

ファンドマネージャーへのアンケート調査(1)

～新たな取引システムの評価～

吉川 真裕

いよいよ四月から改正外為法の施行に伴って日本版ビッグバンが本格的に始まることになる。従来は資金調達者や仲介業者が中心であった我が国の株式市場でも日本版ビッグバンによって資金提供者の重要性が高まり、とりわけ世界的に進展する機関化の趨勢のもとでは機関投資家の役割がますます重要となるものと考えられる。資金提供者あるいは資金運用者の要望をできる限り採り入れていくことが日本版ビッグバンの核心と考え、機関投資家の要望を幅広く集め、株式市場の制度改革に資することを目的として当研究所では先頃、アンケート調査を実施した。アンケート調査の内容は実際に株式運用に携わっているファンドマネージャーの意識調査が中心であり、投資顧問業・投資信託運用会社・保険会社・銀行等の機関投資家を対象として、二八四社に質問状を送付し、六二社から八六件の回答を得た。(アンケート調査にご協力いただいたファンドマネージャーの皆様にはここに記して感謝します。)

今後、このアンケート調査の結果を順次紹介していく予定であるが、本稿では回答者の特徴と新たな取引システムに関する評価を取り上げる。昨年一月以降、東京・大阪・名古屋の各証券取引所では大口取引市場とバスケット取引市場がすでに開設されており、さらに大阪証券取引所は機関投資家の直接参加に近い取引システムの

開発を表明しており、我が国でも伝統的な取引所取引とは異なる取引システムの導入が進みつつある。そこで、今回はこうした取引システムに対するファンドマネージャーの評価を取り急ぎ紹介する。

1 回答者の特徴

(1) 会社組織

アンケート用紙は生命保険会社四四社、損害保険会社二七社、信託銀行三三社、都市銀行・長期信用銀行一二社、地方銀行一〇社、投資信託運用会社四四社、投資顧問業者一一四社の計二八四社に送付し、六二社から八六件の回答を得た。質問事項は株式取引に関して四〇項目一五五問、回答者の属性に関して八項目九問に及んだ。

まず、回答者の会社組織に関しては、送付先として上げたような業態分類は避け、独立した投資運用会社、銀行・証券会社・保険会社等の子会社、銀行・証券会社・保険会社等の一部門、企業年金基金、公的年金基金、投資信託運用会社、その他、の七つの中から選択してもらったところ、①銀行・証券会社・保険会社等の子会社が三四件(三九%)、②銀行・証券会社・保険会社等の一部門が二六件(三〇%)、③投資信託運用会社が一五件(一七%)、④独立した投資運用会社が九件(一〇%)、⑤企業年金基金が一件(一%)、⑥公的年金基金が〇件(〇%)、⑦その他が〇件(〇%)、という結果であった。金融機関の子会社または一部門が回答の三分の二以上を占めたが、我が国の現状に即してみると、回答者が極端に偏っているという問題はなさそうである。

(23)

(2) 資産運用スタイル

次に、運用ファンドの資産運用スタイルについて、銘柄選択に基づくアクティブ運用か、指数に追随するパッシブ運用かを質問したところ、アクティブ運用が六九件(七九%)、パッシブ運用が一三件(一五%)で、アク

ティブ運用の割合が高かった。

(3) 運用方針

また、ファンドの運用方針を、企業価値を重視する大型株中心のバリュウ重視、企業の成長性を追求するグロース重視、モデルに基づくアクティブ運用のクオンツ重視、アセット・アロケーション、指数に追随するインデックス重視、その他、の六つの中から第一方針と第二方針を一つずつ選択してもらったところ、第一方針としては、①グロース重視が二六件(三〇%)、②バリュウ重視が二五件(二九%)、③アセット・アロケーションが七件(八%)、④クオンツ重視が五件(六%)、⑤インデックス重視が二件(二%)、⑥その他が一件(一%)、第二方針としては、①バリュウ重視が二五件(二九%)、②グロース重視が一九件(二二%)、③アセット・アロケーションが一件(一%)、④クオンツ重視が三件(四%)、⑤インデックス重視が三件(三%)、⑥その他が〇社(〇%)であり、オールドボックスなバリュウ重視とグロース重視の比率が高かったが、第二方針としてはアセット・アロケーションが一三%を占めており、クオンツ重視もインデックス重視を上回っていた。

