

ファンドマネージャーへのアンケート調査(2)

～意志決定に影響する要因～

吉川 真裕

今月から改正外為法の施行に伴って日本版ビッグバンがはじまった。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、二八三社に質問状を送付し、六一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。)

本稿では、前回に引き続き、このアンケート調査の結果の一部を紹介する。前回は回答者の特徴と新たな取引システムに関する評価を紹介したが、今回はファンドマネージャーの意志決定に影響する基本的な要因、迅速な取引執行、執行時間帯の評価を取り上げる。

1 意志決定に影響する基本的な要因

(1) 情報

株式を取引する場合、そこではすでに意志決定がおこなわれているわけであるが、その意志決定は何らかの情報に基づいておこなわれているはずである。株価がファンダメンタルズから見ると割安であるとか、金利が低下しそうであるので株価が上昇するはずであるとか、ポートフォリオ構成の再評価によって保有株式を調整する必要があるといったものがその例であろう。こうした情報が新たに発生し、その新たな情報に基づいて株式を取引するという意志決定がファンドマネージャーによっておこなわれると考えるのが自然である。

そこで、まず、個別銘柄のファンダメンタルズ、市場全体に関わるニュース、ポートフォリオ構成の再評価、解約またはその他の換金需要、指数に追随するため、利益を追求するため、バーゲン・ハンティング、損切りをするため、チャートリストのシグナル、(ポートフォリオ・マネージャーからの) 内部調査、(証券会社からの) 外部調査、取引情報(他の注文に関する情報)、デリバティブズに基づく取引、その他、の一四の項目について、どの程度意志決定に影響しているのかを1(全く考慮しない)、2(たまたま考慮する)、3(ときどき考慮する)、4(しばしば考慮する)、5(非常に頻繁に考慮する)の五段階評価で質問してみた。

その結果、①個別銘柄のファンダメンタルズが平均四・八(5ポイント六八件、4ポイント一七件、3ポイント二二件、2ポイント〇件、1ポイント〇件)、②利益を追求するためが平均四・一(5ポイント三五件、4ポイント二六件、3ポイント一九件、2ポイント三件、1ポイント一件)、③市場全体に関わるニュースが平均四・一(5ポイント三三件、4ポイント三〇件、3ポイント二二件、2ポイント三件、1ポイント〇件)、④ポートフォリオ構成の再評価が平均三・八(5ポイント一三件、4ポイント四一件、3ポイント二五件、2ポイント三件、

1ポイント一件)、⑤(証券会社からの)外部調査が平均三・六(5ポイント六件、4ポイント五〇件、3ポイント一七件、2ポイント一〇件、1ポイント二件)、⑥(ポートフォリオ・マネージャーからの)内部調査が平均三・五(5ポイント一三件、4ポイント二九件、3ポイント二〇件、2ポイント一三件、1ポイント三件)、⑦解約またはその他の換金需要が平均三・三(5ポイント二二件、4ポイント二三件、3ポイント二八件、2ポイント一四件、1ポイント六件)、⑧バーゲン・ハンティングが平均三・一(5ポイント四件、4ポイント二六件、3ポイント三一件、2ポイント二〇件、1ポイント三件)、⑨指数に追随するためが平均二・九(5ポイント二件、4ポイント二四件、3ポイント三四件、2ポイント一九件、1ポイント七件)、⑩損切りをするためが平均二・八(5ポイント一件、4ポイント一五件、3ポイント四〇件、2ポイント二二件、1ポイント五件)、⑪チャートリストのシグナルが平均二・八(5ポイント一件、4ポイント二〇件、3ポイント三二件、2ポイント二四件、1ポイント九件)、⑫取引情報が平均二・六(5ポイント一件、4ポイント一三件、3ポイント三三件、2ポイント二六件、1ポイント二件)、⑬デリバティブズに基づく取引が平均二・五(5ポイント〇件、4ポイント一四件、3ポイント一九件、2ポイント二五件、1ポイント

