

欧州ダーク・プール規制の影響

（リット、ダーク、OTC、SII）

吉川 真裕

二〇一八年一月三日、欧州連合（EU）は当初計画から一年遅れて改訂金融商品サービス指令（MiFID II）を施行し、ブローカー・クロスシング・ネットワーク（BCN）と呼ばれてきた業者の運営するダーク・プール（気配値を公開せずに取引をおこなう市場）での取引を禁止するとともに、規制市場（取引所）やマルチラテラル・トレーディング・ファシリティ（MTF）でおこなわれるダーク・プール取引も大口取引を除いては気配値を公開している当該銘柄の上場取引所での最良気配の仲値でのみ執行されることになった。そして、三月七日、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MiFID IIにしたがって、七〇〇銘柄を上回る上場商品を対象として大口取引を除く規制市場やMTFでのダーク・プール取引が三月二日から六カ月間停止されることを明らかにした。その後も四月一三日、五月一四日、六月一二日、七月一日にそれぞれダーク・プール取引の制限銘柄が追加され、七月末時点で一〇二四銘柄の大口取引を除く規制市場とMTFでのダーク・プール取引が制限されている。

本稿ではヨーロッパにおけるダーク・プール規制の導入後の状況を紹介し、ヨーロッパの株式市場で何がおこっているのかを考察する。

1 ダーク・プール規制導入の経緯

二〇〇七年一月に金融商品サービス指令（MiFID）が施行された際にはダーク・プールと呼ばれることになる気配値を公開しない取引市場は注目を集めておらず、取引市場は規制市場（取引所）、MTF（取引所類似施設、アメリカではATS）、システムティック・インターナライザー（顧客との相対取引を電子的に執行する業者の自己売買市場）の三つに規定されていた。その後、アメリカでダーク・プールと呼ばれる気配値を公開しないATSが注目を集めることになり、EUでは規制市場やMTFでないダーク・プールをブローカー・クロッシング・ネットワーク（BCN）と呼んで改訂金融商品サービス指令（MiFID II）での規制対象とし、BCNはMTFかSIとして運営業者が監督機関に登録することは比較的早くから合意に達していた。

他方、二〇一三年一月に欧州委員会、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、その市場での大口取引を除く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・プール全体で大口取引を除く当該銘柄の取引を停止する措置（ダブル・ボリューム・キャップ）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、ダーク・プール取引が大口取引を除いては気配値を公開している当該銘柄の上場取引所での最良気配の仲値でのみ執行されることになったのと並んで、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、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開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。

2 ダーク・プール規制の導入

二〇一八年一月三日、E Uは当初計画から一年遅れてM i F I D IIを施行し、ブローカー・クロッシング・ネットワーク（BCN）と呼ばれてきた業者の運営するダーク・プールでの取引を禁止するとともに、規制市場（取引所）やマルチテラテラル・トレーディング・ファシリティ（MTF）でおこなわれるダーク・プール取引も大口取引を除いては気配値を公開している当該銘柄の上場取引所での最良気配の仲値でのみ執行されることになった。

二〇一八年一月九日、E S M Aは年初から施行されているM i F I D 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・ボリユーム・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、E S M A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⁾E S M A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七二七銘柄、二月分で四%基準に抵触した銘柄が一〇銘柄、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ふだけで、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。

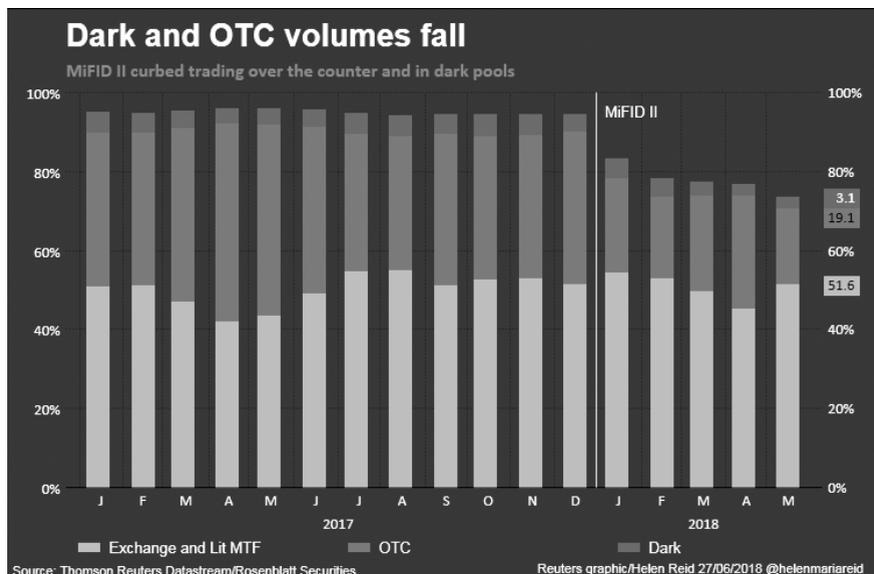
その後、四月一三日、五月一日、六月二日、七月一日にそれぞれダーク・プール取引の制限銘柄が追加され、七月末時点では一〇二四銘柄の大口取引を除く規制市場とMTFでのダーク・プール取引が制限されている。⁽³⁾

