

# ESMA データから見た欧州株式流通市場

吉川真裕

## 要 旨

2020年11月18日、欧州連合の証券市場監督機関である欧州証券市場監督機構 (ESMA) は『EU 証券市場』と題する報告書を公表し、2018年の改訂金融商品サービス指令 (MiFID II) 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。MiFID II 施行後に ESMA は従来の取引所 (規制市場: RM) や取引所類似施設 (MTF) といった取引市場に加えて、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 (SI) 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情報を収集しており、これらがようやくまとまった形で公表されることになった。

本稿では株式市場と債券市場に分けて提示された2019年における取引情報を概観した後、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、RM 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されることになったヨーロッパの株式市場の実態について紹介する。そして、ESMA の公表する株式市場に関する数値は市場外取引 (SI と OTC) を過大評価しているという批判と、批判者は市場外取引を過小評価しようとしているという反批判があることを紹介し、その論点を整理する。

キーワード: European Securities and Markets Authority, MiFID II, Regulated Market, Multilateral Trading Facility, Systematic Internaliser

## 目 次

- |               |                          |
|---------------|--------------------------|
| 1. はじめに       | 5.1. AFME による EXMA 統計批判  |
| 2. ヨーロッパの証券市場 | 5.2. OXERA による ESMA 統計批判 |
| 3. ヨーロッパの株式市場 | 5.3. FESE による反批判         |
| 4. 欧州株式市場の透明性 | 5.4. SI の外国株取引比率         |
| 5. EXMA 統計論争  | 6. 結び                    |

## 1. はじめに

2020年11月18日、欧州連合（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『EU証券市場』と題する報告書を公表し、2018年の改訂金融商品サービス指令（MiFID II）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<sup>1</sup>。MiFID II施行後にESMAは従来の取引所（規制市場：RM）や取引所類似施設（MTF）といった取引市場に加えて、顧客と電子的に相対で取引するシステムティック・インターライザー（SI）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情報を収集しており、これらがようやくまとまった形で公表されることになった。また、株式市場のみならず、債券市場についても情報が公開されており、両者を比較しやすい形で提示していることもこの報告書の特徴であり、今後は毎年、情報を更新していく予定であることも明らかにされた。

本稿では株式市場と債券市場に分けて提示された2019年における取引情報を概観した後、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、RM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されることになったヨーロッパの株式市場の実態について紹介する。そして、ESMAの公表する株式市場に関する数値は市場外取引（SIとOTC）を過大に評価しているという批判と、批判者は市場外取引を過

小評価しようとしているという反批判があることを紹介し、その論点を整理する。

## 2. ヨーロッパの証券市場

図表1は報告書の巻頭要約に続いて掲載されている統計表であり、株式市場と債券市場の違い、株式市場における個別株とETFの違い、債券市場における公共債と民間債の違い、各取引市場による違いなどがわかりやすくまとめられている。

まず、株式市場ではMTF等を含めた取引所市場が53%を占めるのに対して、債券市場では取引所市場は24%にすぎないことがわかる。そして、株式市場では取引所市場のシェアは個別株で53%、ETFで52%と違いはないが、取引所市場の中ではETFに関して取引所のシェアが17%と低く、MTFのシェアが34%と高いことがわかる。また、取引所外市場では店頭市場（OTC）のシェアが27%、SIのシェアが20%であるが、ETFに関してはOTCのシェアが19%と低く、SIのシェアが29%と高いことがわかる。

他方、債券市場では取引所市場のシェアは公共債で27%、民間債で14%と違いが大きく、取引所外市場の中ではOTCのシェアが50%、SIのシェアが26%であるが、公共債に関してSIのシェアが48%と高く、OTCのシェアが35%と低いことがわかる。

こうした違いは取引対象の流動性によるところが大きいものと考えられ、株式市場では流動性の高いものは取引所市場で、流動性の低いものは取引所外市場で、とりわけOTCで取引されているものと考えられる。

<sup>1</sup> 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](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1355_mifid_asr.pdf)).

