

## 米国株式取引の現状

### ~TradeTech USA 2006 セミナーより~

株式取引関係者のサミットと呼ばれる TradeTech USA 2006 セミナー<sup>1</sup>が今年3月にニューヨークで開催された。当セミナーには、証券会社、バイサイド、ベンダが参加しており、株式の取引手法や、証券取引所、各種規制等に関する最新の話題が、各分野の第一人者により紹介された。本稿では、当セミナーで取り上げられた主要なトピックについて触れ、最近の米国証券市場の動向を追ってみたい。

#### 証券取引所の最近の動向、将来について

NYSE や NASDAQ が合併などで取引シェア拡大を目指す中で、地方証券取引所にも動きが見られる。ブローカディーラ各社は、NYSE、NASDAQ による取引の寡占により、証券取引所に支払う手数料価格が高騰すると危惧し、NYSE、NASDAQ を牽制するために、地方証券取引所等に出資した。今では、地方証券取引所、ECN<sup>2</sup>等合わせて 15 ほどあるため、手数料価格の高騰は起こらないと見られている。

企業サイドの意識の変化も証券取引所の戦略見直しの要因となっている。証券取引所に上場する意義自体が見直されているからだ。昔は、企業にとってNYSE 上場は一種のステータスであったが、今ではその考えも薄れつつある。そのため、証券取引所同士の競争の中では、「ブランド証券取引所」に上場できるメリットだけでは差別化は難しくなっている。証券取引所の差別化に向けた動きを見てみると、例えば、NASDAQ は 2006 年 10 月に、大口取引執行の促進のために、日中のクロッシングネットワーク<sup>3</sup>を提供する予定とのことである。マーケットメイク制度は維持し、ブローカを経由した接続しか認めない方向である（バイサイドの直接接続は認めない）。また、NYSE は債券を、ARCA(アーキペラゴ)やボストン証券取引所はオプションを取り扱い対象とする予定で、上海証券取引所<sup>4</sup>のようなマルチアセット化を目指している。

#### 懸念される流動性の分散

バイサイドは通常、様々なマーケット(図表1)の中から最良執行が可能な執行先を選択しているが、最近ではNYSE や NASDAQ などの伝統的な証券取引所を通じた取引シェアは減少傾向にあり、ECN 等伝統的市場以外のマーケットの利用が増えている<sup>5</sup>。

<sup>1</sup> World Business Research(WBR)社主催。WBR社では、各種業界における最新情報の提供、情報交換の場を提供するための会議、セミナー等を開催。ニューヨーク、ロンドン等に拠点を持つ。

<sup>2</sup> Electronic Communication Network の略。電子証券取引ネットワークのことで、コンピュータ・ネットワークを活用して、株式・債券等の取引注文を執行する電子的な私設証券取引市場の総称。

<sup>3</sup> 他の取引所の価格で約定することを条件に注文を集め、あらかじめ決められた時間に約定を成立させる仕組み。

<sup>4</sup> 上海証券取引所は株式、債券、オプションが取引できるマルチアセット取引所である。

<sup>5</sup> NYSE ではブロックトレードの量が 50%(1988年)から 30%(2005年)に下がってしまったが、ブロックトレード

大手ブローカディーラでは顧客の注文を市場に出すほか、6-8%は社内マッチングをしているとされている。バイサイドではブローカディーラの社内マッチングも、証券取引所での取引執行も活用していることが多く、通常、ブロック注文は前者を、小口注文は後者を通じて取引されている。ただし、社内マッチングの率が現在のレベルであれば問題は無いが、50%以上になると証券取引所の価格の妥当性が無くなるとの問題が指摘されている。このようなマッチング取引の拡大は、マーケットインパクトを抑えた取引執行が可能となる一方、証券取引所のスプレッドの拡大や価格ボラティリティの増加を生む可能性を孕んでいる。

図表1

執行場所	例
伝統的証券取引所	NYSE/Arca, NASDAQ/Inet
地方証券取引所等(ブローカディーラ出資)	PHLX(Merrill Lynch, Citigroup, Credit Suisse, Morgan Stanley), Boston Equity Exchange (Fidelity, Citigroup, Credit Suisse, Lehman Bros.), OnTrade (Citigroup), CrossFinder (Credit Suisse) *括弧内は出資会社
ECN 及びクロッシングネットワーク	BATS, TRAC, TradeBook, Posit, Liquidnet, Pipeline
ブローカディーラのアルゴリズムトレード、自己売買	大手ブローカディーラ

