



From the Corner of Wall Street

日本取引所グループ
ニューヨーク駐在員事務所

近藤 真史

—連載（第24回）—

米国ダークプールに導入された新たな報告制度

■ 1. はじめに

米国証券取引委員会（以下、「SEC」）は、ダークプールの透明性向上のための新たな報告制度を導入するRegulation ATSの改正案を2015年11月に提案し、これを2018年7月に採択した。同制度に基づく新報告書Form ATS-Nでは、ダークプールの運営会社、参加資格、売買制度、手数料等について詳細な記載が求められ、SECのホームページにおいて一般公開される。本稿では、同制度の概要及び現時点で公表されているForm ATS-Nから伺える米国のダークプールの運営状況の実態について整理する。

■ 2. 前提：米国におけるダークプールに係る従来の報告制度

米国においてダークプールとは、SECが1998年に採択したRegulation ATSにおいて

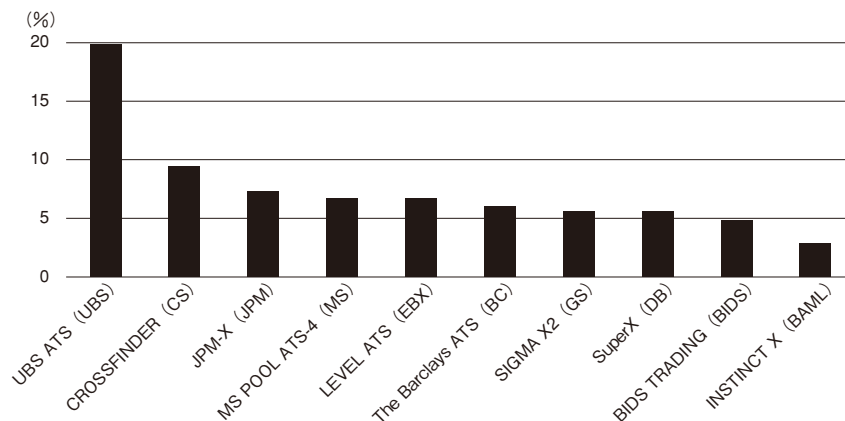
定義されるATS^(注1)のうち、売買高シェアに関する基準^(注2)から気配公表義務がない執行市場を指す。Regulation ATSでは、ダークプールを含むATSに対し、Form ATSという報告書のSECへの提出を義務付けていた。Form ATSでは、今回新たに導入されたForm ATS-Nと同様の情報の記載を求めていたが、SECによる一般公開はされなかった。一方、近年におけるダークプールに対する投資家の不信感の高まり等を受けて、多くのダークプールではForm ATSの自主的な公表を進めてきた。しかしながら、公表されたForm ATSでは、一部の情報が伏せられていたり、情報の粒度が各社で異なることから、ダークプールの透明性向上に向けて、SECによる何らかの対応が求められていた。

■ 3. Form ATS-Nが求める記載内容

今回導入されたForm ATS-Nでは、従来



(図表 1) 米国におけるダークプール内での売買高シェア上位 (2019年第 2 四半期)



*カッコ内は各ダークプールの運営会社の略称。
(出所) FINRA

のForm ATSを踏襲しつつも、投資家が売買に際して必要とする／関心のある情報にフォーカスし、注文処理ルール等のダークプールの運営方法について、詳細な記載が求められている。Form ATS-Nの主な記載事項は以下のとおりである。

Part 1：識別情報

- ① 運営会社の名称及びFINRA加盟情報
- ② ダークプールの名称及び所在地
- ③ 運営会社の直接的・間接的なオーナー及び役員

Part 2：運営会社及びその関連会社の活動

- ① 運営会社及びその関連会社によるダークプールでの取引の有無
- ② 運営会社及びその関連会社との約定を回避する機能の有無
- ③ 他の取引所及びダークプール等への注

文回送の有無

- ④ 利用者へ提供される付加的サービスの概要
- ⑤ ダークプール運営に係る外部協力者の有無及び当該協力者による取引の有無
- ⑥ 利用者の手口情報の保護に係る指針