意志決定に影響する要因	影響度 平均値	非常に頻繁に					全く考慮しない
		5 (%)	4 (%)	3 (%)	2 (%)	1 (%)	
個別銘柄のファンダメンタルズ	4.76	68 (78.2%)	17 (19.5%)	2 (2.3%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
利益を追求するため	4.08	35 (40.2%)	26 (29.9%)	19 (21.8%)	3 (3.5%)	1 (1.2%)	1 (1.2%)
市場全体に関わるニュース	4.06	32 (36.8%)	30 (34.5%)	21 (24.1%)	3 (3.5%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
ポートフォリオ構成の再評価	3.75	13 (14.9%)	41 (47.1%)	25 (28.7%)	3 (3.5%)	1 (1.2%)	1 (1.2%)
(証券会社からの)外部調査	3.56	6 (6.9%)	50 (57.5%)	17 (19.5%)	10 (11.5%)	2 (2.3%)	2 (2.3%)
(ポートフォリオ・マネージャーからの)内部調査	3.46	13 (14.9%)	29 (33.3%)	20 (23.0%)	13 (14.9%)	3 (3.5%)	3 (3.5%)
解約またはその他の換金需要	3.25	12 (13.8%)	23 (26.4%)	28 (32.2%)	14 (16.1%)	6 (6.9%)	6 (6.9%)
バーゲン・ハンティング	3.10	4 (4.6%)	26 (29.9%)	31 (35.6%)	20 (23.0%)	3 (3.5%)	3 (3.5%)
指数に追随するため	2.94	2 (2.3%)	24 (27.6%)	34 (39.1%)	19 (21.8%)	7 (8.1%)	7 (8.1%)
損切りをするため	2.83	1 (1.2%)	15 (17.2%)	40 (46.0%)	21 (24.1%)	5 (5.8%)	5 (5.8%)
チャートリストのシグナル	2.77	1 (1.2%)	20 (23.0%)	32 (36.8%)	24 (27.6%)	9 (10.3%)	9 (10.3%)
取引情報(他の注文に関する情報)	2.61	1 (1.2%)	13 (14.9%)	33 (37.9%)	26 (29.9%)	11 (12.6%)	11 (12.6%)
デリバティブズに基づく取引	2.52	0 (0.0%)	14 (16.1%)	29 (33.3%)	25 (28.7%)	14 (16.1%)	14 (16.1%)
その他	-	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)

ント一四件)、④その他が〇であった。

この結果によると、個別銘柄のファンダメンタルズが最も頻繁に考慮され、次いで利益を追求するためと市場全体に関わるニュース、そしてポートフォリオ構成の再評価、(証券会社からの)外部調査、(ポートフォリオ・マネージャーからの)内部調査、解約またはその他の換金需要という順で考慮され、ファンドマネージャーの意志決定に影響していると考えられる。逆に、デリバティブズに基づく取引、取引情報、チャートリストのシグナル、損切りをするためという項目が考慮される頻度は低く、ファンドマネージャーの意志決定への影響も小さいと判断できる。

(2) 取引費用

株式取引を実行するには委託売買手数料やマーケット・インパクト・コストといった費用を伴う。こうした費用の存在は先に見た株式取引の意志決定にも少なからず影響するものと考えられる。そこで、ファンドマネージャーが取引費用をどの程度考慮しているかを尋ねてみた。

まず、取引費用はどの程度株式運用パフォーマンスに影響しているかを、1(全く重要でない)、2(少しは重要)、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、回答は5ポイント一五件(二七%)、4ポイント二八件(三二%)、3ポイント二七件(三二%)、2ポイント一四件(二六%)、1ポイント二件(二%)、平均値で三・五であり、取引費用は株式運用パフォーマンスに影響しているという回答が多く、ファンドマネージャーに意識されていることが明らかになった。

