

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

高村幸治

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^{注1}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。最近では、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^{注2}。

米国の取引所外取引の拡大を考察するうえで、証券会社自身が提供する「ダークプール」への取り組みは無視できない。ここでは、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したい。

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（以下、ブロック型クロッシング）」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（取引所外取引）するという事業モデルを取っている。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し、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、機関投資家からの委託注文を取引市場に発注する前に、証券会社が、社内のシステム上で突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（売値と買値の差額）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（売値と買値の中間値）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、取引所価格よりもよ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も多くなっている。

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、米国の証券会社では、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1日当たり5億株の水準から、2010年には同15億株へと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、2つの方向性を見ることができるといえる。

1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ねらっている。

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。

米国ではアルゴリズム取引（特定の理論やルールに従った自動執行システム）の分野で有力なプレーヤーとして知られているクレディ・スイスは、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（実績）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こだわっていない。

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よりも、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 ConvergeEx^{注3}の動向が挙げられる。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、2007年より、「ダークプール・アグリゲーター」としての「VortEx」の提供を開始した。

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入れ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うえで、参考になるものと思われる。

注

- 1 他市場の取引価格や気配を参照、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
- 2 証券会社は、自社のダークプールをATS登録することで、外部の流動性の利用が可能となりマッチング率が向上する点、およびSEC（証券取引委員会）の検査対象となることで注文フローの透明性をバイサイドに対して示すことができる点の2つのメリットを享受できる
- 3 BNY ConvergeExとは、ニューヨーク銀行傘下のエージェンシーブローカー

『金融ITフォーカス』2008年4月号より転載

高村幸治（たかむらこうじ）
NRIヨーロッパ上級コンサルタント
（執筆時はNRIアメリカ）