

MiFID IIの適用開始と 欧州株式市場構造の変化



みずほ証券 市場情報戦略部 上級研究員

川本 隆雄

1. はじめに

2018年1月より、MiFID IIの適用が開始されている。市場関係者の間では、リサーチ対価の支払い手段を限定し、執行対価と分離するリサーチ・アンバンドリング規制などが注目を集めており、当該規制の影響などについては、新聞報道も多数なされている^(注1)。

MiFID IIは、日本の金融商品取引法に相当する、金融市場・サービスの中心的な法律と位置付けられていることから、リサーチ・アンバンドリング以外にも新たな規定が存在し、投資家保護の強化、新たな市場構造の枠

組みの構築、市場の透明性の強化、などが図られている。

新たな市場構造の枠組みの構築と市場の透明性の強化を図るための規定としては、一定の取引施設などに株式取引を限定する取引集中義務規定と、ダークプールにおける取引量に一定の制限を設ける規制がある。

取引集中義務によって、透明性の高い取引施設に株式取引を限定するとともに、ダークプール規制によって、気配開示義務を免除するための措置（＝ウェーバーと呼ばれる）を利用したダークな取引に一定の上限を設けることで、欧州株式市場全体として、より透明性の高い株式市場の構築を目指すことも、MiFID IIの目的の1つである。

透明性の高い市場を構築することは株式市場参加者にとって望ましいことである。一方で、ダークプール規制については、その規制が発動される閾値が低すぎるのではないかといった懸念や、その結果として、株式市場が

〈目次〉

1. はじめに
2. 株式集中義務とダークプール規制
3. 取引制限の発動
4. おわりに

(図表1) MiFID IIにおける取引所及びMTFなどの取引施設に対する透明性規定

取引システム	取引システムの概要	公開すべき情報
連続オークション注文板 (Continuous Auction Order Book)	注文板とアルゴリズムを用いて、人手を介することなく最良の価格を提示する売り注文と買い注文を連続的にマッチングするシステム	5つの最良の売り気配及び買い気配、及びそれぞれの株式、預託証券、ETF、証書、類似の金融商品の合計注文量
気配値駆動 (Quote Driven)	市場参加者に対して、連続的に提示される確定的気配値に基づき取引が行われるシステムで、マーケットメーカーに気配値の提示が義務付けられているもの	取引システムで取引される株式、預託証券、ETF、証書、類似の金融商品における、各マーケットメーカーの最良買い気配及び売り気配と執行可能な取引量。例外的な環境においては、目安としての気配値、売り気配もしくは買い気配でも可
定期的オークション (Periodic Auction)	人手を介さないアルゴリズムを用いた定期的オークションによって注文をマッチングさせるシステム	予想される寄り値とその際に執行可能な取引量
リクエスト・フォー・クォート (RFQ)	気配値が市場参加者の要請に応じて提供される取引システム。気配値に対する注文執行は要請した市場参加者に限定	気配値及び執行につながる取引量。執行と同時に公開されることも許容されるが、遅延することは許されない

(出所) みずほ証券市場情報戦略部

より複雑化してしまうのではないかと、との懸念が高まっていた。

そこで、本稿では、まず、欧州株式市場構造に係る規制としてMiFID IIにおいて新たに導入された取引集中義務とダークプール規制について説明する。その後、ダークプール規制が実際に発動されてから約3カ月が経過し、欧州証券市場監督機構(European Securities and Markets Authority、以下、ESMA)から公表される取引関連データが蓄積されてきたことなどを受けて、それらのデータを利用して、MiFID IIのダークプール規制の効果や影響について概観していくこととする。

■ 2. 株式集中義務とダークプール規制

本章では、欧州の株式市場構造に大きな影響を与えている規制である、取引集中義務と

ダブル・ボリューム・キャップ(Double Volume Cap)と呼ばれるダークプール規制について説明する。

MiFID IIにおける取引集中義務は、欧州において取引所や、日本のPTSに相当する多角的取引施設(Multilateral Trading Facility、以下、MTF)、組織的内部執行業者(Systematic Internaliser、以下、SI)などに株式取引を集中させるものである。なお、SIは、「組織化され、頻繁、システムティック、かつ相当量で、規制市場やMTFなどの取引施設の外で、顧客注文を執行する際に自己勘定取引を行う業者」と定義されている。

