

ペリオデイック・オークションの実像

～ESMAのコンサルテーション結果に見る実態～

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（MiFID 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（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ムティック・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イック・オークションでの取引が増えていると報じられ、一月九日にESMAはペリオデイック・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、二〇一九年六月一日にはコンサルテーション結果に関する報告書が、一〇月四日には報告書に基づいたESMAのオピニオンが公表されている。本稿ではESMAの報告書に基づいて、知られざるペリオデイック・オークションの実像について紹介する。

1 コンサルテーション文書の内容

二〇一八年一月九日にESMAが公表したペリオディック・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には一つの注文が入った場合と複数の注文で執行可能になった場合とがあり、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。⁽¹⁾

ESMAはMiFID IIに伴うダーク・プール取引規制の導入後、システムティック・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MiFID II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た。大口取引を除くダーク・プール取引のシェアは二〇一八年一月に四・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) まで上昇していた。他方、ペリオディック・オークションでの取引シェアは二〇一八年一月の〇・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% (二二二・八億ユーロ) まで低下していた。ESMAは二〇一八年九月のダーク・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た。

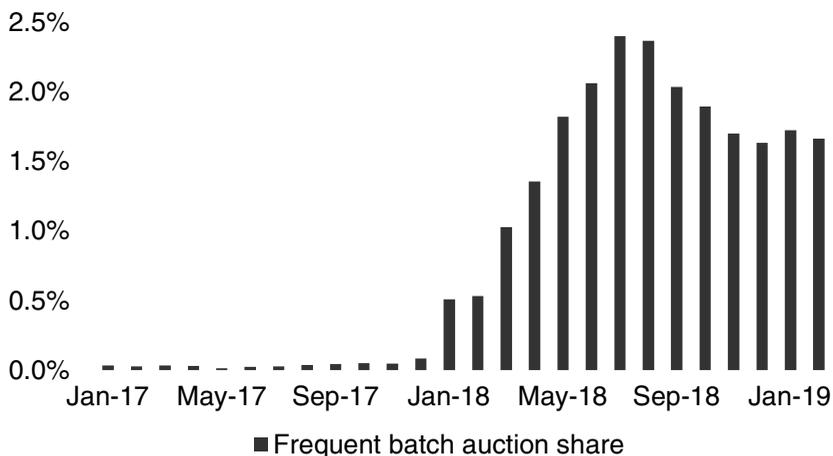
また、ペリオデイック・オークションの取引シェアは全銘柄では七月に二・三％で最高であったが、取引制限のかかっていた六一八銘柄のペリオデイック・オークションの取引シェアは四・二％とより高い水準で最高であった。そして、七月から九月にかけて全銘柄ではペリオデイック・オークションでの取引シェアは〇・四％しか低下していないのに取引制限のかかっていた六一八銘柄のペリオデイック・オークションの取引シェアは一・三％低下しており、ESMAはこれをもってペリオデイック・オークションがダーク・プール取引の代替物となっている証拠と解釈していた。

2 ダーク・プール取引規制の影響

二〇一九年六月二日にESMAはペリオデイック・オークションに関するコンサルテーション結果の報告書を公表した。⁽²⁾ 一月二日の期限までに三三件の回答がペリオデイック・オークションを実施している取引市場や実施していない取引市場、ペリオデイック・オークションの利用者、業界団体等から提出されていたという。

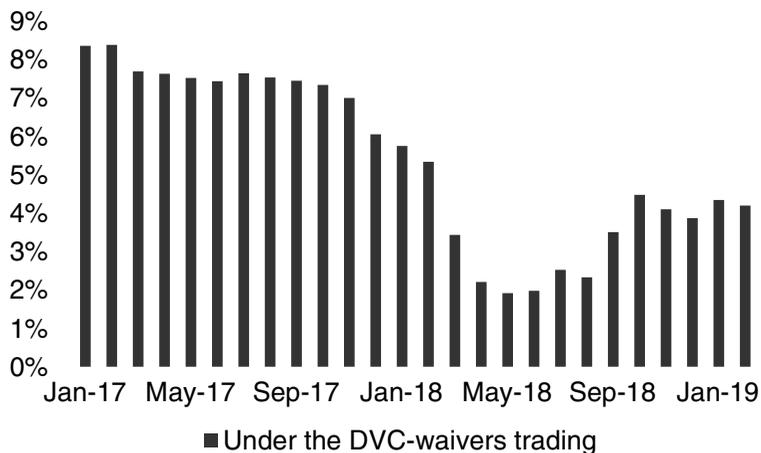
ESMAはコンサルテーション文書の分析期間を二〇一九年二月まで拡張した図表を掲載し、過半数の回答者はペリオデイック・オークションがダーク・プール取引の代替物となっているというESMAの解釈を支持したと述べている(図表1・図表2・図表3・図表4)。しかし、ダーク・プール取引規制がペリオデイック・オークション増加の最大の要因であるという主張を支持した者は約四分の一に過ぎず、最良気配の仲値や内側での執行がペリオデイック・オークション増加の要因であるという回答が多く、ハイ・フリークエンス・トレーディングの影響を制限していることや価格変動が小さいこと、情報漏洩が少ないこと、注文執行の質が高いことを挙げている者もいたという。

