

ファンドマネージャーへのアンケート調査 (3)

～取引執行に際する工夫～

吉川 真裕

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始まった。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、前々回、前回到に引き続き、このアンケート調査の結果の一部を紹介する。前々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、前回は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紹介したが、今回は忍耐強い執行による価格改善、指値注文、大口取引を取り上げる。

1 忍耐強い執行による価格改善

(1) 価格改善

前回紹介した取引費用の構成要素と考えられる項目の中で、取引の遅れに伴う機会損失がファンドマネージャーによって最も重要と考えられており、次いでマーケット・インパクトが重要と考えられていることが明らかとなった。そして、迅速な取引執行を望む理由は価格変動に伴う執行待ちリスクと機会費用であることも明らかとなった。しかし、迅速な取引執行は執行待ちリスクや機会費用を低減させる一方、マーケット・インパクトを増大させる可能性が高く、取引費用の最重要項目と改善項目はトレードオフの関係にあるとも考えられる。

価格改善という言葉は我が国では聞き慣れない言葉であるが、アメリカでは注文を受けた取引所やブローカーが実際に取引を執行した際にどの程度有利な価格で取引がおこなわれたのかを表す指標として用いられている。典型的な例としてはニューヨーク証券取引所に発注された注文をスペシャリストが即座に執行せず、発注者にとってより有利な対当注文が入るのを待ったり、スペシャリスト自身が発注者にとつてより有利な価格で取引を執行した場合、即座に注文が執行された場合よりも価格改善がおこなわれたとみなされている。この用法を拡大解釈すれば、即座に成り行き注文で取引を執行するのではなく、指値注文を入れたり、タイミングを見計らって成り行き注文を入れることで、当初の価格よりも有利な価格で取引が執行された場合、価格改善がおこなわれたと表現してもそれほどおかしくはないだろう。そこで、以下ではこの拡大解釈による用法を用いることにする。

まず、ファンドマネージャーが価格改善をどの程度意識しているのかを調べるために、より有利な価格で取引を執行するために取引を遅らせることをどの程度の頻度でおこなっているのかを、おこなっていない、1%から二四%、二五%から四九%、五〇%から七四%、七五%から一〇〇%、わからない、の六つの選択肢から選んで

もらった。その結果、①二五%から四九%が二九件(三三%)、②おこなっていないが二〇件(二三%)、③わからないが一四件(一六%)、④一%から二四%が一二件(一四%)、⑤五〇%から七四%が九件(二〇%)、⑥七五%から一〇〇%が一件(一%)であった。おこなっていないが二三%わからないが一六%であったが、何らかの形で取引を遅らせているという回答の合計は五八%であり、過半数のファンドマネージャーが価格改善にも注意を払っていることが明らかになった。

次いで、実際に価格改善の成果が上がっているのかどうかを知るために、売り気配よりも低い価格で買い注文が、買い気配よりも高い価格で売り注文が執行できる頻度はどのくらいかを、全注文と注文のうち一部に分けて、〇%、一%から二四%、二五%から四九%、五〇%から七四%、七五%から一〇〇%、わからない、の六つの選択肢から選んでもらった。全注文に関しては、①わからないが三五件(四〇%)、②一%から二四%が一八件(二二%)、③〇%が二件(一四%)、④二五%から四九%が七件(八%)、⑤五〇%から七四%が三件(四%)、⑥七五%から一〇〇%が一件(一%)、注文の一部に関しては、①わからないが三五件(四〇%)、②一%から二四%が一五件(一七%)、③〇%が一〇件(一一%)、④二五%から四九%が八件(九%)、⑤五〇%から七四%が八件(九%)、⑥七五%から一〇〇%が二件(二%)であり、全注文では三四%、注文の一部では三七%が価格改善を実現していることが明らかになった。なお、この比率は回答総数に占める比率であり、五八%が価格改善のために取引を遅らせ、このうち全注文では五七%、注文の一部では六五%が価格改善に成功していたことになる。

価格改善	0%	1%-24%	25%-49%	50%-74%	75%-100%	わからない
	0 (%)	1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)	件数 (%)
実施の頻度	20 (23.0%)	12 (13.8%)	29 (33.3%)	9 (10.3%)	1 (1.2%)	14 (16.1%)
成果の頻度(全注文)	12 (13.8%)	18 (20.7%)	7 (8.1%)	3 (3.5%)	1 (1.2%)	35 (40.2%)
成果の頻度(注文の一部)	10 (11.5%)	15 (17.2%)	8 (9.2%)	8 (9.2%)	2 (2.3%)	35 (40.2%)

