ペリオディック・オークション
～ＭｉＦＩＤⅡが生み出した取引形態～

吉川　真裕

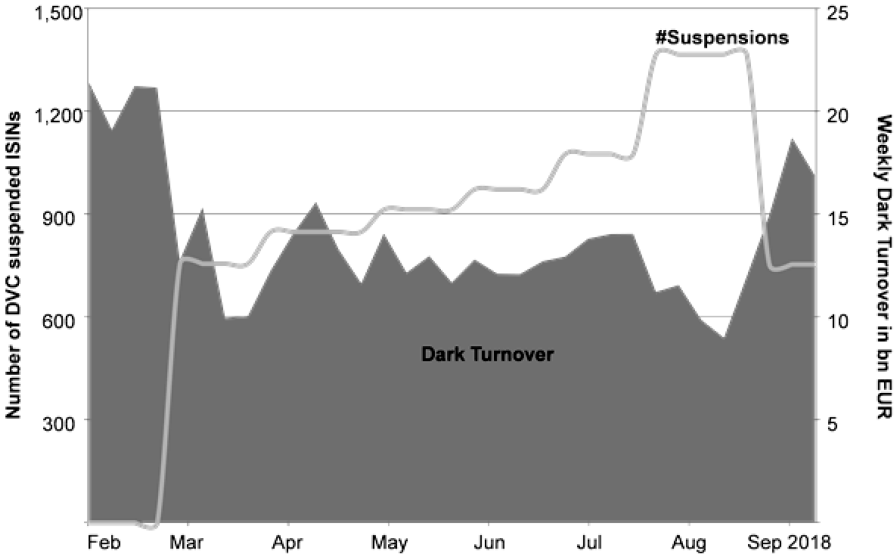
二〇一八年一月、欧州連合（ＥＵ）は改訂金融商品サービス指令（ＭｉＦＩＤⅡ）を施行し、ブローカー・クロッシング・ネットワーク（ＢＣＮ）と呼ばれてきた業者の運営するダーク・プール（気配値を公開せずに取引をおこなう市場）での取引を禁止するとともに、規制市場（取引所）やマルティラテラル・トレーディング・ファシリティ（ＭＴＦ）でおこなわれるダーク・プール取引も大口取引を除いては気配値を公開している当該銘柄の上場取引所での最良気配の仲値でのみ執行されることになった。そして、三月七日、ＥＵの証券市場監督機関である欧州証券市場監督機構（ＥＳＭＡ）はＭｉＦＩＤⅡにしたがって、七〇〇銘柄を上回る上場商品を対象として大口取引を除く規制市場やＭＴＦでのダーク・プール取引が三月一二日から六カ月間停止されることを明らかにした。規制導入後、顧客と電子的に相対で取引するシステマティック・インターナライザーや不定期にオークションがおこなわれるペリオディック・オークションでの取引が増えていると報じられているが、六月二五日にイギリスの監督機関である金融行為規制機構（ＦＣＡ）はペリオディック・オークションに関する分析結果を公表し、一一月九日にはＥＳＭＡがペリオディック・オークションに関するコンサルテーション文書を公表している。本稿ではＭｉＦＩＤⅡが生み出したペリオディック・オークションという取引形態について紹介する。

1　ダーク・プール規制導入後の経過

二〇一八年三月七日、EUの証券市場監督機関であるESMAはMiFIDⅡ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・プール取引が三月一二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、七月一一日、八月一〇日にダーク・プール取引の制限銘柄が追加され、八月末時点で一〇二五銘柄のダーク・プール取引が制限されていた。

ところが、九月一二日には最初の六カ月間取引制限措置が解除された結果、ダーク・プール取引の制限銘柄は六七四銘柄に減少し、一〇月一一日時点で六五二銘柄、一一月一四日時点で六三〇銘柄とダーク・プール取引の制限銘柄の減少が続いている。そして、ダーク・プール取引の制限銘柄減少はダーク・プール取引の増加をもたらしており、この現象は取引量によるダーク・プール取引の制限という規制がダーク・プール取引に影響を与えていたことを物語っている（図表1）[1]。

