

Barriers To Market Structure Evolution In Japan

Order flow internalization and off-exchange crossing has been a common market practice in Japan for years. In 1998, Japanese regulators approved the introduction of the proprietary trading system (PTS), a privately operated night time marketplace. Then around 2005, we started to see PTSs operating during day time hours in direct competition with the traditional exchanges. In fact, PTSs are lit venues that operate similarly to the exchange. They have well defined market structure

“Despite over 10 years of PTS history and a regulatory environment ripe for internalization, alternative trading venues have only managed to capture 1-2% market share from the Tokyo Stock Exchange.”

and market participants with price formation taking place in the visible order book. Most PTSs define their tick increments at about 1/10th that of the exchange. One major hurdle for PTSs is that they can not be more than 10% of the market share. Once they reach that point and hope to grow further, they will need to apply to become an exchange.

Dark pools started to appear in Japan in earnest around 2005. In the last couple of years they have become a standard product offering

for major international brokerage houses as well as some of the large domestic institutions. Global firms have been able to leverage their expertise and investments in dark pools and smart-order routers in the US and Europe, and have implemented Japanese dark pools with varying degrees of success.

Despite over 10 years of PTS history and a regulatory environment ripe for internalization, alternative trading venues have only managed to capture 1-2% market share from the Tokyo Stock Exchange. What are the reasons for this lack of success in alternative execution venues? What are the catalysts that may move more volume off the exchange?

1. Smart-order routing Infrastructure

In order to effectively access PTSs and dark pools, participants need a smart-order routing system. Smart-order routers can constantly scan available execution venues for best available price, and then execute optimally based on various internal and market rules. The smart-order routing technology needs to operate effectively with both lit pools and dark pools. It needs logic that can handle various market structure related constraints, anti-gaming rules and the different cost structure of each trading venue.

Most of the global broker-dealers already operate smart-order routers for their US and European businesses, so for them, implementing smart-order routing is a relatively straight forward exercise of localization. However, for those firms without the same infrastructure in place, scratch building a competitive smart-order router is a fairly difficult task. As a result, most of the international broker dealers operate smart-order routers in Japan, while there are only a handful of



By Michael Kim, Managing Director, Electronic Trading Services, Barclays Capital

domestic firms with smart-order routing technology. Not surprisingly, there is almost no retail or on-line brokers operating a competitive smart-order routing technology.

2. Best Execution policies

In Japan every execution agreement mentions a best execution policy. Unlike in other countries, there is no single overarching regulatory framework, such as RegNMS in the US or MIFID in Europe, which outlines the details of best execution. As a result, more often than not, the brokers' execution agreements are not uniform from one broker to another. Many of these agreements use primary exchange as the default execution venue. There have been efforts across many of the dark pool operating firms to “re-paper” best execution agreements, but ultimately there are no regulatory drivers expanding best execution practices to span multiple liquidity venues.

3. Fund mandates

Many of the domestic pension and traditional funds have mandates that require them to execute at the primary exchanges like TSE or OSE. For those funds, executing in PTSs would be a breach of their mandate. These funds would need to amend their mandates before they could allow their orders to

be executed in PTSs. However, given the current level of PTS market share, there is no strong incentive for these funds to add PTS amendments to their mandates.

4. Regulatory Environments

The practice of short selling in PTS has never been clearly outlined in the regulations until 2009. Until then, each PTS operator depended on its interpretations and some have decided to allow such a practice. In March 2010 the regulators have further clarified the short sell rules are to be followed in that PTSs as well as in the exchange. This has effectively halted, and even reversed, the growth in certain PTSs. Significant volume has moved off of the PTSs in the subsequent days and months. On top of that, the TSE’s introduction of Arrow Head system accelerated migration of liquidity from PTSs. Moreover, the recent regulation requiring dark pools to report trades through TOSTNET potentially puts additional restrictions on taking liquidity off exchange. These types of ad hoc regulatory changes have had negative impact on the overall market structure and at least in the short term, a negative impact on the growth of PTSs.

