

重要性を増すバイサイドトレーダーの役割 —「NRIトレーディング・イノベーション」セミナーより—

昨今、資産運用会社のトレーディング業務における意思決定の巧拙に注目が集まっている状況に鑑み、野村総合研究所（以下、NRI）は「NRIトレーディング・イノベーション」セミナーを2006年7月4日に開催した。本稿では、セミナー開催の背景や、トレーディング業務の実態とシステム利用の現状や課題などをテーマとしたパネルディスカッションの模様を紹介する。

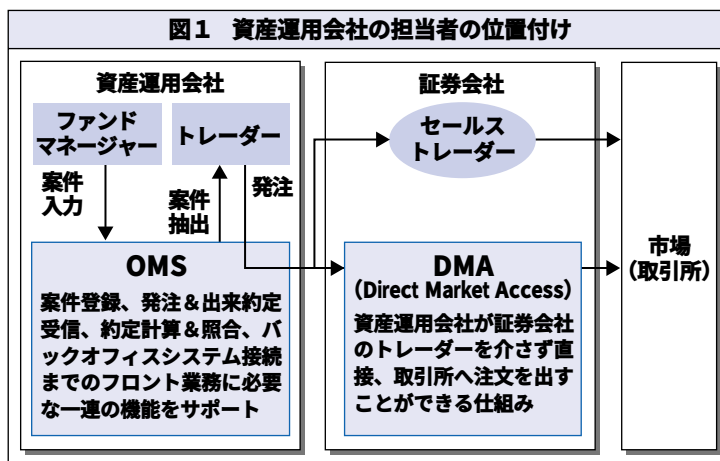
資産運用会社のトレーディング業務とは

これまで資産運用会社では、資産配分（アセットアロケーション）の策定、売買銘柄の選定、売買の執行（トレーディング）といった一連の運用プロセスを、ファンドマネージャー（資金運用責任者）が一手に担ってきた。しかしここ数年、トレーディング業務をトレーダーという売買専門の担当者が担う分業体制が定着してきている。これには、売買手数料の自由化、取引所集中義務の撤廃、機関投資家を中心にした受託者責任を求める意識の高まりなどにより、トレーディングが最良の形で行われているかに対する関心が強まっているという背景がある。

この分業の定着によりトレーディング業務の専門性がますます要求されるなか、その業務を支える周辺技術は急速に進展しており、ITの活用が、トレーディングの巧拙を左右する重要な要素になっている。たとえば、OMS（オーダーマネジメントシステム）は、最良執行を追求するために欠かせないPDCA（計画・実行・評価・改

善）サイクルの業務フローを実現する基本的なインフラである。また、執行戦略の策定でシステムで自動的に行うアルゴリズム取引も広がりを見せている。このように、トレーディング技術の進化は今後もさらに加速していき、それにつれて執行の選択肢はさらに多様化し、意思決定はますます複雑化していくと考えられる（図1参照）。

パネルディスカッションでは、資産運用会社3社からトレーディング部門の責任者の方々をパネリストに迎え、各社の現状をご紹介いただいた。以下では、「資産運用会社のトレーディング業務の実態」「トレーディング業務におけるシステムの利用」の2つのテーマに絞りその内容を紹介する。



野村総合研究所
金融ITイノベーションセンター
金融ITイノベーション研究部
上級研究員
田中隆博（たなかたかひろ）
専門は金融市場分析、リスク管理、執行
評価



パネルディスカッション

【パネリスト】（あいうえお順・敬称略）

中村孝志（東京海上アセットマネジメント投資株式会社トレーディング部長）

松沼 保（野村アセットマネジメント株式会社エクイティ・トレーディング室長）

森元公一郎（MU投資顧問株式会社トレーディング部長）

【司会】

田中隆博（野村総合研究所金融ITイノベーションセンター）

資産運用会社のトレーディング業務の実態

司会 日本でも、多くの資産運用会社が専門性を高めるためにポートフォリオマネジメント業務とトレーディング業務を分離し、それが定着してきています。ただし、その業務の役割分担は会社によって異なっているのではないかと思います。ITソリューションを考えるベースとして、お三方各社のトレーダーの業務、責任範囲などについて、まずお聞きしたいと思います。

中村氏 トレーディング業務を運用部門から分離したのはいまから7年ほど前です。基本的には、運用部門のファンドマネージャーが銘柄の選定、口座の決定までの役割を担い、トレーダーが発注のタイミング、執行のスピード、価格の責任を負う、という役割分担になっています。

松沼氏 当社もファンドマネージャーが銘柄と各口座への割り振りを指定して、その後ト

レーダーが売買のタイミングや価格を決定しながら執行する形式（ディスクレッション注文）が多くなっています。流動性が高い大型株の場合には、値段が大きく動いたときは、日中でもファンドマネージャーが注文の指示を変えることはあります。しかし流動性の低い銘柄になると、ファンドマネージャーではマーケットの情報をつかみづらいため、トレーダーの裁量の余地が大きくなります。

森元氏 当社は、1999年4月にトレーディング業務を分離し、発注業務を集中する形をとってきました。ファンドマネージャーが日中のマーケットをあまり気にせずに銘柄選択などのファンドマネジメント業務に集中できる体制を目指しました。したがって、ファンドマネージャーがファンドごとの売り買いの指定と発注株数を指定したら、その後はディスクレッション注文で、すべてトレーダーが執行しています。

