

欧州株式市場の流動性

↳ E S M A 統計の批判から見えてきたもの

吉川 真裕

二〇二〇年一月一日、欧州連合（E U）の証券市場監督機関である欧州証券市場監督機構（E S M A）は『E U 証券市場』と題する報告書を公表し、二〇一八年の改訂金融商品サービス指令（M i F I D I I）施行後のヨーロッパの証券市場に関する情報を公開した。¹ この E S M A の報告書が公表される前の二〇二〇年七月に、E S M A がコンサルテーション・ペーパーで明らかにした数値をめぐって、欧州金融市場協会（Association for Financial Markets in Europe）という業者団体から流動性という観点からは問題があるという批判が寄せられており、二〇二一年五月にも A F M E から委託を受けた O X E R A という調査会社が同様の見解を表明している。こうした批判に対して E S M A はこれまでのところ見解を表明していないが、証券取引所を会員とする欧州証券取引所連合（Federation of European Stock Exchange）は六月一日に A F M E 等は市場外取引の数値を小さく見せて市場外取引に対する規制を緩和しようとしているという反論を公表した。

本稿では A F M E、O X E R A、F E S E の議論を紹介し、何が問題とされているのかを明らかにすると同時に、これらの文書から明らかになったヨーロッパの株式市場の特徴について考察する。

1 AFME文書

二〇二〇年七月七日、ブローカーや機関投資家が加盟するAFMEはESMAがコンサルテーション・ペーパーで使用したヨーロッパの株式市場に関する統計数値について、市場外取引が過大評価されており、流動性という観点からは取引所（RM）や取引所類似施設（MTF）の比率はもっと大きいので、ESMAの統計には注意が必要であるという内容の文書を公表した。⁽²⁾

AFME文書の論点はESMAの統計には、(1) ①ギブアップ取引、ギブイン取引、②担保としての証券の移転等、③当該時点での価格に基づかないVWAP取引などのベンチマーク取引等のテクニカル取引（non-addressable）が含まれている、(2) RMやMTFといった取引市場が閉じている時間外取引の数値が含まれている、(3) 気配値公表や取引報告の遅延が認められている大口取引が含まれており、取引先を選択する際の流動性という観点からは取引シェアを流動性と取り違えてしまう危険性があるということであった。

二〇二〇年前半（三月初めまで）のデータによれば、調整抜き取引シェアでは取引市場のザラバ取引（On-venue）四七％、取引市場のオークション取引（On-venue auction）一％、取引市場計五八％、システムティック・インターナライザー（SI）二一％、店頭取引（OTC）二二％、市場外取引計四二％であったが、(1) テクニカル取引を差し引いた取引シェアは取引市場のザラバ取引五七％、取引市場のオークション取引一三％、取引市場計七〇％、SI一九％、OTC一一％、市場外取引計三〇％、(2) 時間外取引も差し引いた取引シェアは取引市場のザラバ取引六六％、取引市場のオークション取引一五％、取引市場計八一％、SI一三％、OTC六％、市場外取引計一九％、(3) 大口取引も差し引いた取引シェアは取引市場のザラバ取引七五％、取引市場のオークション取引一七％、取引市場計九二％、SI六％、OTC二％、市場外取引計八％となる（図表1）。

図表1 AFMEによる取引シェア調整

		(1)調整 1	(2)調整 2	(3)調整 3
ザラバ	47%	57% (+10%)	66% (+9%)	75% (+9%)
オークション	11%	13% (+2%)	15% (+2%)	17% (+2%)
取引市場計	58%	70% (+12%)	81%* (+11%)	92% (+11%)
SI	21%	19% (-2%)	19% (-2%)	6% (-7%)
OTC	21%	11% (-10%)	11% (-10%)	2% (-4%)
市場外取引計	42%	30% (-12%)	19% (-11%)	8% (-11%)