(24)

(4) ファンドの資産構成

ファンドの資産構成を、株式、債券、現金、不動産、その他、の五つに%表示で分類してもらったところ、平均値では、①株式が五五・一%、②債券が二〇・九%、③現金が一九・一%、④その他(転換社債・外貨・投信・融資)が四・五%、⑤不動産が〇・三%、という構成であり、株式の比率が最も高かった。

さらに、ファンドの株式資産構成を、日本、北アメリカ、ヨーロッパ、アジア、の四地域に分類してもらったところ、平均値では、①日本が九二・二％、②北アメリカが四・四％、③ヨーロッパが二・五％、④アジアが〇・九％、という構成であり、日本国内での運用比率が非常に高かった。

2 新たな取引システムの評価

(1) 利用実績と評価

アンケート調査の質問事項は、成り行き注文と指値注文の評価、執行時間と執行コストといった問題が中心であるが、こうした質問事項の後に私設取引システム（PTS）を含めた新たな取引システムの利用実績と評価についても質問している。

東証大口市場、東証バスケット市場、大証大口市場、大証バスケット市場、名証大口市場、名証バスケット市場、SEAQインターナショナル、インステイネット等のPTS、ブローカーとの相対取引、の九つの取引形態について利用実績を尋ねたところ、①ブローカーとの相対取引が二六件（三〇％）、②東証バスケット市場が八件（九％）、③東証大口市場が六件（七％）、④大証大口市場が三件（四％）、⑤SEAQインターナショナルが二件（二％）、⑥PTSが二件（二％）、⑦名証大口市場が一（二％）、⑧大証バスケット市場が〇件（〇％）、⑨名証バスケット市場が〇件（〇％）であった。この中ではブローカーとの相対取引の比率が高く、次いで東証の新市場で

の利用が多かった。大口市場では東証の六件に対して大証が三件、名証が一（一件）であり、上場銘柄数を考慮するとそれほど大きな違いがあるとは思われないが、バスケット市場では東証の八件に対して大証と名証は〇件であり、やはり大証や名証ではバスケット取引を行うだけの上場銘柄数が不足していることが影響しているものと考えられる。同様に、関心があるかどうかを尋ねたところ、関心があると答えたのは、①ブローカーとの相対取引で四五件（五二％）、②東証バスケット市場で四〇件（四六％）、③東証大口市場で三四件（三九％）、④PTSで三二件（三七％）、⑤SEAQインターナショナルで二八件（三二％）、⑥大証バスケット市場で二六件（三〇％）、⑦大証大口市場で二二件（二六％）、⑧名証バスケット市場で一二件（一五％）、⑨名証大口市場で一二件（一四％）であり、利用実績よりも大幅に高かった。しかもPTSやSEAQインターナショナルへの関心が大証と名証の新市場に対する関心を上回っている一方、利用実績のない大証や名証でのバスケット市場に対する関心がそれぞれの大口市場に対する関心をわずかに上回っていた。

さらに、これらの取引制度を利用したファンドマネージャーに1（満足していない）、2（少し満足）、3（満足）、4（かなり満足）、5（非常に満足）の五段階評価をしてもらったところ、①PTSが平均三・五（4ポイント一件、3ポイント一件）、②東証バスケット市場は平均三・三（5ポイント一件、4ポイント二件、3ポイント二件、2ポイント二件）、③大証大口市場が平均三・〇（4ポイント一件、2ポイント一件）、

新取引制度の利用者による満足度評価	満足度 平均値	満足度				
		非常に満足 5 (%)	かなり満足 4 (%)	満足 3 (%)	少し満足 2 (%)	満足していない 1 (%)
東証大口市場	2.40	0 (0.0%)	1 (16.7%)	1 (16.7%)	2 (33.3%)	1 (16.7%)
東証バスケット市場	3.25	1 (12.5%)	2 (25.0%)	3 (37.5%)	2 (25.0%)	0 (0.0%)
大証大口市場	3.00	0 (0.0%)	1 (33.3%)	0 (0.0%)	1 (33.3%)	0 (0.0%)
大証バスケット市場	—	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
名証大口市場	2.00	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	1 (100.0%)	0 (0.0%)
名証バスケット市場	—	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
SEAQインターナショナル	3.00	0 (0.0%)	0 (0.0%)	1 (50.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
PTS	3.50	0 (0.0%)	1 (50.0%)	1 (50.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
ブローカーとの相対	2.65	0 (0.0%)	2 (7.7%)	13 (50.0%)	6 (23.1%)	2 (7.7%)