図表1 2019年におけるヨーロッパの証券市場

## Essential statistics

|  | Equity |        |       | Bond    |           |           |
|--|--------|--------|-------|---------|-----------|-----------|
|  | All    | Shares | ETFs  | All     | Corporate | Sovereign |
| <b>Size</b>  |        |        |       |         |           |           |
| Number of instruments  | 28,304 | 21,376 | 5,573 | 173,656 | 92,137    | 8,631     |
| Total trading volumes (EUR tn)                                 | 26.8   | 23.7   | 2.6   | 101     | 18.2      | 77.9      |
| of which on UK venues (EUR tn)                                 | 13.5   | 11.9   | 1.2   | 36.4    | 4.4       | 30.7      |
| Total number of transactions (mn)                              | 1,761  | 1,702  | 23    | 18.9    | 7.3       | 9.6       |
| of which on UK venues (EUR mn)                                 | 862    | 690    | 10    | 3.6     | 1.7       | 1.7       |
| Total EEA market capitalisation/nominal amount (EUR tn)        | 17.9   | 17.9   | n/a   | 25.2    | 10.8      | 11        |
| of which UK issuers (EUR tn)                                   | 4.6    | 4.6    | n/a   | 4.9     | 3         | 1.8       |
| <b>Trading activity</b>  |        |        |       |         |           |           |
| Entities with largest trading activity                         | MTFs   | MTFs   | MTFs  | SIs     | SIs       | SIs       |
| On-exchange (% of total volumes)                               | 53     | 53     | 52    | 24      | 14        | 27        |
| RMs  | 26     | 26     | 17    | 1       | 0.2       | 4         |
| MTFs   | 27     | 27     | 34    | 15      | 12        | 11        |
| OTFs   | n/a    | n/a    | n/a   | 8       | 2         | 1         |
| Off-exchange (% of total volumes)                              | 47     | 47     | 48    | 76      | 86        | 73        |
| SIs  | 20     | 20     | 29    | 26      | 19        | 48        |
| OTC  | 27     | 27     | 19    | 50      | 67        | 35        |
| <b>Market infrastructures</b>                                  |        |        |       |         |           |           |
| Largest country in trading volumes                             | UK     | UK     | UK    | UK      | UK        | UK        |
| Number of venues   | 257    | 243    | 135   | 277     | 240       | 228       |
| RMs (%)  | 23     | 25     | 27    | 21      | 18        | 20        |
| MTFs (%)   | 44     | 46     | 37    | 35      | 31        | 29        |
| OTFs (%)   | n/a    | n/a    | n/a   | 10      | 11        | 13        |
| SIs (%)  | 33     | 29     | 36    | 34      | 40        | 38        |
| incl. total UK venues  | 148    | 54     | 47    | 100     | 81        | 89        |
| <b>International activity</b>                                  |        |        |       |         |           |           |
| Largest EEA issuer   | UK     | UK     | IE    | DE      | UK        | DE        |
| <b>Trading volumes by issuer origin (EUR tn)</b>               |        |        |       |         |           |           |
| of which EEA   | 22.1   | 19.6   | 2.2   | 54.9    | 10        | 41.3      |
| of which UK  | 4.9    | 4.7    | 0.1   | 8.1     | 1.2       | 6.6       |
| of which non-EEA   | 4.6    | 4      | 0.4   | 46.1    | 8.2       | 36.5      |
| <b>Transparency</b>  |        |        |       |         |           |           |
| Liquid instruments (number)                                    | 2,278  | 1,493  | 733   | 1,201   | 367       | 680       |
| Volumes (on-exchange) under post-trade transparency waiver (%) | 15     | 13     | 31    | NA      | NA        | NA        |
| Volumes (on-exchange) under pre-trade transparency waiver (%)  | 32     | 30     | 61    | NA      | NA        | NA        |

Note: All values for the calendar year 2019. n/a= not applicable, NA= not available.

Source: FIRDS, FITRS, ESMA.