* このうち8%はnon-displayed liquidityと本文で述べられている。

図表2 OXERAによる取引シェア調整

		(1)フィルター 1	(2)フィルター 2	(3)フィルター 3
ザラバ	28%	37% (+9%)	38% (+1%)	42% (+4%)
オークション	11%	14% (+3%)	15% (+1%)	17% (+2%)
ダーク	5%	6% (+1%)	6% (+0%)	7% (+1%)
届出	11%	15% (+4%)	15% (+0%)	17% (+2%)
取引市場計	56%	72% (+16%)	75% (+3%)	83% (+8%)
SI	18%	19% (+2%)	17% (-2%)	11% (-6%)
OTC	27%	9% (-18%)	9% (-0%)	6% (-3%)
市場外取引計	44%	28% (-16%)	25% (-3%)	17% (-8%)

2 OXERA報告書

AFME文書はESMAの報告書公表前だったこともあり、ほとんど注目を浴びることはなかった。しかし、ESMAの報告書でSIのゴールドマン・サックス、MTFのTP・ICAPの取引高がロンドン証券取引所に匹敵することが明らかになり、ESMA統計の問題点が疑われることになった。そして、二〇二二年五月二六日、AFMEから委託を受けた調査会社OXERAがAFMEとほぼ同様な論点の報告書を公表した際には多くの注目を集めることになった。⁽³⁾

OXERA報告書の論点は流動性の観点からはESMAの統計に問題があるという点ではAFME文書と同じであったが、予想される反論に備えて(1)テクニカル取引からVWA P取引などを差し引いたフィルター1、(2)テクニカル取引をすべて差し引いたフィルター2、(3)時間外取引も差し引いたフィルター3、という三つの調整結果を二〇二一年第一四半期について示していた。

調整抜き取引シェアはザラバ取引(Lit order book)二八%、オークション取引一一%、気配を表示しない取引市場取引(Dark venues)五%、取引市場への届出(Off-book on-exchange)一一%、取引市場計五六%、SI一八%、OTC二七%、市場外取引計四四%、(1)テクニカル取引からVWA P取引などを差し引いた取引シェアはザラバ取引三七%、オークション取引一四%、ダーク六%、届出一五%、取引市場計七二%、SI一九%、OTC九%、市場外取引計二八%、(2)テクニカル取引をすべて差し引いた取引シェアはザラバ取引三八%、オークション取引一五%、ダーク六%、届出一五%、取引市場計七五%、SI一七%、OTC九%、市場外取引計二五%、(3)時間外取引も差し引いた取引シェアはザラバ取引四二%、オークション取引一七%、ダーク七%、届出一七%、取引市場計八三%、SI一一%、OTC六%、市場外取引計一七%であった(図表2)。

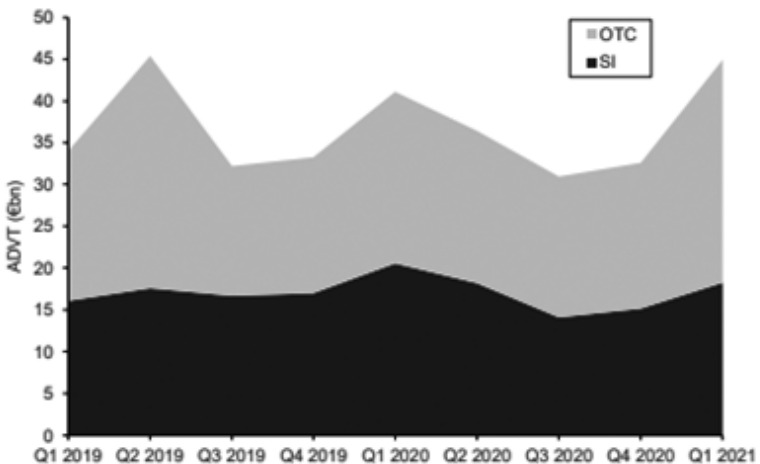
OXERA報告書のフィルター2とフィルター3はAMFE文書の調整1と調整2にそれぞれ対応しており、両者を比較してみると、取引市場のシェアは調整抜きではAMFE文書が二%（15.8%—15.6%）上回っていたものの、調整1／フィルター2ではAMFE文書が五%（17.0%—17.5%）、調整2／フィルター3ではAMFE文書が二%（18.1%—18.3%）それぞれ下回っていたことがわかる。より興味深いのはOXERA報告書が採用したフィルター1の結果はフィルター2の結果とさほど変わらず、VWAP取引等の影響は意外にも大きくはないということが明らかとなった。