図表1 ペリオディック・オークションでの取引比率の推移



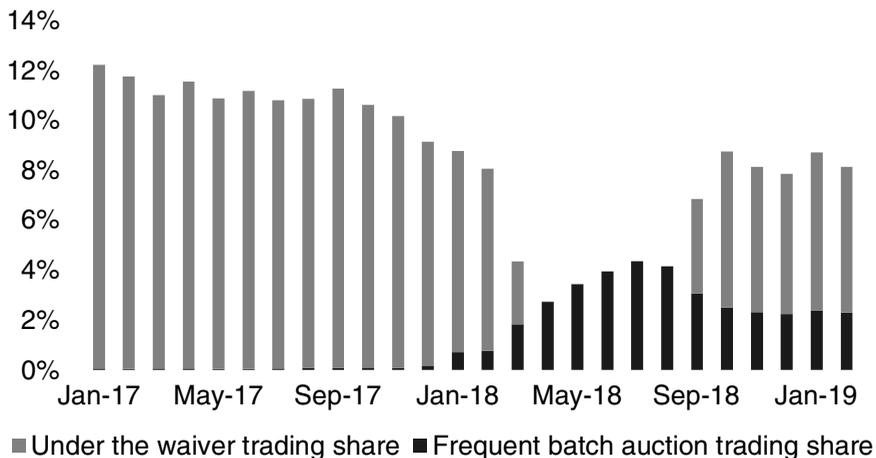
Note: Evolution of the frequent batch auction trading share in total trading, in %.
Sources: ESMA.

図表2 ダーク・プール取引規制の対象となる取引（大口取引と交渉取引を除く）比率の推移



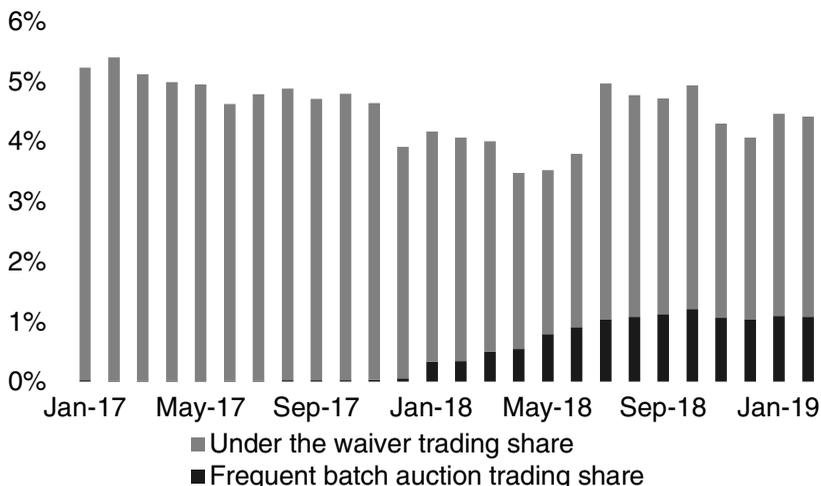
Note: Evolution of the under the waiver trading share in total trading, in %.
Sources: ESMA.

図表3 ダーク・プール取引規制で取引制限の対象となった銘柄のダーク・プール取引比率とペリオディック・オークション取引比率の推移



Note: Under the waiver and FBA auction trading shares in total trading, in %.
Sources: ESMA.

図表4 ダーク・プール取引規制で取引制限の対象とならなかった銘柄のダーク・プール取引比率とペリオディック・オークション取引比率の推移



Note: Under the waiver and FBA trading shares in total trading, in %.
Sources: ESMA.

3 ペリオデイック・オークションの実態

(1) 取引前情報の透明性

ペリオデイック・オークションの開始時期には一つの注文が入った場合と複数の注文で執行可能になった場合があるが、後者では短時間に執行予定価格と執行予定数量が開示され、前者では対等する注文が短時間のオークション期間に入った場合にのみ執行予定価格と執行予定数量が開示される（執行時点での気配値を公表している主取引市場の最良気配の外側で取引が成立することはない）。売り超過なのか買い超過なのかの情報開示拡充を求める意見もあったが、多くの回答は情報漏洩やフロント・ランニングを危惧して開示情報の拡充を支持していなかった。