(2) 価格改善の程度と執行を引き延ばす頻度

価格改善のために過半数のファンドマネージャーは取引を遅らせており、取引を遅らせた者のうち過半数は何らかの形で価格改善に成功していることが明らかになったが、どの程度の価格改善を目的としてファンドマネージャーは取引を遅らせているのであろうか。そこで、具体的にどの程度の値幅(比率)で価格改善がおこなわれると考えた場合にファンドマネージャーが取引を遅らせているのかを、一時間、三時間、一日の三つの遅れに分けて質問してみた。なお、ここでは一株五〇〇円の株式を取引する際に、一円(〇・二%)、二円(〇・四%)、四円(〇・八%)、六円(一・二%)、八円(一・六%)、一〇円(二%)という六つの値幅(比率)で価格改善がおこなわれるという想定のもとで、取引を遅らせる頻度を0(〇%)、1(一%から二四%)、2(二五%から四九%)、3(五〇%から七四%)、4(七五%から一〇〇%)の五つの選択肢から一時間、三時間、一日の三つの遅れの場合についてそれぞれ選んでもらった。

まず、一時間の遅れの場合には、①一〇円(二%)で平均二・八、②八円(一・六%)で平均二・四、③六円(一・二%)で平均一・八、④四円(〇・八%)で平均一・三、⑤二円(〇・四%)で平均〇・五、⑥一円(〇・二%)で平均〇・四であり、過半数のファンドマネージャーが取引を遅らせると答えたのは四円(〇・八%)以上の価格改善がおこなわれるという場合であった。

次に、三時間の遅れの場合には、①一〇円(二%)で平均二・四、②八円(一・六%)で平均一・八、③六円(一・二%)で平均一・二、④四円(〇・八%)で平均〇・八、⑤二円(〇・四%)で平均〇・三、⑥一円(〇・二%)で平均〇・三であり、過半数のファンドマネージャーが取引を遅らせると答えたのは八円(一・六%)以上の価格改善がおこなわれるという場合であった。

さらに、一日の遅れの場合には、①一〇円(二%)で平均二・〇、②八円(一・六%)で平均一・三、③六円(一・二%)で平均一・〇、④四円(〇・八%)で平均〇・六、⑤二円(〇・四%)で平均〇・三、⑥二円(〇・二%)で平均〇・三であり、過半数のファンドマネージャーが取引を遅らせると答えたのは一〇円(二・〇%)の価格改善がおこなわれるという場合だけであった。

2 指値注文

(1) 指値注文

取引を遅らせ価格改善をおこなうには、ストップ・オーダーを別にすれば、指値注文が一般的であろう。そこで、指値注文、証券会社が仕切る(指値)注文、クロス注文、成り行き注文の使用頻度を0(0%)、1(1%から24%)、2(25%から49%)、3(50%から74%)、4(75%から100%)の五つの選択肢で質問した。

1株500円の株式で価格改善のため執行を1時間延ばす頻度	頻度 平均値	0%	1%-24%	25%-49%	50%-74%	75%-100%
		0 (%)	1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)
1円(0.2%)	0.39	54 (62.1%)	6 (6.9%)	4 (4.6%)	0 (0.0%)	3 (3.5%)
2円(0.4%)	0.53	46 (52.9%)	13 (14.9%)	6 (6.9%)	1 (1.2%)	2 (2.3%)
4円(0.8%)	1.33	18 (20.7%)	24 (27.6%)	13 (14.9%)	9 (10.3%)	3 (3.5%)
6円(1.2%)	1.84	10 (11.5%)	18 (20.7%)	22 (25.3%)	9 (10.3%)	9 (10.3%)
8円(1.6%)	2.40	9 (10.3%)	4 (4.6%)	22 (25.3%)	15 (17.2%)	17 (19.5%)
10円(2.0%)	2.81	10 (11.5%)	2 (2.3%)	10 (11.5%)	17 (19.5%)	31 (35.6%)

