTFは六九二銘柄が(大口注文を除いて)六カ月間の取引停止措置の対象となり、主要株価指数の取引停止となる構成銘柄数と構成比率を公表した(図表1⁽³⁾)。

また、同日、フィデッサもシニア規制アドバイザーのコメントを公表し、対象となる七五五銘柄(うち六八五銘柄はESMAの流動性銘柄)は銘柄数では二・五%に過ぎないが、流動性銘柄の取引の三五%以上に及び、市場に及ぼす自らの事前予想の小ささを悔やんでいた⁽⁴⁾。

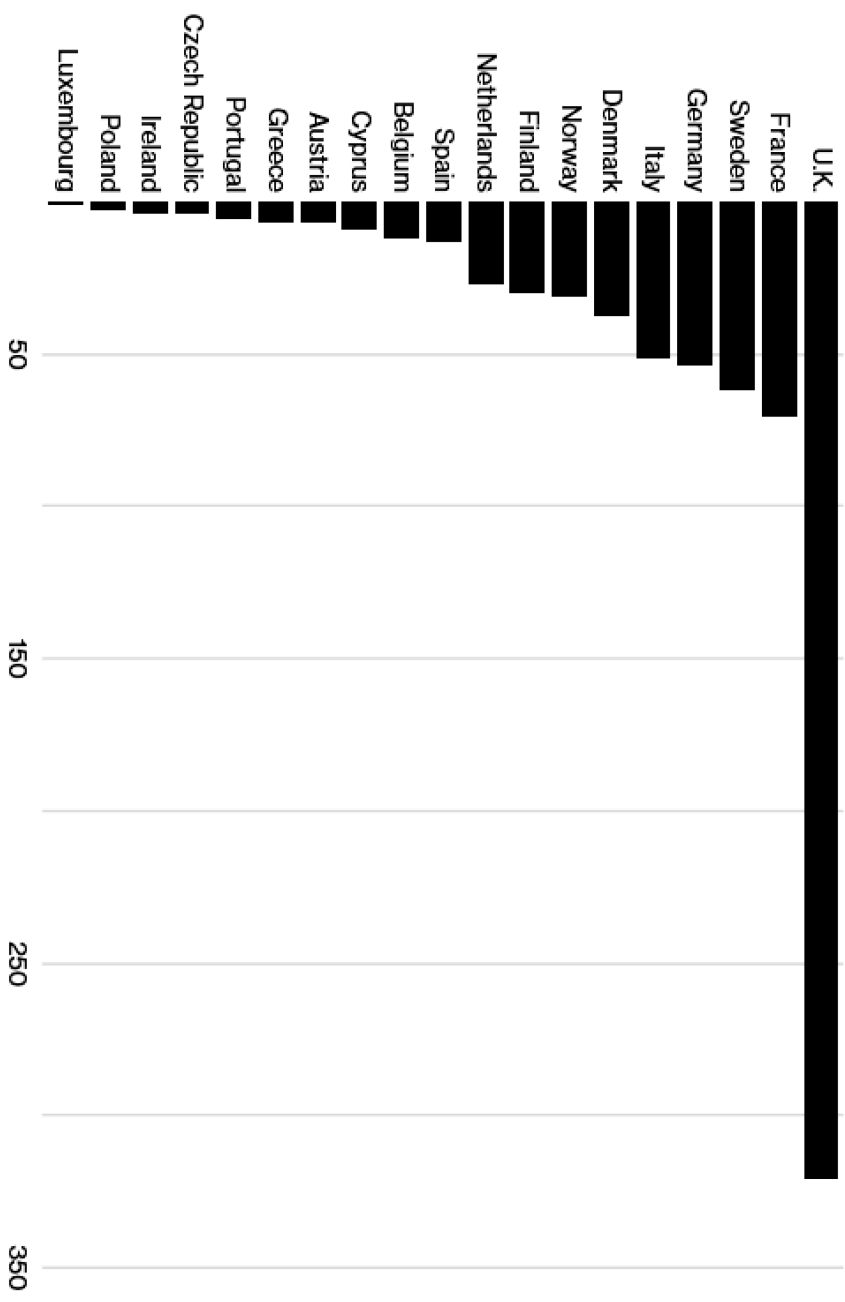
さらに、翌九日に公表されたブルンバーグの記事ではESMAのエクセル・ファイルを整理して対象となる銘柄の上場国別分布のグラフが示され、UBSの発表から予想されていたことではあるが、イギリスだけが取引停止の対象となる銘柄が三〇〇を上回り(のちの記事では三二一銘柄と明記)、一〇〇銘柄を上回る国はほかに存在しないことも明らかとなった(図表2⁽⁵⁾)。