〔出所〕 ESMA (2020) p.6

これに対して、債券市場では流動性の高い公共債でも取引所市場のシェアは低いが、取引所外市場のSIで公共債の取引が多くなっており、流動性の低い民間債ではOTCのシェアが67%と高く、SIのシェア19%や取引所市場のシェア14%を大きく上回っていることが確認できる。

### 3. ヨーロッパの株式市場

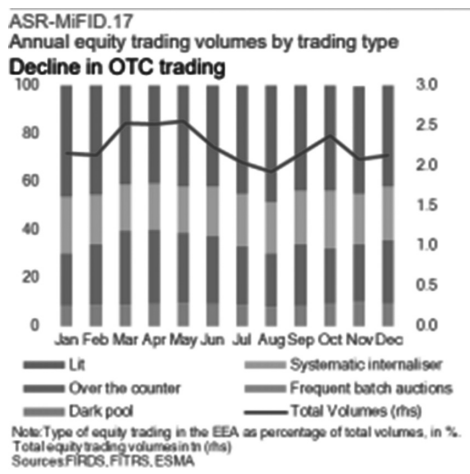
図表1で2019年におけるヨーロッパの株式市場での取引について、取引所市場におけるRM(取引所)とMTF、取引所外市場におけるSIとOTCに分けて確認したが、2018年のMiFID

II 施行（ダーク・プール規制導入）後、各取引市場での取引に趨勢的な変化は生じていたのではあろうか。図表 2 は 2019 年における各取引市場での取引シェアの推移を月ごとに表わしている。図表 2 を見る限り、ダーク・プール規制に伴うダーク・プールでの取引シェア低下、RM や MTF といった取引所市場（Lit）での取引シェア上昇、ペリオディック・オークション（Fre-

quent batch auctions）での取引シェア上昇は読み取れないが、報告書では本文での説明なしに取引所市場（Lit）と SI での取引増加、OTC での取引減少という見出しが用いられている。規制を導入した当局としては効果を確認したいのであろうが、効果なしというのが市場でのコンセンサスとなっている。

図表 3・図表 4・図表 5 は 2019 年における取引所、MTF、SI のそれぞれ上位 4 市場での取引金額を表わしており、取引所（図表 3）では

図表 2 2019年のヨーロッパの株式市場における取引シェアの推移



〔出所〕 ESMA (2020) p.22

図表 4 欧州株式市場における MTF の上位 4 市場



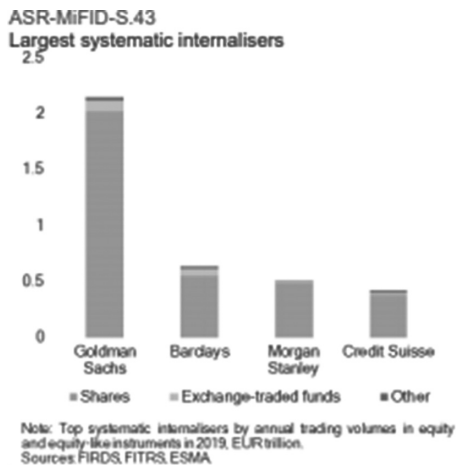
〔出所〕 ESMA (2020) p.51

図表 3 欧州株式における取引所の上位 4 市場



〔出所〕 ESMA (2020) p.51

図表 5 欧州株式市場における SI の上位 4 市場



〔出所〕 ESMA (2020) p.51

ロンドン証券取引所, ドイツ取引所 (Xetra), ユーロネクスト・パリ (旧パリ取引所), イタリア取引所, MTF (図表4) ではCBOEヨーロッパ (旧BATSヨーロッパ), TP-CAP, ターコイズ (買収されてロンドン証券取引所の子会社), プルームバーグ, SI (図表5) ではゴールドマン・サックス, パークレイズ, モルガン・スタンレー, クレディ・スイスが並んでいる。これらを合わせて並べ替えるとCBOEヨーロッパ, ゴールドマン・サックス, ロンドン証券取引所, TP・ICAP, ドイツ取引所 (Xetra) という順になり, ほとんど報じられたことのないゴールドマン・サックスやTP-CAPでの取引が多いことが確認され, しばしば報じられる米系のシタデルやパーチェといったHFTはSIの上位4社には入っていないことが明らかとなった。

