

変貌する株式市場とアセット・マネジメント会社の対応

ブローカリッジ手数料の完全自由化、証券取引を巡る電子化の進展、受託者責任の意識の高まりの結果、我が国のアセット・マネジメント会社において、取引コスト削減に向けた本格的な取り組みが、今後進展することとなろう。本稿では、米国の資産運用ビジネスにおけるこれまでの経緯と最近の動向を踏まえつつ、日本への示唆を検討する。

1. 歴史的な変化が始まった我が国の株式取引

1) 始まった場外取引

1999年、我が国は、ブローカリッジ手数料の完全自由化の時を迎える。しかし既にこれに先立ち、98年12月より取引所外取引が解禁され、ここでは、当然のことながら、取引所の手数料規制は及ばず、機関投資家と証券会社の自由な交渉による執行コストの設定がなされている¹。場外取引のスタート以来の状況を見ると、後述するように、証券会社が自己勘定で取引の相手となり、外枠の手数料をとらず、執行コストをビッド・オファーの価格に反映させるというプリンシパル取引や、取引所価格を基準に執行コスト分をベースとして調整して行うバスケット取引が一般的となっているようである。

上場株式の場外取引の売買代金が取引全体（東証第一部）に占める割合は、98年12月の場合、3.2%であったが、後述するように、一部の機関投資家においては、場外取引による執行をより重視していく傾向も見うけられる。

また、いわゆるPTS（Proprietary Trading System）、すなわち電子的な証券取引システムについても、場外取引同様、98年12月より解禁となった。現状、まだ認可を受けたシステムは無いが、本年には、新たな試みが始まることが予想されるようである。

店頭登録市場においても、大きな変化があった。98年11月2日よりマーケットメイク制度が本格的に導入され、証券会社の申請に基づき、マーケットメイクされる銘柄が徐々に現れ始めているところである²。従来は、JASDAQシステムにより、オーダードリブン方式で、ほとんどの注文が付け合せられてきたが、マーケットメイクの対象となった銘柄につ

¹ 大崎貞和「我が国における取引所外取引の解禁」『資本市場クォーターリー』、1999年冬号参照。

² 大崎貞和「我が国における株式店頭市場改革をめぐる動き」『資本市場クォーターリー』、1999年冬号参照。

いては、この付け合せシステムは利用されず、マーケットメーカー相手のネット取引となる。新制度導入後、マーケットメーカー対象となる銘柄が相次いで登場しており、店頭市場においても、ネット取引が拡大している。

2) 重要となる最良執行の確保

このように我が国の株式取引環境が歴史的変化を迎える中で、適正な執行価格や執行コスト、あるいは執行方法のあり方が、証券会社、アセット・マネジメント会社、および年金基金等において真剣に模索されている。従来のように、東証を中心とする取引所、あるいは店頭登録市場に、固定手数料で注文を出せば良い時代ではなくなったからである。どのような市場で執行するか、執行価格は適切か、手数料の水準は妥当か、証券会社のビッド・オファーは適切か、等々を、仔細に検討し、いわゆる最良執行を目指さなければならなくなった。

注文執行をめぐる関心の高まりは、こうしたブローカリッジ手数料の自由化や場外取引の解禁といった制度変化のみを契機としているわけではない。もう一つの重要な背景として、年金基金、年金運用機関における受託者責任意識の急速な高まりがある。1996年6月、厚生省は、「我が国における受託者責任の確立に向けて」を発表したのを皮切りに、97年3月には、「厚生年金基金の資産運用に係わる受託者責任ガイドライン」、97年4月には、「厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」が公表された。

こうした動きを受けて、厚生年金基金連合会は、98年3月に「受託者責任ハンドブック（理事編）」を公表し、今後さらに、運用機関の受託者責任ガイドラインの策定が議論される予定である。

この他、後述するように、98年11月に発表された、年金基金連合会資産運用委員会の報告書、「運用自由化時代の基金の資産運用」においては、「取引チャネルや取引手法が従来に比べはるかに複雑・多様化することに伴い、総合的なコスト管理と最良執行（ベスト・エグゼキューション）の確保が重要な課題になる。」と主張されている。

以上のようなブローカリッジ手数料の自由化や場外取引の解禁、そして受託者責任意識の高まりといった変化は、まさに米国の資産運用業界が25年ほど前に直面した環境に他ならない。そこで、機関投資家の株式取引のあり方を中心に、米国のこれまでの経験と現状を概観することとする。

2. 米国の経験

1) 手数料自由化と受託者責任強化による変化

1975年のブローカリッジ手数料自由化以後、米国の資産運用会社にとって重要な課題となったことは、手数料以外の取引コストに焦点をあて、これを削減していくことであった。証券会社に対して支払う表面的な手数料負担が、自由化で相対的に軽減されていった結果、それ以外の取引コストが注目されるようになったためである。

この点に関する議論は、既に各種の文献で紹介されているので割愛するが³、代表的な分類では、それ以外のコスト（インプリシットコスト）として、ファンドマネジャーがトレーダーに注文を渡してから、証券会社に発注されるまでの価格変化（タイミングコスト）、証券会社が注文を執行し、取引が成立した時の価格との価格差（価格インパクト）、取引が成立しなかったことによるコスト（機会コスト）に分けられる⁴。売りか、買いか、大型株か、小型株か、上げ相場か下げ相場か、どのような運用スタイルか、などによって異なるが、インプリシットなコストは、数十ベースから時には数百ベースにもなると計測されている。表面的なコストは、氷山の一角というわけである。

インプリシットな取引コストへの問題意識の高まりは、以上のような手数料自由化を契機としていたが、同時に運用機関における受託者責任が重視されるようになってきたことも背景として指摘できよう⁵。すなわち、手数料自由化の前年の1974年にERISA法が制定され、セクション403において、受託者責任の範囲として、最良執行義務にも及ぶとされた。すなわち、最良執行がなされたかどうかは、運用パフォーマンスを決定する重要な要素であり、基金が監視すべきものと位置づけられたのである。そこでは当然、表面的なコストだけではなく、インプリシットなコストを含めた対応の必要性が認識されている。同法は、企業年金に関わるものであるが、他の機関投資家にとっても受託者責任に関して準拠されるようになっている。

2) インプリシットコスト削減ニーズへの対応

このような、インプリシットな取引コストに対する問題意識の高まりに対し、米国で生じた動きは、（1）伝統的な取引所以外の電子的な取引市場の発展、（2）トレーディング・システムの強化、（3）取引執行コスト評価とこれに基づく執行アドバイスの重要性の高まり、以上3点が指摘できる。

