

—連載（第27回）—

欧州におけるダーク・プール取引を巡る状況について

■ 1. はじめに

欧州では、2018年1月より、第二次金融商品市場指令及び金融商品市場指令（以下、MiFID II/MiFIR）が施行された。新たな金融規制が導入されたことに伴い、従来の市場構造や取引慣行に変化が生じると一般的に言われている。特に、取引所外で気配表示などを行わずに取引を行う、「ダーク・プール取引」については一定の制限が導入されており、その影響について、市場関係者から注目が集まっている。本稿では、欧州のダーク・プール取引を巡る状況について、簡単に概観してみたい。

■ 2. ダーク・プール取引を巡る欧州規制について

(1) 背景

MiFID II/MiFIRのダーク・プール取引に

関する規制について理解するうえで、同規制の施行前における状況を把握することが重要であることから、初めに、MiFID II/MiFIR施行前の規制状況について簡単に整理したい。

2007年に施行された第一次金融商品市場指令（以下、MiFID I）において、取引所などの規制市場及び Multilateral Trading Facilities（以下、MTF）の運営者は、株式取引に関して、気配や注文数量を各銘柄について公表することを求められていた（取引前透明性要件）。ただし、例外として、一定の条件下では、この規制の適用除外が認められていた。この適用除外条件を利用した取引がいわゆる「ダーク・プール取引」であり、以前より、欧州では、市場透明性の観点から、この適用除外条件の乱用によるダーク・プール取引の拡大が問題視されてきた。加えて、MiFID Iで規制対象外となっていたダーク・プール取引の一形態である「Broker Crossing Networks（投資銀行などが運営す



(図表1) MiFID II/MiFIRにおけるエクイティ商品の取引前透明要件に関する適用除外条件

適用除外条件	内容	ボリューム・キャップ規制
① Reference price waiver (他の取引施設の価格を参照するシステム)	他の取引システムで決定された価格を参照するシステム。参照される価格は、広く公表され、市場参加者に信頼性の高い価格として認識される場合、当該商品が最初に取引を認められた取引施設のものか、流動性面で最も関連がある取引施設のもの。 参照する価格は、以下のとおりでなければならない。 (a) 当該商品が最初に取引を認められた取引施設のものか、流動性面で最も関連がある取引施設における仲値。 (b) (a) が利用不可である場合、流動性面で最も関連がある取引施設における寄り付または引けにおける値段。	対象
② Negotiated trade waiver (相対取引を付け合せるシステム)	以下のいずれかを満たす相対取引を付け合せるシステム。 (a) 注文板又はMM気配値の現行出来高加重スプレッド以内の約定。 (b) 流動性が低いエクイティ性商品については、予め市場運営者によって設定された適切な参照価格の割合以内の価格での約定。 (c) 現値以外の条件を満たす価格での約定。	対象
③ Order management facility waiver (注文管理システム内の注文)	公表を留保 (pending) されている取引施設の注文管理システム (order management facility) 内に留められた注文。	対象外
④ Large in scale waiver (大口注文)	通常サイズに比べて大きい注文。	対象外

(出所) ESMAよりJPX作成

る取引プール)」の隆盛も、金融商品取引に対する透明性への懸念を市場関係者の間で生じさせていた。このような背景を受けて、市場全体の透明性向上をねらうMiFID II/MiFIRでは、ダーク・プール取引に関する規制強化を目的として、取引量の制限（ボリューム・キャップ規制）が導入されたことに加え、透明性要件が、株式のみならず、株式以外のエクイティ商品や非エクイティ商品に関する取引に対しても課されることとなった。

(2) MiFID II/MiFIRで何が変わるのか
続いて、MiFID I改正後のMiFID II/MiFIRにおける透明性要件について見ていきたい。取引施設に求められる取引前透明性要件については、MiFID Iの内容をほぼ踏襲しており、現在の注文状況における買い／売りの価格及び注文数量を継続的に公表することなどが求められている。MiFID II/MiFIRにおいても、取引前透明性要件に関する適用除外条件が規定されているが、その条件は商品（エクイティ商品または非エクイティ商品）