3 ダーク・プール規制の影響

二〇一八年一月三日からはじまったBCNでのダーク・プール取引の停止と大口取引を除くダーク・プール取引の上場取引所での最良気配の仲値への取引価格制限、そして三月一二日以降の取引制限に抵触した銘柄での大口取引を除くダーク・プール取引の取引制限の結果、ダーク・プール取引が減少していることは予想されるとおりであるが、規制当局の思惑に反してダーク・プール取引の減少は気配値を公開する規制市場やMTFでの取引を顕著に増加させているわけではないようである。

図表1は気配値を公開する市場(Lit)、取引所外取引(OTC)、ダーク・プール取引(Dark)の取引比率の推移を表わしているが、OTCとダークは減少しているものの、リットに顕著な傾向はみられない。ロイターの記事によれば、二〇一七年にリットの取引比率は平均五〇・二八%であったのに対して二〇一八年は五〇・八五%である⁽⁴⁾。そして、ダークの比率低下よりもOTCの比率低下の方がグラフから明らかであるようである。

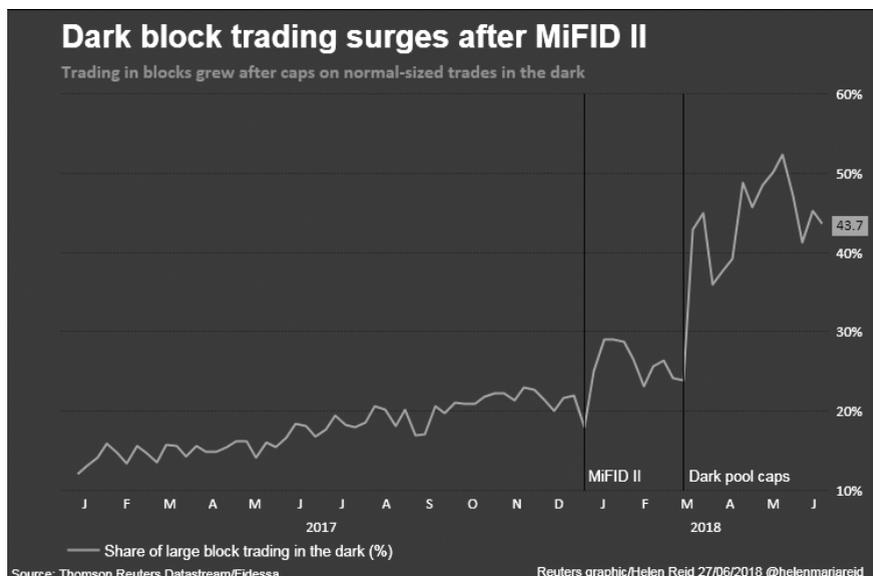
図表1 Lit, OTC, Darkの取引比率の推移



トレーダーズ・マガジンの記事によれば、①ダーク・プールでの取引は八・五%から九%であったが、ダブル・ボリユーム・キャップ発動後には五%程度に低下していること、②ダブル・ボリユーム・キャップ発動後、ダーク・プールでの取引に占める大口取引の比率は三分の一から四五%に増えていく(5)、③Turquoise Plato Discovery、CBOE LIS、Liquiditynetといった取引市場での取引が大口取引を集めており、大口取引を扱っていないダーク・プールでは取引が三分の一減少している(6)、④Sun Tradingや Citadel Securitiesといったシステムティック・インターナライザー(7)社ほどが相対取引を増やしており、四〇社が新たにシステムティック・インターナライザーの登録をおこなうものと予想されている(8)。

