

アメリカの市場分裂は進んでいるのか？

―ダークプールとその規制について―

清水葉子

はじめに

ただいま御紹介いただきました福井県立大学の清水葉子と申します。どうぞよろしくお願いいたします。

きょうは、「アメリカの市場分裂は進んでいるのか？―ダークプールとその規制について―」というタイトルで、ダークプールに対する規制がアメリカでどのように考えられているかについてお話してまいりたいと思います。

ダークプールは、報道などでも話題になっておりますが、「ダークプools・オブ・リクイディティ」とも言われ、直訳すれば「暗い流動性のプール」という意味です。つまり、取引の流動性はあるけれども、そこに流動性があるということが開示されないもので、一般の市場参加者に気配などが知られることのない取引の場ということを意味します。

どういうところにこういうダークプールがあるのかと言いますと、御承知のとおりアメリカでは、ニューヨーク証券取引所やNASDAQなどは、

の主要な市場以外に、取引所外の取引システム（日本の私設取引システムPTSにあたるもの）

がたくさん設立されており、ATSとかECNなどと呼ばれています。こうした取引所外取引システムのの中に、気配開示を義務づけられていないシステムがあるのです。こうした非開示の取引システムでは、どんな気配でどのような取引が行われているのが事前には明らかになりませんので、これがダークプールと呼ばれています。後でもお話ししますように、取引が終わった後の事後の報告はなされていますので、後になって取引があったということとはわかるのですが、どんな気配が出ているかを事前に知ることはできません。

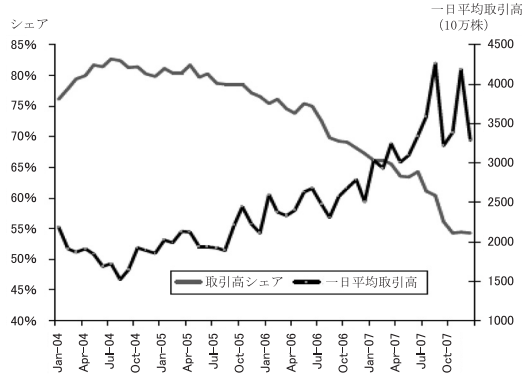
ダークプールには、実はもう一つの種類があります。今申し上げた、取引所外取引システムの中にダークなものがあるということのほかに、もう一つ、ブローカー・デイラーの店内つけ合わせ

などもダークプールと呼ばれるようになってきています。これは、ちょっと考えてみますと、昔からダークでありまして、顧客どうしの注文を店内でつけ合わせたり、自己勘定でつけ合わせたりする取引では、事前に取引内容を開示するわけではありませんから、以前からダークな流動性として存在しています。こういった流動性が、最近アルゴリズム取引や注文回送システム、執行マネジメントのシステムといった形で自動化され、ハイテク化された形でどんどん探索できるようになってきており、これもある種のダークプールとして近年になってクローズアップされてきています。

ダークプールの規制の難しさは、むしろ後者にあるのですが、ここで長々お話ししてしまうとかえっておわかりになりにくいので、ダークプールには2種類あるということにして、先に進めさせていたきたいと思います。

図表 1 NYSE上場銘柄のNYSE取引シェア低下

NYSE Share Volume in NYSE-Listed Securities
54.33% Market Share in December 07 (approx half from ARCA)



(出所) Stavros Siokos (2009) “A General Overview of the Financial Markets” 2009, Citi Group

一、主要市場の流動性低下

まず、主要証券取引所がアメリカでどうなっているかということを見ていただきたいと思います。図表1で、右に下がっていく折れ線グラフが、ニューヨーク証券取引所上場銘柄に占めるニューヨーク証券取引所の取引高シェアです。日本で言いますと、東証上場銘柄を東証でどれだけ取引できているかというものに当たります。ごらんだきますと、二〇〇五年ぐらいまでは八割前後を維持していますが、その後、取引高シェアは大きく下がり、二〇〇七年の時点で五四・三三%とされています。さらに、現在では過半数を割っていることも報道されています。つまり、主要取引所であっても、上場銘柄の取引の半分以上が取引所外に流出しているという状態にあること

がわかります。

ちなみに、このグラフでは、今見ていただいた右下がりの折れ線のほかに右上がりの折れ線が書かれています。これは一日平均売買高です。一日平均売買高は、金融危機で市場全体のボラティリティが高まったことなどを背景に二〇〇七年ごろから大きく増加しています。ニューヨーク証券取引所の取引高シェアが過半数を割るほど下がっていても、一日平均売買高はむしろ増加していますので、証券取引所の収入面のダメージは大きくないかもしれません。

なお、図表1では、ニューヨーク証券取引所の取引高のおよそ半分がARCAから来ていることが書かれています。ARCAは、二〇〇五年にニューヨーク証券取引所が買収を発表（実際の買収は二〇〇六年）した取引所外取引システムで、日本の私設取引システムPTSに当たります。つ

まり、取引がPTSに奪われていることに危機感を持った取引所が、ライバルであるPTSを買収してみずからの傘下に置いたことを意味しており、現在では、売買高のおよそ半分が買収したARCAから来ていることになります。

次の図表2のグラフを見ていただきますと、これはNASDAQが、ARCAを除いたニューヨーク証券取引所単体の取引高シェアを発表しているもので、NASDAQがライバルであるニューヨーク証券取引所のシェア低下をアピールするために出しているものと解釈できます。こちらでは、ARCAを除いたニューヨーク証券取引所単体の取引高シェアは、二〇〇八年末でわずかに二七・三％と非常に低いことが分かります。図表3も、同じ資料の新しいものですが、二〇〇九年五月時点で二四・一％のシェアが示されています。つまり、ニューヨーク証券取引所がARCA

図表 2 NYSE上場銘柄のNYSE取引高シェア(ARCA除く)

Liquidity Leaving the Floor

NYSE traded only 27.3% matched market share of NYSE-listed securities in December 2008. Where are those shares being traded if not on NYSE? The answer is obvious. With faster trading and growing liquidity, it's no wonder that NASDAQ continues to be the market of choice for trading NYSE-listed securities.

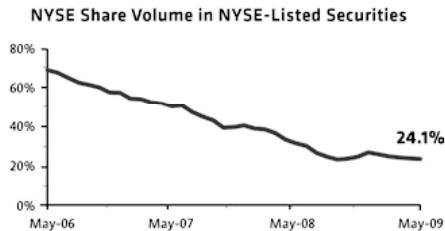


(出所) (ARCAを除く、matched shareのみ) NASDAQ 資料

図表 3 NYSE上場銘柄のNYSE取引高シェア(ARCA除く)

Liquidity Leaving the Floor

NYSE declined to 24.1% matched market share of NYSE-listed securities in May 2009. Where are those shares being traded if not on NYSE? The answer is obvious. With faster trading and growing liquidity, it's no wonder that NASDAQ continues to be the market of choice for trading NYSE-listed securities.