1株500円の株式で価格改善のため執行を3時間延ばす頻度	頻度 平均値	0%	1%-24%	25%-49%	50%-74%	75%-100%
		0 (%)	1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)
1円(0.2%)	0.28	60 (69.0%)	1 (1.2%)	3 (3.5%)	0 (0.0%)	3 (3.5%)
2円(0.4%)	0.31	58 (66.7%)	3 (3.5%)	3 (3.5%)	0 (0.0%)	3 (3.5%)
4円(0.8%)	0.82	39 (44.8%)	12 (13.8%)	9 (10.3%)	3 (3.5%)	4 (4.6%)
6円(1.2%)	1.22	28 (32.2%)	14 (16.1%)	16 (18.4%)	3 (3.5%)	7 (8.1%)
8円(1.6%)	1.81	15 (17.2%)	17 (19.5%)	12 (13.8%)	14 (16.1%)	10 (11.5%)
10円(2.0%)	2.36	12 (13.8%)	10 (11.5%)	11 (12.6%)	15 (17.2%)	22 (25.3%)

1株500円の株式で価格改善のため執行を1日延ばす頻度	頻度 平均値	0%	1%-24%	25%-49%	50%-74%	75%-100%
		0 (%)	1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)
1円(0.2%)	0.27	60 (69.0%)	2 (2.3%)	2 (2.3%)	0 (0.0%)	3 (3.5%)
2円(0.4%)	0.27	60 (69.0%)	2 (2.3%)	2 (2.3%)	0 (0.0%)	3 (3.5%)
4円(0.8%)	0.55	48 (55.2%)	11 (12.6%)	2 (2.3%)	2 (2.3%)	4 (4.6%)
6円(1.2%)	0.95	35 (40.2%)	14 (16.1%)	10 (11.5%)	2 (2.3%)	6 (6.9%)
8円(1.6%)	1.31	27 (31.0%)	16 (18.4%)	8 (9.2%)	8 (9.2%)	8 (9.2%)
10円(2.0%)	1.96	18 (20.7%)	13 (14.9%)	13 (14.9%)	8 (9.2%)	19 (21.8%)

その結果、①指値注文が平均三・二、②成り行き注文が平均一・六、③証券会社が仕切る(指値)注文が平均〇・六、④クロス注文が平均〇・二であり、七割以上のファンドマネージャーが過半数の注文を指値注文の形で発注しており、成り行き注文を大幅に上回っていた。

取引を迅速に執行するためには指値注文よりも成り行き注文の方が確実であるはずであり、前回紹介した取引費用の構成要素の項目では取引を執行できない機会損失がマーケット・インパクトよりも重視されていたが、実際には成り行き注文よりも指値注文が頻繁に用いられていることについてはどのように考えるべきであろうか。一つの可能性としては、成り行き注文は一度発注すればほぼ確実に成立するのに対して、指値注文は必ずしも成立するとは限らず、何度も値段を変更するために指値注文の発注頻度が高くなることが考えられる。また、成り行き注文を出しても良い板状況でも発注後に指値注文が取り下げられたり、発注後に反対の成り行き注文が入る可能性を考慮して、気配値よりも良い価格で指値をしてマーケット・インパクトを押さえようとしていることも考えられる。さらに、株価指数オプションや個別株オプションの発注も含められているとすれば、オプション取引では成り行き注文が発注されることは少ないはずであるから指値注文の頻度が高くなっているのかもしれない。

そこで、取引全体に占める発注頻度を、個別株式、バスケット/プログラム取引、株価指数先物・オプション、個別株オプションの四つの分類ごとに先と同様にして0(0%)、1(1%から24%)、2(25%から49%)、3(50%から74%)、4(75%から100%)の五つの選択肢を用いて質問した。回答結果は、①個別株式が平均三・四、②株価指数先物・オプション

取引全体の中で発注する頻度	頻度 平均値	0%	1%-24%	25%-49%	50%-74%	75%-100%
		0 (%)	1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)
指値注文	3.15	0 (0.0%)	3 (3.5%)	14 (16.1%)	31 (35.6%)	32 (36.8%)
成り行き注文	1.55	14 (16.1%)	28 (32.2%)	19 (21.8%)	13 (14.9%)	4 (4.6%)
証券会社が仕切る(指値)注文	0.63	42 (48.3%)	24 (27.6%)	5 (5.8%)	3 (3.5%)	1 (1.2%)
クロス注文	0.15	62 (71.3%)	9 (10.3%)	1 (1.2%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)

ンが平均一・一、③バスケット/プログラム取引が平均〇・七、④個別株オプションが平均〇・一であり、圧倒的に個別株式への発注が多く、株価指数オプションや個別株オプションへの発注は指値注文と成り行き注文の発注頻度を逆転させるほど大きなシェアを占めてはいることが確認された。