次に、取引費用を引き下げることの程度心掛けているかを、同様に、1(全く心掛けていない)、2

(少しは心掛けている)、3(心掛けている)、4(かなり心掛けている)、5(非常に心掛けている)の五段階評価で質問したところ、回答は5ポイント二件(一四%)、4ポイント四二件(四八%)、3ポイント二三件(二六%)、2ポイント九件(一〇%)、1ポイント〇件(〇%)、平均値で三・七であり、取引費用が株式運用パフォーマンスに影響しているという回答以上に、ファンドマネージャーが取引費用を引き下げること心掛けているという結果が明らかになった。

さらに、取引費用の構成要素と考えられる委託売買手数料、気配値スプレッド、マーケット・インパクト・コスト、取引の遅れに伴う機会損失、の四つの項目について、意志決定にどの程度影響しているかを、1(全く重要でない)、2(少しは重要)、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。その結果、①取引の遅れに伴う機会損失が平均三・六(5ポイント一七件、4ポイント二六件、3ポイント三三件、2ポイント七件、1ポイント二二件)、②マーケット・インパクト・コストが平均三・二(5ポイント七件、4ポイント二八件、3ポイント二九件、2ポイント一五件、1ポイント六件)、③気配値スプレッドが平均三・一(5ポイント二件、4ポイント三二件、3ポイント二八件、2ポイント一六件、1ポイント六件)、④委託売買手数料が平均三・〇(5ポイント七件、4ポイント二五件、3ポイント二七件、2ポイント一七件、1ポイント〇件)であり、取引の迅速な執行の遅れに伴う機会損失がマーケット・インパクト・コストや気配値スプレッド、委託売買手数料よりも取引費用としてファンドマネージャーに意識されていることが明らかになった。

他方、即時に取引できない機会費用、マーケット・インパクト、委託売買手数料の三つの費用

取引費用が意志 影響する要因	影響度 平均値	影響度				
		非常に重要 5 (%)	かなり重要 4 (%)	重要 3 (%)	少し重要 2 (%)	全く重要でない 1 (%)
取引の遅れに伴う機会損失	3.58	17 (19.5%)	26 (29.9%)	33 (37.9%)	7 (8.1%)	2 (2.3%)
マーケット・インパクト・コスト	3.18	7 (8.1%)	28 (32.2%)	29 (33.3%)	15 (17.2%)	6 (6.9%)
気配値スプレッド	3.10	2 (2.3%)	32 (36.8%)	28 (32.2%)	16 (18.4%)	6 (6.9%)
委託売買手数料	3.02	7 (8.1%)	25 (28.7%)	27 (31.0%)	17 (19.5%)	10 (11.5%)

項目について、3 (最も重要)、2 (次に重要)、1 (その次に重要)、で順序づけしてもらったところ、①即座に取引できない機会費用が平均二・二(3ポイント三七件、2ポイント二七件、1ポイント一八件)、②マーケット・インパクト・コストが平均二・一(3ポイント三〇件、2ポイント三二件、1ポイント一九件)、③委託売買手数料が平均一・六(3ポイント一四件、2ポイント二二件、1ポイント四四件)であり、やはり即座に取引のできない機会費用、マーケット・インパクト、委託売買手数料という順であったが、機会費用とマーケット・インパクトの順位差は委託売買手数料との差と比べるとそれほど大きいものではなかった。

(3) 匿名性

取引手口の漏洩はマーケットメーカーや自己売買部門のトレーダーにとっては自己のポジションを周囲の相手に知られ、売り崩しを仕掛けられるリスクに直結している。短期間の値鞘取りの取引でない限り、こうしたリスクは大きくないが、取引の成立前に注文情報が知れ渡ると、情報が流れない場合に比べて不利な価格で取引が成立することになる。したがって、何らかの情報を有するインフォームド・トレーダーは情報を持たないノイズ・トレーダーにまぎれてより有利な価格で取引をおこなおうとするはずである。