OXERA報告書による新たな指摘としてはSI取引よりもOTC取引の方が変動が大きく、テクニカル取引の定義の変更の際に変動が大きくなっていることが確認できるといふ（図表3）。

また、SIによる取引対象を調べてみると、上位二〇社のうち五社（アップル、マイクロソフト、アマゾン、フェイスブック、テスラ）がアメリカ企業であったが、テク

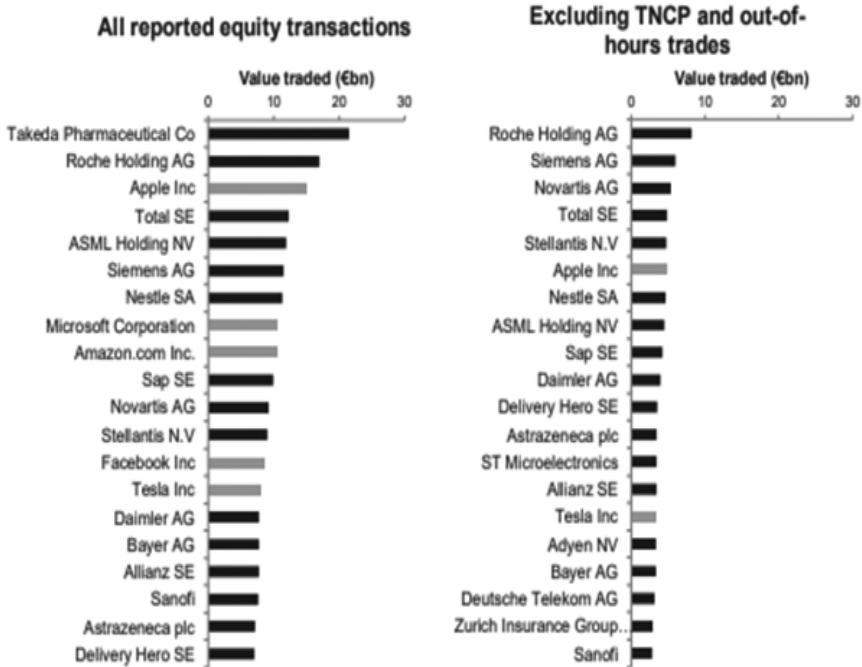
図表3 市場外取引の推移

Figure A5.8 Off-venue average daily volume traded by trading mechanism, Q1 2019–Q1 2021



図表 4 SI取引上位20社

Figure A5.10 20 most actively traded SI stocks, Q1 2021



Note: Data covers cash equities only. ETFs are excluded. Light green bars represent stocks of US-listed companies. 'TNCP' refers to transactions not contributing to the price discovery process.

Source: Oxera analysis of big xyt data.

ニカル取引と時間外取引を差し引いたフィルタ―3では上位二〇社のうちアップルとテスラのみがアメリカ企業であったという(図表4)。このことは時間外取引でアメリカ企業の株式がSI取引としておこなわれており、これをヨーロッパの株式市場取引に含めることは規制上必要であつても注意を要するということであろう。

