

欧州株式市場の規制とトレーディングを 取り巻く環境の変化

日本FIX 委員会トレーディングサミット2012
(ロイヤルパークホテル、東京)

2012年10月2日

Simmy Grewal
アイテ・グループ
シニアアナリスト

アジェンダ

- 欧州規制プロセスの概要
- トレーディングに影響を与える規制案の概要
- 欧州株式市場への影響

アジェンダ

- 欧州規制プロセスの概要
- トレーディングに影響を与える規制案の概要
- 欧州株式市場への影響

EU規制計画段階

- 現在計画段階にある数多くのEU規制のうち
2013年から2015年にかけて施行する予定の規制:
 - 金融商品市場指令／規制(MiFID II/MIFIR)
 - 市場濫用指令／規制(MAD II/MAR)
 - 欧州市場インフラ規制(EMIR)
 - 空売り規制
 - 証券集中振替機関(CSD)規制
 - 資本要求指令(CRD) IV

EU規制プロセス

- 三者会談プロセス – 三団体からの提案と投票から成る:
 - 欧州委員会
 - 欧州議会経済金融(ECON)委員会
 - 欧州理事会経済財務相理事会(ECOFIN)委員会

主要人物およびグループ

- 欧州証券市場監督局(ESMA) – 独立した汎欧州監督局(技術案レベル2担当)
- 審議会議長 – 現在キプロス – 次回アイルランド
- 報告者 – 修正、投票および三者会談プロセスを通じた規制導入を担当
 - マルクス・フェアバー – ドイツMEP (欧州議会議員) – MiFID IIおよびMiFIRの報告者
 - アーリーン・マッカーシー – 英国MEP – 市場濫用指令(MAD)および市場濫用規制(MAR)の報告者
 - ケイ・スウィンバーン – 英国MEP – CSD法案の報告者であるがその他条文にも多大なる影響力を持つ

レベル 1および 2規制条文

- 指令から規制への移行により欧州レベルでは全く新しいプロセス
- レベル1条文は規制のベースラインであるため、各加盟国が採択する規制案となる – 三者会談プロセスの焦点
- レベル2条文は規制の施行および採択における技術指針としてESMAが作成する

規制施行に向けた期限

- **2011年10月:** EU委員会がMiFID IIおよびMiFIR案を採択
- **2012年7月:** ECONが修正案に投票 – 9月に延期
- **2012年9月26日:** ECON投票
- **2012年10月・11月:** EU議会総会
- **2013年第1四半期:** 三者会談
- **2013年第4四半期:** ESMAが定義および導入形態を公表
- **2014年:** MiFID IIおよびMiFIRの施行

アジェンダ

- 欧州規制プロセスの概要
- **トレーディングに影響を与える規制案の概要**
- 欧州株式市場への影響

MiFIDとは？

- 2007年11月施行
- EUにおける金融取引の市場構造に競争をもたらす主要目的
 - 代替執行市場の創出(多角的取引システムMTF)
 - 執行前後の取引透明性の確保
 - 国際間のビジネス促進を目的とした投資企業のためのパスポート

MiFID I 施行後の予期せぬ結果

- 市場分断化が進むが、統合テープ（域内統合価格）の欠如によりバイサイド・トレーダーにとって取引透明性が低下
- 厳格でない報告要件により取引報告の二重化（あるいは三重化）が発生
- 多角的執行市場が独自に清算機関を設立したが、相互運用性の欠如により複雑な清算環境を生み出し、取引コストが増加

EU委員会案

- 自動取引に対する規制強化
 - 第17.3条: (自動取引における)戦略は、市況にかかわらず、取引時間中継続的に行われるものとする (競争価格における確定気配値を常時公表)
- EU委員会は、多様なアルゴリズム取引間の戦略の相違による区別はしておらず、用途が執行に限ったアルゴリズム取引戦略については念頭がない

MEP修正案: 注文執行比率

- MAD修正案では、実際の執行比率に比して多大な発注比率を、発注濫用として言及
 - 第10a条は、執行取引所は発注濫用防止規則を実施し、一定の注文執行比率を超えた市場参加者に対し追加費用を導入すべき点を説明している
 - 規制比率(最大値)案:
 - 250:1
 - 10:1
 - 50:1

MEP修正案: 最小注文提示時間

- MiFID II修正案は、執行取引所への全注文に対し、最小注文提示時間の追加を含む
 - 修正案には、取引システムに入力される全ての注文は、即座に取消または修正することなく、最小で500ミリ秒は市場に提示すべき点が記載されている
 - 最小提示時間として「最低5秒」を示唆するMEPも存在

MEP修正案: DMAの禁止

- マルクス・フェアバーの修正案は、発注者が取引所非会員である場合、ダイレクト・マーケット・アクセス(DMA)の禁止も提案している
 - 「投資会社は取引所への直接的な電子アクセスを提供してはならない」
 - 各執行市場の会員企業のみにはDMAは許可されるべき

