

クレディ・スイス証券 提出資料

Credit Suisse プレゼンテーション： ダークプールの運営に関して Crossfinderの概要



クレディ・スイス証券株式会社
株式本部
エレクトロニック・トレーディング部

東海林 裕

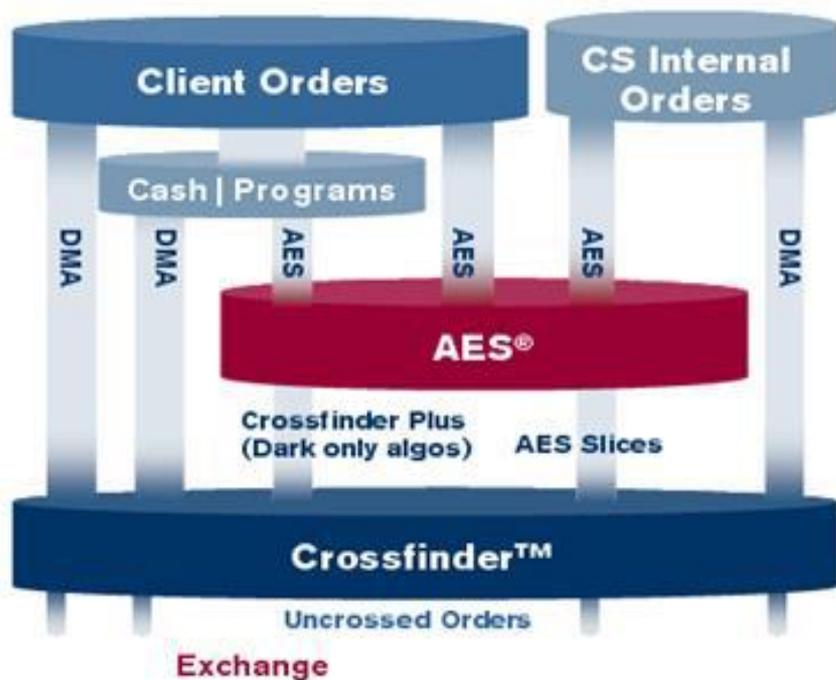
CREDIT SUISSE 

クレディ・スイスにおけるダークプールの運営

アジェンダ

1. クレディ・スイス・ダークプール【Crossfinder】の概要
2. 設定可能なオプションの例
3. 運営情報の開示・公表
4. 取引明細通知の提供
5. 透明性分析とレポートの提供

クレディ・スイスにおけるダークプールの運営



Crossfinder

= CSオルタナティブ執行プラットフォーム

対象ユーザー：

CSで口座開設した全ての機関投資家、
およびCS社内のトレーダー

デフォルト設定：

海外籍の機関投資家はON
国内籍の機関投資家はOFF

設定方法：

口頭、またはメール等の文書にて設定指示
ただし、オプション等で細かい設定が発生する
場合には文書で指示をもらう。

基本的なルール：

- ① 東証のBBO内でのクロス
- ② クロス価格は主市場の10分の1の呼値まで対応
- ③ 価格優先
- ④ 時間優先
- ⑤ 日中に新高値/新安値でのクロス禁止

クレディ・スイスにおけるダークプールの運営

設定可能なオプションの例

- **Mid or Better**

ビッド・オファーの仲値、またはそれよりも有利な値段でのみクロス。

- **カウンターパーティの制限**

クロスの相手方となるカウンターパーティの指定、制限が可能。

例) システムチック/自己勘定フロー/それ以外の委託フロー

- **MAQ (Minimum Acceptable Quantity) の設定**

クロスする際の最低単元株数を設定することにより、小規模なクロス
の回避が可能。

クレディ・スイスにおけるダークプールの運営

運営情報の開示・公表

CSでは、香港金融当局SFCが提示する要件に則した情報開示を行っている。

ダークプール利用の設定を行う際に、必ずユーザーガイドを配布する。

日本籍の機関投資家にも日本語版のユーザーガイドを配布している。

ユーザーガイドには、

- ルール
- オプション設定について
- リスクの説明
- 利益相反に関して
- アクセス保護に関して

などの記載がある。



Crossfinder™ | クレディ・スイス・オルタナティブ執行プラットフォーム

Crossfinder™ への発注における重要事項

クレディ・スイスのオルタナティブ執行プラットフォームである Crossfinder™ は、同一銘柄における買い注文と売り注文を、匿名にてクロス(約定)させます。

Crossfinder™ における全てのクロスは、主要証券取引所が提示する最良のどっどオフアーの範囲内で行われます。これにより、より良い執行価格と執行機会を提供しています。