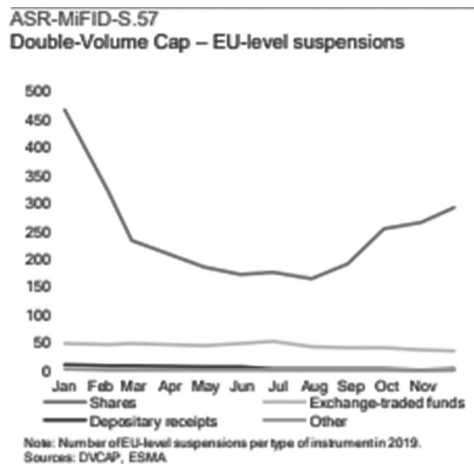
#### 4. 欧州株式市場の透明性

2018年のMiFID II 施行に合わせてダーク・プール規制が導入された。規制の骨子は, ①ブローカー・クロッシング・ネットワークと呼ばれた証券業者が運営するダーク・プールの禁止 (RM・MTF・SIとして取引することは可能), ②他市場での気配値を利用することを条件とした気配値公開免除規定の削除 (大口取引や電子的でない交渉による気配値公開免除規定は存続), ③単独ダーク・プールで特定銘柄の取引シェアが4%に達した場合, その市場での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8%達した場合, ダーク・プール全体で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), ④最良気配の仲値以外の価格でのダー

ク・プール取引の禁止等であるが, 気配値を公開する市場での取引を増やすことが規制導入の目的とされた。

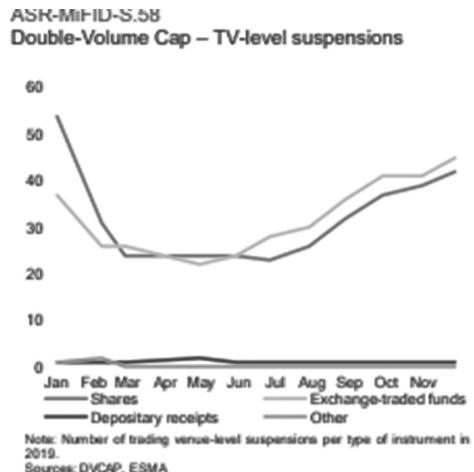
図表6はダブル・ボリューム・キャップの8%基準に抵触して取引停止となった銘柄数の推移を, 図表7はダブル・ボリューム・キャップの4%基準に抵触して取引停止となった銘柄数の推移をそれぞれ表わしている。両図の形状

図表6 欧州株式市場におけるダブル・ボリューム・キャップ8%基準抵触銘柄数の推移



(出所) ESMA (2020) p.54

図表7 欧州株式市場におけるダブル・ボリューム・キャップ4%基準抵触銘柄数の推移



(出所) ESMA (2020) p.54

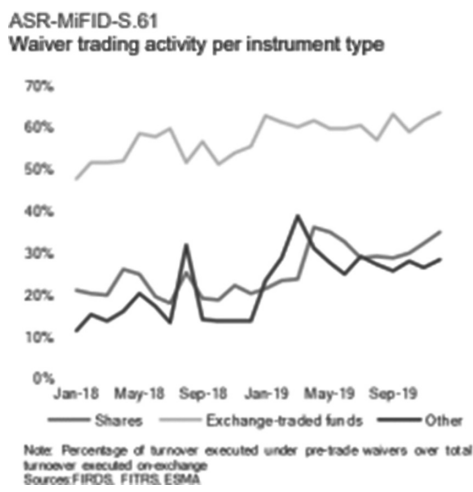
は個別株においては似ているが、ETF では 8 % 基準に抵触する銘柄は個別株に比べて大幅に少ないのに 4 % 基準に抵触する銘柄は個別株と変わらないことがはじめて明らかとなった。

他方、図表 8 は気配値公開免除規定によって気配値の公開が免除された取引の比率の推移を、図表 9 は大口取引による気配値公開免除規定 (LIS waiver) の適用を受けた取引の比率を

それぞれ表わしている。いずれの図でも ETF は個別株に比べて気配値公開免除となっている比率が高いことがわかるが、図表 8 の推移を見ると個別株でも ETF でも気配値公開免除を受けた取引の比率が明らかに上昇していることが読み取れる。透明性の向上を目指したダーク・プール規制導入後に気配値を公開しない取引の比率が上昇していることは皮肉としか言いようがなく、ダーク・プール規制の目的は達せられておらず、現在の規制を再検討する必要があるだろう。