(出所) (ARCAを除く、matched shareのみ) NASDAQ 資料

を買収しなければ、単体での取引高シェアはわずか二四％にまで下がっていたかもしれないということが読みとれます。すなわち、ニューヨーク証券取引所は、自市場上場銘柄の市場としてはもうメインの市場とはいいいがたく、主要取引所の取引高シェアは大きく低下しており、取引は取引所外に流出していると考えられます。

これはニューヨーク証券取引所だけに限った現象ではありません。グラフは出しておりませんが、NASDAQも、自市場上場銘柄の取引高シェアは四〇・八％で、取引のおよそ６割は取引所外に流出しています。主要証券取引所の地位がずいぶん下がっていることがおわかりいただけるかと思えます。

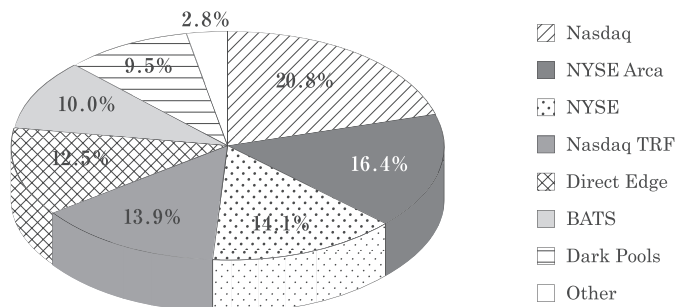
主要市場の流動性が低下している状態について、SECは二〇〇八年のスタッフのスピーチで、自市場上場銘柄の過半を取引する市場はも

やアメリカにはないことを指摘した上で、これは、二〇〇五年に導入したレギュレーションNMSというルールによってSECが意図した状態であるとして、肯定的なコメントをしています。レギュレーションNMSは、御承知のとおり、証券取引所と取引所外取引システムとの競争促進のための競争条件を定めたルールで、市場間競争によってイノベーションの促進をはかることを目的としています。したがって、レギュレーションNMSの導入によって主要市場のいわば「小粒化」が進んだことは、市場間競争の結果としてSECの意図どおりだと述べているわけです。

SECはこのほかにも、二〇〇九年のリリースで、NMS証券の取引シェアが一九％を超える取引所はないこと、NMS証券を取引するダークプールが二〇〇二年には一〇システムあったのが、二〇〇九年には二九システムにふえているこ

図表4 主要市場から流出した取引はどこへ？

APRIL CONSOLIDATED VOLUME BREAKDOWN
Many industry analyses fail to distinguish the various components of the fast-growing Nasdaq TRF, thus obscuring the true breakdown of consolidated volume and overstating dark pool growth



(注) 2009年4月の取引高シェア。ナスダック会員による店頭取引として報告される Nasdaq TRF のうち、伝統的なタイプの内部付け合せによるものと、電子化された狭義のダークプールにあたるものとを独自推計している。

(出所) Rosenblatt Securities (2009) “Market Structure Analysis & Trading Strategy” 29 May 2009

などを指摘しています。一方で、ダークプールはNMS証券の全取引高の合計で七・二%を占めるまで成長しているが、ダークプール一つをとると、最大のものでも一・三%にすぎないことも述べています。これについては、後で触れたいと思います。

二、主要市場から流出した取引はどこへ

ここまで見てきて、ニューヨーク証券取引所あるいはNASDAQの取引高シェアが下がった分の取引は、どこに流出しているかが気になります。

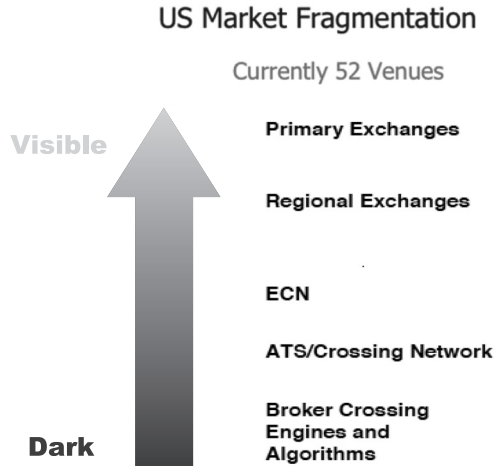
図表4はNMS証券の取引がどこで行われているかを示したものです。これはローゼンブラット・セキユリティーズという証券会社が独自推計

で出したグラフで、公式なものではありません。見ていただきますと、最も取引シェアが大きいのがNASDAQで二〇・八％。その次がニューヨーク証券取引所とニューヨーク証券取引所のARCA部分で、それぞれ一六・四％、一四・一％となっています。地方証券取引所もあるのですが、取引高シェアは小さいので、その他Otherに入っております。続いてNASDAQ TRF、これはNASDAQのトレード・リポーターング・ファシリティのことで、NASDAQ会員証券会社がNMS証券を店頭取引したときに、ここに報告することになっています。したがって証券会社の店頭取引の合計です。その次にダイレクト・エッジ、BATSという2つが並びます。いずれも取引所外取引システムで日本のPTSにあたるものです。そのうちBATSは二〇〇八年に証券取引所登録をいたしました。取引高シェア

も、一〇％を占め、急成長を遂げた新興証券取引所です。ダイレクト・エッジも同様に大きく成長してきた取引所外取引システムで、ECNというカテゴリーです。ECNは取引所外取引システムの中でも開示規制が厳しく、ダークプールではありません。ダイレクト・エッジも証券取引所登録をしようとしているという報道があったようですがまだしてはいないと思います。そして、最後に出てくるのが、ダークプールというカテゴリーです。この推計では、九・五％のシェアだとされていますが、この中にたくさんダークプールがひしめき合っているわけです。

この推計を行ったローゼンブラット・セキュリティーズは、下の注で、NASDAQ TRFで店頭取引として報告されたものの中に一部ダークプールとみなすべきものが含まれているので、それを独自推計によって分けてダークプールのほう

図表5 アメリカの市場分裂



(出所) 図表1に同じ

に分類したと述べています（このため、先に述べたSECの推計より大きく出ています）。ただし、どう分類したかまでは明らかではありませんので、だいたいのシェアとして見ていただければと思います。

三、アメリカの市場分裂

ここまで見てきましたように、アメリカでは主要証券取引所の取引シェアが下がり、「取引の場」が大きく分裂しています。分裂した「取引の場」を、気配開示の透明性という観点から図式化したものが図表5です。矢印のグラデーションが透明性を示しています。グラデーションの明るいところは透明性が高く、グラデーションの下の暗いところがダークな市場です。図で最も明るいところにあるのがプライマリー・エクスチェンジ、主要証

券取引所です。気配もリアルタイムで開示されていますし、取引が行われたらすぐに総合テープシステムで開示されますので、最も明るい市場です。次いで地方証券取引所です。取引高は大きくありませんが、取引所として同じ透明性を維持しています。その次に明るいのはECNです。これは取引所外取引システムの一つで、オーダーハンドリングルールという別のルールによってNASDAQに接続され気配開示が義務づけられています。このため、取引所外の取引システムの中では最も明るいものにあたります。その次に通常の取引所外取引システムであるATSが並んでいます。ECN以外のATSは、取引高が大きいものほど厳しい開示規制が定められているため、小さなシステムには開示規制がなく、ダークです。それから、クロス取引をするクロッシング・ネットワークがきて、その下に最も暗いカテゴリーとし

てブローカー・クロッシング・エンジンやアルゴリズムを利用したつけあわせが最も暗いカテゴリーとされています。このように、アメリカの証券市場は暗いところから明るいところまでのグラデーションになっていることが分かります。ダークプールに対して規制を行うにしても、このグラデーションのどこで線を引くかが問題になると考えられます。