取引所及びMTFなどの取引施設は、図表1のように、取引前の透明性を担保するために、公開すべき情報が定められている。例えば、取引所やMTFで一般的に採用されている「連続オークション注文板」を用いる取引システムでは、5つの最良の売り気配及び買い気配を公開することを義務付けることで、

(図表 2) MiFID IIにおける 4つのウェーバー

ウェーバー名	内容
参照価格ウェーバー (Reference Price Waiver)	最も流動性のある適切な市場などから計算することができ、市場参加者に公開され、かつ、信頼のある参照価格を基準としてマッチングされるシステム
交渉価格ウェーバー (Negotiated Trade Waiver)	注文板やマーケットメーカーが提示する気配値を反映した出来高加重スプレッドの範囲内で取引が行われる、交渉による取引を定型化したシステム、など
大規模注文ウェーバー (Large In Scale Waiver)	標準的な市場サイズに比べて規模が大きい注文
注文管理ウェーバー (Order Management Facility Waiver)	取引施設の注文管理ファシリティに滞留している注文

(出所) みずほ証券市場情報戦略部

取引前の透明性を担保することが求められている。

加えて、SIには下記のような義務が課されており、これらの義務により一定の透明性が取引前に担保されている。

- 流動性のある市場が存在する場合には、確定的気配値 (firm quotes) を公表しなければならない
- 流動性がない株式の場合、SIは顧客からの要請に応じて気配値を開示しなければならない
- 気配値を提示する場合の取引量については、SI自身が決定することができる。その際の取引量は、市場における株式商品の標準的な市場規模 (Standard Market Size、ESMAが別途設定する) の10%以上
- 標準的な市場規模を上回るものについては、上記を含む透明性要件等の義務を遵守する必要はない

MiFID IIでは、取引集中義務によって、株式取引を取引前の透明性が担保されている

取引施設などに限定したうえで、ダブル・ボリューム・キャップと呼ばれる新たなダークプール規定を設けている。

MiFID IIの適用が開始される前は、図表2で示されるような4つのウェーバーを利用することにより、取引前の透明性を担保するための気配値開示を行わない取引を行っていた。これが欧州におけるダークプール取引の法的な裏付けとなっていた。

例えば、最も流動性のある市場などの最良売り気配値及び買い気配値をもとに計算された仲値でマッチング・執行をしようとする注文については、参照価格ウェーバーを利用することで、取引所やMTFであっても、気配値を開示することなく注文をマッチング・執行することが可能であった。

しかしながら、MiFID IIでは、4つのウェーバーのうち、参照価格ウェーバーと交渉価格ウェーバーの2つについて、ダブル・ボリューム・キャップと呼ばれる制限を設けている。

すなわち、当該の2つのウェーバーを利用

して行われる取引であって、

①個別の取引施設で行われる金融商品の取引高は、過去12カ月間、EU域内全取引施設における当該金融商品の全ての取引総額に対して4%までとしなければならない

②EU域内で行われる取引高は、過去12カ月間、EU域内全取引施設における当該金融商品の全ての取引総額に対して8%までとしなければならない

という制限である。

上記①の制限値を超過した場合、当該取引施設において対象となる2つのウェーバーの利用を認可した所管当局は、制限値を超えた日から2営業日以内に、当該取引施設において、2つのウェーバーの利用を6カ月間にわたり差し止めなければならない、とされている。

加えて、②の制限値を超えた場合には、EUにおける全所管当局が、2営業日以内に、EU域内において対象となる2つのウェーバーの利用を6カ月間にわたり停止しなければならない、とされている。

この制限値の基準となる売買高については、ESMAが毎月末から5営業日以内に、(a) 過去12カ月間の金融商品ごとのEU全体の取引総額、(b) 過去12カ月間に、対象となる2つのウェーバーの下で個別の取引施設において取引された金融商品ごとの取引高の、EU域内の全取引施設における当該金融商品の取引総額に対する割合、(c) 過去12カ月間に、対象となる2つのウェーバーの下でEU