図表1　ダーク・プール取引の制限銘柄数と取引量の推移



Source: Fidessa Fragulator & ESMA

2　FCAのペリオディック・オークションに関する分析

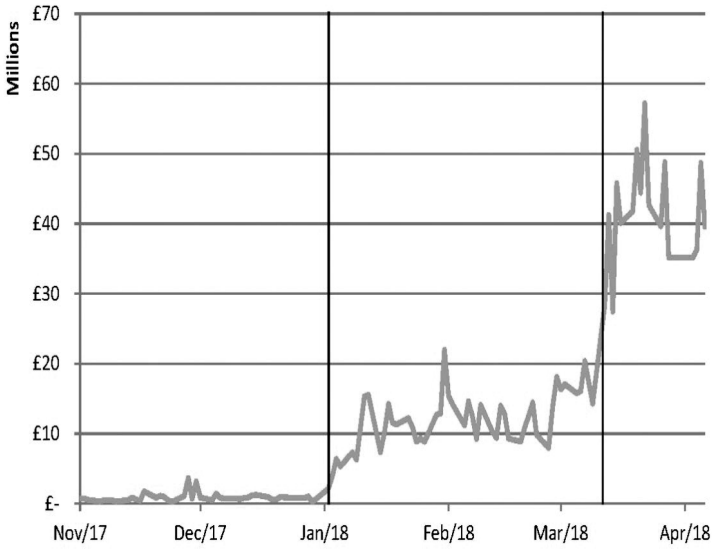
MiFIDⅡに伴うダーク・プール取引の規制導入後、顧客と電子的に相対で取引するシステマティック・インターナライザーや不定期にオークションがおこなわれるペリオディック・オークションでの取引が増えていると報じられているが、六月二五日にイギリスの監督機関であるFCAはペリオディック・オークションに関する分析結果を公表した(2)。

まず、ペリオディック・オークションとは不定期に実施されるオークション取引（板寄せ取引）であるが、注文執行に至るオークション期間が一〇〇ミリ秒（〇・一秒）ほどと非常に短く、少なくとも売り買い五つずつの価格と数量が表示される取引所取引とは異なり、一つの価格と数量だけが（売り買いの区別なく）表示される点で異なっているという。そして、連続オークション取引（ザラバ取引）では対当する注文の到着時点で取引が成立するが、ペリオディック・オークションでは注文の付け合わせはランダムにおこなわれ、先に届いた注文が執行されるとは限らず、取引成立直後に他市場へ発注することが困難であるように設計されている。

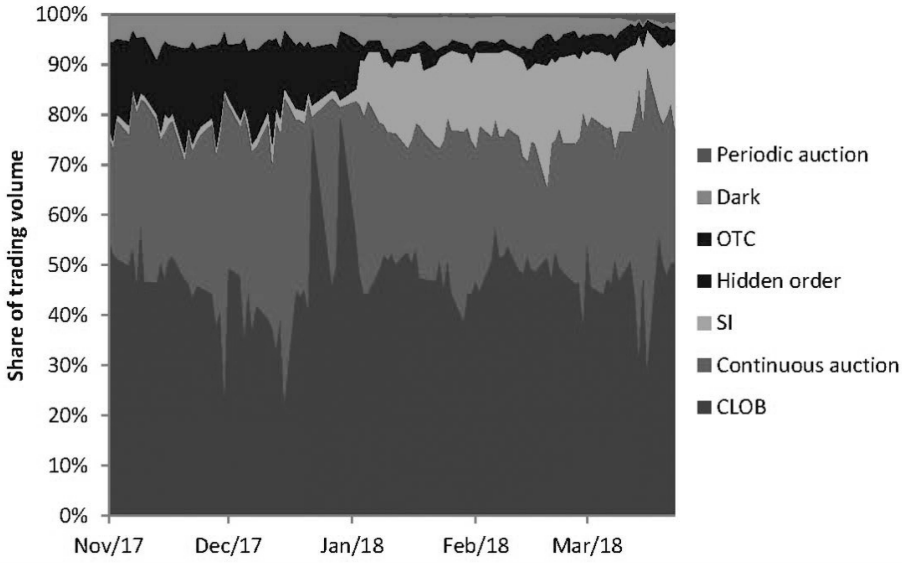
次に、ペリオディック・オークションを最初に導入したCBOEヨーロッパ（BATSヨーロッパ）でのイギリス株を対象としたFTSE三五〇指数構成銘柄のペリオディック・オークションでの取引量の推移（図表2）を示し、MiFIDⅡが施行された一月三日とダーク・プール取引の制限が実施された三月一二日を境に取引量が急増していることを認めているものの、取引量そのものは市場全体から見ればたかだか四%にも満たないという評価を下している（図表3）。

