

# 目に見えないコストのインパクト

売買執行にかかるコストとして、多くの投資家は売買委託手数料の水準に注意を払っている。しかし、売買執行には目に見えないコストが隠れており、こうしたコストの方が運用パフォーマンスへ与える影響は遥かに大きい。他人の資産を預かるプロの運用者は、受託者責任の観点からこうしたコストを無視してはならない。

## 売買執行にかかる「目に見えないコスト」

「株式の売買執行にはコストがかかる」と聞いて多くの方が最初に思いつくのは、証券会社に支払う売買委託手数料（以後、単に手数料という）だろう。投資家は常に手数料の水準に注意を払っており、リテール取引・ホールセール取引によらず、証券会社は値下げ圧力にさらされている。このような把握しやすいコストは、「目に見えるコスト」として知られている。

しかし、株式の売買執行にかかるコストは、手数料だけではない。特にホールセール取引においては、取引規模が大きい故に生じる「目に見えないコスト」の存在が無視できない。例えば、自らの買い注文によって市場価格を押し上げてしまう「マーケットインパクト」や、取引に時間がかかることによって他の市場参加者に情報が伝わり価格が上昇してしまう「タイミングコスト」などがそれである。米国における実証研究によれば、こうした「目に見えないコスト」は、売買委託手数料よりも遥かに大きいと報告されている。

以下では、日本のホールセール取引における「目に見えるコスト」と「目に見えないコスト」の実態を紹介する。

## 利用したデータ

NRIでは、2002年4月より資産運用会社を対象に執行コスト分析サービス（Trading）を提供している。このサービスを通じて、過

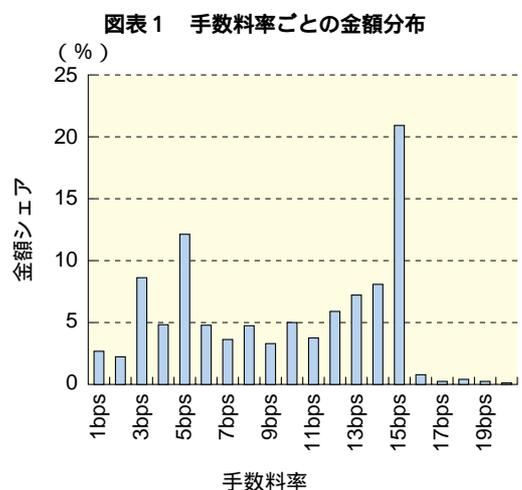
去の膨大な取引実績のデータが蓄積されている。その中より、2005年10月から2006年9月までに行われた取引のうち、証券会社に手数料を支払って行うエージェンシー取引<sup>1)</sup>のデータを抽出して分析を行った。総取引金額はおよそ10兆円、対象銘柄数は2,365銘柄である。

## 目に見えるコストの実態

前述のデータを対象として計算されたホールセール取引における平均的な手数料水準は約10bps<sup>2)</sup>である。

しかし、証券会社の実務担当者に聞くと、「もっと低い印象をもっている」というコメントが返ってくることが多い。そこで、手数料水準ごとの取引量の多寡を調べるために、対象データを1bps刻みの手数料率に分類し、その金額分布を計算した（図表1参照）。

これを見ると、15bpsと3～5bpsの2箇所に



### Writer's Profile



田中 隆博  
Takahiro Tanaka

金融ITイノベーション研究部  
上級研究員

専門は株式市場/  
ビジネス調査  
focus@nri.co.jp

ピークが存在することが読み取れる。15bpsは1銘柄ずつ行う取引（シングル取引という）の際に採用される主たる手数料水準である。一方、3～5bpsは複数銘柄をまとめて取引する際（バスケット取引という）の主たる手数料の水準である<sup>3)</sup>。前述の平均手数料の10bpsとは、これらの平均値として現れた数値である。証券会社の実務担当者が「もっと低い」と感じた理由は、1回あたりの金額の大きなバスケット注文の印象がより強く残っているためと思われる。

### 目に見えないコストのインパクト

通常、ファンドマネージャは、売買執行を開始する前の価格を参考に投資判断を行う。もし、売買執行の過程でマーケットインパクトやタイミングコストが生じることによって、この価格を上回る水準で購入されたとしたら、投資判断時の価格と実際の購入価格の差は売買執行によって生じたコストと見なして良いだろう。このような価格差は、インプリメンテーション・ショートフォールと呼ばれ、目に見えないコストの標準的な計測方法として知られている。

前述のデータを用いて、インプリメンテーション・ショートフォール法によって目に見えないコストの平均的な水準（中央値）を計算すると約70bpsとなる<sup>4)</sup>。これは、手数料のおよそ7倍の水準である。そして、さらに重要なことは、目に見えないコストが非常に広く分布している点である。図表2がその様子を示している。

低コストで執行された取引から順に並べた場合、ちょうど中心（50%の地点）に位置する取引において先ほどの平均的手数料である約70bpsのコストが生じていることが分かる。一方、低コストの方から数えて40%水準の取引では、およそ19bpsのコストに抑えられている。逆に低コストの方から数えて60%水準の取引では、約125bpsものコストが生じてい

る。つまり、平均を中心に上下10%の順位に位置する取引を比較しただけでも100bps以上もの差が生じてしまうのである。目に見えないコストを上手く管理できなければ、例え手数料の値下げで数bps稼いだとしても、その努力は簡単に吹き飛んでしまう。

図表2 目に見えないコストの分布



### 重要性を増す目に見えないコストの管理

このように、目に見えないコストのインパクトは非常に大きいにもかかわらず、手数料ほどには注意が払われていないように感じる。もし、その理由が単に把握しにくいからというだけであれば、他人の資産を預かるプロの運用者としての受託者責任を問われかねない。

現在、売買執行の世界は、アルゴリズム取引のような新しい取引手法や、PTS<sup>5)</sup>のような新たな取引機会の出現など変革期を迎えている。アルゴリズム取引のように中身がブラックボックス化された手段を用いる場合には、ブラックボックスの出力結果、つまり、売買執行の成績の評価を行うことが利用する上で大前提となろう。また、PTSのような複数の市場が定着するようになれば、市場間で生じる執行コストの差異が市場の競争力を示す尺度となるかもしれない。

こうした評価を行う際にも、明示的な把握しやすいコストの大きさだけでなく、目に見えないコストを含む真のコストの把握が重要となるだろう。

#### NOTE

- 1) 証券会社が売買執行の仲介者となり、取引所等の市場に注文を回送することによって売買を成立させる方法を「エージェンシー取引」と呼ぶ。一方、証券会社が売買執行の相手方となり、取引所等の市場に注文を回送することなく取引を成立させる方法を「プリンシパル取引」という。
- 2) bpsは%の100分の1の単位。つまり1bpsは0.01%。
- 3) 資産運用会社の端末から証券会社のトレーダーの手を介すことなく電子的に発注が行われるDMA (Direct Market Access) と呼ばれる取引もここに含まれるものと思われる。
- 4) 平均値は97bpsとなる。
- 5) 証券会社が運営する取引所類似施設のこと。Proprietary Trading Systemの略で私設取引システムとも呼ばれる。現在、インスティテット証券、マネックス証券、カブドットコム証券が認可を受けている。その他にもSBIイー・トレード証券/楽天証券/SBI証券などの5社連合や、松井証券がPTS開設の準備を進めている。