³ 淵田康之『電子証券取引』経済法令研究会、1997年、川原淳次「年金運用のクオリティ」『財界観測』、1997年9月号、Keim, D. & A. Madhavan, “The Cost of Institutional Equity Trades”, *Financial Analyst Journal*, July/August 1998 など。

⁴ Wagner, W&M Edwards, “Best Execution”, *Financial Analyst Journal*, January-February, 1993 を参照。

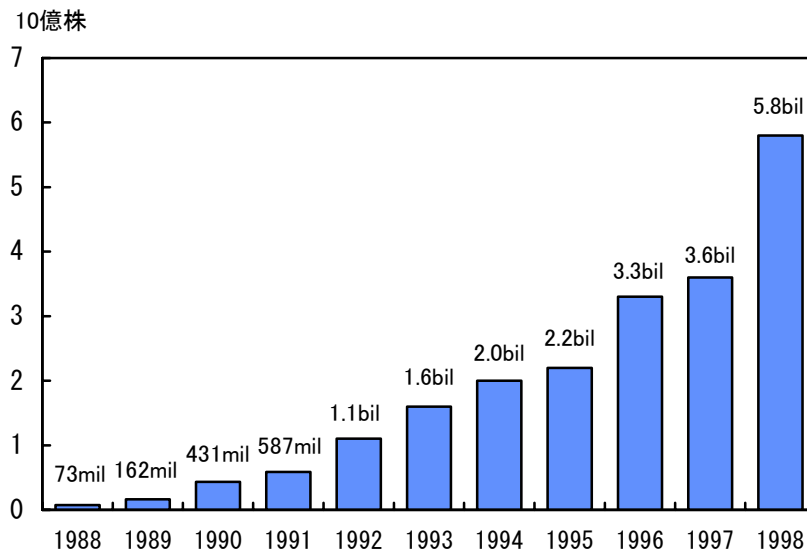
⁵ 橋本基美「資産運用ビジネスにおける受託者責任」『財界観測』、1999年2月号参照。

(1) 電子的な取引市場の発展

機関投資家が証券会社に注文を出し、取引所が、証券会社からの注文を集めて注文を執行するという従来の執行の姿に対して、新たな電子的な取引市場が台頭してきた。その草分けである Instinet は、機関投資家同士が画面上で、匿名で交渉しながら注文を執行できる仕組みとして、1969年にスタートした。

一方、1987年にスタートした POSIT は、一日の決められた時間に、他の市場で成立している価格を基に、株式を交換するクロッシング取引の市場である。株式市場全体の好調にも支えられ、出来高は図1のように拡大している。

図1 POSIT の出来高



(注) システム内でマッチした株数
 (出所) ITG.Inc ホームページ

この他、近年、アリゾナ証券取引所、Tradebook など、各種の電子的な取引の場が次々と登場している。これらの電子取引システムの発展の背景には、1975年の証券諸法の改革に際して、米国が市場間競争の原則を導入し、伝統的な取引所以外の新たな市場の成立を認知したのみならず、証券市場における革新を重視する立場から、その成長をサポートする証券行政が展開されてきた点が注目される。

これに加えて、特に Nasdaq 市場では、従来のマーケット・メーカーによる取引において、取引スプレッドが広く固定されていた問題が近年注目されたことを受けて、ユーザーおよび行政当局サイドから、より効率的な取引のあり方への要請が高まったことから、電子的な取引の場 (ECNs: Electronic Communication Networks) の導入が容認された。この結果、

各種のシステムが導入され、活発な利用が始まっている⁶。

SEC の調査によれば、96 年時点で、こうした電子的な取引市場における取引高は、ニューヨーク証券取引所上場銘柄において全体の 4%、Nasdaq 銘柄において 20%とされる。Nasdaq 銘柄において、利用率が高いのは、上述のマーケット・メーカーのスプレッドの問題を反映しているものと見られる。

なお、ニューヨーク証券取引所上場銘柄に関しては、電子的な取引市場の分類には入らないが、非会員業者がテクノロジーを駆使し、単独でビッド、オファーを提示し、他の証券会社からネットワークで注文を集め、執行することも活発に行われている。このいわゆる第三市場の規模は、ニューヨーク証券取引所上場銘柄の取引高全体の 10%弱と見られる。伝統的な取引所や Nasdaq といった市場以外での注文執行が、無視できない規模にまで拡大していると言えよう。

表 1 は、主要機関投資家（400 社～500 社）における利用状況を示したものであるが、こうした場外電子取引システムが、4 割～6 割の機関投資家において導入され、全取引の 1 割～2 割がこうしたシステムを用いて実行されていることがわかる。

表 1 機関投資家の場外電子取引システムの利用率（1997 年）

Nasdaq	
利用者	57%
利用者におき全取引に占めるシステム利用取引率	20%
同98年見通し	22%
上場株、外国株	
利用者	39%
利用者におき全取引に占めるシステム利用取引率	8%
同98年見通し	10%

(出所) Greenwich Associates

(2) トレーディング・システムの強化

既存の取引所においても、執行コストへの関心の高まりに対応すべく、効率性や流動性の向上のために、取引システムの改善が進んだ。特に、ニューヨーク証券取引所の Super DOT に見られるように、証券会社がシステムの的に取引所に注文を出せるような環境が整備されていった。ここからさらに、自社に注文をシステムの的に発注することができるよう、証券会社が、重要な機関投資家顧客に対して専用端末を提供する動きが広がった。

バイサイドは、電子的な取引市場に加え、こうした証券会社へのシステムの的な発注を可能とする環境が整うにつれ、これを有効に活用すべく、自らのトレーディング・システムを強化していった。

大手のバイサイドにおいては、こうしたシステムは社内開発が一般的であるが、中堅以

⁶ 大崎貞和「米国における ATS（代替的取引システム）規制の導入」『資本市場クォーターリー』、1999 年冬号参照。

下では、ベンダーの利用が多い。ベンダーの提供するトレーディングシステムで、ユニークな例の一つとして、ITG社のQuantExがある。これは、人口知能の考え方を導入し、ある銘柄に関する各市場の流動性等を分析することにより、トレーダーがある銘柄を今、売すべきか、買うべきかのシグナルを表示する仕組みである。こうした特徴に加え、同システムでは、ニューヨーク証券取引所の他、ITG社が運営するクロッシング・システムであるPOSITなど、各種の執行ポイントへの電子的なアクセスも提供している。