Part 3：ダークプールの運営方法

- ① 利用者の属性及び利用条件
- ② 取引時間
- ③ 発注方法及び接続仕様
- ④ コロケーションサービス及びスピードバンプ等の有無
- ⑤ 注文処理ルール
- ⑥ 予め指定された流動性供給者の有無
- ⑦ 利用者のカテゴリー分類の有無
- ⑧ 取引手数料
- ⑨ マーケット・データの取得源及び利用方法



- ⑩ その他（売買停止の運用、清算・決済の手続き等）

Part 4：コンタクト情報

- ① Form ATS-Nに関する連絡先

■ 4. ダークプールにおける対応状況

2018年7月に採択されたRegulation ATSの改正案では、2019年1月7日時点で運営しているダークプールに対し、同年2月8日までにForm ATS-Nの提出が求められている。1月7日時点では34のダークプールがあり、本稿執筆時点で31のダークプールが提出済みで、残りの3つのダークプールは既に運営を停止している。なお、FINRAではATSの売買高を四半期毎に公表しており、ダークプール内での2019年第2四半期における売買高シェア上位は図表1のとおりである。

一方で、Form ATS-Nの記載内容の複雑性等から、提出された報告書についてSECによる確認が難航した。当初、SECは提出から120日以内に報告書をレビューし、報告書の公表又は無効を判定する予定であったが、SECは提出されたほぼ全ての報告書に対して確認期間を120日間延長し、最終的に提出された全てのForm ATS-Nの公表が完了したのは2019年10月7日であった。

■ 5. 公表されたForm ATS-Nの記載内容

筆者は、図表1に記載のある売買高シェアが上位10位以内のダークプールについて、公表されたForm ATS-Nの記載内容を確認した。その中から、一般的な取引所との比較の観点等からとりわけ目を引く項目について、各ダークプールによる回答の全体的な傾向等を以下に述べる。