図表1 主要株価指数の取引停止銘柄数と構成比率



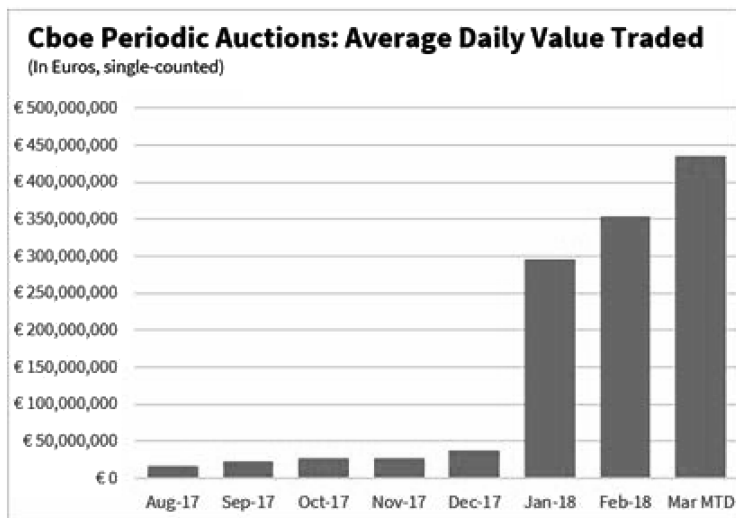
Source: ESMA Registers, March 2017

図表2 ダブル・ボリューム・キャップ対象銘柄の上場国別分布



他方、取引停止措置が発動された三月一二日の定期オークションでの取引金額が過去最高の五億八二八〇万ユーロを記録したことをCBOEヨーロッパ（旧BATSヨーロッパ）は三月一三日に公表している。⁽⁶⁾ CBOEヨーロッパでの定期オークションはすでに年明け以降急増していたが、フィデッサのシニア規制アドバイザーが先のコメントの中で予想していた通り、取引が制限されたダーク・プールの取引の代替手段の一つとして定期オークションが利用される可能性があることをCBOEヨーロッパでの取引の増加が裏付けている（図表3）。そして、三月二十七日にはUBS・MTFも四月後半に新たな定期オークションを開始する計画を明らかにしている。⁽⁷⁾ フィデッサのシニア規制アドバイザーによれば、定期オークションのほかにもブロック取引やシステムティック・インターナライザーの利用も代替手段と考えられ、フィデッサ自身は三月一三日にブロック・シャドウというブロック取引サービスを新たに導入することを明らかにしている。⁽⁸⁾

図表3 CBOEヨーロッパの定期オークション売買代金



4 ダブル・ボリユーム・キャップ発動後の取引状況

三月一二日のダブル・ボリユーム・キャップに基づくダーク・プールでの取引停止措置の施行後、欧州の株式市場でどのような変化が生じたのかについてはCBOEヨーロッパで定期オークションの取引が増加した以外には報道がない。七五五銘柄での取引が停止され、このうち三三二銘柄がイギリス株であったことから、イギリス株を対象としたダーク・プールでの取引が減少していることが予想されるが、どの程度の減少が生じているのかは報じられていない。そこで、毎日、ダーク・プールでの取引金額を公表しているCBOEヨーロッパのデータに基づいて簡単な検証をおこなってみよう。⁽⁹⁾

図表4 (A) はCBOEヨーロッパのデータに基づいてダーク・プールでの取引金額の推移を表わしている。ここでのダーク・プールはUBS・MTF、ITGポジット、リクイドネット、インステイネット・ブロックマツチ、シグマX・MTF、CXEブック(チャイエックス)、ターコイズ・アंकロス、ターコイズ・コンティニュアス、BXEブック(BATS)、CBOE・LIS、スイス・アット・ミッド、SLS(スイス取引所)、ナスダック・ストックホルム・ミッド、ナスダック・ヘルシンキ・ミッド、ナスダック・コペンハーゲン・ミッドの一五の市場をダーク・プールと定義しており、その他の市場での取引は含まれていない。さらに、図表4 (B) はCBOEヨーロッパのデータに基づいてダーク・プールでの取引金額の全市場での取引金額に占める比率の推移を表わしている。なお、取引所外取引で取引所やMTFに報告されていない取引は全市場での取引に含まれないため、比率の分母が小さく、大きめの比率になっている可能性があることを注意しておく。

まず、ダーク・プール全体の取引比率は三月九日までの五日間では八%を超えていたのに三月一二日以降には八%を超える日がないことから明らかなようにダーク・プールでの取引比率が減少していることがわかる。

図表4(A) ダーク・テーブルでの取引金額

(単位：ユーロ)