図表 1: Crossfinder™ への注文送付フロー図

ユーザー

Crossfinder™ は、クレディ・スイス証券のお客様に利用いただけます。ユーザーのお客様からのご注文は、弊社の最良執行方針に従って、デフォルト設定により自動的に Crossfinder™ へ送られます。

注文の取扱い

Crossfinder™ のユーザーであるお客様からの電子取引注文及びキャッシュデスク(プログラムトレーディングを含む)へのご注文が、Crossfinder™ へ届送られる対象となります(図表 1 をご参照ください)。

クレディ・スイスの電子取引プラットフォームへの接続は業界標準の FIX プロトコルに限られます。

オプションとコントロール

Crossfinder™ は、注文タイプ、サイズ、執行価格、またはお客様とクロスするカウンターパーティ(相手方)の種別制限など、広範囲にわたる条件設定が可能です。

ダーク・オンリー注文と通常の DMA 注文: DMA 注文において、Crossfinder™ にアクセスする方法は次の 2 つがあります。まず、ダーク・オンリー注文は Crossfinder™ 内の他の注文とのみマッチングされます。次に、通常の DMA 注文は Crossfinder™ 内の他の注文とのマッチングが優先され、マッチングが実現されなければ最終的に取引所において執行されることとなります。Crossfinder™ との接続または執行に関しては様々な設定が可能です。クレディ・スイスの IT 部門と事前の取り決めが必要となります。最も一般的な方法は、FIX tag57(TargetSubID)の利用です。

カウンターパーティの制限: クロスの相手方となるカウンターパーティの指定・制限が可能です。参加者はクレディ・スイスの独自の分析ツール Alpha Score Card[®] によって、3 つのグループに分類されます。Natural, Liquidity Plus, Opportunistic、これらグループのうち、一つまたは複数を選択することが可能です。ただし、この設定はサーバーにおける設定のため、注文ごとに設定することはできません。クレディ・スイスの担当者をご相談いただき、合意の上でバックエンドで設定され、その後は全ての注文に反映されることとなります。デフォルト設定では、主体別に関係なく全ての参加者がクロスの対象となります。

ミッド(中値) or ベター-ご注文を、その時点のビッド/オファーの中値、またはそれよりも有利な値段でのみ執行(クロス)させる設定ができます。これは、サーバーにおける設定であるため、注文ごとに設定することはできません。クレディ・スイスの担当者にご相談いただき、合意の上でバックエンドで設定され、その後は全ての注文に反映されることとなります。デフォルト設定では、その時点の主市場における価格と同じまたはそれよりも有利な価格で執行(クロス)されることとなります。

