

# ブローカー評価の現状と今後

## バイサイドアンケートより

日本におけるブローカー評価では、依然としてリサーチの比重が高い。しかし、徐々にではあるが売買執行の比重が高まっていく傾向が見られる。このとき多様な執行手段の提供と、その手段を適切に選択するための執行コンサルタントの能力が証券会社に求められるだろう。

運用会社は通常、自らの執行を委託し手数料を支払う証券会社を選定するために、各証券会社の評価（ブローカー評価）を一定期間ごとに行っている。この評価は「リサーチ」部分と「売買執行」部分に大別され、リサーチは証券会社のアナリストのリサーチレポートなどの主にファンドマネージャー向けサービスに対する評価、売買執行は取引の執行能力に対する評価となっている。このブローカー評価を適切におこない、ファンドのパフォーマンスへの寄与が高い証券会社を選定することは、運用会社の受託者責任及び最良執行の観点において、非常に重要なことである。

そこで本稿では、現在運用会社がどのようにブローカー評価を実施しているのか、また今後その手法はどのように変化していくのかについて考察する。考察にはNRIが2007年2月～3月に実施した、運用会社の株式トレーダーを対象としたアンケート調査<sup>1)</sup>の結果を用いる。

### リサーチと売買執行の比重

ブローカー評価におけるリサーチと売買執行の比重は、運用会社が執行をどのように捉えているのかを考える上で重要な意味を持っている。日本においては従来からリサーチの比重が高く、運用会社は執行そのものよりも銘柄選定などの判断材料となるリサーチを重視していると言われている。今回のアンケート調査結果においても、証券会社の評価に占めるリサーチ比重が平均で全体の約2/3に達しており、依然と

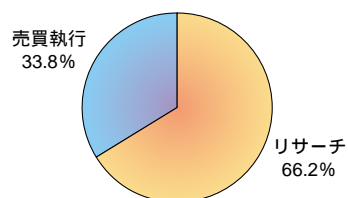
して日本の運用会社がリサーチを重視していることが確認できる（図表1）。

一方米国に目を向けてみると、日本とは逆に多くの運用会社で売買執行を重視していると言われている。米国の調査会社であるFinancial Insightsが40社以上の運用会社にインタビューを行ったところ、ブローカー評価において重要視しているのは執行品質であると回答した会社が全体の約6割、リサーチが3割強であった（図表2）。米国におけるITバブル時のアナリスト・スキャンダル<sup>2)</sup>によるアナリストレポートの信用失墜の影響もあるだろうが、取引電子化やアルゴリズム取引、ダーク・プール<sup>3)</sup>など、これまでにない執行手段を証券会社が提供することで売買執行の価値が増したため、ブローカー評価における高い比重につながっているものと考えられる。

### 売買執行の評価ポイント

日本の運用会社のブローカー評価における売買執行の評価ポイントを見てみると、ブローカー計らい<sup>4)</sup>の巧さ、リスクトレード<sup>5)</sup>