によって異なる。例えば、エクイティ商品については、図表1のとおりとなっており、① Reference price waiver（他の取引施設の価格を参照するシステム。以下、RPW）、② Negotiated trade waiver（相対取引を付け合わせるシステム。以下、NTW）、③ Order management facility waiver（注文管理システム内の注文）、④ Large in scale waiver（大口取引。以下、LIS。）の条件が規定されている。なお、MiFID I下でも同様の適用除外条件が規定されていたが、RPW以外の条件を利用したダーク・プール取引は少なく、ほとんどのダーク・プール取引はRPWを利用したものであった。RPWの場合、他の取引施設（規制市場など）での価格を参照して約定する限りは、注文数量に関係なく、取引前透明性要件が免除されるため、非常に利便性が高く、利用されることが多かったと一般的に言われている。

上記条件のうち、MiFID II/MiFIRでは、RPWとNTWについて、これらの条件を利用した取引量を制限する、「ボリューム・キャップ規制」が課されている。これは、前述のとおり、MiFID II/MiFIRが、市場全体の透明性の向上及び制度化・構造化（Structured）された市場へ取引をシフトさせることを目的としており、情報開示が十分ではないダーク・プールを利用した取引の拡大に一定の制限を設けるためであった（注1）。特に、MiFID I下において、小口注文についても、ダーク・プール取引が可能であったのは、RPWを

利用した取引であり、その適用除外条件の乱用が、近年、規制当局から問題視されてきたことが、ボリューム・キャップ規制導入の大きな理由のひとつである。ボリューム・キャップ規制に関する重要な点は、大口注文に関する適用除外条件であるLISについては、同規制が課されないということである（注2）。LISの基準を満たすような一定数量以上の大口注文に関しては、引き続き、取引量の制限無く、ダーク・プール取引が可能となっている。

ボリューム・キャップ規制に関する具体的な規制については、MiFIR Article 5（1）で以下のとおり定められている。

- a) 過去12か月にわたり、単一の金融商品の単一取引施設における上記適用除外条件を利用した取引量を欧州全体の取引量の4%まで制限
- b) 過去12か月にわたり、単一の金融商品の欧州全体の取引施設における上記適用除外条件を利用した取引量を欧州全体の取引量の8%まで制限

仮に、a) で設定された基準値を超過した場合、当該取引施設を監督している規制当局が、当該取引施設における該当銘柄の適用除外条件を利用した取引を6か月間停止する措置を取る。すなわち、当該取引施設における該当銘柄のRPW及びNTWを利用したダーク・プール取引が6か月間、不可能となる。同様に、b) で設定された基準値を超過した場合、欧州内の全規制当局により、監督下の取



引施設に対して、該当銘柄のRPW及びNTWを利用したダーク・プール取引を6か月間停止するよう措置が取られる^(注3)。

■ 3. 欧州株式市場におけるダーク・プール取引の実態とMiFID II/MiFIRの影響

(1) ボリューム・キャップ規制導入は延期されるも予定どおり実施

ボリューム・キャップ規制は、当初、2018年1月12日から適用開始予定であったが、欧州規制当局の欧州証券市場監督局（以下、ESMA）は、今年1月、算定に必要な取引データが不足しているとして、適用開始を今年3月に延期することを発表した^(注4)。その後、ESMAは、3月8日に、ボリューム・キャップ規制の基準に抵触し、取引停止となる銘柄を公表した^(注5)。ESMAの発表によれば、4%基準（上述のa）基準）に抵触した銘柄は、2018年1月には17銘柄、同年2月には10銘柄あり、8%基準（上述のb）基準）を超過した銘柄は、同年1月には、727銘柄、同年2月には633銘柄あったという。

(2) 拡大を続けてきた欧州のダーク・プール取引

MiFID II/MiFIR施行前の欧州株式市場全体に占めるダーク・プール取引の割合は、5～10%程度と言われていた。近年、ダーク・プール取引はシェア拡大を続けてきており、