図表6は、SECが発表した公式の数字で、同じく主要市場から流出した取引がどこで取引されているかを見ることが出来ます。表の左側が気配開示の行われる「明るい」市場、右側が気配の開示されない「暗い」市場と分けられています。左側の明るい市場は合計シェアが七四・六%、残りの約二五%が暗い市場で取引されているとSECが見ていることがわかります。

左側の明るい市場を見ていただきますと、先ほ

図表6 主要市場から流出した取引はどこへ？

①気配開示される市場	合計74.6%	②気配開示されない市場	合計25.4%
登録証券取引所	合計63.8%	ダークプール	
NASDAQ	19.4%	およそ32市場	7.9%
NYSE	14.7%		
NYSE Arca	13.2%	内部付け合せ	
BATS	9.5%	ブローカー・ディーラー200超	17.5%
NASDAQ OMX BX	3.3%		
その他	3.7%		
ECNs	合計10.8%		
Direct Edge	9.8%		
Others	1.0%		

(出所) Securities and Exchange Commission(2009) “Regulation of Non-Public Trading Interest: Proposed Release”, Release No.34-60997; File No. S7-27-09, Nov 13, 2009 FR.より作成

どの推計と少し数字は違いますがかなり近いものが出ています。まず、証券取引所として、NASDAQ、ニューヨーク証券取引所(NYSE)、ニューヨーク証券取引所のARCA部分、BATS、その次にNASDAQ OMX BXが挙げられています。続いて、取引所外取引システムの中では最も透明性の高いECNが、合計一〇・八%と出ており、以上の明るい市場が合計で七四%となります。これに対して、右側の気配開示されない暗い市場は二つに分けられています。SECの分類では、ATS、つまり取引所外取引システムが運営しているダークプールをダークプールと分類し、それ以外のダークプールはまとめてブローカー・ディーラーの内部付け合わせに合算しています。シェアは、ATSが運営するダークプールが七・九%、ブローカー・ディーラーの内

これから問題になりそうなのは、後でも申し上

げますが、右側の暗い市場のうちで、ダークプールと内部つけ合わせの線引きがかなり流動的になる可能性があることです。ブローカー・ディーラーの内部つけ合わせは、大口取引などを相対交渉でつけ合わせたり、自己勘定で取引したりするビジネスで、従来から気配開示がなされることはなく、その意味ではダークな流動性でした。近年は、これが非常にハイテク化されてきて、先ほども申しましたように、瞬時に流動性を探索して自動つけ合わせをやるような方向に進んできています。そうなりますと、取引所外の電子取引システムのダークプールと、従来電話でやっていた内部つけ合わせの機械化が進んだものとの境界線が曖昧になる可能性があると思われます。もっとも、今のところSECは、ATSが運営するダークプールと、内部つけ合わせとを分けていると見

てよいかと思います。

以上の数字を改めて確認しますと、主要市場から流出した取引のうち、かなりの部分は他の取引所やECNなど透明性の高い市場に流れています。その意味では、主要取引所から取引が流出しても、他の透明性の高い市場で取引が行われているなら、流出は問題にはならないという考え方も可能かもしれません。一方で、後に触れますように、大口取引などは、マーケットインパクトを避けるために一括つけ合わせをするクロッシングシステムなどへかなり流れていますし、ブローカー・ディーラーの店内つけ合わせにも流れています。主要市場からの取引流出がダークな市場に多く流れ出しているなら、取引流出は問題だと見るべきだということになるでしょう。

四、なぜダークなのか

改めて、ダークプールでの取引がどのように行われるかを見ていきたいと思います。ダークプールは、述べましたように、執行前の透明性はないのですが、取引執行後には、取引報告をTRF、トレード・リポーティング・ファシリティに対して行っていますので、取引が行われた後に取引の内容は開示されています。しかし、ブローカー・ディーラーの店内つけ合わせの形をとっておりまして、店内取引として一括報告されますので、これを分けて統計をとったようなものはないのです。先ほど見ていただいた図表4は、この一括報告されている店内つけ合せ分を独自推計によって、ダークプールと見なせる部分と、通常の店内つけ合せと見てよい部分に分けたとしているもの

でした。推計の正否は別として、このような問題があるため、ダークプールは市場として特定しにくく、どのぐらいのシェアがあるのかも分かりにくいという性質を持っているようです。報道等で「ダーク」「グレー」などと分かりにくい表現がされるのもそのせいではないかと思われます。

ブローカー・ディーラーの店内つけ合わせの他にも、取引所が提供しているダークなプールというものもあります。取引所も取引所外取引との競争上、取引所の中にダークプールを用意して、大口取引などに利便を提供しています。したがって、ダークプールを明確に定義することは難しく、規制をするときに難しい問題が発生します。すなわち、カテゴリーが重複していますので、一括して全部ダークプールとして規制の対象にしてしまうと過剰規制になる可能性がありますし、だからといって定義しやすいところだけを規制して

しまうと、ではこれは規制しなくていいのか、あれはどうなのかという問題が出てきてしまうのです。

なぜ執行前の透明性のない市場というのがあるのでしょうか。第一に、取引所外取引システムATSに対しては、取引高が5%未満の小さなATSについては気配開示義務が免除されています。

このことから、小さなATSは合法的にダークに運営できるということになります（正確には、過去六カ月のうち四カ月以上にわたって銘柄ごとの取引高シェアが5%未満）。

ATSによってはこれを逆手にとつて取引高シェアが5%を超えそうになると取引をとめるな どして気配開示義務を逃れるところもあるよう です。気配開示義務がなければシステム負担の面でも恐らく楽になるのだらうと思います。アメリカはイノベーション促進を競争政策の基本にしてい

ますので、小さなATSは伸ばすために負担を軽くし、大きくなつてくると社会的責任があるのだから規制を課するという方針のようです。これを逆手にとつて戦略的に小規模にとどまるATSがあつても不思議ではありません。いずれにしても、小規模ATSには気配開示義務がなく、合法的にダークたりうることになります。

第二に、取引所外取引システムATSでの注文の出し方が、気配の定義にかからないようにしているようです。これも具体的にどのように行われるかはなかなか外からはわかりにくいのですが、話題になっていきますフラッシュオーダーのように、一秒未満で取り消してしまうような注文は気配の定義に入れないということが定められていますので、一秒未満で取り消してしまえば注文の意志があつても気配ではないとして開示義務から逃れることができます。また、気配というのは確定

気配を指すことになっていきますので、価格の表示がされていても、最後は相対交渉で決めることになっていくタイプの注文は、やはり気配でないとして逃れることができます。このように、気配の定義からちよつと落ちるような形の注文を出しておけば、これは気配ではないとして開示義務がからない。これを利用してるとされています。

このように、気配の定義には入らないのだけでも、取引の意志表示がされているものをインディケーションズ・オブ・インタレスト、略してIOIと呼んでいます。インタレストとは取引の意志があるということで、それをインディケーションⅡ表示している、つまり、取引意志の表示ではあるが、気配ではないという、ルールのすき間を縫ったような注文をATSに出すことで、気配ではないとして開示義務を逃れることができます、ダークに運営することができるようわけです。

第三に、純粋なクロスの場合。メイン市場の価格を利用してつけ合わせをするようなクロッシングシステムの場合は、そもそも気配というものがあるわけはありません。また、入力された注文から価格が決まるようなクロス取引であっても、事前に気配に当たるものがあるわけではありません。したがって、クロッシングシステムは一般にダークだということになります。