Advanced Execution Services | AES[®]
The Standard in Algorithmic Trading

クレディ・スイスにおけるダークプールの運営

取引明細通知（エビデンスレポート）の提供

CSでは、顧客からのリクエストベースでダークプールにおける取引の明細を提供している。

この明細には、

- 売り買いの別
- 銘柄コード
- 約定株数・単価
- 約定時間
- クロス時の主市場におけるビッド・オファー
- 直近株価

などの記載がある。

通常、顧客への提供は、日次・月次などで行っている。

7	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L
1	作成日:	2019/12/31										
2												
3												
4	To:	XYZアセットマネジメント / XYZ ASSET MANAGEMENT										
5												
6	本日の約定は以下の通りです。											
7	約定日	指図内容	銘柄コード	銘柄名	数量(株)	単価	市場	執行区分	約定時刻	Ask	Bid	Last
8	TD	Sell/Buy	Code	Security Name	Qty	Price@	Market		TradeTime			
9	2019/12/31	Buy	7267	ホンダ	100	2,980.9000	Japannext	取引所外	12:54	2,981.0000	2,980.5000	2,981.0000
10	2019/12/31	Buy	7267	ホンダ	100	2,981.2500	TOSTNET	立会外	12:54	2,981.5000	2,981.0000	2,981.5000
11	2019/12/31	Sell	8316	三井住友	200	3,763.0000	Japannext	取引所外	12:54	3,764.0000	3,762.0000	3,763.0000
12	2019/12/31	Sell	8316	三井住友	200	3,763.0000	Japannext	取引所外	12:54	3,764.0000	3,762.0000	3,763.0000
13	2019/12/31	Sell	8584	ジェックス	100	1,872.1000	Chix	取引所外	14:03	1,874.0000	1,872.0000	1,873.0000
14	2019/12/31	Sell	8584	ジェックス	100	1,872.2000	Chix	取引所外	14:03	1,874.0000	1,872.0000	1,873.0000
15	2019/12/31	Buy	8586	日立キャピ	100	2,357.8000	Chix	取引所外	12:53	2,358.0000	2,355.0000	2,356.0000
16	2019/12/31	Buy	8586	日立キャピ	100	2,357.9000	Japannext	取引所外	12:53	2,358.0000	2,355.0000	2,356.0000
17	2019/12/31	Buy	9432	N T T	400	4,530.5000	TOSTNET	立会外	12:57	4,531.0000	4,530.0000	4,530.0000
18	2019/12/31	Buy	9432	N T T	100	4,530.5000	Japannext	取引所外	12:58	4,531.0000	4,530.0000	4,531.0000
19	2019/12/31	Sell	7259	アイシン	200	3,907.5000	TOSTNET	立会外	12:53	3,910.0000	3,905.0000	3,910.0000
20	2019/12/31	Sell	7259	アイシン	100	3,907.5000	TOSTNET	立会外	12:53	3,910.0000	3,905.0000	3,910.0000
21	2019/12/31	Sell	8306	三菱UFJフィナン	100	554.0000	Chix	取引所外	10:29	554.0000	553.9000	554.0000
22	2019/12/31	Sell	8306	三菱UFJフィナン	100	554.0000	Chix	取引所外	10:29	554.0000	553.9000	554.0000
23	2019/12/31	Sell	8411	みずほ	15,900	172.1500	TOSTNET	立会外	10:06	172.2000	172.1000	172.2000
24	2019/12/31	Sell	8411	みずほ	100	172.1500	TOSTNET	立会外	10:06	172.2000	172.1000	172.2000
25	2019/12/31	Buy	2371	力カコム	100	2,048.8000	Japannext	取引所外	11:19	2,049.0000	2,047.0000	2,048.0000
26	2019/12/31	Buy	2371	力カコム	100	2,048.9000	Japannext	取引所外	11:19	2,049.0000	2,047.0000	2,048.0000
27	2019/12/31	Buy	2413	エムスルー	400	1,566.0000	TOSTNET	立会外	12:44	1,567.0000	1,566.0000	1,567.0000
28	2019/12/31	Buy	2413	エムスルー	100	1,569.9000	Chix	取引所外	11:28	1,570.0000	1,568.0000	1,569.0000
29	2019/12/31	Buy	3064	M R O	100	2,757.0000	TOSTNET	立会外	11:24	2,758.0000	2,757.0000	2,757.0000
30	2019/12/31	Buy	3064	M R O	100	2,759.0000	TOSTNET	立会外	12:53	2,760.0000	2,759.0000	2,759.0000
31	2019/12/31	Buy	3064	M R O	100	2,771.0000	TOSTNET	立会外	9:38	2,773.0000	2,771.0000	2,771.0000
32	2019/12/31	Buy	5108	ブリヂストン	100	4,230.0000	TOSTNET	立会外	13:18	4,231.0000	4,230.0000	4,231.0000
33	2019/12/31	Buy	5108	ブリヂストン	100	4,234.0000	TOSTNET	立会外	10:54	4,235.0000	4,234.0000	4,235.0000
34	2019/12/31	Buy	6306	クボタ	100	1,591.5000	TOSTNET	立会外	13:07	1,592.5000	1,591.5000	1,592.5000
35	2019/12/31	Buy	6306	クボタ	100	1,592.0000	TOSTNET	立会外	13:10	1,592.5000	1,592.0000	1,592.0000
36	2019/12/31	Buy	6503	三菱電	100	1,226.4000	Japannext	取引所外	9:17	1,228.5000	1,225.5000	1,225.5000
37	2019/12/31	Buy	6586	マキタ	100	3,910.0000	TOSTNET	立会外	14:29	3,915.0000	3,910.0000	3,910.0000
38	2019/12/31	Buy	6586	マキタ	100	3,969.5000	Japannext	取引所外	10:01	3,970.0000	3,965.0000	3,965.0000
39	2019/12/31	Buy	6869	シスメックス	100	5,369.0000	Japannext	取引所外	9:28	5,370.0000	5,363.0000	5,366.0000
40	2019/12/31	Buy	6869	シスメックス	100	5,369.0000	TOSTNET	立会外	9:28	5,372.0000	5,366.0000	5,367.0000
41	2019/12/31	Buy	7956	ビジョン	100	4,344.0000	Japannext	取引所外	13:49	4,345.0000	4,340.0000	4,345.0000
42	2019/12/31	Buy	7956	ビジョン	100	4,379.0000	Chix	取引所外	9:48	4,380.0000	4,375.0000	4,380.0000
43	2019/12/31	Sell	4385	M-メルカリ	100	2,042.1000	Chix	取引所外	9:48	2,044.0000	2,042.0000	2,043.0000
44	2019/12/31	Sell	4385	M-メルカリ	100	2,045.1000	Chix	取引所外	9:50	2,049.0000	2,045.0000	2,045.0000
45	2019/12/31	Buy	4680	ラウンドワン	100	1,126.7000	Chix	取引所外	10:47	1,127.0000	1,124.0000	1,127.0000
46	2019/12/31	Buy	4680	ラウンドワン	100	1,126.8000	Japannext	取引所外	10:47	1,127.0000	1,124.0000	1,127.0000
47	2019/12/31	Sell	6923	スタンレー	100	3,110.1000	Chix	取引所外	9:11	3,115.0000	3,110.0000	3,110.0000
48	2019/12/31	Sell	6923	スタンレー	100	3,110.2000	Chix	取引所外	9:11	3,115.0000	3,110.0000	3,110.0000
49	2019/12/31	Sell	7832	バンダイ H D	100	4,865.5000	Japannext	取引所外	12:41	4,865.0000	4,860.0000	4,865.0000
50	2019/12/31	Sell	7832	バンダイ H D	100	4,862.5000	TOSTNET	立会外	12:41	4,865.0000	4,860.0000	4,865.0000