5. Market Makers

In the US and European MTFs, the role of market makers have proven to be critical in ensuring liquidity in the execution venues. At almost

all venues in Japan, there are no incentives provided for market makers to provide liquidity. By way of comparison, in the US, market makers normally receive rebates for the liquidity they provide to a venue. Most market makers in Japan, however, have to trade on their alpha or make the market wide enough to capture better spread in order to compensate for risk and cost.

6. PTS fragmentation

There are 6 PTSs in operation in Japan. Many of the PTSs are not open to institutional participation and are retail only. Once we exclude them, we are down to Instinet, kabu.com, SBI JapanNext and soon to appear Chi-X Japan. There is no clear market leader at this point. The aggregated liquidity across all the venues still falls short of 1 or 2% of the TSE. Having looked at some of the barriers to PTS and dark pools, let’s look at some of the catalysts. Obviously, the single most effective catalyst is the sweeping regulatory change similar to that of US and Europe. For this discussion, I will assume regulations will not change.

JSCC Clearing

From July 2010, the PTS executed trades can be cleared through Japan Securities Clearing Corporation (JSCC). The benefits are 1) guaranteed settlement on PTS trades (no counterparty risk), and 2) straight-through-processing

for trade settlement. This is a major development for the benefit of the PTSs as some firms of the counterparty risk limits and operational ticketing inefficiencies will disappear.

Trading cost reduction

In order to attract flow, the PTSs will need to reduce their rates dramatically. The cost of trading at TSE is roughly 0.2 bps. Currently, most PTSs price themselves relative to the TSE cost. I believe the cost of trading at PTS will need to come down to below 0.2 bps and zero for orders that are providing liquidity.

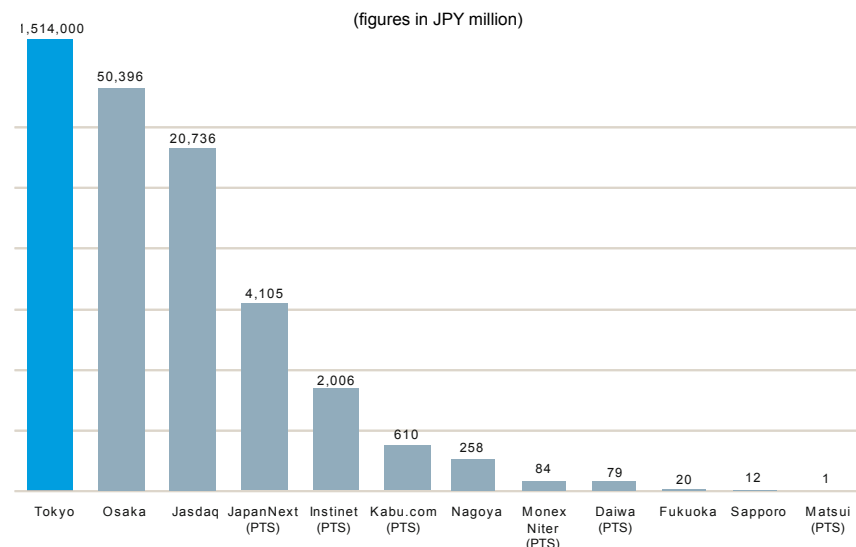
Incentives for Market Makers

There needs to be an incentive structure for firms that are market making. There are regulatory restrictions for rebates in Japan; however, I believe PTSs can be imaginative in terms of incentives for those who are systematically providing liquidity.

Liquidity Aggregation

The concept of liquidity aggregator is not new. But, given the current smart-order technology a PTS can act as a liquidity aggregator thus consolidating order books at other PTSs and performing onward routing functions. This is simply connecting and accessing to multiple PTSs for firms that do not have that technology.

In summary, given Japan’s regulatory environment and relatively low cost of trading, we should be experiencing more active off exchange liquidity. I believe there are opportunities for firms to think out of the box and willing to invest to build the right business model.