新取引制度の 利用実績と関心	利用実績		関心	
	はい (%)	いいえ (%)	ある (%)	ない (%)
東証大口市場	6 (6.9%)	66 (75.9%)	34 (39.1%)	32 (36.8%)
東証バスケット市場	8 (9.2%)	64 (73.6%)	40 (46.0%)	25 (28.7%)
大証大口市場	3 (3.5%)	69 (79.3%)	23 (26.4%)	41 (47.1%)
大証バスケット市場	0 (0.0%)	71 (81.6%)	26 (29.9%)	39 (44.8%)
名証大口市場	1 (1.2%)	70 (80.5%)	12 (13.8%)	53 (60.9%)
名証バスケット市場	0 (0.0%)	71 (81.6%)	13 (14.9%)	52 (59.8%)
SEAQインターナショナル	2 (2.3%)	69 (79.3%)	28 (32.2%)	37 (42.5%)
PTS	2 (2.3%)	67 (77.0%)	32 (36.8%)	32 (36.8%)
ブローカーとの相対	26 (29.9%)	47 (54.0%)	45 (51.7%)	18 (20.7%)

④SEAQインターナショナルが3ポイント一件、⑤ブローカーとの相対取引は平均二・七（4ポイント二件、3ポイント一三件、2ポイント六件、1ポイント二件）、⑥東証大口市場は平均二・四（4ポイント一件、3ポイント一件、2ポイント二件、1ポイント一件）、⑦名証大口市場が2ポイント一件であり、利用実績の高いブローカーとの相対取引と東証大口市場の評価は相対的に低かった。

(2) 利点と利用促進要因

すでに見たように、こうした新たな取引制度の利用実績は必ずしも高くはないが、ファンドマネージャーの関心は利用実績よりもはるかに高い。新たな取引制度への関心の高さは従来の取引制度に対するファンドマネージャーの不満の現れであるとも考えられ、新たな取引制度のどのような点を重視しているのかを知ることが従来からの取引制度の欠点を改善する上でも重要であろう。そこで、新たな取引制度のどこを重視しているのかを質問してみた。

これらの新たな取引制度を用いる上で、流動性、匿名性、マーケット・インパクト、気配値スプレッド、取引費用、交渉できる点、その他、の七項目についてどの程度重要であると考えたかを1（重要でない）、2（少し重要）、3（重要）、4（かなり重要）、5（非常に重要）の五段階評価で質問したところ、①流動性が平均四・四（5ポイント四一件、4ポイント二一件、3ポイント二一件、2ポイント〇件、1ポイント一件）、②マーケット・インパクトが平均四・一（5ポイント三二件、4ポイント二四件、3ポイント一五件、2ポイント三件、1ポイント一件）、③取引費用が平均三・八（5ポイント二五件、4ポイント一九件、3ポイント二七件、2ポイント三件、1ポイント二件）、④気配値スプレッドが平均三・七（5ポイント一六件、4ポイント二八件、3

ポイント二二件、2ポイント四件、1ポイント二件）、⑤匿名性が平均三・六（5ポイント二二件、4ポイント一七件、3ポイント二五件、2ポイント六件、1ポイント五件）、⑥交渉できる点が平均三・五（5ポイント二二件、4ポイント一九件、3ポイント三三件、2ポイント五件、1ポイント二件）、⑦その他が〇であった。

この結果によると、現状では流動性やマーケット・インパクトという点がより重視されており、取引費用や匿名性、交渉できる点といった伝統的な取引制度では対処しにくい問題よりも、注文執行効率の改善に対する関心の方が高いことがわかる。注文執行効率の改善という点だけであれば、マーケットメイキング機能の拡充やコンピューターによる自動執行機能の強化等を通じて、従来の取引制度を改善することによってもある程度までは対応することが可能であると考えられる。ただし、東京・大阪・名古屋の新取引市場は開設されてまだ日も浅く、我が国ではブローカーとの相対取引やSEAQインターナショナル、PTSでの取引は限定的にしか行われてこなかったもので、こうした取引の普及に伴ってファンドマネージャーの重視する問題が変わっていく可能性があることは指摘しておかなければならない。

