

今後の拡大が期待される 日本の代替執行市場

日本の運用会社による代替執行市場利用はまだ初期段階であるが、今後の利用拡大を望む声大きい。一方で課題があるため利用を躊躇する会社もあるが、こうした課題は工夫次第で解決可能であり、利用に向けた環境が整いつつある。

代替執行市場とは

代替執行市場とは、東京証券取引所や大阪証券取引所などの規制取引所以外の取引市場全体を表す言葉である。代替執行市場には様々なタイプがあり、運用会社は売買案件の特性に合わせてそれらのタイプを使い分けることで、迅速かつ低コストの執行が可能となる。代表的なタイプとしては①リアルタイムマッチング、②ブロック型クロッシング、③ブローカーダークプールがある（図表1）。

リアルタイムマッチングは、取引所と同様、気配が公開され、ほぼ同じ取引手法で売買可能な市場であり、主に高流動の銘柄の売買に利用される。取引のスピードや呼値¹⁾の細かさなどが取引所との差別化要因となる。

ブロック型クロッシングは気配²⁾を公開せず、利用者同士の交渉や取引所の価格を基準として取引価格が決まる取引市場である。主に、他者に取引意図を知られたい大型の注文（ブロック注文）の執行に利用される。

ブローカーダークプールは株式売買の取次業務を行う証券会社により運営され、気配を公開せず、取引所の価格を基準とした価格付けを行う取引市場である。日本では外資系証券会社を中心にサービスが提供されている。

図表1 代替執行市場の内訳

分類	気配開示マーケット		気配非開示マーケット	
	規制取引所	代替執行市場	代替執行市場	代替執行市場
代表例	東証 大証	リアルタイム マッチング Instinet CBX、 kabu.com PTS、 SBI Japannext	ブロック型 クロッシング JapanCrossing Liquidnet BlockSec	ブローカー ダークプール CrossFinder (クレディスイス)、 PIN (UBS)、 BIX(BNPパリバ)など

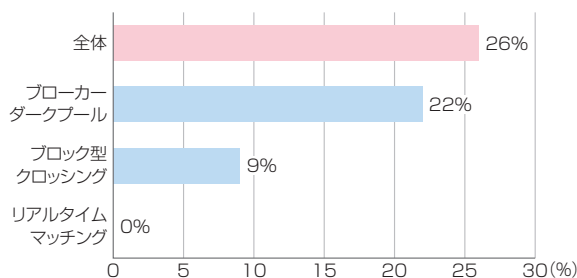
(出所) 野村総合研究所

代替執行市場の利用は初期段階

野村総合研究所では本年3月に、2007年に引き続き第2回目となる運用会社の日本株式取引に関するアンケート調査を実施した³⁾。その結果から代替執行市場の現況や今後の課題などを見ていきたい。

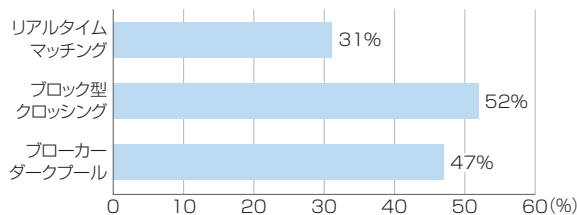
まず運用会社の代替執行市場の利用状況であるが、定期的に利用している運用会社の比率は約4分の1であった（図表2）。またタイプ別ではブローカーダークプールの利用率が最も多く、代替執行市場を利用している運用会社の約8割を占めている一方、リアルタイムマッチングの利用者はゼロであった。現在はまだ普及の初期段

図表2 代替執行市場の定常的な利用率



(出所) 野村総合研究所

図表3 代替執行市場の利用頻度を増加させたいと考えている運用会社の割合



(出所) 野村総合研究所

NOTE

- 1) 取引価格の最小単位。例えば東証では株価が50,000円～300,000円の株式取引については100円単位で取引価格が決まる。
- 2) 投資家の売買の意思を示す情報で、価格と数量から成る。市場において最も高く買いたい気配を最良買い気配、逆に最も安く売りたい気配を最良売り気配と呼ぶ。
- 3) アンケート対象は以下のいずれかの条件を満たす資産運用会社57社で、回答社数42社、回答率は74%であった。
 - ・年金の国内株式運用金額が500億円以上の会社
 - ・投信の国内株式運用金額が100億円以上の会社

・信託・生保の年金受託残高ランキング上位10社
 ・野村総合研究所執行分析サービス「Trading α」利用会社

階であり、ブローカーダークプールの利用が先行している状況である。

今後については、半数以上の運用会社がブロック型クロッシングの利用頻度を増やしていきたいと考えているなど、代替執行市場の普及が進展していくことが推測される（図表3）。

利用環境が整いつつある代替執行市場

一方で普及に向けた課題もある。アンケートによれば、いずれのタイプの代替執行市場においても①システム対応の問題と②コンプライアンス上の問題を挙げる運用会社が多い（図表4）。

システム対応の問題とは運用会社のシステムが取引所での執行しか想定していない場合、代替執行市場利用のためにプログラムの修正などの対応が必要となるというものである。ただし基本的にはコストと時間の問題であり、根本的な問題ではない。現に大手運用会社の自社開発システムやベンダー製品では対応が進み、代替執行市場利用に適したシステム環境が整備されてきている。

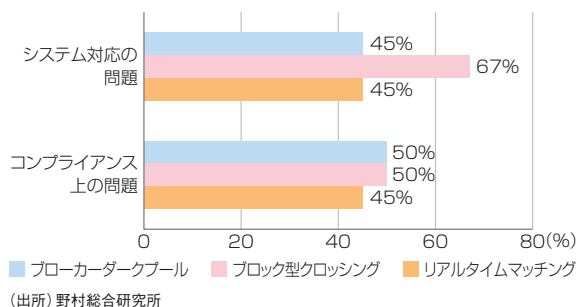
もう1つのコンプライアンス上の問題とは、主に代替

執行市場における取引価格の妥当性の証明の問題である。日本では取引所での価格を正当な価格とする風潮が強く、代替執行市場での取引に関しては、その取引価格の正当性を証明することが顧客の資産を預かる運用会社に対して求められている。しかしこれまで具体的な方法についてスポンサーも含めた業界的なコンセンサスの形成がなされておらず、利用に踏み切れない運用会社も少なくないというのが実態である。

この問題に対しては近年普及してきた執行分析の利用により、個別の運用会社の取り組みとして解決可能である。例えば取引後に代替執行市場での約定価格とそのときの取引所での価格を比較することで、代替執行市場での約定が不利ではなかったことを検証、証明できる。また価格を交渉して決めるタイプのブロック型クロッシングを利用して株式を購入するケースにおいては、取引前にマーケットインパクトなどを考慮して約定価格を推定することで、その価格を参考として交渉できる。仮に流動性や市場環境から取引所の価格より高い価格で約定することが適切であると判断した場合でも、事前推定価格よりも安い価格であれば説明が可能となる。

代替執行市場は利用するためのハードルが高いとよく言われるが、上記のように工夫次第で利用できる環境になってきている。これまで利用を躊躇していた運用会社にとっては、代替執行市場利用の意義を再確認するべき時期に来ているのではないだろうか。

図表4 各代替執行市場利用に向けての課題



Writer's Profile



加藤 大輝 Hiroki Kato
 金融先端ビジネス企画部
 主任コンサルタント
 専門は証券取引ビジネス
 focus@nri.co.jp