(1) 運営会社及びその関連会社によるダークプールでの取引有無

証券会社が運営するダークプールについては、運営会社及びその関連会社もまた当該ダークプールで取引することが一般的となっている。ただし、それらのダークプールの一部では、運営会社及びその関連会社は顧客に提供しているものと同一のSOR^(注3)を介して、他市場での執行と比較して有利な場合のみ自社が運営するダークプールに発注ができ、SORを介さずに直接発注することはできないと回答している。すなわち、運営会社及びその関連会社は、一般の利用者の注文を誘引する目的等のために、自社が運営するダークプールに意図的に発注して流動性を高めることはできない、ということである。なお、そういった疑念やその他の利益相反を払しょくするため、運営会社等における発注制約の有無にかかわらず、それらのダークプールでは

~~~~~  
運営会社等との約定を回避する機能が一般の利用者に対し提供されている。

## (2) ダークプールの利用者の属性

いずれのダークプールにおいても、証券会社（登録ブローカー・ディーラー）であれば利用者となれるほか、証券会社が運営するものについては、ヘッジファンド、AM、銀行及び発行体といった運営会社の顧客企業も利用可能としている。なお、個人投資家の利用を可能としているダークプールは2つのみである（注4）。ただし、米国ではペイメント・フォー・オーダー・フローと呼ばれる慣行により、リテール向け証券会社が受け付けた個人投資家の注文は、執行市場に直接発注されずにエクイティ・ホールセラーと呼ばれる他の証券会社に取り次がれることが一般的であるため（注5）、上記の2つ以外のダークプールについても間接的に個人投資家の注文が流入しているものと考えられる。

## (3) 特定の利用者に対する速度優遇ないしスピードバンプの有無

ダークプールに対する典型的な懸念の1つとして、特定の利用者に対して速度優遇する、すなわち気配情報等にいち早くアクセスさせることで取引を有利にしているのではないか、というものがあるが、本稿で確認したダークプールは、そういった措置の存在は否定している。なお、他の投資家との公平性のためにHFTに対して速度を意図的に劣後させ

る所謂スピードバンプと呼ばれる措置が昨今注目を集めているが、本稿で確認したダークプールでは、スピードバンプについても導入されていない。

## (4) 利用者のカテゴリー分類及び当該分類に基づく取引相手の指定

本稿で確認したダークプールはいずれも、利用者を独自にカテゴリー分類（セグメント分類またはTier等とも呼ばれる）している。このカテゴリー分類は、利用者の定性的及び定量的な要因に応じて運営会社により決定され、また利用開始後も適宜変更される可能性がある。定性的要因とは、主に上記(2)で述べた利用者の属性や主要な取引戦略に関するものが一般的である。一方、定量的要因については、当該利用者の注文に係る発注頻度、平均数量、平均取消時間、メイク／テイク約定比率及びIOC注文比率などが例示されている。なお、一部のダークプールでは利用者がカテゴリー分類に異議を唱えることができない旨が明示されているが、これは他のダークプールでも同様と推測される。また、これらのカテゴリー情報に基づいて、利用者には特定のカテゴリーの利用者との約定を回避する機能も提供されている。利用者はダークプールを利用する際にそれぞれ異なる執行方針を持っており、約定の可能性を低下させてでも相手方のカテゴリーを限定することで、取引需要情報の流出を防ぐ等、利用者が自社の執行をよりコントロールすることが当該機能の



意義であると説明されている。なお、カテゴリ単位ではなくバイネームで特定の利用者との約定を回避できるダークプールも存在する。この場合、運営会社は約定を回避したい会社の名前を利用者から受領するが、それらの会社が同社のダークプールを利用しているか否かについては回答しないこととしている。

### (5) 取引手数料

1株あたりの約定に対する取引手数料については、本稿で確認したダークプールの大半が固定の金額ではなくレンジで回答しており、実際の手数料率は上記(4)におけるカテゴリ分類と同様の要因を踏まえて利用者毎に個別に交渉して決定するとされている。また、回答したレンジの下限が\$0、つまり取引手数料が無料の利用者も存在することを示唆しているダークプールも存在する。なお、Form ATS-Nでは、取引手数料のリベートや割引の有無についても個別に設問を設けているが、これに対する各ダークプールの回答は1社を除き「リベートや割引は存在しない」となっている<sup>(注6)</sup>。ただし、上述のとおり取引手数料が個別交渉で決定されていることを踏まえると、実態としてはリベートや割引と同等の効果を生むにいたるメカニズムが存在すると考えられる。また、公式／非公式な取り決めに基づく流動性供給者の存在の有無についても設問があり、各ダークプールは当該設問についても「存在なし」と回答してい

るが、取引手数料の決定要素としてメイク／テイク約定比率を例示しているダークプールもあり、少なくとも一部のダークプールでは利用者に対して流動性供給を促す金銭的インセンティブが存在していることが伺える。

## 6. おわりに

新たに導入されたForm ATS-Nにより、米国におけるダークプールの運営状況等について、その透明性の向上には当初の趣旨どおり一定の前進が得られたものと考えられる。一方で、報告書の記載事項についての各ダークプールの回答状況には依然として粒度や解釈の違いも見受けられるほか、一部については「運用が不透明である」ということが公表されたに過ぎないと感じられる記載事項も存在する。今後は、Form ATS-Nに記載された各ダークプールの運営状況を踏まえて、SECがダークプールの運営に対して何らかの具体的な規制を新たに課していくか否かが注目される。

### 〔出典〕

- ・ <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/form-ats-n-filings.htm>
- ・ <https://www.sec.gov/rules/final/2018/34-83663.pdf>

(注1) 注文を集めて一定のルールに基づき取引を執行する組織のうち、自主規制機能を行わないものが該当する。

(注2) 直近6か月のうち4か月以上について、各個



別銘柄の売買高が米国全体の売買高の5%未満であること。

(注3) Smart Order Routingの略。複数の執行市場の気配値段を比較して、有利な執行が見込まれる執行市場に自動で発注する装置。

(注4) モルガン・スタンレーが運営するMS POOL ATS-4及びゴールドマン・サックスが運営するSIGMA X 2は、同社顧客としての条件を満たす者であればATS利用者になれるとし、利用者属性のチェック欄にて個人投資家にもチェックを付けている。

(注5) JPXワーキング・ペーパー特別レポート：米国市場の複雑性とHFTを巡る議論 ([https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/working-paper/tvdivq000008q5y-att/JPX\\_WP\\_SP.pdf](https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/working-paper/tvdivq000008q5y-att/JPX_WP_SP.pdf))

(注6) モルガン・スタンレーが運営するMS POOL ATS-4のみ、当該設問に対して「取引手数料は交渉可能であり、リポートにより結果的に利用者側がネットでプラスにもなりえる」と回答している。