	全ダーク・テーブル	イギリス	ドイツ	フランス	スウェーデン	イタリア	オランダ	スウェーデン	スペイン
2018/3/5	4,167,056,891	1,112,972,407	676,500,060	904,254,960	202,536,233	327,790,671	240,121,073	214,168,893	151,105,479
2018/3/6	4,236,948,068	1,326,147,258	621,497,280	703,756,418	221,084,958	228,039,085	269,320,367	213,193,603	223,682,154
2018/3/7	3,952,529,431	1,139,267,372	537,425,187	806,101,561	257,184,495	191,537,108	210,790,939	207,032,300	191,744,000
2018/3/8	4,486,443,137	1,242,104,731	742,763,042	723,539,575	280,617,039	216,632,820	374,345,176	163,792,515	263,986,658
2018/3/9	4,159,219,814	1,313,578,305	614,228,093	609,425,544	383,991,225	235,948,459	232,035,288	151,990,085	177,169,663
2018/3/12	2,355,866,912	377,865,977	692,224,978	437,947,562	219,348,772	101,756,428	153,201,923	51,949,112	166,308,456
2018/3/13	2,669,214,288	540,519,449	681,816,530	534,918,127	171,953,022	57,658,948	189,521,381	55,816,783	162,202,264
2018/3/14	2,464,806,984	587,166,561	550,382,324	424,610,448	204,604,735	70,407,505	157,157,123	73,091,745	183,306,870
2018/3/15	2,468,856,907	516,438,150	536,795,180	447,994,860	212,129,593	110,983,444	249,078,735	55,543,946	162,114,420
2018/3/16	2,690,297,750	491,028,639	502,544,561	481,728,231	204,147,890	87,971,849	226,385,284	57,260,539	402,650,355
2018/3/19	2,844,860,071	706,252,747	629,839,069	496,174,320	261,420,381	74,385,498	211,872,174	61,688,152	195,351,574
2018/3/20	2,494,748,388	523,621,677	545,646,414	477,872,329	244,486,137	56,414,193	223,241,138	86,323,217	155,612,912
2018/3/21	2,621,396,013	538,150,072	521,430,918	577,993,106	194,409,516	96,170,489	268,056,215	56,895,860	196,520,570
2018/3/22	4,040,929,872	1,015,418,754	741,612,414	837,054,399	280,426,884	93,352,747	412,561,633	125,607,757	287,228,616
2018/3/23	3,165,886,183	674,245,272	688,608,313	624,911,869	253,541,501	77,063,046	286,267,349	96,185,581	248,621,938
2018/3/26	2,273,373,734	435,204,948	446,731,896	499,176,528	233,079,118	101,208,066	210,710,183	94,344,728	104,457,491
2018/3/27	2,526,645,871	465,456,755	504,772,007	544,636,700	175,054,309	88,198,269	279,736,339	103,098,577	160,036,264
2018/3/28	2,777,277,484	442,604,410	464,827,350	741,519,659	242,581,484	95,764,340	337,813,340	91,750,599	161,625,693
2018/3/29	2,242,627,829	468,524,094	486,212,559	583,182,180	163,753,922	53,189,552	144,672,350	60,074,800	144,363,349

図表 4(B) ダーク・フェールでの取引比率

	全ダーク・フェール	イギリス	ドイツ	フランス	スイス	イタリア	オランダ	スウェーデン	スペイン
2018/3/5	8.32%	11.83%	7.02%	10.25%	3.91%	6.06%	7.43%	9.09%	7.23%
2018/3/6	8.60%	12.74%	6.95%	9.20%	4.20%	4.79%	8.09%	8.68%	10.29%
2018/3/7	8.31%	11.33%	6.25%	10.18%	5.62%	4.50%	6.28%	7.68%	9.56%
2018/3/8	9.22%	13.46%	7.81%	9.27%	6.14%	4.75%	9.68%	6.83%	10.66%
2018/3/9	9.30%	14.04%	6.96%	8.87%	8.68%	5.82%	7.18%	7.20%	9.03%
2018/3/12	5.90%	4.69%	7.30%	7.48%	5.77%	3.28%	5.83%	2.87%	9.31%
2018/3/13	5.54%	5.59%	6.54%	7.14%	3.74%	1.46%	5.53%	2.60%	7.09%
2018/3/14	5.23%	5.91%	5.71%	6.51%	4.29%	1.77%	4.80%	3.10%	7.03%
2018/3/15	5.16%	5.30%	5.48%	6.32%	4.25%	2.64%	7.22%	2.33%	7.20%
2018/3/16	3.35%	3.10%	2.86%	4.06%	2.25%	1.48%	3.33%	1.95%	10.35%
2018/3/19	6.36%	7.19%	7.05%	7.40%	5.60%	2.20%	6.38%	2.86%	9.37%
2018/3/20	5.80%	5.51%	6.84%	7.44%	5.14%	1.69%	7.09%	4.13%	7.51%
2018/3/21	6.06%	5.55%	6.50%	8.53%	4.40%	2.81%	8.53%	2.84%	8.99%
2018/3/22	7.21%	8.84%	6.64%	9.34%	5.07%	2.00%	9.42%	4.90%	10.02%
2018/3/23	5.55%	5.59%	5.83%	6.81%	4.69%	1.69%	6.86%	3.82%	8.60%
2018/3/26	5.02%	4.71%	5.19%	6.89%	4.37%	2.81%	6.31%	4.13%	4.93%
2018/3/27	5.33%	4.78%	5.69%	7.26%	3.29%	2.45%	7.72%	3.69%	7.26%
2018/3/28	5.09%	3.96%	5.00%	8.36%	3.67%	2.15%	7.46%	3.07%	6.43%
2018/3/29	4.64%	4.13%	4.61%	7.03%	3.04%	1.54%	4.32%	4.02%	6.61%