MEP修正案: マーケットメイキング義務

- MiFID II修正案は、特定のHFT(高頻度取引)に対する(常時)マーケットメイキング義務化を提案
 - 基準: 手数料優遇を提供する執行市場において注文または取引の50%以上を執行する企業
 - 義務: 取引時間中に必ずアルゴリズム取引を継続し、市場の方向性にかかわらず競争価格における確定気配値を公表する

MEP 修正案: BCNの廃止

- MEPは「組織的取引システム(OTF)」から取引対象として株式を取り除くことを検討している。断片化が進行し市場に効果をもたらさないと考えている
- 基本的に、これはブローカーのクロッシング・ネットワーク(BCN)がMTF規制に該当するまたは存在しなくなることを意味する
- MEP間に広がる争点

MEP修正案: ダークプールの廃止

- MiFID II修正案は、取引前の取引透明性に関わる適用除外特例(特に基準価格およびニゴシエーション取引採用についての)の廃止について提案。現在これらの特例はブローカーおよびMTFを含むダークプールの大半が利用している
- 修正案に含まれる予定の唯一の適用除外特例は、大口取引(LIS)に関するもののみ
- この変更が実施された場合には、欧州市場からダークプールが廃止され、取引流動性がよりライト市場(注文気配公開市場)に移行する見込み

MEP修正案: 統合テープ (域内統合市場価格)

- 過去5年間その確立に向けての苦闘が続く
- 第一ハードル: 域内執行市場間で条件コード(取引フラッグ)またはデータフォーマットが非標準化
- 第二ハードル: 欧州取引所は一括市場データ(取引前後)のみを提供
- 3つのオプション案:
 - A: 単一テープ、非営利団体 (米国モデル)による運営
 - B: 単一テープ、公共入札を経た営利団体による運営
 - C: 複数のテープ、運営団体の条件を定義
- EU委員会はオプションCを提案
- EU理事会はオプションBに前向きと言われる

金融取引税

- 本取引税の目的は、金融セクターから金融危機により発生したコストを回収し、その他業界セクターの税制と比較して見合う形で金融セクターの税制を整備することである
- フランスはFTTを承認し、2012年8月1日に施行された(スペインも近くそれにならう見通し)
- ドイツ、イタリアおよびオーストリアなどその他各国も導入に熱心とされる
- 決済時に課税される見通し

米国規制 動向- EUに類似

- 大口トレーダーの報告要件
- メッセージベースでの手数料課金 (または注文取消しにつき)
- ネイキッド・スポンサーアクセス の禁止(注文は各市場会員ブローカーを通して行われる)
- 取引税
- 取引スピードへの規制または最小気配提示時間の導入
- コロケーションにおける公平性およびコロケーションサービスを利用する取引参加者の取引義務の導入

アジェンダ

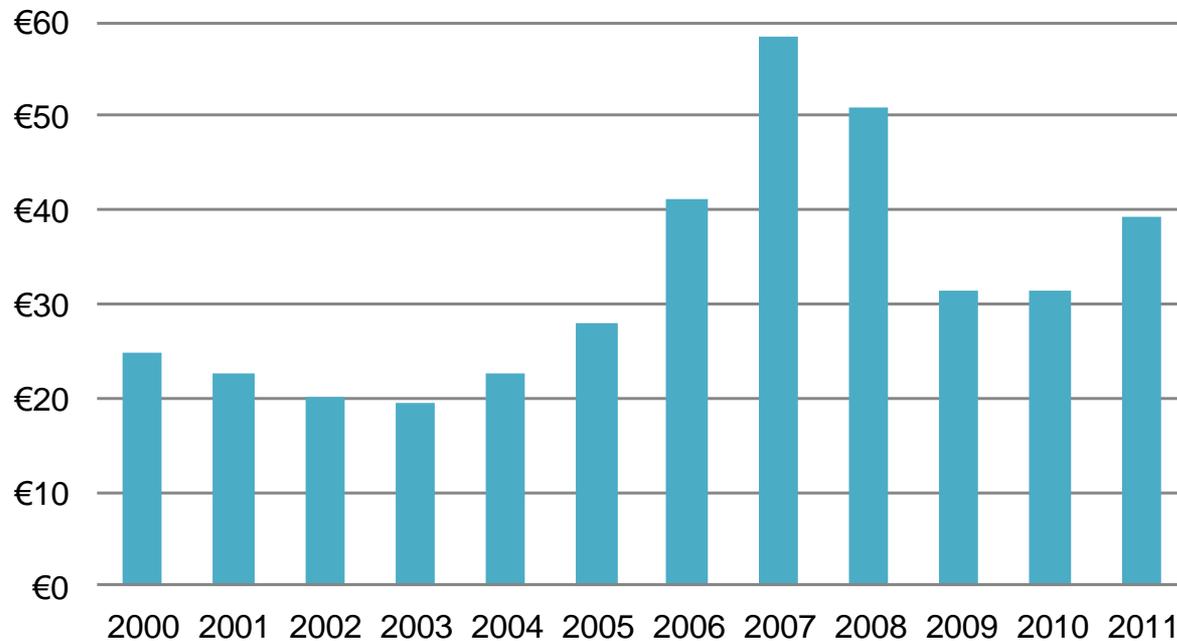
- 欧州規制プロセスの概要
- トレーディングに影響を与える規制案の概要
- 欧州株式市場への影響