(3) 取引執行コストの評価とアドバイス

1960年代以降の米国における年金基金の拡大と、ポートフォリオ理論の発展は、各種の運用コンサルティング・ビジネスの隆盛をもたらした。伝統的には、リスク・リターンとの関係に着目し、適切なポートフォリオ構築をアドバイスしていくことが中心であったが、執行コストへの関心の高まりを背景に、執行コストを評価し、アドバイスをを行うことも重要になった。証券会社や、マスター・トラスティを勤めるカストディアンによって、こうしたサービスが提供されるようになってきた他、執行インパクト分析を専門とするコンサルティング会社も登場するようになった。

その一つがPlexusである。同社は、1986年に設立され、従業員35人の企業であるが、有力な機関投資家、年金スポンサー、証券会社など125以上の顧客を抱えている。これらの機関の運用資産を合計すると1.5兆ドルを超え、米国株については、取引高の25%程度をカバーしている。同社は、こうした有力参加者の注文執行に関する膨大なデータベースを保有していることから、執行のあり方に関するアドバイスにおいても、参加者の性格を分類し、同種のグループの平均に比べてある会社のトレーディングはどの位置づけられるかという、比較対象が可能となっている⁷。

取引コストを把握することは、執行のあり方を改善するために重要であるだけでなく、ポートフォリオの構築の上でも重要である。すなわち、従来は、リスクとリターンという二つのパラメーターを基に、ポートフォリオの最適化が議論されてきたわけであるが、今日では、これに加えて取引コストという第三のパラメーターが無視できないものとして意識されるようになってきているのである。

この観点を明確に取り入れ、ポートフォリオ最適化モデル、マーケット・インパクトモデルを使ったサービスを提供しているのが、BARRA社である。同社は、1975年に設立され、最先端の理論モデルをベースとしたポートフォリオ分析において、従来より著名であるが、近年、上記の考え方を導入した、マーケット・インパクトモデルを商品化している。

⁷ 厚生年金基金連合会「運用自由化時代の基金の資産運用」、1998年11月参照。

3. 最近の注目すべき動向

以上、過去 25 年ほどの変化を概観したが、次に最近の注目すべき動きに焦点を当ててみる。ポイントは、(1) STP への対応、(2) 次世代型 STP と決済期間の短縮、(3) FIX の普及と IOI の活発化、(4) オプティマークの登場、(5) グローバル運用体制の構築、(6) アセット・マネジメント会社によるシステム会社の買収である。以下、順に見ていくことにする。

1) STP への対応

STP(Straight Through Processing)は、証券投資の意思決定から、注文執行、決済、受け渡しまでの一連の取引プロセスを、可能な限りコンピュータ・ネットワークを通じたデジタルな情報の処理で完結させようという動きである。このトレンドは、証券取引の各参加者が、取引の合理化、効率化を進め、自らの競争力を強める上で、近年、ますます重視されている。もちろん効率性の向上という目的に留まらず、決済期間を T+1 に向けて短縮化させる要請が高まっているなど、リスク管理という観点からも、STP の実現は、不可欠な課題となっている。

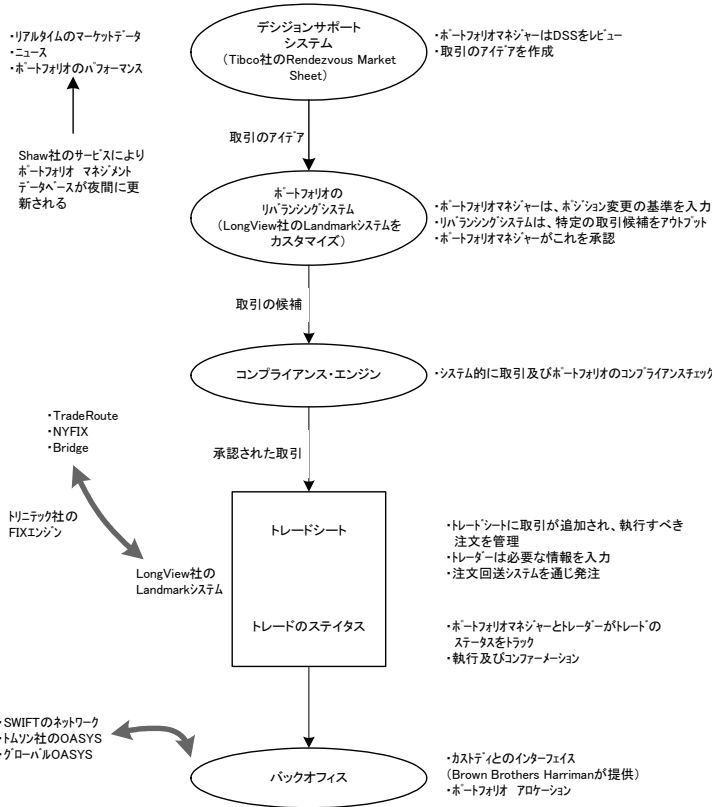
バイサイドにおける STP への取り組みは、大手アセット・マネジメント会社においては、社内開発が中心となっている。大手アセット・マネジメント会社では、C++などでプログラムを自在に書けるようなシステム要員を自ら大量に抱え、STP に限らず、各種のシステムを社内（グループ内）開発している。従って、その STP の実態は一般には窺い知るの難しい。そこで、図 2 で紹介したのは、外部のシステムを利用している中堅アセット・マネジメント会社（運用資産 300 億ドル）のケースである。同社は、他社に大きく差をつけ、運用資産を拡大するために、STP の導入を戦略的に実現しているアセット・マネジメント会社である。

①ポートフォリオ・マネジメント

まず、ポートフォリオ・マネジャーは、同社のデシジョン・サポート・システムの画面上で、昨日までのポートフォリオの状況、マーケット・データ、各種ニュースなどを分析し、取引のアイデアを取りまとめる。例えば、テクノロジー・セクターのウェイトが低すぎ、一方、公益セクターのウェイトが高すぎるという分析が出され、テクノロジー・セクターのウェイトを 3%高め、公益セクターのウェイトを 1%低めようといった判断がまとまる。