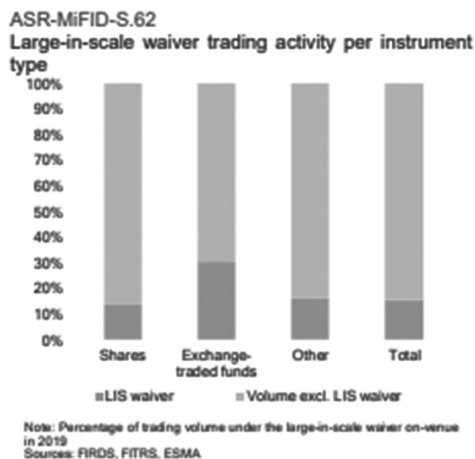
機関投資家等による大口取引が多いと言われるヨーロッパの株式市場では従来からアメリカに比べて顧客と証券業者との取引所外での相対取引が多いと言われてきた。今回の報告書はそのことを確認したようにも思える。規制当局が想定する古典的な小口の取引を対象とした市場と機関投資家等を中心とした現実の市場には明らかに乖離があり、規制当局は力づくで市場を変えるのか、市場実勢に合わせた規制を導入するのかを再検討する必要があるだろう。もちろん、常に現実を容認することにも問題はあろうが、市場を理解しないで規制を導入することにも問題があり、今回のダーク・プール規制の導入と規制の効果はそのことを教えているように思える。

図表 8 欧州株式市場における気配値公開免除規定による取引の比率の推移



〔出所〕 ESMA (2020) p.54

図表 9 欧州株式市場における大口取引気配値公開免除規定による取引の比率



〔出所〕 ESMA (2020) p.54

## 5. EXMA 統計論争

### 5.1. AFME による EXMA 統計批判

2020年7月7日、ブローカーや機関投資家が加盟する Association for Financial Markets in Europe (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RMや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<sup>2</sup>。

調査会社 Big XYT のデータによれば、2020年前半（3月初めまで）の取引シェアは、取引市場のザラ場取引（On-venue）47%、取引市場のオークション取引（On-venue auction）11%、SI21%、OTC21%であるが、(1) ①ギブアップ、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等のベンチマーク取引等を差し引くと、取引市場のザラ場取引（On-venue）57%、取引市場のオークション取引（On-venue auction）13%、SI9%、OTC11%、次いで(2) 主市場の取引時間外の取引を差し引けば、取引市場のザラ場取引（On-venue）66%、取引市場のオークション取引（On-venue auction）15%、SI13%、OTC6%、さらに(3) SIやOTCでの大口取引まで差し引くと、取引市場のザラ場取引（On-venue）75%、取引市場のオークション取引（On-venue auction）17%、SI6%、OTC2%となる（図表10）。

流動性の観点からみると、取引市場58%（=47%+11%）・市場外取引42%（=21%+21%）という数値は実態から乖離しているというのが（市場外取引を利用する関係者の多い）AFMEの主張であった。

## 5.2. OXERA による ESMA 統計批判

2021年5月26日、AFMEから調査報告を依頼された調査会社 OXCERA 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数値は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RMや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報告書を公表した<sup>3</sup>。

Big XYT と CBOE Europe のデータによれば、2021年第1四半期の取引シェアは、取引市場のザラ場取引（Lit order book）28%、取引市場のオークション取引（Auction）11%、取引市場でのダーク取引（Dark venues）5%、取引市場での市場外取引（Off-book-on-exchange）11%、SI8%、OTC27%であるが、(1) フィルター1でベンチマーク取引を除く、価格発見を伴わない取引（TNCP）を差し引くと、取引市場のザラ場取引（Lit order book）37%、取引市場のオークション取引（Auction）14%、取引市場でのダーク取引（Dark venues）6%、取引市場での市場外取引（Off-book-on-exchange）15%、SI9%、OTC9%、次いで(2) フィルター2でベンチマーク取引を含めた価格発見を伴わない取引（TNCP）を差し引けば、取引市場のザラ場取引（Lit order book）38%、取引市場のオークション取引（Auction）15%、取引市場でのダーク取引（Dark venues）6%、取引市場での市場外取引（Off-book-on-exchange）15%、SI7%、OTC9%、さらに(3) フィルター3で主市場の取

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>).

