

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—

吉川真裕

要 旨

改正外為法の施行に伴って本年4月1日から日本版ビッグバンがついに始まった。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や資金運用者の重要性が高まり、とりわけ世界的に進展する株式市場の機関化という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。資金提供者や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。

本稿では、このアンケート調査の結果を紹介し、株式市場の機関化という世界的な趨勢のもとで今後ますます成長すると考えられる我が国の機関投資家が、現在の取引制度をどのように評価し、どのような取引制度改革を望んでいるのかを明らかにする。また、この種のアンケート調査はすでにアメリカとヨーロッパで実施されており、我が国での結果をこれらの結果ともできる限り比較検討した。

今回のアンケート調査ではアメリカやヨーロッパに比べると流動性をかなり重視した我が国のファンドマネージャーの現状が明らかになったが、これは従来の取引制度における欠点の反映とも考えられる。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っ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る。内部調査体制の充実や忍耐強い注文執行姿勢の強化など、機関投資家の側にもまだまだ改善すべき点はいくつもあると思われるが、好むと好まざるとに関わらず、こうした株式市場の機関化に即した体制の整備が望まれる。

目 次

- I. はじめに
- II. 回答者の特徴
- III. 意志決定に影響する基本的な要因
- IV. 迅速な取引執行
- V. 執行時間帯
- VI. 価格改善

- VII. 指値注文
- VIII. 大口取引
- IX. 新たな取引システム
- X. まとめ
- 付録. アンケート用紙

I. はじめに

改正外為法の施行に伴って本年4月1日から日本版ビッグバンがついに始まった。これまでは外為法によって認可された金融機関以外は海外での取引を正式には直接行うことはできなかったが、今回の外為法改正によってその道が開かれたのである。これに伴って国内でのさまざまな規制は海外での取引という形で回避され、国内での金融取引規制の緩和が加速されることになるはずである。

取引所集中原則の廃止、私設取引システム(PTS)の導入、店頭デリバティブ取引の全面解禁、銀行や証券会社の情報開示強化、不公正取引規制の整備、証券業の登録制への移行、会社型投信の創設、銀行による投信窓販解禁、投資者保護基金制度の創設、保険契約者保護機構の創設といった金融システム改革が本年12月1日に一挙に施行されることが決定されており、連結ベースの情報開示は1999年4月1日から、株式委託売買手数料の完全自由化は1999年末までに、銀行系証券子会社の業務範囲制限の撤廃は1999年度下期中に実施されることも固まっている。

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

て資金提供者や資金運用者の重要性が高まり、とりわけ世界的に進展する株式市場の機関化という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。資金提供者や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、投資顧問業者・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、283社に質問状を送付し、61社から87件の回答を得た。

本稿では、このアンケート調査の結果を紹介し、株式市場の機関化という世界的な趨勢のもとで今後ますます成長すると考えられる我が国の機関投資家が、現在の取引制度をどのように評価し、どのような取引制度改革を望んでいるのかを明らかにする。具体的には、回答者の特徴、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、価格改善、指値注文、大口取引、新たな取引システムといった項目を以下で順次取り上げる。

また、ファンドマネージャーに対するこの種のアンケート調査はすでにアメリカとヨーロッパで実施されており、我が国での結果をこれら

の結果ともできる限り比較していく。ファンドマネジメント・ビジネスが進んでいるといわれるアメリカやヨーロッパと比較することで、我が国のファンドマネジメント・ビジネスの特徴を識別できるかもしれないし、今後、我が国のファンドマネジメント・ビジネスがアメリカやヨーロッパのファンドマネジメント・ビジネスに追従するとすれば、どのような変化が生じるのかを予想することもできるかもしれないと考えられるからである。

今回のアンケート調査の結果が我が国の取引制度改革に何らかの形で貢献できるとすれば、アンケート調査にご協力いただいた関係者各位のご協力の賜といえよう。もちろん、回答結果の解釈に関する責任は筆者自身に帰すべきものであることはいままでもない。

Ⅱ. 回答者の特徴

1. アンケート送付先と回答状況

アンケート用紙は生命保険会社44社、損害保険会社27社、信託銀行33行、都市銀行・長期信用銀行12行、大手地方銀行10行、投資信託運用会社44社、一任勘定を運用する投資顧問業者113社の計283社に送付し、61社から87件の回答を得た。質問事項は株式取引に関して40項目155問、回答者の属性に関して8項目9問に及んだ。(付録. アンケート用紙を参照。) 回答率は会社ベースで22%、回答ベースで31%であり、半数を大きく下回っていたが、送付先がかならずしも株式運用を行っているわけではなく、アメリカやヨーロッパで行われた同種のアンケート結果と比べても遜色はない。

ちなみに、Economides & Schwartz(1995)はアメリカの機関投資家を対象として株式取引に

関して32項目106問、回答者の属性に関して5項目6問に及ぶ同種のアンケート調査を実施したが、825社の送付先から150件の回答があり、回答率は18%であった。また、Schwartz & Steil(1996)はヨーロッパの機関投資家を対象として株式取引に関して32項目112問、回答者の属性に関して10項目11問に及ぶ同種のアンケート調査を実施し、400社の送付先から59件の回答を得ており、回答率は15%であった)。

2. 会社組織

回答者の所属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、アメリカやヨーロッパで行われたアンケートに倣って、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7分類の中から選択してもらった。その結果、①銀行・証券会社・保険会社等の子会社が34件(39.1%)、②銀行・証券会社・保険会社等の一部門が26件(29.9%)、③投資信託運用会社が15件(17.2%)、④独立した投資運用会社が9件(10.3%)、⑤企業年金基金が1件(1.2%)、⑥公的年金基金が0件(0%)、⑦その他が0件(0%)という結果であった。(表1-JP/US)

アメリカでは同種の質問が5分類で行われ、①独立した投資運用会社が46.0%、②銀行・証券会社・保険会社等の子会社が35.3%、③投資信託運用会社が9.3%、④企業年金基金が6.0%、⑤その他が3.3%という結果であり、我が国では金融機関の子会社または一部門が回答の3分の2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はいえないだろう。(表1-JP/US)

表1 -JP/US 回答者の所属会社組織

項目	日本		アメリカ	
	件数	(%)	件数	(%)
銀行・証券会社・保険会社等の子会社	34	(39.1%)	53	(35.3%)
銀行・証券会社・保険会社等の1部門	26	(29.9%)	—	(—)
投資信託運用会社	15	(17.2%)	14	(9.3%)
独立した投資運用会社	9	(10.3%)	69	(46.0%)
企業年金基金	1	(1.2%)	9	(6.0%)
公的年金基金	0	(0.0%)	—	(—)
その他	0	(0.0%)	5	(3.3%)

出所：Economides & Schwartz(1995)等より作成

3. 資産運用スタイル

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69件 (79.3%)、パッシブ運用が13件 (14.9%) で、アクティブ運用の割合が高かった。しかし、アメリカでもアクティブ運用が79.3%、パッシブ運用が16.0%という結果であり、回答者に偏りがあるとは考えられない。(表2-JP/US)

表2 -JP/US 回答者の資産運用スタイル

回答者	アクティブ	パッシブ
	件数 (%)	件数 (%)
日本	69 (79.3%)	13 (14.9%)
アメリカ	119 (79.3%)	24 (16.0%)

出所：Economides & Schwartz(1995)等より作成

4. 運用方針

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クセーション、その他の6つの中から第1方針と第2方針を1つずつ選択してもらったところ、第1方針としては、①グロース重視が26件 (29.9%)、②バリュウ重視が25件 (28.7%)、③アセット・アロケー

ションが7件 (8.1%)、④クオンツ重視が5件 (5.8%)、⑤インデクセーションが2件 (2.3%)、⑥その他が1件 (1.2%)、第2方針としては、①バリュウ重視が25件 (28.7%)、②グロース重視が19件 (21.8%)、③アセット・アロケーションが11件 (12.6%)、④クオンツ重視が3件 (3.5%)、⑤インデクセーションが3件 (3.5%)、⑥その他が0件 (0%) であり、オーソド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2方針としてはアセット・アロケーションが12.6%を占めており、クオンツ重視もインデクセーションを上回っていた。(表3-JP)

表3 -JP 回答者のファンドの運用方針

項目	第1方針	第2方針
	件数 (%)	件数 (%)
グロース重視	26 (29.9%)	19 (21.8%)
バリュウ重視	25 (28.7%)	25 (28.7%)
アセット・アロケーション	7 (8.1%)	11 (12.6%)
クオンツ重視	5 (5.8%)	3 (3.5%)
インデクセーション	2 (2.3%)	3 (3.5%)
その他	1 (1.2%)	0 (0.0%)

5. 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5つに%表示で分類してもらったところ、72件の回答があり、平均値では、①株式が55.1%、②債券が20.9%、③現金が19.1%、④その他(転換社債・外貨・投信・融資)が4.5%、⑤不動産が0.3%という構成であ

り、株式の比率が最も高かった。(表4-JP)

表4-JP 回答者のファンドの資産構成

項目	件数	平均
株式	72	55.2%
債券	71	20.9%
現金	71	19.1%
その他	71	4.5%
不動産	71	0.3%

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4地域に分類してもらったところ、75件の回答があり、平均値では、①日本が92.2%、②北アメリカが4.4%、③ヨーロッパが2.5%、④アジアが0.9%、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。(表5-JP)

表5-JP 回答者のファンドの株式資産構成

項目	件数	平均
日本	75	92.2%
北アメリカ	75	4.4%
ヨーロッパ	75	2.5%
アジア	75	0.9%

Ⅲ 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行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行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て割安であるとか、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行われると考えるのが自然である。

そこで、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14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(たまに考慮する)、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5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4.76、②利益を追求するため平均4.08、③市場全体に関わるニュースが平均4.06、④ポートフォリオ構成の再評価が平均3.75、⑤(証券会社からの)外部調査が平均3.56、⑥(ポートフォリオ・マネージャーからの)内部調査が平均3.46、⑦解約またはその他の換金需要が平均3.25、⑧バーゲン・ハンティングが平均3.10、⑨指数に追随するため平均2.94、⑩損切りをするため平均2.83、⑪チャートリストのシグナルが平均2.77、⑫取引情報が平均2.61、⑬デリバティブズに基づく取引が平均2.52、⑭その他が0であった。(表6-JP)

その他を除く13項目について同様に調べたヨーロッパの結果では、①個別銘柄のファンダメンタルズが平均4.19、②(ポートフォリオ・マネージャーからの)内部調査が平均3.79、③ポートフォリオ構成の再評価が平均3.47、④(証券会社からの)外部調査が平均3.24、⑤利益を追求するため平均3.17、⑥市場全体に関わるニュースが平均2.78、⑦バーゲン・ハンティン

表 6-JP 意志決定に影響する要因

項目	影響度 平均値	非常に頻繁に	しばしば	ときどき	たまに	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%)
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%)
市場全体に関わるニュース	4.06	32 (37.2%)	30 (34.9%)	21 (24.4%)	3 (3.5%)	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%)
(証券会社からの)外部調査	3.56	6 (7.1%)	50 (58.8%)	17 (20.0%)	10 (11.8%)	2 (2.4%)
(ホートフォリオ・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%)
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%)
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%)
指数に追随するため	2.94	2 (2.3%)	24 (27.9%)	34 (39.5%)	19 (22.1%)	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%)
チャートシートのシグナル	2.77	1 (1.2%)	20 (23.0%)	32 (36.8%)	24 (27.6%)	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%)
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%)
その他	0.00	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)

表 6-EU 意志決定に影響する要因

項目	影響度 平均値	非常に頻繁に	しばしば	ときどき	たまに	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	4.19	48.8%	30.9%	6.5%	4.9%	4.9%
(ホートフォリオ・マネージャーからの)内部調査	3.79	29.8%	33.1%	19.9%	9.9%	3.3%
ポートフォリオ構成の再評価	3.47	11.6%	33.1%	41.4%	8.3%	1.7%
(証券会社からの)外部調査	3.24	6.6%	36.4%	34.8%	9.9%	8.3%
利益を追求するため	3.17	11.6%	24.8%	34.8%	18.2%	6.6%
市場全体に関わるニュース	2.78	5.0%	18.2%	31.5%	24.9%	11.6%
バーゲン・ハンティング	2.71	6.6%	19.9%	24.8%	28.1%	16.6%
解約またはその他の換金需要	2.53	3.3%	8.3%	33.1%	43.0%	8.3%
損切りをするため	2.39	1.7%	11.8%	25.3%	40.4%	16.8%
指数に追随するため	2.31	9.8%	4.9%	17.9%	35.8%	27.7%
チャートシートのシグナル	1.98	0.0%	9.9%	14.9%	34.8%	36.4%
取引情報(他の注文に関する情報)	1.82	1.7%	1.7%	15.2%	33.8%	40.5%
デリバティブズに基づく取引	1.79	1.7%	1.7%	14.9%	34.8%	43.0%

注：各比率は比較のために、その他と未回答を各回答総数に含めて調整済み。

出所：Schwartz & Steil(1996)

表 6-US 意志決定に影響する要因

項目	影響度 平均値	非常に頻繁に	しばしば	中立	たまに	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	3.71	—	79.3%	10.0%	9.3%	—
(ホートフォリオ・マネージャーからの)内部調査	3.58	—	68.7%	17.3%	12.0%	—
ポートフォリオ構成の再評価	3.30	—	47.3%	32.0%	18.0%	—
利益を追求するため	3.05	—	36.0%	32.0%	31.3%	—
バーゲン・ハンティング	3.01	—	37.3%	26.7%	36.0%	—
市場全体に関わるニュース	2.99	—	32.0%	32.7%	33.3%	—
解約またはその他の換金需要	2.67	—	20.7%	24.7%	52.7%	—
取引情報(他の注文に関する情報)	2.66	—	18.0%	30.0%	51.3%	—
損切りをするため	2.66	—	15.3%	34.0%	49.3%	—
チャートシートのシグナル	2.39	—	12.0%	14.0%	72.7%	—
指数に追随するため	2.33	—	11.3%	10.0%	76.7%	—
その他	2.26	—	1.3%	0.7%	10.7%	—
デリバティブズに基づく取引	2.15	—	4.7%	5.3%	88.0%	—

グが平均2.71, ⑧解約またはその他の換金需要が平均2.53, ⑨損切りをするため平均2.39, ⑩指数に追随するため平均2.31, ⑪チャート上のシグナルが平均1.98, ⑫取引情報が平均1.82, ⑬デリバティブズに基づく取引が平均1.79であった²⁾。(表6-EU)

他方、アメリカでは(証券会社からの)外部調査を除く13項目について、しばしば、中立、たまにの3段階評価で質問しており、それぞれを4, 3, 2として平均値を求めると, ①個別銘柄のファンダメンタルズが平均3.71, ②(ポートフォリオ・マネージャーからの)内部調査が平均3.58, ③ポートフォリオ構成の再評価が平均3.30, ④利益を追求するため平均3.05, ⑤バーゲン・ハンティングが平均3.01, ⑥市場全体に関わるニュースが平均2.99, ⑦解約またはその他の換金需要が平均2.67, ⑧取引情報が平均2.66, ⑨損切りをするため平均2.66, ⑩チャート上のシグナルが平均2.39, ⑪指数に追随するため平均2.33, ⑫その他が平均2.26, ⑬デリバティブズに基づく取引が平均2.15であった。(表6-US)

これらの結果を比較してみると、個別銘柄のファンダメンタルズが最も頻繁に考慮され、利益を追求するため、ポートフォリオ構成の再評価が頻繁に考慮される一方、デリバティブズに基づく取引は最も考慮されず、チャート上のシグナル、損切りをするため、指数に追随するためという項目も考慮される頻度が低いことは共通している。しかし、アメリカとヨーロッパでは取引情報の位置づけがやや異なるものの、ほとんど同じような順序であるのに対して、我が国の結果は2つの点で明らかに違っている。