(2) 指値注文の欠点

前回紹介した取引費用の構成要素の項目では取引を執行できない機会損失がマーケット・インパクトよりも重視されていたが、先の結果によれば、実際には成り行き注文よりも指値注文が頻繁に用いられている。それでは、ファンドマネージャーは指値注文についてどのように考えているのであろうか。

そこで、まず、指値注文に欠点があると考えているかどうかを尋ねてみた。その結果、はいという回答は四四件(五二%)、いいえという回答は三六件(四二%)であり、欠点があるという回答が過半数を占めた。

次に、欠点があると回答した人にその欠点を、執行されないリスク、迅速な執行がなされない、競争上不利を被るかもしれない、即座に取り消すことが難しい、好ましい市場の動きに乗り遅れるかもしれない、ディーラーに無料でオプションを与えることになる、その他、の七つの中から最大欠点と第二欠点の一つずつ選んでもらった。その結果、最大欠点としては、①執行されないリスクが三〇件(六八%)、②迅速な執行がなされないが三件(七%)、③好ましい市場の動き

に乗り遅れるかもしれないが三件(七%)、④競争上不利を被るかもしれないが二件(五%)、⑤ディーラーに無料でオプションを与えることになるが二件(五%)、⑥即座に取り消すことが難しいが一件(二%)、⑦その他が〇件(〇%)、第二欠点としては、①好ましい市場の動きに乗り遅れるかもしれないが一件(二%)、②迅速な執行がなされないが八件(一八%)、③執行されないリスクが七件(一六%)、④即座に取り消すことが難しいが三件(七%)、⑤競争上不利を被るかもしれないが一件(二%)、⑥ディーラーに無料でオプションを与えることになるが一件(二%)、⑦その他が〇件(〇%)であった。この結果によれば、三分の二以上が執行されないリスクを最大欠点とし、約三分の一が好ましい動きに乗り遅れるかもしれないを第二欠点としており、取引費用の構成要素では取引を執行できない機会損失が重視されていたこと、迅速な執行を望む要因としては執行待ちリスクが大きい第一要因、機会損失が第二要因とされていたことと整合的であった。

こうしたファンドマネージャーの評価を見ると、指値注文はかならずしも高く評価されていないにもかかわらず、成り行き注文よりも頻繁に用いられている。もしかすると、ポートフォリオ・マネージャー(アセット・アラケーター)に値幅を指定した注文を指示されているために指値注文を用いざるをえないのかもしれない。そこで、ポートフォリオ・マネージャーが値幅を指定した注文をどの程度の頻度で出すのかを、全く出さない、一%から二四%、二五%から四九%、五〇%から七四%、七五%から一〇〇%、わからない、

取引全体の中で使用する頻度	頻度 平均値	0%	1%-24%	25%-49%	50%-74%	75%-100%
		0 (%)	1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)
個別株式	3.38	1 (1.2%)	7 (8.1%)	6 (6.9%)	12 (13.8%)	53 (60.9%)
株価指数先物・オプション	1.11	21 (24.1%)	36 (41.4%)	7 (8.1%)	8 (9.2%)	2 (2.3%)
バスケット/プログラム取引	0.66	48 (55.2%)	15 (17.2%)	7 (8.1%)	6 (6.9%)	1 (1.2%)
個別株オプション	0.08	65 (74.7%)	6 (6.9%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)

指値注文の欠点	最大欠点		第2欠点	
	件数	(%)	件数	(%)
執行されないリスク	30	(68.2%)	7	(15.9%)
好ましい市場の動きに乗り遅れるかもしれない	3	(6.8%)	14	(31.8%)
迅速な執行がなされない	3	(6.8%)	8	(18.2%)
競争上利益を被るかもしれない	2	(4.6%)	1	(2.3%)
ディーラーに無料でオプションを与えることになる	2	(4.6%)	1	(2.3%)
即座に取り消すことが難しい	1	(2.3%)	3	(6.8%)
その他	0	(0.0%)	0	(0.0%)

