

ダーク・プールとその規制について

清水 葉子

1 ダーク・プールとは

アメリカでは一一の証券取引所と、多くの取引所外の取引システム（ATS、Alternative Trading Systems）が証券の取引を行っており（二〇一八年四月末現在で五七の株式取引をするATSがFINRAに登録）、証券取引の場が大きく分散した市場構造であるといえる。

広い意味でアメリカの取引所外取引を区分すると、①証券会社による通常の店頭取引（顧客注文と証券会社の自己売買とを一对で付け合わせるものなどが典型）で、ATS登録を必要としないものと、②一定の執行ルールを設けて「裁量性のない方法」で取引を行う（すなわち、取引所と同等の組織化された市場としての機能を持ち）、ATSとしての登録が義務付けられるものに分けられる。^①

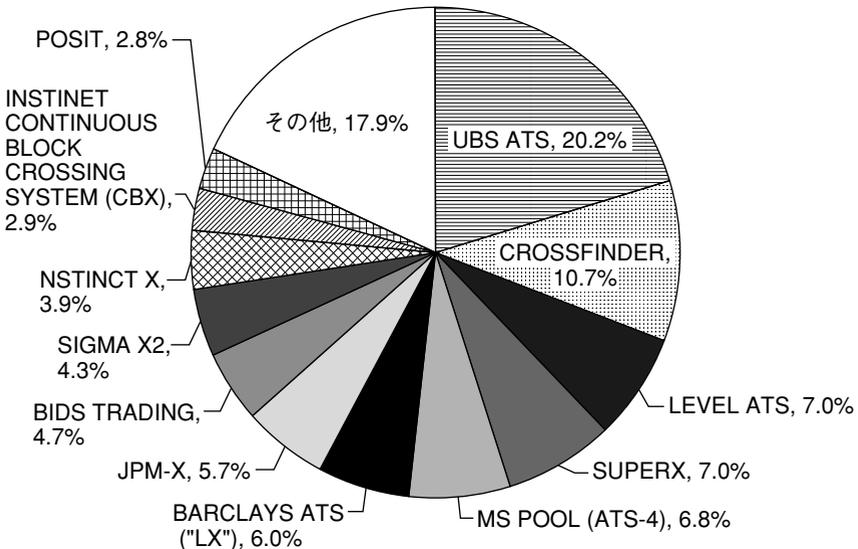
アメリカのATSは、一定以上の規模がある場合には気配開示義務が課されるが、比較的規模の小さいATSは気配開示義務がないため、気配が見えない取引の場という意味で一般にダーク・プールと呼ばれる（透明性の低い流動性プールという程度の意味）。すなわち、通常の証券取引所であれば、売り気配・買い気配の双方が板情報として開示されており、取引執行後にも事後的な執行価格が開示される（ダークに対して「明るい」マーケットと呼ばれる）のに対して、ダーク・プールの場合は、板情報にあたる売買気配が一般にも、また取引当事者にも完全には開示されない。とはいえ、取引執行後には取引所外取引としてFINRAに報告されるため、

事後的な透明性は確保されている。このように、アメリカでダーク・プールという場合は、一般的に気配開示を免除されているATSでの取引を指す。推計によると、ダーク・プールの取引高は、全上場証券の取引のおよそ一五%ほどを占めるとされる。

2 広義のダーク取引

一方、事前の気配開示のない取引という意味で「ダーク」を広く捉えると（広義のダーク取引）、前述の証券会社による通常の店頭取引も、事前に気配を開示するわけではないので広義のダーク取引だと考えられる。また、取引所取引の中にも、「アイスバーグ（氷山）注文」のように、大口取引の一部だけを板情報に出し残りを伏せておく注文が許容されている場合や、クロス・セクションのように、一般の取引参加者に気配情報を出すことをせずに（主に大口取引など）執行される取引は、広義のダーク取引にあたると思われる。アメリカでは、広義のダーク取引のうち、およそ四〇%がATSでのダーク・

図1 ダーク・プールを運営するATSと、上位12社の取引シェア



(出所) FINRA ATSの統計 2018年第1四半期。

プールによる取引で、残りの六〇%が証券会社による通常の店頭取引であるとされている⁽²⁾。

広義のダーク取引の参加者は、主にマーケットインパクトを避けたい機関投資家だと考えられている。機関投資家の大口注文を取引所のような「明るい」マーケットで執行しようとする、自らに不利な方向に価格が動いてしまうことから、こうしたマーケットインパクトによるコストを避けるために、気配情報が開示されない広義のダーク取引を利用しているとされる。