そして、FTSE三五〇指数構成銘柄のペリオディック・オークションでの取引量の増加を、ダーク・プール取引の制限銘柄（三月一二日時点でFTSE一〇〇のうち九一銘柄、FTSE二五〇のうち一八〇銘柄の計二七

図表２　FTSE350銘柄のCBOEヨーロッパでの
ペリオディック・オークション取引金額の推移



図表３　FTSE350銘柄の取引シェアの推移



一銘柄）と非制限銘柄（ＦＴＳＥ一〇〇のうち九銘柄、ＦＴＳＥ二五〇のうち七〇銘柄の計七九銘柄）に分け、①ＭｉＦＩＤⅡが施行された一月三日以前、②一月三日以降、ダーク・プール取引の制限が実施された三月一二日以前、③三月一二日以降の三つの期間ごとのペリオディック・オークションでの日々の平均取引金額を計算している。その結果、①一月三日以前の制限銘柄のペリオディック・オークションでの取引金額は平均六二万ポンド、非制限銘柄のペリオディック・オークションでの取引金額は平均二八万ポンド、②一月三日以降三月一二日以前の制限銘柄のペリオディック・オークションでの取引金額は平均九〇〇万ポンド、非制限銘柄のペリオディック・オークションでの取引金額は平均三二〇万ポンド、③三月一二日以降の制限銘柄のペリオディック・オークションでの取引金額は平均三〇九〇万ポンド、非制限銘柄のペリオディック・オークションでの取引金額は平均一〇一〇万ポンドであり、いずれの期間でも制限銘柄のペリオディック・オークションでの取引金額が非制限銘柄のペリオディック・オークションでの取引金額を上回っていた。しかし、変化率でみると、①一月三日以前と②一月三日以降三月一二日以前の間で制限銘柄のペリオディック・オークションでの取引金額は一四・八倍であるのに対して、非制限銘柄のペリオディック・オークションでの取引金額は一一・五倍、②一月三日以降三月一二日以前と③三月一二日以降の間では制限銘柄のペリオディック・オークションでの取引金額は三・四倍であるのに対して、非制限銘柄のペリオディック・オークションでの取引金額は三・二倍であり、いずれの変化率でも制限銘柄の増加率が非制限銘柄の増加率を上回っていたものの、取引制限がかかって影響が大きいと考えられる②一月三日以降三月一二日以前と③三月一二日以降の間の変化率の差は①一月三日以前と②一月三日以降三月一二日以前の変化率の差を下回っており、三月一二日以降に制限銘柄のダーク・プール取引がペリオディック・オークションに流れたという証拠は見当たらないと結論している。