次に、ポートフォリオ・マネジャーは、同社のポートフォリオ・リバランス・システムを開き、上記のウェイト変更や、その他各種の必要な判断基準の数値を入力する。すると

図2 ある中堅アセット・マネジメント会社によるSTPの例



(出所) “Wall Street & Technology” Fall 1998 を参考に野村総合研究所作成。

システムは、これらの変化を実現するためには、どの銘柄を何株取引すべき、という一覧を画面上に提示する。

ポートフォリオ・マネジャーは、このリストで表示された取引をダブル・クリックすると、その内容がコンプライアンス・エンジンによってチェックされる。これをパスしたものは、緑の表示となり、トレーディング・デスクのメイン・トレード・シートに表示される。パスしなかったものは、赤の表示となりポートフォリオ・マネジャーは、再考を促される。

② トレーディング

メイン・トレード・シートから、トレーダー (8人) の個々のトレード・シートに自動的に執行すべき注文が取り込まれる。トレーダーは、証券会社からの IOIs (後述) を FIX をベースとした TradeRoute、Nyfix、Bridge といったシステムを使って受け、これに基づき、やはり同システムを使って発注を行う。注文がどのようなステータスにあるかは、ポートフォリオ・マネジャーもトレーダーもリアルタイムで把握できる。

以上のコンプライアンス・システムおよびオーダー・マネジメント・システムは、LongView の LandMark をベースとし、これをカスタマイズしたものを使っている。

③ミドルオフィス、バックオフィス

成立した注文の確認、分割は、国内株については、Oasys、SWIFT を使って行われ、海外株については Global Oasys と Brown Brothers Harriman の提供するカスタディ・システムを使って行われる。

最終的なポートフォリオ・アカウントिंगについては、Shaw Data をサービス・ビューローとして使っている。一日の取引に基づくポートフォリオの変化は、翌日までに処理され、翌朝、ポートフォリオ・マネジャーが新たな分析を始められる状態となっている。Shaw Data との間は、Tibco の Rendezvous システムをミドルウェアとしてリンクしている。

このように STP の実現には、各参加者の社内プロセスの STP 化（企業内 STP）と、各参加者間の取引プロセスの STP 化（企業間 STP）が必要となるが、アセット・マネジメント会社のトレーディング・システム（オーダーマネジメント・システム）は、企業内の処理プロセスと企業外の処理プロセスの接点に位置することになる。すなわち、単に、トレーダー自身の意思決定や取引行為をサポートするだけではなく、ポートフォリオ・マネジャーのシステムとつながり、かつ各種の注文回送ネットワークと連結するシステムであることである。

なお、上記のケースでは、取引の各分野について、各種のベンダーのシステムや自社システムを利用し、これを組み合わせることにより、社内外の STP を実現している（システム・インテグレーション・アプローチ）。これに対してベンダー各社は、自社のシステムの機能を拡充することにより、シングル・ベンダー・ソリューション、すなわち、自社のシステムだけで、バイサイドの STP の実現をサポートする体制を強化している。

この場合、既に普及している自社の既存のシステムの機能を拡充し、他の各種プロセスの処理を行うことができるようにしたり、あるいは、既存のシステムに接続する新たな商品、サービスを提供するのが一般的である。例えば、Merrin 社の場合、もともとポートフォリオ・マネジメント・システムで有力な業者であったが、やがて、トレーディング（コンプライアンス・チェック機能も含む）と注文回送の機能を持つシステムの草分けとも言える Inter Trade Network を導入した。

一方、ADP は、主として証券会社の事務処理の分野で最大手のサービス・ビューローであったが、しだいに注文回送などフロントの機能も充実させるようになった。そして、1996 年には ADP が Merrin 社を傘下に収め、バイサイド、セルサイドにわたる STP のサポート体制を強化したのである。

こうした、STP におけるシングル・ベンダー・ソリューションを提供するベンダーとしては、上記の LongView や Merrin 社の他、Advent、decalog、Financial Model Corp.、ITS Associates、

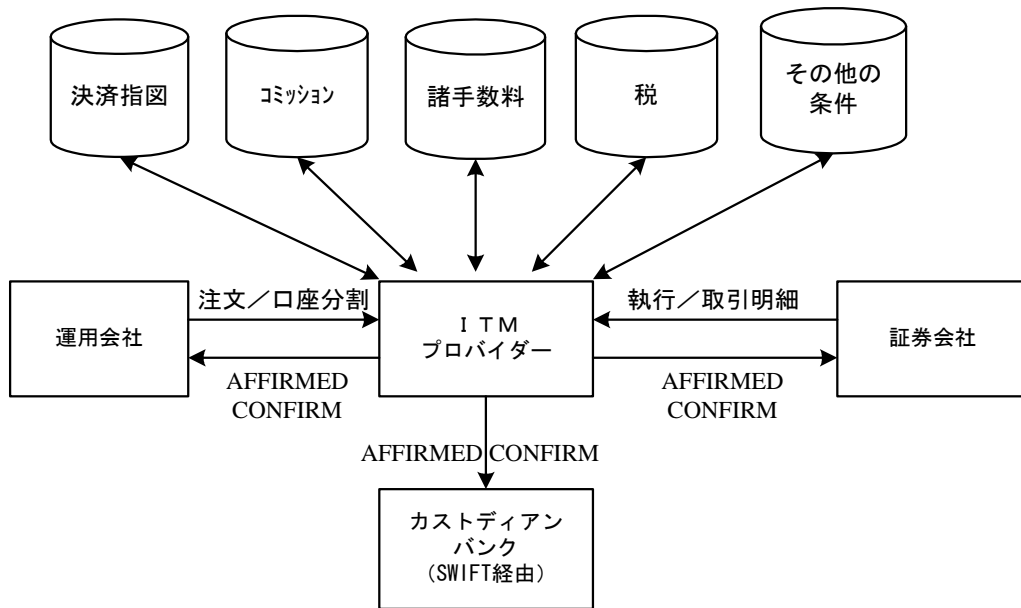
などがある。

2) 次世代型 STP と決済期間の短縮

以上で見た STP は、取引処理の一つの段階から次の段階へ、順に系統的にメッセージを送りながら、取引を完了させるという考え方であった。従来の手作業でのワークフローを、そのまま電子化したという姿に近いといっているであろう。この場合、ある段階のメッセージ処理が終わらなければ、次の段階には進まない。典型的なのは、取引確認、承認の部分である。まず証券会社から取引確認のメッセージが送られ、次にそれに対して承認のメッセージが送られるという二つのステップとなる。