注文情報の漏洩に伴う損失を具体的に数値化することは困難であるが、こうした注文情報の漏洩に伴う損失もまたある意味では取引費用の一部と考えられる。そこで、株式を取引する際の注文の匿名性についてどの程度重要であると考えているのかを1 (全く重要でない)、2 (少しは重要)、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。その結果、回答は5ポイント一四件(一六%)、4ポイント二〇件(二三%)、3ポイント二七件(三一%)、2ポイント一五件(一七%)、1ポイント一〇件(一一%)、平均値で三・二であり、注文の匿名性はファンドマネージャーに重要と考えられていることが明らかになった。

さらに、ブローカーに発注する際、どの程度注意しているかを1 (気にしない)、2 (少し気になる)、3 (気になる)、4 (かなり気になる)、5 (非常に気になる)の五段階評価で尋ねたところ、回答は5ポイント二二件(二四%)、4ポイント三〇件(三五%)、3ポイント一九件(二二%)、2ポイント三三件(二五%)、1ポイント一二件(一二%)、平均値で二・八であり、3ポイントを下回り、注文の匿名性はブローカーに発注する際にはファンドマネージャーにそれほど注意されてはいないことが明らかになった。

(4) 発注業者の選択

注文の匿名性に関しては発注の際にはそれほど注意されてはいないようであるが、注文を発注する業者の選択にあたっては何が重視されているのであろうか。発注業者の選択にあたって重要と考えられる執行能力、匿名性、優れた調査能力、効率的な決済、付随的に提供されるサービス、会社の方針、その他、の七つの項目について、どの程度重要と考えているのかを1 (全く重要でない)、2 (少しは重要)、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てみた。その結果、①優れた調査能力が平均四・五(5ポイント五〇件、4ポイント二八件、3ポイント八件、2ポイント一件、1ポイント〇件)、②その他が平均四・三(5ポイント一件、4ポイント二件、3ポイント〇件、2ポイント〇件、1ポイント〇件)、③執行能力が平均四・三(5ポイント四〇件、4ポイント三三件、3ポイント一三件、2ポイント二件、1ポイント〇件)、④効率的な決済が平均三・八

取引費用が意志決定に及ぼす影響の順位	順位 平均値	最も重要	次に重要	その次に重要
		3 (%)	2 (%)	1 (%)
即座に取引できない機会費用	2.23	37 (42.5%)	27 (31.0%)	18 (20.7%)
マーケット・インパクト	2.14	30 (34.5%)	32 (36.8%)	19 (21.8%)
委託売買手数料	1.63	14 (16.1%)	22 (25.3%)	44 (50.6%)

(5ポイント一七件、4ポイント四〇件、3ポイント二四件、2ポイント四件、1ポイント〇件)、⑤付随的に提供されるサービスが平均三・六(5ポイント一二件、4ポイント三九件、3ポイント二八件、2ポイント八件、1ポイント〇件)、⑥会社の方針が平均三・二(5ポイント一〇件、4ポイント二二件、3ポイント三八件、2ポイント三三件、1ポイント四件)、⑦匿名性が平均三・二(5ポイント一〇件、4ポイント二二件、3ポイント三五件、2ポイント一五件、1ポイント四件)であり、優れた調査能力と執行能力が重視され、会社の方針と匿名性はそれほど重視されていないことが明らかになった。

発注業者の選択にあたって執行能力が高く評価されるのは当然と考えられるが、優れた調査能力が執行能力以上に評価されているのは意外であった。他方、我が国では関連会社やグループ企業、親会社の主幹事証券会社を優先することもありえるのではないかと予想していたが、会社の方針は発注業者の選択にあたってそれほど重視されてはいないようである。

2 迅速な取引執行

(1) 迅速な執行とは

先の質問では、取引費用の構成要素と考えられる四つの項目の中で、取引の遅れに伴う機会損失が意志決定に最も影響する要因と答えられていたが、取引の遅れに伴う機会損失が生じないような執行時間とはどの程度の時間内での取引執行であろうか、あるいはどの

