

# 存在感を増す クロッシングネットワーク

米国では注文の細分化により、取引所での株式のブロック取引が困難となったが、その代替市場としてクロッシングネットワークが注目されるようになった。またアルゴリズム取引のために内部の小口注文とマッチングをする社内クロスを提供する証券会社も増えてきている。

## クロッシングネットワークとは

クロッシングネットワークとは他市場の取引価格や気配を参照<sup>1)</sup>、または取引当事者同士が直接交渉することで価格を決定して取引を成立させる、内生的な価格発見機能を持たない電子市場のことである。そのため、通常のオークション市場では大きなマーケットインパクトを被るような大量の取引も、インパクトを抑えて執行することが可能となる。また匿名性が確保されている点も機関投資家から好まれる要素となっている。

## クロッシングネットワークの利用の拡大

米国においてクロッシングネットワークが登場して以来、そのインパクトを抑制する機能から最良執行を実現する上での重要な市場であると認識されてきた。更にクロッシングネットワークが大きな注目を集める契機となったのは、2001年にNYSEとNASDAQが株価の値刻みを分数表示(1/16)から小数点表示(1/100)に切り替えたこと(所謂デシマライゼーション)である。価格の刻みが細くなることで注文の細分化が起り、取引所でブロック注文<sup>2)</sup>を執行することが以前よりも困難となった。そのためブロック取引を執行する代替市場としてクロッシングネットワークの存在感が増してきている。

クロッシングネットワークの数も増加しており、以前から提供をしていたITGやInstinetに加えて、デシマライゼーションとタイミン

グを同じくしてLiquidnetとNYFIXがサービスを開始し、2004年にはPipelineが参入した。

これらクロッシングネットワークの中でも、参加者をバイサイドに限定し、取引価格も当事者の交渉で決定するなどの特徴を持ったLiquidnetの躍進が顕著である。大手バイサイドの参加を多数取り付けてスタートしたこと、バイサイドOMSの内部にある未約定の注文を自動的にマッチング対象として吸い上げる仕組みを持っていることで高い流動性を実現し、2005年にはITG社のPOSITを抜いてブロック取引で米国トップの座を獲得した。

これに対し、他のクロッシングネットワークもOMSとの連携を強め、巨大な流動性供給者であるセルサイドの参加を促すなどして流動性の拡大を図っている。Liquidnetも、参加者をバイサイドに限定するという意義を守るために自己勘定取引の参加を認めない一方で、他の証券会社に発注された小口の委託注文を引き入れ、それらをまとめてブロック注文にマッチングさせる新システムをリリースするなど、流動性を巡る戦いは激しさを増してきている。

## 大手証券会社の社内クロス

このようにクロッシングネットワークはブロック取引の有効な執行市場として発展してきた。しかしこの流れとは別に、社内を通る注文同士をマッチングさせるという形態のクロッシングネットワーク 社内クロスと呼ば

### Writer's Profile



#### 加藤 大輝

Hiroki Kato

金融ITイノベーション研究部  
副主任研究員

専門は執行評価  
focus@nri.co.jp

れているを提供する証券会社が最近多くなっている。

社内クロスは、アルゴリズム取引の執行オプションとして主に提供されている。アルゴリズム取引はインパクトを抑制しながらブロック注文を執行するもう一つの有効な手段であり、大口の注文を小口に分解して執行するという、ブロック取引を対象としたクロッシングネットワークとは異なるアプローチを取っている。この細分化された注文を他の小口注文と他市場の仲値でマッチングさせることで、スプレッド分のコストを削減し、アルゴリズム取引のパフォーマンスの向上を図ろうとしている。

社内クロスとブロック取引を目的としたクロッシングネットワークとで大きく異なる点の一つに、参入障壁の低さがある。クロッシングネットワークを始めるにあたり、最も重要かつ困難なことは流動性を集めることであるが、そもそも社内クロスは証券会社内部に既に存在する流動性を使用するため、最初から一定のマッチング率を実現することができる。更にマッチングされない注文は通常の注文と同様に取引所やECN<sup>3)</sup>に送られるため、顧客から見た約定率が低下する危険性は少ない。

