

欧州資本市場の統合テーブル設立の動きについて

清水 葉子

1 背景

欧州連合（EU）では、大手銀行の監督や破綻処理の統一化を進める銀行同盟に続いて、二〇一四年に資本市場同盟（Capital Market Union）が構想され、二〇一五年にアクション・プランが公表された。資本市場同盟は、域内での国境を超えた資本市場アクセスを目指し、資本市場を活用した経済成長・雇用促進、国境を超えた投資の活発化、金融サービスの共通ルールの策定、投資家保護、域外からの投資の促進、国際競争力の強化を目指すプランである。

とはいえ、もともと欧州は相対的に銀行からの資金調達が中心で、資本市場の活用度合いは大きくなく、また、証券市場も加盟国ごとに分断されていることなどから、資本市場同盟の議論は一〇年間にわたって大きく進展したとは言い難い。

こうした中で、欧州でも、アメリカにならって金融商品のリアルタイムの価格情報を配信する「欧州単一アクセスポイント（European Single Access Point）」の設立が繰り返し議論され、二〇二一年にはESMAのイニシアティブで、価格情報の統合配信を行うプロバイダーを認可するスケジュールが公表されて、欧州版の「統合テーブル」が進展し始めた。

2 価格情報の統合タイプとは

欧州域内の価格情報の統合タイプ構想は、一九七〇年代に設立されたアメリカのシステムにならったものである。アメリカでは、一九七〇年代に全米市場システム (National Market System, NMS) が成立し、株式の気配情報と価格情報を統合して配信するシステムが構築された。

アメリカでは、もともと一つの取引所に上場された株式は、簡単な手続きで全ての取引所で取引可能とされていた (非上場取引特権, UTP)。このため、証券取引の場は各取引所、および取引所外取引などに大きく分散しており、取引の場ごとに異なる価格でバラバラに取引されてしまうと、投資家の注文の最良執行に問題が生じる恐れがあった。

このため、アメリカでは、全ての取引所から、気配情報と執行後の価格情報とを集めて統合配信するシステムが一九七〇年代という早い時期に構築された。前者の気配情報の統合配信システムは Consolidated Quote, CQ、後者の価格情報のシステムは Consolidated Tape, CT と呼ばれ、銘柄ごとに全取引所の気配や価格が一つのシステムで統合される。特に気配情報の中の最も良い売り気配、買い気配は、「全米最良気配 (National Best Bid and Offer, NBBO)」と呼ばれる。証券会社は CQ、CT を使うことで、どの市場で最良気配が出ているかを把握することができ、顧客注文の最良執行が担保できるほか、執行価格についても、統合情報をもとに確認・分析が可能となる。

アメリカの CQ、CT のシステムは、一九七〇年代に取引所が共同出資して設立した証券情報プロセッサ (Securities Information Processors, SIPS) が担っており、各取引所から価格データを収集・統合し、有料で証券会社やベンダー、機関投資家などに配信を行ってきた。情報配信の手数料は、SEC の監督下でコストをカバー

できるリーズナブルな水準とすることが定められ、徴収された配信手数料は、各取引所に対して出来高などに比例して配分することが定められた。

こうした価格情報の配信を受けた証券会社は、会員（取引参加者）になっていない取引所であっても、定められた手数料で取引にアクセスできることもあわせて定められている。

このように、アメリカの証券市場は、統合テープを設立することで、複数市場（複数取引所）が市場間競争を行うメリットを享受しつつ、気配や価格情報の点では統合された単一の指値注文板（Central Limit Order Book, CLOB）があるかのように機能し、市場の分散・分裂のデメリットを克服できると考えられた。

こうしたシステムは時代とともに変化して、現在では情報処理業者はニューヨーク証券取引所の子会社（SIC）とNasdaqとに集約され、その後生まれしてきた取引所外取引システム（ATS）なども加えて運営されている。

もともと、実際のCQ、CTのシステムが理想的に機能し続けたわけではない。CQ、CTは取引所の共同設立とされたので、取引所間の利害対立やガバナンスの問題が生じやすい。また、情報配信手数料の配分をめぐっても、出来高、気配更新頻度などさまざまな要素をどう考慮するか、ATSのような新しい取引所外取引システムに対する配信料の配分をどうするかなど、時期ごとに多様な課題を抱えてきた。また、共同設立であったため、システム更新にも遅れを生じがちであるとされてきた。

さらに、高頻度取引業者（HFT）が登場して以降は、CQが配信する気配情報を「先回り」する取引が問題になっている。証券取引の取引が高速化してくると、わずかでも早く価格情報を手に入れた取引参加者が有利になるが、CQ、CTのシステムはもともと過小投資になりがちでシステム更新が遅れがちであった上に、全市場