の六つの中から選んでもらった。回答は、①全く出さないが二二件(二四%)、②わからないが一六件(二八%)、③一%から二四%が一五件(二七%)、④七五%から一〇〇%が二二件(二四%)、⑤五〇%から七四%が一一件(二三%)、⑥二五%から四九%が六件(七%)であり、何らかの形で値幅を指定した注文を過半数のファンドマネージャーが受けていることが明らかになった。しかし、五〇%以上の頻度で値幅を指定した注文を指示されていると答えたのは二七%にすぎず、この結果からはポートフォリオ・マネージャーが値幅を指定した注文を出すことが、指値注文が成り行き注文より頻繁に用いられる原因であるとは考えにくい。むしろ、指値注文と同様に成り行き注文に対するファンドマネージャーの評価を質問して、その結果を指値注文の評価と比べるべきであった。

3 大口取引

(1) 大口注文

注文を発注する際に発注量が大きければ大きいほど、成り行き注文によるマーケット・インパクトは大きくなるはずである。したがって、ファンドマネージャーが成り行き注文よりも指値注文を出す頻度が高いのも発注量に関わっているのかもしれない。

そこで、まず、一〇万株以上の注文を出す際に執行の通知がどの程度の頻度で届くのかを、一五分以内、一分から三〇分、三一分から一時間、一時間よりも後、の四つの場合について、0(0%)、1(一%から二四%)、2(二五%から四九%)、3(五〇%から七四%)、4(七五%から一〇〇%)の五つの選択肢で質問した。その結果、①一五分以内が平均三・二、②一六分から三〇分が平均二・三、③一時間よりも後が平均二・三、④三一分から二時間が平均三・〇であり、一五分以内が最も多かったが、一時間よりも後は三一分から一時間を上回っていた。これは指値注文の執行に時間がかかっていると考えられなくもないが、流動性がそれほど高くない銘柄では執行に時間がかかるということによるのかもしれない。

次に、一〇万株以上の注文を出す場合、その注文が当該銘柄の一日平均売買高を超える頻度がどの程度であるのかを、越えたことがない、一%から九%、一〇%から一九%、二〇%以上、わからない、の五つの選択肢から選んでもらったところ、①わからないが三〇件(三五%)、②越えたことがないが二三件(三七%)、③一%から九%が一七件(二〇%)、④一〇%から一九%が一〇件(一二%)、⑤二〇%以上が二件(二%)であった。この結果をどのように解釈すべきかは難しいが、少なくとも三三%(二〇%+一%+二%)のファンドマネージャーは何らかの頻度で一日の平均売買高を超える大きさの注文を発注すると答えていることだけは確かである。

さらに、大口注文(一日平均売買高の二五%以上)の執行に際して、ポートフォリオ・マネージャーはどの程度の猶予を与えるのかを、大型株(時価総額一〇〇億円以上)と小型株(時価総額一〇〇億円未満)に分けて、一時間以内、一時間から一日未満、一日、二日以上三日未満、三日以上、の五つの中からそれぞれ一つずつ選んでもらった。その結果、大型株では、①一日が二〇件(二三%)、②一時間から一日未満が一四件(一六%)、③二日以上三日未満が一〇件(一二%)、④一時間以内が八件(九%)、⑤三日以上が四件(五%)、平均値で二・八、小型株では、①一日が一七件(二〇%)、②二日以上三日未満が一六件(二八%)、③一時間から一日未満が一四件(一七%)、③三日以上が一四件(一七%)、⑤一時間以内が二件(二%)、平均値で三・四

10万株以上の注文を出す際に 時間内に執行の通知が届く頻度	頻度 平均値	0% 1%-24% 25%-49% 50%-74% 75%-100					
		0 (%)	1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)	
15分以内	3.15	2 (2.3%)	4 (4.6%)	7 (8.1%)	11 (12.6%)	29 (33.3%)	
16分から30分	2.33	3 (3.5%)	9 (10.3%)	7 (8.1%)	7 (8.1%)	10 (11.5%)	
31分から1時間	2.00	4 (4.6%)	10 (11.5%)	2 (2.3%)	2 (2.3%)	8 (9.2%)	
1時間よりも長く	2.32	4 (4.6%)	8 (9.2%)	2 (2.3%)	3 (3.5%)	11 (12.6%)	

であった。この結果によれば、大型株では一日以内が多く、小型株では一日以内とそれ以上がほぼ同数となっており、同じ大口注文でも当該銘柄の流動性を考慮して執行時間が猶予されていることがわかる。