発注業者の決定に影響する要因	影響度 平均値	非常に重要	かなり重要	重要	少し重要	全く重要でない
		5 (%)	4 (%)	3 (%)	2 (%)	1 (%)
優れた調査能力	4.46	50 (57.5%)	28 (32.2%)	8 (9.2%)	1 (1.2%)	0 (0.0%)
その他	4.33	1 (1.2%)	2 (2.3%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
執行能力	4.26	40 (46.0%)	32 (36.8%)	13 (14.9%)	2 (2.3%)	0 (0.0%)
効率的な決済	3.82	17 (19.5%)	40 (46.0%)	24 (27.6%)	4 (4.6%)	0 (0.0%)
付随的に提供されるサービス	3.63	12 (13.8%)	39 (44.8%)	28 (32.2%)	8 (9.2%)	0 (0.0%)
会社の方針	3.23	10 (11.5%)	21 (24.1%)	38 (43.7%)	13 (14.9%)	4 (4.6%)
匿名性	3.22	10 (11.5%)	22 (25.3%)	35 (40.2%)	15 (17.2%)	4 (4.6%)

程度の時間内の取引執行であればファンドマネージャーは満足するのであろうか。

そこで、一分、一〇分、一時間、二時間、一日、その他、という六つの選択肢を用意して、迅速な執行とはどの程度の時間内での執行ですかと質問してみた。回答は、①一分以内が三九件(四五%)、②一〇分以内が三六件(四二%)、③その他が五件(六%)、④一日以内が四件(五%)、⑤一時間以内が三件(三%)、⑥二時間以内が〇件であり、累積して八六%の回答者は一〇分以内を迅速な執行と考えているという結果が得られた。

(2) 迅速に執行する頻度

次に、迅速に取引を執行するのは買い注文であるのか売り注文であるのかを調べるために、たいいてい買い注文、買い注文が多い、ほぼ同数、売り注文が多い、たいいてい売り注文、わからない、の6つの選択肢から選んでもらった。その結果、①ほぼ同数が四九件(五六%)、②売り注文が多いが一七件(二〇%)、③買い注文が多いが七件(八%)、④わからないが九件(一〇%)、⑤たいいてい売り注文が二件(二%)、⑥たいいてい買い注文が二件(二%)であり、ほぼ同数が過半数を占めていたが、売り注文が多いが買い注文が多いを大幅に上回っており、売り注文を迅速に執行したいという需要が大きいようであった。

(3) 迅速な執行を望む要因

さらに、取引を迅速に執行したいと考える要因として重要なものを、他の人が割安・割高な銘柄を発見してしまふ、他の人がフロント・ランニングしてしまふ、価格が変動するので執行待ちリスクが大きい、機会費用、その他、の五項目から第一要因と第二要因を一つずつ選んでもらったところ、第一要因としては、①価格が変動す

るので執行待ちリスクが大きいが四一件(四七%)、②他の人が割安・割高な銘柄を発見してしまいが八件(九%)、③機会費用が六件(七%)、④他の人がフロント・ランニングしてしまいが五件(六%)、⑤その他が一件(二%)、第二要因としては、①機会費用が一六件(一八%)、②価格が変動するので執行待ちリスクが大きいが三件(一五%)、③他の人が割安・割高な銘柄を発見してしまいが一〇件(二二%)、④他の人がフロント・ランニングしてしまいが九件(一〇%)、⑤その他が〇件(〇%)であった。

この結果によると、第一要因では価格変動リスクが圧倒的に多く、第二要因では機会費用、価格変動リスク、銘柄発見、フロント・ランニングという順であり、銘柄発見やフロント・ランニングといった情報波及に伴う要因よりも価格変動リスクや機会費用といった市場環境の変化が重視されていることがわかる。そして、このことは市場全体に関わるニュースが重視され、注文の匿名性がそれほど重視されていなかったことも整合的である。

