

2020年7月15日 全7頁

# 金融庁のダークプール取引透明化策

## 内閣府令、監督指針を改正

金融調査部 主任研究員 横山 淳

### [要約]

- 2020年6月19日、「金融商品取引業等に関する内閣府令」及び「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」が改正された。
- これは、いわゆる「ダークプール」と呼ばれる取引について、顧客の注文をダークプールに回送する金融商品取引業者等に対して、①ダークプールへの回送条件・運営情報の説明、②価格改善の実効性の確保に向けた情報の記録・保管、③価格改善効果の顧客説明を求めるものである。
- ①については、2020年9月1日から、②③については、2021年9月1日から適用される。

## 1. はじめに～ダークプール取引透明化の内閣府令、監督指針改正

2020年6月19日、「金融商品取引業等に関する内閣府令」（金商業等府令）及び「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」（監督指針）が改正された<sup>1</sup>。

これらは、いわゆる「ダークプール」と呼ばれる取引に関わる改正で、顧客の注文をダークプールに回送する金融商品取引業者等に対する次のような規制が盛り込まれている。

- ◇ダークプールへの回送条件・運営情報の説明
- ◇価格改善の実効性の確保に向けた情報の記録・保管
- ◇監督指針の改正（価格改善効果の顧客説明など）

本稿では、今回の改正に至る議論の経緯を紹介し、改正のポイントを解説する。

<sup>1</sup> 金融庁のウェブサイト (<https://www.fsa.go.jp/news/r1/shouken/20200619/20200619.html>) に掲載されている。

## 2. 議論の経緯

「ダークプール」とは、一般に、「電子的にアクセス可能で、取引前透明性のない（気配情報を公表しない）取引の場」と説明される<sup>2</sup>。

投資家がダークプールを利用する理由としては、取引コストが抑えられること、気配情報が公表されないことから大口取引のマーケット・インパクトが抑えられること、（値段の刻み幅（いわゆるティックサイズ）等から）取引所よりも有利な価格で取引ができる可能性（価格改善の可能性）があることなどが、挙げられることが多い<sup>3</sup>。

他方、市場の価格発見機能の低下や流動性の分散、ダークプールの取引や情報へのアクセスの公平性の阻害、ダークプールにおける取引の執行方針等に関する情報が十分に提供されないおそれがあることなどの問題が指摘されている<sup>4</sup>。こうした問題を踏まえて、海外ではダークプールに対して一定の規制を課す事例も存在している<sup>5</sup>。

わが国においても、一度、2016年に、高速取引行為（HFT）規制と併せて、ダークプール規制の導入が議論されたことがある。高速取引行為（HFT）については、翌2017年の金融商品取引法改正により規制が導入されたものの、ダークプールについては、規制の導入を検討することの要請は「現状、必ずしも強く聞かれなかった」<sup>6</sup>として、この時は見送りとなった。

しかし、その後、「ネット証券会社が個人投資家向けダークプールの提供に参入するなど、個人投資家への間口」が広がった結果、次のような問題が懸念されることとなった<sup>7</sup>。

- 今後個人投資家向けダークプールの拡大が見込まれる中で、何ら規制のないままでは、個人投資家に不利益が発生した場合の実態把握や対応が困難  
（例えば、個人投資家に対し、価格改善を謳っている場合があるが、説明どおりの執行が確保されているかは把握困難）
- もともと機関投資家を対象とした取引方法であったところ、個人投資家が十分な理解のないままにダークプールを利用しているおそれ

これを踏まえて、ダークプール取引の透明化等に向けた対応として、次の施策を講じる方針がまとめられた<sup>8</sup>。

<sup>2</sup> 平成31年2月19日開催金融審議会市場ワーキング・グループ（第19回）資料1「[事務局説明資料（ダークプールの現状と課題）](#)」p. 1。

<sup>3</sup> 脚注2資料p. 2参照。

<sup>4</sup> 同前。

<sup>5</sup> 吉川真裕「HFTとダーク・プールに対する規制状況-規制状況の国際比較-」（『証券経済研究』第94号（2016年6月）所収、pp. 105-124）など参照。

<sup>6</sup> 「[金融審議会市場ワーキング・グループ報告～国民の安定的な資産形成に向けた取組みと市場・取引所を巡る制度整備について～](#)」（平成28年12月22日）p. 19

<sup>7</sup> 脚注2資料p. 4。

<sup>8</sup> 令和元年6月3日開催金融審議会市場ワーキング・グループ（第24回）資料4「[事務局説明資料（ダークプール取引の透明化等に向けた対応策）](#)」p. 2。

- ①ダークプールを経由した注文の把握
- ②ダークプールへの回送条件・運営情報の説明
- ③価格改善の実効性の確保

今回の改正は、このうち②③を実施するものである。

### 3. 改正の内容

#### (1) 規制対象となる者・取引

今回の規制の対象となる者（ダークプール回送者）は、次のように定められている（金商業等府令 70 条の 2 第 7 項）。

- ① 金融商品取引所における立会外取引（注1）又はその委託の取次ぎ（注2）であって
- ② 「社内取引システム」を使用して行うものを
- ③ 業として行う金融商品取引業者等