第四に、すでに言及したブローカー・ディーラーの店内つけ合わせというダークプールです。これは以前から存在していてダークプールなどと呼ばれていなかったダークプールです。すなわち、ブローカー・ディーラーのトレーディングデスクなどで取引相手を探そうとして持っている顧客注文などは、取引の意志はあるのですが、開示されるわけではありません。さらに、ニューヨーク証券取引所のフロアブローカーがフロアで持つ

ていてまだ顯示させていない注文、「ポケットに入れてある」という言い方をするようですが、これも昔からあるダークな流動性だということになります。しかし、これも現在の文脈を広くとれば、ダークプールということになるでしょう。

先に挙げたものほど最近の現象で、規制をかけたほうがいいのではないかと思われるカテゴリーですし、後で挙げたものは、以前から存在しているダークな流動性で、すべて一緒にして規制をかけるわけにはいかないものです。もしダークプールを規制するとしますと、これらのどこかで線引きをして規制をかけることになり、なかなか難しい問題になると思われます。

五、ダークプール拡大の背景

こうしたダークプールが近年拡大してきたと言

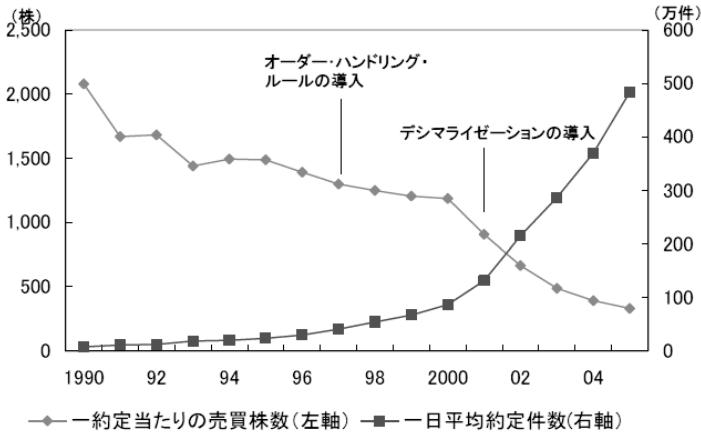
われているのは、どんな理由があるのかというのを考えてみたいと思います。

(1) デイシマライゼーション→取引の小口化

理由の一つ目は、御承知のとおり、デイシマライゼーションです。これは、アメリカの証券取引の呼び値の刻み目が、今まで一六分の一ドル（六、二十五セント）だったものを一セント単位に変えたもので、二〇〇一年から施行されたルールです。呼び値の刻み目を一セント単位にした結果、今まで一六分の一単位という大きな値幅だったものが細かくなって板が分散してしまい、執行しにくくなったと言われています。その結果、主要市場の取引が小口化して、大口取引のマッチングが困難になってきたと言われています。

図表7を見ていただきますと、九七年のオーダーハンドリングルール、二〇〇一年のデイシマ

図表7 ニューヨーク証券取引所における売買規模の推移



(出所) 井上武 (2007) 「名国株式市場間競争のもう一つの側面」『資本市場クォーター』2007年Winter
 (原資料) ニューヨーク証券取引所

ライゼーションの導入を境に、取引一件当たりの
 売買株数が減少し、約定件数が大きく増加したこ
 とが分かります。つまり、小口の取引が多頻度で
 行われるようになったことが分かります。こうな
 ると、大口取引はニューヨークではやりにくいか
 ら外の取引システムでやろうということで、大口
 なども含めて取引所からの取引流出が始まったと
 言われています。

(2) テクノロジーの発達

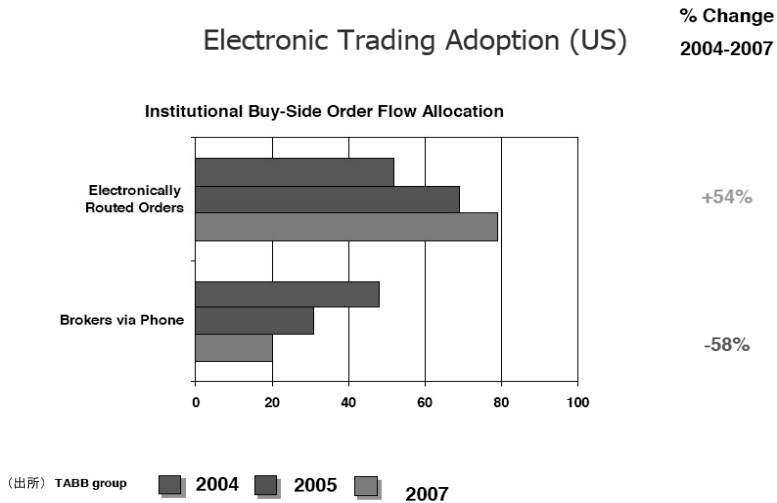
ダークプールが拡大している背景の二つ目は、
 テクノロジーの発達です。私もシステムのことに
 詳しくありませんので、実務的に現場でどんなこ
 とが行われているのか、ぜひ詳しく勉強したいと
 思っているのですが、報道などではアルゴリズム
 取引、スマート・オーダー・ルーティングなどの
 システムが発達してきて、これまでのように取引

所などの特定の場所に流動性を集めなくても、投資家側から複数市場をどんどん探索して流動性を見つけることができるようになっていっていると言われています。証券取引所というのは、歴史的に見ますと、流動性を一カ所に集めることで取引相手を見つけやすくする、つまり取引相手を探索するためのコストを減らす機能をもっていたと考えられますが、これだけテクノロジーが発達してしまいますと、流動性を一カ所に集める必要は必ずしもなく、複数の場所に流動性が分散していても、高速で流動性が探索できてマッチングできるとか、あるいは小口に分散された流動性に対して、注文を細かく分割することで大口取引を処理してしまうといったことができるようになります。そうなると、流動性の集まったメイン市場に取引を出す必要は必ずしもないという方向があり得るということになります。

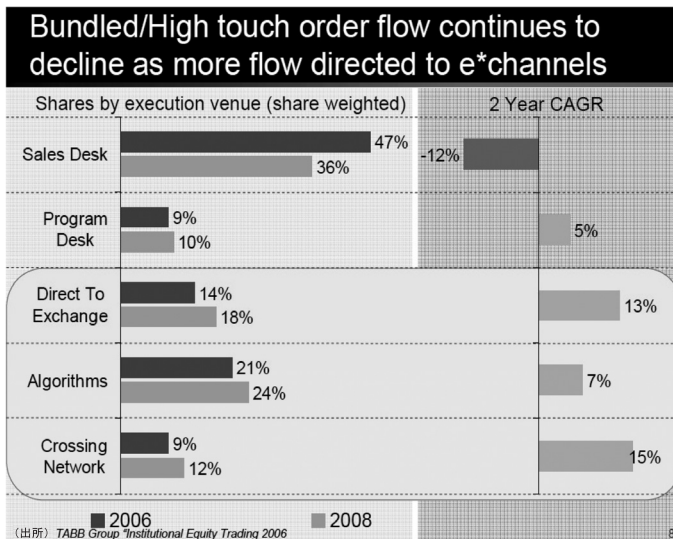
図表8は、よくごらんになるようなグラフかと思うのですが、アメリカのTABBグループという調査会社が、バイサイドの機関投資家に対して、発注を電話でブローカーにしているか、それとも電子的に注文を回送しているかということについて調査をしたものです。二〇〇四年から二〇〇七年までの変化を見ますと、電話での発注は大きく減ってしまつて、電子化された形で注文回送をする発注タイプが一気にふえているということがわかります。