の全取引施設において取引された金融商品ごとの取引高の、EU域内の全取引施設における当該金融商品の取引総額に対する割合、を公表することとなっている。

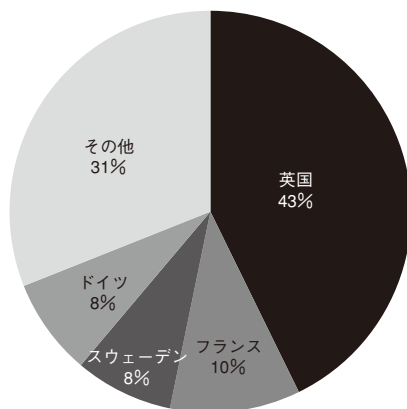
■ 3. 取引制限の発動

当初は2018年1月より、前章で述べた(a)(b)及び(c)のデータがESMAより公表される予定であったが、データの制約があったことなどを理由に公表が延期され、それに伴い、ダブル・ボリューム・キャップ規制の適用も延期されていた。

ESMAは、最終的には3月に、2017年1月～2017年12月のデータ(2018年1月データ)及び2017年2月～2018年1月のデータ(2018年2月データ)の2つのデータを公表し、その後、4月、5月、6月に、それぞれ、その時点から数えて過去12カ月間のデータを公表している。

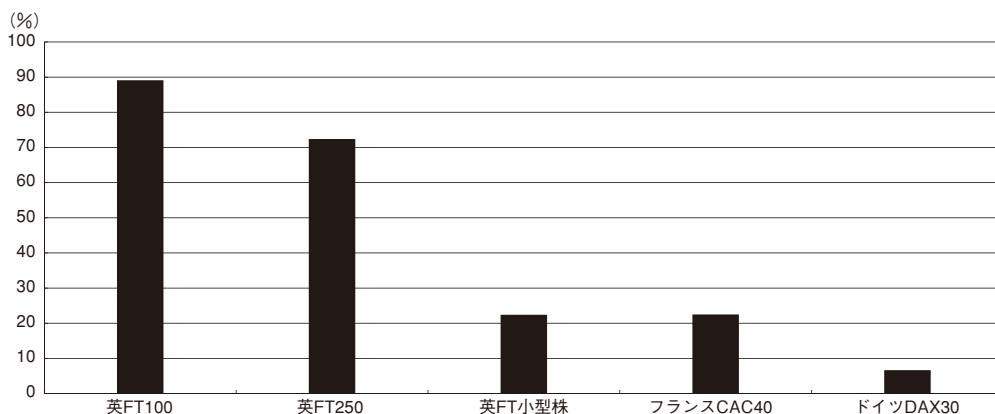
これらのデータ公表をもって、その時点から2営業日以内に各国の所管当局が6カ月間ウェーバーの利用を停止、すなわち、ダークな取引を制限しているわけであるが、ダークな取引に制限がかけられている銘柄数は、本稿執筆時点で、932銘柄となっている。そのうち、個別の取引施設で4%の取引量を超過したことにより、当該施設におけるダークな取引が制限されている銘柄が36銘柄、EU全域で8%基準を超過したことにより、ダークな取引がEU全域で制限されている銘柄が、