3 F E S E 文書

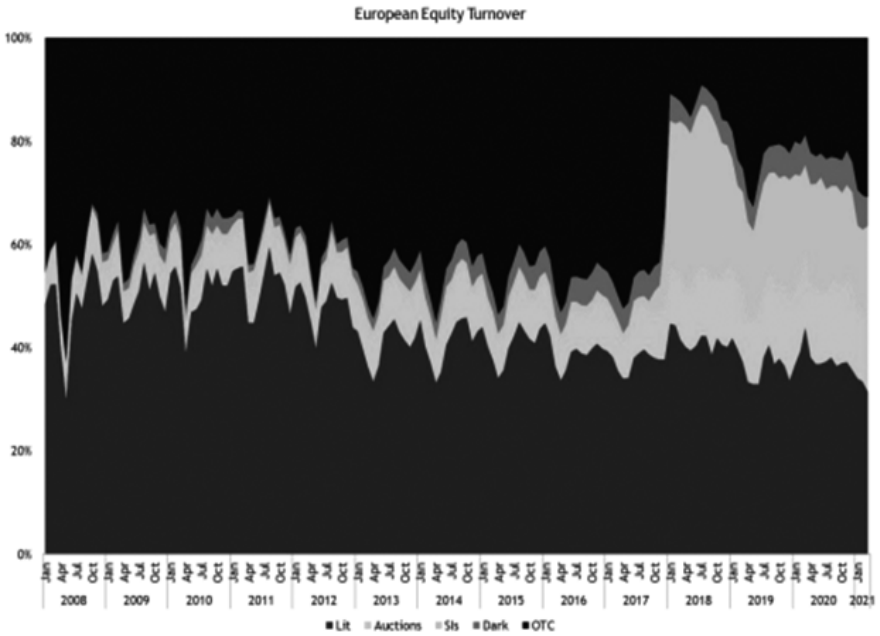
OXERA報告書が公表された直後の二〇二一年六月一日、ヨーロッパの証券取引所を会員とするF E S E から反論文書が公表された。⁽⁴⁾ 市場外取引に対する規制を緩和させたいAFMEと市場外取引を規制したいF E S E は正反対の立場にあり、反論文書にみられる揚げ足取りの議論は紹介しないが、意外にもF E S E の短い文書の中には従来公表されていない興味深い図表や数値が含まれているので、ここではそれらを取り上げることとする。

まず、二〇一八年のM I F I D II 施行以後が問題とされているが、二〇一七年以前とくに状況が変化したかについてF E S E は興味深い図表を掲載している。図表5を見れば二〇一八年以降のS I 取引の急増(その後は漸減)の著しさがよくわかる。急増、そして漸減しているS I 取引こそが最も大きな取引シェアの変化であつて、S I 取引の解明なくしてはヨーロッパの株式市場の変化をとらえることはできないと考えられる。図表5はそのことを印象付ける貴重な証拠と考えられる。

また、AFME文書やOXERA報告書で一括されている取引所とMTFは気配根を公表しないデータな取引が占める比率が大きく異なり、取引市場として一括りにすることに問題があるという指摘も尤もである(図表6)。

これらの二点についてはF E S E の主張には説得力があり、反論するつもりはないが、AFMEやOXERAの流動性に関する主張を全く顧みようとしないF E S E の姿勢については納得しかねる。市場外取引の取り扱い