図表9も同じTABBグループの調査です。人手を使うセールスデスクなどを利用した注文形態をハイタッチの発注と言い、これに対して、自動化を進めて人手を介さないタイプの発注をロータッチというようですが、この調査では、ハイタッチのタイプの発注から、自動化されたロータッチの注文にどんどん取引が移ってきていると

図表8 テクノロジーの進展(1)



図表9 テクノロジーの進展(2)



ということがわかります。なかでも、事実上、機関投資家から証券取引所に直接発注が行われるダイレクト・トゥー・エクスチェンジというタイプや、プログラムを使って発注を小さく分割したり、タイミングをはかって発注したりするアルゴリズム取引、先ほどから出てきていますクロッシング・ネットワークを使ったようなものが発注先としてどんどんふえてきているということが見ていただけるかと思います。

(3) レギュレーションNMSの注文保護ルール

ダークプールが拡大した要因の第三は、二〇〇五年に導入されたレギュレーションNMSという新しい規則です。レギュレーションNMSについてはすでに紹介がされていますので、時間の関係もあって詳細は省きますが、レギュレーションNMSは、証券取引所と取引所外取引システム

の間で公正な競争条件を作り競争を促進しようとする規制です。主に四つの改正点があるのですが、その中でも大きな影響を持ったのが注文保護ルールです。注文保護ルールとは、市場間で最良気配を保護しようというルールです。注文保護とはどういうことかと申しますと、一つの市場内では最良気配が保護されるのは当然でありまして、オークション取引においてよい価格が出ている時に、そのよい価格のついた注文を執行せずに劣った価格でつけ合わせをしてしまうことはありません。つまり、一つの市場内では必ず価格優先が守られる。よい価格をつけている注文は保護されるという状態になっています。

これと同じことを複数市場間で実現しようというのがこの注文保護ルールです。すなわち、異なる市場の間では、他市場でよい価格が出ていることを知らずに、悪いほうの価格で執行されてしま

うということが起き得ます。これに対して、アメリカでは、ほかの市場の価格も参照し、ほかでよりよい値段が出ていたら、そちらへ注文を回送して良い方の価格でつけ合わせをするよう義務づけられているのです。トレードスルーの禁止という呼ばれ方をすることもあります。このルールがレギュレーションNMSで厳格化されました。市場間で注文保護が厳格に守られますと、小さな市場でもよい価格を出している市場に注文が集まることになりそうですので、このルール自体はよいルールであると言えます。

ただし、このルールには例外が設けられ、人手を介した執行の遅い市場に出ている注文は保護対象から除外することになりました。これは、一方で電子化の進んだ早い市場で迅速な執行が行われているのに、もう一方では、人手を使って遅いつけ合わせをしているといったケースで、遅い方の

市場の価格を参照するために早い市場が引きずられることを避けたためとされています。人手を使う遅い市場でたとえよい価格がついていても、無視して早い方の市場で執行してしまっても仕方がないということを意味します。このルールが導入されますと、スペシャリストを介した遅い執行がまだ残っていたニューヨーク証券取引所に不利となりました。ニューヨーク証券取引所では、時間がかかってもスペシャリストが価格改善の機会を提供していることを強みにしていましたから、これが否定された形になり、そのかわりに執行の早い取引所外取引システムが有利になります。これが取引所外のダークプールの拡大を後押ししていると考えられます。

六、ダークプールの分類

続いて、ダークプールとして具体的にどのようなシステムがあるのかを見ていきたいと思います。

ダークプールには総括的な分類がないのですが、二〇〇八年に出された論文で次のような五分類がなされており、比較的引用されているようですので御紹介します。ただし、この分類は、今後のテクノロジ次第で変化すると思われますし、分類が重複する部分もあって厳密なものではありません。御関心のある方はもとの論文を御参照いただければと思います。

(1) クロッシング・ネットワーク

一番目は、何度か言及しましたクロッシング・

ネットワークです。これは典型的には、よその市場でついた、例えばメイン市場の終値などを引用してきて、その値段で一定時間までに入ってきた注文を一括執行するというタイプのシステムで、マーケットインパクトがないので大口取引の執行に非常によく使われるとされます。顧客からの流動性だけを集めてクロスをしますので、流動性が低ければ機能しません。このため、もともと取引量の大きいシステムがさらに取引を集める傾向があり、昔からある大きなシステムに有利だとされています。

具体的なシステム名としては、古くからあるボージットやインステイネット等の名前が出ていますほか、リキッドネットというところも取引高の大きいクロッシングシステムとして最近名前を見るようになりました。

(2) インターナライゼーションプール

二番目が、ブローカー・ディーラーの店内つけ合わせをシステム化したもので、インターナライゼーションプールと呼ばれ、ここ二、三年で大きく拡大しているとされています。ブローカー・ディーラーにとつては、取引所に注文を出さないので、顧客注文と自己売買をつけ合わせるなどしますので、コスト削減ができることがメリットです。例えばゴールドマンサックスのシグマエックスとか、クレディスイスのクロスファイナダーなどがよく報道されているようです。

(3) ピン・デスティネーション

三番目のピン・デスティネーションと呼ばれるもの、これは少し変わっていて、私も最近教えていただくまでどんなタイプのシステムかよくわからなかったのですが、イミディエイト・オア・

キャンセル（IOC）という、注文を出して執行できなかった分は即座にキャンセルするという条件のついた注文だけを受け付けるシステムです。

「ピン・ping」というのは、辞書を引きますと、ピストルなどでねらいをつけてピュッと撃つという意味があるそうで、ピュッと撃って執行できなければすぐにキャンセルしてしまうというもののようです。場の中に注文を長い間さらしていますと、投資家の取引戦略や取引状況がほかの参加者に見えやすくなりますが、ヘッジファンドなどの戦略的な取引をしている投資家は、さっと執行して、終わったらさっと消えるという取引をするこゝとで自分の取引戦略を見せないようにするため、こうしたシステムを好んで利用すると言われます。素早く執行して執行しきれなかった部分がさっとキャンセルされますので、どんな手口だったのかがわかりにくくなるというものだそうで

す。これも、シタデルとかゲトコなど最近耳にするようになりました。

(4) 証券取引所が運営しているダークプール

四番目が、証券取引所が運営しているダークプールです。証券取引所は本来ダークではないはずなのですが、それでも証券取引所の中では、大口取引を相対交渉するアップステアーズと呼ばれるような取引が以前から行われてきました。さきにつけ合わせをしておいて、事後的に取引所に出してくるタイプのものですが、ちょうどそれを自動化したものだと考えられます。取引所外取引システムがダークプールを提供し始めたので、証券取引所も対抗して、参加者が使いやすいダークプールを宣伝しているようです。

(5) コンソーシアム

最後がコンソーシアムというもので、複数のブローカー・ディーラーが共同で設立するダークプールです。ちょうど店内化プールをほかのブローカー・ディーラーと結び合って共同で設立して大きくしたものです。大手ブローカー・ディーラーの有力なところがたくさん集まると、それだけ流動性が高まって、マッチング率の高いダークプールになりますので、大きなところが集まり合いますが、参加が重複したり、自社でもダークプールを運営しながらほかの社と一緒にコンソーシアムもやったりしますので、参加関係は錯綜しているようです。