それでは、こうした伝統的な取引所取引とは異なる取引制度の利用はどのような条件のもとで拡大していくと考えられているのであろうか。執行可能性の向上、取引時間の拡大、ソフトダラー・サービスの低下、取引制度をより理解できれば、その他、の五つの条件についてこれらの事態が生じた場合にこうした取引制度を利用するかどうかを質問したところ

新取引制度に よっての重要度	重要度 平均値	非常に重要	かなり重要	重要	少し重要	重要でない
		5 (%)	4 (%)	3 (%)	2 (%)	1 (%)
流動性	4.35	41 (47.2%)	21 (24.2%)	12 (13.8%)	0 (0.0%)	1 (1.2%)
匿名性	3.60	22 (25.3%)	17 (19.5%)	25 (28.7%)	6 (6.9%)	5 (5.8%)
マーケット・インパクト	4.09	31 (35.6%)	24 (27.6%)	15 (17.2%)	3 (3.5%)	1 (1.2%)
気配値スプレッド	3.72	16 (18.4%)	28 (32.2%)	22 (25.3%)	4 (4.6%)	2 (2.3%)
取引費用	3.82	25 (28.7%)	19 (21.8%)	27 (31.0%)	3 (3.5%)	2 (2.3%)
交渉できる点	3.48	12 (13.8%)	19 (21.8%)	33 (37.9%)	5 (5.8%)	2 (2.3%)
その他	—	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)

る、「はい」という回答は、①執行可能性の向上で五八件（六七％）、②取引時間の拡大で四〇件（四六％）、③取引制度をより理解できれば三四件（三九％）、④ソフトグラー・サービスの低下で一六件（二八％）、⑤その他で一件（一％）であり、「いいえ」という回答は、①取引時間の拡大で二四件（二八％）、②ソフトグラー・サービスの低下で二〇件（二三％）、③取引制度をより理解できれば一五件（一七％）、④執行可能性の向上で六件（七％）、⑤その他で一件（一％）であった。現状ではこうした取引制度を利用する上で執行可能性の向上が最も重視されており、執行可能性が増加すれば向上するので、何らかのきっかけで取引が増えれば執行可能性が向上し、さらに取引が増加するという事態が生じうることがわかる。

(3) P T S

我が国の国内には今のところP T Sは存在しないが、外為法の改正や取引所集中原則の廃止に伴い、海外のP T Sに取引が流出したり、国内にP T Sが誕生することは十分に考えられる。こうした事態を考慮して、証券取引審議会の市場整備部会でもP T Sの実状と我が国での取り扱いが本年一月に取り上げられている。今回のアンケート調査では伝統的な取引所取引とは異なる取引制度の一つとしてP T Sを取り扱っているが、アメリカにおけるP T Sの興隆に鑑み、P T Sに関わる四つの質問を追加的に行った。

まず、第一の質問はP T Sのメリットはデメリットよりも大きいと考えるか、あるいは小さいと考えるかという質問である。この質問に対する答えは、メリットがデメリットを上回るというのが五二件（六〇％）、メリットがデメリットを下回るというのが一一件（一二％）であり、圧倒的にP T Sに対する支持が高かった。ただし

新取引制度の 利用促進要因	利用を増やしますか？	
	はい (%)	いいえ (%)
執行可能性の向上	58 (66.7%)	6 (6.9%)
取引時間の拡大	40 (46.0%)	24 (27.6%)
ソフトグラーサービスの低下	16 (18.4%)	20 (23.0%)
取引制度をより理解できれば	34 (39.1%)	15 (17.2%)
その他	1 (1.2%)	1 (1.2%)

注意する必要があるのは、ファンドマネージャーにとってはP T Sは好ましいということであり、市場の分裂や透明性の低下等の問題を考慮して株式市場全体にとって好ましいという回答がなされたのかどうかは明らかではないことである。しかし、世界の趨勢から見て今後ますます進展するであろう株式市場の機関化を担うファンドマネージャーにとってP T Sは魅力的なこととは間違いなく、株式市場における機関投資家のシェアが拡大するほどこうした意見が多数意見となる可能性が高い。日本版ビッグバンの核心が資金提供者あるいは資金運用者の利便性の改善にあるとすれば、定着するかどうかはともかくとして、我が国でのP T Sの誕生は取引所集中原則の廃止の帰結として当然予想される事態である。