Note: Average Daily Notional Value Traded in Jan – May 2010. Source: Reuters.

Any thoughts about this or other articles? Please send any comments direct to: editorial@fixglobal.com

Did you know...

FPL will be organising the FPL Japan Electronic Trading Conference in Toyko on 6th October, 2010. Please visit <http://www.fixprotocol.org/events> for details.

日本における株式市場の急速な発展に立ちはだかる壁

日本においても、受注した注文を社内クロスや取引所外クロスによって執行することは日常的に行われている。1998年、日本の規制当局は証券会社が夜間運営する私設取引システム(PTS)の導入を承認。2005年には、これらのPTSがザラ場中の取引を行うことにより伝統的な取引所と競争し始め、事実上PTSは取引所と同じ様に運営されるライトプールに位置づけられた。PTSは、詳細に規制されたルールに則り透明性と優位性を持って運営されており、例えば、あるPTSでは呼値の刻み幅は取引所の10分の1と定められている。ただPTSにとって規模拡大の壁となるのは、市場シェアを10%以上にできないことである。シェアがいったん10%に達し、それ以上を目指すのであれば、「取引所」として申請を行わなければならない。

日本で本格的にダークプールが提供され始めたのは2005年。ここ数年、海外の大手証券に加えて、国内大手でももはやダークプールは標準的なサービスの一つとなっている。グローバル企業は、欧米で培ったダークプール、SOR(スマートオーダー・ルーティング)の経験実績と投資を強みとして、日本にもダークプールを導入し、顧客サービスの充実性を高めるために懸命である。

10年以上にわたってPTSの歴史および社内クロスに対する規制環境が成熟してきたにもかかわらず、このような代替取引市場が東京証券取引所から取り込むことができたシェアは1~2%程度に留まっている。代替取引市場のシェアが伸び悩む理由は一体どこにあるのか?流動性を取引所外へと促す要素は何か?

SORのインフラ- PTSおよびダークプールに自由にそして瞬時にアクセス可能にするには、SORは必要不可欠。SORは、利用可能な執行市場を常時チェック、最も有利な価格を見つけ出し、社内および市場のさまざまな規則に基づいて最適な執行を行う。SORは、ダークプール、ライトプールのどちらにおいても効率的に作動しなければならない。それには、制約、

アンチゲーミング・ルール、各取引市場によって異なるコスト構造などそれぞれの市場に対応する必要がある。

海外大手証券は、既に欧米でSORを提供しているため、SORを日本に導入することに抵抗はない。既に持っているインフラをローカリゼーションすれば良いからだ。しかし、同様のシステムをゼロから立ち上げるのは困難を極める。その結果、海外勢大手が日本でSORを提供している反面、国内勢でSORの提供に踏み切れたところは一握りにしかすぎない。当然のことながら、競争力のあるSORを提供できている個人顧客専門の証券会社またはオンライン証券はほとんどない。

最良執行方針

日本では、どの執行契約にも最良執行方針が義務付けられている。だが米国のRegNMSや欧州のMIFIDのように、最良執行の詳細を定めた統一的な規則は存在しないため、執行契約は業者ごとに異なることも少なくない。これらの契約では、多くの場合、東証、大証などの主要取引所を最良執行市場として想定している。そのためダークプールを運営している企業の多くでは、最良執行契約の見直しを続けているものの、残念ながら現在のところ最良執行市場を複数の市場へと拡大させる規制面での強いインセンティブは存在しない。

資金運用

国内の年金基金や従来の基金の多くは、東証または大証などの取引所で執行することが義務づけられている。PTSで執行を行うことは規約違反となる為PTSでの執行を可能にするためには、規約を改正する必要がある。しかし、PTSの現状を考慮すると、規約を変更するに至るメリットを得られるに至っていない。