（注1）厳密には「取引所金融商品市場における有価証券の売買若しくは市場デリバティブ取引（当該取引所金融商品市場を開設する金融商品取引所の業務規程で定める売買立会又は立会によらないものに限る。）」とされている。

（注2）有価証券等清算取次ぎを除く。

これは、わが国における「ダークプール」が、海外で一般的な仕組みとは異なり、「電子的システムによって証券会社内で顧客の注文を付け合わせた上で、取引所の立会外市場に同時に取引次いで約定させる取引システム」<sup>9</sup>として運営されていることを受けたものとなっている。

②でいう「社内取引システム」（「ダークプール」を意図している）とは、証券会社内で顧客の注文を付け合わせる電子的システムのことであり、具体的には次のように定められている。

- 当該金融商品取引業者等その他の者が
- 電子情報処理組織を使用して
- 同時に多数の者を一方の当事者又は各当事者として
- 当該有価証券の売買若しくは市場デリバティブ取引の価格その他の取引の条件の決定又はこれに類似する行為を行うもの
- 私設取引システム（PTS）を除く

「その他の者」は、「社内取引システムを開設する者が当該金融商品取引業者等（ダークプール回送者）と異なる場合におけるその開設者を規定したものであり、例えば、ダークプールを運営する他の金融商品取引業者等」が想定されている（金融庁「コメントの概要及びコメントに対す

<sup>9</sup> 脚注 6 資料 p. 19。

る金融庁の考え方」(「金融庁の考え方」No. 7)。つまり、自らダークプールを運営しているケースだけでなく、他社の運営するダークプールに顧客の注文を回送するケースも対象とされる。

## (2) ダークプールへの回送条件・運営情報の説明

ダークプール回送者である金融商品取引業者等には、次の業務管理体制を整備することが求められる(金商業等府令70条の2第7項)。

- ①回送先であるダークプール(その金融商品取引業者等が開設するものを除く)の運営状況を把握するための措置がとられていること
- ②ダークプールへの回送条件や運営情報(運営者の会社情報・参加者情報等)について、顧客の知識・経験・財産の状況・その有価証券の売買又は市場デリバティブ取引を行う目的を踏まえた適切な説明を行うための措置がとられていること

上記①は、他社の運営するダークプールに回送する場合を念頭に、回送先のダークプールに関する運営情報(運営者の会社情報・参加者情報等)について、適切に把握することができるようにすることを求めるものである(「金融庁の考え方」No. 8)。なお、自社が運営するダークプールについては、当然に状況を把握しているという前提である(同前)。

上記②において、具体的に顧客に説明すべき事項としては、次のものが掲げられている。

- イ. ダークプールを使用する場合の条件
- ロ. ダークプールを開設する者、取引の条件の決定に参加できる者、取引の条件の決定方法その他のダークプールの運営に関する情報

上記イの「ダークプールを使用する場合の条件」としては、「例えば、顧客からの注文をダークプールに回送するための価格等の条件」が考えられるとされている(「金融庁の考え方」No. 18)。

上記ロの「取引の条件の決定に参加できる者」としては、「社内取引システムにおける取引の条件の決定等に係る当該取引の当事者となり得る者(ダークプール回送者の顧客を含む)」が該当するとの見解が示されている(「金融庁の考え方」No. 19)。

## (3) 価格改善の実効性の確保に向けた情報の記録・保管

ダークプール回送者に対し、注文伝票において、次の事項の記録・保管が求められる(金商業等府令158条第5項、「金融庁の考え方」No. 34)。

- ・ダークプールの名称
- ・ダークプールで対当した価格及び時刻
- ・ダークプールに回送を行うと判断した際の金融商品取引所、PTS(私設取引システム)、ダーク

## プールの価格及び時刻

加えて、ダークプールへの回送に関する注文伝票については、これがダークプールへの回送に関するものであることが判別できるようにすることも求められている（金商業等府令 158 条 6 項）。

これは、顧客・当局から求めがあった場合に、事後に価格改善（金融商品取引所、PTS における価格と比較して同一又はそれよりも有利な価格で取引を行うこと）の状況を確認できるようにすることが目的の規制である。そのため、顧客が価格改善を主たる目的としないものについては、除かれることとされている（金商業等府令 158 条 5 項）。なお、ここでいう「主たる目的としない」場合としては、「価格改善よりも優先する事項がある場合」が示されている（「金融庁の考え方」No. 25）。

