

プリンシパル取引のコスト

大きなロットの取引や銘柄入れ替えのケースで、プリンシパル取引を活用する運用会社は多い。この際、参照価格にベースコストを上乗せしたものが約定価格となるが、このベースコストの定量的な分析、評価は、最良執行実現の上で重要である。

プリンシパル取引とエージェンシー取引

株式について1998年12月に取引所集中義務が撤廃され、取引所を通すことなく、証券会社が顧客の取引相手となり売買を成立させる、いわゆるプリンシパル取引が可能となった。それに対して、従来のように証券会社が、委託された注文を取引所につないで売買を成立させる方法を、エージェンシー取引と呼ぶ。プリンシパル取引を利用すると、証券会社が機動的に売買の相手方となることにより、投資家のさまざまな取引ニーズを満たすことが可能となる。

例えば、機関投資家が巨額な取引を実現する場合、従来であれば、マーケットインパクトを避けるために市場で少しずつ時間をかけ

て売買していた。このような手法では、取引に時間をかけることにより市場の価格が変化してしまい、当初想定していた価格と乖離してしまうリスクが生じる。このようなリスクを避けたい投資家は、プリンシパル取引を利用することにより、一括して売買を成立させることが可能となる。

プリンシパル取引のコスト

機関投資家がプリンシパル取引を行う場合、まず取引する銘柄、数量と約定価格の基準となる参照価格を証券会社に伝える。参照価格は、一般に直前の取引所における価格とする場合が多く、ランチタイム¹⁾の取引であれば、前場の終値が参照価格となる。証券会社

Writer's Profile



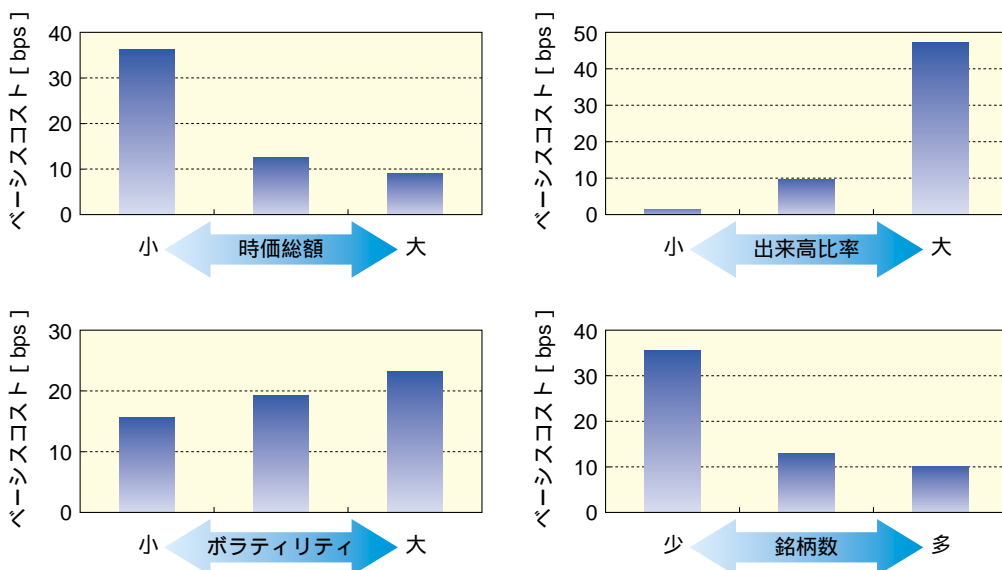
加藤 大輝

Hiroki Kato

金融ITイノベーション研究部
副主任研究員

専門はトレーディングに
関わる調査、研究
focus@nri.co.jp

図表1 ベースコストと取引条件



はそれを受けて、予測される在庫調整のコストと、自らの収益を参照価格に上乗せして約定価格を提示する。在庫調整とは、顧客とのプリンシパル取引によって生じた自己ポジションのリスクを、特定の水準まで抑えるために行う取引を指す²⁾。