(4) デリバティブズの使用

流動性が必ずしも高くない銘柄の注文を執行する場合、流動性の高い株価指数先物や株価指数オプションを用いることによって、注文が執行されるまでの市場全体の価格変動リスクをカバーすることができる。そこで、現物株取引を迅速に執行するために株価指数先物や株価指数オプションを用いているかどうかを尋ねてみた。(我が国では個別株オプションの流動性は原株の流動性を下回っているので、執行の迅速性という観点から利用されているとは考えられない。)その結果、はいという回答が二六件(三〇%)、いいえという回答が

四九件(五六%)であり、いいえがはいを上回っていたが、三〇%のファンドマネージャーが現物株取引を迅速に執行するために株価指数先物や株価指数オプションを用いていることが明らかになった。

さらに、現物株取引を迅速に執行するために株価指数先物や株価指数オプションを利用すると答えた回答者に、現物株取引を引き延ばす割合を、一時間以内、一時間から三時間、三時間から一日、一日よりも長く、の四つの項目ごとに、1(延ばさない)、2(一%から二四%)、3(二五%から四九%)、4(五〇%から七四%)、5(七五%から一〇〇%)、の中から選択してもらった。その結果、①一日よりも長くが平均二・七(五ポイント六件、4ポイント二件、3ポイント〇件、2ポイント三件、1ポイント八件)、②二時間以内が平均二・二(五ポイント二件、4ポイント一件、3ポイント一件、2ポイント三件、1ポイント七件)、③二時間から三時間が平均一・六(五ポイント〇件、4ポイント一件、3ポイント二件、2ポイント一件、1ポイント九件)、④三時間から一日が平均一・六(五ポイント一件、4ポイント〇件、3ポイント〇件、2ポイント四件、1ポイント九件)であり、一日よりも長くが最も多く、次いで一時間以内という回答が多かった。

3 執行時間帯の評価

さて、ファンドマネージャーはどのような情報を重要と考え、どのような要因に注意しながら注文を発注しているのかを見てきたわけだが、こうした点を考慮した上で、具体的にはいつ注文

取引を迅速に執行したいと考える要因	第1要因		第2要因	
	件数	(%)	件数	(%)
価格が変動するので執行待ちリスクが大きい	41	(47.1%)	13	(14.9%)
他の人が割安・割高な銘柄を発見してしまう	8	(9.2%)	10	(11.5%)
機会費用	6	(6.9%)	16	(18.4%)
他の人がフロント・ランニングしてしまう	5	(5.8%)	9	(10.3%)
その他	1	(1.2%)	0	(0.0%)

デリバティブズによる執行の延期	延期度 平均値	延ばさない		1% - 24%		25% - 49%		50% - 74%		75% - 100%	
		1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)	5 (%)	6 (%)	7 (%)	8 (%)	9 (%)	
1時間以内	2.14	7 (26.9%)	3 (11.5%)	1 (3.9%)	1 (3.9%)	1 (3.9%)	2 (7.7%)				
1 - 3時間	1.62	9 (34.6%)	1 (3.9%)	2 (7.7%)	1 (3.9%)	0 (0.0%)					
3時間 - 1日	1.57	9 (34.6%)	4 (15.4%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	1 (3.9%)					
1日よりも長く	2.74	8 (30.8%)	3 (11.5%)	0 (0.0%)	2 (7.7%)	6 (23.1%)					

を出すことを好ましいと考えているのだろうか。一日の取引時間を、寄り付き、寄り付きから三〇分間、前場、前引け、後場寄り、後場、大引け前三〇分間、大引け、の八つに区分し、それぞれの評価を1 (最も好ましくない)、2 (好ましくない)、3 (どちらでもない)、4 (好ましい)、5 (最も好ましい) の五段階評価で質問してみた。