クレディ・スイスにおけるダークプールの運営



ダークプールの透明性レポート

CSでは、独自のツール Alpha Scorecardを使って、全てのダークプールの約定を対象にアルファスコア分析を行い透明性の追求に努めている。

分析結果は各顧客ごとに月次レポートで提供が可能。

レポートには、

- 約定率、約定総額、などのサマリー
- BBO内のどこで約定したか
- 価格改善率
- カウンターパーティの種別割合
- アルファスコア

などの記載がある。

対応策に関するコメント

まとめ

1. ダークプール・フラグによるシェア把握

現在のように単純なToSTNeTのフラグからダークプール専用のフラグを立てることによってダークプールのシェアが明確になることには賛成。

2. 運営方法の開示・公表

全てのタイプのユーザーに対して各ダークプールの運営方法を開示、公表することは必要だと考える。

但し、欧米レベルの開示要件は余りにも多過ぎる印象で、アジアレベルの開示要件が適切だと考える。

3. オプトインによる明確なダークプール発注指示

海外籍の機関投資家においては既に他のマーケットでの取引経験が豊富でダークプールの利用実績がある場合が殆どであり、オプトアウトでダークプールを利用することに問題はないと考える。

反対に国内籍の機関投資家は日本株のみが取引対象の場合も多い為、ダークプールの設定はその都度確認するオプトインが望ましいと考える。

4. 価格改善の担保

各ダークプール運営ブローカーがシステム上でのチェックをかけることが必要不可欠だと考える。オーストラリア証券取引所のように取引所によるリジェクトを行う市場もあるが、日本においてはBBOの範囲内というルールの下で各ブローカーによる取り組みがあれば問題ないと考える。

免責事項

本資料は、クレディ・スイス証券株式会社により、金融審議会「市場ワーキング・グループ」(第19回)における情報提供のみの目的で作成されたものであり、その他の目的の使用・利用及び言及は認められておりません。また、本資料に含まれる情報は、信頼しうると判断した情報源より入手したもの、またはそれに基づくものですが、その正確性または完全性を保証するものではなく、過失、遺漏または市場要因の変更から生ずる損失等につきましては、一切の責任を負いかねます。本資料に表示される内容および見解は、いつでもトレーダーまたはセールス担当者が予告なく変更することがあります。

©クレディ・スイス証券株式会社 2019