この約定価格と参照価格の差がプリンシパル取引のコストであり、ベースコストと呼ばれる。ベースコストはエージェンシー取引の委託手数料ほど明確ではないため、このベースコストがどのように設定されるのかを理解した上で、エージェンシー取引と比較して有利か不利かを検証することが、プリンシパル取引を利用する上で重要となる。

ベースコストの決定要因

ベースコストに含まれる在庫調整のコストは、マーケットインパクトによるコストや、執行までの価格変動によるタイミングコスト、そしてタイミングコストを抑制するためのヘッジの容易さなどによって決定される。

例えば図表1はプリンシパル取引において、銘柄の平均的な時価総額³⁾、出来高比率⁴⁾、ボラティリティ⁵⁾、銘柄数の各取引条件によって、ベースコストにどのような傾向があるのかを実際の取引データ⁶⁾から検証した結果である。時価総額が小さく、出来高比率の大きい取引では、証券会社がポジションを解消する際のマーケットインパクトによるコストが大きくなり、ボラティリティの大きな取引ではポジションを解消するまでの価格変動リスクが大きくなるため、ベースコストが大きくなる傾向があることが確認できる。また銘柄数が多くなるとコストが小さくなる傾向が見て取れるが、これは市場インデックスの先物などを用いたヘッジが容易になるためであると考えられる⁷⁾。

プリンシパル取引が有利なケース

プリンシパル取引の優位性について、仮に

エージェンシーで執行した場合に発生するであろう執行コストと比較することで検証を行うこととする。エージェンシーの執行コストの推計モデルには、任意の銘柄を任意の株数取引した場合に、どの程度市場の価格が変化するかを、過去に市場で行われたエージェンシー取引からモデル化したものを用いる。

図表2はエージェンシーとプリンシパルのコストの違いを、相関が統計的に有意であった出来高比率の大ききごとに比較したものである。全体的にプリンシパル取引のベースコストの方がエージェンシー取引の推計執行コストよりも低いことがわかる。特に出来高比率が10%以上の場合に顕著であり、その差は38bpsとなる。また推計執行コストには委託手数料分が加味されていないため、プリンシパル取引の優位性は更に増すことになる。

有効な活用のために

このように特に取引量が大きいときには、プリンシパル取引は執行コストを低減する有効な取引手段になりうるということがわかった。ただしこれらは平均的な結果であり、実務的には個別の取引においてベースコストを検証することが望ましい。プリンシパル取引の優位性を事前に分析して実行の是非を判断し、ベースコストの妥当性を事後にチェックして改善につなげることで、執行のPDCA (PLAN、DO、CHECK、ACT) サイクルを実現することが重要である。このような取り組みが執行の質を改善し、最良執行の実現へとつながるであろう。

NOTE

- 1) 東京証券取引所は11:00から12:30まで昼休みとなる。相場の動いていないこの時間帯を利用したプリンシパル取引は頻繁に行われる。
- 2) 在庫調整には、顧客とのプリンシパル取引によって生じたポジションを完全に解消する方法と、プリンシパル取引で抱えたポジションを含めた自社の総ポジションのリスクを特定の水準まで抑える方法とがあり、証券会社がどちらを採用するかは在庫の状態によって異なる。
- 3) 各銘柄の時価総額を取引金額で加重平均。
- 4) 各銘柄の一日平均出来高に対する取引数量を取引金額で加重平均。
- 5) 各銘柄の日次ボラティリティを取引金額で加重平均。
- 6) NRI Trading アドバンスサービスの利用者の2005年7月～2006年6月の取引を対象。
- 7) ちなみに各取引条件を説明変数に、ベースコストを被説明変数として重回帰分析を行った結果、これらの傾向は統計的に有意であることが確認されている。

図表2 プリンシパル取引の優位性 (出来高比率)

出来高比率	推計執行コスト (エージェンシー) ①	ベースコスト (プリンシパル) ②	差 ① - ②
0.1%未満	12 bps	1 bps	11 bps
0.1～1%	17 bps	9 bps	7 bps
1～10%	39 bps	32 bps	7 bps
10%以上	149 bps	111 bps	38 bps