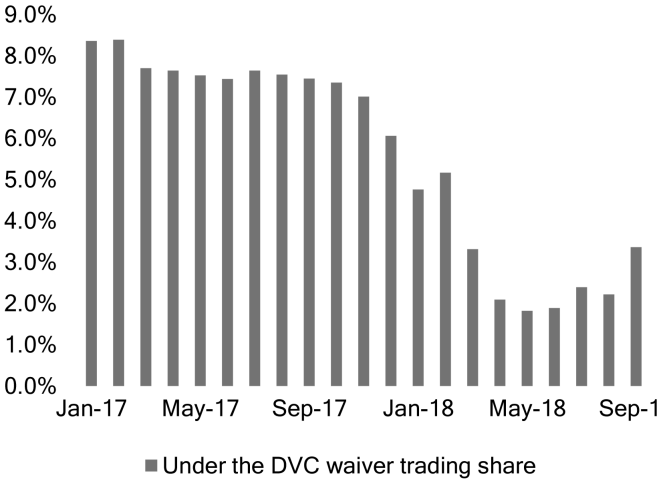
3　ＥＳＭＡのペリオディック・オークションに関するコンサルテーション文書

ＥＵの証券市場監督機関であるＥＳＭＡは一一月九日にペリオディック・オークションに関するコンサルテーション文書を公表した[3]。このコンサルテーション文書の中でＥＳＭＡはペリオディック・オークションを従来の取引市場での寄り・引けの板寄せ取引や日中の板寄せ取引、取引停止後の板寄せ取引と区別するために高頻度バッチ・オークション（frequent batch auction）という言葉でＭｉＦＩＤⅡ施行後に拡大しているペリオディック・オークションと呼ばれる取引形態を言い換えている。ＥＳＭＡによれば、この種の取引形態は七つの取引市場で導入されており、注文執行に至るオークション期間は最短二五ミリ秒から最長一五〇ミリ秒であるという。そして、オークションの開始時期は一つの注文が入った場合や複数の注文で執行可能になった場合などさまざまであり、公開市場の仲値で執行するか、同一ブローカーの注文を優先的に執行するかなど、細部で異なる市場設計がなされているという。

ＥＳＭＡもＦＣＡと同様にＭｉＦＩＤⅡに伴うダーク・プール取引規制の導入後、システマティック・インターナライザーやペリオディック・オークションでの取引が増えていると報じられていることに関心を持っており、ペリオディック・オークションがＭｉＦＩＤⅡのダーク・プール取引規制の抜け穴になっているのではないかという心配からコンサルテーションを実施している。

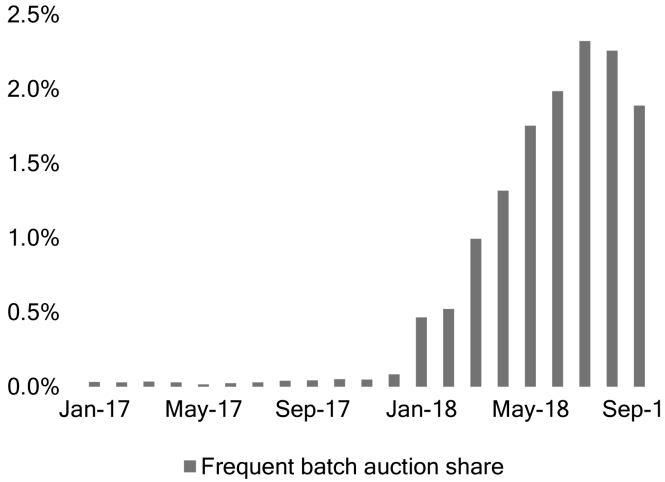
図表４は二〇一八年一月から九月までの大口取引を除くダーク・プール取引とペリオディック・オークションでの取引の推移を表わしている。大口取引を除くダーク・プール取引のシェアは一月に四・六％（六九五・七億ユーロ）、三月に三％（四七三億ユーロ）、その後は八月の二・二％（二五五・七億ユーロ）まで低下した後、最初の取引制限が解除された九月には三・四％（三九六・八億ユーロ）まで上昇していることがわかる。他方、

図表４（Ａ） 大口取引を除くダーク・プール取引の推移



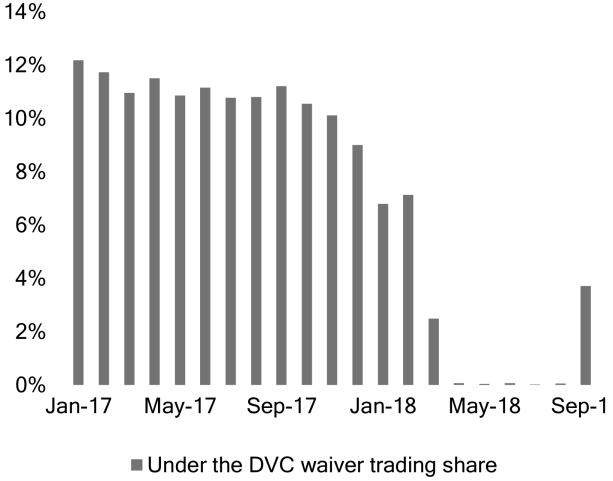
Note: Evolution of the under the waiver trading share in total trading, in %.
Sources: ESMA.