の価格情報を集めて統合するプロセスがある分、レイテンシーの点で劣る。HFTはこの時間差を利用して、各取引所から有料で価格情報の配信を直接受け取り (direct feed)、統合システムであるCQ、CTよりわずかに早く独自に情報処理をして取引を行うことができる。公式の全米最良気配 (NBBO) はあくまでもCQに表示された情報であるため、HFTが公式な気配を先回りすることで利益を得ることができるとされている。こうした取引はレイテンシー・アービトラージと呼ばれ、アメリカの証券市場の大きな問題の一つになっている。

3 欧州での統合テープ設立の議論

欧州では、先に述べたように、資本市場の統合と活性化などを目指して、アメリカのような統合された価格情報システムの設立が構想されている。アメリカでは気配情報をCQ、執行後の価格情報をCTとしているのとなり、欧州では気配情報をpre trade CT、価格情報をpost Trade CTと呼んで、あわせてCT (統合テープ) と呼んでいる。

アメリカで証券取引の場が分散しバラバラの価格情報に基づいて取引が行われると、投資家の最良執行が損なわれることが懸念されたように、欧州でも証券取引の場はアメリカ以上に大きく分散しているため、価格情報の統合が必要だという考えは説得力があると思われる。その一方で、アメリカと欧州とでは状況が大きく異なり、同じような仕組みで同様にうまく機能するかどうかは難しい問題である。

まず何よりも、アメリカでは一国の中での証券市場の分散が議論されたが、欧州では国境を超えて証券市場が分散しており、国によって経済状況や証券市場の規模が大きく異なる。ロンドンやドイツ、フランスのように大きな証券市場を持つ国と、証券市場が未発達な国との間の格差は極めて大きい。また、国境を挟んで法律や制度

が異なっているため、EU全域で、アメリカのような厳密な最良執行義務を課すことも難しい。

図表1は、二〇一九年のESMAの資料であるが、域内全体で、取引所が六七、MTFが一市場にもおよび、大きく分散した証券市場構造になっていることが分かる。

また、後でも述べるように、すでに有力な情報ベンダーが存在し、価格情報の配信ニーズに对应しているため、これに追加して公式の統合テーパー情報のプロバイダーを設立したとして、商業ベースで採算が取れるかどうかも問題視されている。

また、さらに大きな違いとして、アメリカでは厳密に価格に基づく最良執行義務が証券会社に課されており、証券会社は少しでも良い価格を提示している証券市場があれば、顧客の注文を必ずその市場に回送しなくてはならない。これに対して、欧州や日本では、価格以外にも流動性が高い市場での執行や大口注文の一括執行など、顧客のニーズを広く解釈した最良執行が受け入れられている。このため、価格情報が重要であることは当然としても、最良気配だけに基づいて注文回送先を決めているわけではない点も大きな相違となっている。こうした市場の構造や制度面での違いが、統合テーパーにどのような影響をもたらすのかは必ずしも明らかでない。

4 統合テーパー・プロバイダーの設立に向けたESMAのイニシアティブ

こうした中で、ESMA (European Securities and Markets Authority) は、二〇一九年にまずは株式の統合テーパー・プロバイダーの設立に向けて、コンサルテーション・ペーパーとレビューレポートを⁽²⁾発出し、具体的な設立に向けて動き始めた。

ESMAでは、市場データ利用のコストを削減するため、株式の統合テーパー・プロバイダー (CTP) につい

図表1 欧州証券市場の分散

カンントリーコード	国名	RMs	MTFs	APAs
AT	オーストリア	2	1	1
BE	ベルギー	1	4	—
BG	ブルガリア	2	2	1
CY	キプロス	1	1	—
CZ	チェコ	2	2	—
DE	ドイツ	15	17	1
DK	デンマーク	3	4	—
EE	エストニア	1	1	—
ES	スペイン	4	2	1
FI	フィンランド	3	4	—
FR	フランス	1	6	1
GB	イギリス	6	30	5
GR	ギリシャ	1	1	1
HR	クロアチア	1	1	1
HU	ハンガリー	1	2	—
IE	アイルランド	1	3	—
IS	アイスランド	3	3	—
IT	イタリア	3	5	—
LI	リヒテンシュタイン	—	—	—
LT	リトアニア	1	1	—
LU	ルクセンブルグ	1	1	—
LV	ラトビア	1	1	—
MT	マルタ	1	1	—
NT	オランダ	1	3	3
NO	ノルウェー	2	1	1
PL	ポーランド	—	—	—
PT	ポルトガル	1	2	—
RO	ルーマニア	1	1	—
SE	スウェーデン	5	9	1
SI	スロベニア	1	1	—
SK	スロバキア	1	1	—
	合計	67	111	17