(2) オークション期間

ペリオデイック・オークションの長さについては対象銘柄の流動性やタイプを考慮すべきではないかと質問したが、現在のままで低流動性銘柄でも複数の注文が入らないほど短いわけではなく、オークション期間の決定は各取引市場にゆだねるべきであるという回答が大半であった。そして、ペリオデイック・オークションの平均期間である一〇〇ミリ秒間に気配値が開示されているザラバ市場では二〇〇〇回の発注・取り消しも可能であるという意見や、ペリオデイック・オークションは繰り返しおこなわれているのでオークション期間が短いために取引機会が奪われることはなく、次のオークションにロール・オーバーされているという意見が寄せられていた。

他方、複数の注文で執行可能になった際に始まるペリオデイック・オークションでは大半の場合に取引が成立しており、一つの注文が入った際に始まるペリオデイック・オークションでは取引成立比率は下がるが、二件以上の取引が成立しているという。そして、オークション期間に取引が成立しない理由は気配値を開示している主

市場の最良気配の変化や注文の取り消し、注成交量が小さすぎたためだという。この執行状況についてはほとんど公表されることがないので、以上の報告書本文の要約に加えて報告書補論の記述も以下で紹介しておく。

① 回答の多くは明確でなく、比較することが難しく、矛盾した回答もあった。

② ある取引市場の回答では一つの注文が入った際に始まるペリオディック・オークションでは七〇%で取引が成立し、取引が成立しなかったのは注文の取り消しや執行価格が最良気配の外に外れたため、注成交量が小さすぎたためであった。そして、注文が成立した場合の平均取引件数は二・四七であった。他方、同じ取引市場についてペリオディック・オークションの九六・五%では取引が成立せず、ロール・オーバーされた注文についても取引が成立することは稀であったという回答もあった。さらに、この市場のペリオディック・オークションでの取引成立比率は約六〇%であるという回答もあった。

③ 他の取引市場の回答では二〇一八年第4四半期に九七・四%で取引が成立し、八〇%では注文がすべて取引されていた。そして、取引が成立しなかったのは執行価格が最良気配の外に外れたためであった。他方、二〇一八年第3四半期には九・六%で取引が成立していた。

④ 別の取引市場の回答では取引成立比率は八五%から一〇〇%に改善し、四%から五%の取引では二件以上の取引があったという。

⑤ ある取引市場の回答では当該市場でのペリオディック・オークションでは約七〇%で取引が成立していると推測していた。

⑥ 複数の注文で執行可能になった際に始まるペリオディック・オークションをおこなう別の取引市場の回答では取引成立比率は一〇〇%で、多くのオークションでは二件以上の取引があったという。

⑦ 最後の取引市場の回答では九九・二％で取引が成立し、取引が成立しなかったのは執行価格が最良気配の外に外れたためであった。

⑧ ペリオディック・オークションの多くは複数の注文で執行可能になった場合に始まるのであり、いくつかの取引システムでは最初の執行可能状態をロックするので取引比率は一〇〇％になるといふ回答もあった。

(3) 価格決定

気配値を開示している主市場の最良気配が変化するとペリオディック・オークションの注文価格が変更される。ペッグ注文をすべてのペリオディック・オークション市場は採用している。九九・九％の注文がペッグ注文である、八〇％の注文は最良気配の仲値で執行されている、すべての注文が(多くは仲値の)ペッグ注文なので価格制限メカニズムが働くことはない、といった回答が寄せられており、ペリオディック・オークションではほとんどオークションが価格形成をおこなってはいない。気配値を公表せずに他市場の気配値の仲値で注文を執行する。ダーク・プールが取引制限を受けているにもかかわらず、ほんのわずかな時間だけ取引予定価格と取引予定数量を公表するペリオディック・オークションがダーク・プールと同様なペッグ注文を利用し、価格形成をおこなう。オークションをおこなっていないことにESMAは疑念を持っている。ペリオディック・オークションは指値注文で独自の価格形成をおこなうべきであり、指値注文を認めない場合や指値注文価格を主市場の気配値変動に合わせて調整するメカニズムを導入している場合にはダーク・プールと同じ扱いにすべきであるとESMAは考えており、ペリオディック・オークションの利用実態を注意深く観察していくと明記している。

また、ペリオディック・オークション開始時に取引価格をロックしてしまう取引システムもその注文がペッグ注文である場合にはオークションによる価格形成を排除することになるので、システムによって変更されない指