現在、円債と短期資金を除く資産をトレーディング部で執行しています。マーケットが急激に動いたときには、トレーダーがファンドマネージャーに適宜状況を説明して、「この注文は、今日はやめたほうがいいのではないか」とか、「2～3日、トレーディング部でGTC（Good Till Cancel：キャンセルするまで有効）で預かる」といった提案をして、最良執行の方法をお互いに構築しています。最近では、売りの代金に対して買い注文を合わせて執行していくという条件付きの執行（コ

ンティンジェント執行) をトレーディングでも受け入れて管理しています。

司会 どの会社もトレーディング部でディスクレッション注文を行っているようですが、その日限りのディスクレッションなのか、ある程度継続した権限をもたされているのか、それについて伺います。

中村氏 当社は、基本的にはデイオーダーで、日をまたいで注文はファンドマネージャーが出しません。したがって、流動性から考えて1日で執行できないようなボリュームを動かしたいときは、数日にわたってファンドマネージャーからトレーダーに注文を出します。私自身はかならずしも望ましいとは思っていませんが、システム的な制約があるためにそうになっています。

松沼氏 当社も基本はデイオーダーです。やはりシステム的な問題があるからです。当社では、ファンドマネージャーが売買の注文を作るときに、社内で規定しているファンド残高に関する各種上限値を超えていないかどうかチェックしています。ただしファンド残高の確定情報は1日たたないとわからないため、複数日にわたってトレーディング部の裁量で注文を執行してしまうと、上限値のチェックがかからなくなる、ということが大きな理由です。

森元氏 当社も基本はデイオーダーです。毎日約80%以上の注文は成立します。しかし、当社は投資顧問のアカウントが多いため、社

内レーティング変更などにともない、大量の注文がトレーダーに集まるという状況が時々生じます。とても1日で執行できるような株数ではないので、このような場合にはGTC宣言をして、トレーディング部で株数を取りまとめ、マーケットの状況をみながら分割執行しています。GTC管理といっても、資金繰りなどのチェックが必要となるので、翌日に執行する注文はトレーダーが作成した執行案をいったんファンドマネージャーに返し、翌朝、チェックしたものをあらためてトレーダーに発注する形をとっています。

トレーディング業務におけるシステムの利用

司会 ちょうどシステムの話が出ましたので、「トレーディング業務におけるシステムの利用」に話を移させていただきます。オーダーマネジメントシステム (OMS) やダイレクトマーケットアクセス (DMA) など、トレーディングで使うシステムにおいて、皆様の会社の状況、追加してほしい機能など、利用者の立場からのコメントをいただけますでしょうか。

森元氏 今年の7月から証券会社とDMA接続も始めて、徐々に接続証券会社数を拡大する方向に動いています。DMAを利用し、バイサイド (買う側) 自身が執行することで、受託者責任における「最良執行義務」も名実ともに行っていきたいと思っています。もち

ろん、DMA執行にともなう事故などを事前にチェックすることは、当然システムでカバーされていなければならないと思います。

松沼氏 当社の大半の発注は、業界標準のメッセージングプロトコルであるFIXプロトコルを使い、FIXプロトコルを使っている証券会社のほぼすべてとDMA接続しています。DMAで普通にマーケットへつながるところまではできていますので、システムに期待するのは、アルゴリズム取引で直接、証券会社のサーバーに接続できることです。たとえばVWAP（出来高加重平均価格）とかボリューム比率、インラインボリュームなどというよく使うアルゴリズムについては、共通のフォーマットがあって、それに乗せるとFIXプロトコルでつながって直接、取引所に発注ができるというようなものを作ってもらえればありがたいと思っています。そのためにも、OMSがそれに対応できる柔軟なものでなくてはならないと考えています。

中村氏 当社では自社開発のOMSを利用していますが、システム開発やメンテナンスには限界があるため、汎用性のある強固なシステムを導入しようということで、第三者ベンダーのOMSへの入れ替えを進めています。そういった面からシステムに期待することは、プラットフォームとして信頼性、汎用性があること、そしてコネクティビティーがあることです。各証券会社が提供するアプリケーションをすべて使おうとすると、トレーダ

ーの目の前にスクリーンが3つ、4つと増えていくことになり、かえって事故の元になります。ですから、OMS側で各証券会社が提供するアルゴリズムを取り込める設計になっていると、ユーザーとしてはありがたい気がします。FIXプロトコルについては、自社のOMSにFIXプロトコルのツールをつなげて発注を行っています。したがってDMAも使っています。

しかし、ここに来て、検討しなくてはいけないことが出てきました。1つは平均単価、一括発注に同意いただけないお客様にどう対応するか、もう1つは、DMAを使って自分たちで注文を出していくと値寄せができず、保振で決済照合するときに、一本一本の約定を別の約定と認識しなくてはいけないのかどうか、ということです。

司会 パネリストのお話を通じて、トレーディング業務の現状が明らかとなりました。さらに、トレーディング業務における専門性には、法令遵守やファンド間の公平性の確保のような物理的な側面と、最良執行の実現という執行技術的な2つの側面があることがはっきりしてきました。これらを踏まえたシステムの改善・対応が求められてきています。NRIでは今後、フロントシステムソリューションへの投資を行っていきます。トレーディングシステム単体ではなく、資産運用会社全体の最適化に寄与できるシステムソリューションを目指していきたいと考えています。■