

ヨーロッパの株式市場

（ESMAの報告書に見る実態）

吉川 真裕

二〇二〇年一月一日、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、二〇一八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。⁽¹⁾ 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今回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二〇一九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株式市場の実態について紹介する。⁽²⁾

1 二〇一九年における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五三%を占めるのに対して、債券市場では取引所市場は二四%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五三%、ETFで五二%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一七%と低く、MTFのシェアが三四%と高いことがわかる。また、取引所外市場では店頭市場(OTC)のシェアが二七%、SIのシェアが二〇%であるが、ETFに関してはOTCのシェアが一九%と低く、SIのシェアが二九%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二七%、民間債で一四%と違いが大きく、取引所外市場の中ではOTCのシェアが五〇%、SIのシェアが二六%であるが、公共債に関してSIのシェアが四八%と高く、OTCのシェアが三五%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。一方、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のシェアが六七%と高く、SIのシェア一九%や取引所市場のシェア一四%を大きく上回っていることが確認できる。

図表1 2019年におけるヨーロッパの証券市場

	Equity			Bond		
	All	Shares	ETFs	All	Corporate	Sovereign
Size						
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
Trading activity						
Entities with largest trading activity	MTFs	MTFs	MTFs	SlS	SlS	SlS
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
SlS	20	20	29	26	19	48
OTC	27	27	19	50	67	35
Market infrastructures						
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
SlS (%)	33	29	36	34	40	38
incl. total UK venues	148	54	47	100	81	89
International activity						
Largest EEA Issuer	UK	UK	IE	DE	UK	DE
Trading volumes by issuer origin (EUR tn)						
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
Transparency						
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.

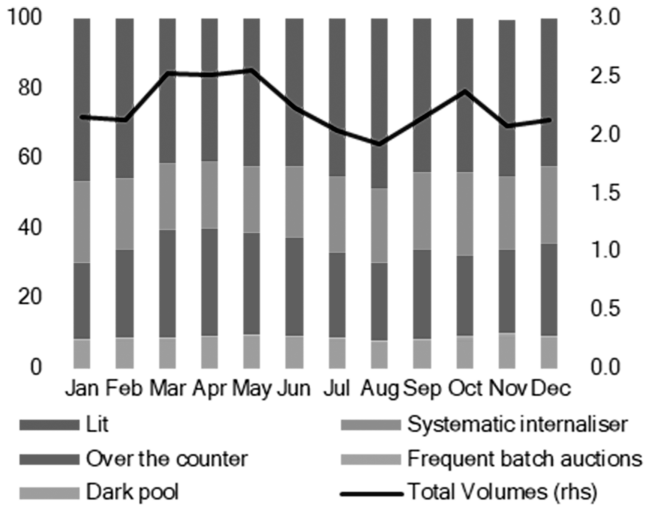
Source: FIRDS, FITRS, ESMA.

2 二〇一九年におけるヨーロッパの株式市場

図表1で二〇一九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、二〇一八年の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あるか。図表2は二〇一九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（TSE）での取引シェア上昇、ペリオディック・オークション（Frequent 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（LIE）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。

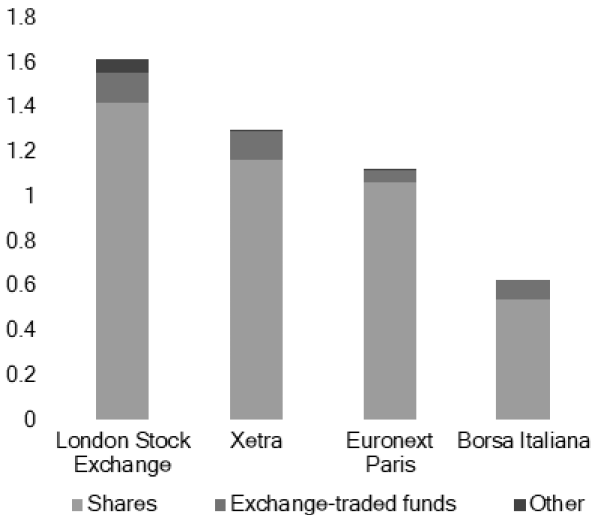
図表2・図表3・図表4は二〇一九年における取引所、MTF、SIのそれぞれ上位四市場での取引金額を表わしており、取引所（図表2）ではロンドン証券取引所、ドイツ取引所（Xetra）、ユーロネクスト・パリ（パリ取引所）、イタリア取引所、MTF（図表3）ではCBOEヨーロッパ（旧BATSヨーロッパ）、TP・ICAP（旧OFEX）、ターコイズ（買収されてロンドン証券取引所の子会社）、ブルームバーグ、SI（図表4）ではゴールドマン・サックス、バークレイズ、モルガン・スタンレー、クレディ・スイスが並んでいる。これらを合わせて並べ替えるとCBOEヨーロッパ、ゴールドマン・サックス、ロンドン証券取引所、TP・ICAP、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・ICAP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バーチエといったHFTはSIの上位四社には入っていないことが明らかとなった。