1つは市場全体に関わるニュースであり、我が国では3番目に重視され、平均値も4.06であ

るのに対して、ヨーロッパでは6番目で平均値は2.78、アメリカでも6番目で平均値は2.99と3ポイントを下回っている。これは我が国のファンドマネージャーが金利や為替、景気関連指標に対して敏感であるということであり、一面では評価できようが、裏返せば多くのファンドマネージャーが同じ情報に反応して取引を行い、市場の動きを増幅する結果につながっていると考えられる。とりわけ多くのファンドマネージャーがサラリーマンであり、ローテーション人事の一貫として一時期だけファンドを運用するという従来の慣行のもとでは、他人に勝つことよりも他人に負けないことに重点が置かれ、市場全体に関わるニュースに過剰に反応するようになっているのではないかと推測される。

もう1つの違いは(ポートフォリオ・マネージャーからの)内部調査と(証券会社からの)外部調査の位置づけである。アメリカでは外部調査という項目が抜けているが、内部調査はアメリカとヨーロッパでともに個別銘柄のファンダメンタルズに次いで2番目に考慮されているのに対して、我が国では6番目であり、5番目の外部調査をも下回っている。我が国でアメリカやヨーロッパほど内部調査が重視されていないのは内部調査を行う体制が十分に確立されていないからではないかと考えられる。外部調査が内部調査を上回っているのも内部調査が不十分なために外部調査に依存していると考えられなくもない。こうした見方が正しいとすれば、今後我が国のファンドマネジメント・ビジネスがアメリカやヨーロッパのように成熟していくにつれて内部調査の位置づけが上がっていくものと考えられ、そのためには内部調査を十分に行う体制の整備が不可欠であると考えられる。

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に関して4つの質問を試みた。

(1) 運用パフォーマンスに及ぼす影響

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5段階評価で質問したところ、回答は5ポイント15件 (17.4%)、4ポイント28件 (32.6%)、3ポイント27件 (31.4%)、2ポイント14件 (16.3%)、1ポイント2件 (2.3%)、平均値で3.46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。(表7-JP/EU)

ヨーロッパで行われた同じ質問に対する回答

は、5ポイントが5.1%、4ポイントが20.3%、3ポイントが18.6%、2ポイントが32.2%、1ポイントが16.9%、平均値が2.62であり、3ポイントを下回っていたのは意外であった。取引費用が株式運用パフォーマンスに及ぼす影響に関しては、我が国のファンドマネージャーはヨーロッパのファンドマネージャーよりも強く意識しているようである。(表7-JP/EU)

(2) 取引費用の軽減

次に、取引費用を引き下げることをど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5段階評価で質問したところ、回答は5ポイント12件 (13.8%)、4ポイント42件 (48.3%)、3ポイント23件 (26.4%)、2ポイント9件 (10.3%)、1ポイント0件 (0%)、平均値で3.66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よりも若干高く、ファンドマネージャーが取引費用を引き下げることをより心掛けているという結果が明らかになった。(表8)

表7-JP/EU 取引費用が運用パフォーマンスに及ぼす影響

回答者	影響度	非常に重要	かなり重要	重要	少し重要	全く重要でない
	平均値	5 (%)	4 (%)	3 (%)	2 (%)	1 (%)
日本	3.46	15 (17.4%)	28 (32.6%)	27 (31.4%)	14 (16.3%)	2 (2.3%)
ヨーロッパ	2.62	5.1%	20.3%	18.6%	32.2%	16.9%

注：各比率は比較のために、その他と未回答を各回答総数に含めて調整済み。
出所：Schwartz & Steil(1996)等より作成

表8 取引費用の軽減をどの程度心掛けているか

回答者	重要度	非常に	かなり	心掛けている	少し	全くない
	平均値	5 (%)	4 (%)	3 (%)	2 (%)	1 (%)
日本	3.66	12 (13.8%)	42 (48.3%)	23 (26.4%)	9 (10.3%)	0 (0.0%)
アメリカ	3.91	51 (34.0%)	50 (33.3%)	34 (22.7%)	6 (4.0%)	6 (4.0%)
ヨーロッパ	3.42	18.6%	30.5%	25.4%	16.9%	5.1%

注：各比率は比較のために、その他と未回答を各回答総数に含めて調整済み。
出所：Economides & Schwartz(1995), Schwartz & Steil(1996)等より作成

アメリカで行われた同種の質問に対する回答は、5ポイントが34.0%、4ポイントが33.3%、3ポイントが22.7%、2ポイントが4.0%、1ポイントが4.0%、平均値が3.91、ヨーロッパで行われた同種の質問に対する回答は、5ポイントが18.6%、4ポイントが30.5%、3ポイントが25.4%、2ポイントが16.9%、1ポイントが5.1%、平均値が3.42であり、我が国のファンドマネージャーはヨーロッパのファンドマネージャーよりもわずかに取引費用の削減を心掛けているようであるが、アメリカのファンドマネージャーほどではないようであった。(表8)

(3) 取引費用の構成要素

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4つの項目について、意志決定にどの程度影響しているのかを、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5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3.58、②マーケット・インパクト・コス

トが平均3.18、③気配値スプレッドが平均3.10、④委託売買手数料が平均3.02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。(表9-JP)

ヨーロッパで行われた同じ質問に対する回答結果は、①気配値スプレッドが平均3.62、②マーケット・インパクト・コストが平均3.55、③委託売買手数料が平均3.34、④取引の遅れに伴う機会損失が平均3.30であり、取引の迅速な執行の遅れに伴う機会損失がファンドマネージャーに最も意識されていないのは意外であった。(表9-EU)

ヨーロッパでは気配値スプレッド、マーケット・インパクト・コスト、委託売買手数料の3つはいずれも我が国よりも意識されており、こうした違いは取引制度の違いによるものとも考えられる。ヨーロッパのファンドマネージャーに最もよく用いられているのはロンドン証券取引所のSEAQとSEAQインターナショナルであり、ここでの取引はマーケットメーカーとの相

表9-JP 取引費用の構成要素が意志決定に及ぼす影響(1)

項目	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 (%)
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%)

表9-EU 取引費用の構成要素が意志決定に及ぼす影響(1)

項目	重要度 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 (%)
気配値スプレッド	3.62	25.0%	25.0%	33.3%	11.7%	1.7%
マーケット・インパクト・コスト	3.55	22.0%	30.5%	22.0%	18.6%	1.7%
委託売買手数料	3.34	18.3%	26.7%	25.0%	23.3%	3.3%
取引の遅れに伴う機会損失	3.30	18.6%	27.1%	20.3%	13.6%	11.9%

注：各比率は比較のために、その他と未回答を各回答総数に含めて調整済み。
出所：Schwartz & Steil(1996)

対取引によって行われ、マーケットメーカーが承諾すれば取引は即座に完了するが、マーケットメーカーの利益の源泉である気配値スプレッドがどの程度であるかが問題となっているからである³⁾。

他方、アメリカでのアンケート調査と比較するために、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3つの費用項目について、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2.23、②マーケット・インパクト・コストが平均2.14、③委託売買手数料が平均1.63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。(表10-JP)

アメリカで行われた同じ質問に対する回答は、①即座に取引できない機会費用が平均2.50、②マーケット・インパクト・コストが平均2.34、③委託売買手数料が平均1.16であり、我が国の場合と同様に、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。(表10-US)

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・トレーダーに紛れてより有利な価格で取引を行おうとするはずである。

(1) 匿名性の重要性

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も考えられる。そこで、株式を取引する際の注文の匿名性についても、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5段階評価で質問した。その結果、回答は5ポイント14件 (16.1%)、4ポイント20件 (23.0%)、3ポイント27件 (31.0%)、

表10-JP 取引費用の構成要素が意志決定に及ぼす影響(2)

項目	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%)

表10-US 取引費用の構成要素が意志決定に及ぼす影響(2)

項目	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	2.50	54.7%	36.0%	6.0%
マーケット・インパクト	2.34	40.7%	51.3%	6.7%
委託売買手数料	1.16	3.3%	9.3%	84.7%

出所：Economides & Schwartz(1995)より作成

2ポイント15件(17.2%)、1ポイント10件(11.5%)、平均値で3.15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。(表11-JP/EU)

ヨーロッパで行われた同じ質問に対する回答は、5ポイントが27.1%、4ポイントが32.2%、3ポイントが10.2%、2ポイントが20.3%、1ポイントが5.1%、平均値が3.59であり、ヨーロッパのファンドマネージャーは我が国のファンドマネージャーよりも匿名性を意識しているようである。(表11-JP/EU)

(2) 発注業者に対する匿名性の重要性

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5段階評価で尋ねたところ、回答は5ポイント12件(13.8%)、4ポイント13件(14.9%)、3ポイント19件(21.8%)、2ポイント30件(34.5%)、1ポイント12件(13.8%)、平均値で2.80であり、3ポイントを下回り、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いないことが明らかになった。(表12)

アメリカで行われた同じ質問に対する回答は、5ポイントが30.7%、4ポイントが14.7%、3ポイントが31.3%、2ポイントが10.0%、1ポイントが12.0%、平均値が3.43、ヨーロッパで行われた同じ質問に対する回答は、5ポイントが22.0%、4ポイントが20.3%、3ポイントが27.1%、2ポイントが13.5%、1ポイントが5.1%、平均値が3.46であり、アメリカやヨーロッパのファンドマネージャーは我が国のファンドマネージャーよりもブローカーに発注する際、匿名性に注意しているようである。(表12)

4. 発注業者の選択

注文の匿名性に関しては我が国では発注の際にはそれほど注意されて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だろうか。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7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5段階評価で質問してみた。その結果、①優

表11-JP/EU 匿名性の重要性

回答者	重要度 平均値	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 (%)
日本	3.15	14 (16.1%)	20 (23.0%)	27 (31.0%)	15 (17.2%)	10 (11.5%)
ヨーロッパ	3.59	27.1%	32.2%	10.2%	20.3%	5.1%

注：各比率は比較のために、その他と未回答を各回答総数に含めて調整済み。
出所：Schwartz & Steil(1996)等より作成

表12 発注の際に匿名性をどの程度注意しているか

回答者	重要度 平均値	非常に気になる 5 (%)	かなり気になる 4 (%)	気にする 3 (%)	少し気にする 2 (%)	気にしない 1 (%)
日本	2.80	12 (13.8%)	13 (14.9%)	19 (21.8%)	30 (34.5%)	12 (13.8%)
アメリカ	3.43	46 (30.7%)	22 (14.7%)	47 (31.3%)	15 (10.0%)	18 (12.0%)
ヨーロッパ	3.46	22.0%	20.3%	27.1%	13.5%	5.1%

注：各比率は比較のために、その他と未回答を各回答総数に含めて調整済み。
出所：Economides & Schwartz(1995), Schwartz & Steil(1996)等より作成

表13-JP 発注業者の決定に影響する要因

項目	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%)

れた調査能力が平均4.46, ②その他が平均4.33, ③執行能力が平均4.26, ④効率的な決済が平均3.82, ⑤付随的に提供されるサービスが平均3.63, ⑥会社の方針が平均3.23, ⑦匿名性が平均3.22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。(表13-JP)

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。しかし, 先に情報に関して見た通り, 内部調査体制が不十分であるとすれば我が国のファンドマネージャーにとってはブローカーの調査能力は貴重な情報源と考えられ, 先の結果とも整合的であるといえよう。

他方, 我が国では関連会社やグループ企業, 親会社の主幹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いないようである。

IV. 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4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, 1分, 10分, 1時間, 2時間, 1日という5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, ①1分以内が39件(44.8%), ②10分以内が36件(41.4%), ③1日以内が4件(4.6%), ④1時間以内が3件(3.5%), ⑤2時間以内が0件(0%)であり, 累積して86.2%の回答者は10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。(表14)

表14 迅速な執行とは

項目	日本	ヨーロッパ	アメリカ
	件数 (%)	%	件数 (%)
1分以内	39 (44.8%)	40.7%	—
10分以内	36 (41.4%)	39.0%	107 (71.3%)
1時間以内	3 (3.5%)	10.2%	22 (14.7%)
2時間以内	0 (0.0%)	0.0%	4 (2.7%)
1日以内	4 (4.6%)	6.8%	9 (6.0%)

注: 各比率は比較のために, その他と未回答を各回答総数に含めて調整済み。

出所: Economides & Schwartz(1995), Schwartz & Steil(1996)等より作成

ヨーロッパで行われた同じ質問に対する回答結果は, ①1分以内が40.7%, ②10分以内が39.0%, ③1時間以内が10.2%, ④1日以内が

6.8%, ⑤2時間以内が0%であり, 同様にして累積してみると, 79.7%の回答者は10分以内を迅速な執行と考えているという結果であった。

(表14)

他方, アメリカで行われた同種の質問には1分以内という項目はなく, 回答結果は, ①10分以内が71.3%, ②1時間以内が14.7%, ③1日以内が6.0%, ④2時間以内が2.7%であり, 我が国, ヨーロッパ, アメリカという順で10分以内の執行を迅速な執行と考える比率が高かった。

(表14)

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か売り注文かを調べるために, たいてい買い注文, 買い注文が多い, ほぼ同数, 売り注文が多い, たいてい売り注文の5つの選択肢から選んでもらった。その結果, ①ほぼ同数が49件 (56.3%), ②売り注文が多いが17件 (19.5%), ③買い注文が多いが7件 (8.1%), ④たいてい売り注文が2件 (2.3%), ⑤たいてい買い注文が2件 (2.3%)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。(表15-JP)

表15-JP 迅速に取引を執行する割合

項目	日本	
	件数	(%)
たいてい買い注文	2	(2.3%)
買い注文が多い	7	(8.1%)
ほぼ同数	49	(56.3%)
売り注文が多い	17	(19.5%)
たいてい売り注文	2	(2.3%)

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う, 他の人がフロント・ランニングしてしまう, 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5項目から第1要因と第2要因を1つずつ選んでもらったところ, 第1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41件 (67.2%), ②他の人が割安・割高な銘柄を発見してしまうが8件 (13.1%), ③機会費用が6件 (9.8%), ④他の人がフロント・ランニングしてしまうが5件 (8.2%), ⑤その他が1件 (1.6%), 第2要因としては, ①機会費用が16件 (33.3%), ②価格が変動するので執行待ちリスクが大きい13件 (27.1%), ③他の人が割安・割高な銘柄を発見してしまうが10件 (20.8%), ④他の人がフロント・ランニングしてしまうが9件 (18.8%), ⑤その他が0件 (0%)であった。(表16-JP/US)

アメリカで行われた同じ質問に対する回答では, 第1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41.6%, ②他の人が割安・割高な銘柄を発見してしまうが20.2%, ③機会費用が19.7%, ④他の人がフロント・ランニングしてしまうが9.8%, ⑤その他が8.7%, 第2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28.1%, ②機会費用が27.5%, ③他の人がフロント・ランニングしてしまうが22.8%, ④他の人が割安・割高な銘柄を発見してしまうが18.7%, ⑤その他が2.9%であり, 順序としては我が国の場合とほぼ同様であった。(表16-JP/US)

この結果を比較すると, 我が国では第1要因の価格変動リスクという回答が圧倒的に多く, 第2要因でも機会費用, 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

表16-JP/US 取引を迅速に執行したいと考える要因

項目	日本		アメリカ	
	第1要因	第2要因	第1要因	第2要因
	件数 (%)	件数 (%)	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 (67.2%)	13 (27.1%)	72 (41.6%)	48 (28.1%)
他の人が割安・割高な銘柄を発見してしまう	8 (13.1%)	10 (20.8%)	35 (20.2%)	32 (18.7%)
機会費用	6 (9.8%)	16 (33.3%)	34 (19.7%)	47 (27.5%)
他の人がフロント・ランニングしてしまう	5 (8.2%)	9 (18.8%)	17 (9.8%)	39 (22.8%)
その他	1 (1.6%)	0 (0.0%)	15 (8.7%)	5 (2.9%)

