

## ダークプールの価格改善効果を検証する

価格改善への期待から、日本の運用会社でもダークプールの利用が拡大している。しかしその執行分析の結果、価格改善効果がダークプールのビジネスモデルによって大きく異なるという姿が浮かび上がってきた。

### ダークプールによる計らい注文の価格改善効果

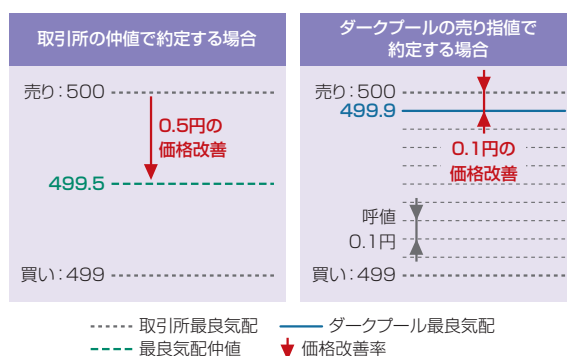
2007年頃に日本でも開始されたダークプールでの取引が、最近拡大している。ダークプールとは証券会社により運営されている<sup>1)</sup>、気配を公開しない内部マッチングシステムである<sup>2)</sup>。日本では主に外資系証券会社が機関投資家に対してサービスを提供している。

運用会社がダークプールを利用する際、自らが直接発注するケースはほとんどない。多くがタイミングや方法も含めて証券会社に執行を委任する計らい注文の中で間接的に利用している。この場合、運用会社は、証券会社が計らい注文の執行先としてダークプールを選択肢に含めることを事前承諾するだけでよい。ダークプールで執行すべきかどうかの判断やダークプール利用のための特別な操作を行う必要がないため、運用会社にとっては利用しやすい。

計らい注文でダークプールを利用する利点として証券会社が強調するのが、約定価格の改善効果である。例えば買い注文を成行執行する場合、証券会社は最初にダークプールの価格をチェックする。ダークプールで約定可能な価格は取引所の最良気配の仲値か、取引所よりも細かい呼値<sup>3)</sup>で待機している売り指値のどちらかとなる(図表1)。もしこれらの価格が取引所で成行執行する時よりも安い価格であれば、ダークプール内でマッチングが行われる。

もしダークプール内で取引所よりも高い価格での約定機会しかない、または約定機会そのものがない場合は、取引所に注文が回送され成行執行される。そのためダークプールの利用者は、必ず取引所と同等かより良い約定

図表1 ダークプールにおける価格改善



(出所) 野村総合研究所

結果を得ることができるのである。

このように大きな負担なく価格改善効果を得ることができるため、運用会社ではダークプールの利用を拡大してきた。仕組みとしては仲値やそれに近い価格帯での約定が可能となるため、流動性の高い銘柄の平均的なアスクビッド・スプレッド<sup>4)</sup>の半分、10ベースポイント (bps)<sup>5)</sup>程度の改善を期待する運用会社も多い。この数字は、現在の証券会社への平均的な委託手数料が10bps前後であることから、決して小さくはない。

### 各社で大きく異なる価格改善効果

運用会社はコンプライアンス上の要求により、ダークプールでの約定価格に同時点の取引所の気配価格を付与した取引データを証券会社から入手している。しかしそのデータを利用して価格改善効果を定量分析するといったことは、従来余り実施してこなかった。各証券会社の取引データの形式が異なる、膨大な市場データが必要であるといった理由から詳細な分析が困難なためである。しかし最近、この問題を解決するために、先進的な運用

NOTE

- 1) 証券会社以外が運営しているものと区別するために、「ブローカーダークプール」と呼ばれることもあるが、本稿での呼称は「ダークプール」で統一する。
- 2) 米国SECでは、大口注文のマーケットインパクトを抑制する匿名性の役割に理解を示す一方で、ダークプールにおける小口注文の透明性をより向上させる規制を検討中である。
- 3) 取引を行うことのできる価格の最小単位。
- 4) 最も安い売り気配と最も高い買い気配の価格差。
- 5) パーセントと同様、割合を表す単位であり、1ベースポイントとは1万分の1となる。
- 6) ダークプール約定のみで集計。
- 7) 取引所も含めた全約定金額に占めるダークプールでの約定金額の比率。ダークプールで1株でも約定された銘柄を対象として集計。

会社が第三者ベンダーと協力して分析を実施する事例が出てきている。

図表2は運用会社の実際の約定データを分析し、各証券会社のダークプールごとに価格改善率<sup>6)</sup>と約定率<sup>7)</sup>を計量したものである。まず価格改善率をみると、各社で大きな差がある。A社が10bpsを超えている一方で、C社では3bps程度と、運用会社が期待する水準には達していないところもある。

しかし価格が良くても約定できなければ意味はない。先ほど最も価格改善率が高かったA社が、約定率については最も低くなっており、逆にC社の約定率が非常に高くなっている。C社について言うならば、個別の改善効果は小さいものの、その効果が計らい注文の広範に及んでいることをこの結果は示している。

このように価格改善率と約定率は一般にトレードオフの関係であり、その比重はダークプールのビジネスモデルに依存する。取引所に劣後しない価格であれば積極的にダークプール内でマッチングさせることで、ダークプールの流動性を上げたり、証券会社が取引所に支払う手数料を抑制して顧客に還元したりするモデルもあ

れば、多少約定率を犠牲にしても価格改善率を最大化し、価格面での魅力向上を追求するモデルもある。

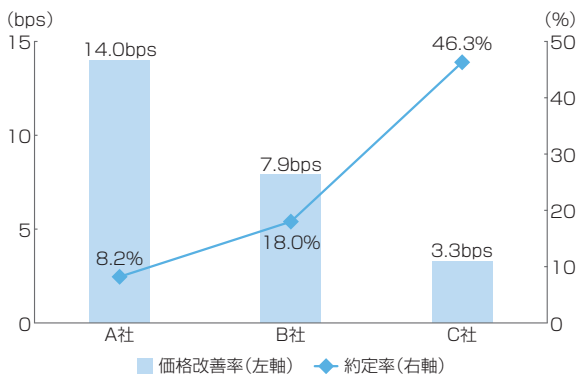
執行分析によるダークプールの理解

このような第三者ベンダーによるダークプール分析については、詳細分析が簡易に実施できるという以外に、次のような利点もある。

第一はその中立性である。証券会社からの取引データによる報告だけではコンプライアンスの問題を解決できず、ダークプールを利用したくてもできなかった運用会社も、ベンダーの中立評価であれば問題をクリアできる。第二の利点は他の運用会社の取引データも含めた分析が可能となることである。対象となるデータが増すことでより正確な分析が可能になるばかりでなく、運用会社は自社で取引実績のないダークプールについてもその特徴を把握することができ、利用検討する場合の重要な示唆を得ることができる。

このような分析を通じてダークプール自体の効果が明らかになれば、今後は銘柄や数量などの条件に合わせて直接ダークプールに発注することで、執行改善の効果を更に高めることもできるようになるだろう。そのためにまずは、分析を通じた実態の理解から始めることが重要である。

図表2 ダークプールの価格改善率と約定率



(出所) 野村総合研究所

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