### (4) 監督指針の改正（価格改善効果の顧客説明など）

前述(2)②の通り、ダークプール回送者には、投資者保護の観点から、ダークプールで取引を行った顧客に対し、ダークプールへの回送条件や運営情報（運営者の会社情報・参加者情報等）について、その顧客の知識・経験・財産の状況・その有価証券の売買又は市場デリバティブ取引を行う目的を踏まえた適切な説明を行うことが要求されている。

これを受けて監督指針が改正され、説明すべき事項として、具体的に次のものが掲げられている（監督指針IV-3-1-2(10)）。

- ① ダークプール運営者に関する情報（会社の概要（注1）及びダークプールを利用した自己勘定取引の有無を含む。）及び他の取引参加者の概要（注2）
- ② ダークプールへの回送を価格改善として行う場合、その仕組みの詳細
- ③ 取引ルール（取引の参加基準、拒否事由及びダークプールに回送する方法を顧客が注文執行の選択から外す方法を含む。）
- ④ 注文の回送時に対当した価格が必ずしも約定時における有利な価格を保証するものではないこと及び注文を故意に顧客に不利な取引の条件で執行することがないこと
- ⑤ 顧客がより有利な価格で取引を行うことを主な目的としてダークプールを用いた取引を行う場合、当該ダークプールを利用したことによる個々の取引に係る価格改善効果の状況（価格改善しなかった場合はその理由を含む。）
- ⑥ ダークプールを用いて約定した顧客自身の注文に係る注文伝票の記載事項（前記(3)）について当該顧客が開示の請求をする方法

（注1）「会社の概要」としては、名称、所在地、金融商品取引業者としての登録番号等の事項が想定される（「金融庁の考え方」No. 60）。

（注2）「他の取引参加者の概要」としては、参加者の属性（機関投資家、ブローカーディーラー、HFT 業者、ヘッジファンド等）のほか、把握可能な場合には、その属性ごとの参加者数等が想定される（「金融庁の考え方」No. 60-62）。

ダークプール回送者は、これらの事項について、顧客の知識・経験・財産の状況・その有価証券の売買又は市場デリバティブ取引を行う目的を踏まえた適切な説明を行うことが求められる。特に、今回の改正の背景（前記「2. 議論の経緯」参照）を踏まえ、個人顧客を相手方とする場合について、金融庁は、次のような対応を求めている（「金融庁の考え方」No. 73、75）。

「個人投資家の様に、社内取引システムでの取引に関する理解等が必ずしも十分でないと考えられる顧客に対しては、原則として①～⑥（筆者注：監督指針IV-3-1-2(10)）のいずれについても十分に説明する必要があると考えられます。」

（上記⑤について）「個人投資家の様に、社内取引システムでの取引に関する理解等が必ずしも十分でないと考えられる顧客に対しては、顧客からの求めの有無にかかわらず、また、集約したデータではなく、個々の取引ごとに十分な説明をする必要があると考えられます。」

ここで、価格改善を主な目的としてダークプールを用いる顧客に対する⑤の価格改善効果の状況（と価格改善しなかった場合のその理由）の説明が要求されている点が注目される。

具体的に説明すべき内容としては、ダークプールで取引を行うために比較・参照した他の市場等の価格とダークプールでのマッチング価格を比較し、いくら価格改善があったのか金額を説明することが求められるとの見解が示されている（「金融庁の考え方」No. 64-65）。

また、価格改善しなかった場合の理由の説明は、比較・参照した価格より不利な価格で約定した場合だけではなく、（比較・参照した価格と）同値で約定した場合にも求められる（「金融庁の考え方」No. 66-68）。理由の説明としては、「例えば『同値の場合は手数料が安価な社内取引システムでの取引を優先するとした契約・ルールに従った』等のように、その理由を簡潔に説明すること」が求められるとされている（「金融庁の考え方」No. 64-65）。

## (5) その他

ダークプールへの対応としては、金融庁だけではなく、東京証券取引所（東証）においても取組みが進められている。具体的には、2020年6月2日、ToSTNeT市場に関する業務規程及び受託契約準則の特例などが改正され、(呼値(注文)への)ダークプール・フラグの導入や(ToSTNeTにおける)信用取引が可能な取引類型の明確化(ダークプールを経由した信用取引の禁止など)が行われている<sup>10</sup>。

## 4. 施行日

内閣府令・監督指針の改正は、2020年9月1日から施行される。

ただし、前記3.(3)「価格改善の実効性の確保に向けた情報の記録・保管」については、システム対応などの準備期間を考慮し、2021年9月1日から適用することとされている。また、前

<sup>10</sup> 東証のウェブサイト (<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/rules/revise/index.html>) 参照。

記3.(4)「監督指針の改正（価格改善効果の顧客説明など）」のうち、「価格改善の実効性の確保に向けた情報の記録・保管」に関連する事項（具体的には⑤と⑥が該当するものと思われる）についても、同様に2021年9月1日から適用されるものと考えられる。

前記3.(5)の東証の取組みについては、2020年8月17日からの施行が予定されている。