図表10 欧州株式市場の真の流動性

## 1. AFME (2020) による推計

|                  | 未調整 | (1) 調整     | (2) 調整     | (3) 調整     |
|------------------|-----|------------|------------|------------|
| On-venue 6       | 47% | 57% (+10%) | 66% (+9%)  | 75% (+9%)  |
| On-venue auction | 11% | 13% (+2%)  | 15% (+2%)  | 17% (+2%)  |
| 取引市場             | 58% | 70% (+12%) | 81%*(+11%) | 92% (+11%) |
| SI               | 21% | 19% (-2%)  | 13% (-6%)  | 6% (-7%)   |
| OTC              | 21% | 11% (-10%) | 6% (-5%)   | 2% (-4%)   |
| 市場外取引            | 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。

## 2. OXERA (2021) による推計

|                      | 未調整 | (1) フィルター 1 | (2) フィルター 2 | (3) フィルター 3 |
|----------------------|-----|-------------|-------------|-------------|
| Lit order book       | 28% | 37% (+9%)   | 38% (+1%)   | 42% (+4%)   |
| Auction              | 11% | 14% (+3%)   | 15% (+1%)   | 17% (+2%)   |
| Dark venues          | 5%  | 6% (+1%)    | 6% (+0%)    | 7% (+1%)    |
| Off-book-on-exchange | 11% | 15% (+4%)   | 15% (+0%)   | 17% (+2%)   |
| 取引市場                 | 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                | 44% | 28% (-16%)  | 25% (-3%)   | 17% (-8%)   |

(注) AFME (2020) と OXERA (2021) より作成

引時間外の取引を差し引くと、取引市場のザラ場取引 (Lit order book) 42%、取引市場のオークション取引 (Auction) 17%、取引市場でのダーク取引 (Dark venues) 7%、取引市場での市場外取引 (Off-book-on-exchange) 17%、SI 11%、OTC 6% となる (図表10)。

流動性の観点からみると、取引市場56% (= 28% + 11% + 5% + 11%)・市場外取引44% (= 18% + 27%) という数値は実態から乖離しているというのが AFME の委託を受けた OXERA の主張であった。

また、OXERA の報告書の補論では2021年第1四半期における SI による取引上位20銘柄 (フィルターなし) とフィルター 3 をかけた取引上位20銘柄が掲載されている。フィルター 3 をかけなければ上位20社中5社、上位10社中3社がアメリカ企業であるが、フィルター 3 をかけ

れば上位20社中2社、上位10社中1社であることが確認できる。アメリカ企業を対象とした取引が多いこと、時間外での取引が多いことが図表4でゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーの SI 取引が多かったことと関係しているかもしれないということを想起させる。

## 5.3. FESE による反批判

2021年6月1日、欧州証券取引所連合 (FESE) が AFME から依頼された OXCERA の報告書は市場外取引の数値を過小評価しようとしているという反論を公表した<sup>4</sup>。市場外取引の拡大に利害関係を持つ AFME に対して、取引市場取引の拡大 (市場外取引の縮小) に利害関係を持つ FESE の反論は上げ足を取るような主張も多く見られるが、RM と MTF の違いや SI 取引シェアの急拡大、通常取引と時間外取引で



図表11 2020年における STOXX600構成銘柄の SI による取引 (FESE)

|                 | TradingHour | Outside | sub-total | TradingHour | Outside | sub-total       |
|-----------------|-------------|---------|-----------|-------------|---------|-----------------|
| addressable     | 1,538       | 731     | 2,269     | 68%         | 32%     | 100%            |
| non-addressable | 348         | 428     | 776       | 45%         | 55%     | 100%            |
| sub-total       | 1,886       | 1,159   | 3,045     | 62%         | 38%     | 100%            |
| addressable     | 51%         | 24%     | 75%       | 82%         | 63%     | addressable     |
| non-addressable | 11%         | 14%     | 25%       | 18%         | 37%     | non-addressable |
| sub-total       | 62%         | 38%     | 100%      | 100%        | 100%    | sub-total       |

(注) FESE (2021) より作成

のテクニカル取引の比率など、これまでに公表されていない興味深い数値が文書には含まれており、ヨーロッパの株式市場を理解する上で重要なものではないかと考えられる (図表11)。

