

わが国の最良執行の現状について

三木 まり

1 はじめに

近年、金融工学テクノロジーの進歩により、株式市場におけるマイクロストラクチャーの解明が進んだ結果、最良執行分析ツールの精度も飛躍的に上がったと思われる。しかし、この最良執行の概念論が先行しているわりに、技術論が思うように伴っていないのが現状のようである。こうした問題は、資産運用とそれを取り巻く業界内に、それを阻むメカニズムが存在することをビジネスに織り込まれていないという点にあると思われる。本稿では、これまでの最良執行についての概念の進展の経緯を振り返りながら、こうしたわが国の最良執行の現状について詳しく述べたいと思う。

2 日米における最良執行の進展

(1) 米国

米国の年金で最初に最良執行義務が提示されたのは一九七四年のERISA法 (Employee Retirement Income Security Act of 1974) の中においてである。ただ、ERISA法には、受託者の受給者に対する注意義務と忠実義務や分散投資の必要性とともにブルーデントマン・ルールが規定されたにすぎなかった。最良執行の細部については一九八〇年代以降に明確になったものである。

その契機となったのは、米国における一九七五年の手数料自由化、ソフトダラーをある程度擁護するようなセーフハーバールール⁽¹⁾が制定されてきたことによるものである。一九九〇年代に入ると米国は市場間競争が激化し、ECNやPTSといった新しい市場というものが競争してきた。また、テクノロジーとしては、FIX⁽²⁾やSTP⁽³⁾などのIT基盤の充実という流れの中で最良執行は進展してきた。

(2) 日本

日本の場合、最良執行が問題となってきたのは、一九九六年の金融大改革（ビック・バン）からで、現実の問題となってきたのは一九九八年～一九九九年以降である。固定手数料制、取引集中主義から一九九八年に取引集中原則が撤廃し、一九九九年一〇月には手数料が完全自由化された。手数料の自由化や一九九九年一二月の証券法の改正によって、証券会社の免許が登録制になったことを受け、インターネット取引を主体としたディスカウントブローカーも多数現れ、益々コスト競争を促すことになってきた。それに伴ない、取引手法の多様化、取引チャネルの多元化などにより最終的にコストの複雑化（手数料格差）し分かりづらくなったことが、最良執行が問題になった背景にあるといえる。最初に動きを見せたのは厚生年金基金連合会であり、運用基本方針の中に「最良執行」という言葉を用いた。二〇〇〇年代に入ってから、厚生労働省が「受託者責任ガイドライン」を改正し、執行コストの再認識と専門性の必要性が全体の流れとしてある。

厚生労働省のガイドラインから最良執行を考えるポイントとしては、概念的には「運用成果を最大化する観点」というものが重要で、最終目標となっている。年金ファンドの場合、最終的にはパフォーマンスを向上させることが重要で、取引手数料だけでなく、総取引コストを最小にするような発注体制や方法を確立していくことが目

的となる。

取引は、事前にはリスクとして見積もられ、事後的にはコストとして計測されるので、受託者責任上リスクのあるところには、管理する必要があるということになる。すなわち、最良執行義務は受託者責任上の課題となる。

受託者責任上の管理ということになると、最良執行はプロセスであって、結果ではない。すなわち機関投資家の場合、執行のプロセス管理が必要になったのである。

3 日本の最良執行環境

(1) トレーディングにおける最良執行理論

トレーダーの立場からは、最良執行なるものは存在しないという。トレーダーにとって最良執行とは、最良執行へのアプローチであり、よってその理論は、執行環境を常に向上させていくことを目的としたベンチマークに基づいたものである必要がある。

昨年、日本FIEX運営委員会の会合のディスカッションにおいてベンダーと証券会社側とバイサイド側で全く話が噛み合わない事態に陥ったという。トレーディング上のあるファンクション機能を広めようというのがテーマなのだが、その有効性を証明する上で、このファンクションを利用するセルサイドとバイサイドの立場の違いが、そのままメリットの違いとなってしまう事実が両者の間に横たわり、平行議論になってしまったようである。そこで求められるものは、セル、バイサイド間に共通の最良執行理論スタンダード化の重要性である。