(図表 3) ダークプール取引の制限対象となっている銘柄の国別構成比



(出所) ESMAよりみずほ証券市場情報戦略部

(図表 4) 各インデックスに占める制限銘柄の割合



(出所) ESMA、ブルームバーグよりみずほ証券市場情報戦略部

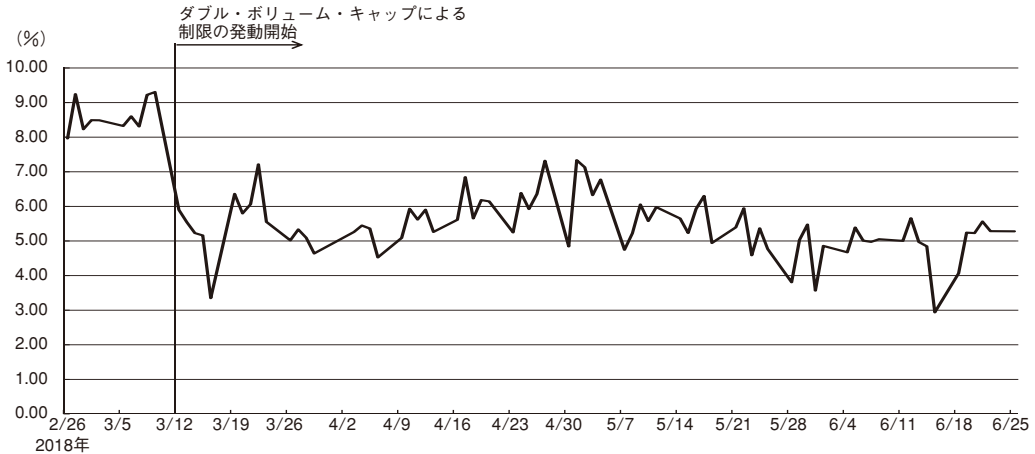
896銘柄となっている。

MiFID IIの適用が開始される前の時点で、欧州株式全体で、おおむね8%を上回っていたとされるダークプールの取引量から考えれば、一部の銘柄において、ダブル・ボリューム・キャップの対象、すなわち、ダークな取引について一定の制限が課されそうである、

と想定されていた。しかし、実際には、6月までに公表されたデータでは、ESMAに取引報告があった銘柄数が23,766銘柄であった一方で、ダークプールでの取引が制限される銘柄数は932銘柄であり、4%弱に過ぎなかった。

4%弱という数値をみれば、その影響は、限定的なものであったとも考えられよう。し

(図表5) ダークプールの取引量



(出所) Cboe Global Marketsよりみずほ証券市場情報戦略部

かしながら、制限が加えられた銘柄を国別の構成比でみると、異なる状況がうかがえる。図表3は、8%基準に抵触し、EU全域でダークな取引が制限されている896銘柄について、国別に比率を示したものであるが、英国の銘柄が383銘柄で、40%超を占める状況となっている。その他は、フランスの銘柄が10%を占め、スウェーデン、ドイツの銘柄が各8%となっており、英国の比率が高いことがわかる。

さらに、英国の主要インデックスの構成銘柄に占める制限銘柄の比率をみると(図表4)、時価総額が大きい銘柄から構成されるFT100インデックスにおいては、ダークプールにおける取引が制限される銘柄が概ね90%を占めている。一方で、時価総額が相対的に小さい銘柄で構成されるFT小型株インデックスにおいては、ダークプールにおける取

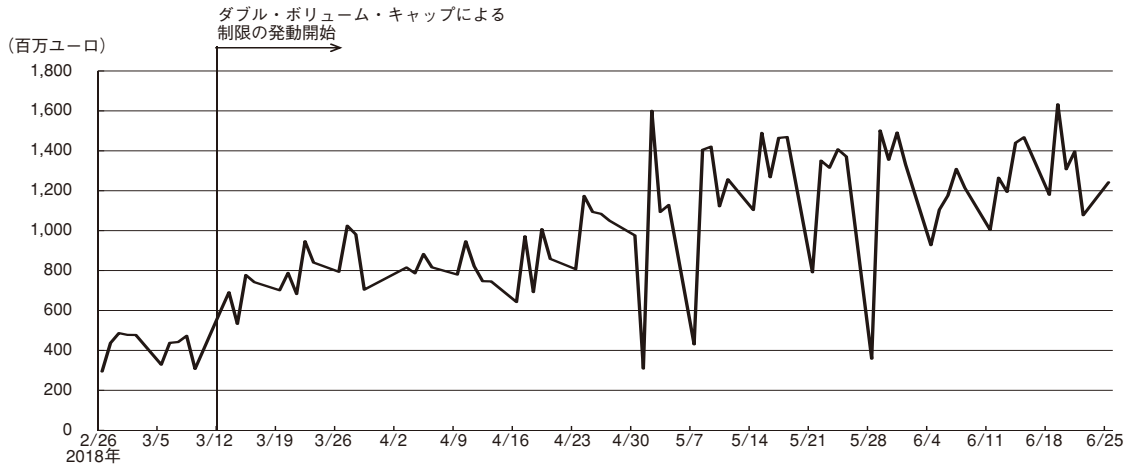
引が制限されている銘柄は、22%にとどまっている。すなわち、英国を代表し、相対的に時価総額が大きい銘柄ほど、ダークプールにおける取引が制限されていることとなる。

なお、フランスCAC40インデックス及びドイツDAX30インデックス構成銘柄においては、ダークプールにおける取引が制限される銘柄は、それぞれ、23%、7%にとどまっていることから考えれば、英国に対する影響、とりわけ、英国の大型株に対する影響が大きいことがわかる。