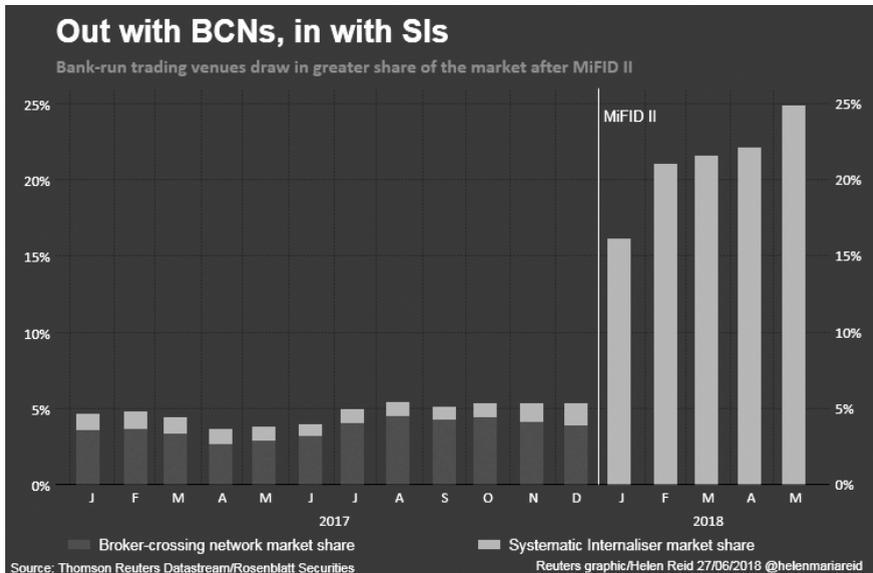
図表2はダーク・プール取引に占める大口取引の比率の推移を表わしており、トレーダーズ・マガジンの指摘の通り、ダーク・プール取引に占める大口取引の比率がダブル・ボリユーム・キャップによって取引が制限された三月以降に急増していることが確認できる。

図表2 ダーク・プール取引に占める大口取引の比率の推移



図表3はBCNとシステムティック・インターナライザーの取引比率の推移を表わしており、トレーダーズ・マガジンの指摘の通り、システムティック・インターナライザーの取引比率がBCNでのダーク・プール取引が禁止された二〇一八年一月以降に急増していることがわかる。ただし、ロイターの記事も指摘しているように、システムティック・インターナライザーの取引比率はBCNの取引比率に比べてあまりに大きく、BCNのダーク・プール取引を吸収したということだけでは説明がつかない。⁽⁶⁾システムティック・インターナライザーどうしの取引が二重計算して計上されている可能性があると考えられるし、従来はOTC取引としていたものをシステムティック・インターナライザーとして登録したためにOTC取引としてではなく、システムティック・インターナライザー取引として計上した可能性が高いとも考えられる。後者のように考えれば図表1でOTCが二〇一八年一月以降に取引比率を急減させていたことも整合的に説明がつきそうである。

図表3 BCNとシステムティック・インターナライザーの取引比率の推移



4 ヨーロッパにおけるダーク・プール利用者の見解

二〇一八年一月のBCNでのダーク・プール取引禁止、規制市場やMTFでおこなわれるダーク・プール取引も大口取引を除いては気配値を公開している当該銘柄の上場取引所での最良気配の仲値でのみ執行可能という取引価格制限、三月二日以降の大口取引を除く規制市場やMTFでのダーク・プール取引の取引量に基づく取引制限（ダブル・ボリユーム・キャップ）によって、ヨーロッパではダーク・プール取引の比率が低下し、ペリオディック・オークションと呼ばれる気配値を開示しない取引形態での取引やシステムティック・インターナライザーと呼ばれる業者との電子的な相対取引が増加していると伝えられている。こうした変化を的確に把握することは重要であろうが、利用者（機関投資家）はどのように感じているのであろうか。以下では大口取引を対象としたダーク・プール取引を扱うMTFであるリクイドネットのサーベイに基づいてヨーロッパにおけるリクイドネットの利用者の見解を紹介する。⁽⁷⁾

① 利用者の八八％はダーク・プール規制によって、ダーク・プール取引が大口取引中心となったことをポジティブな結果ととらえている。

② 七〇％近くの回答者はダブル・ボリユーム・キャップの導入によって、ペリオディック・オークションを有用（useful）と考えているが、半数の回答者はさらなる規制の強化が必要とも考えている。

③ システムティック・インターナライザーとの取引がBCNでの取引よりも増えていることについては意見が分かれている。システムティック・インターナライザーごとに違いがあつて、どのオペレーターリング・モデルが機能するのか、どのような場合に機能するのか理解する必要がある。また、システムティック・インターナライザーとの取引が増えた結果、業者（銀行）のリスク選好が変化し、市場の不均衡が生じる危険性を指摘す

る者もあった。

④ 五四%の回答者はペリオディック・オークションに最低注文量を導入することに賛成であり、四九%の回答者はペリオディック・オークションに取引対象の流動性に応じて最低ブレ・マッチング期間を導入することに賛成であった。

