

東京証券取引所 提出資料

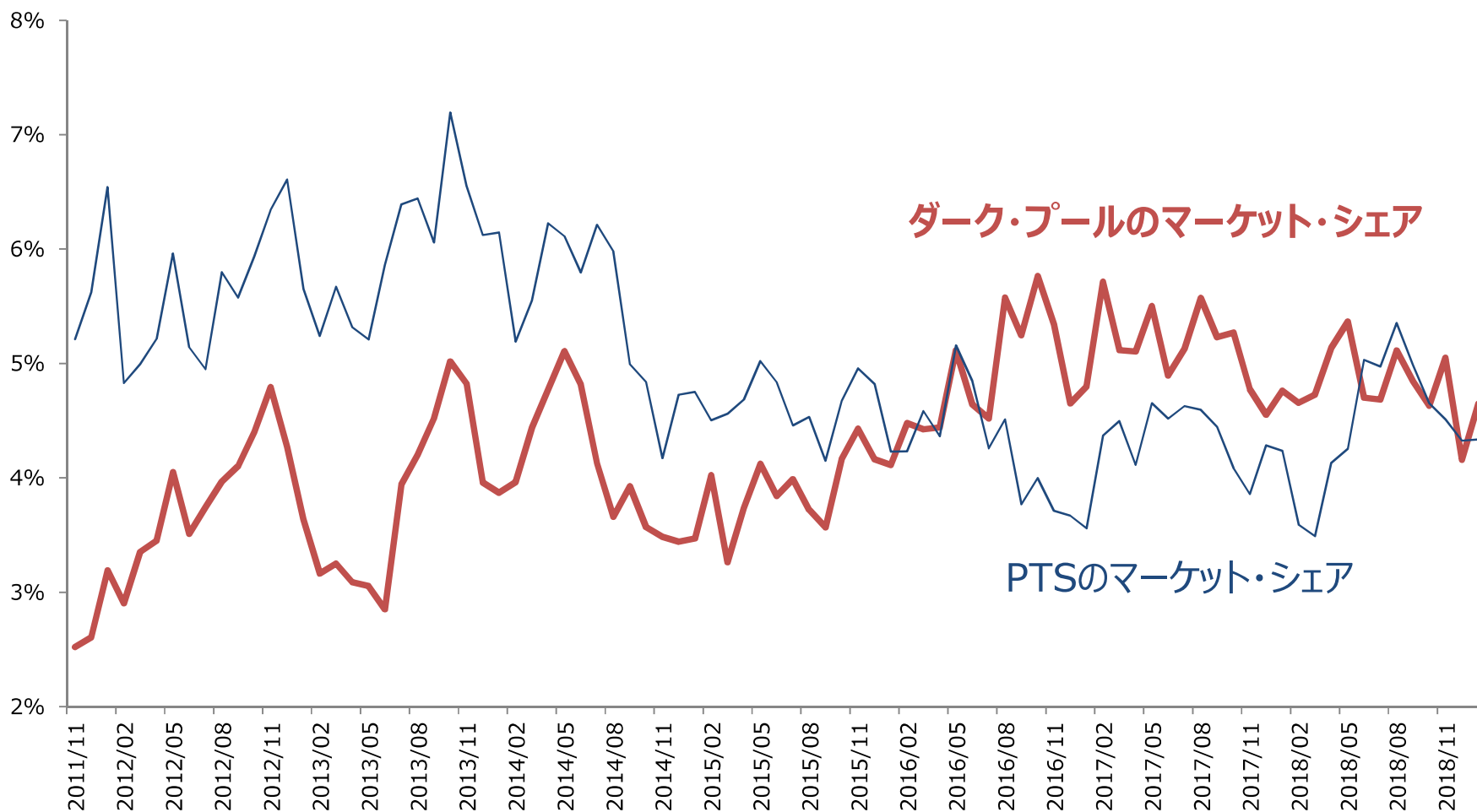


ダーク・プールへの対応について

2019年2月19日
(株) 東京証券取引所

ダーク・プール及びPTSのシェアの推移（～2019年1月）

- 近年、ダーク・プールのマーケット・シェアは拡大傾向にあり、特に2016年以降は規制体系が確立しているPTSを上回り、足元でもPTSと同水準のマーケット・シェアを維持。
- また、2018年に入ってから、個人投資家に対してダーク・プールでの取引執行を提供するサービスも拡大。