取引施設全体の欧州株式取引に占めるMTFのダーク・プール取引割合も増加し、直近では9%前後で推移してきていた。売買代金についても、2016年6月、英国におけるEU離脱に関する国民投票が行われた日に、MTFのダーク・プール全体で、100億ユーロを超える売買が行われるなど、活発な利用が続いてきたことが分かる（図表2参照）。

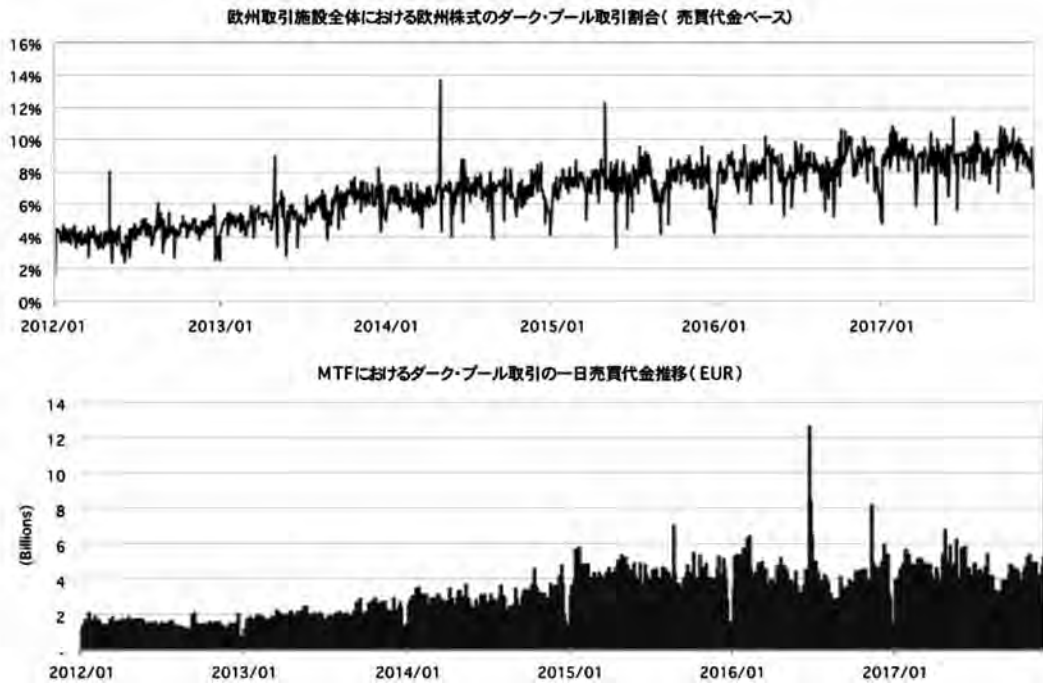
(3) 代替サービスの拡大

ダーク・プールを提供する取引プラットフォームは、10数施設あり、運営主体は、規制市場や投資銀行・ブローカーなど様々であるが、実際に活発な取引が行われている取引プラットフォームは限定的である。また、ボリューム・キャップ規制導入を受けて、これまでRPWを利用した取引サービスの提供を行ってきた取引施設の中には、サービス提供を中止したり、LISを利用した取引サービスに変更した取引施設もある^(注6)。

ボリューム・キャップ規制の導入により、従来、活用されてきたRPWを利用したダーク・プール取引の利便性は著しく低下した。これを受けて、その取引がどこに向かうのか注目を集めている。一部は、規制市場をはじめとするリット・プールへのシフトが予想されているほか、マーケットインパクトや取引コストにセンシティブな投資家の取引は、Systematic Internaliserとの取引にシフトすることも予想されている^(注7)。そのような中で、特に大口注文を発注する投資家から注



(図表 2) ダーク・プール取引の概況



(出所) CboeよりJPX作成

目を集め、取引規模を拡大しているのが、取引前透明性要件の適用除外条件のひとつであるLISを利用した取引執行サービスである。このサービスは、大口注文（主にはLIS基準を満たす大口注文）の約定機会を提供するものであるが、今回のMiFID II/MiFIRにおいて、LISを利用した取引については、ボリューム・キャップ規制が適用されないことを背景に、その条件を利用してダーク・プール取引を行う投資家の取引を呼び込むべく、規制市場やMTFが取引プラットフォームや執行サービスを提供し始めている。