注：アメリカでは重複回答を含んでいるため、比率は各回答総数に対する比率に調整。
出所：Economides & Schwartz(1995)等より作成

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った。

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。その結果、はいという回答が26件 (29.9%)、いいえという回答が49件 (56.3%) であり、いいえがはいを上回っていたが、3割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。(表17-JP/US)

表17-JP/US 取引を迅速に執行するための
株価指数先物・オプションの利用

回答者	はい		いいえ	
	件数	(%)	件数	(%)
日本	26	(29.9%)	49	(56.3%)
アメリカ	33	(22.0%)	-	-

注：アメリカのいいえという回答結果は示されていない。
出所：Economides & Schwartz(1995)等より作成

アメリカでも同じ質問が行われているが、は

いという回答数が33件で、22.0%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という結果であり、現物株取引を迅速に執行するためのデリバティブズの利用に関しては我が国のファンドマネージャーがアメリカのファンドマネージャーよりも進んでいるようである⁹⁾。(表17-JP/US)

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場合、現物株取引を引き延ばす割合を、1時間以内、1時間から3時間、3時間から1日、1日よりも長くの4つの項目ごとに、1 (延ばさない)、2 (1%から24%)、3 (25%から49%)、4 (50%から74%)、5 (75%から100%)の中から選択してもらった。その結果、①1日よりも長くが平均2.74、②1時間以内が平均2.14、③1時間から3時間が平均1.62、④3時間から1日が平均1.57であり、1日よりも長くが最も多く、次いで1時間以内という回答が多かった。(表18-JP)

アメリカでも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と答えた回答者に対して、同じ質問が行われたが、1日よりも長くという分類の結果のみが明らかにされており、平均2.77という値は我が国での結果とほぼ同じであった。(表18-US)

表18-JP 取引を迅速に執行するために株価指数先物・オプションを利用する頻度

項目	頻度 平均値	0%	1%から24%	25%から49%	50%から74%	75%から100%
		1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)	5 (%)
1時間以内	2.14	7 (26.9%)	3 (11.5%)	1 (3.9%)	1 (3.9%)	2 (7.7%)
1時間から3時間	1.62	9 (34.6%)	1 (3.9%)	2 (7.7%)	1 (3.9%)	0 (0.0%)
3時間から1日	1.57	9 (34.6%)	4 (15.4%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	1 (3.9%)
1日より長く	2.74	8 (30.8%)	3 (11.5%)	0 (0.0%)	2 (7.7%)	6 (23.1%)

表18-US 取引を迅速に執行するために株価指数先物・オプションを利用する頻度

項目	頻度 平均値	0%	1%から24%	25%から49%	50%から74%	75%から100%
		1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)	5 (%)
1日より長く	2.77	12 (36.4%)	3 (9.1%)	4 (12.1%)	2 (6.1%)	9 (27.3%)

出所：Economides & Schwartz(1995)より作成

V. 執行時間帯

以上、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を出すことを好ましいと考えているのだろうか。

そこで、1日の取引時間を、寄り付き、寄り付きから30分間、前場、前引け、後場寄り、後場、大引け前30分間、大引けの8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5段階評価で質問してみた。回答結果は、①寄り付きが平均4.03、②後場寄りが平均3.64、③寄り付きから30分間が平均3.42、④大引け前30分間が平均3.16、⑤前場が平均3.12、⑥後場が平均3.07、⑦大引けが平均2.94、⑧前引けが平均2.65であり、寄り付き、後場寄り、寄り付きから30分間、大引け前30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。（表19-JP）

アメリカでも1日の取引時間を、寄り付き、

寄り付きから30分間、午前中、午後、引け前30分間、引けの6つに区分し、それぞれの評価を同様に5段階評価で質問していたが、結果が示されたのは1（最も好ましくない）、3（どちらでもない）、5（最も好ましい）の3段階評価についてのみであり、①午前中が平均3.96、②寄り付きから30分間が平均3.69、③午後が平均3.62、④引け前30分間が平均2.80、⑤寄り付きが平均2.65、⑥引けが平均1.64という結果であった⁶⁾。（表19-US）

我が国では大引けの評価は低かったが、大引け前30分間の評価は4番目であり、前場、後場という区分よりも評価が高かった。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、大引け前という順で多く、W字型の分布をしていることはよく知られている⁷⁾。したがって、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、流動性に敏感な我が国のファンドマネージャーが単純に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も否定はできない。

表19-JP 執行時間帯の評価

項目	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 (%)	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%)

表19-US 執行時間帯の評価

項目	評価 平均値	最も好ましい	—	どちらでもない	—	最も好ましくない
		5 (%)	—	3 (%)	—	1 (%)
寄り付き	2.65	27.3%	—	24.0%	—	44.0%
9:31-10:00	3.69	44.0%	—	37.3%	—	12.0%
10:01-12:00	3.96	50.7%	—	38.7%	—	5.3%
12:01-15:30	3.62	37.3%	—	48.7%	—	8.0%
15:31-15:59	2.80	22.7%	—	38.0%	—	32.0%
引け	1.64	8.0%	—	14.0%	—	71.3%

出所：Economides & Schwartz(1995)より作成

我が国では寄り付きと後場寄りは板寄せ方式で取引が行われ、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が、引けの板寄せは取引が成立しない可能性が高い。こうした取引制度の違いがファンドマネージャーの意志決定にどの程度影響しているのかは興味深い問題である。しかし、アメリカでは寄り付き時にスペシャリストの関与するオークションが行われるにもかかわらず、ファンドマネージャーの評価は低いという結果が出ており、Economides & Schwartz(1995)はその原因として価格の不安定性を上げている。この点を考慮すると、やはり我が国のファンドマネージャーが流動性に惹かれて寄り付き時に注文を出しているという可能性は高いと考えられる。

また、終値がファンドのパフォーマンス評価に用いられるので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いわれるが、

アメリカの結果ではファンドマネージャーは引けや引け前30分間を好ましくないと考えていることが明らかになっており、Economides & Schwartz(1995)はその原因を執行可能性と価格の不安定性に求めている。我が国のファンドマネージャーが大引け前30分間の取引を評価するものやはり流動性が関係しているものと考えられる。

VI. 価格改善

1. 価格改善

取引費用の構成要素の中では、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次善項目の間にはトレードオフの関係が存在することも考えられる。

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または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行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っ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行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、価格改善が行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。

(1) 価格改善の試み

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どの程度の頻度で遅らせているのかを、1 (0%), 2 (1%から24%), 3 (25%から49%), 4 (50%から74%), 5 (75%から100%) の5つの選択肢から選んでもらった。

その結果、①25%から49%が29件 (33.3%)、②延ばさないが20件 (23.0%)、③1%から24%が12件 (13.8%)、④50%から74%が9件 (10.3%)、⑤75%から100%が1件 (1.2%)であった。25%から49%の注文の執行を遅らせているという回答が33.3%で最も多く、平均値では2.42、何らかの形で取引を遅らせているという回答の合計は58.6%であり、過半数のファンドマネージャーが価格改善を試みていることが明らかになった。(表20-JP/US)

アメリカでは同じ質問に対して、①25%から49%が41.3%、②50%から74%が35.3%、③75%から100%が10.7%、④1%から24%が9.3%、⑤延ばさないが2.0%、平均値では3.44であり、何らかの形で取引を遅らせているという回答の合計は96.6%にも達し、ほとんどのファンドマネージャーが価格改善を試みていると回答していた。(表20-JP/US)

この結果によれば、我が国のファンドマネージャーとアメリカのファンドマネージャーでは価格改善に対する取り組みの違いが明白であるが、これほどの大きな違いは我が国のファンドマネージメント・ビジネスの後進性ということだけでは説明できないであろう。価格改善という

表20-JP/US 価格改善を試みる頻度

回答者	頻度 平均値	0%	1%から24%	25%から49%	50%から74%	75%から100%
		1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)	5 (%)
日本	2.42	20 (23.0%)	12 (13.8%)	29 (33.3%)	9 (10.3%)	1 (1.2%)
アメリカ	3.44	3 (2.0%)	14 (9.3%)	62 (41.3%)	53 (35.3%)	16 (10.7%)

出所：Economides & Schwartz(1995)等より作成

概念がアメリカで一般化していることからわかるように、ニューヨーク証券取引所やNASDAQに注文を出す際にはニューヨーク証券取引所のスペシャリスト制やNASDAQのマーケットメーカー制という取引制度を前提としており、スペシャリストやマーケットメーカーといったディーラーが価格を改善する余地を持っていることを知っているからこそアメリカのファンドマネージャーは価格改善に熱心であるとも考えられる。他方、我が国では取引所取引はオークション形式で行われており、証券会社の自己売買部門が関与しない限り、価格改善は注文板の状況にかかっている。ただし、こうした制度的な違いがあるとはいえ、運用規模が大きく、競争が激しいといわれるアメリカのファンドマネジメント・ビジネスでは取引費用の軽減が我が国よりも重視されており、我が国のファンドマネジメント・ビジネスが価格改善をより重視する方向へ向かうであろうことは十分に考えられる⁸⁾。

(2) 価格改善の成果

次に、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を、買い気配よりも高い価格で売り注文を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、1 (0%), 2 (1%から24%), 3 (25%から49%), 4 (50%から74%), 5 (75%から100%) の5つの選択肢から選んでもらった。

全注文に関しては、①1%から24%が18件 (20.7%), ②0%が12件 (13.8%), ③25%から49%が7件 (8.1%), ④50%から74%が3件 (3.5%), ⑤75%から100%が1件 (1.2%), 平均値で2.10、注文の一部に関しては、①1%から24%が15件 (17.2%), ②0%が10件 (11.5%), ③25%から49%が8件 (9.2%), ④50%から74%が8件 (9.2%), ⑤75%から100%が2件 (2.3%), 平均値で2.47であり、全注文では33.5%、注文の一部では37.9%が何らかの形で価格改善を実現しているという回答を得た⁹⁾。(表21-JP)

この比率は回答総数に占める比率であり、58.6%が価格改善のために取引を遅らせ、このうち全注文では57.2%、注文の一部では64.7%が価格改善に成功していたと解釈できる。

2. 価格改善の程度と執行を延ばす頻度

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) で価格改善が行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、1時間、3時間、1日の3つの遅れに分けて質問してみた。なお、ここでは1株500円の株式を取引する際に、1

表21-JP 価格改善の成果

項目	頻度	0%	1%から24%	25%から49%	50%から74%	75%から100%
	平均値	1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)	5 (%)
全注文	2.10	12 (13.8%)	18 (20.7%)	7 (8.1%)	3 (3.5%)	1 (1.2%)
注文の一部	2.47	10 (11.5%)	15 (17.2%)	8 (9.2%)	8 (9.2%)	2 (2.3%)

円 (0.2%), 2円 (0.4%), 4円 (0.8%), 6円 (1.2%), 8円 (1.6%), 10円 (2.0%) という6つの値幅 (比率) で価格改善が行われるという想定のもとで、取引を遅らせる頻度を、1 (0%), 2 (1%から24%), 3 (25%から49%), 4 (50%から74%), 5 (75%から100%) の5つの選択肢から1時間、3時間、1日の3つの場合についてそれぞれ選んでもらった。

まず、1時間の遅れの場合には、①10円 (2.0%) で平均3.81, ②8円 (1.6%) で平均3.40, ③6円 (1.2%) で平均2.84, ④4円 (0.8%) で平均2.33, ⑤2円 (0.4%) で平均1.53, ⑥1円 (0.2%) で平均1.39であり、過半数のファンドマネージャーが何らかの形で取引を遅らせると答えたのは4円 (0.8%) 以上の価格改善が行われるという場合であった。(表22-JP-1)

次に、3時間の遅れの場合には、①10円 (2.0%) で平均3.36, ②8円 (1.6%) で平均2.81, ③6円 (1.2%) で平均2.22, ④4円 (0.8%) で平均1.82, ⑤2円 (0.4%) で平均1.31, ⑥1円 (0.2%) で平均1.28であり、過半数のファンドマネージャーが何らかの形で取引を遅らせると答えたのは8円 (1.6%) 以上の価格改善が行われるという場合であった。(表22-JP-2)

さらに、1日の遅れの場合には、①10円 (2.0%) で平均2.96, ②8円 (1.6%) で平均2.31, ③6円 (1.2%) で平均1.95, ④4円 (0.8%) で平均1.55, ⑤2円 (0.4%) で平均1.27, ⑥1円 (0.2%) で平均1.27であり、過半数のファンドマネージャーが何らかの形で取引を遅らせると答えたのは10円 (2.0%) 以上の価格改善が行われるという場合であった。(表22-JP-3)

これらの結果を比べると、同じ値幅 (比率) のもとでは取引を延ばす時間が短いほど、同じ時間のもとでは値幅 (比率) が大きいほど、価格改善を試みる頻度が高く、総合的な結果であったといえよう。

アメリカとヨーロッパでも同種の質問が行われたが、アメリカでは1株50ドルの株式で25セント (0.5%) の価格改善が行われる場合に、ヨーロッパでは1株5ポンドの株式で2.5ペンス (0.5%) の価格改善が行われる場合に、どの程度の頻度で取引をそれぞれ1時間・3時間・1日遅らせるかという結果のみが示されている。

アメリカでは1時間の場合、平均3.13で60.3%が何らかの形で価格改善を試み、3時間の場合は平均2.60で52.0%が価格改善を試みていた¹⁰⁾。他方、ヨーロッパでは1時間の場合、平均3.46で61.0%が何らかの形で価格改善を試み、3時間の場合は平均3.13で52.1%が価格改善を試み、1日の場合では平均2.51で42.4%が価格改善を試みていた。(表22-US/EU)

我が国の場合は2.5円 (0.5%) という値幅 (比率) を設定できなかったため、比較のために先の結果の2円 (0.4%) と4円 (0.8%) の値を用いて内挿して2.5円 (0.5%) の値を求めると、1時間の場合、平均1.73で33.1%が何らかの形で価格改善を試み、3時間の場合は平均1.44で15.9%が価格改善を試み、1日の場合では平均1.34で11.5%が価格改善を試みていたということになり、アメリカやヨーロッパに比べてかなり小さな結果であった。

また、何らかの形で価格改善を試みた比率では2円 (0.4%) と4円 (0.8%) の格差が大きかったため、内挿法の欠点を考慮して4円 (0.8%) の値を代用して比べてみても、1時間の場合、ヨーロッパでは平均値3.46 (価格改善

表22-JP-1 1株500円の株式で価格改善のために1時間延ばす頻度

項目	頻度 平均値	0%	1%-24%	25%-49%	50%-74%	75%-100%
		1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)	5 (%)
1円 (0.2%)	1.39	54 (62.1%)	6 (6.9%)	4 (4.6%)	0 (0.0%)	3 (3.5%)
2円 (0.4%)	1.53	46 (52.9%)	13 (14.9%)	6 (6.9%)	1 (1.2%)	2 (2.3%)
4円 (0.8%)	2.33	18 (20.7%)	24 (27.6%)	13 (14.9%)	9 (10.3%)	3 (3.5%)
6円 (1.2%)	2.84	10 (11.5%)	18 (20.7%)	22 (25.3%)	9 (10.3%)	9 (10.3%)
8円 (1.6%)	3.40	9 (10.3%)	4 (4.6%)	22 (25.3%)	15 (17.2%)	17 (19.5%)
10円 (2.0%)	3.81	10 (11.5%)	2 (2.3%)	10 (19.5%)	17 (35.6%)	31 (13.8%)