それは STOXX600 株価指数構成銘柄において 2020年の SI 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 1 兆 5380 億ユーロ、取引時間内のテクニカル取引は 3480 億ユーロ、取引時間外の通常取引は 7310 億ユーロ、取引時間外のテクニカル取引は 4280 億ユーロという 4 つの数値が明らかにされたことである。これらの数値を全体に占める比率で表わすとそれぞれ 51%、11%、24%、14% であり、テクニカル取引は 25% (= 11% + 14%)、時間外取引は 38% (= 24% + 14%) 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 18% (= 11% / 62%) 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 37% (= 14% / 38%) であり、時間外取引におけるテクニカル取引が SI 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。OXERA 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 SI 取引の特徴を表わしているのではないかと予想させる。

なお、FESE の反論の要旨は以下の通りである。

- ◆ AFME は発行市場と流通市場の違いを曖昧化 (undermine) しようとしている。
- ◆ OXERA 報告書はテクニカル取引 (technical transactions) と経済的効果のない取引 (trades without an economic trading interest) を不当に混在させ、気配情報の透明な取引が MiFID II で取り扱われてきたかを考慮していない。
- ◆ 取引市場での取引増加がスプレッドを拡大させ、流動性・競争・選択機会を低下させたという実証的にも理論的にも根拠のない議論をおこなっている。
- ◆ FESE は EU の証券市場がより透明で、シンプルであることが重要であると信じており、MiFID II / MiFIR の見直しにおいても複雑性・曖昧性・不透明といった

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>).

問題を検討すべきと考えている。

- ◆ MiFID II/MiFIR 施行後に240もの SI が登録されたことを踏まえて、MiFID II/MiFIR の見直しは気配を公表する市場の取引シェアを問題とすべきであると FESE は考えている。
- ◆ とりわけ利益相反をもたらしかねない PFOP の問題なども考慮すると、少数の大口利用者の利益ではなく、透明で公正 (fair) で公平 (equitable) な証券市場が必要であることを FESE は強調しておく。
- ◆ ネゴシエーションを伴う取引に対する気配公表の免除などの価格形成にかかわらないと分類される取引の多くは利害関係を持って (addressable) おり、気配を公開する市場に注文が出されれば価格形成にかかわる取引であって、テクニカル取引と同一視すべきではない。
- ◆ 時間外取引をテクニカル取引として扱うことは誤りである (AFME が大口取引をテクニカル取引と同一視しようとしているのは論外である)。利害関係を持たない (non-addressable) 取引と時間外取引は SI 取引の多くを占めており、両者の取り扱いにはフィルター作業において重要である。

#### 5.4. SI の外国株取引比率

AFME や OXERA が主張しているように、SI や OTC の取引に外国株を対象としたものが多く含まれているとすれば、ESMA の公表する株式市場の取引シェアに関する数値には問題があると言えよう。OXERA の報告書の補論に

ある図表を見れば、フィルター 3 をかけなければ上位20社中 5 社、上位10社中 3 社がアメリカ企業であるが、フィルター 3 をかければ上位20社中 2 社、上位10社中 1 社であることが確認できる。

この表を見たときに OXERA はどうして国別取引比率を明示しないのであろうと不思議であったが、確認のしようがないので、フィルターをかけない場合の25% (上位20社中 5 社) や30% (上位10社中 3 社) をアメリカ株の取引シェアとして推測していた。

ところが、ESMA が2021年 7月30日に SI の銘柄別取引回数と取引金額 (ユーロ換算) を公表したので、ISIN の記号から集計して主な国別取引シェアを計算してみた<sup>5</sup> (図表12)。

アメリカ株の取引シェアは6.77% (取引回数では3.33%) にすぎず、ドイツ株の20.05% (18.55%)、フランス株の18.33% (18.75%) に比べて小さく、その他の外国株と考えられる日本株、カナダ株、香港株、中国株、オーストラリア株、ニュージーランド株、タイ株、インドネシア株を加えても10%に満たないことが明らかになった。OXERA はこのことを知っていながらアメリカ株の取引シェアが非常に高いと読者が錯覚することを意図して、国別取引シェアを出さずに上位取引銘柄だけを提示したのではないかと疑いたくなる。

SI によるヨーロッパ以外の株式取引シェアが10%にも満たないのであれば、ESMA のデータはヨーロッパの株式市場の流動性を表す指標としては不正確ではあっても修正を迫るほどの問題ではないというのが私の見解である。

5 European Securities and Markets Authority, "Systematic internaliser calculations-Results File," 30 July 2021 (<https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations>).