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



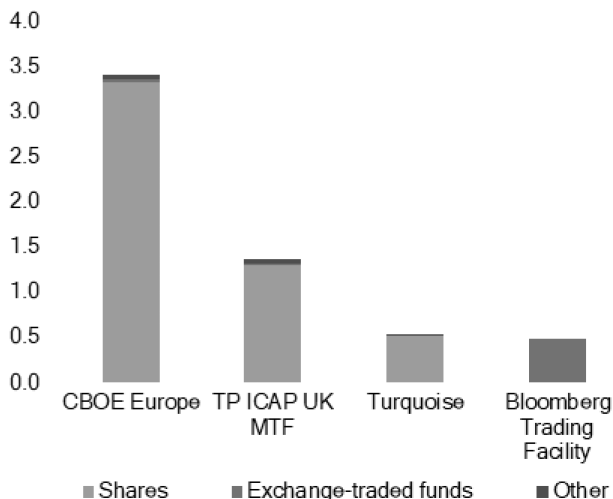
Note: Type of equity trading in the EEA as percentage of total volumes, in %.
 Total equity trading volumes in trn (rhs)
 Sources: FIRDS, FITRS, ESMA

図表3 2019年のヨーロッパの株式市場における取引所の上位4市場



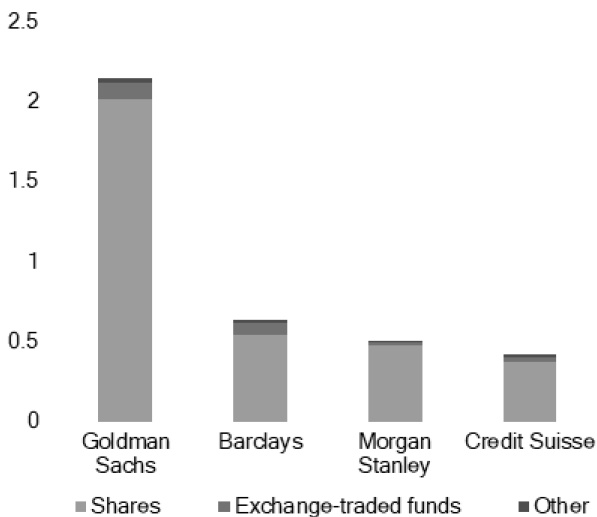
Note: Top regulated markets by annual trading volumes in equity and equity-like instruments in 2019, EUR trillion.
 Sources: FIRDS, FITRS, ESMA

図表4 2019年のヨーロッパの株式市場におけるMTFの上位4市場



Note: Top multilateral trading facilities by annual trading volumes in equity and equity-like instruments in 2019, EUR trillion.
Sources: FIRDS, FITRS, ESMA

図表5 2019年のヨーロッパの株式市場におけるSIの上位4市場



Note: Top systematic internalisers by annual trading volumes in equity and equity-like instruments in 2019, EUR trillion.
Sources: FIRDS, FITRS, ESMA

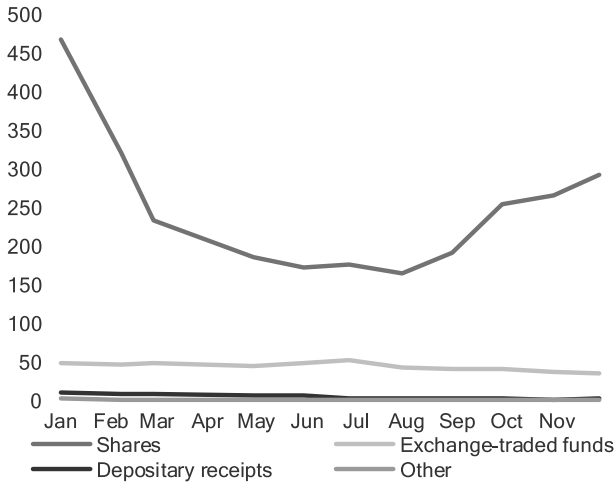
3 二〇一九年におけるヨーロッパの株式市場の透明性

二〇一八年の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四％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八％に達した場合、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・ポリウム・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・ポリウム・キャップの八％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・ポリウム・キャップの四％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。両図の形状は個別株においては似ているが、ETFでは八％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四％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。