機関投資家による広義のダーク取引の利用は、形を変えながら昔から存在していたもので、かつて人手を介したフロア取引が中心であった頃には、機関投資家の大口注文をフロアに出さずに、証券会社が電話などを使って別の機関投資家や自社の自己勘定との間で先に付け合わせをしまい、そのあとで形式上フロアに出して執行する（アップステアーズ取引）ことが行われていた。日本でも、取引の少ない地方証券取引所で行われていたクロス取引は、形式上はともかく、事前の売買条件の合意が取引所外で行われるという点で、広義のダーク取引としての機能を果たしていたと考えられる。また、現在の東京証券取引所の立会い外取引（ToSTNeT）も類似の機能を果たしていると考えられる。これらは、取引所取引であるから、取引情報の透明性は確保されている。

大口取引には、一括執行のニーズやマーケットインパクトの回避ニーズなど、小口取引とは一緒に扱いにくい事情があり、また、流動性確保の面からも、こうした取り扱いが昔から存在していたと考えられる。その点では、ダーク取引をことさら悪であると決めつける理由はないと考えられるが、一方で気配開示義務のない取引の場が一定程度を超えて拡大することが「明るい」市場での価格形成にどのような影響を与えるか、新しい情報通信技術やHFT（高頻度取引業者）の活発な取引を前提とする現代の市場環境の下でどのような問題が生じるかについては、後で見るように様々な懸念が表明されている。

3 ダーク・プール拡大の理由

A T S が運営する狭義のダーク・プールの拡大がとりわけ懸念されているのはアメリカである。アメリカでダーク・プールが拡大した原因として、市場環境や取引コストに関わるものと、証券取引委員会（SEC）の市場間競争促進的な規制によるものの二つが取り上げられている。⁽³⁾ まず前者としては、①市場の価格変動が大きいときは気配表示される市場で確実な執行を望むが、価格変動が落ち着いてきたのでダーク・プールでの取引が利用されている、②取引所等のシステムトラブルを避けたり、取引所等でのHFTを避けたりするため、③ダーク・プールの低い取引手数料を好むため、④ダーク・プールでの匿名取引を好むため、⑤流動性が低い銘柄の執行などで効率性が良いから、といった理由が挙げられている。

一方、後者としては、①一九九八年のレギュレーションA T Sにより、取引所外の取引システムとしてA T Sが公式に認められ、加えて②二〇〇五年のレギュレーションN M Sにより、小さな取引システムであっても伝統的な取引所と対等に競争できる条件が整えられたからだ、としている。

4 機関投資家から見たダーク・プール

利用者である機関投資家から見たダーク・プールの利点は様々である。例えば、全米最良気配の中値で自動的にクロス取引を行うダーク・プールを使うことでマーケット・インパクトを回避することができるほか、連続オークションのタイプのダーク・プールであっても、事前に取引意図が開示されないことに加え、事後的な報告では機関投資家が売り手か買い手かといったことも明らかにならない。また、売りまたは買いの気配をダーク・プールに出していても、取引が執行されなければ、売買の意志があったこと自体を開示されなくてすむ。

一方、機関投資家がダーク・プールを利用して気配や売買の意志を隠しても、HFTに嗅ぎつけられたり利用されたりすることがあるようである。HFTは、パターン化した小さな指値注文や成行注文を連続してダーク・プールの板に入れて、自分の注文がマッチングしていく特徴から、背後に大口取引があるかどうかを分析しているとされる。また、クロス取引を行うダーク・プールの特性を利用して、先に取引所に最良気配を更新するような注文を入れて取引所の気配を動かすことで、ダーク・プールのクロス価格を都合の良い方に動かしてしまつて取引し、そのあとで取引所に出した注文を素早くキャンセルするといった複雑な取引を行うとされる。

5 ダーク・プールに対する規制上の懸念

近年は、ダーク・プールに対する規制上の懸念が大きく取り上げられるようになった。まず言及されるのは価格形成についての懸念である。アメリカでは、証券取引所や気配開示義務のあるATSは気配情報の統合配信システムに接続され、常に全米最良気配が開示されているが、ダーク・プールでの気配は統合配信システムに表示されない。したがつて、ダーク・プールでより優れた気配が出ていても、投資家はそのことを知らずに取引することになるので、価格形成に歪みが出る可能性があるということである。