図表5は、データの制約があるものの、欧州株式市場全体に対するダークプールの取引量を概観したものである。

2月後半から3月12日までは、欧州株式市場全体に対するダークプールでの取引量は、おおむね8%を超えており、9%を超える状況もあった。しかし、ダブル・ボリューム・

(図表6) 定期的オークション形式の取引量の推移



(出所) Cboe Global Marketsよりみずほ証券市場情報戦略部

キャップが発動された3月12日以降は、8%を下回る状況が続き、6月に入ってから、6%を上回る日がない状況にあることが確認された。

これは、前述のように932銘柄でダークプールの取引が制限されていることが大きく影響しているものと考えられる。このデータからは、株式取引の場所が透明性の高い取引施設に限定され、ダークプールにおける取引が減少したことから、表面的には、MiFID IIの目指す株式市場、すなわち、透明性の高い株式市場の構築に成功したように感じられる。

4. おわりに

前章で述べたように、MiFID IIの適用により、表面的には、市場全体として透明性の

高い株式市場が構築できたと評価することもできる状況にある。しかし、一方では、一部において正確なデータが入手できないことから、実態はわからないものの、欧州株式市場の透明性が向上していないのではないかといった懸念や、市場が分散化・複雑化しているのではないかといった懸念も同時に台頭している。

例えば、定期的オークション (Periodic Auction) と呼ばれる、新たな形式の取引システムの利用が増加している。通常のオークション形式の取引は、取引開始時及び終了時に実施されることが一般的であるが、定期的オークションは、取引時間中に頻繁に開催されるものである。欧州の取引所で最大級のシェアを有するCboe Global Markets (旧Bats Global Markets) や欧州のMTFであるTourquoise、Goldman Sachsが運営する

SigmaX MTF、などが定期的オークション・モデルを採用している。

図表6は、前述の3取引施設におけるオークション形式の取引量の推移である。ダブル・ボリューム・キャップにより、取引制限が発動された3月12日以降、取引量は、増加傾向にあることが示されており、欧州株式全体の取引シェアも1%から3%程度まで増加していることが確認できる。

定期的オークションは、規制上は、透明性の高い市場であるとされている。図表1で示されているように、MiFID IIで規定されている透明性要件である「予想される寄り値とその際に執行可能な取引量」が公開されているためである。しかしながら、取引所やMTFで一般的に採用されている連続オークション注文板では、「5つの最良の売り気配及び買い気配を公開すること」が義務付けられていることと比較すれば、実際には、透明性がやや低い市場であるとの懸念が、市場関係者から台頭している。

また、SIとして登録する業者が増加していることや、SIを経由する取引が増加していることに対する懸念も存在する。SIは、第2章で述べたように、一定の取引量については気配値を公開する義務があるものの、それ以外の取引量について公開する義務はない。従って、SIについても透明性がやや低い市場であるといえる。SIの取引量に係る正確なデータは入手できないものの、6月17日付Financial Timesによれば、フランス証券規制当局であ

るAMF (Autorité des Marchés Financiers) のオフエル長官が、SIの活用が増えていることに対して懸念を表明している^(注2)。

このように、ダークプール規制の導入により、透明性がやや低い市場の活用が増加しているとされており、市場の透明性についての懸念が高まっている。また、定期的オークションやSIは、通常の取引所とは取引手法が異なることから、欧州株式市場構造の分散化・複雑化に対する懸念が台頭している状況にある。

日本の株式市場は、現時点では、実質的に東京証券取引所に取引が集中している状況である。しかしながら、ダークプールやPTSでの取引が増加する可能性も高まっており^(注3)、今後は、市場間競争を維持しながらも、全体として透明性のある市場の構築を目指すために、ダークプールに対する規制が策定される可能性があるだろう。欧州の状況やMiFID II導入後の株式市場構造は、大変参考となる事例であるものと考えられる。

(注1) 例えば、6月2日付Financial Times “Banks and brokers suffer ‘dramatic’ fall in commissions”、6月23日付Financial Times “Mifid II leads to exodus of sellside analysts” など

(注2) 6月17日付Financial Times “‘Jury still out’ on Mifid II transparency, warns top regulator”

(注3) 川本隆雄 [2018] 「ネット証券各社のテクノロジーの活用事例と日本における市場構造変化の可能性」『資本市場リサーチ2018年春季』参照