(注) RMsはRegulated Marketsで主に取引所を、MTFsはMultilateral Trading Systemsで、取引所外で証券会社が運営する取引システムを指す。APAsは、認可公表アレンジメント (Approved Publication Arrangements) で、主に店頭取引の価格情報を収集して将来的に統合テープに報告する仲介機関を指す。

(出所) ESMA(2019) MiFID II/MiFIR Review Report No.1

て、当初は次のような想定を以て検討を開始した。①リーズナブルな商業ベースでマーケット・データを配信させること、②マーケット・データはバンドルせず、利用者がほしい情報だけ買えるようにすること、③一五分後にはマーケット・データを無料配信すること。ESMAはこの条件で、商業ベースで統合テプの運営事業者が出てくることを期待したが、残念ながら候補業者は一社も出なかった。

ESMAは、自発的に商業ベースの統合テプ・プロバイダーが出てこないことについて、以下のように分析をしている。

① 商業ベースで運営コストをカバーできる見込みが低い。株式は、取引所とMTFと合わせて一七〇以上の市場 (trading venue) に加え、店頭市場の価格情報を集約するAPAとのやりとりが必要である。また、プロバイダーを複数作って競争させコスト削減を図る方針をとっており、この点もプロバイダーの採算困難の理由になっている。

② CTPが満たすべき規制上の要件 (ガバナンス規制など) が厳しい。特に既存の商業ベンダー (ロイターやブルムバーグなど) との間の競争が予想され、競争条件が良くない。

③ 一五分後に市場データを一律で無料とすると、収入が見込めない。

④ 店頭市場や市場ディーラーから提供される市場データ情報の質が低い。

⑤ アメリカと同様、統合テプ・プロバイダーにはレイテンシーの問題などが発生する。

以上を踏まえ、ESMAは統合テプ・プロバイダーについて、以下の点を見直した。

・プロバイダーは一社の独占体制とする。複数プロバイダーを競争させると互いに重複投資になり、商業ベースでの運営も難しい。ただしプロバイダーとの契約期間を五十七年として見直しの余地を設ける。

- ・利用者に単一CTPの利用を義務付ける検討を行い、安定的な情報配信収入が見込めるようにする。
- ・営利CTPにはリーズナブルな料金設定を許容しつつ、非営利CTPも許容する。
- ・CTPのガバナンス規制を緩和する。

これらの変更を踏まえて、ESMAは二〇二一年にMiFID改正案を公表し、単一（独占的）の統合テーパー・プロバイダーを導入する方針を示した。この方針によると、まずは債券の統合テーパー・プロバイダーを先行導入し、株式を半年遅れとする。これは、債券が店頭取引が中心で価格情報の透明性が低いため、先に改善を要すると考えられたこと、債券は銘柄数が多くマッチングが少ないため株式より取引が不活発であること、現行規制でも通常取引は五分以内にAPPAに報告されているが、低流動性銘柄・大口取引には公表遅延措置について各国の裁量権が大きく、早期に統一が必要であることなどが説明されている。

こうした方針は、二〇二四年一月一六日にEU議会で承認され、債券、株式、デリバティブの三つのアセットクラスごとに、単一の統合テーパー設立への動きが開始されている。

ESMAが公表したスケジュールでは、債券の統合テーパー・プロバイダーについては、二〇二五年の第1四半期に運営を開始し、その後、二〇二五年第3四半期までに評価を行って、二〇二五年第4四半期に認可を行う。続いて、株式の統合テーパー・プロバイダーは、二〇二五年第3四半期に運営を開始し、第4四半期までに評価を行う。デリバティブの統合テーパー・プロバイダーは最も早くて二〇二六年の第1四半期に運営開始を予定していることが発表されている。

こうした動きを受けて、報道ベースでは、ドイチェ・ブルスとユーロネクストを含む取引所一四が合同でEuroCTPを設立し応募予定であること、フランスのコンサル会社のアダマンティアも傘下の組織で応募準備中

で、バークレイズ、BNPパリバ、クレディ・アグリコル、ドイチュ・バンク、ソシエテ・ジェネラル、ユニ・クレディトが参加予定であること、欧州取引所連合(FESE)も株式の統合テープ・プロバイダーとして参加を予定していること、Cboeが欧州とイギリスの両方で株式の統合テープ・プロバイダーに応募予定であることなどが相次いで報じられている。

注

- (1) 「EU、資本市場を改革へ 米国にないデータ管理」日経新聞電子版二〇二一年一月十九日。
- (2) ESMA(2019) Consultation Paper "On the development in prices for pre- and post-trade data and on the consolidated tape for equity instruments," July 2019, ESMA 70-156-1065.
- ESMA(2019) MiFID II/MiFIR Review Report No.1 "On the development in prices for pre- and post-trade data and on the consolidated tape for equity instruments," December 2019, ESMA 70-156-1606.

(しみず ようこ・客員研究員)