回答は、①寄り付きが平均四・〇 (5ポイント二七件、4ポイント三〇件、3ポイント二二件、2ポイント二件、1ポイント〇件)、②後場寄りが平均三・六 (5ポイント一五件、4ポイント二九件、3ポイント二二件、2ポイント四件、1ポイント四件)、③寄り付きから三〇分間が平均三・四 (5ポイント八件、4ポイント三件、3ポイント三一件、2ポイント九件、1ポイント〇件)、④大引け前三〇分間が平均三・二 (5ポイント六件、4ポイント一八件、3ポイント二九件、2ポイント一三件、1ポイント三件)、⑤前場が平均三・一 (5ポイント四件、4ポイント八件、3ポイント五〇件、2ポイント四件、1ポイント二件)、⑥後場が平均三・一 (5ポイント四件、4ポイント七件、3ポイント四九件、2ポイント八件、1ポイント一件)、⑦大引けが平均二・九 (5ポイント八件、4ポイント一五件、3ポイント三件、2ポイント一三件、1ポイント二九件)、⑧前引けが平均二・七 (5ポイント一件、4ポイント一〇件、3ポイント二九件、2ポイント二件、1ポイント七件) であり、寄り付き、後場寄り、寄り付きから三〇分間、大引け前三〇分間という順で評価が高く、逆に前引けと大引けの評価は低かった。

執行時間帯の評価	平均値	最も好ましい		好ましい		どちらでもない		好ましくない		最も好ましくない	
		5 (%)	4 (%)	4 (%)	3 (%)	2 (%)	1 (%)				
寄り付き	4.03	27 (31.0%)	30 (34.5%)	21 (24.1%)	2 (2.3%)	0 (0.0%)					
寄り付きから30分間	3.42	8 (9.2%)	23 (26.4%)	31 (35.6%)	9 (10.3%)	0 (0.0%)					
前場	3.12	4 (4.6%)	8 (9.2%)	50 (57.5%)	4 (4.6%)	2 (2.3%)					
前引け	2.65	1 (1.2%)	10 (11.5%)	29 (33.3%)	22 (25.3%)	7 (8.1%)					
後場寄り	3.64	15 (17.2%)	29 (33.3%)	21 (24.1%)	4 (4.6%)	4 (4.6%)					
後場	3.07	4 (4.6%)	7 (8.1%)	49 (56.3%)	8 (9.2%)	1 (1.2%)					
大引け前30分間	3.16	6 (6.9%)	18 (20.7%)	29 (33.3%)	13 (14.9%)	3 (3.5%)					
大引け	2.94	8 (9.2%)	15 (17.2%)	23 (26.4%)	13 (14.9%)	11 (12.6%)					

大引けの評価は低かったが、大引け前三〇分間の評価は四番目であり、前場、後場という区分よりは評価が高かった。我が国の証券取引所では日中の売買高は寄り付き、後場寄り、大引けという順で多く、W字型の分布をしていることが知られている。ファンドマネージャーが情報を有するインフォームド・トレーダーであるとすれば、取引の多い時間帯に情報を持たないノイズ・トレーダーにまぎれて取引を実行しようとしているとも考えられる。ただし、単純に取引執行可能性の高い時間帯を選んで取引しているだけかもしれない可能性はある。

終値での取引執行がファンドマネージャーに好まれているとよく言われるが、アメリカでは寄り付きはスペシャリストがアンケート調査ではファンドマネージャーは寄り付き後の午前中を好ましいと答え、大引けや大引け前三〇分間、寄り付きを好ましくないと考えていることが明らかになっている。アメリカでは寄り付きはスペシャリストが関与して板寄せ方式でおこなわれており、引けには引け値での取引を指定した注文を出すことができる。他方、我が国では寄り付きと後場寄りは板寄せ方式で取引がおこなわれ、前引けと大引けも一定の条件のもとで板寄せ方式が採用されている。こうした取引制度の違いがどの程度ファンドマネージャーの意志決定に影響しているのかは興味深い問題である。

注

(一) Nicholas Economides and Robert A. Schwartz, "Equity Trading Practices and Market Structure: Assessing Asset Managers' Demand for Immediacy", *Financial Markets, Institution & Instruments*, Vol.4No.4(1995), New York University Salomon Center.