七、ダークプールの何が問題か

ダークプールの何が問題かということを改めて

整理してみますと、一つ目に、まずは気配が開示されていないこと、二つ目に、事後情報の開示はされているのですが、やり方にまだ問題が残っていることが挙げられます。

第一の気配開示の問題と言いますのは、もしダークプールの気配が十分開示されて、ほかの公開気配と接続していれば、最良気配が動く可能性があるのでそれがなされていないということですが、全米最良気配がある価格だとされていて、もしかすると開示されていないダークプールでそれよりよい価格がついているかもしれないということになりますと、最良気配の信頼性が低下しますし、ダークプールにアクセスできない一般投資家にとってはよりよい価格での執行機会を逃す可能性があるということになります。

さらに、インディケーションズ・オブ・インタレストという形で、気配ではないとしながら、実

質的にはかなり気配に近いようなものがダークプールで出されているとなりますと、開示されている気配の信頼性がさらに損なわれます。気配が分裂することで市場が分裂してしまう、これが気配開示がされないことの問題です。

第二の事後情報の開示については、先ほど申しましたように、事後的な報告はされているのですが、現行のシステムでは、ダークプールの取引は一般の店頭取引として一括されてしまうので、どのダークプールで取引が執行されたかということ特定することができません。ダークプールの取引規模を公表データから知ることができないのはこのためです。

このように考えますと、ダークプールにはやはり一定の規制が必要だと言わざるをえません。しかし、次に見ていただくように、ダークプールを規制しようしますと、かなりの困難も予想され

るのです。

八、ダークプール規制の困難

(1) 論点1 分裂か統合か

ダークプールに対しては、気配の分裂が市場分裂を招くという意味では一定の規制が必要かと思われませんが、規制をするにも難しい点があるようです。第一には、アメリカでよく議論されることです。証券市場は分裂して競争させるべきか、統合して一つにするべきかという問題をめぐる議論です。ダークプールの弊害が大きいとして市場を統合してしまえば、確かに単一市場が大きな流動性を持つて効率的な価格発見が可能になるでしょうけれど、独占的な市場になって取引コストが長期的には上昇し、イノベーションを阻害することにもなります。このため、長い目で見ると

市場機能が損なわれてしまうかもしれません。また、単一市場では投資家のニーズに応じた取引ができないということも言われます。例えば価格改善はできなくても迅速な執行を望んでいるとか、一本値で大口取引をやりたいとかいった投資家のニーズにこたえるためには、多様な市場が必要だという考えは納得できるものがあります。

反対に、複数市場の間で競争が行われるべきだと考えますと、たしかに競争が促進されイノベーションも進んでコストは下がると思われますが、一方で、流動性が複数の場所に分散して執行がしにくくなるとか、複数市場の価格を参照して一番よい市場を探すための探索コストが増大し、効率的な価格発見ができなくなるなど、やはり問題がついてきます。

現在のアメリカのように市場間競争を重視して、小さな市場でもどんどん育てて競争を促進し

ようという方針をとっていますと、どうしても小さなATSがどんどん生まれて、ダークな市場も生じてくると思われます。ダークなものを一切やめたいなら、極端に言えば市場を統合してしまえばいいのですが、そうすると逆にただいま申し上げたような問題が生じます。競争を促進している立場からすると、ダークなものだからといって全否定しにくいという問題があるわけです。

(2) 論点2 ダークな流動性の線引き問題

二つ目として、すでに申し上げたように、ダークな流動性の中には以前から存在しているものがある、これに全部網をかけて規制するのは難しいという問題があります。ブローカー・ディーラーのトレーディングデスクで扱っている注文や、取引所フロアブローカーが持っている注文などは、たしかにダークな流動性ではありますが、

ずっと以前から存在している市場機能の一部であって、これらすべてに規制の網をかけて開示義務を課すことは、以前から行われていませんでした。ダークな流動性の中にもこのように伝統的なものと、ダークなATSのように新しいタイプのものがあり、どこで線引きをするかという難しい問題もあるわけです。

九、ダークプールをどう整理するか

ダークプールの問題をどう整理すればいいのかという点について、SECは図表10に書いたような分類を示しています。先ほどと同じなのですが、要するにアメリカの証券市場には気配開示のある市場とない市場がある。つまり、明るい市場とダークな市場がある。明るい市場のほうをク

図表10 ダークプールの分類

気配開示のある市場 (Quoting Venue)	気配開示のない市場 (Dark Venue)
取引所、ECN	ダークなATS、BDの内部付け合せ、 取引所フロアブローカー

将来問題になると考えられるのはダークATS

(出所) Sirri, Keynote Address at the SIFMA 2008 Dark Pools Symposium, 2008.2

オーテイング・ベニューと呼んでいて、気配が開示される場所という意味です。気配開示が行われる場所として取引所とECNが挙げられています。一方、右側の気配開示のない市場の中には、ダークなATSのように最近問題になってきたものや、ブローカー・ディーラーの店内付け合わせ、取引所フロアブローカーなどのように以前から存在したダークな流動性が挙げられています。つまり、気配開示のない市場の中には、新しいダークプールと伝統的なダークプールの両方があるということになります。SECの結論としては、将来問題になると考えられるのは新しいダークプールであるから、まずはダークなATSから規制をするという方針を示しています。

この根拠として述べているのは次の図表11の数字です。ただいまの分類で、左側の気配開示のある市場を見えますと、最初にこの報告でも申し

図表11

気配開示のある市場 (QuotingVenue)	気配開示のない市場(DarkVenue)
NYSE上場銘柄に占めるNYSE取引 78%→41%に減少	DVの公式統計なし QV除いた残りの約2割がDVと推測。
NYSE上場銘柄に占めるNASDAQ、 ARCA、BATS、Direct Edgeは増加	ディシマライゼーション(2001)で内部 化利益減少。自己勘定取引→自動化さ れたATSへ流出の可能性。
上記を総合すると、NYSE上場銘柄に 占めるQV取引は、85%→83%	DVの中で、内部付け合わせ→ダーク ATSへの移動か
「気配開示のある市場(QV)」の中で 移動が起きただけで合計は不変	DV内部で、手動 システムへの変化が 起きているだけで、QV→DVへの変化 が起きている証拠はない。

(出所) 図表10に同じ

2004年12月 → 2007年12月 取引の場の変化

上げたように、確かに取引所の取引高は下がっています。ニューヨーク証券取引所の取引高シェアは七八%から四一%にまで下がっていますので、確かにダークな市場が拡大しているかのように見えます。しかし、その下を見ていただきますと、ニューヨーク証券取引所に代わって、NASDAQやARCA、新興のBATSやダイレクト・エッジの取引高が上昇してきている。これらを総合すると、ニューヨーク証券取引所のシェアは確かに下がっているのですが、気配開示のある市場全体の取引高シェアは八五%から八三%に、わずかしこ減少していません。つまり、ニューヨーク証券取引所からの取引流出先は、ほかの気配開示のある明るい市場なのであって、気配開示という点からは問題ないと思えることができます。つまり、気配開示のある市場の中で移動が起きているだけで、気配開示のある市場からダークな市場へ