次に、ダーク・プールでの取引比率を上場国別に比べてみると、三月九日までは八カ国の中で最も比率の高かったイギリスでは半分以下に比率が低下しており、大きな影響がでているものと考えられる。そして、元の水準が異なるものの、スウェーデンとイタリアでも比率が半減している点ではイギリスに似ている。これに対して、スペインでは三月二日以降も一〇％を超える日が二日あり、取引比率自体は低下傾向にあるが、ほかの国とは状況が異なるようである。残りのフランスとオランダ（ともにユーロネクストが主市場）、ドイツ、スイスは減少しているが、イギリス、スウェーデン、イタリアほどは低下しておらず、取引比率の低下度合いには上場国別にみると大きな違いがあることがわかる。

また、三月一二日前後で取引比率の水準を上場国別に比較すると、三月九日まではイギリスがトップ、フランス、スペイン、スウェーデンが第二グループ、オランダとドイツが第三グループであったが、三月一二日以降はスペインとフランス、オランダがトップ・グループ、ドイツとイギリスが第二グループ、スイス、スウェーデン、イタリアがこれに続くという形であり、ダーク・プールでの取引停止に伴う影響が国ごとに異なることがよくわかる。

他に類を見ないダブル・ボリュウム・キャップに基づくダーク・プールでの取引停止措置という試みがEUでは施行され、これがどのような影響をもたらすのかはEU加盟国のみならず、ダーク・プールでの取引規制や新たな取引制度の導入を考えている国にとってもまたとない実験と言えよう。この壮大な実験の成果をどのように役立てるかは実験の結果を観察することから生まれるはずであり、その意味でダブル・ボリュウム・キャップが何をもたらしたのかを分析することは今後の重要な課題といえることができるであろう。

- (1) European Securities and Markets Authority, "ESMA delays publication of double volume cap data," 9 January 2018, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-news/esma-delays-publication-double-volume-cap-data>.
- (2) European Securities and Markets Authority, "MiFID II: ESMA publishes double volume cap data," 7 March 2018, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/mifid-ii-esma-publishes-double-volume-cap-data>.
- (3) UBS MTF, "Double Volume Cap Update," 8 March 2018, UBS MTF Market Notice N6 2018 (<https://www.ubs.com/global/en/investment-bank/multilateral-trading-facility/news.html>).
- (4) Fidessa, "ESMA's Double Volume Cap Data: Comment From Fidessa's Senior Regulatory Advisor," 8 March 2018 (<http://www.mondovisione.com/media-and-resources/news/esmas-double-volume-cap-data-comment-from-fidessas-senior-regulatory-adviser/>).
- (5) Will Hadfield, Silla Brush, Viren Vaghela, and James Barry, "U.K. Stocks Face the Most Disruption From MiFID Dark Trading Ban," 9 March 2018 (<https://www.bloombergenews.com/news/articles/2018-03-09/u-k-stocks-face-the-most-disruption-from-ban-on-dark-trading>).
- (6) Cboe Global Markets, "Cboe Periodic Auctions Hits New One-Day Record of €582 Million Traded on 12 March," 13 March 2018 (<http://www.mondovisione.com/media-and-resources/news/cboe-periodic-auctions-hits-new-one-day-record-of-582-million-traded-on-12-ma/>).
- (7) UBS MTF, "UBS MTF Periodic Auction Factsheet," 27 March 2018 (<http://www.mondovisione.com/media-and-resources/news/ubs-mtf-periodic-auction-factsheet/>).

(8) Fidessa, "New service from Fidessa solves the MiFID II block trading problem," 13 March 2018 (<http://www.mondovisione.com/media-and-resources/news/new-service-from-fidessa-solves-the-mifid-ii-block-trading-problem-provides-in/>).

(9) データは以下のサイトから入手した。

http://markets.cboe.com/europe/equities/market_share/market/

(よしかわ まなひろ・客員研究員)