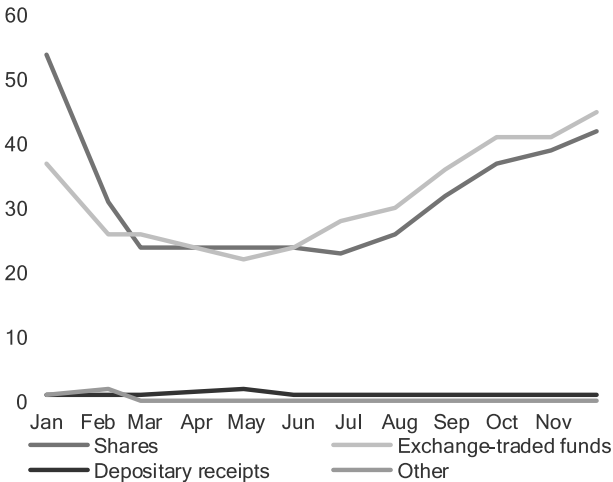
他方、図表8は気配値公開免除規定によって気配値の公開が免除された取引の比率の推移を、図表9は大口取引による気配値公開免除規定（JIS waiver）の適用を受けた取引の比率をそれぞれ表わしている。いずれの図でもETFは個別株に比べて気配値公開免除となっている比率が高いことがわかるが、図表8の推移を見ると個別株でもETFでも気配値公開免除を受けた取引の比率が明らかに上昇していることが読み取れる。透明性の向上を目指したダーク・プール規制導入後に気配値を公開しない取引の比率が上昇していることは皮肉としか言いよ

図表6 2019年のヨーロッパの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



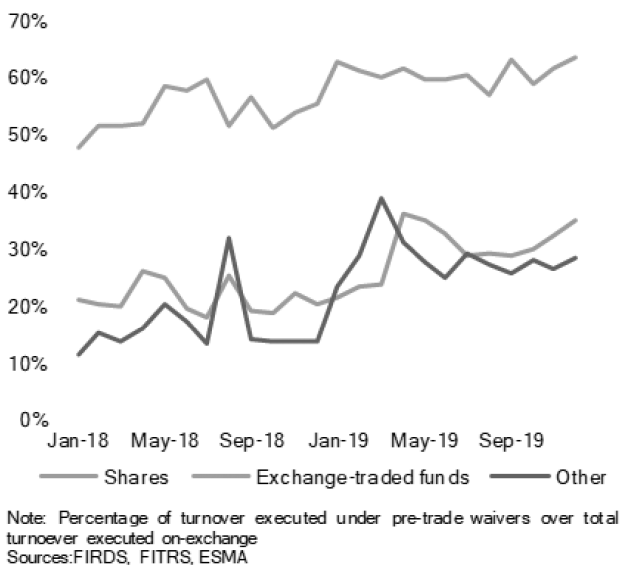
Note: Number of EU-level suspensions per type of instrument in 2019.
Sources: DVCAP, ESMA

図表7 2019年のヨーロッパの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

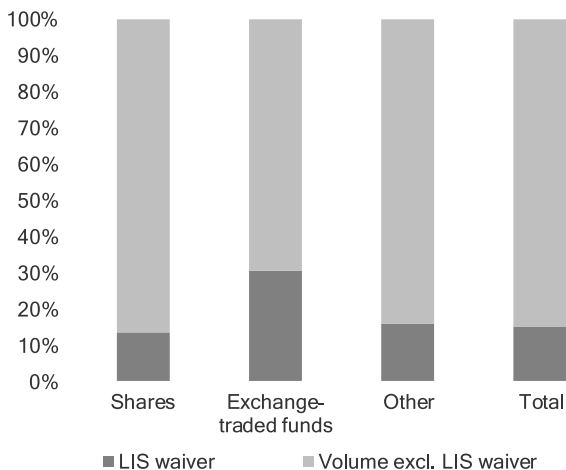


Note: Number of trading venue-level suspensions per type of instrument in 2019.
Sources: DVCAP, ESMA

図表8 ヨーロッパの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



図表9 2019年のヨーロッパの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



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。

注

(1) 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).

(2) MiFID II 施行後のヨーロッパの株式市場については、拙稿「ダブル・ボリュウム・キャップ―EUのダーク・プール取引規制―」(本誌一七〇七号)、「欧州ダーク・プール規制の影響―リット、ダーク、OTC、SII―」(本誌一七〇九号)、「ペリオディック・オークション―MiFID II が生み出した取引形態―」(本誌一七一一号)、「ペリオディック・オークションの実像―ESMAのコンサルテーション結果に見る実態―」(本誌一七一七号)を参照。

(よしかわ まさひろ・客員研究員)