表22-JP-2 1株500円の株式で価格改善のために3時間延ばす頻度

項目	頻度 平均値	0%	1%-24%	25%-49%	50%-74%	75%-100%
		1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)	5 (%)
1円 (0.2%)	1.28	60 (69.0%)	1 (1.2%)	3 (3.5%)	0 (0.0%)	3 (3.5%)
2円 (0.4%)	1.31	58 (66.7%)	3 (3.5%)	3 (3.5%)	0 (0.0%)	3 (3.5%)
4円 (0.8%)	1.82	39 (44.8%)	12 (13.8%)	9 (10.3%)	3 (3.5%)	4 (4.6%)
6円 (1.2%)	2.22	28 (32.2%)	14 (16.1%)	16 (18.4%)	3 (3.5%)	7 (8.1%)
8円 (1.6%)	2.81	15 (17.2%)	17 (19.5%)	12 (13.8%)	14 (16.1%)	10 (11.5%)
10円 (2.0%)	3.36	12 (13.8%)	10 (12.6%)	11 (17.2%)	15 (25.3%)	22 (13.8%)

表22-JP-3 1株500円の株式で価格改善のために1日延ばす頻度

項目	頻度 平均値	0%	1%-24%	25%-49%	50%-74%	75%-100%
		1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)	5 (%)
1円 (0.2%)	1.27	60 (69.0%)	2 (2.3%)	2 (2.3%)	0 (0.0%)	3 (3.5%)
2円 (0.4%)	1.27	60 (69.0%)	2 (2.3%)	2 (2.3%)	0 (0.0%)	3 (3.5%)
4円 (0.8%)	1.55	48 (55.2%)	11 (12.6%)	2 (2.3%)	2 (2.3%)	4 (4.6%)
6円 (1.2%)	1.95	35 (40.2%)	14 (16.1%)	10 (11.5%)	2 (2.3%)	6 (6.9%)
8円 (1.6%)	2.31	27 (31.0%)	16 (18.4%)	8 (9.2%)	8 (9.2%)	8 (9.2%)
10円 (2.0%)	2.96	18 (20.7%)	13 (14.9%)	13 (14.9%)	8 (9.2%)	19 (21.8%)

表22-US/EU 0.5%の価格改善のために取引を延ばす頻度

項目	頻度 平均値	0%	1%-24%	25%-49%	50%-74%	75%-100%
		1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)	5 (%)
アメリカ 1時間	3.13	2 (16.0%)	13 (8.7%)	29 (19.3%)	22 (14.7%)	27 (18.0%)
アメリカ 3時間	2.60	35 (23.3%)	27 (18.0%)	17 (11.3%)	16 (10.7%)	18 (12.0%)
ヨーロッパ 1時間	3.46	8.5%	8.5%	18.6%	10.2%	23.7%
ヨーロッパ 3時間	3.13	17.4%	7.0%	15.6%	8.7%	20.9%
ヨーロッパ 1日	2.51	27.1%	13.6%	11.9%	0.0%	17.0%

注：各比率は比較のために、その他と未回答を各回答総数に含めて調整済み。

出所：Economides & Schwartz(1995), Schwartz & Steil(1996)より作成

を試みた比率61.0%)，アメリカで平均値3.13 (同60.7%)，我が国で平均値2.33 (同56.3%)，3時間の場合，ヨーロッパで平均値3.13 (同52.1%)，アメリカで平均値2.60 (同52.0%)，我が国で平均値1.82 (同32.2%)，1日の場合，ヨーロッパで平均値2.51 (同42.4%)，我が国で平均値1.55 (同21.8%)であり，我が国の値は小

さく，とりわけ3時間と1日の場合の格差が大きいことがわかる。

先に価格改善の試みでも述べたように，こうした著しい格差の背後には取引制度の違いが考えられ，ヨーロッパで代表的なロンドン証券取引所のSEAQとSEAQインターナショナルではNASDAQと同様なマーケットメーカー制を採用

しており、マーケットメーカーとの交渉を通じて価格改善をはかる余地が大きいことも考慮すべきであろう。

Ⅶ. 指値注文

1. 指値注文

取引を遅らせ、価格改善を行うには、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、1（0%）、2（1%から24%）、3（25%から49%）、4（50%から74%）、5（75%から100%）の5つの選択肢で質問した。その結果、①指値注文が平均4.15、②成り行き注文が平均2.55、③証券会社が仕切る（指値）注文が平均1.63、④クロス注文が平均1.15であ

り、72.4%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、成り行き注文の19.5%を大幅に上回っていた。（表23-JP）

アメリカでは同様の質問が指値注文、成り行き注文、Not Held Order、Percentage Orderの使用頻度として5段階評価で質問され、①指値注文が平均3.59、②Not Held Orderが平均3.56、③成り行き注文が平均3.26、④Percentage Orderが平均1.73であり、指値注文、Not Held Order、成り行き注文の平均値はそれほど違わず、過半数の使用頻度でも指値注文が52.0%、Not Held Orderが48.7%、成り行き注文が44.0%であった¹³⁾。（表23-US）

ヨーロッパでは同様の質問が指値注文、成り行き注文、Protected Tradeの使用頻度として5段階評価で質問され、①成り行き注文が平均3.42、②指値注文が平均3.37、③Protected

表23-JP 各注文の使用頻度

項目	頻度 平均値	0%	1% - 24%	25% - 49%	50% - 74%	75% - 100%
		1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)	5 (%)
指値注文	4.15	0 (0.0%)	3 (3.5%)	14 (16.1%)	31 (35.6%)	32 (36.8%)
成り行き注文	2.55	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	1.63	42 (48.3%)	24 (27.6%)	5 (5.8%)	3 (3.5%)	1 (1.2%)
クロス注文	1.15	62 (71.3%)	9 (10.3%)	1 (1.2%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)

表23-US 各注文の使用頻度

項目	頻度 平均値	0%	1% - 24%	25% - 49%	50% - 74%	75% - 100%
		1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)	5 (%)
指値注文	3.59	1.3%	14.7%	30.0%	29.3%	22.7%
Not Held Order	3.56	4.0%	14.0%	29.3%	22.0%	26.7%
成り行き注文	3.26	6.0%	24.0%	22.7%	26.7%	17.3%
Percentage Order	1.73	46.0%	32.7%	14.7%	2.7%	0.0%

出所：Economides & Schwartz(1995)より作成

表23-EU 各注文の使用頻度

項目	頻度 平均値	0%	1% - 24%	25% - 49%	50% - 74%	75% - 100%
		1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)	5 (%)
成り行き注文	3.42	3.4%	15.2%	25.4%	37.3%	11.9%
指値注文	3.37	0.0%	20.3%	32.2%	32.2%	11.9%
Protected Trade	2.53	11.9%	30.5%	33.9%	6.8%	3.4%

注：各比率は比較のために、その他と未回答を各回答総数に含めて調整済み。

出所：Schwartz & Steil(1996)より作成

Tradeが平均2.53であり、成り行き注文が指値注文を上回り、過半数の使用頻度でも指値注文が44.1%であるのに対して、成り行き注文は49.1%と指値注文を上回っていた¹²⁾。(表23-EU)マーケットメーカー制を採るロンドン市場ではマーケットメーカーに指値注文を出すことはできず、ブローカーが指値注文を受けて随時マーケットメーカーと取引を実行することになり、指値注文は一般的ではないといわれている。したがって、ここでの指値注文はロンドン以外で取引を執行する場合に用いられているとも考えられる。

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、取引費用の構成要素の項目でも我が国とアメリカ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。

1つの可能性としては、成り行き注文は1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る場合や発注後に反対の成り行き注文が入る可能性を考慮して、気配値よりも不利な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、もし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4つの分類ごとに、1 (0%), 2 (1%から24%), 3 (25%から49%), 4 (50%から74%), 5 (75%から100%)の5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4.38, ②株価指数先物・オプションが平均2.11, ③バスケット/プログラム取引が平均1.66, ④個別株オプションが平均1.08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

表24-JP 取引全体の中で使用する頻度

項目	頻度 平均値	0% 1%-24% 25%-49% 50%-74% 75%-100%				
		1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)	5 (%)
個別株式	4.38	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	2.11	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	1.66	48 (55.2%)	15 (17.2%)	7 (8.1%)	6 (6.9%)	1 (1.2%)
個別株オプション	1.08	65 (74.7%)	6 (6.9%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)

表24-US 取引全体の中で使用する頻度

項目	頻度 平均値	0% 1%-24% 25%-49% 50%-74% 75%-100%				
		1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)	5 (%)
株価指数先物・オプション	1.49	70.7%	12.7%	8.0%	2.7%	2.7%
バスケット/プログラム取引	1.38	69.3%	22.0%	3.3%	0.0%	2.0%

出所: Economides & Schwartz(1995)より作成

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ないことが確認された。(表24-JP)

アメリカではバスケット／プログラム取引と株価指数先物・オプションに関してのみ同様の質問が行われ、①株価指数先物・オプションが平均1.49、②バスケット／プログラム取引が平均1.38という結果であり、いずれの発注頻度も我が国よりも小さかった。(表24-US)

この結果は我が国のファンドマネージャーがアメリカのファンドマネージャーよりも取引の迅速さを好み、現物株取引を迅速に執行するためにより頻繁に株価指数先物・オプションを用いているという結果と整合的であったといえよう。

2. 指値注文の欠点

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44件 (50.6%)、いいえという回答は36件 (41.4%) であり、欠点があるという回答が過半数を占めた。(表25-JP)

表25-JP 指値注文の欠点(1)

項目	はい		いいえ	
	件数	(%)	件数	(%)
指値注文には欠点があると考えますか	44	(50.6%)	36	(41.4%)

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7つの中から最大欠点と第2欠点を1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30件 (73.2%)、②好ましい市場の動きに乗り遅れるかもしれないが3件 (7.3%)、③迅速な執行がなされないが3件 (7.3%)、④競争上不利を被るかもしれないが2件 (4.9%)、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2件 (4.9%)、⑥即座に取り消すことが難しいが1件 (2.4%)、⑦その他が0件 (0%)、第2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14件 (41.2%)、②迅速な執行がなされないが8件 (23.5%)、③執行されないリスクが7件 (20.6%)、④即座に取り消すことが難しいが3件 (8.8%)、⑤競争上不利を被るかもしれないが1件 (2.9%)、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1件 (2.9%)、⑦その他が0件 (0%) であった。(表26-JP/US)

アメリカでも同種の質問が行われているが、その他の代わりに機会費用という項目が含まれており、最大欠点としては、①執行されないリスクが55.7%、②好ましい市場の動きに乗り遅れるかもしれないが17.6%、③競争上不利を被るかもしれないが12.7%、④ディーラーに無料でオプションを与えることになるが8.5%、⑤即座に取り消すことが難しいが3.0%、⑥迅速な執行がなされないが1.8%、⑦機会費用が0.6%、第2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31.6%、②迅速な執行がなされないが18.9%、③競争上不利を被るかもしれないが16.1%、④執行されないリスクが13.7%、⑤ディーラーに無料でオプションを

表26-JP/US 指値注文の欠点(2)

項目	日本		アメリカ	
	最大欠点	第2欠点	最大欠点	第2欠点
	件数 (%)	件数 (%)	%	%
執行されないリスク	30 (73.2%)	7 (20.6%)	55.7%	13.7%
好ましい市場の動きに乗り遅れるかもしれない	3 (7.3%)	14 (41.2%)	17.6%	31.6%
迅速な執行がなされない	3 (7.3%)	8 (23.5%)	1.8%	18.9%
競争上不利を被るかもしれない	2 (4.9%)	1 (2.9%)	12.7%	16.1%
ディーラーに無料でオプションを与えることになる	2 (4.9%)	1 (2.9%)	8.5%	13.0%
即座に取り消すことが難しい	1 (2.4%)	3 (8.8%)	3.0%	11.4%
機会費用	—	—	0.6%	0.7%
その他	0 (0.0%)	0 (0.0%)	—	—

注：アメリカでは重複回答を含めているため、各回答総数に対する比率に換算した。

出所：Economides & Schwartz(1995)等より作成

与えることになるが13.0%，⑥即座に取り消すことが難しいが11.4%，⑦機会費用が0.7%であった。(表26-JP/US)

この結果によれば、我が国では7割以上が執行されないリスクを最大欠点とし、4割強が好ましい動きに乗り遅れるかもしれないを第2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1要因、機会損失が第2要因とされていたことと整合的であった。

また、アメリカでの結果と比べてみると、最大欠点・第2欠点とも第1要因と第2要因は同じであったが、アメリカでは第1要因の比率がいずれも我が国ほど高くなく、競争上不利を被るかもしれないという項目がどちらにおいても高い比率を占めていた。そして、アメリカでは迅速な執行がなされないを最大欠点とした比率が極端に低かったことも特徴であった。

3. ポートフォリオ・

マネージャーからの指示

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・アロケーター）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、1（0%）、2（1%から24%）、3（25%から49%）、4（50%から74%）、5（75%から100%）の5つの中から選んでもらった。回答結果は、①0%が21件（24.1%）、②1%から24%が15件（17.2%）、③75%から100%が12件（13.8%）、④50%から74%が11件（12.6%）、⑤25%から49%が6件（6.9%）、平均値が2.66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。(表27-JP)

しかし、50%以上の頻度で値幅を指定した注文を受けていると答えたのは26.4%にすぎず、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も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

表27-JP ポートフォリオ・マネージャーからの指示

項目	頻度	0%	1%-24%	25%-49%	50%-74%	75%-100%
	平均値	1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)	5 (%)
値幅を指定した注文の頻度	2.66	21 (24.1%)	15 (17.2%)	6 (6.9%)	11 (12.6%)	12 (13.8%)

て、その結果を指値注文の評価と比べるべきであった。

Ⅷ. 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、10万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、15分以内、16分から30分、31分から1時間、1時間よりも後の4つの場合について、1 (0%)、2 (1%から24%)、3 (25%から49%)、4 (50%から74%)、5 (75%から100%) の5つの選択肢で質問した。その結果、①15分以内が平均4.15、②16分から30分が平均3.33、③1時間よりも後が平均3.32、④31分から1時間が平

均3.00であり、15分以内が最も多かったが、1時間よりも後は31分から1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。(表28-JP)

次に、10万株以上の注文を出す場合、その注文が当該銘柄の1日平均売買高を超える頻度がどの程度であるのかを、1 (0%)、2 (1%から9%)、3 (10%から19%)、4 (20%以上) の4つの選択肢から選んでもらったところ、①0%が23件 (26.4%)、②1%から9%が17件 (19.5%)、③10%から19%が10件 (11.5%)、④20%以上が2件 (2.3%)、平均値で1.83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、3分の1のファンドマネージャーは1日の平均売買高を越える大きさの注文を発注していると答えていることは確かである。(表29-JP/US)

アメリカでは同じ質問が1万株 (100単位) 以上の注文を出す場合に対して行われ、①1%か

表28-JP 10万株以上の注文を出す際に執行通知が届く頻度

項目	頻度	0%	1%-24%	25%-49%	50%-74%	75%-100%
	平均値	1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)	5 (%)
15分以内	4.15	2 (2.3%)	4 (4.6%)	7 (8.1%)	11 (12.6%)	29 (33.3%)
16分から30分	3.33	3 (3.5%)	9 (10.3%)	7 (8.1%)	7 (8.1%)	10 (11.5%)
31分から1時間	3.00	4 (4.6%)	10 (11.5%)	2 (2.3%)	2 (2.3%)	8 (9.2%)
1時間よりも長く	3.32	4 (4.6%)	8 (9.2%)	2 (2.3%)	3 (3.5%)	11 (12.6%)

表29-JP/US 10万株(アメリカ1万株)以上の注文を出す際に1日平均売買高を超える頻度

回答者	頻度	0%	1%-9%	10%-19%	20%以上
	平均値	1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)
日本	1.83	23 (26.4%)	17 (19.5%)	10 (11.5%)	2 (2.3%)
アメリカ	2.91	5 (3.3%)	51 (34.0%)	33 (22.0%)	49 (32.7%)