第二の質問は二〇〇〇年までにP T Sを含めた伝統的な取引所取引以外での日本株取引がどの程度になると予想されるかというものである。回答は選択肢からの択一であり、ゼロ、〇・一％から〇・九％、一％から四％、五％から九％、一〇％から二四％、二五％から四九％、五〇％以上、わからない、という八つの選択肢を用意した。ここで用いた二〇〇〇年という期限は三年以内にとり期限を表すと同時に、株式委託売買手数料が完全自由化されている状態を想定しているということも付け加えておこう。回答結果は、①わからないが二六件（三〇％）、②一〇％から二四％が二二件（二四％）、③二五％から四九％が一〇件（一二％）、④五％から九％が九件（一〇％）、⑤一％から四％が五件（六％）、⑥五〇％以上が二件（二％）、⑦ゼロが二件（二％）、⑧〇・一％から〇・九％が一件（一％）であり、この結果を累積すると、一〇％から四九％は三二件（三六％）、五％から四九％は四〇件（四六％）、一％から四九％では四五件（五二％）と過半数に達していた。SECによればアメリカでのP T Sの取引規模はニューヨーク証券取引所上場銘柄の四％、NASDAQ銘柄の二〇％ということであるから、P T S以外での取引を含めるとはいえ、かなりの規模が予想されていることがわかる。

第三の質問は第二の質問の期限を二〇一〇年まで延長したものであるが、回答結果は、①わからないが二六件(三〇%)、②一〇%から二四%が一七件(二〇%)、③五〇%以上が一四件(一六%)、④二五%から四九%が二三件(一五%)、⑤五%から九%が五件(六%)、⑥一%から四%が一件(一%)、⑦〇・一%から〇・九%が〇件(〇%)、⑧ゼロが〇件(〇%)であった。累積して比べてみると、一〇%から四九%では三〇件(三四%)、五%から四九%では三五件(四〇%)、一%から四九%では三六件(四一%)と減少していたが、二五%以上は二七件(三二%)、一〇%以上は四四件(五二%)と過半数に達しており、二五%以上を予想したものが増加していた。

第四の質問は、伝統的な取引所取引と比べてPTSが優れていると考えられる点を、取引費用、流動性、スプレッド・コスト、執行比率、執行の迅速性、マーケット・インパクト、匿名性、交渉できる点、取引前の気配値の透明性、投資家保護、その他、の一点について1(良くない)、2(少し良い)、3(良い)、4(かなり良い)、5(非常に良い)の五段階評価で質問した。回答結果は、①取引費用が平均四・〇(5ポイント一四件、4ポイント一六件、3ポイント一四件、2ポイント〇件、1ポイント〇件)、②執行の迅速性が平均三・五(5ポイント一〇件、4ポイント七件、3ポイント二件、2ポイント六件、1ポイント二件)、③スプレッド・コストが平均三・二(5ポイント四件、4ポイント一件、3ポイント一五件、2ポイント四件、1ポイント三件)、④匿名性が平均三・二(5ポイント五件、4ポイント一〇件、3ポイント一六件、2ポイント六件、1ポイント三件)、⑤取引前の気配値の透明性が平均三・一(5ポイント五件、4ポイント六件、3ポイント一七件、2ポイント三件、1

ポイント四件)、⑥マーケット・インパクトが平均三・一(5ポイント四件、4ポイント九件、3ポイント三件、2ポイント五件、1ポイント四件)、⑦執行比率が平均三・一(5ポイント二件、4ポイント一件、3ポイント二件、2ポイント五件、1ポイント四件)、⑧流動性が平均三・一(5ポイント三件、4ポイント一件、3ポイント一六件、2ポイント五件、1ポイント五件)、⑨交渉できる点が平均三・〇(5ポイント四件、4ポイント五件、3ポイント一八件、2ポイント七件、1ポイント四件)、⑩投資家保護が平均二・八(5ポイント二件、4ポイント三件、3ポイント一件、2ポイント一〇件、1ポイント二件)、⑪その他が〇(〇件)であった。