⑤ 六五%の回答者はシステマティック・インターナライザーと取引するのかが、取引市場に回送するのかわかると考えていた一方、三分の一の回答者はブローカーの注文回送を効果的にモニターできないと感じていた。

⑥ 一九%の回答者だけがダブル・ボリューム・キャップの導入はネガティブな影響を及ぼしたと考えていた。

⑦ 一二%の回答者だけがダーク・プール規制の導入によってペリオディック・オークションの透明性を高めたと考えていた。

なお、リクイドネットのサーベイは二〇一八年四月に実施されたヨーロッパにおける五八のリクイドネット利用者とのインタビュー結果に基づいており、回答者がもともと大口取引を好むリクイドネットの利用者だけであることには注意が必要である。小口注文をMTFやBCNで多用してきた利用者であれば異なる意見もあり得ようが、大口取引を必要とする機関投資家の意見としては妥当な結果であるとも考えられる。そして、ダーク・プール規制の導入にさほど関心を示していないようにも感じられるのは意外であった。監督機関や取引市場、システマティック・インターナライザーといった取引業者ほどには機関投資家は市場デザインや取引規制に関心が薄いのであるか。そうであれば規制の導入をめぐってコンサルテーションをおこなったり、パイロット実験をおこなったりする機会費用も考慮して規制の導入をおこなうべきなのかもしれない。

- (一) European Securities and Markets Authority, "ESMA delays publication of double volume cap data," 9 January 2018, [ESMA71-99-925 \(https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-delays-publication-double-volume-cap-data\)](https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-delays-publication-double-volume-cap-data).
- (二) European Securities and Markets Authority, "MiFID II: ESMA publishes double volume cap data," 7 March 2018, [ESMA71-99-953 \(https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/mifid-ii-esma-publishes-double-volume-cap-data\)](https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/mifid-ii-esma-publishes-double-volume-cap-data).
- (三) European Securities and Markets Authority, "ESMA updates its double volume cap register," 10 April 2018 (<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-updates-its-double-volume-cap-register>), European Securities and Markets Authority, "MiFID II: ESMA issues latest double volume cap data," 8 May 2018 (<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/mifid-ii-esma-issues-latest-double-volume-cap-data>), European Securities and Markets Authority, "MiFID II: ESMA ISSUES LATEST DOUBLE VOLUME CAP DATA," 7 June 2018 (<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/mifid-ii-esma-issues-latest-double-volume-cap-data-0>), European Securities and Markets Authority, "MiFID II: ESMA ISSUES LATEST DOUBLE VOLUME CAP DATA," 6 July 2018 (<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/mifid-ii-esma-issues-latest-double-volume-cap-data-1>).
- (四) Helen Reid, "Light or dark? Six months on, MiFID 2 rules divide equity traders," 25 June 2018, [reuters.com/article/us-eu-markets-mifid-analysis/light-or-dark-six-months-on-mifid-2-rules-divide-equity-traders-idUSKBN1JP0LP](https://www.reuters.com/article/us-eu-markets-mifid-analysis/light-or-dark-six-months-on-mifid-2-rules-divide-equity-traders-idUSKBN1JP0LP).
- (五) Ivy Schmerken, "MiFID II's Trading Hereafter: Systematic Internalizers & Block Venues," *Traders Magazine Online News*, 3 April 2018 (<http://www.tradersmagazine.com/news/regulation/mifid-iis-trading-hereafter-systematic->

internalizers-117497-1.html).

- (6) TABBグループの調査によれば、EILP (electronic liquidity provider) S-Iと定義した八社のS-Iの取引比率は二〇一八年六月時点で増加し続けているもののL-i市場の二二%、一日平均一〇億ユーロとごくごく少量であるから二〇%を超えるS-Iの取引比率は過大評価と言わざるを得ないだろう。なお、TABBグループがEILP S-I八社と定義したS-I Citadel Securities, Jane Street, Jump Trading, Sun Trading (now part of Hudson River Trading), SSW Market Making, Tower Research Capital, Virtu Financial, XTX Marketsの六社とL-i。TABB Group, "Six Months After MiFID II Go-Live, TABB Research Examines Systematic Internaliser (SI) Growth," 19 July 2018 (<http://www.mondovisione.com/media-and-resources/news/six-months-after-mifid-ii-go-live-tabb-research-examines-systematic-internalise/>).
- (7) Marisha Mistry, "LARGE-IN-SCALE, DARK VOLUMES INCREASE AS BUY-SIDE FIRMS FOCUS ON DELIVERING BEST EXECUTION POST-MIFID II," 7 June 2018 (<http://www.liquidnet.com/#/news/large-in-scale-dark-volumes-increase-as-buy-side-firms-focus-on-delivering/>).

(ち) かわ ちやひろ・客員研究員)