出所：Economides & Schwartz(1995)等より作成

ら9%が34.0%, ②20%以上が32.7%, ③10%から19%が22.0%, ④0%が3.3%, 平均値が2.91であり, 9割近くが何らかの頻度で1日平均売買高よりも大きな注文を出しているという結果が得られている¹³⁾。(表29-JP/US)

これを我が国と比較してみると, アメリカでは我が国よりも大口注文が1日平均売買高を越える頻度が高く, 注文の執行がより困難であると考えられる。しかし, これは見方を変えたと, 我が国では低流動性銘柄への大口注文が少ないので, 結果的に大口注文が1日平均売買高を上回る頻度が低くなっているとも考えられる。後者の見方は意志決定に影響を及ぼす要因において市場全体に関わるニュースの位置づけがアメリカよりもかなり高かったこととも整合的であり, 我が国のファンドマネージャーの高流動性銘柄指向と関係しているとも考えられる。

さらに, 1日平均売買高の25%以上の大口注文を執行するに際して, 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かを, 大型

株(時価総額100億円以上)と小型株(時価総額100億円未満)に分けて, 1(1時間以内), 2(1時間から1日未満), 3(1日), 4(2日以上3日未満), 5(3日以上)の5つの中からそれぞれ1つずつ選んでもらった。その結果, 大型株では, ①1日が20件(23.0%), ②1時間から1日未満が14件(16.1%), ③2日以上3日未満が10件(11.5%), ④1時間以内が8件(9.2%), ⑤3日以上が4件(4.6%), 平均値で2.79, 小型株では, ①1日が17件(19.5%), ②2日以上3日未満が16件(18.4%), ③1時間から1日未満が12件(13.8%), ④3日以上が12件(13.8%), ⑤1時間以内が2件(2.3%), 平均値で3.41であった。この結果によれば, 大型株では1日以内が多く, 小型株では1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。(表30-JP)

アメリカでは同じ質問が時価総額1億ドル以上の大型株と時価総額1億ドル未満の小型株に

表30-JP 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

項目	頻度 平均値	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%)

表30-US 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

項目	頻度 平均値	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	3.21	7 (4.7%)	22 (14.7%)	43 (28.7%)	29 (19.3%)	16 (10.7%)
小型株	4.20	1 (0.7%)	5 (3.0%)	15 (10.0%)	40 (26.7%)	49 (32.7%)

出所: Economides & Schwartz(1995)より作成

表30-EU 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

項目	頻度 平均値	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	2.58	6.8%	32.2%	10.2%	3.4%	8.5%
小型株	3.67	1.7%	13.6%	10.2%	6.8%	23.7%

注: 各比率は比較のために, その他と未回答を各回答総数に含めて調整済み。

出所: Schwartz & Steil(1996)より作成

分けて実施され、大型株では、①1日が28.7%、②2日以上3日未満が19.3%、③1時間から1日未満が14.7%、④3日以上が10.7%、⑤1時間以内が4.7%、平均値で3.21、小型株では、①3日以上が32.7%、②2日以上3日未満が26.7%、③1日が10.0%、④1時間から1日未満が3.0%、⑤1時間以内が0.7%、平均値で4.20であり、大型株でも小型株でも執行猶予は我が国の場合よりもかなり長かった。(表30-US)

ヨーロッパではNMS(1日平均売買高の約2.5%)の10倍以上の規模の取引について、FTSE100構成銘柄を大型株、それ以外の銘柄を小型株として同種の質問が実施され、大型株では、①1時間から1日未満が32.2%、②1日が10.2%、③3日以上が8.5%、④1時間以内が6.8%、⑤2日以上3日未満が3.4%、平均値で2.58、小型株では、①3日以上が23.7%、②1時間から1日未満が13.6%、③1日が10.2%、④2日以上3日未満が6.8%、⑤1時間以内が1.7%、平均値で3.67であり、大型株の執行猶予は我が国の場合よりも短く、小型株の執行猶予は我が国の場合よりも長かった。(表30-EU)

2. 分割発注

(1) 頻度

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、10万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、1(0%)、2(1%から9%)、3(10%から19%)、4(20%以上)の4つから選択してもらったところ、①20%以上が39件(44.8%)、②0%が12件(13.8%)、③10%から19%が7件(8.1%)、④1%から9%が6件(6.9%)、平均値で3.14であり、20%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行っているという回答した者は6割近くに達していた。(表31)

アメリカでは同じ質問に対して、①20%以上が62.0%、②10%から19%が14.0%、③1%から9%が12.7%、④0%が5.3%、平均値で3.41であり、頻度が多いものほど比率が高く、何らかの形で分割発注を行っているという回答した者は9割近くにも達しており、我が国よりも大口注文を分割する頻度が高かった。(表31)

他方、ヨーロッパでは同じ質問に対して、①20%以上が39.0%、②1%から9%が22.0%、③10%から19%が10.2%、④0%が10.2%、平

表31 10万株以上の注文を分割して執行する頻度

回答者	頻度 平均値	0%	1% - 9%	10% - 19%	20% 以上
		1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)
日本	3.14	12 (13.8%)	6 (6.9%)	7 (8.1%)	39 (44.8%)
アメリカ	3.41	8 (5.3%)	19 (12.7%)	21 (14.0%)	93 (62.0%)
ヨーロッパ	2.96	10.2%	22.0%	10.2%	39.0%

注：各比率は比較のために、その他と未回答を各回答総数に含めて調整済み。
出所：Economides & Schwartz(1995)、Schwartz & Steil(1996)等より作成

均値で2.96であり、何らかの形で分割発注を行っているとは回答した者は7割強に達しており、我が国を上回っていたが、平均値では我が国よりも大口注文を分割する頻度が低かった。(表31)

(2) 執行に要する時間

次に、10万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、1時間以内、1時間から3時間、3時間から1日、1日よりも長くの4つの場合に分けて、その頻度を、1 (0%), 2 (1%から24%), 3 (25%から49%), 4 (50%から74%), 5 (75%から100) の5つの中からそれぞれ選んでもらった。その結果、①3時間から1日が平均3.34, ②1時間以内が平均3.03, ③1時間から3時間が平均2.94, ④1日よりも長くが平均2.65であり、3時間から1日で頻度が最も高く、1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1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。(表32-JP)

アメリカでも同じ質問が行われているが、結

果が紹介されているのは1日よりも長くという分類だけであり、平均値は3.67で我が国の2.65よりもかなり高く、何らかの頻度で分割執行を行うと答えた者は74.7%で我が国の32.3%の2倍以上であった。(表32-US/EU)

ヨーロッパでもFTSE100構成銘柄50万株以上を大口取引として同じ質問が行われたが、結果が紹介されているのは3時間から1日と1日よりも長くという分類だけであり、①3時間から1日が平均3.32, ②1日よりも長くが平均3.17であった。3時間から1日の平均値は我が国とほぼ同じであったが、何らかの頻度で分割執行を行うと答えた者は64.2%で我が国の48.3%を上回っており、1日よりも長くでは平均値で我が国よりもかなり高く、何らかの頻度で分割執行を行うと答えた者は54.9%で我が国の32.3%を大幅に上回っていた。ただし、ヨーロッパでの質問は50万株以上の注文を想定しており、我が国と直接比較する際には注意が必要である。しかし、ヨーロッパの結果をアメリカの結果と比較すると、平均値でも何らかの形で分割執行を行うと答えた者の比率でもアメリカを下回っていた。(表32-US/EU)

表32-JP 10万株以上の注文を分割執行する際に必要な時間

項目	頻度 平均値	頻度				
		0%	1%-24%	25%-49%	50%-74%	75%-100%
		1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)	5 (%)
1時間以内	3.03	4 (4.6%)	8 (9.2%)	10 (11.5%)	5 (5.8%)	6 (6.9%)
1時間から3時間	2.94	2 (2.3%)	12 (13.8%)	10 (11.5%)	8 (9.2%)	3 (3.5%)
3時間から1日	3.34	2 (2.3%)	12 (13.8%)	11 (12.6%)	7 (8.1%)	12 (13.8%)
1日よりも長く	2.65	9 (10.3%)	12 (13.8%)	6 (6.9%)	3 (3.5%)	7 (8.1%)

表32-US/EU 10万株(ヨーロッパ50万株)以上の注文を分割執行する際に必要な時間

項目	頻度 平均値	頻度				
		0%	1%-24%	25%-49%	50%-74%	75%-100%
		1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)	5 (%)
アメリカ 1日よりも長く	3.67	5 (3.3%)	15 (10.0%)	31 (20.7%)	29 (19.3%)	37 (24.7%)
ヨーロッパ 3時間から1日	3.32	2.4%	11.9%	21.4%	23.8%	7.1%
ヨーロッパ 1日よりも長く	3.17	16.7%	7.2%	16.7%	9.5%	21.5%

注：各比率は比較のために、その他と未回答を各回答総数に含めて調整済み。
出所：Economides & Schwartz(1995), Schwartz & Steil(1996)より作成

表33-JP 大口注文を複数のブローカーに分割発注する頻度

項目	頻度 平均値	0%	1%-4%	5%-9%	10%以上
		1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)
1日平均売買高の25%から49%の規模の注文	1.61	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	1.70	38 (43.7%)	4 (4.6%)	0 (0.0%)	11 (12.6%)

(3) 複数のブローカーへの分割発注

さらに、1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、1日平均売買高の25%から49%の規模の注文と1日平均売買高の50%以上の規模の注文に分けて、その頻度を、1(0%)、2(1%から4%)、3(5%から9%)、4(10%以上)の4つの中からそれぞれ選んでもらった。その結果、1日平均売買高の25%から49%の規模の注文では、①0ポイント45件(51.7%)、②3ポイント10件(11.5%)、③2ポイント2件(2.3%)、④1ポイント2件(2.3%)、平均値は1.61、1日平均売買高の50%以上の規模の注文では、①0ポイント38件(43.7%)、②3ポイント11件(12.6%)、③1ポイント4件(4.6%)、④2ポイント0件(0%)、平均値は1.70であり、複数のブローカーに分割発注するという回答の合計はそれぞれ16.1%と17.2%とそれほど大きくはなかった。(表33-JP)

この結果は匿名性の項目で注文の匿名性は重要だと考えられているが、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。

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行われている。

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1度実行されることはない1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、取引所で行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行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行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。

(1) ブローカーの自己売買

ここでは、仕切り取引を念頭に置いて、10万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、1(0%)、2(1%から24%)、3(25%から49%)、4(50%から74%)、5(75%から100%)の5つの中から選択してもらったところ、回答結果は、①1%から24%が29件(33.3%)、②

0%が16件 (18.4%), ③25%から49%が8件 (9.2%), ④50%から74%が5件 (5.8%), ⑤75%から100%が0件 (0%), 平均値で2.03であった。全く必要としていないという回答が18.4%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48.3%であり、全く必要としていないという回答の2倍以上であった。(表34-JP/US)

アメリカでは同じ質問が1万株以上の注文を出す場合について行われ、①1%から24%が53.3%, ②0%が20.7%, ③25%から49%が14.7%, ④50%から74%が3.3%, ⑤75%から100%が3.3%, 平均値で2.11であり、全く必要としていないという回答が20.7%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74.6%にも達し、全く必要としていないという回答を大幅に上回っていた。(表34-JP/US)

我が国の結果とアメリカの結果を比較すると、大口取引の定義が我が国では10万株、アメリカでは1万株であるにもかかわらず、平均値でも何らかの形でブローカーの自己売買を必要とする比率でもアメリカが我が国を上回っていたが、これはアメリカでの大口注文が1日平均売買高を超える頻度が高かったことやアメリカでの分割執行の頻度が高かったことと整合的であったといえよう。

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。

(2) ポートフォリオの入れ替え見送り

大口注文に限らず、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、1 (0%), 2 (1%から9%), 3 (10%から19%), 4 (20%以上) の4つの中から選択してもらったところ、回答結果は、①10%から19%が34件 (39.1%), ②20%以上が21件 (24.1%), ③1%から9%が13件 (14.9%), ④0%が8件 (9.2%), 平均値で2.89であり、ここでも見送ったことがないという回答が9.2%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78.2%にも達していた。(表35)

アメリカでは同じ質問に対して、①1%から9%が31.3%, ②0%が24.7%, ③10%から19%が16.0%, ④20%以上が4.0%, 平均値で1.99であり、見送ったことがないという回答24.7%に対して、何らかの形で見送ったという回答は51.3%であった。(表35)

ヨーロッパではロンドン市場に限定してFTSE100構成銘柄と非FTSE100銘柄に分けて同じ質問が行われ、FTSE100構成銘柄では、①0%が59.3%, ②1%から9%が22.0%, ③10%から19%が6.8%, ④20%以上が1.7%, 平均値で1.45、非FTSE100銘柄では、①0%が28.1%,

表34-JP/US 大口取引の執行にブローカーの自己売買を必要とする頻度

回答者	頻度 平均値	0%	1%から24%	25%から49%	50%から74%	75%から100%
		1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)	5 (%)
日本	2.03	16 (18.4%)	29 (33.3%)	8 (9.2%)	5 (5.8%)	0 (0.0%)
アメリカ	2.11	31 (20.7%)	80 (53.3%)	22 (14.7%)	5 (3.3%)	5 (3.3%)

注：大口取引の大きさは日本では10万株以上、アメリカでは1万株以上。

出所：Economides & Schwartz(1996)等より作成

表35 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

回答者	頻度 平均値	0%	1%-9%	10%-19%	20%以上
		1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)
日本	2.89	8 (9.2%)	13 (14.9%)	34 (39.1%)	21 (24.1%)
アメリカ	1.99	37 (24.7%)	47 (31.3%)	24 (16.0%)	6 (4.0%)
ヨーロッパ FTSE100構成銘柄	1.45	59.3%	22.0%	6.8%	1.7%
ヨーロッパ 非FTSE100銘柄	2.25	28.1%	24.3%	24.3%	13.1%

注：各比率は比較のために、その他と未回答を各回答総数に含めて調整済み。

出所：Economides & Schwartz(1995), Schwartz & Steil(1996)等より作成

②1%から9%が24.3%，②10%から19%が24.3%，④20%以上が13.1%，平均値で2.25であり、FTSE100構成銘柄では見送ったことがないという回答59.3%に対して、何らかの形で見送ったという回答は30.5%，その他の銘柄では見送ったことがないという回答28.1%に対して、何らかの形で見送ったという回答は61.7%であった。(表35)

これらの結果を比較すると、平均値でも、見送ったことがないという回答に対する何らかの形で見送ったという回答の比率でも、我が国、非FTSE100銘柄、アメリカ、FTSE100構成銘柄の順で流動性が低いためにポートフォリオの入れ替えを見送ったという回答が多く、我が国で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ってもかまわないはずである。

IX. 新たな取引システム

1. 利用実績と評価

大口取引の執行は従来の我が国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ことはすでに見た通りであるが、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大口取引の執行を容易にする試みの一つである。今回のアンケート調査では私設取引システム(PTS)を含めた新たな取引システムについても質問を行った。

(1) 利用実績

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国際ナショナル、インスティネット等のPTS、ブローカーとの相対取引の9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26件(29.9%)、②東証バスケット市場が8件(9.2%)、③東証大口市場が6件(6.9%)、④大証大口市場が3件(3.5%)、⑤SEAQ国際ナショナルが2件(2.3%)、⑥PTSが2件(2.3%)、⑦名証大口市場が1件(1.2%)、⑧大証バスケット市場が0件(0%)、⑨名証バスケット市場が0件(0%)であった。(表36-JP)

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の利用が多かった。大口市場では東証の6件に対して大証が3件、名証が1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8件に対して大証と名

証は0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。

アメリカでは、ニューヨーク証券取引所のクロッシング・セッション1 (大口市場)、ニューヨーク証券取引所のクロッシング・セッション2 (バスケット市場)、インスティネット・クロッシング・セッション、POSIT、アリゾナ証券取引所 (AZX)、インスティネット・コンティヌアス・マーケットの6つの取引制度の利用実績が、上場銘柄と店頭銘柄に分けて、1 (0%), 2 (1%から9%), 3 (10%から19%), 4 (20%から29%), 5 (30%以上) の5つの中から選択されている。その結果、上場銘柄では、①インスティネット・コンティヌアスが平均1.76 (何らかの頻度で利用した比率43.4%), ②POSIT