## 社内クロスのATS化

更にこうした社内クロスはATS<sup>4)</sup>として登録しようとする動きも活発である。

社内クロスでは最初から大きな流動性が存在しているが、更に高いマッチング率を実現するには、より多くの流動性を確保する必要がある。内部から得られる流動性には限りがあるため、ATS化することで外部の流動性の利用を可能にし、マッチング率を向上させ、多くのバイサイドを引き込もうという狙いがある。

一方で、社内クロスでは、自己勘定デスクによって自分の注文情報が利用され不利益を被るのではないかとという危惧を持っているバイサイドもいる。内部クロスのATS化は、こ

うしたバイサイドの懸念を払拭する意味でも重要な役割を果たす。ATS登録を行うと、そのクロッシングネットワークは様々な規制下に置かれるため<sup>5)</sup>、注文フローの透明性が確保されている事を対外的に示すという効果が期待できるからである<sup>6)</sup>。

このようにATS化することで、証券会社のクロッシングネットワークは「外部流動性の獲得」、「バイサイドの抵抗感の緩和」という二つのメリットを得ることができる。既に大手証券会社ではATS設立に動いており<sup>7)</sup>、この動きは今後更に加速していくと考えられている。

このように提供者の増加に伴いクロッシングネットワークの流動性をめぐる競争は今まで以上に激化していくと考えられる。その一方で、クロッシングネットワークの乱立によって生じる「流動性の分断」はユーザーにとって望むところではない。そのため、6、7年前に14あったが、現在ではごく少数に収斂されたECNと同様に、クロッシングネットワークも統廃合の動きが活発になるのではないかとの見方もある。

## 日本での可能性

日本の株式取引では、クロッシングネットワークを提供しているのは2社のみであり、取引量も少なく、普及しているとは言い難い。そのような状況の中で、最初から流動性が高く、顧客の使い勝手も良い米国の社内クロスの事例は、今後日本でクロッシングネットワークが普及していく場合の一つの道筋を示しているのではないと思われる。

しかし現状、国内証券会社が策定した最良執行方針<sup>8)</sup>の内容を見てみると、取引所以外での執行を制限するという趣旨のものが多いように見受けられる<sup>9)</sup>。今後は顧客の便益のために、クロッシングネットワーク利用について柔軟に考慮できる証券会社にビジネスチャンスがあるのではないだろうか。 **N**

### NOTE

1) 最良気配の仲値を採用するケースが多いようである。  
2) ブロック取引とは数量の大きい取引のことを指し、米国の株式取引では一般的に10,000株以上のものが該当する。

3) Electronic Communications Networkの略で、電子的に処理されるオークション市場を指す。

4) Alternative Trading Systemの略で、取引所登録を行わず自主規制機能を果たさない市場を指す。もとはPTS (Proprietary Trading System) と呼ばれており、日本においては現在もこの呼び方が一般的である。ちなみにECNはATSの一部であり、内生的な価格発見機能を持つものと定義される。

5) ATS登録することでレギュレーションATSの規制を受けることとなる。規制内容は取引高の増加と共に厳しくなるが、基本的なものとしては、SECの検査対象となる、

日々の取引記録が義務付けられる、顧客に対して内部的な利益相反防止のための措置を講じる、などの規制がある。

6) バイサイドの懸念に対して、クロスする相手を顧客注文のみに限定するオプションをつけるなどの対策も講じられている。

7) Credit Suisse, Goldman Sachs Execution and Clearing Services (GSEC), UBSは自社製のATSを所有しており、Morgan Stanleyも新たな内部クロスを構築してATSとして運用する計画を進めている。

8) 2005年4月1日に最良執行義務が導入され、各証券会社に最良執行方針の策定が義務付けられている。

9) 最良執行方針の日証協離型において「PTSは使用しない」という文言があり、各社ともそれに準拠する形で最良執行方針を策定しているようである。