トレーディングの価値基準を示す理論に沿って、実践感覚にフィットするスタンダード理論を早急に設けた上

で、トレーディングの周辺環境の整備が必要である。言い換えれば、今求められているのは、わが国における執行環境に改善をもたらす全てのビジネスにおいて共通のツールとなる業界横断型のスタンダード理論である。

(2) 証券会社の選択（ブローカー選択効果）

まず、指値、成行でないOr BetterやV-WAP Targetなどの証券会社に、事実上裁量権を与える（Discretionの）注文が処理されたとき、機械による処理がマニュアルによる処理かで二通りある。バイサイドトレーダーにそれを選ぶ権利はあるが、証券会社としては選択して欲しくない（させない）という問題がある。なぜなら、マニュアルの場合、証券会社には、丁寧に執行するプロのトレーダーの人件費が掛かるためで、どの顧客に対してもこのサービスを提供するのは難しいからである。

顧客に執行の動向、戦略を伝えながら執行していくDiscretionの注文数量は二〇本が一社で同時に抱えられ限界だと言つが、機械に入れば数百件でも同時進行が可能である。このためマニュアルでの執行サービスは不公平を承知で、大口注文の頻度の高い主要顧客、もしくは高いレベルか人的つながりの強いバイサイドトレーダーの場合に限っているのが現状である。さらに、機械発注には、特別な情報に対応しないという欠点以外に、大きな弱点を持っている。それは、機械的にスライス発注していると、そのクセを知るマニュアル執行者に全ての手口を見透かされるということである。二〇〇〇年一月から二〇〇二年六月までの証券会社別V WAP比パフォーマンス（約定代金ベース）の一八社の執行結果のデータを見る限り、基本マニュアルで執行してもらった上位五社の平均はほぼV WAP並であるのに対し、下位のシステム執行中心の五社はマイナス七ベースポイント近辺である。

つまり、いかにして丁寧に執行してもらえるかが、プロによるマニュアル執行サービスを受ける為にはそれなりの発注量が必要とするため、常に大口の発注を行っていけば問題ないが、そうでなければ、バイサイドトレーダーの証券会社に対するコミュニケーションや交渉力が必要になってくるようである。このように、ブローカー選択効果とは構造的なものであり、目先の技術で対処できるものではないことが分かる。

(3) 現在の最良執行及び執行分析結果ビジネスについての考察

このように、わが国の受託者としてのトレーディング業務に執行パフォーマンスは強く求められていないのが現状である。運用会社では、バイサイドトレーダーの主要な任務についてどう考えているのか確認する。まず、セルサイドにも共通するのだが、第一に間違わないこと、第二に迅速に処理すること、第三にどんなに注文数が多くても全て発注処理ができることである。執行の良し悪しは、これらの次となっている。パフォーマンス第一のポートフォリオ運用とは異なるこれらの点に注意しなければならない。数百、数千の発注を一日にこなさなければならぬトレーダーにパフォーマンスを求めることは現実的に難しいのである。また、処理数一〇〇銘柄と一〇銘柄のトレーダーを比較するのも意味が無いだろう。そのトレーダーの置かれた執行環境によって、執行パフォーマンスは求められたり、そうでなかったりするものである。このことは、最良執行ビジネスにおいて重要な問題である。悪い執行結果が出た場合、「忙しいから最良執行どころはでなかった」の一言で済まされるのが実態なのである。これを続けているうちに周囲からも執行結果に対する関心が失われていくのが目下の動きなのである。現在、執行分析を行っているかどうかの質問がスポンサーや運用コンサルタント会社からトレーダーにくることはあっても、やっていないからといって大きなペナルティーを受けることはない。確かに、スポン

サーのヒアリングやレポートの提出の頻度は高まっており、その一環で最良執行についてのコメントを要求する基金もそれなりの数ある為、この運用会社も現在は一応対応策として執行分析ツールを導入している。しかし、これは実態のない要求であるといえるだろう。

(4) どうすれば意味のある執行結果をもたらすことができるのか

ここまで、基本的な問題を提起したところで、どうすれば意味の有る執行結果をもたらすことができるのか検討してみたい。そのためにまず、最良執行によって障害となるシチュエーション要因とはなにかを具体的に挙げることにする。