図表４（Ｂ） ペリオディック・オークションでの取引の推移



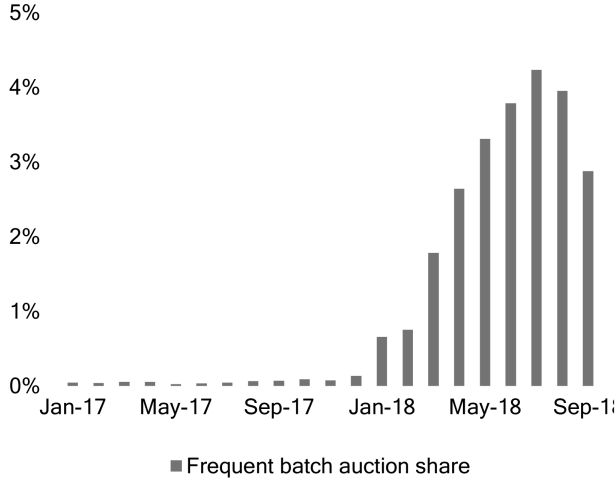
Note: Evolution of the periodic auction trading share in total trading, in %.
Sources: ESMA.

図表５（Ａ）　３月12日から９月12日まで取引制限のかかっていた618銘柄の大口取引を除くダーク・プール取引の推移



Note: Evolution of the under the waiver trading share in total trading, in %.
Sources: ESMA.

図表５（Ｂ）　３月12日から９月12日まで取引制限のかかっていた618銘柄のペリオディック・オークションでの取引の推移



Note: Evolution of the periodic auction trading share in total trading, in %.
Sources: ESMA.

ペリオディック・オークションでの取引シェアは一月の〇・五％（六七・八億ユーロ）から八月の二・三％（二六〇・九億ユーロ）まで上昇した後、九月には一・九％（二三二・八億ユーロ）まで低下していることがわかる。ＥＳＭＡは九月のダーク・プール取引の取引制限解除と大口取引を除くダーク・プール取引のシェア上昇がペリオディック・オークションの取引シェア低下と符合していることから、取引制限によってペリオディック・オークションに流れていた取引の一部がダーク・プール取引に復帰したという解釈をしており、ペリオディック・オークションの一部はダーク・プール取引の代替物となっているとみなしている。

図表5は図表4の取引のうち三月一二日から九月一二日まで取引制限のかかっていた六一八銘柄の大口取引を除くダーク・プール取引とペリオディック・オークションでの取引の推移を表わしている。ペリオディック・オークションの取引シェアは全銘柄では七月に二・三％で最高であったが、取引制限のかかっていた六一八銘柄のペリオディック・オークションの取引シェアは四・二％とより高い水準で最高であった。そして、七月から九月にかけて全銘柄ではペリオディック・オークションでの取引シェアは〇・四％しか低下していないのに取引制限のかかっていた六一八銘柄のペリオディック・オークションの取引シェアは一・三％低下しており、ＥＳＭＡはこれをもってペリオディック・オークションがダーク・プール取引の代替物となっている証拠と考えている。

ＥＳＭＡの分析は単純ではあるが説得的であり、ダーク・プール取引の制限がペリオディック・オークションでの取引に影響を与えているとは言えないというＦＣＡの分析結果の方に違和感を感じる。いずれにせよ、より詳細な分析によってペリオディック・オークションというＭｉＦＩＤⅡが生み出した新たな取引形態については判断する必要があるだろう。ちなみにＭｉＦＩＤⅡの適用されないアメリカにはペリオディック・オークションという取引形態は見られず、ヨーロッパ特有の取引形態であるということは覚えておくべきであろう。

注

（1） Christian Voigt, "Get it done, while you still can," 2 October 2018 (https://regulation.fidessa.com/2018/10/02/get-it-done-while-you-still-can/).

（2） Financial Conduct Authority, "Periodic auctions," 25 June 2018 (https://www.fca.org.uk/publications/research/periodic-auctions).

（3） European Securities and Markets Authority, "Call for evidence: Periodic auctions for equity instruments," 9 Novenber 2018 (https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/call-evidence-periodic-auctions-equity-instruments).

（よしかわ　まさひろ・客員研究員）