※ ToSTNeT-1（単一銘柄取引）のうち立会時間内の取引をダーク・プールにおける取引として推計。

※ マーケット・シェアは対東証市場全体（立会外取引を含む）として算出。

（出所）東証、日本証券業協会



諸外国におけるダーク・プール規制の状況

- 諸外国ではダーク・プールに対して、業者規制に加え、市場としての情報開示規制や価格規制等を課している状況。

	米国	欧州	カナダ	オーストラリア	香港	日本
規制の枠組み	Reg ATS Reg NMS	MiFID II MiFIR	Universal Market Integrity Rules	Market Integrity Rules	Securities and Futures Ordinance	金融商品取引 法 ※ 業者規制のみ
情報開示規制	あり ※ 市場としての 情報開示	あり ※ 市場としての 情報開示	あり ※ 市場としての 情報開示	あり ※ 市場としての 情報開示	あり ※ 市場としての 情報開示	なし
価格規制	検証中 ※ 昨年10月まで トレード・アッ ト・ルール*1を 含む実証実験 を実施*2	あり ※ 最良気配の仲 値に限定（ト レード・アッ ト・ルールより も厳しい）*3	あり ※ トレード・アッ ト・ルール（恒 久的措置）	あり ※ トレード・アッ ト・ルール（恒 久的措置）	なし ※ ただし、個人 投資家のダーク ・プール利用 は全面禁止	なし
数量規制	あり ※ シェア5%超で 気配公表	あり ※ ダブル・ボリュ ーム・キャップ*4	なし	なし	なし	なし

*1 「トレードアット・ルール」とは、小口注文をダーク・プールで執行する場合、主市場の最良気配よりも1ティック（注文値段の刻み）以上の価格改善又は最良気配の仲値での執行を求める価格規制。

*2 ティック・サイズに係る実証実験の一環として、一部銘柄にトレード・アット・ルールを適用して市場や執行品質に与える影響の検証を実施。

*3 一般的なダーク・プールの場合（市場の価格を参照する方式）、取引価格は主市場の最良気配の仲値に限定される。

*4 単一ダーク・プールで4%超又はダーク・プール全体で8%超のシェアとなった場合に、対象銘柄のダーク・プールでの一部取引を6か月間停止する規制（4%超の場合は当該ダーク・プールにおいて停止、8%超の場合はダーク・プール全体において停止）。

諸外国におけるダーク・プールの不祥事案

- ここ数年、米国を中心として、ダーク・プールの不祥事案が頻発し、各国規制当局から処分を受けている状況。
- 主な処分事由としては、以下のような点が挙げられる。
 - 顧客の機密取引情報の漏洩
HFTやダーク・プール運営会社の自己勘定部門・関連会社といった特定顧客への漏洩等
 - 顧客に対するダーク・プール運営に係る不実開示
HFTやダーク・プール運営会社の自己勘定部門・関連会社が関与しないと標榜しながら実際には多くに関与していた等
 - 法令違反
最良気配よりも劣った価格での執行、法令違反となる値刻みでの執行等

処分公表年月	ダーク・プール運営会社	国
2010年10月	Pipeline	米国
2012年10月	eBX (Level)	米国
2014年6月	Liquidnet	米国
2014年7月	Goldman Sachs	米国
2015年1月	UBS	米国
2015年8月	BNP Paribas	香港
2015年8月	ITG	米国

処分公表年月	ダーク・プール運営会社	国
2016年1月	Barclays	米国
2016年1月	Credit Suisse	米国
2018年5月	複数社 ※詳細未公表	オーストラリア
2018年7月	Citigroup	香港
2018年9月	Citigroup	米国
2018年11月	ITG ※2回目	米国

米国におけるダーク・プールの情報開示

- 米国では本年1月より、ダーク・プールに係る情報開示の充実化が図られた（Form ATS-Nの導入）。
- 利益相反や他の投資家との取扱いの相違等、投資家の立場から、投資判断（ダーク・プールの利用是非の判断）に必要な情報が網羅されているとともに、統一フォーマットにより各ダーク・プールの横並び比較が可能。
- また、これらの情報は規制当局のウェブサイトを通じて、誰でも容易に入手可能な状況となっている。