規制環境

2009年まで、日本の金融庁はPTS内での空売りについて言及を避けてきた。その間、各証券会社はそれぞれの見解のもとでPTSの運営に当たってきた。2010年3月、金融庁は、空売り規制について



By Michael Kim, Managing Director,
Electronic Trading Services,
Barclays Capital

はPTSにおいても取引所と同じような対応が求められることに言及した。これは、PTSへの発注を限定的にしPTSの成長を止めかねないものとなった。また、東京証券取引所のアローヘッド導入により、市場集中原理が再燃。追い討ちをかけるようにTOSNETを通しての取引の報告がダークプールに義務付けられるなど、取引所外で流動性を求めるメリットが限定的となる。潜在的な制約が増えたことは、市場全体に陰を落とし、短期的にPTSの成長を阻害する要因となりかねない。

マーケットメーカー

欧米のMTF(マルチラテラル・トレーディング・ファシリティ)においては、十分な流動性を確保する上でマーケットメーカーは必要不可欠な存在となっており、執行市場に提供する流動性に対して、通常はリベートが支払われる。それに対して日本の執行市場では、マーケットメーカーが提供する流動性に対してインセンティブはなく、多くのマーケットメーカーは、リスクヘッジとコストカバーのため、大きなアルファやスプレッドをとりに行かなくてはならない。

PTSの細分化

日本では現在6つのPTSが存在する、うち3つは個人投資家のみと依然閉鎖的。その他のPTSとしてはInstinet、カブドットコム、SBI JapanNextと、近日中サービスの提供を開始予定のChi-Xジャパンがある。明らかなマーケットリーダーの存在はなく、PTS全体でも流動性はTSEの1~2%にすぎない。

PTSおよびダークプールが直面している成長阻害要因をいくつか検証してきた。代替執行市場の活性化には、欧米並みの規制緩和が必要。しかし、全面的な見直しには時間がかかるであろう。

JSCCによる決済

2010年7月から、PTSで執行された取引は、株式会社日本証券クリアリング機構(JSCC)を通して清算することができる。これにより、PTS取引における受け渡しが保証されることから、リスクは限定的となり参加者の安心感は広がる。さらに、執行から決済までがSTP(ストレート・スルー・プロセッシング)となり、非効率な事務処理も軽減される為、PTSをあらたに代替執行市場として参加しやすい環境も整いつつある。

取引コストの削減

取引量を増やすには、PTSがその手数料を劇的に引き下げる必要がある。東証の取引手数料は約0.2bps、多くのPTSはTSEのコストと連動させた価格設定だ。PTSでの取引コストは、流動性を供給される側には注文に対し手数料は0.2bps以下、流動性を提供する場合には手数料をゼロとすべきであろう。

マーケットメーカーに対するインセンティブ

PTSはマーケットメイクを行う会社に対してはインセンティブを与えるべきだと思われる。日本ではリポートの提供に対しては規制上の制約がある。しかし、システムチックに市場に流動性を提供できる参加者に対して、単にリポートを支払うだけでなく、もっと柔軟性をもって多様なインセンティブを喚起する構造を作っていくことが肝要であろう。

流動性の集約

流動性を集約するというコンセプトは特に目新しいものではない。しかし、現状ではシステム改良余地がまだまだあるスマートオーダー・ルーティングの技術水準を考えると、ある一つのPTSが他のPTSの注文をも取りまとめ、その先のルーティング機能もこなすことで、PTSが流動性の集約場所となって機能し、そのことで多くの市場参加者が恩恵を受けることができる、というのは意味のあることと思われる。