・技術面及び発注体制から

忙しくて、いちいち考えながら発注できない

注文の出方がばらばらで正確に計測できない

最良執行の理論を理解していない

システムの整備がととのっていない

・理論面

最初から条件が付いていて、トレーダーの裁量権が無いものが多い

ブローカー評価に執行サービスの評価があまり反映されない

・精神面

スポンサーへの報告義務がない

良い結果をスポンサーに賞賛されても社内では評価されない

これらの問題を全てクリアできる運用機関はないが、かなりのレベルにまで到達しているところはあるかもしれない。しかし、それらの要因が一つでも残っている限り最良執行は実現しないのである。執行分析ビジネスは全ての取引を完璧に分析しうる高度なシステムを構築するのを第一目標とするのではなく、目先は完璧に分析できる取引に限定した狭い範囲からスタートしなければ先へは進まないだろう。まず、執行分析に関心の深いある口座のトレードに限りスポンサーと、ベンチマーク等、トレーディングスタイルの合意を事前に得た後、その定義に沿って執行、分析結果を報告できればビジネスとしての道筋ができる。

最良執行ビジネスはこのようにして戦略的に広げて行く必要があるかもしれない。完全なシステムの構築はこの環境インフラが整った後に検討するテーマともいえる。日本の運用業界において「最良執行」が脚光を浴び始めたのは一九九八年あたりからである。そうして、これまでの五年間、業界内で「最良執行」という言葉は誰もが知ることとなった。これは、業界関係者の努力の結果であり、また「最良執行」の重要性を示唆するものだろう。これからの年月は、わが国に最良執行を確かに根付かせるための道標を築くべき時代に突入したといえるのではないだろうか。

4 おわりに

ここまで、「最良執行」の日米における歩みとわが国の最良執行ビジネスの現状についてまとめてきた。そこで、最後にここでは、最良執行の全体の課題と将来について述べることにしたい。

まず、最良執行については、データの整備と第三者評価機関の不在が問題である。データは運用機関の中で蓄

積されてはいるだろうが、ディスクローズには至っていないと思われる。運用機関評価への応用ということでは、スポンサーとして考えるのは定性的な評価である。最終的には定量的な評価を行うことである。事後的執行コストの定量評価はIS法⁽⁴⁾、VWAP法等があるが、現在発展途上である。しかし、これをコミュニケーションのツールでしかなくとも、それを使い運用機関とコミュニケーションをとっていくべきであろう。

また、最良執行については概念論が先行して技術面が付いていないのが実態である。また、最良執行に対する認知度がさほど高くないので、これを高めていくことが必要である。

最後に最良執行の評価対象として、現在は株式について国内株と外国株が中心であるが、債券にも広がりつつあるようである。

注

(1) 一九七五年に米国の議会は証券取引法 (Securities Exchange Act of 1934) の第二八条 (e) 項において運用機関を保護する規定を設けた。すなわち、運用機関が他のブローカーにより高い手数料を支出したとしても、その差額がリサーチ情報の対価として合理的な金額であると良識的に判断したのであれば、受託者義務違反にならないと規定されたのである。この条項は一般的に safe harbor という通称で呼ばれている。

(2) FIX (financial information exchange) 電子証券取引の共通企画。FIXに対応したシステムを持つ投資家や証券会社の間では、売買注文、執行、取引内容の確認、約定など各段階のデータを瞬時にやり取りでき、ファックスや電話でのやり取りに比べ、効率化とスピード向上を図ることができる。電子取引のための投資負担の軽減にもつながる。欧米ではすでにFIXが普及しており、日本でも「FIX日本運営委員会」を組織し、日本版FIXの規格作りに取り組

んでいる。

(3) STP (ストレート・スルー・プロセッシング) 約定から決済にいたるプロセスを標準化させたメッセージ・フォーマットにより人手を介さずに進めること。

(4) IS法 (Implementation Shortfall法) とは、ペーパーポートフォリオから現実のポートフォリオの差をコストとして測定する方法である。コストは、タイミングコスト (資金受託時から運用計画作成時、運用計画時から買い付け直前までの価格) 、マーケットインパクト (直前価格と約定価格との差額) 、直接コスト (証券会社に支払う手数料など) 、機会コスト (未約定による機会損失) に分解できる。

(みき まり・研究員)