値注文に限ってロック価格での注文執行を認めるべきであると考えているとESMAは明記している。

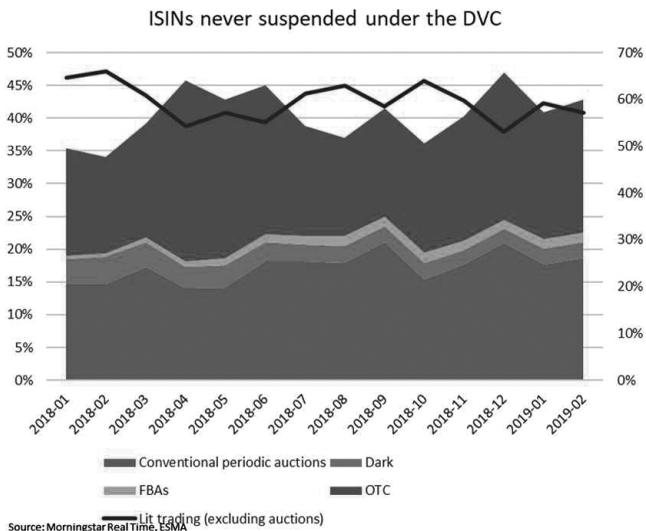
(4) セルフ・マッチング

セルフ・マッチングは同一会員業者によるクロス取引を、メンバー／ブローカー・プリファレンシングは同一会員業者による注文執行を優先させるメカニズムを指し、すべてのペリオディック・オークション市場で導入されている。同一会員業者による取引の成立はクリアリング費用やセトルメント費用を節約する効果を持つとはいえ、オークションによる価格形成をゆがめる可能性を秘めている。ところが、二〇一八年五月と六月の気配値を公開するある市場での取引一六万件の二〇%が同一業者からの注文で成立していたにもかかわらず、一〇〇ミリ秒以内に出された対等注文は一・五%にすぎず、一六万分の一〇四(〇・〇六五%)に過ぎないとしてセルフ・マッチングに伴う問題は今のところ問題にはなっていないという判断をESMAは下している。

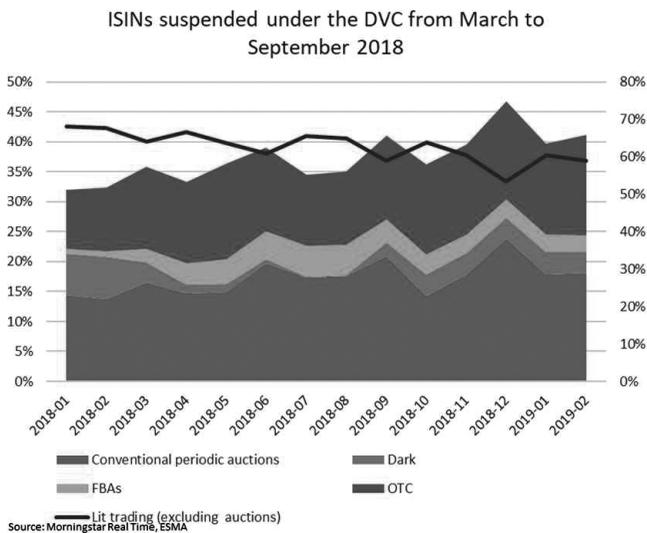
4 ESMAの方針

ESMAは報告書の最後にダーク・プール取引規制導入前後の取引比率の推移を示し、気配値を公表する取引市場でのザラバ取引のシェア低下、取引市場での板寄せ取引(コンベンショナル・ペリオディック・オークション)・ペリオディック・オークション(FBA)・取引所外取引(OTC)のシェア上昇を確認した上で、ペリオディック・オークションに対して規制を導入する決定については今後の検討課題として先送りすることを報告書の締めくくりとしていた⁽³⁾(図表5・図表6)。そして、二〇一九年一〇月四日には報告書に基づいたESMAのオピニオンが公表され、ペリオディック・オークションにおける取引前情報の透明性と価格決定には懸念があるという報告書の見解を繰り返し、規制の導入については今後の検討課題とする方針を明らかにしている⁽⁴⁾。

図表5 ダーク・プール取引規制で取引制限の対象となった銘柄の取引比率の推移



図表6 ダーク・プール取引規制で取引制限の対象とならなかった銘柄の取引比率の推移



注

- (1) European Securities and Markets Authority, "Call for evidence: Periodic auctions for equity instruments," 9 November 2018 (<https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/call-evidence-periodic-auctions-equity-instruments>).
- (2) European Securities and Markets Authority, "Final Report: Call for evidence: Periodic auctions," 11 June 2019 (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-1035_final_report_call_for_evidence_periodic_auctions.pdf).
- (3) このグラフの数字はストックス・ヨーロッパ二〇〇ラージ／ミッド／スモール・キャップス指数を構成する六〇〇銘柄の株式を取引制限のかかった三六五銘柄（図表5）と取引制限のかからなかった二九六銘柄（図表6）に分けて計算したものである。
- (4) European Securities and Markets Authority, "Opinion: On frequent batch auctions (FBAs) and the double volume cap mechanism (DVCM)," ESMA 70-156-1355, 1 October 2019 (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-1355_opinion_frequent_batch_auctions.pdf).

（よしかわ まさひろ・客員研究員）