今、欧米の証券市場では、T+1 以下への決済サイクルの短縮化が、関係者において至上命題と意識されているが、以上のようなステップバイステップの処理プロセスを続けていっては、限界がある。

図3 STPへの新たなアプローチ



(出所) トムソン社の Intelligent Trade ManagementTMに関する資料より

この問題への対応として注目されるのが、Thomson の Intelligent Trade Management に示される考え方である。すなわち、まず、取引のできるだけ早い時点で、関連する情報を全て決済処理のために利用可能な形とする。取引相手から取引成立の情報が来ると、それが予め蓄積されたデータと自動的にマッチし、決済の実施に向かうことができる。この時、税、手数料、決済口座、決済期日、使用通貨など、取引毎にほぼ変化が無く、お互い合意された情報については、予めデータベース化し、いちいちやりとりしないことにするわけである。(図3)

3) FIX の普及と IOI の活発化

企業間 STP の実現のためには、バイサイドのトレーダーのシステムが、各種の証券会社のトレーダーのシステムや、その他の電子的な取引市場とネットワークで結ばれている必要がある。このバイサイド・セルサイド・コネクティビティは、各種の注文回送ネットワークによって担われているが、バイサイド、セルサイドがそれぞれ利用する各種のシステム同士が、自在につながるためには、プロトコルの統一が不可欠である。この統一プロトコルとして普及が進んでいるのが FIX である⁸。Geenwich Associates 社の調査によれば、1997 年時点で、米国主要機関投資家におき FIX を利用している者の比率は 6% であるが、21% が今後の利用を表明していた。その後 1998 年以降、実際の利用に弾みがついているようである。

バイサイド、セルサイドのコネクティビティといっても、現状、FIX が最も利用されているのは、注文回送や取引確認のやりとりよりも、IOIs の分野である。すなわち、証券会社が、ある銘柄に関し、取引したい価格や数量をシステムに入力し、機関投資家はネットワークを通じて集まる各種証券会社からの IOIs をスクリーニングし、少しでも良い価格を出す証券会社と取引をするわけである。実際に取引をする場合は、電話を使って交渉することが多い。

FIX を使った IOIs を積極的に導入している例として、パトナムとアメリカン・センチュリーのケースを紹介する。

パトナムは、98 年 3 月末で運用資産 2670 億ドルの大手アセット・マネジメント会社である。他の大手アセット・マネジメント会社と同様、システムは原則、インハウスで開発している。トレーディング・システムの一部は、BARRA 社と共同開発した先端的なものである。

同社は、96 年 2 月に、証券会社に対し、FIX プロトコルを使い、システム的に IOIs を出すことを求めた。ファックス、その他の伝統的な手段の利用は受け付けられなかったと言われる。現在では、注文が完全に執行されたか、部分的に執行されたか、といった確認情報も、証券会社からリアルタイムで受けるようになっている。この結果、従来は、トレーダーは、200~500 件の注文をさばかなければならなかったが、現在は、5~15 の真に重要な注文に集中することができるようになった、とされる。1 日のトレードの件数は、3500~6000 であるが、トレーダーが手作業で処理するのは、このうち、0.5%~1%と言われる。この結果、エクイティ・トレーダーの数も 7 名と、この規模のアセット・マネジメント会社としては極めて少ない。

アメリカン・センチュリーは、運用資産 600 億ドルのアセット・マネジメント会社であ

⁸ 淵田康之「FIX の日本導入に向けて」『資本市場クォーターリー』、1998 年夏号参照。

り、FIX の主たる推進者でもある。同社は世界の 50 以上の証券会社と FIX を使った取引を一日 24 時間行っている。注文管理システムなどは自社開発であるが、ネットワークはインターネットを主として利用している点も、注目される。海外との取引は、20 台以上のブルームバーグ端末を利用している。同社では、FIX を使った IOIs を導入し、証券会社からの取引提示を自動的に優先付けし、フィルタリングすることにより、その 75%程度が棄却され、逆に真に重要な取引機会についてはアラートが発せられるようになっている。

4) オプティマークの登場

電子的な取引システムの分野の最近の注目点は、先述の Nasdaq を中心とした ECN の動きもあるが、これらは基本的に従来の PTS の仕組みと大きく変わるものではない。これに対して取引の手法自体を革新的に変えようとしているのが、オプティマークである⁹。このシステムは、従来の発注が、基本的に、いくらで何株、という形態であったのに対し、想定されるあらゆる価格と株数のマトリックスを作成し、さらに、それぞれの価格と株数の組み合わせについて、満足度の数値を付与することで、単に、指値か成り行きといった選択ではなく、その取引をどの程度実現させたいかについてのきめ細かな優先順位付けを表現すること可能にしている。売り手、買い手がそれぞれ、株価、株数、満足度からなる 3 次元のマトリックスを出し合い、参加者の満足度が最大になるような所で取引が成立することとなる。

この革新的な取引システムは、まずパシフィック取引所の取引システムとして導入される予定である。機関投資家は、形式的には、証券会社を通じて取引所に注文を出す形になるが、実際には自らの机上から、オプティマークを使った取引を行う形となる。その意味で、オプティマークは取引所システムであると同時に、バイサイドのトレーディング・システムの一種とも位置づけられるのである。

パシフィック証券取引所での取引は、まもなくスタートする。同システムは、Nasdaq での採用も予定されている。

5) グローバル運用体制の構築

欧米のアセット・マネジメント会社は、近年グローバルな運用を強化しており、この一環として海外の運用拠点を強化する動きも見られる。こうしたグローバル運用を効率的に行う上では、個々の市場において、STP が実現されることも重要であるが、アセット・マネジメント会社の各拠点間におけるグローバルな取引フローの統合も不可欠なものとなっていく。