が平均1.66 (利用率36.0%), ③インスティネット・クロッシングが平均1.58 (利用率32.7%), ④AZXが平均1.26 (利用率16.6%), ⑤NYSE大口市場が平均1.16 (利用率9.4%), ⑥NYSEバスケット市場が平均1.05 (利用率4.7%), 店頭銘柄では、①インスティネット・コンティヌアスが平均2.18 (利用率46.7%), ②インスティネット・クロッシングが平均1.68 (33.4%), ③POSITが平均1.59 (32.0%), ④AZXが平均1.26 (15.3%) であった。上場銘柄ではインスティネット・コンティヌアス、POSIT、インスティネット・クロッシングといったPTSに比べてAZXとニューヨーク証券取引所のクロッシング・セッションの利用が少なく、店頭銘柄でも上場銘柄とほぼ同じような利用率であったが、インスティネット・コンティヌアスの

表36-JP 新取引制度の利用実績と関心

項目	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取引	26 (29.9%)	47 (54.0%)	45 (51.7%)	18 (20.7%)

表36-US 新取引制度の利用頻度

項目	頻度 平均値	0%		1% - 9%		10% - 19%		20% - 29%		30%以上	
		1 (%)	2 (%)	3 (%)	4 (%)	5 (%)					
NYSE Session 1 (大口市場)	1.16	86.7%	6.7%	0.7%	0.7%	1.3%					
上 NYSE Session 2 (バスケット市場)	1.05	90.0%	4.7%	0.0%	0.0%	0.0%					
場 Instinet Crossing Session	1.58	63.3%	22.7%	2.7%	2.0%	5.3%					
銘 POSIT	1.66	60.0%	22.7%	4.7%	3.3%	5.3%					
柄 AZX	1.26	78.7%	13.3%	0.0%	1.3%	2.0%					
Instinet Continuous Market	1.76	52.7%	28.0%	4.7%	6.7%	4.0%					
店 Instinet Crossing Session	1.68	62.7%	16.7%	6.7%	4.7%	5.3%					
頭 POSIT	1.59	62.7%	20.7%	3.3%	3.3%	4.7%					
銘 AZX	1.26	78.0%	12.0%	0.0%	1.3%	2.0%					
柄 Instinet Continuous Market	2.18	49.7%	14.7%	11.3%	6.0%	14.7%					

出所: Economides & Schwartz(1995)より作成

利用頻度が30%以上と回答した者の比率が14.7%と非常に大きかったことが特徴になっている。(表36-US)

このようにアメリカではファンドマネージャーによる新取引制度の利用比率が我が国と比べて格段に高く、我が国でも今後は従来とは異なる取引制度のもとでの取引が拡大することが予想される。

(2) 関心

東京・大阪・名古屋の各証券取引所で昨年11月以降に導入された新市場はまだ開設後間もなく、また本年12月に予定されている取引所集中原則の廃止が実施されるまではSEAQインターナショナルやPTS、ブローカーとの相対取引は国内では禁止されているので、利用実績は高いとはいえない。

そこで、取引所集中原則の廃止をにらんで、こうした市場の利用に関心があるかどうかを同様に尋ねてみた。その結果、関心があると答えたのは、①ブローカーとの相対取引で45件(51.7%)、②東証バスケット市場で40件(46.0%)、③東証大口市場で34件(39.1%)、④PTSで32件(36.8%)、⑤SEAQインターナショナルで28件(32.2%)、⑥大証バスケット市場で26件(29.9%)、⑦大証大口市場で23件(26.4%)、⑧名証バスケ

ット市場で13件(14.9%)、⑨名証大口市場で12件(13.8%)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ながら上回っていた。(表36-JP)

(3) 評価

さらに、これらの取引制度を実際に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5段階評価をしてもらったところ、①PTSが平均3.50、②東証バスケット市場が平均3.25、③大証大口市場が平均3.00、④SEAQインターナショナルが3ポイント1件、⑤ブローカーとの相対取引が平均2.65、⑥東証大口市場が平均2.40、⑦名証大口市場が2ポイント1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。(表37-JP)

アメリカでは同じ質問が、1(満足していない)、2(どちらでもない)、3(満足)の3段階評価で行われ、①インスティテット・コンティヌアスが平均2.70、②インスティテット・ク

表37-JP 新取引制度の利用者による評価

項目	満足度 平均値	非常に満足		かなり満足		満足		少し満足		満足していない	
		5 (%)	4 (%)	3 (%)	2 (%)	1 (%)	0 (%)				
東証大口市場	2.40	0 (0.0%)	1 (16.7%)	1 (16.7%)	2 (33.3%)	1 (16.7%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)		
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%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	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%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	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%)	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%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	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%)	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%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)		
PTS	3.50	0 (0.0%)	1 (50.0%)	1 (50.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)		
ブローカーとの相対取引	2.65	0 (0.0%)	2 (7.7%)	13 (50.0%)	6 (23.1%)	2 (7.7%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)		

表37-US 新取引制度の利用者による評価

項目	頻度 平均値	満足		満足していない	
		3 (%)	2 (%)	1 (%)	1 (%)
NYSE Session 1 (大口市場)	1.80	4 (26.7%)	4 (26.7%)	7 (46.7%)	
NYSE Session 2 (バスケット市場)	1.63	1 (12.5%)	3 (37.5%)	4 (50.0%)	
Instinet Crossing Session	2.26	27 (54.0%)	9 (18.0%)	14 (28.0%)	
POSIT	2.16	24 (43.6%)	16 (29.1%)	15 (27.3%)	
AZX	1.83	7 (29.2%)	6 (25.0%)	11 (45.8%)	
Instinet Continuous Market	2.70	56 (78.9%)	9 (12.7%)	6 (8.5%)	

出所：Economides & Schwartz(1995)より作成

ロッシングが平均2.26, ③POSITが平均2.16, ③AZXが1.83, ⑤NYSE大口市場が平均1.80, ⑥NYSEバスケット市場が平均1.63と利用実績とほぼ同じ評価が下されていた。(表37-US)

2. 利点と利用促進要因

(1) 利点

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は従来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。

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7項目についてどの程度重要であるかと考えるかを、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5段階評価で質問したところ、①流動性が平均4.34, ②マーケット・インパクトが平均4.09, ③取引費用が平均3.81, ④気配値スプレッドが平均3.72, ⑤匿名性が平均3.60, ⑥交渉できる点が平均3.48, ⑦その他が0件であった。(表38-JP)

アメリカでは同じ7項目について、1 (全く重要でない)、2 (それほど重要でない)、3 (どちらでもない)、4 (重要)、5 (非常に重要)の5段階評価で質問が行われたが、重要と答えた件数と比率のみが紹介されており、①マーケット・インパクトが47.3%, ①気配値スプレッドが47.3%, ③流動性が40.7%, ④取引費用が39.3%, ⑤匿名性が38.0%, ⑥交渉できる点が32.7%, ⑦その他が8.7%であった。(表38-US/JP)

表38-JP 新取引制度の利点

項目	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 (%)	1 (%)				
流動性	4.34	41 (47.2%)	21 (24.2%)	12 (13.8%)	0 (0.0%)	1 (1.2%)					
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%)					
取引費用	3.81	25 (28.7%)	19 (21.8%)	27 (31.0%)	3 (3.5%)	2 (2.3%)					
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%)					
匿名性	3.60	22 (25.3%)	17 (19.5%)	25 (28.7%)	6 (6.9%)	5 (5.8%)					
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%)					

表38-US/JP 新取引制度の利点

項目	アメリカ		日本	
	件数	(%)	件数	(%)
流動性	61	(40.7%)	74	(85.1%)
マーケット・インパクト	71	(47.3%)	70	(80.5%)
取引費用	59	(39.3%)	71	(81.6%)
気配値スプレッド	71	(47.3%)	66	(75.9%)
匿名性	57	(38.0%)	64	(73.6%)
交渉できる点	49	(32.7%)	64	(73.6%)
その他	13	(8.7%)	0	(0.0%)

注：日本の値は表38-JPの3, 4, 5の合計。

出所：Economides & Schwartz(1995)等より作成

アメリカの結果は5（非常に重要）か、4（重要）と5（非常に重要）の合計かのどちらかと考えられるので、対応する我が国の値とそれぞれ比較してみよう。まず、アメリカの結果を表38-JPにおける我が国の5（非常に重要）と比較すると、流動性を除いてアメリカでの評価が高く、いずれも10%以上の格差があり、気配値スプレッドにおける格差は28.9%、交渉できる点における格差は18.9%にも達していた。他方、アメリカの結果を表33-JPにおける我が国の3（重要）、4（かなり重要）、5（非常に重要）の合計と比較すると、アメリカでの評価はかなり低くなってしまふ。（表38-US/JP）

アメリカでの評価がどちらを表しているにしても、重要と考える順位を比較すると、いずれの場合でも、我が国では流動性の評価が相対的に高く、アメリカでは気配値スプレッドの評価が相対的に高いことがわかる。そして、こうした特徴はすでに見たようにアメリカでは価格改善への取り組みが重視され、我が国では市場全体に関わるニュースや迅速な執行が重視されていたことと整合的であるといえよう。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の、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。

さらに、我が国だけでなく、アメリカでも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。

（2）利用促進要因

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5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、はいという回答は、①執行可能性の向上で58件（66.7%）、②取引時間の拡大で40件（46.0%）、③取引制度をより理解できれば34件（39.1%）、④ソフトダラー・サービスの低下で16件（18.4%）、⑤その他で1件（1.2%）であり、いいえという回答は、①取引時間の拡大で24件（27.6%）、②ソフトダラー・サービスの低下で20件（23.0%）、③取引制度をより理解できれば15件（17.2%）、④執行可能性の向上で6件（6.9%）、⑤その他で1件（1.2%）であった。（表39-JP/US）

アメリカでも同じ質問が行われているが、は

表39-JP/US 新取引制度の利用促進要因

項目	利用を増やしますか？		アメリカ	
	はい (%)	いいえ (%)	はい (%)	いいえ (%)
執行可能性の向上	58 (66.7%)	6 (6.9%)	82 (54.7%)	70 (44.3%)
取引時間の拡大	40 (46.0%)	24 (27.6%)	47 (31.3%)	101 (64.7%)
取引制度をより理解できれば	34 (39.1%)	15 (17.2%)	30 (20.0%)	120 (77.0%)
ソフトダラー・サービスの低下	16 (18.4%)	20 (23.0%)	53 (35.3%)	91 (58.7%)
その他	1 (1.2%)	1 (1.2%)	7 (4.7%)	141 (90.3%)

出所：Economides & Schwartz(1995)等より作成

いという回答結果のみが紹介されており、①執行可能性の向上で54.7%、②ソフトダラー・サービスの低下で35.3%、③取引時間の拡大で31.3%、④取引制度をより理解できれば20.0%、⑤その他で4.7%という結果であった。(表39-JP/US)

これらの結果を比較すると、アメリカではソフトダラー・サービスの低下が2番目に上げられ、我が国での比率を大きく上回っていたが、逆に執行可能性の向上、取引時間の拡大、取引制度をより理解できればの3項目では我が国の比率がアメリカの比率を大幅に上回っていた。ソフトダラー・サービスの低下でアメリカが我が国を大きく上回っていたのは、ソフトダラー・サービスがアメリカではかなり普及しているのに対して、我が国ではそれほど普及しておらず、ファンドマネージャーを取り巻く状況の違いが両国での回答結果の差となって現れていると考えられる。他方、執行可能性の向上、取引時間の拡大、取引制度をより理解できればの3項目で我が国がアメリカを大幅に上回っているのは、新取引制度に対する我が国のファンドマネージャーのやや過剰な期待の現れであるとも考えられる。というのも新取引制度の利用実績と関心についての質問で見た通り、我が国の利用実績はアメリカに比べてかなり低いにも関わらず、関心は非常に高いという結果が得られており、ここで利用を増やすと答えている回答者の多く

は実際には新取引制度をまだ利用したことがないと考えられるからである。

また、アメリカでも我が国でも、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、執行可能性は取引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考えられる。

3. PTS

我が国の国内には今のところPTSは存在しないが、新外為法の施行や取引所集中原則の廃止に伴い、海外のPTSに取引が流出したり、国内にPTSが誕生することは十分に考えられる。本年12月の取引所集中原則の廃止と同時に、PTSの導入を認可することが金融システム改革法でもすでに決定されている。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PTSを取り扱っているが、アメリカにおけるPTSの興隆に鑑み、PTSに関わる4つの質問を追加的に行った。

(1) メリットとデメリット

まず、第1の質問はPTS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。この質問に対する回答は、メリットがデメリットを上回るという回答が52件 (59.8%)、メリットがデメリット

を下回るという回答が11件（12.6%）であり、圧倒的にPTSに対する支持が高かった。（表40-JP/US）

アメリカでも同じ質問が行われ、メリットがデメリットを上回るといふ回答が67.3%、メリットがデメリットを下回るといふ回答が16.0%であり、やはりPTSに対する支持が高かった。（表40-JP/US）

表40-JP/US PTSのメリットはデメリットを上回るか下回るか

回答者	上回る		下回る	
	件数	(%)	件数	(%)
日本	52	(59.8%)	11	(12.6%)
アメリカ	101	(67.3%)	24	(16.0%)

出所：Economides & Schwartz(1995)等より作成

この結果を比較すると、我が国ではメリットがデメリットを上回るといふ回答の比率でアメリカを下回り、メリットがデメリットを下回るといふ回答の比率でもアメリカを下回っていたわけだが、新取引制度の利用実績で見た通り、これまで我が国のファンドマネージャーはほとんど実際にはPTSを利用したことがないわけであるから、どちらともいえない、あるいはわからないという比率が多いのは仕方のないことであり、ほぼアメリカと同じ評価が下されているとみても間違いはないだろう。

ただし、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PTS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。とはいえ、世界の趨勢から見て今後も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PTSは魅力的だということには違いなく、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。日本版ピツ

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PTS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といえよう。

(2) 予想シェア

第2の質問は2000年までにPTS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、1（0%）、2（0.1%から0.9%）、3（1%から4%）、4（5%から9%）、5（10%から24%）、6（25%から49%）、7（50%以上）という7つの選択肢を用意した。ここで用いた2000年という期限は同種の質問が行われたヨーロッパで用いられた設定と同じであるが、我が国では株式委託売買手数料が完全自由化されている時点であるということも付け加えておこう。

回答結果は、①10%から24%が21件（24.1%）、②25%から49%が10件（11.5%）、③5%から9%が9件（10.3%）、④1%から4%が5件（5.8%）、⑤50%以上が2件（2.3%）、⑥0%が2件（2.3%）、⑦0.1%から0.9%が1件（1.2%）、平均値で4.68であり、この結果を累積すると、10%から49%は31件（35.6%）、5%から49%は40件（45.9%）、1%から49%では45件（51.7%）と過半数に達していた。（表41-JP/EU）

SEC（1997）によればアメリカでのPTSの取引規模はニューヨーク証券取引所上場銘柄の4%、NASDAQ銘柄の20%ということであるから、PTS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。

ヨーロッパでは0.1%から0.9%という区分を除いた6つの選択肢を用いて同じ質問が行われ、

表41-JP/EU 新取引制度の予想シェア

項目	2000年まで		2010年まで		EU:2000年
	件数	(%)	件数	(%)	%
1 (0%)	2	(2.3%)	0	(0.0%)	1.7%
2 (0.1%から0.9%)	1	(1.2%)	0	(0.0%)	-
3 (1%から4%)	5	(5.8%)	1	(1.2%)	1.7%
4 (5%から9%)	9	(10.3%)	5	(5.8%)	22.1%
5 (10%から24%)	21	(24.1%)	17	(19.5%)	27.2%
6 (25%から49%)	10	(11.5%)	13	(14.9%)	18.7%
7 (50%以上)	2	(2.3%)	14	(16.1%)	10.2%
予想シェア平均値	4.68		5.68		5.10