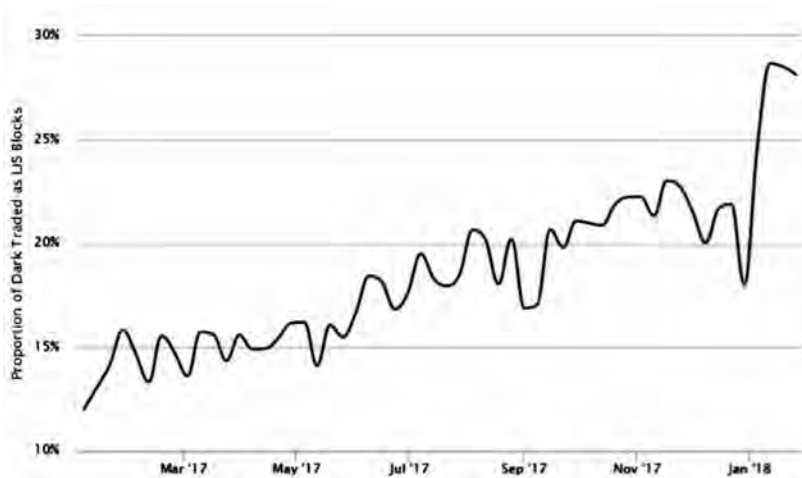
MiFID II/MiFIR施行前より、導入後を見据えて、LISを利用した取引はここ最近、増加傾向となり、LISを利用した取引がダーク・プールに占める割合は、直近で30%前後となっており、約1年前の10数%から2倍以上となった（図表3参照）。

■ 4. おわりに

MiFID II/MiFIRでは、金融商品取引を透明性の低い取引施設から、より透明性が高く、組織化された取引施設にシフトさせていく目



(図表3) ダーク・プール取引全体に占めるLISを利用した取引の割合推移



(出所) Fidessa

(筆者注) グラフの対象期間は、2017年1月2日週から2018年1月22日週まで。

的で、諸施策が導入されている。ダーク・プール取引に対する規制導入の結果、これまでのダーク・プールにおける取引がどこに向かうのか注目が集まっているところであるが、一部のフローは、規制市場を始めとする透明性の高い取引施設へシフトすることが予想されている一方で、本稿で見てきたLISを利用した取引へのシフトも進んでいくであろう。特に、LISを利用した取引は、ボリューム・キャップ規制の適用を受けないことから、上述のとおり、同規制が一部の銘柄に実施される今般、LISを利用した取引は、ますます活発になるのではないであろうか。ダーク・プール取引に関する規制によって、欧州の証券市場がどのように変わっていくのか、今後とも要注目である。

(注1) この他、市場透明性を高める規制として、MiFID I下において、活用されてきたダーク・プールの一形態であるBrokers Crossing Networksでの取引が事実上、禁じられた。

(注2) Large in scale waiverにおける注文サイズに関する数値基準は、MiFID II/MiFIR Regulatory Technical Standard 1 Article (7) Annex II Table 1 Table 2を参照。LISに関する注文サイズの数値基準については、銘柄ごとの一日平均売買代金によって決定されており、流動性が低い銘柄であるほど、LISの基準値は低く、流動性が高くなるほど、LISの基準値が高くなっている。

(注3) ボリューム・キャップ規制は、取引施設、すなわち規制市場及びMTFに課されるものであり、Systematic Internaliser (以下、SI。)やOTCにおける取引については課されない。

(注4) ESMA (<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-delays-publication-double-volume-cap-data>)

(注5) ESMA (<https://www.esma.europa.eu/press>)



news/esma-news/mifid-ii-esma-publishes-double-volume-cap-data)

(注6) 例えば、ドイツ取引所のXetra MidPointは2017年半ばにサービス停止されている。

(注7) Systematic Internaliserは、取引施設外で、クライアントの注文を自己勘定で執行するサービスを提供する投資業者。