また上述したように、ダーク・プールの気配が開示されないことを利用して、価格操作を行うことが可能であるとされていること、ダーク・プールによって機関投資家の大口注文と個人の小口注文が分断されてしまうことにもさまざまな懸念が表明されている。

さらに、ダーク・プールを運営する証券会社と取引参加者との間の利益相反が問題になるケースも少なくない。二〇一一年に、Pipelineというダーク・プールが顧客の気配情報を無断で関連会社に漏洩し、関連会社の自己勘

定でダーク・プール内の取引を執行していたことが明らかになって、SECに処分されたことを皮切りに、かなりの処分や訴訟事例が発生している。⁽⁴⁾

6 ダーク・プールに対する各国の規制

ダーク・プールに対しては、カナダ、オーストラリア、欧州が規制に着手している。カナダとオーストラリアでは、ダーク・プールでの取引は、取引所等の「明るい」市場での公開気配値より優れた（より高い買い気配・より安い売り気配）ものでなくてはならないという規制を導入している（二〇一二年決定）。カナダでは、規模の大きいダーク・プールのうち、機関投資家の大口の取引の多いダーク・プールは大きな影響を受けず、小口取引の多いダーク・プールは取引の減少が見られたようである。

また、欧州では、ダーク・プールでの取引について、特定銘柄の取引シェアが市場全体の四％に達したダーク・プールは、当該銘柄の取引を停止し、かつダーク・プール全体で特定銘柄の取引シェアが八％に達した場合は全ダーク・プールで当該銘柄の取引を停止するとする規制を導入した（二〇一三年決定）⁽⁵⁾。

一方、アメリカでは、カナダと類似のTrade at Ruleと呼ばれるルールが、期間限定で試験的に導入されている（二〇一五年）。一定期間の試験運用の後にレビューが行われるはずであるが、数度にわたる延期が行われ、直近で二〇一八年四月まで延期されているもようである。

7 日本のダーク・プール

日本では、取引所外で一定程度の組織的な市場機能を持つ取引の場として（電子処理組織を用いた取引所外取

引として）PTSが存在するが、PTSには気配開示義務があるため、定義上ダーク・プールにはなり得ない。したがって、日本のPTSがアメリカのATSのようにダーク・プールを運営することはないといいることができる。しかし、電子処理組織を用いずに市場類似の機能を果たすことは考えにくい（伝統的な店頭取引である）といつて良いかどうか、PTS以外の取引所外取引は、広義のダーク取引のうち、機関投資家のための証券会社の自己売買やクロス取引など伝統的なサービスであると考えてよいかどうかは、将来的な市場構造やテクノロジーの変化とともに見ていく必要がある。

一方、電子処理組織を用いた取引所外取引であっても、東京証券取引所のToSTNetに出して執行する場合は、PTS規制の例外扱いとなり、PTSとしての気配開示義務は課せられない。もともと、ToSTNetに出すことで、こうした取引は取引所取引として扱われ、その点では透明性も確保されているといえる。⁽⁶⁾

問題は、こうしたToSTNetに出される取引について、実質的な価格決定や流動性の取り扱いがどのような形で行われているか（実質的な市場類似の価格形成機能等を持つかどうか）、取引参加者の属性はどうか（機関投資家の大口取引のように通常の取引所取引に馴染みにくい性質のものが中心となっているかどうか）、市場の流動性を分断するというほどの規模になっていないか（市場シェアが一定レベルを超えないかどうか）といったことについて、時間をかけて見ていく必要があると思われる。

注

(1) 正確には、組織化された市場機能を持つものすべて取引所であるとされるが、一定の条件を満たせば、取引所登録を免除されて証券会社としてATS登録が義務付けられる（Regulation ATS Rule 300-303）。

- (2) Congressional Research Service (2014) "Dark Pools in Equity Trading: Policy Concerns and Recent Developments."
- (3) 注2参照。
- (4) 詳細は、吉川真裕(二〇一六)「HFTとダーク・プールに対する規制状況」『証券経済研究』第九四号。
- (5) この規制の導入結果は、吉川(二〇一八)「ダブル・ボリュウム・キャップとEUのダーク・プール取引規制」『証
研レポート』一七〇七号参照。
- (6) 日本のダーク・プールとToSTNetについては、大墳剛士(二〇一七)「日本におけるダーク・プールの実態分析」JPX
Working Paper, vol21. 二上季代司(二〇一八)「取引所外(市場外)取引の様々な形態について」PTS、ダーク・
プール、仲介(媒介)『証研レポート』一七〇六号参照。

(しみず ようこ・客員研究員)