図表1 ブローカー評価する場合の比重



ブローカー評価におけるリサーチと売買執行のウェイトを尋ね、それを平均した結果。

#### Writer's Profile



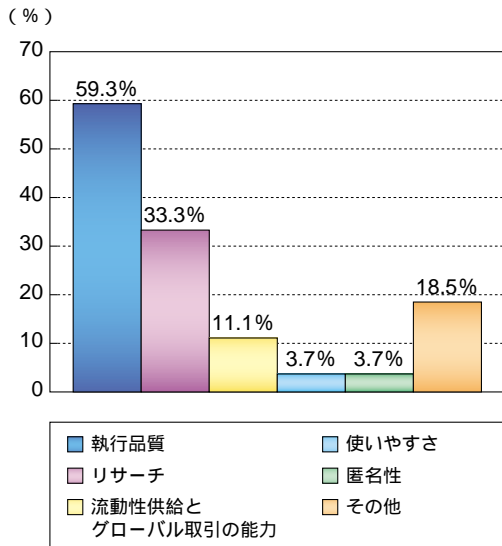
#### 加藤 大輝

Hiroki Kato

金融ITイノベーション研究部  
副主任研究員

専門は証券取引ビジネスに関する調査、分析  
focus@nri.co.jp

図表2 米国ブローカー評価の最重視項目



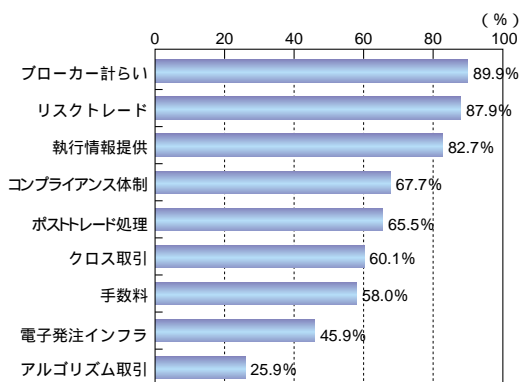
(出所) Financial Insights

の引き受け価格や頻度、証券会社のセールス・トレーダーから運用会社のトレーダーへの執行情報提供の3点が重視されていることがわかった(図表3)。特に執行情報提供については、DMA<sup>6)</sup>の浸透など、電子化の進展により証券会社のセールス・トレーダーと運用会社のトレーダーの関係が希薄になると言われる中で、逆に執行アドバイスなどを通じてのリレーションの維持が重要であることを示唆しており、興味深い。

### 今後のブローカー評価

今後、ブローカー評価はどのように変化していくのだろうか。調査ではリサーチと売買

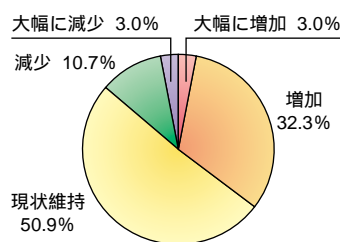
図表3 現在重視している売買執行のポイント



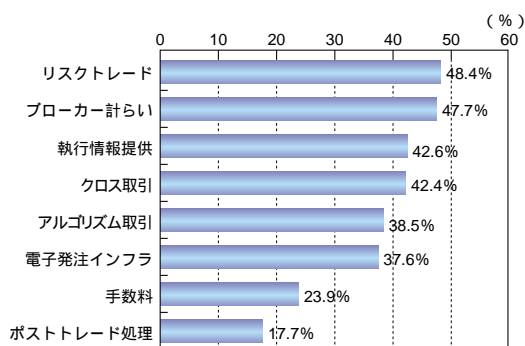
執行の比重について、現状と変化はないとする回答が約半数である一方、売買執行の比重が今後高まるとする回答が3割強あった(図表4)。全ての運用会社が様に売買執行の比重を上げていくということではないが、業界全体としては売買執行を重視する傾向にあると考えられる。

また売買執行での評価ポイントについては、今後もブローカー計らい、リスクトレード、執行情報提供の3点が重要であることには変わりはない(図表5)。しかしクロス取引<sup>7)</sup>、アルゴリズム取引などのこれまで主流ではなかった執行手法や、電子発注インフラという電子取引を支えるIT基盤の充実度に対する評価の比重が増していくとの意見も多い。特にアルゴリズム取引は、図表3で見られるように現在はあまり重視されていないが、今後はその重要性が大きく増加していくと予想される。このように運用会社の売買執行の利便性を、IT技術を駆使して向上させていく取り組みは、証券会社にとって今後更に重要となるだろう。

図表4 今後の売買執行ウェイトについて



図表5 今後重要性を増す評価ポイント



NOTE

- 2007年2～3月に実施。投資顧問、投信、生保、信託銀行など34の資産運用会社の48人の株式トレーダーから回答を得た。なお集計に際しては、所属する会社による偏りを排除するために、同じ会社に複数の回答者がいる場合、その会社の全回答者を分母としたウェイトで重み付けを行っている。
- 米国がITバブルであった2000年ごろに、いくつかの大手証券会社のアナリストが社内での評価に反して、買い推奨を行っていたとされる事件。
- 気配を外部に公表することのない取引市場や証券会社内部で反対売買どうしを付け合せて約定させてしまうクロス取引など示す。
- 運用会社が証券会社のトレーダーに条件をつけて執行を任せるとする取引手法。証券会社のトレーダーの能力により、執行のパフォーマンスが異なってくる。
- 証券会社が自らの資金を使用して、運用会社の取引相手となる取引手法。プリンシパル取引とも呼ばれる。
- Direct Market Accessの略で、証券会社のセールス・トレーダーを介することなく、運用会社からの注文を自動的に市場に回送する証券会社の電子取引サービス。
- 運用会社の取引案件に対して、証券会社が他の反対取引案件を探し出して、マッチングさせる取引手法。うまく相手が見つければ、大量の取引を市場よりも素早くマーケットインパクトを抑制して完了させることも可能となる。