バイサイドへの影響

- 複数のテープ(市場価格): バイサイドは、単に市場データが複数のテープにまたがって分断化することを懸念
- FTT: 決済時点での課金は、(日計りでポジションを閉じる)HFT以上に、(伝統的運用手法の)バイサイドにより影響を与える可能性あり
- ダークプールとBCNの廃止: これらの執行手段は流動性と価格向上の源であるため、廃止によりバイサイドの取引コストが増加する
- DMAの禁止: HFTの大半は自ら各執行市場の取引会員であるが、バイサイドはメンバーではない。これがバイサイド・トレーダーに著しくマイナスの影響を与える

EU流動性はすでに減少

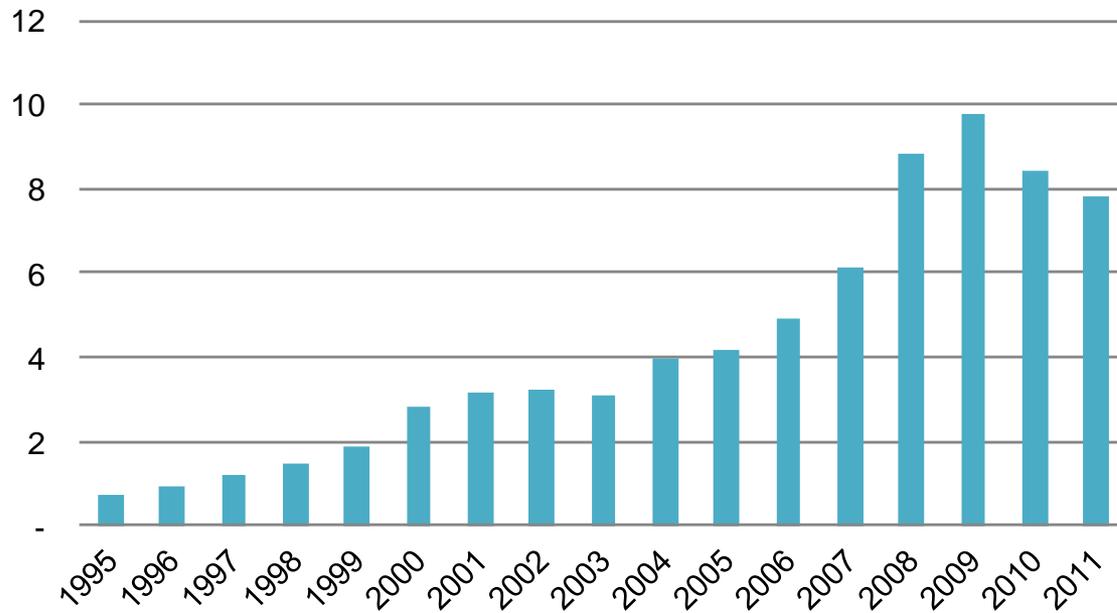
1日当たりの欧州証券平均売買代金(2000～2011年)
(単位:10億ユーロ)



資料: 欧州証券取引所連合、国際取引所連合、アイテ・グループ

米国も堅調ではない

1日当たりの米国証券市場平均売買高(1995年～2011年)
(単位:10億株)



資料: ニューヨーク証券取引所、NASDAQ、BATS取引所、ダイレクト・エッジ、SIFMA、アイテ・グループ

別方面に目を向け始めた取引

- (特にHFTが) 目を向けるのは:
 - 安定した流動性
 - 取引関連の緩い規制
 - 市場構造の変化とそれに伴う執行市場間の競争
 - エマージング・マーケット(未開発新興市場)

魅力ある市場

- ラテンアメリカ: ブラジル、メキシコ、チリ
- アジア太平洋:
 - 先進市場: 日本、オーストラリア、香港、シンガポール
 - 新興市場: 韓国、台湾、インド

アイテ・グループ: パートナー、アドバイザー、 カタリスト

アイテ・グループは、ビジネス、テクノロジーおよび規制問題ならびに金融サービス業界へのその影響を、専門に取り扱う独立系調査コンサルティング会社

Simmy Grewal

シニアアナリスト

www.aitegroup.com