の移動は起きていないとSECは述べています。

図表11で、右側のダークなほうがどうなっているを見ますと、これは公式統計がないのですけれども、ひとまず気配開示のある市場が八三％ですから、それを除いた約二割がダークな市場と考えられます。このダークな市場の中で、規制の必要なダークATSと、伝統的な、昔からあるダークな流動性との間で動きがあるのかということが問題になるのですが、これは公式統計がないので、SECとしても推測するしかありません。推測では、前述のように、デイスマライゼーションなどの変化によって、ブローカー・ディーラーの店内つけ合わせの利益がかなり減少していることが考えられるので、ブローカー・ディーラーは自己勘定などで手がけていた取引を、自動化されたダークなATSに流出させてコスト削減をしている可能性があるとされています。もうしそうした現象が

起きているとしますと、ダークな市場の中で、伝統的なダークな流動性から新しいダークなATSのほうへ流動性が移動しているということになり、その場合、一定の規制の必要があるのではないかというふうにSECは論を立てているわけです。

以上をまとめますと、アメリカの証券市場全体を明るいう市場と暗いう市場と分けた時、明るい市場の中の移動はかなり起きているけれども、明るい市場から暗いう市場への移動は大きくは起きていない。また、暗いう市場の中を見ると、暗いう市場の中で、伝統的なタイプの暗いう市場から新しいタイプの暗いう市場への移動が起きていて、新しいタイプの暗いう市場は規制の必要があるが伝統的なタイプの暗いう市場は、昔から電話やファクスで相対交渉によるつけ合わせをやってきたのだから、こちらはひとまずこのままでよい、そういう考え

のようです。

一〇、ダークプールの新規制

(1) アクシヨナブルローを気配に

こうした判断を受けて、SECはダークプールを規制する新しい規則提案を二〇〇九年一月に行いました。この規制の内容は三つありまして、一つは、先ほど申し上げた気配のようで気配でないインディケーションズ・オブ・インタレストを気配と認め、開示義務を課するというものです。実際には、インディケーションズ・オブ・インタレストの中でも、とりわけ気配に近い、アクシヨナブルIOIと呼ばれるものについて、ルールを改正して気配の定義を拡張し、開示対象としました。

(2) 小規模ATSにも最良気配開示義務を

もう一つは、取引高シェアが5%よりも小さいために気配開示義務がなかったATSについて、開示義務を課するというものです。具体的には取引高シェアが〇・二五%を超えたら気配開示をさせるといふものです。これによって、小さなATSにも気配開示をさせることになり、ATS全体の透明性が高まることが考えられます。

(3) 事後の透明性確保

最後に、取引が終わった後の、事後の報告についても、今までも報告はしていたのだけでも、どのダークプールかを識別することができなかったと述べましたが、ダークプールに対して識別マークにあたるものを付けて、どのダークプールで行われた取引かまで明らかにさせるといふルール改正を行うとしています。

一一、ダークプール批判への反論

このルール改正をどう評価するかというのを最後に申し上げたいのですが、これに対して大手金融機関のゴールドマン・サックスが、このルールが発表される少し前に意見を公表して、まして、ブローカー・ディーラー側の主張として興味深いので、御紹介したいと思います。

ゴールドマン・サックスは、ダークプールについて五つの間違った神話があるとして、それに反論するという形で考えを主張しています。第一に、ATSの登場によって市場が分裂してしまったとするのは間違いだと述べています。市場は確かに分裂しているけれども、投資家側のシステムが非常にパワフルになっているので、市場の数が増えても、短時間で複数市場を探索して一番いい価格

を出している市場で執行することができるようになっていく。このため、市場が分裂していても、テクノロジーさえ発達すれば市場分裂の問題は発生しないとしています。

第二に、ダークプールに対する規制は一定程度必要であるにしても、ダークプールを全く新しい現象として規制対象にしようとする見方を否定しています。この点は既に見ていた点とおりで、伝統的なタイプのダークプールが昔からあるわけですから、ダークプールそのものは突然出てきた新しい現象ではないとしています。

第三に、開示されない流動性があると、開示された気配の信頼性が下がって、開示気配の質と量が低下するという懸念に対しても反論しています。ゴールドマン・サックスの主張によると、上場銘柄の取引所外取引を報告するTRFのシェアはおよそ二〇%で、このところ大きくふえてい

いのに対し、一九九三年にさかのぼると、ニューヨーク証券取引所の中のフロアブローカーが扱っていた伝統的なタイプのダークな流動性も大体二〇%あったとしています。つまり、市場には常にダークな流動性が二割ぐらいはあるのであって、急にダークプールがふえているとして騒ぐ必要はなく、人手を介したダークな取引が以前にも存在していたが市場のクオリティが損なわれていたわけではないかと言っているわけですね。

第四に、既に見ていただいたとおりですが、現在のダークプールの取引シェアはおよそ一〇%ぐらいであって、そんなに大きなものではないとしています。つまり、一九九三年時点でフロアブローカーが二〇%ものダークな流動性を持っていたとすれば現在のダークプールのシェア一〇%は、問題にするにあたらないと言おうとしているのでしよう。

最後は、レギュレーションNMSのような市場間競争を促進する規制を入れたために、アメリカの証券市場は市場分裂が進み過ぎたのではないかという批判に反論しています。これは一つ目と同じなのですが、テクノロジーが発展してくるので、市場が分裂していてもハイスピードな価格発見が可能になって、実際には市場は分裂しないと述べています。

SECは今日御紹介したリリースに対するパブリックコメントをまとめる作業を行っているかと思われしますので、このゴールドマン・サックスの反論に対するまた再反論のようなものが起きて、議論が進んでいくのだらうと思うのですが、ブローカー側がどういう意見を言っているかというのを御紹介いたしました。

まとめ

(1) 規制の意義

最後にまとめのようなことを申し上げますと、まず、二〇〇九年一月にSECが提案した今回のダークプール規制では、気配に極めて近いのに気配扱いされていなかった注文に気配開示義務を課すことと、小規模のATSにも気配開示義務を課すことが盛り込まれました。また、事後的な取引報告についても拡充され、まずは市場全体の透明性が一定程度向上するということは期待できるかと思えます。

(2) 規制の負担

この規制を実行するための業者の側の負担についても、さほど大きくないとSECは述べていま

す。まず、今回は伝統的なダークプールは規制対象とはせずに、ATSが運営しているダークプールに規制対象を限定しましたので、大掛かりな規則変更をしなくて済んでいること。加えて、事後情報の開示に際しても、これまでもFINRAに報告するところまでは市場ごとの情報が開示されていたので、開示が広がっても簡単な拡張で対応できること。さらに小規模ATSに開示義務を課す点についても、ベンダーの接続の利便性やコストがここ一〇年ぐらいで大きく改善しているので、気配開示のための情報システムを装備することは大きな負担にならないと言っているようです。

具体的なコストについて私はよくわからないのですが、確かに一〇年前に比べればコスト負担はかなり下がっているのだらうとは思いますが。

(3) 今後の課題

それでも、今後には幾つか課題が残るかと思われます。まず一つ目として、伝統的なダークプールを今後どう取り扱うのかという点です。今回はATSが運営するダークプールだけが規制対象になり、伝統的なタイプのダークプールは対象外となりました。しかしながら、伝統的ダークプールの中にも、ハイテク化が進んだ店内つけ合わせなどがふえており、このまま、昔ながらのブローカー・ディーラーの活動が機械化されただけだとしてよいのか、それとも何らかの対応が必要となるのか、これは今後の課題として残るのではないかと思います。

