

米国におけるダークプールと ダークプール・アグリゲーターの登場

米国では証券会社が提供するダークプールといわれるクロッシング・ネットワークが普及しており、証券会社が提供すべき機能としてすでに成熟的な段階にある。今後は、ダークプールの流動性を探索する機能としてのダークプール・アグリゲーターの事例も見られるようになってきた。

米国で拡大するダークプール取引

近年米国では、既存取引所における株式取引に加え、ECN(電子取引市場)などの取引所外取引の多様化が生じている。米国における取引所外取引は、全体の25%程度といわれているが、1998年に市場参加者の制限を緩和したATS(代替的取引システム)規制が変更されたことをきっかけに、証券会社主導による取引所外取引の執行市場が多様化してきた。米国の取引所外取引の拡大を考察する上で、証券会社自身が提供するダークプールへの取組みが無視できない。本レポートでは、米国における証券会社を中心とするダークプール事業の戦略的な動向を紹介することとした。

取引所やECNと補完関係にある ダークプール

米国では、ECNに加え、ブロック型クロッシング・ネットワークやダークプールの存在感が高まっている。ECNは、高流動性銘柄を中心に高速な売買システムを採用するという戦略が基本であり、ブロック型クロッシングは、低流動性銘柄を中心に大口取引を匿名でクロッシングするという事業モデルをとっている。ECNやブロック型クロッシングは、高流動性銘柄や低流動性銘柄にそれぞれフォーカスをしぼり、取引所に加え新たな流動性を提供することが事業戦略の中心となっている。

一方、証券会社が提供するダークプールは、証券会社が、機関投資家からの委託注文を取引市場に発注する前に、証券会社内のシステム上でつき合わせて約定処理を行うシステムである。それゆえに内部クロッシングシス

テムとも呼ばれている。

機関投資家にとっては、ダークプールを利用することで、①価格改善効果、②マーケット・インパクト削減効果、の2点をメリットとして享受することが可能となる。

ダークプールは板情報のない価格非公開型の執行場所であり、アスク・ビッドのスプレッドが存在しないために、ダークプールで取引を行う機関投資家にとっては、既存取引所よりも有利な価格条件で執行することが可能である。特に、仲値クロスを採用するダークプールでは、取引所の最良気配の仲値で約定できるため、買い手と売り手の双方にとって、取引所価格よりも良い価格で執行することが可能となる。また、ダークプールでは、取引価格やボリュームが公開されないため、マーケット・インパクトを抑えることができ、執行コストを最小化することができる。

このようなメリットが存在することから、米国証券会社にとってダークプールの提供は必須サービスと考えられるようになってきており、ダークプールを提供する証券会社は数多い。現在では、取引所やECNでの取引を行う前に、ダークプールでの執行可能性が先に参照されることが多くなっている。また、ダークプールで約定されなかった注文は、取引所やECNへ回送されるのが一般的であり(現在ダークプールでの約定は米国平均で約15%程度といわれており、必ずしも高い水準とはいえない)、ダークプールと取引所・ECNは競合関係にあるというよりは、補完的な関係にあるといえる。

このような補完性を背景として、米国証券会社では、ECNや取引所での執行サービスに加えダークプールの提供を行うことで、機関投資家に向けたサービス・カバレッジの拡大を志向している。証券会社がダークプー

NOTE

1) BNY ConvergeExとは、Bank of New York傘下のエージェンシー・ブローカー。

ル・サービスを強化していることから、今後も、米国におけるダークプールの取引量は急拡大すると見られており、2007年の500百万株/日の水準から、2010年には1500百万株/日へと3倍程度になるとの予測もある。

米国証券会社における ダークプール事業の戦略

ところで、ダークプールを提供する証券会社にも、戦略的な思想において、ふたつの方向性をみることができる。

ひとつは、投資家からの注文に対して、自己売買部門による注文を接続するなど内部ダークプールの流動性を高め、収益を得るモデルである。ゴールドマン・サックスは豊富な自社流動性を活用し、ダークプールでの取引ボリュームを高めることに成功しているといわれている。また、UBSはリテール・オーダーの流動性を活用したマッチングを行うことで、流動性の質と量の向上を狙っている。

一方、自社のダークプールを複数の外部ダークプールと接続し、多くの流動性にアクセス可能なアルゴリズムを提供することで収益を得るモデルが存在する。クレディ・スイスは、米国ではアルゴリズム取引の分野で有力なプレイヤーとして知られているが、アルゴリズム取引の優位性を一層強化するために、多くの外部ダークプールに接続する戦略を採用している。クレディ・スイスでは、アルゴリズム取引のパフォーマンス改善と注文量増加が目的であるため、自社ダークプールへの囲い込みには必ずしも拘^{こたわ}っていない。クレディ・スイスのような事業モデルが成立する背景には、すでに多数のダークプールが存在し、個々のダークプールでの流動性獲得競争から、複数のダークプールに存在する流動性を探索す

る機能に、競争優位性を見出そうとの判断が現れつつあることが読み取れる。

このような動向の象徴的な事例として、BNY ConvergeEX¹⁾の動向があげられる。BNY ConvergeExは、ブロック型クロッシングであるConvergeEx Crossを運用する一方で、ダークプール・アグリゲーターとしてのVortEXの提供を2007年より開始した。ダークプール・アグリゲーターとは、自社内でのクロッシングを行わず、外部に存在する複数のダークプールにおける流動性を探索する機能のみに特化したサービスである。このダークプール探索機能の競争優位性を確立するために、同社は、VortExに関連した技術基盤も独自に構築しているといわれている。

日本における証券会社主導のダークプール事業の動向については、いまだ試行段階にあり、ダークプール事業が成熟的な段階にある米国と一概に比較することは困難である。ただ、自社のダークプールのみで成立させる事業モデルに加え、外部のダークプールとの連携を視野にいった事業戦略もありうる点は、今後、日本国内の証券会社が戦略を考える上で、参考になるものと思われる。



Writer's Profile



高村 幸治 Koji Takamura

NRI アメリカ
上級コンサルタント
専門は金融機関の事業戦略調査
focus@nri.co.jp