(2) 分割発注

大口注文を執行する際には当該銘柄の流動性を考慮してマーケット・インパクトを抑えようとすることは明らかだが、具体的にはどのようにしてマーケット・インパクトを抑えるかといえば、大口注文を小口に分割して執行することが考えられる。成り行き注文の場合にはもちろんのこと、指値注文の場合にも大口の指値注文は板情報を見ているディーラーに手口を知られ、有利な価格で取引を執行できなくなる可能性が高いからである。

そこで、一〇万株以上の注文を出す場合、注文を分割して時間をかけて執行する頻度はどの程度であるかを、分割したことがない、一%から九%、一〇%から一九%、二〇%以上、わからない、の五つから選択してもらったところ、①二〇%以上が三九件(四五%)、②わからないが二〇件(二三%)、③分割したことがないが一二件(一四%)、④一〇%から一九%が七件(八%)、⑤一%から九%が六件(七%)であり、二〇%以上の頻度で分割発注すると回答した者が最も多く、何らかの形で分割発注をおこなっていると回答した者は六〇%(四五%+一八%+一七%)にも達していた。

次いで、一〇万株以上の注文を分割して時間をかけて執行する場合に、どの程度の時間がかかるかを、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、の四つの場合に分けて、そ

の頻度を0(0%)、1(一%から二四%)、2(二五%から四九%)、3(五〇%から七四%)、4(七五%から一〇〇%)の五つの中からそれぞれ選んでもらった。その結果、①三時間から一日が平均二・三、②一時間以内が平均二・〇、③一時間から三時間が平均一・九、④一日よりも長くとが平均一・七であり、三時間から一日で頻度が最も高く、一日よりも長くで頻度が最も低かった。この結果はマーケット・インパクトを抑えるために分割発注する場合でも、一日よりも長くかけることは少ないというように解釈できるだろう。

さらに、一銘柄の大口注文を複数のブローカーに分割発注する頻度はどの程度であるかを、一日平均売買高の二五%から四九%の規模の注文と一日平均売買高の五〇%以上の規模の注文とに分けて、その頻度を0(0%)、1(一%から四%)、2(五%から九%)、3(一〇%以上)の注文では3ポイント一〇件(二二%)、2ポイント二件(二%)、1ポイント二件(二%)、0ポイント四件(五二%)、平均値で〇・六、一日平均売買高の五〇%以上の規模の注文では3ポイント二件(二二%)、2ポイント〇件(〇%)、1ポイント四件(五%)、0ポイント三件(四四%)、平均値で〇・七であり、複数のブローカーに分割発注するという回答の比率はそれぞれ一六%(一二%+一二%+一二%)と一八%(一二%+一〇%+一五%)と小さかった。この結果は前回の匿名性の項目で注文の匿名性は重要だと考えられていながら、ブローカーに発注する際にはそれほど注意されてはいなかったという結果と整合的であったといえよう。

10万株以上の注文を分割執行する際に必要な時間の頻度	頻度 平均値	頻度				
		0%	1%-24%	25%-49%	50%-74%	75%-100%
		0 (%)	1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)
1時間以内	2.03	4 (4.6%)	8 (9.2%)	10 (11.5%)	5 (5.8%)	6 (6.9%)
1時間から3時間	1.94	2 (2.3%)	12 (13.8%)	10 (11.5%)	8 (9.2%)	3 (3.5%)
3時間から1日	2.34	2 (2.3%)	12 (13.8%)	11 (12.6%)	7 (8.1%)	12 (13.8%)
1日よりも長く	1.65	9 (10.3%)	12 (13.8%)	6 (6.9%)	3 (3.5%)	7 (8.1%)

ポートフォリオ・マネージャーが大口注文の執行に与える猶予	頻度 平均値	頻度				
		1時間以内	1時間-1日未満	1日	2日-3日	3日以上
		1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)	5 (%)
大型株	2.79	8 (9.2%)	14 (16.1%)	20 (23.0%)	10 (11.5%)	4 (4.6%)
小型株	3.41	2 (2.3%)	12 (13.8%)	17 (19.5%)	16 (18.4%)	12 (13.8%)

(3) 執行の難しさ

すでに見たように、大口注文をマーケット・インパクトを抑えながら市場で速やかに執行することは難しい。注文の分割や発注タイミングをブローカーに任せたとしても、これがそれほど容易でないことには変わりがない。そこで、ブローカーが相手方となって取引を成立させる仕切り取引がおこなわれるといわれている。

仕切り取引はクロス取引と同様に同一のブローカーから売り注文と買い注文が出されて取引が成立するが、後日ほぼ同一の価格でもう一度実行されることはない一回限りの取引である。