図表5 ヨーロッパにおける株式取引シェアの推移

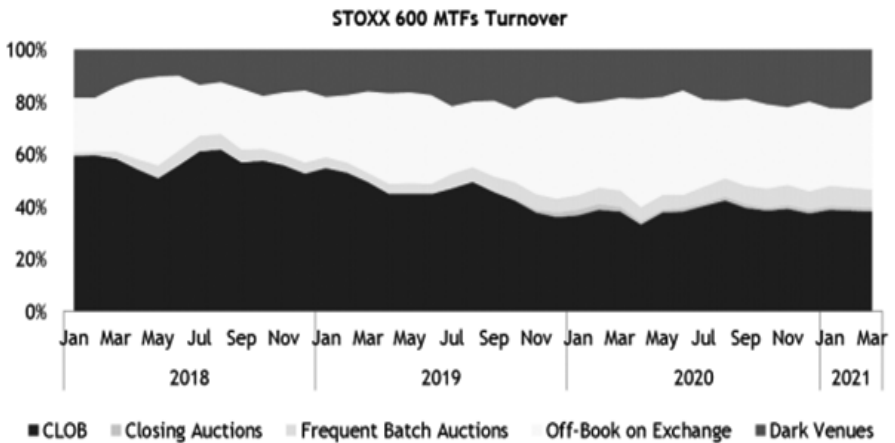


Source: CFA Institute (2011), Gomber et al. (2016), Oxera (2020), and Big xyt



Source: Big xyt

図表6 STOX600構成銘柄のRMとMTFでの取引推移



Source: Big xyt, FESE analysis

に利害関係を持たない第三者としては双方の主張から納得できるところだけを受け入れていきたい。

F E S E 文書ではもう一つ興味深い数値が紹介されている。それは S T O X X 六〇〇 株価指数構成銘柄において二〇二〇年の S I 取引に占める通常取引 (addressable) とテクニカル取引 (non-addressable) の金額である。取引時間内の通常取引は一兆五三八〇憶ユーロ、取引時間内のテクニカル取引は三四八〇憶ユーロ、取引時間外の通常取引は七三一〇憶ユーロ、取引時間外のテクニカル取引は四二八〇憶ユーロという四つの数値が明らかにされた。これらの数値を全体に占める比率で表わすとそれぞれ五一%、一一%、二四%、一四%であり、テクニカル取引は二五% (一一% + 一四%)、時間外取引は三八% (二四% + 一四%) であることがわかる。この数値からだけではテクニカル取引よりも時間外取引の影響がより大きいことが予想される。さらに取引時間内におけるテクニカル取引の比率は一八% (一一% / 六二%) であるのに対して、時間外取引におけるテクニカル取引の比率は三七% (一一四% / 三八%) であり、時間外取引におけるテクニカル取引が S I 取引の特徴を捉える鍵になるのではないかと考えられる。O X E R A 報告書が示唆していたように、時間外のアメリカ株取引、時間外のアメリカ株のテクニカル取引が S I 取引の特徴を表わしているのではないだろうか。そして、これはゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーといった米系証券会社の S I 取引が E S M A の報告書で大きかったことも符合する。

アメリカ株式市場の売買高はヨーロッパ株式市場の売買高よりも数倍大きく、S I を通じたアメリカ株取引がヨーロッパの株式取引として計上されているとすれば E S M A の統計にはヨーロッパの株式市場を把握する上で問題があると言わざるを得ない。A M F E や O X E R A、そして意図せぬ形で F E S E が明らかにした情報に基づくと、そのように推測することが今のところは最も合理的な解釈だと考えられる。

注

- (1) European Securities and Markets Authority, "EU securities markets: ESMA Annual Statistical Report 2020," 18 November 2020 (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1355_mifid_asr.pdf). 報告書の要点については、拙稿「ヨーロッパの株式市場—ESMAの報告書に見る実態—」本誌一七三三号（二〇二〇年十一月）を参照。
- (2) Association for Financial Markets in Europe, "Understanding the Liquidity Landscape in European Equity markets," 7 July 2020 (<https://www.afme.eu/Portals/0/DispatchFeaturedImages/2020-07-06-Understanding%20the%20Liquidity%20Landscape%20in%20EU%20Equity%20Markets%20-%20Final-1.pdf>).
- (3) OXERA, "The Landscape for European Equity trading and liquidity: The importance of utilizing accurate data for accessing equity market structure," 26 May 2021 (<https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2021/06/European-equity-liquidity-landscape-Q1-2021-Final-26-05-2021.pdf>).
- (4) Federation of European Stock Exchange, "An analysis of AFME's report "The Landscape for European Equity trading and liquidity": FESE calls for greater transparency in a now overly complex European market infrastructure," 1 June 2021 (<https://www.fese.eu/app/uploads/2021/05/An-analysis-on-AFMEs-The-landscape-for-European-equity-trading-and-liquidity-Final.pdf>)

(よしかわ まやひろ・客員研究員)