2023年10月

「日本におけるダークプールの規制に関する検討」

第8期 客員研究員

大阪公立大学大学院法学研究科 准教授

仲 卓真

要 約

本論文の目的は、ダークプールの規制について日本の規制とアメリカおよびヨーロッパの規制を比較することによって日本の規制の特徴を明らかにしたうえで、その日本の規制がどのように根拠づけられるのか、また、今後の規制のあり方を検討する際にどのような点に着目するべきであるのかを検討することである。

証券市場のうち金融商品取引所等においては気配情報が公表されていることが通常であるところ、ダークプールは、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）取引の場であると捉えられており、その大きな特徴は、取引前透明性がないという点にある。この取引前透明性がないという特徴には、メリットも存在するものの、デメリットも存在しており、一定の規制の必要性が指摘されている。そのような指摘を踏まえて、日本においても、2020年、ダークプールに対する一定の規制が導入されることになった。

もっとも、このダークプールに関する研究としては、ダークプールの実態分析や諸外国におけるダークプールの規制の紹介等がなされてきたものの、法学の分野からダークプールの規制自体に焦点を当てて、そのあり方を検討したものはほとんど存在しない。そこで、本論文では、諸外国の規制との比較を通じて、日本で導入されたダークプールの規制がどのような特徴を有するのかを明らかにしたうえで、その日本の規制がどのように根拠づけられるのか、また、今後の規制のあり方を検討する際にどのような点に着目するべきであるのかを検討することを試みた。

まず、日本・アメリカ・ヨーロッパにおけるダークプールの規制をそれぞれ考察したうえで、それらの比較・分析を行ったところ、次のような点が明らかになった。すなわち、日本におけるダークプールの規制は、情報開示規制に分類されるものであるが、アメリカやヨー

ロップアの規制と必ずしも同じような意義を有するものではない。まず、ダークプールの規制として情報開示規制を導入しているという点においては日本の規制とアメリカの規制が類似しているものの、その規制の趣旨は両者で異なっており、具体的には、アメリカでは市場参加者一般を利益相反の可能性から保護するというものであるのに対して、日本では個人投資家を保護するというものである。また、日本においては、ヨーロッパのような価格規制が導入されていないものの、日本の情報開示規制の一部は、間接的に価格改善を促すような効果を有している。

このような日本におけるダークプールの規制の特徴は、市場の価格発見機能の保護を目指すというよりも、個人投資家の保護を目指しているという点にある。そして、そのために、具体的には情報開示規制を導入しており、また、その中には、間接的に価格改善を促すような規制も存在している。しかしながら、このような規制が個人投資家の保護という観点から具体的にどのように根拠づけられるのか、また、個人投資家の保護としてその他の規制を導入する場合にそれをどのように根拠づけることができるのかについては十分には検討されてこなかった。

そこで、このような個人投資家の保護としてのダークプールの規制について検討を行った。まず、現在の日本において採用されているようなダークプールの情報開示規制は、ソフトなパターナリズムとして、個人投資家の選択の自由を実質的に保障するという観点から根拠づけることができる。そして、今後の規制のあり方を検討する際には、次のような点に着目して検討を行うべきである。まず、今後の規制として想定される個人投資家によるダークプールの利用の禁止や価格規制は、個人投資家の選択の自由を制限するものであり、ハードなパターナリズムに分類される。したがって、個人投資家の保護という観点からこれらを説得的に根拠づけるためには、どのような危険から個人投資家を保護することを想定しているのかを明確にしたうえで、そのためにその規制が必要であるのか否かを慎重に検討するべきである。また、このようなハードなパターナリズムに分類される規制は、個人投資家の保護という観点から根拠づけることが難しい場合であっても、市場の価格発見機能を改善するためにダークプールの取引量を減らしてリットプールの取引量を増やす必要があるという公益的な観点から根拠づけることができる可能性がある。そして、個人投資家の保護という側面と市場の価格発見機能の改善という側面のどちらをより重視するのかによって、

採用すべき規制の内容やその根拠づけも異なってくる可能性がある。したがって、今後の規制のあり方を検討する際には、ダークプールの規制が個人投資家の保護という側面と市場の価格発見機能の改善という側面の両面を有しているという点に特に留意するべきである。

以 上

(掲載誌：仲卓真「日本におけるダークプールの規制に関する検討」大阪公立大学法学雑誌
70 卷 2 号 (2023 年) 14-53 頁)

- (注) 1 この内容の全部又は一部について、日本証券業協会に無断で使用(転用・複製等)及び改変を行うことはできません。
- 2 この論文に述べられている見解は筆者個人のものであり、日本証券業協会としての見解を示すものではありません。