二番目に、同じことですが、伝統的な昔からあるダークな流動性は、従来は人がやっていたので顕在化していなかったわけですが、これが機械化されたことで存在が可視化されてきたからといっ

て、規制せねばならないのかどうかについても改めて考える必要があるかと思えます。この二つは結局同じことなのですが。

三番目として、アメリカは、市場同士を競争させることを強く支持する姿勢があります。確かに市場間競争のメリットは大きいのですが、現在のように分裂がどんどん進むと、競争を維持しながら公正性を保つために規制が非常に複雑になったり、合理的な規制を考え出すのが非常に難しくなったりして、社会全体としての規制コストが増えていくのではないのかという懸念を持ちます。市場間競争のメリットと規制コスト増大というデメリットとのバランスをどう考えればいいのかは難しい問題ではないかと思われれます。

最後は、比較的マイナーな点なのですが、クッシングシステムのように、主要市場の終値などを参照して行っているシステムについて、主要

市場の流動性が低下しますと、それを引用する取引所外取引の信頼性も下がってくる可能性があるのではないかと考えられます。この点で、主要証券取引所はダーク市場のインフラという面も持っているかと思われませんが、主要市場の流動性が下がっても競争の結果だから構わないと考えて良いのかどうかも気になるところです。

この規制の今後については、現在出ていますのは規制の提案、プロポーザルでありまして、SECによるパブリックコメントの募集期間が終わったところです。コメントのとりまとめをした上で、最終提案が出ることになりますが、これはまだ先のことかと思われれます。また、二〇一〇年一月に、ダークプールも含めた市場構造全体に関するコンセプトリリースを出して、レギュレーションNMSの修正をしようとしているようです。こうした作業が並行して進むかと思われれますので、

今後どうなるかは改めて注視していきたいと思えます。

少し長くなりましたが、以上で終わらせていただきます。ありがとうございました。

若林常務理事 清水先生、どうもありがとうございます

いました。アメリカの証券市場で現在進行しておりますダイナミックな市場間競争の動向につきまして、ダークプールとその規制の動きを中心に、大変詳細かつ、わかりやすいお話をしていたいただきたいと思います。

それでは、若干お時間をいただいておりますので、ここで皆様方から御意見や御質問をお受けしたいと思えます。いかがでしょうか。

質問者 非常に難しく、消化し切れないところもあるのですが、ダーク・リクイディティとライト・リクイディティの比率というのは昔も

今も八対二ぐらいだと。ライトが八でダークが二ぐらいだったという感じなのですけれども、ダイレクトエッジが、昔は取引所ではなくて、最近国法取引所になったわけなのですけれども、それが加わってから八対二の比率は変わっていないとは思うのです。とすると、NYSEに上場している銘柄がNYSE以外で取引されることのほうが趨勢的に多くなっていると。例えばNYSEだけで取引していればいいのにもかかわらず、ライト・リクイティデイという範囲では比率が変わっていないで、NYSE以外の取引所で取引されるようになった、これはどこに要因があるのでしょうか。

清水 おっしゃったとおり、明るい市場は昔も今も八割だとしていますが、明るい市場の中でニューヨークが落ちて、それ以外がふえているという件ですね。それは、幾つか申し上げた中で

も、やはりニューヨーク証券取引所が人手を介していて遅かったというのが一番大きな要因だと言われています。

ニューヨーク証券取引所は、スペシャリストの利益を擁護するために長い間人手を介した取引を維持し続け、遅いけれども価格改善があるということを強く主張してきたわけなのですけれども、投資家のほうのニーズとしましては、一セントや二セントの価格改善よりも、むしろ速い速度で取引を行うことの方が優先されてきたのではないのでしょうか。その結果、ニューヨークのように遅い市場は使いにくいというふうになってきたと言われています。

もう一つは、先ほども申しましたように、呼び値の刻み目を小さくしたなどの理由で、主要市場で大口取引が行いにくくなって、大口取引をしたと思う投資家が取引所外の、より便利な形式を

持ったシステムのほうへ流れているとされています。今回は明るい市場か暗い市場かで分けてしまい、ニューヨーク証券取引所の取引シェア低下そのものについては十分取り上げることはできませんでしたが、とにかくニューヨークがテクノロジー面でおくれをとったことが一番大きいと言われています。

質問者 どうもありがとうございます。

清水 ありがとうございます。

若林常務理事 そのほかにごいませんでしょうか。どうぞ。

質問者 大変精密なお話をありがとうございます。

ちょっと私の知識が古いので、おかしな質問になるかもしれませんが、ステート・ストリートとかBGIがやっぱり店内つけ合わせの市場を持っていて、特にいろいろな資産の運用比率

を変更するようなどときにはそれを使えるという話が昔あったのですが、もう一つそこで気になるのは、最良執行義務というのがあって、そもそもSECが最良執行義務をチェックするときに、そういうステート・ストリートとかBGIの中で取引されたものの値段も最良執行の比較の対象に入っているのかどうなのか、そこが私はわからないのですけれども、いずれにせよ、この話というのは、最良執行義務をSECがチェックするときにどういう範囲でチェックするかという話とほぼ裏腹だという気がするのですね。だから、SECがこれを考えるときというのは、案外彼らも執行上の問題を考えているかもしれない。その辺はどんな感じでしょうか。

清水 最良執行義務の実務的なところはなかなか複雑で、十分わからないのですが、アメリカでは、ITSという証券取引所間を結ぶ非常に古い

注文回送システムが整備されていて、かつては、このITSの範囲内で最良執行義務を考慮していました。つまりITSで結ばれている証券取引所間では、どこが最良気配を出しているかが表示されていますので、ニューヨークよりボストンがいい値段を出しているのに、ニューヨークでつけてしまうことはせず、注文回送システムを使ってボストンへ回すことで最良執行義務が満たされると考えていたわけです。ところが、取引所外取引システムがどんどん出てきますと、ITSで結ばれていないところでもよい気配が出ることになりますので、ITSの範囲外の、日本であるところのPTSのようなところでいい値段が出ていれば、そちらに回さなければいけないというルールを拡張せざるを得なくなります。

今回のレギュレーションMSで出されました注文保護ルールでは、取引所以外のところも全部

含めて最良気配を保護せよ、そのために必要ならばプライベートネットワークを整備せよというところが定められましたので、最良執行義務に当たるものの範囲が広がったのではないかと思われるか。ただし、実務的にどういう対応をしているかまではちょっとわからないのですが・・・。とはいえ、気配を出していないダークなところは、気配が出ていないわけですから注文回送のしようもなく、最良執行の外に置かれたことになるということではないでしょうか。

質問者 どうもありがとうございます。

清水 ありがとうございます。

若林常務理事 よろしゅうございますか。

ほかにございませんでしょうか。

それでは、時間も参りましたので、本日の証券セミナーは閉会とさせていただきますと思います。

アメリカの市場分裂は進んでいるのか？—ダークプールとその規制について—

清水先生、ありがとうございました。（拍手）

（しみず ようこ・当研究所客員研究員
福井県立大学経済学部准教授）

（この講演は、平成二二年三月三日に開催されました。）

清 水 葉 子 氏

略 歴

1995年 （財）日本証券経済研究所大阪研究所 研究員

2000年 （財）日本証券経済研究所大阪研究所 主任研究員

2001年 福井県立大学経済学部 講師

2001年 （財）日本証券経済研究所客員研究員（現在に至る）

2006年 福井県立大学経済学部 准教授（現在に至る）