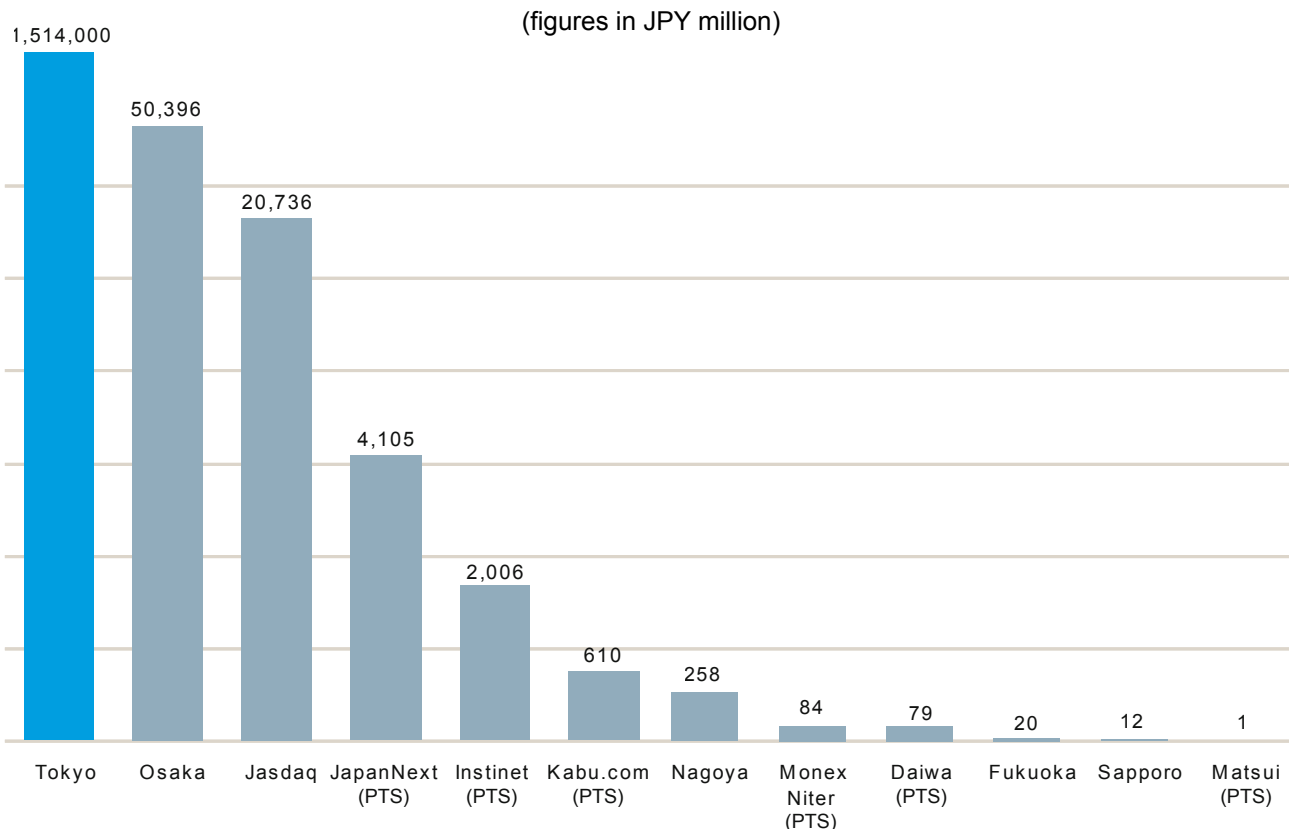
すなわち、必要とされる技術を持たない参加者に代わって、複数のPTSに簡単に

接続できる、というプロセスがここに実現するのだ。

日本の現在の規制環境と比較的低い取引コストを考慮すれば、取引所外の執行市場をもっと積極的に活用できる市場構造を追求できるはず。従来の常識にとらわれない発想によって、新たな流動性に着目したビジネスモデルの構築に向け、前向きに投資する覚悟があれば、かなりの市場シェアを獲得できる機会がそこには存在すると考える。

Any thoughts about this or other articles?
Please send any comments direct to:
editorial@fixglobal.com

Did you know...
FPL will be organising the FPL Japan Electronic Trading Conference in Tokyo on 6th October, 2010. Please visit <http://www.fixprotocol.org/events> for details.



Note: Average Daily Notional Value Traded in Jan - May 2010. Source: Reuters.