⁹ 淵田康之「実現に向かうオプティマーク」『資本市場クォーターリー』、1997 年秋号参照。

例えば、あるグローバルアセット・マネジメント会社の例をとって見よう。同社は、米国、英国、日本に拠点があり、それぞれの拠点が投信を設定したり、年金の運用を受託している。このグローバルアセット・マネジメント会社を全体として見ると、ある一日において、ソニーの注文が、米国、英国、日本の3カ所にいる投信や年金のファンドマネジャーから、それぞれ発注されるということは、珍しくない。それも必ずしも各国拠点で一件ずつのソニーの注文ということではなく、その背後に、各国の複数の投資信託やファンドの注文がある。これらの注文が、例えば、東京のトレーディング・デスクに集中された場合、米国と英国のトレーダーも、その注文のステータスや口座分割の処理、決済、受け渡しの確認などを、迅速に把握できていなければ、米国拠点及び英国拠点のそれぞれ取引処理サイクルに乗らず、また委託者に対する的確な運用報告ができなくなる。理想的には、米国のトレーダーの端末の画面上に、東京のトレーダーの執行状況などが、リアルタイムで反映されるようになってほしい。ミドルオフィス、バックオフィスの各レベルのシステムもそれぞれ各拠点間でリンクし、必要な情報を共有し、同時にアップデートされる体制である。いわば、各国の拠点のSTPが階層的にリンクするわけである。

こうした課題に対応できるシステムは、現状十分確立しているとは言い難く、今後の課題となっている。各国市場で普及しているシステム環境が異なっていることを考えると、これら異なるシステムから必要な情報を抽出し、逆に、各システムに必要な情報を的確に提供するという、データ・ウェアハウジングのアプローチが注目されていこう。

6) アセット・マネジメント会社によるシステム会社の買収

もう一つ興味深い動きとしては、アセット・マネジメント会社によるシステム会社買収の動きがある。これまで見たように、米国の大手アセット・マネジメント会社は、多くのシステム要員を抱え、通常、システムを社内開発している。しかし、最近、パークレイズ・グローバル・インベスターズが LongView Group を買収し、ステート・ストリートが Princeton Financial Systems を買収した。LongView は、先述の通り、ポートフォリオ・マネジメントやトレーディングのシステムを提供する有力企業である。また Princeton Financial も、優れたポートフォリオ・マネジメント・システムを開発している企業である。いずれの会社も、買収後も従来通り、親会社以外の企業にもサービスを提供し続けるのであり、アセット・マネジメント会社のインハウスのシステム部隊になったわけではない。こうした買収が生じる背景としては、昨今の情報テクノロジーの急速な発展の中で、アセット・マネジメント会社は必ずしも社内開発だけでは十分最先端の姿を維持できなくなるおそれがあり、外部の先端的企業と関係を深めることが重視されるようになってきているものと考えられる。

なお、システム会社の買収ではないが、去年は、保険会社であるノースウェストが年金コンサルティング等で有名なフランク・ラッセルを買収するという動きも見られた。アセット・マネジメント会社が、システムに限らず、各種の外部のスペシャリティをより戦略

的に活用することが迫られる時代となっているものと言えよう。

4. 我が国の動向と展望

以上のような米国の姿は、今後の日本の株式市場の構造変化やアセット・マネジメント会社の対応を占う上で、参考となるだろう。ただ、現状まだ、変化は始まったばかりであり、また米国と異なる状況も多々あるため、今後、様々な試行錯誤が予想される。以下、場外取引、最良執行、PTS などに関して、現時点で、どのような状況にあるかを確認して見よう。

1) 場外取引について

バスケット取引などにおいては、取引所の立会外取引で執行すると、固定手数料が適用される銘柄が出てくるケースでは、当然、場外取引よりコスト高になるということから、場外取引が選好される傾向がある。バスケット取引においては、従来より、証券会社にレポートを入札させるようなことも一般的であったため、そもそも取引所をファシリティとして取引をすることへのこだわりは低いようである。これに対して、個別銘柄に関しては、一部で利用も始まっているが、今後検討というアセット・マネジメント会社も多い。

場外でネット取引をした場合、取引所に支払うフィーを削減できること、また手数料が現れないためこの部分への消費税が発生しない点が、コスト安要因になる。しかし、流動性が十分では無いこと、証券会社各社のインディケーションが横比較できる状況にもないこと、アセット・マネジメント会社サイドでも場外取引に対応したシステムになっているわけではないこと（小数点以下の桁数の問題や、手数料取引とネット取引の両方が生じる場合の処理など）が、場外取引を躊躇させる要因になっている。

もっとも、システム面の対応を進めつつある証券会社、アセット・マネジメント会社もあり、この問題に関しては、徐々に軽減に向かおう。99年1月に入っても、新たに場外取引に参加する証券会社、アセット・マネジメント会社は増えつつあり、また既存のアセット・マネジメント会社の中には、今後、場外取引を一層強化しようという姿勢を示す所もある。従って、場外取引は、当面、増加基調で推移するものと考えられる。

ただ、99年10月にも手数料が完全自由化された場合、自由な手数料ないしスプレッドが設定できるという場外取引の魅力は、相対的に低下する。取引所取引の方が、事務的にも標準化されてやりやすいという面もある。さらに、大阪証券取引所が1月25日に電子取引市場「J-NET」を導入するなど、取引所市場における競争力強化策も本格化しつつある。

従って、証券会社が相当程度使い勝手が良く、流動性面でもそれなりに満足の行く市場を作りあげていなければ、取引所取引に回帰する部分が生じる可能性もある。流動性については、日本証券金融が場外取引で利用できない点がネックの一つになっている。この点

の改善には、貸し株市場の発達が必要と思われる。

この他、証券会社が、自己勘定でポジションをとり、取引所取引とコンペティティブな価格を提示するということを中期的にもやっていけるのかという点や、証券会社の信用リスク、決済リスクの問題を指摘する声もある。また次項で示すように、最良執行への関心も高まっているため、例えば、取引所取引と複数の証券会社相手の場外取引の機会がある場合、最良執行上どのような対応が適切なのか、という議論もある。以上より、今後、場外取引がどの程度のレベルにまで拡大するかについては、予断を許さない。

2) 最良執行について

(1) 手数料自由化と受託者責任

先述のように、機関投資家を巡る環境変化は、米国の場合、ブローカリッジ手数料の自由化が重要な契機となった。我が国においても、既に98年4月にブローカリッジ手数料が5,000万円まで自由化され、さらに場外取引がスタートし、また99年10月にも、手数料を完全自由化するという報道もなされていることもあり、米国同様、表面的な手数料だけではなく、それ以外のコストをいかに削減するかという問題意識が急速に高まっている。有価証券取引税の撤廃も決まったため、なおさらエクспリシットなコストの位置づけは低下する。

この変化は、米国でそうであったのと同様、受託者責任の意識の高まりによって、より明確になっていこう。

我が国の年金基金等においては、既に委託先のアセット・マネジメント会社に対して、運用コスト、運用体制などに関する詳細なレポートを要求し、その内容の調査・分析を踏まえて、委託先の選別やコスト・コントロールを厳格に行う傾向が、近年強まってきたところである。