注：各比率は比較のために、その他と未回答を各回答総数に含めて調整済み。
出所：Schwartz & Steil(1996)等より作成

①10%から24%が27.2%，②5%から9%が22.1%，③25%から49%が18.7%，④50%以上が10.2%，⑤1%から4%が1.7%，⑥0%が1.7%，平均値で5.10であり，累積すると，5%から24%は49.3%，5%から49%は68.0%，5%以上では78.2%という我が国を上回る予想が行われていた。(表41-JP/EU)

第3の質問は第2の質問の期限を2010年まで延長したものであるが，回答結果は，①10%から24%が17件(19.5%)，②50%以上が14件(16.1%)，③25%から49%が13件(14.9%)，④5%から9%が5件(5.8%)，⑤1%から4%が1件(1.2%)，⑥0.1%から0.9%が0件(0%)，⑦0%が0件(0%)，平均値が5.68であった。(表41-JP/EU)

この結果を累積して先の結果と比べてみると，10%から49%では30件(34.4%)，5%から49%では35件(40.2%)，1%から49%では36件(41.4%)といずれも減少していたが，25%以上は27件(31.0%)，10%以上は44件(50.5%)と過半数に達しており，25%以上を予想した者，とりわけ50%以上を予想した者が増加していたことがわかる。

(3) 利点

第4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11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5段階評価で質問した。回答結果は，①取引費用が平均4.00，②執行の迅速性が平均3.46，③スプレッド・コストが平均3.24，④匿名性が平均3.20，⑤取引前の気配値の透明性が平均3.14，⑥マーケット・インパクトが平均3.11，⑦執行比率が平均3.06，⑧流動性が平均3.05，⑨交渉できる点が平均2.95，⑩投資家保護が平均2.75，⑪その他が0件であった。(表42-JP)

この結果によると，先の質問(表38-JP)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4.34)とマーケット・インパクト(②平均4.09)の順位はそれぞれ8番目(平均3.05)と6番目(平均3.11)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ていたことがわかる。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で回答されたのは、①取引費用、②執行の迅速性、③スプレッド・コスト、④匿名性、⑤取引前の気配値の透明性であったが、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③平均3.81、気配値スプレッドが④平均3.72、匿名性が⑤平

均3.60であったのと大きな違いはなかった。

また、この質問で⑨交渉できる点と⑩投資家保護の評価が相対的に低かったが、投資家保護が2.75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。

ヨーロッパではその他の代わりに取引後の気配値の透明性という項目を用いて同種の質問が行われた。ただし、5段階評価は1（非常に悪い）、2（悪い）、3（かわらない）、4（良い）、5（非常に良い）で行われ、①取引費用が平均3.93、②匿名性が平均3.83、③スプレッド・コ

表42-JP PTSの利点

項目	優位度 平均値	非常に良い		かなり良い		良い		少し良い		良くない	
		5 (%)	4 (%)	3 (%)	2 (%)	1 (%)					
取引費用	4.00	14 (16.1%)	16 (18.4%)	14 (16.1%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)					
執行の迅速性	3.46	10 (11.5%)	7 (8.1%)	12 (13.8%)	6 (6.9%)	2 (2.3%)					
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%)					
匿名性	3.20	5 (5.8%)	10 (11.5%)	16 (18.4%)	6 (6.9%)	3 (3.5%)					
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%)					
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%)					
執行比率	3.06	2 (2.3%)	11 (12.6%)	12 (13.8%)	5 (5.8%)	4 (4.6%)					
流動性	3.05	3 (3.5%)	11 (12.6%)	16 (18.4%)	5 (5.8%)	5 (5.8%)					
交渉できる点	2.95	4 (4.6%)	5 (5.8%)	18 (20.7%)	7 (8.1%)	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%)					

表42-EU PTSの利点

項目	優位度 平均値	非常に良い		良い		かわらない		悪い		非常に悪い	
		5 (%)	4 (%)	3 (%)	2 (%)	1 (%)					
取引費用	3.93	15.2%	37.2%	16.9%	1.7%	0.0%					
執行の迅速性	2.78	1.7%	15.3%	23.7%	23.7%	5.1%					
スプレッド・コスト	3.62	5.1%	37.3%	17.0%	6.8%	0.0%					
匿名性	3.83	17.0%	22.0%	28.8%	0.0%	0.0%					
取引前の気配値の透明性	3.05	3.4%	17.0%	33.9%	10.2%	5.1%					
マーケット・インパクト	3.29	5.1%	18.6%	37.3%	8.5%	0.0%					
執行比率	3.18	3.4%	25.5%	17.0%	17.0%	1.7%					
流動性	2.64	0.0%	15.2%	23.7%	23.7%	8.5%					
交渉できる点	3.10	6.8%	17.0%	27.1%	13.6%	5.1%					
投資家保護	3.08	3.4%	8.5%	44.1%	10.2%	0.0%					
取引後の気配値の透明性	3.02	1.7%	15.3%	39.0%	10.2%	3.4%					

注：各比率は比較のために、その他と未回答を各回答総数に含めて調整済み。

出所：Schwartz & Steil(1996)より作成

ストが平均3.62, ④マーケット・インパクトが平均3.29, ⑤執行比率が平均3.18, ⑥交渉できる点が平均3.10, ⑦投資家保護が平均3.08, ⑧取引前の気配値の透明性が平均3.05, ⑨取引後の気配値の透明性が平均3.02, ⑩執行の迅速性が平均2.78, ⑪流動性が平均2.64という結果であった。(表42-EU)

ヨーロッパの結果を我が国の結果と比較すると、執行の迅速性と流動性の評価がかなり低いことがわかる。PTSでの売買高はアメリカでも上場銘柄ではニューヨーク証券取引所の4%にすぎないのであるから、こうした評価は妥当と考えられ、逆に我が国でのPTSの評価が執行の迅速性や流動性を重視しているという点が奇異に感じられよう。これまでの質問でも我が国のファンドマネージャーがアメリカやヨーロッパのファンドマネージャーに比べて流動性を非常に重視していることが明らかになったが、ここでのPTSの評価では実際のPTSの評価というよりも我が国のファンドマネージャーの望ましいPTSに対する願望を表しているようにも思える。

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っ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っており、展望するのは難しいが、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ことが示されたことは確かである。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積極的に奨励すべきであると考えられる。

X. まとめ

最後に、今回のアンケート調査で明らかになった我が国の機関投資家による株式取引の現状を要約しておこう。

まず、意志決定に影響する要因に関しては、個別銘柄のファンダメンタルズ、利益を追求するため、市場全体に関わるニュースといった要因の影響を強く受け、市場全体に関わるニュースの位置づけがアメリカやヨーロッパよりも重視されていることが特徴となっている。また、内部調査の位置づけがアメリカやヨーロッパに比べて低く、外部調査よりも重視されていないという点は内部調査を行う体制が十分に整備されていないことの現れであると考えられる。

取引費用に関しては、ヨーロッパよりも運用パフォーマンスに及ぼす影響が意識されており、取引費用を軽減する努力という点でもヨーロッパよりも意識的に行われているようであるが、アメリカほどではないようである。そして、取引費用の構成要素としては、取引の遅れに伴う機会損失、マーケット・インパクト、気配値スプレッド、委託売買手数料という順で重視されており、ほぼアメリカと同じであったが、匿名性についてはアメリカやヨーロッパほど重視されてはいなかった。

発注業者の選択に影響する要因としては、優れた調査能力が最も重視され、執行能力はその次で、会社の方針や匿名性はそれほど重視されてはいなかった。

迅速な執行に関しては、この概念が具体的に

表す時間感覚では、1分以内、10分以内という順で意識されており、ヨーロッパよりもわずかに、アメリカよりはかなり性急であるようであった。そして、迅速に取引を執行するのは売り注文の方がやや多いようであった。また、取引を迅速に執行したいと考える要因としては、価格変動リスクという回答が圧倒的に多く、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アメリカ以上に重視されていた。さらに、取引を迅速に執行するための株価指数先物・オプションの利用についてもアメリカを上回り、迅速に取引を執行する意識が強かった。

執行時間帯に関しては、寄り付き、後場寄り、寄り付きから30分間、大引け前30分間という順で評価が高く、前引けと大引けの評価は低かった。しかし、アメリカでは寄り付き、引け前30分間、引けの評価は低く、我が国のファンドマネージャーの評価は単に流動性が高く、取引を執行できる可能性の高い時間帯を選んだ結果によるのかもしれない。

価格改善に関しては、価格改善を試みる頻度はアメリカよりも低く、58.6%が何らかの頻度で価格改善を試み、このうち全注文では57.2%、注文の一部では64.7%が価格改善を実現していた。また、具体的に価格改善を実現するために、1時間・3時間・1日の場合でどの程度の頻度で取引を遅らせるかという質問ではヨーロッパやアメリカに比べて頻度が低く、それほど忍耐強くはないことが明らかになった。

指値注文に関しては、利用頻度で成り行き注文を大幅に上回り、アメリカやヨーロッパとは異なっていたが、これはそれぞれの取引制度に基づく違いによるところが大きいと考えられる。

そして、指値注文の欠点については、アメリカと同様、執行されないリスクを最大欠点とした者が多く、第2欠点としては好ましい動きに乗り遅れるが多かった。

大口注文に関しては、1日平均売買高を超える頻度は我が国よりもアメリカで高く、ポートフォリオ・マネージャーが執行に与える猶予ではアメリカの小型株、ヨーロッパの小型株、我が国の小型株、アメリカの大型株、我が国の大型株、ヨーロッパの大型株という順で長かった。そして、大口注文の分割発注の頻度についてはアメリカ、我が国、ヨーロッパという順で多かった。また、大口取引の執行にブローカーの自己売買を必要とする度合いは我が国よりもアメリカで高かったが、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我が国、ヨーロッパの非FTSE100銘柄、アメリカ、ヨーロッパのFTSE100構成銘柄という順で高く、我が国で流動性を高める必要があることが明らかになった。

伝統的な取引所取引とは異なる新取引制度に関しては、我が国ではブローカーとの相対取引の利用実績が高く、次いで東証バスケット市場、東証大口市場という順であったが、アメリカに比べると少なく、評価については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が低かった。しかし、こうした取引制度に関する関心は格段に高く、流動性とマーケット・インパクトがこれらの制度の利点と考えられていた。他方、PTSに関しては我が国でもヨーロッパと同様に評価が高く、2000年と2010年の予想シェアでもアメリカの現状を上回る数字が示されており、利点としては取引費用や執行の迅速性が評価されていた。

今回のアンケート調査ではアメリカやヨーロ

ツパに比べると流動性をかなり重視した我が国のファンドマネージャーの現状が明らかになったが、これは従来の取引制度における欠点の反映とも考えられる。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っ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る。内部調査体制の充実や忍耐強い注文執行姿勢の強化など、機関投資家の側にもまだまだ改善すべき点はいくつもあると思われるが、好むと好まざるとに関わらず、こうした株式市場の機関化に即した体制の整備が望まれる。今回のアンケート調査がそうした準備作業に資することができれば幸いであり、ご協力いただいた関係者各位に改めて感謝の意を表したい。

注

- 1) ヨーロッパでは回答者のオフィスの所在地を国別に質問しており、イギリスが32社 (54.2%)、フランスが8社 (13.6%)、ドイツとデンマークが各4社 (6.8%)、スペインが3社 (5.1%)、オランダとスイスが各2社 (3.4%)、スウェーデン・ベルギー・オーストリア・アイルランドが各1社 (1.7%) という構成であった。
- 2) Schwartz & Steil(1996)ではわからないと無回答を除いた比率を紹介しているが、比較のために、ここでの比率はわからないと無回答を含めた回答総数から計算し直している。以下についても同様。
- 3) 1997年10月20日からはロンドン証券取引所でもSETSと呼ばれる指値注文板がFTSE100構成銘柄に導入されているが、アンケートの実施時点には存在しなかった。
- 4) アメリカの調査では重複回答を認めているために、ここでの比率は各分類への回答総数に対する比率であり、我が国の比率も各分類への回答総数に対する比率に調整してある。
- 5) アメリカにおけるいいえという回答結果はEconomides & Schwartz(1995)には示されていない。
- 6) 我が国と違って、アメリカには場中に昼休みはないので、こうした区分が用いられている。
- 7) 川原・村瀬(1993)、宇野・山田(1993)等を参照。
- 8) 取引費用の軽減における重要度の平均値はアメリカで3.91、我が国で3.66であった。(表8)
- 9) なお、ここで注文の一部の頻度平均値が価格改善を試みる頻度平均値を上回っているのは、5つの選択肢に占め

る各ポイントの平均を計算しているためである。

- 10) アメリカでも同じ条件のもとで1日の場合も質問されていたが、Economides & Schwartz(1995)に回答結果は示されていない。
- 11) Not Held Orderはブローカーが当該注文の価格改善を試みた結果、当初の価格で取引が成立しなかったとしてもブローカーは責任を負わないという注文形態で、Not Held Limit OrderとNot Held Market Orderが存在する。
また、Percentage Orderは当該銘柄の取引量の一定比率を指定して出される注文形態で、通常は機関投資家が当該銘柄の日中の平均価格で取引をすることを目的として用いられる。
これらの注文に関してはSchwartz(1991)を参照。
- 12) Protected Tradeはディーラーが最悪の価格を保証しながら当該注文の価格改善を試みるという、ロンドンに特有の注文形態を指す。Schwartz & Steil(1996)を参照。
- 13) アメリカでは1万株以上の取引はブロック取引と呼ばれており、ニューヨーク証券取引所の売買高の過半数を占めている。NYSE(1997)を参照。
Wager & Edwards(1993)によれば、Plexus Groupのデータでは66%の注文が1日平均売買高の半分よりも大きく、40%の注文が1日平均売買高よりも大きいと報告している。

参考文献

- Economides, N. and R. A. Schwartz (1995), "Equity Trading Practices and Market Structure: Assessing Asset Managers' Demand for Immediacy", *Financial Markets, Institution & Instruments*, Vol.4 No.4, New York University Salomon Center
- 川原淳次・村瀬祐一(1993), 「日中における株価変動の分析」, 『証券アナリストジャーナル』, 31巻11号
- New York Stock Exchange (1997), *Fact Book for the year 1996*, New York Stock Exchange, Inc.
- Schwartz, R. A. (1991), *Reshaping the Equity Markets: A Guide for the 1990s*, Harper Business, US
- Schwartz, R. A. and B. Steil (1996), "Equity Trading III: Institutional Investor Trading Practices and Preferences", in Benn Steil et. Al., *The European Equity Markets: The State of the Union and an Agenda for the Millennium*, Royal Institute of International Affairs, UK
- Securities and Exchange Commission (1997), *Regulation of Exchanges*, Release No.34-38672
- Wagner, W. H. and M. Edwards (1991), "Best Execution", *Financial Analyst Journal*,

January/February

トジャーナル』, 31巻11号

宇野淳・山田雅章(1993), 「マーケットインパクトの
決定要因：ザラバ取引の価格決定」, 『証券アナリス

(当所大阪研究所 主任研究員)

付録. アンケート用紙

以下の□には☑を、_____には文字または数字を記入してください。

I. 株式取引

1. 以下の項目は株式を取引する際に影響すると考えられる要因です。各要因があなたの意志決定にどの程度影響しているかをお答えください。(5 = 最も頻繁に考慮する, . . . , 1 = 全く考慮しない, 0 = わからない)