The results are published only for instruments that were admitted to trading/started trading before 1 April 2021, for which trading venues submitted data for at least 95% of all trading days over the 6-month observation period.

図表12 SIによる対象国別株式取引 (ESMA)

| 国名       | 取引シェア   | 取引回数シェア | 銘柄数   |
|----------|---------|---------|-------|
| ドイツ      | 20.05%  | 18.55%  | 946   |
| フランス     | 18.33%  | 18.75%  | 914   |
| オランダ     | 9.89%   | 9.53%   | 191   |
| イギリス     | 6.93%   | 2.12%   | 1,362 |
| アメリカ     | 6.77%   | 3.33%   | 5,034 |
| スウェーデン   | 6.25%   | 13.77%  | 1,183 |
| イタリア     | 4.61%   | 5.88%   | 423   |
| スペイン     | 4.59%   | 5.49%   | 277   |
| ルクセンブルグ  | 4.37%   | 1.98%   | 989   |
| デンマーク    | 3.18%   | 4.37%   | 641   |
| ベルギー     | 1.35%   | 2.01%   | 235   |
| 日本       | 0.54%   | 0.04%   | 654   |
| スイス      | 0.32%   | 0.12%   | 290   |
| カナダ      | 0.25%   | 0.87%   | 1,900 |
| 香港 (BMG) | 0.11%   | 0.31%   | 368   |
| 中国       | 0.08%   | 0.14%   | 182   |
| オーストラリア  | 0.06%   | 0.09%   | 892   |
| 香港 (KYG) | 0.06%   | 0.09%   | 552   |
| 香港 (HK)  | 0.02%   | 0.02%   | 156   |
| ロシア      | 0.013%  | 0.06%   | 355   |
| ニュージーランド | 0.0025% | 0.0005% | 56    |
| タイ       | 0.0012% | 0.0016% | 203   |
| インドネシア   | 0.0008% | 0.0033% | 162   |

(注) ESMA (2021) より作成

## 6. 結び

ヨーロッパの株式流通市場はアメリカや日本とは大きく異なる。とりわけ2018年のMiFID II 施行以後、SIによる取引所外取引が大きく増えており、FESEのデータ(図表12)によれば、2020年におけるSTOXX600構成銘柄のSIによる取引の25%はテクニカルな取引であり、38%は時間外取引となっている。AFMEやOXERAが指摘しているように、こうした特徴を踏まえずにESMAの公表する取引データを鵜呑みにすると誤った認識が生まれかねないので注意が必要である。ただし、ESMAのデータにアメリカ株取引が多数含まれ、ヨーロッパ

の株式取引の流動性を誤解しかねないという事態に現状では達していない。

テクニカルな取引や時間外取引という点では取引所外取引が拡大しているアメリカでも同様な問題が生じているはずであるが、これまで大きな問題として報じられたことはほとんどなかった。そうした意味では意図はどうか、この問題を指摘したAFMEやOXERAの主張は傾聴に値するものであると考えられる。巨額な取引をおこなうアメリカの株式流通市場が他国の統計に影響を及ぼすという可能性はヨーロッパだけでなく、わが国やアジア諸国でも将来的には排除できないであろう。

これまで十分なデータが公表されてこなかった取引所外取引市場は拡大傾向にあり、ESMA

が公表したようなデータが公表され、取引所外取引市場の実態がより明らかになることが望まれるところである。

## 引用文献

Association for Financial Markets in Europe (2020), “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>).

European Securities and Markets Authority (2020), “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](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1355_mifid_asr.pdf)).

European Securities and Markets Authority (2021),

“Systematic internaliser calculations - Results File,” 30 July 2021 (<https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations>).

Federation of European Stock Exchange (2021), “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>).

OXERA (2021), “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>).

(当研究所客員研究員)