これを受けて、アセット・マネジメント会社も証券会社に支払う手数料を、その調査力、執行力、提案力などとの見合いで厳密にコントロールするとともに、従来以上に、取引先の証券会社の選別姿勢を強めてきた。一部の機関投資家においては、取引相手とする証券会社の数は、過去5年ほどで半分以下に減らしている。

今後を展望する上で注目されるのは、98年11月に厚生年金基金連合会の資産運用研究会が発表した報告書、『運用自由化時代の基金の資産運用』における議論である。同報告書では、次のような重要な主張が展開されている。

「取引手法や取引チャネルの複雑・多様化に対応し、『隠れたコスト』を含めた総合的なコスト管理を行うことが必要」

「基金としては、最良執行を確保することは受託者責任の一部を構成するものであることを認識し、運用機関に対し運用執行コストを『監視』する姿勢を示すことが必要である。」

「運用機関としても、コスト管理を徹底することはもとより、特にタイミングコストや機会損失コストの減少を図るために、ファンドマネジャーの投資判断からトレーダーが証券会社に発注する時間を短縮する体制の整備を図ることが必要である。」

(2) 最良執行への対応

ただインプリシットコストを含めた執行コストへの関心が高まったといっても、これをどう計測し、評価するか、といった問題に直面する。米国の議論に示されているように、執行コストは、手数料、取引のサイズ、その銘柄の流動性といった要因だけではなく、運用スタイルやアセット・マネジメント会社のレピュテーションといった要因にも大きく左右される。こうした点を考慮し、何らかのベンチマークを設けて、評価するのが理想と言われる。米国では、各アセット・マネジメント会社の執行に関するデータを収集し、共通の運用スタイルのファンド同士を横比較するといったことも行われている。しかし、日本では、一部の証券会社や情報ベンダーが執行コスト計測のサービスの提供を開始しているが、そこまでのサービスはまだ無い。

とりあえず、執行コストの削減を目指す姿勢を示すために、ポートフォリオ・マネジャーとトレーダーの分離を進める動きも、最近日本のアセット・マネジメント会社で一般的となりつつある。米国においても、ポートフォリオ・マネジャーが、証券会社とのやりとりや、日中の個別銘柄の株価変動ではなく、ポートフォリオ全体のあり方を考えることに時間を費やすことが重要となったこと、その一方で、執行のあり方で取引コストが大きくなるということが実証的に示されたこと、これらを背景に、ポートフォリオ・マネジャーとトレーダーの分離が進んだ。

実際にこうした体制がその目的通りの効果を上げるには、時間がかかろう。しかし両者を分離したことにより、それぞれの役割分担を明確にしようという意識が高まっていると言われる。こうした点も、執行コストの評価や電子的な取引に対する関心につながっている。

もっとも実際に、役割分担の効果を計ろうとしても、十分な執行コストの評価体制が整わない段階では、混乱もありうる。例えばある取引において、多大な執行コストが計測されたとしても、それは、トレーダーの執行能力が低いせいなのかかもしれないし、単にファンドマネジャーが流動性の極端に低い銘柄の注文執行を急がせたせいなのかかもしれない。

今後本格化が予想される、手数料の自由化、場外取引の活用、PTSの導入といった変化は、執行コストを削減しようというニーズを反映した動きであるが、これは同時に、ネット取引の拡大や執行先の多様化をもたらし、執行評価を従来よりも複雑なものとしていこう。執行コスト削減に向けた動きが、コストの測定を困難にするというジレンマに、これから直面することとなる。

(3) 当面の考え方

以上のように、執行コスト削減の重要性は強く意識されるようになっても、どのように削減するか、また削減効果をどう測定するかといった点についての単純な答えがあるわけではない。この点は、米国においても、各種の議論や試みが続けられているというのが現状である。各アセット・マネジメント会社の執行データを横比較するようなサービスが登場したのも、近年のことであり、また、全てのアセット・マネジメント会社が利用しているわけではない。最近の研究では、投資スタイルなど、各種の要素を勘案したベンチマークを作るという洗練された手法を用いても、取引の目的など計量化されていない要素によって、執行コストは大きく変わる、従って例えば最良執行を実現しようといっても困難であるという指摘もなされている¹⁰。

この点、日本では、最良執行を個々の取引ごとに厳格に考え、最低の手数料、最良の価格で執行しなければならないのではないかと、といった議論も聞かれるが、やや単純に過ぎるように思われる。この議論を突き詰めると、証券会社のリサーチ、執行能力、その他の要素をスコアリングして、コミッション・バジェットを執行先証券会社ごとに割り振っていくような従来の執行のあり方も見直し、その時々々の最低の手数料、最良の価格を提示した証券会社を選択すべきなのではないか、という議論に行き着く。

米国では、SEC が最良執行に関する解釈を示したリリースの中で、可能な限り低い手数料ではなく、ブローカリッジを依頼するに当たって、売買執行能力、提供されるリサーチ情報の価値、手数料率、財務上の責任、投資マネジャーに対する即応度といった証券業者のあらゆるサービスの質の高さを考慮すべきであるということが示されている。この点、日本もソフト・ダラーの正当な認識も含め、冷静な対応が必要と思われる¹¹。

結局、インプリシットなコストを含めると執行コストが重大であることには、コンセンサスが得られている以上、おそらく重要なことは、不確かな概念だからといってこれを軽視するのではなく、各社各様に、その削減に向けた取り組みを続けていくことであろう。一つの明確で完璧な答えが無い以上、各アセット・マネジメント会社が自らの運用哲学や個々のファンドの性格などを踏まえ、会社として、また個々のファンドとして、現在の環境下で何がベストと考えるかをスポンサーに示し、また証券会社やベンダーにより良い対応を求めていくプロセスが重要と思われる。こうした最良執行への努力が適切なものであれば、最終的にはアセット・マネジメント会社の運用パフォーマンスの向上に反映されよう。

なお、米国では、SEC の規定により、投資顧問業者は FormADV において、最良執行を決定する際に考慮する要因の開示を求められ、契約に当たっては、この開示内容に基づいて行わなければならないとされている¹²。我が国でも、ソフトダラーの考え方も含め、最良