もちろん、片方は顧客の注文、もう一方は顧客の注文を成立させるためのブローカーの注文であり、この場合には顧客の執行リスクをブローカーに移転しているに過ぎない。クロス取引にしろ、仕切り取引にしろ、取引所でおこなわれる限り合法的であるが、ブローカーがこうした取引に応じるのは支払われる委託売買手数料がブローカーの執行コストを上回る場合だけであるはずである。しかし、実際には顧客が株式や債券を発行する際の主幹事になるためや長期的な関係構築のためにコスト割れでもおこなわれているともいわれている。もし、こうした取引がコスト割れでおこなわれているとすれば、明らかに利益供与や損失補填の一種であり、違法行為と見なされても仕方がないだろう。

ここでは、仕切り取引を念頭に置いて、一〇万株以上の注文を出す場合、ブローカーの自己売買を必要とする頻度はどの程度であるかを、全く必要としない、一%から二四%、二五%から四九%、五〇%から七四%、七五%から一〇〇%、わからない、の六つの中から選択してもらったところ、回答結果は、①一%から二四%が二九件(三三%)、②わからないが三件(二六%)、③全く必要として

大口注文を複数のブローカーに 分割発注する頻度	頻度 平均値	0%		1%-4%		5%-9%		10%以上	
		0 (%)	1 (%)	2 (%)	3 (%)	10 (11.5%)	11 (12.6%)		
1日平均売買高の25%から49%の規模の注文	0.61	45 (51.7%)	2 (2.3%)	2 (2.3)	10 (11.5%)				
1日平均売買高の50%以上の規模の注文	0.70	38 (43.7%)	4 (4.6%)	0 (0.0%)	11 (12.6%)				

いないが一六件(一八%)、④二五%から四九%が八件(九%)、⑤五〇%から七四%が五件(六%)、⑥七五%から一〇〇%が〇件(〇%)であった。全く必要としないという回答が一八%であったのに対して、何らかの形で必要としているという回答は四八%(三三%+一九%+一六%+一〇%)であり、全く必要としないという回答を大幅に上回っていた。

このように、大口取引の執行は現在の取引制度のもとでは困難であり、ブローカーの自己売買による助けを必要としているが、コスト割れの仕切り取引が横行し、利益供与や損失補填の温床とならないためにも、何らかの形で大口取引の執行を容易にする仕組みを確立する必要があると考えられる。(東京・大阪・名古屋の各証券取引所で開始された大口市場とバスケット市場はこうした試みの一つであるが、これらの制度のファンドマネージャーによる評価については前々回にすでに紹介している。)

最後に、大口注文に限らないが、流動性が低いためにポートフォリオの入れ替えを見送る頻度はどの程度であるかを、見送ったことがない、一%から九%、一〇%から一九%、二〇%以上、わからない、の五つの中から選択してもらったところ、回答結果は、①一〇%から一九%が三四件(三九%)、②二〇%以上が二一件(二四%)、③一%から九%が一三件(一五%)、④見送ったことがないが八件(九%)、⑤わからないが八件(九%)であった。ここでも見送ったことがないという回答が九%であったのに対して、何らかの形で見送ったという回答は七八%(三九%+二四%+一五%)にも達しており、流動性を高める必要性が求められているといえるだろう。ただし、ここでいう流動性の向上は単に取引量を増やすということだけではなく、必要な取引を大きなマーケット・インパクトなしに執行できるような環境であり、マーケットメイキングを専業とする業者や新たな注文付け合わせシステムの出現であつてもかまわないはずである。

アメリカやヨーロッパでは機関投資家による株式保有比率の上昇や株式売買シェアの上昇といった株式市場の機関化が趨勢的に進んでおり、我が国でも企業による株式相互持ち合いの後退と相俟つて今後はこうした傾向がますます強まっていくものと考えられ、そうした状況に即した対応が望まれるところである。

(付記) 今回実施したファンドマネージャーへのアンケート調査の紹介はいつたんこれで終了するが、当研究所ではアメリカやヨーロッパでおこなわれたファンドマネージャーへのアンケート調査との比較を含めた報告書「我が国の機関投資家による株式取引の現状―ファンドマネージャーへのアンケート調査―」を作成しており、当研究所発行の「証券経済研究」第一三号（一九九八年五月発行予定）にも掲載する。