項目	内容
ダーク・プール運営会社に係る情報	<ul style="list-style-type: none">• ダーク・プール運営会社の基礎情報（名称、住所、資本関係、役員、URL等）• 他の市場（取引所やダーク・プール）を運営している場合はその基礎情報及び当該ダーク・プールとの関係性（注文回送の仕組み等）等
ダーク・プールの運営に係る情報	<ul style="list-style-type: none">• 参加者情報（参加者属性（特定の属性の者の参加を制限している場合はその条件や内容等）• ダーク・プール運営会社の自己勘定及び関係会社の関与状況等）• 取引サービス（提供される注文回送システムやアルゴリズム、コロケーション・サービスの有無・内容等）• 取引ルール（取引時間、注文種別、執行条件（マーケット・メイカーなど特定の属性の参加者の注文とのみ約定する制限を利用できる場合はその条件や内容等）、約定ロジック、配分方法、売買停止等）• 利用するマーケット・データ（ソース、利用目的等）• 手数料を含む各種料金体系• 利益相反に係る事項（流動性レポートの有無等（相手先、内容等））• 機密情報保護体制（知ることができる者の範囲やその役割・責任等）等 <p>※ 上記に関し、参加者によって取扱いが異なる場合は、その詳細な説明を含む（例えば、参加者によって利用できる注文種別や執行条件が異なる場合はその内容、気配情報や約定情報を知ることができる参加者がいる場合はその属性や条件及び知ることできる範囲等）</p>
ダーク・プールに係る各種ドキュメント	<ul style="list-style-type: none">• 運営関係規則・規定• 売買高等の統計レポート 等



※ Form ATS-Nの内容を項目ごとに整理・抜粋したもの。

(出所) SEC

対応策

- 諸外国の状況に鑑みれば、日本のダーク・プールにおいて、以下の制度的な対応を行うことが適切と考えられる。
※ なお、現物取引のみならず、デリバティブ取引においても同様の対応を図る。

1. ダーク・プール・フラグ

- 現在、取引所に付け出された注文がダーク・プールによるものか否かは識別ができず、売買状況の正確な実態把握や、立会市場と連動した売買監視等も困難な状況にある。
- そこで、証券会社が取引所の立会外市場で取引する場合、当該取引がダーク・プール*1からの付出しであるか否かを識別できるフラグを付すよう制度化を行う。（取引所規則で対応）

2. 情報開示・事前同意

- ダークプールは、通常の立会市場での取引と異なり、気配（注文）状況を見ることができず、注文執行方法も複雑等の特徴があるが、現状では投資者に対する情報開示等の制度的な枠組みはない。
- 「重要な情報の分かりやすい提供」や「顧客にふさわしいサービスの提供」という観点からも、他の金融商品や金融サービスと同様、十分な情報開示を行い、投資者がその内容やメリット・デメリットを理解したうえで、明確な意思として当該サービスを選択することが求められる。
- そこで、ダークプールにかかる情報開示の枠組みを整備するとともに、その利用に当たっては投資家の明確な事前同意（オプト・イン方式）を必要とする制度化を行う。

3. 価格規制

- 価格改善は、特に個人投資家にとってはダーク・プールを利用する唯一のメリットであるが、各ダーク・プールにおける価格改善状況にはバラつきがある*2。
- そこで、諸外国と同様、小口注文*3については、立会市場よりも有利な価格とすることを制度化し、価格改善の実効性を確保する。（取引所規則で対応）

*1 気配情報が非公表であり、電子取引システムを利用するとともに、同数量の売り注文及び買い注文を取引所の立会外市場で約定させるシステム。

*2 現物では約95%の取引で価格改善が得られていないダーク・プールもあれば、約10%の取引で価格改善が得られていないダーク・プールも存在するなど、各社によってバラつきがある。（2017年9月19日 JPXワーキング・ペーパー「日本におけるダーク・プールの実態分析」より）

*3 小口注文の基準は、諸外国における価格規制の基準や、空売り規制における個人信用取引の適用除外基準を参考とし、「注文数量が50単位（5,000株）未満又は注文金額が1,000万円未満」とすることが適当。