¹⁰ Keim, D. & Madhavan 前掲。

¹¹ 橋本、前掲、及び大崎貞和「最良執行義務とは何か」『資本市場クォーターリー』、1998年春号参照。

¹² 橋本、前掲参照。

執行に関する、何らかのディスクロージャーのルールやガイドライン的なものが、しかるべき形で作られることが望ましいように思われる。

3) PTS とオプティマーク

98年12月施行の改正証券取引法において、我が国でもPTSの導入が可能となったが、まだ認可を受けた事例は現れていない。アセット・マネジメント会社においては、まだ電子化はこれからであり、洗練されたトレーディング・システム環境には、まだなじめないこと、大口の取引においては証券会社が流動性を提供して成立するケースが多く、PTSではどの程度の流動性が期待できるかが不確かであること、また場外取引同様、信用リスク、決済リスクの問題があること、などから、慎重な姿勢も伺われる。また、大阪証券取引所のJ-NETや東京証券取引所のToSTNetに見られるように、既存の取引所において、PTSがターゲットとするようなニーズを取り込むため、各種の改革努力が払われている。ただ、当然のことながら、使い勝手が良く、流動性があれば、PTSを使うことは排除しないという柔軟な姿勢を示す機関投資家が一般的である。

米国における最先端の試みというべき、オプティマークについては、大阪証券取引所が、同システムを導入し、2000年春にも株式の大口売買を電子化すると発表した。同システムの運営会社として、日本経済新聞社、QUICKなどが主たる出資者となり、日本オプティマーク・システムズ社が99年4月設立される予定である。アセット・マネジメント会社においても、一部で、関心が示されており、既に出資の意向を固めているところも現れているようである。まもなく、パシフィック証券取引所において同システムの利用が開始されるため、その利用状況によっては、出資や利用を検討する動きが広がる可能性もあろう。

4) 証券取引の電子化一般について

我が国のアセット・マネジメント会社では、ファンドマネジャーとトレーダーの分離が進み始めたとは言え、両者間で伝票が電子的にやりとりされている所は一握りである。バイサイド・トレーダーから証券会社への発注も、複数のベンダーがサービスを提供しているが、まだ本格的な利用が進んでいるとは言い難い。しかも現状は、各種ベンダーが独自仕様の端末を提供しており、証券会社サイドは、バイサイドの利用するベンダーにそれぞれ応じていると、各種の端末を設置しなければならないという状況になりつつある。ミドル・オフィス、バック・オフィスの電子化も未発達であり、従って、STPにはほど遠い状況というのが平均的な姿である。

ただこれまで述べてきたような株式市場の環境変化もあり、日本でも、STPやFIXの導入といったテーマが、昨今、ようやく活発に議論されるようになってきている。特にFIXについては、98年12月15日に運営委員会の設立が実現した。これに先立ち、大阪証券取引所

や大和証券など、一部の参加者は、独自に FIX 対応のシステムを導入しつつある他、QUICK、NRI などベンダーにおいても、FIX 対応のサービスの導入が準備されている。FIX エンジン は、富士通や日立が既に商品化している。

FIX の日本バージョンについては、これらの先行する動きも踏まえながら、99 年 3 月には FIX の日本バージョンである FIXVer.4.1-J がリリースされ、4 月にも認証が予定されており、当初予想されたよりも早い展開となっている。

FIX がフロントに重点を置いた標準化の動きであるのに対し、バックオフィスを中心とした標準化を推進しているのが、ISITC である。これについても、1998 年 12 月 24 日に、ISITC Japan が設立されたところである。

なお、こうしたシステム化への関心が高まっている背景には、執行コストの削減、最良執行の評価の必要性といった、これまで述べてきた理由の他、2000 年問題への対応のため、いずれにしてもシステムの見直しが必要になっており、その際、将来に向けて必要な他の変化も踏まえたシステムにしたいというニーズがあること、そして時価会計制度の導入が予定されており、ファンドの時価を迅速に把握する必要がでてきていることも指摘できる。

ただし一方で、依然として消極的なアセット・マネジメント会社も多いようである。その一つの理由として、FIX など導入し、フロントを中心としたシステム化を進めても、未だに現物の受け渡しが多い以上、システム化のメリットが十分現れないということである。仮に決済、受け渡しの電子化を進めるために、証券保管振替機構への預託を増大させると、現状の同機構の手数料体系の下では、むしろ電子化によってコストが相当アップするという声も聞かれる。この点については、日本も T+1 の決済システムを目指す意欲が監督当局も含めて明確に示され、決済制度全体の改革の一環として、抜本的なコスト・エフィシアンシーの向上が実現していくことが期待される。

5) 欧米アセット・マネジメント会社との提携とグローバル運用体制

欧米のアセット・マネジメント会社が、グローバル運用体制を進めていることを紹介したが、こうしたグローバルな運用体制を独自に展開する日本のアセット・マネジメント会社は限られている。しかし、昨今の欧米のアセット・マネジメント会社との提携の流れの中で、結果として、グローバル運用体制の一翼を担うことになる日本のアセット・マネジメント会社が、いくつも登場している。日本のアセット・マネジメント会社が受託しているファンドの海外運用部分は提携先の欧米アセット・マネジメント会社が担い、欧米アセット・マネジメント会社が受託しているファンドの日本運用部分は日本のアセット・マネジメント会社が行うといった場合、先述したようなグローバルな STP 体制が確立していなければ、的確なポートフォリオ・マネジメントも、トレーディングも困難となり、委託者の信頼も得られない。しかし、国内の STP 化がまだ進んでいない中で、こうしたグローバルな体制の確立は、我が国のアセット・マネジメント会社にとって極めてチャレンジング

な課題となろう。

おわりに

以上のように、米国のアセットマネジメント業界が歩んできた過程を、日本も迎ろうとしているが、米国の最先端の姿がすぐ目の前にあり、急速な変化が要求されている一方で、なかなか現実が追いつかない部分も見受けられる。

特に、最良執行の考え方については試行錯誤の段階にあり、また決済制度などの整備も遅れている状況下では、各社の多少の努力では、委託者に十分評価されなかったり、成果が目に見えてこないような局面が続く可能性はある。しかし、逆にこうした時こそ、将来の方向性を見据え、表面的な手数料の水準にのみとらわれることなく、トータルな取引コスト削減に向けて、システム対応を含めた組織的対応を展開していくアセット・マネジメント会社と、そうした意識の低いアセット・マネジメント会社の、将来の格差の素地が確実に生まれていくように思われる。

(淵田 康之)