注文方法に目を向けると、約半分が人手を介した取引で、DMA<sup>6</sup>、アルゴリズムトレード<sup>7</sup>、プログラムトレード<sup>8</sup>が各 20%弱となっている。今後は、レギュレーション NMS<sup>9</sup>の影響により、バイサイドはマーケットインパクトの抑制、最良価格による取引執行を実現するために、DMA を利用する機会がより多くなるといわれている。バイサイドは DMA を利用することにより、ブローカを通じず、ECN 等の市場に注文を出す「ブローカの中抜き」が進んでおり、今後もこの傾向は広がるものと見られている。

### アルゴリズムトレードの現状

アルゴリズムトレードは、第三世代のアルゴリズムに入ったと言われている。VWAP(出来高加重平均価格)をターゲットとする第一世代、執行コストやボラティリティの予測値を用いて執行ス

の多くは Posit や Liquidnet などのクロッシングネットワークに流れている。

<sup>6</sup> Direct Market Access の略。投資家が証券会社などの取引インフラ等を通じて、直接取引所へ電子的に発注を行う取引。

<sup>7</sup> 証券会社が顧客に対して、特定のロジック(アルゴリズム)に従って動作するトレーディングシステムを提供するサービス。詳細は 2004 年 12 月号のマンスリーレポートを参照のこと。

<sup>8</sup> 一般に 15 銘柄以上を同時に売買する場合プログラムトレードと呼ばれる。証券会社内のシステム指示に基づく売買もプログラムトレードと呼ばれる場合がある。

<sup>9</sup> 1970 年代に制定された全米市場システム(NMS)の規制構造の近代化を目指した一連の市場改革案。米国株式取引の最良執行義務の再構築を中心に制定された規制。詳細は 2005 年 5, 6 月号のマンスリーレポートを参照のこと。

ジュールを決める第二世代を経て、第三世代では執行スケジュールを、相場の状況に応じてダイナミック変化させるアルゴリズムとなっている。図表2は第三世代のアルゴリズムで取り扱われる主なインプット情報を挙げている。最適なアルゴリズムを探すためには、数回の結果のみからではなく、大量の過去データをベースに、マーケットの状況と執行結果を見比べたり、ホワイトペーパーなどから最新の情報を収集したりする必要がある。

このようにアルゴリズムはより高度化されてきているが、万人に最適なアルゴリズムは存在しない。パイサイドの目的を把握し、ポートフォリオマネージャ、トレーダとセルサイドが必要なアルゴリズムとは何かを検討し、仕様を固める必要がある。そして、パイサイドはこれらツールの動きを理解する必要があるが、それ以上に証券会社がこれらを細かく、正しくパイサイドが理解できるように説明する責任がある。

図表2

インプット情報	内容
ニュース	配当金、合併等の企業情報
取引情報	価格、売買代金、取引数量等
時間	10時、14時、15時などのタイミングで、今後の流動性の供給度合いを予測して、成り行きにした時のリスクと流動性を待つリスクを考慮する
参照価格	インデックス、セクター指標の変化
株価モーメントム	現在の株価トレンドが持続するのか、一時的なものなのかを予想

### セルサイドのリサーチの位置づけ、アンバンドリング化の影響

セルサイドのリサーチは差別化が難しく、コストセンターとなっているところも多い。大手機関投資家は社内リサーチ部門を作る傾向にあり、セルサイドのリサーチの重要度は低くなっている。とは言え、ヘッジファンドにはリサーチが必要であり、実際に重宝されている。極端な例ではあるが、機関投資家は今後、リサーチはセルサイドに任せて、運用手法のアルファの獲得に専念(ヘッジファンド型)するか、社内リサーチに特化して銘柄選定を重視し、執行はエージェンシーブローカーに任せる形態の2つに大別できそうである。

現在、取引執行コストに含まれるリサーチ対価の明確化(ソフトダラー<sup>10</sup>のアンバンドリング)が求められているが、これによりブローカーディーラに支払われる執行手数料が減少すると予想されている。その結果、ブローカーディーラが提供できるリサーチが少なくなり、レポートがカバーする銘柄数も減少してしまう。市場全体でカバーする銘柄数を維持しなければ、マイナーな銘柄などはレポートでカバーされなくなる可能性が高く、取引縮小に繋がる事が懸念されている。

本レポートは、日本証券業協会証券決済制度改革推進センターからの委託に基づき、(株)野村総合研究所金融ITイノベーション研究部が作成したものである。

<sup>10</sup> 証券会社が機関投資家などに売買注文を出してもらう条件で、付随する各種調査、情報提供の便益に係る費用を売買手数料に含めること。