	5	4	3	2	1	0
a. 個別銘柄のファンダメンタルズ	<input type="checkbox"/>					
b. 市場全体に関わるニュース	<input type="checkbox"/>					
c. ポートフォリオ構成の再評価	<input type="checkbox"/>					
d. 解約またはその他の換金需要	<input type="checkbox"/>					
e. 指数に追随するため	<input type="checkbox"/>					
f. 利益を追求するため	<input type="checkbox"/>					
g. バーゲン・ハンティング	<input type="checkbox"/>					
h. 損切りをするため	<input type="checkbox"/>					
i. チャーティストのシグナル	<input type="checkbox"/>					
j. (ポートフォリオマネージャーからの) 内部調査	<input type="checkbox"/>					
k. (証券会社からの) 外部調査	<input type="checkbox"/>					
l. 取引情報 (他の注文に関する情報)	<input type="checkbox"/>					
m. デリバティブズに基づく取引	<input type="checkbox"/>					
n. その他 _____	<input type="checkbox"/>					

2. 以下の項目はあなたの意志決定に関してどの程度重要ですか。(5 = 最も重要, . . . , 1 = 全く考慮しない, 0 = わからない)

	5	4	3	2	1	0
a. 委託手数料	<input type="checkbox"/>					
b. 気配値スプレッド	<input type="checkbox"/>					
c. マーケット・インパクト・コスト	<input type="checkbox"/>					
d. 取引の遅れに伴う機会損失	<input type="checkbox"/>					

3. 取引費用はどの程度あなたの株式運用パフォーマンスに影響しますか。

(非常に重要) 5 4 3 2 1 (全く重要でない) 0 (わからない)

4. 取引費用を引き下げることをごどの程度心掛けていますか。

(非常に) 5 4 3 2 1 (全くない) 0 (わからない)

5. 取引をする際、あなたの注文の匿名性はどの程度重要ですか。

(非常に重要) 5 4 3 2 1 (全く重要でない) 0 (わからない)

6. 以下の項目はあなたの注文発注先の決定に関してどの程度重要ですか。(5 = 最も重要, . . . , 1 = 全く考慮しない, 0 = わからない)

	5	4	3	2	1	0
a. 執行能力	<input type="checkbox"/>					
b. 匿名性	<input type="checkbox"/>					
c. 優れた調査能力	<input type="checkbox"/>					
d. 効率的な決済	<input type="checkbox"/>					
e. 付随的に提供されるサービス	<input type="checkbox"/>					
f. 会社の方針	<input type="checkbox"/>					
g. その他	<input type="checkbox"/>					

7. あなたにとって迅速な執行とはどの程度の時間内での執行ですか。

1分 10分 1時間 2時間 1日 その他 _____

8. あなたが迅速に取引を執行する頻度は

たいてい買い注文 買い注文が多い ほぼ同数 売り注文が多い たいてい売り注文 わからない

9. あなたが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は何ですか。(各列から1つずつ)

第1要因 第2要因

他の人が割安・割高な銘柄を発見してしまう	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
他の人がフロント・ランニングしてしまう	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
価格が変動するので、執行待ちリスクが大きい	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
機会費用	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
その他1 _____	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
その他2 _____	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

10. 以下の時間帯における注文の執行に関してどのようにお考えですか。(5 = 最も望ましい, . . . , 1 = 最も望ましくない, 0 = わからない)

	5	4	3	2	1	0
a. 寄り付き	<input type="checkbox"/>					
b. 寄り付きから30分間	<input type="checkbox"/>					
c. 前場	<input type="checkbox"/>					
d. 前引け	<input type="checkbox"/>					
e. 後場寄り	<input type="checkbox"/>					
f. 後場	<input type="checkbox"/>					
g. 大引け前30分間	<input type="checkbox"/>					
h. 大引け	<input type="checkbox"/>					

11. より有利な価格で取引をするために取引を遅らせることをどの程度の頻度で行っていますか。

行っていない 取引の1~24% 取引の25~49% 取引の50~74% 取引の75~100% わからない

12. 1株500円の株式で、どのぐらい有利になれば取引の執行をどの程度の頻度で1時間延ばしますか。

	延ばさない	1~24%	25~49%	50~74%	75~100%	わからない
a. 1円 (0.2%)	<input type="checkbox"/>					
b. 2円 (0.4%)	<input type="checkbox"/>					
c. 4円 (0.8%)	<input type="checkbox"/>					
d. 6円 (1.2%)	<input type="checkbox"/>					
e. 8円 (1.6%)	<input type="checkbox"/>					
f. 10円 (2.0%)	<input type="checkbox"/>					

13. 1株500円の株式で、どのぐらい有利になれば取引の執行をどの程度の頻度で3時間延ばしますか。

	延ばさない	1~24%	25~49%	50~74%	75~100%	わからない
a. 1円 (0.2%)	<input type="checkbox"/>					
b. 2円 (0.4%)	<input type="checkbox"/>					
c. 4円 (0.8%)	<input type="checkbox"/>					
d. 6円 (1.2%)	<input type="checkbox"/>					
e. 8円 (1.6%)	<input type="checkbox"/>					
f. 10円 (2.0%)	<input type="checkbox"/>					

14. 1株500円の株式で、どのぐらい有利になれば取引の執行をどの程度の頻度で1日延ばしますか。

	延ばさない	1~24%	25~49%	50~74%	75~100%	わからない
a. 1円 (0.2%)	<input type="checkbox"/>					
b. 2円 (0.4%)	<input type="checkbox"/>					
c. 4円 (0.8%)	<input type="checkbox"/>					
d. 6円 (1.2%)	<input type="checkbox"/>					
e. 8円 (1.6%)	<input type="checkbox"/>					
f. 10円 (2.0%)	<input type="checkbox"/>					

15. あなたの取引全体の中で以下の注文を、どの程度の頻度で発注しますか。

	使用しない	1~24%	25~49%	50~74%	75~100%	わからない
a. 個別株式	<input type="checkbox"/>					
b. バスケット/プログラム取引	<input type="checkbox"/>					
c. 株価指数先物・株価指数オプション	<input type="checkbox"/>					
d. 個別株オプション	<input type="checkbox"/>					

16. あなたの取引全体の中で以下の注文を、どの程度の頻度で発注しますか。

	使用しない	1~24%	25~49%	50~74%	75~100%	わからない
a. 指値注文	<input type="checkbox"/>					
b. 証券会社が仕切る(指値)注文	<input type="checkbox"/>					
c. クロス注文	<input type="checkbox"/>					
d. 成り行き注文	<input type="checkbox"/>					

17. 指値注文には欠点があるとお考えですか。 はい いいえ

18. 指値注文に欠点があると答えた方はその欠点をお答えください。(各列から1つずつ)

	最大欠点	第2欠点
執行されないリスク	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
迅速な執行がなされない	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
競争上不利を被るかも知れない	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
即座に取り消すことが難しい	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
好ましい市場の動きに乗り遅れるかもしれない	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
ディーラーに無料でオプションを与えることになる	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
その他1 _____	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
その他2 _____	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

19. あなたのポーフォリオ・マネージャーは値幅を指定した注文を、どの程度の頻度で出しますか。

全く出さない 1~24% 25~49% 50~74% 75~100% わからない

20. あなたは株価指数先物や株価指数オプションを現物株取引を迅速に執行するために使用しますか。

はい いいえ わからない

21. あなたが株価指数先物や株価指数オプションを現物株取引を迅速に執行するために使用する場合、どの程度現物株取引を引き延ばしますか。

延ばさない 1~24% 25~49% 50~74% 75~100% わからない

	延ばさない	1~24%	25~49%	50~74%	75~100%	わからない
a. 1時間以内	<input type="checkbox"/>					
b. 1-3時間	<input type="checkbox"/>					
c. 3時間-1日	<input type="checkbox"/>					
d. 1日より長く	<input type="checkbox"/>					

22. あなたが10万株以上の注文を出す際、執行の通知は普通どの程度の頻度で届きますか。

届かない 1~24% 25~49% 50~74% 75~100% わからない

	届かない	1~24%	25~49%	50~74%	75~100%	わからない
a. 15分以内	<input type="checkbox"/>					
b. 16-30分	<input type="checkbox"/>					
c. 31分-1時間	<input type="checkbox"/>					
d. 1時間よりも後	<input type="checkbox"/>					

23. 売り気配よりも低い価格、または買い気配よりも高い価格で取引を執行できる頻度はどのくらいですか。

ない 1~24% 25~49% 50~74% 75~100% わからない

	ない	1~24%	25~49%	50~74%	75~100%	わからない
a. 全注文	<input type="checkbox"/>					
b. 注文のうち一部	<input type="checkbox"/>					

24. あなたのポートフォリオ・マネジャーは大口注文（1日平均売買高の25%以上）の執行にどれぐ
 らいの猶予を与えますか。（各列に1つずつ記入してください）

	大型株（時価総額100億円以上）	小型株（時価総額100億円未満）
a. 1時間以内	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
b. 1時間 - 1日未満	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
c. 1日	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
d. 2 - 3日	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
e. 3日以上	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
f. その他 _____	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

25. 以下の費用項目をどのような順序で重視していますか。（1 = 最も重要, 2 = 次に重要, 3 = その
 次に重要, 各番号は1度ずつ使用してください）

マーケット・インパクト, _____ 即座に取引できない機会費用 _____ 手数料 _____

26. あなたがブローカーに発注する際、情報漏洩にどの程度注意していますか。

気にしない 少し 気になる かなり 非常に気にする

27. 1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くらいですか。

	分割しない	1~4%	5~9%	10%以上	わからない
a. 1日平均売買高の24-50%の規模の注文	<input type="checkbox"/>				
b. 1日平均売買高の50%以上の規模の注文	<input type="checkbox"/>				

28. あなたが10万株以上の注文を出す場合、あなたの注文が1日平均売買高を超える頻度はどの程度ですか。

越えたことがない 1~9% 10~19% 20%以上 わからない

29. あなたが10万株以上の注文を出す場合、分割して時間をかけて執行する頻度はどの程度ですか。

分割したことがない 1~9% 10~19% 20%以上 わからない

30. あなたが10万株以上の注文を分割して時間をかけて執行する場合、どの程度の時間がかかりますか。

	0	1~24%	25~49%	50~74%	75~100%	わからない
a. 1時間以内	<input type="checkbox"/>					
b. 1 - 3時間	<input type="checkbox"/>					
c. 3時間 - 1日	<input type="checkbox"/>					
d. 1日より長く	<input type="checkbox"/>					

31. 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すか。

見送ったことがない 1~9% 10~19% 20%以上 わからない

32. あなたが10万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すか。

全く必要としない 1~24% 25~49% 50~74% 75~100% わからない

33. 次のような取引制度を利用したことがありますか、あるいは関心がありますか。

	はい	いいえ	関心がある	ない
a.東証大口市場	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
b.東証バスケット市場	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
c.大証大口市場	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
d.大証バスケット市場	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
e.名証大口市場	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
f.名証バスケット市場	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
g.SEAQインターナショナル	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
h.Instinet等の取引システム (PTS)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
i.ブローカーとの相対取引	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

34. 上のような取引制度を利用したことがある場合にはどの程度満足していますか。

	非常に満足	かなり	満足	少し	満足していない	わからない
a.東証大口市場	<input type="checkbox"/>					
b.東証バスケット市場	<input type="checkbox"/>					
c.大証大口市場	<input type="checkbox"/>					
d.大証バスケット市場	<input type="checkbox"/>					
e.名証大口市場	<input type="checkbox"/>					
f.名証バスケット市場	<input type="checkbox"/>					
g.SEAQインターナショナル	<input type="checkbox"/>					
h.Instinet等の取引システム (PTS)	<input type="checkbox"/>					
i.ブローカーとの相対取引	<input type="checkbox"/>					

35. これらの取引制度を用いる場合、どのような点が重要だと考えますか。

	非常に重要	かなり	重要	少し	重要でない	わからない
a.流動性	<input type="checkbox"/>					
b.匿名性	<input type="checkbox"/>					
c.マーケット・インパクト	<input type="checkbox"/>					
d.気配値スプレッド	<input type="checkbox"/>					
e.取引費用	<input type="checkbox"/>					
f.交渉できる点	<input type="checkbox"/>					
g.その他1 _____	<input type="checkbox"/>					
h.その他2 _____	<input type="checkbox"/>					
i.その他3 _____	<input type="checkbox"/>					

36. もし次のようなことが生じればこれらの取引制度を利用しますか。

	はい	いいえ	わからない
a. 執行可能性の向上	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
b. 取引時間の拡大	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
c. ソフトダラー・サービスの低下	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
d. 取引制度をより理解できれば	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
e. その他1 _____	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
f. その他2 _____	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
g. その他3 _____	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

37. PTSのメリットはデメリットよりも大きいと考えますか、小さいと考えますか。

メリットはデメリットよりも大きい メリットはデメリットよりも小さい

38. アメリカではPTSでの取引が拡大していますが、2000年までにPTSを含めた伝統的な取引所以外で、どの程度日本株が取引されるようになると予想しますか。

ゼロ	0.1-0.9%	1-4%	5-9%	10-24%	25-49%	50%以上	わからない
<input type="checkbox"/>							

39. 2010年までにPTSを含めた伝統的な取引所以外で、どの程度日本株が取引されるようになると予想しますか。

ゼロ	0.1-0.9%	1-4%	5-9%	10-24%	25-49%	50%以上	わからない
<input type="checkbox"/>							

40. 伝統的な取引所取引と比べて、以下の点でPTSは優れていると考えますか。

	非常によい	かなり	よい	少し	よくない	わからない
a. 取引費用	<input type="checkbox"/>					
b. 流動性	<input type="checkbox"/>					
c. スプレッド・コスト	<input type="checkbox"/>					
d. 執行比率	<input type="checkbox"/>					
e. 執行の迅速性	<input type="checkbox"/>					
f. マーケット・インパクト	<input type="checkbox"/>					
g. 匿名性	<input type="checkbox"/>					
h. 交渉できる点	<input type="checkbox"/>					
i. 取引前の気配値の透明性	<input type="checkbox"/>					
j. 投資家保護	<input type="checkbox"/>					
k. その他1 _____	<input type="checkbox"/>					
l. その他2 _____	<input type="checkbox"/>					
m. その他3 _____	<input type="checkbox"/>					

II. 分類データ (分析目的にのみ使用し、回答者を特定しようとするものではありません)

1. あなたの会社の組織は以下のどれに該当しますか。

- ・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
- この場合、50%以上の資産を内部運用していますか。 はい いいえ
- ・公的年金基金
- この場合、50%以上の資産を内部運用していますか。 はい いいえ
- ・投資信託運用会社
- ・その他 (分類を記入してください) _____

2. あなたの資産有用スタイルを分類するとすれば、

アクティブ (銘柄選択に基づく) パッシブ (指数に追随する)

3. あなたの運用方針は以下のどれに該当しますか。(各列に1つずつ記入してください)

- | | 第1方針 | 第2方針 |
|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| ・バリュー重視 (企業価値を重視し、大型株中心) | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| ・グロース重視 (企業の成長性を追求する) | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| ・クォンツ重視 (モデルに基づくアクティブ運用) | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| ・アセット・アロケーション | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| ・インデクセーション (指数に追随する) | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| ・その他 (分類を記入してください) | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |

4. あなたの会社の株式運用資産規模はどれぐらいの大きさですか。 _____

5. あなたの運用するファンドの資産構成は概略どのようになっていますか。

- ・株式 _____ %
- ・債券 _____ %
- ・不動産 _____ %
- ・現金 _____ %
- ・その他1 _____ %
- ・その他2 _____ %
- 合計 100%

6. あなたの運用するファンドの株式資産構成は概略どのようになっていますか。

- ・日本 _____ %
- ・北アメリカ _____ %
- ・ヨーロッパ _____ %
- ・アジア _____ %
- 合計 100%

7. あなたのファンドの年間株式取引額は _____

8. あなたのファンドの年間株式取引手数料は _____