この結果によると、先の質問で新たな取引制度を用いる上で重要であると考えられていた流動性(①平均四・三)とマーケット・インパクト(②平均四・一)の順位はそれぞれ⑧(平均三・一)と⑥(平均三・一)であり、先の質問への回答の際にはPTSよりもむしろ取引所における新市場を念頭に置いて答えられたことがわかる。これは我が国にはまだPTSが存在していないためにPTSを利用することを現実的に想定しにくかったためか、あるいはPTSよりも取引所における新市場の方が利用価値が高いと考えられていたためかはわからないが、興味深い点である。

他方、流動性とマーケット・インパクト以上にPTSが優れているところ(こ)で回

PTSの取引所に対する優位度	優位度 平均値	満足している				
		非常に満足 5 (%)	かなり満足 4 (%)	満足 3 (%)	少し満足 2 (%)	満足していない 1 (%)
取引費用	4.00	14 (16.1%)	16 (18.4%)	14 (16.1%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
流動性	3.05	3 (3.5%)	11 (12.6%)	16 (18.4%)	5 (5.8%)	5 (5.8%)
スプレッド・コスト	3.24	4 (4.6%)	11 (12.6%)	15 (17.2%)	4 (4.6%)	3 (3.5%)
執行比率	3.06	2 (2.3%)	11 (12.6%)	12 (13.8%)	5 (5.8%)	4 (4.6%)
執行の迅速性	3.46	10 (11.5%)	7 (8.1%)	12 (13.8%)	6 (6.9%)	2 (2.3%)
マーケット・インパクト	3.11	4 (4.6%)	9 (10.3%)	13 (14.9%)	5 (5.8%)	4 (4.6%)
匿名性	3.20	5 (5.8%)	10 (11.5%)	16 (18.4%)	6 (6.9%)	3 (3.5%)
交渉できる点	2.95	4 (4.6%)	5 (5.8%)	18 (20.7%)	7 (8.1%)	4 (4.6%)
取引前の気配値の透明性	3.14	5 (5.8%)	6 (6.9%)	17 (19.5%)	3 (3.5%)	4 (4.6%)
投資家保護	2.75	2 (2.3%)	3 (3.5%)	11 (12.6%)	10 (11.5%)	2 (2.3%)
その他	—	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)

新取引制度の 予測シェア	2000年まで		2010年まで	
	件数	(%)	件数	(%)
ゼロ	2	(2.3%)	0	(0.0%)
0.1%から0.9%	1	(1.2%)	0	(0.0%)
1%から4%	5	(5.8%)	1	(1.2%)
5%から9%	9	(10.3%)	5	(5.8%)
10%から24%	21	(24.1%)	17	(19.5%)
25%から49%	10	(11.5%)	13	(14.9%)
50%以上	2	(2.3%)	14	(16.1%)
わからない	26	(29.9%)	26	(29.9%)

答されたのは、①取引費用（平均四・〇）、②執行の迅速性（平均三・五）、③スプレッド・コスト（平均二・二）、④匿名性（平均三・二）、⑤取引前の気配値の透明性（平均三・一）であつたが、それぞれのポイントはそれほど高くはなく、先の質問で取引費用が平均三・八（③）、気配値スプレッドが平均三・七（④）、匿名性が平均三・六（⑤）であつたのと大差はなかつた。

また、この質問で⑨交渉できる点（平均三・〇）と⑩投資家保護（平均二・八）の評価が相対的に低かつたが、投資家保護が二ポイント代後半の評価を受けていたという点はPTSに対して過大評価が行われている可能性を示唆しているようにも思われる。

アメリカではPTSでの取引が定着しているが、ヨーロッパではイギリスのトレードポイントを除いてPTSはほとんど見あたらない。アメリカでPTSが急成長したのは地方取引所がニューヨーク証券取引所に挑戦する取引システムの開発にそれほど熱心でなかつたことに原因があるのかもしれない。我が国でPTSが定着するかどうかは利用者の需要と取引所の取引システムの改善状況にかかつており、今回のアンケート調査ではファンドマネージャーのPTSに対する期待が大きいが示された。したがって、資金提供者あるいは資金運用者の要望を重視するのであれば、必要な条件を満たす限り、取引所の取引システムに改善を迫るPTSという革新的な試みを規制によって封じ込めるといふことは避けるべきであろう。