

英国における株式売買委託手数料見直しの動き

—公表された FSA のコンサルテーション・ペーパー—

英国金融サービス機構（FSA）は 2003 年 4 月 7 日、「バンドルド・ブローカレッジ（＝フル・ブローカレッジ）及びソフト・コミッション協定」と題するコンサルテーション・ペーパーを公表した。2001 年 3 月に公表された「マイナーズ報告書」において、年金基金が証券会社に支払うコミッション（手数料）の決定プロセスが明確でないなど、手数料の透明性の欠如が指摘されたことを契機にして、英国では取引コストの透明性を高めようとする動きが始まっている。本稿では、フル・ブローカレッジ・サービス及びソフト・コミッション協定の実態に触れたうえで、コンサルテーション・ペーパーの内容を紹介し、コミッションのあり方をめぐる英国での議論を整理する。

1. これまでの経緯

英国金融サービス機構（FSA）は 2003 年 4 月 7 日、「バンドルド・ブローカレッジ及びソフト・コミッション¹協定（Bundled Brokerage and Soft Commission Arrangements）」と題するコンサルテーション・ペーパーを公表した。

FSA のダイレクター、Gay Huey-Evans 氏は、ファンド・マネジメント会社が証券会社に支払うコミッションの 40%は、証券アナリストのリサーチ・レポートやマーケット情報の取得など、売買執行以外の付加的サービスの購入に利用されている現状を鑑みると、手数料の用途に関する透明性を高めることが肝要である、という考えを明らかにした。

今回公表された FSA 提案がそのまま実施されれば、ファンド・マネジメント会社は、売買執行以外の付加的サービスの取得にかかるコストを年金基金など顧客に転嫁する場合、顧客の同意が必要になる。FSA は、2003 年 8 月 29 日まで、同コンサルテーション・ペーパーに対するパブリック・コメントを受付ける。

1) 「マイナーズ報告書」の公表

証券会社に支払うコミッション（手数料）のあり方に関しては、英国財務省の諮問を受けて、ガートモアのポール・マイナーズ会長（当時）が 2001 年 3 月に公表した、英国の機

¹ 米国における「ソフト・ダラー」に相当する。

関投資家運用の課題に関する報告書、いわゆる「マイナーズ報告書」²の中でも、問題点として取上げられ、注目を集めた。

年金基金は、ファンド・マネジメント会社に対して運用報酬³を支払うのとは別に、証券会社に支払うコミッションも負担している。運用報酬については、ファンド・マネジメント会社と年金基金、その運用コンサルタントとの間で毎年交渉が行われ、三者の合意によって決められているため、透明性は高い。一方で売買執行の度に課せられるコミッションについては、当該期間における総コストの公表が義務付けられておらず、せいぜい取引確認書類の中に数字が示されているのみで、透明性が高いとは言えない。また、ファンド・マネジメント会社が、どの証券会社を通じて売買の執行を行うのかについて、顧客である年金基金側は、原則として直接口をはさむことが出来ないうえ、手数料そのものの決定プロセスも不透明である、という問題が報告書で指摘された。

その上で、「マイナーズ報告書」は、ファンド・マネジメント会社は、顧客にとって最良な売買執行を行ってくれるかどうかではなく、ファンド・マネジメント会社に対して売買執行以外にどのような付加的サービスを提供してくれるかという観点で、取引先の証券会社を選ぶインセンティブが働いている、と結論付けた。

こうした結論を踏まえて、同報告書では、コミッションを運用報酬の中に取り込むべきである、という提案がなされた。

これを受けて、2001年7月、監督官庁である財務省は声明を発表し、FSAが最良執行義務の見直し⁴や証券アナリストをめぐる改革⁵と関連して、ソフト・コミッション協定およびバンドリング・ブローカレッジ・サービスに関する独自のレビューを実施することでFSA側と合意に至ったことを明らかにした。今回公表されたコンサルテーション・ペーパーは、こうした流れの中から出てきたものである。

2003年3月12日には、ルース・ケリー金融担当大臣(financial secretary to the Treasury)が、全英年金基金協会(NAPF)主催のカンファレンスの席で、「マイナーズ報告書」公表から2年経過時点のレビューを開始することを明らかにした⁶。

² 詳しくは、落合大輔「英国機関投資家運用の問題点—マイナーズ報告書の要点」『資本市場クォーター』2001年夏号参照。

³ ファンド・マネジメント会社の人件費、インハウスのリサーチ業務やバックオフィス機能などの費用をカバーしている。

⁴ FSAは2002年10月に、最良執行に関するコンサルテーション・ペーパー(CP No.154 “Best Execution”)を公表した。このなかでFSAは、運用会社に対して、取引コストに関する議論を単に最良の価格(best price)での売買執行に終始するのではなく、年金基金などの顧客が最良の結果(best result)を得られるよう、発生するコストのあらゆる面に注意を払うことを要求している。なお、最良執行義務を最も負うのはファンド・マネジメント会社であるが、ソフト・コミッション協定を結ぶ場合には、ブローカーがファンド・マネジメント会社に対して最良執行義務を負うことになる。米国における機関投資家の最良執行義務について、詳しくは大崎貞和「機関投資家の最良執行義務と発注管理—米国アナリスト協会のガイドライン」『資本市場クォーター』2002年春号参照。

⁵ 詳しくは、林宏美「英国における証券アナリストをめぐる規制の見直し」『資本市場クォーター』2003年春号参照。

⁶ マイナーズ氏は、報告書の公表から2年間経過した時点で、機関投資家マーケットのレビューを実施することを提言していた。

2) 投資運用協会(IMA)のガイドライン

「マイナーズ報告書」の提言を受けて、2002年5月には、ファンド・マネジメント会社の業界団体である投資運用協会(Investment Management Association、IMA)が、全英年金基金協会(NAPF)の全面的な支持を受けて、年金基金の取引コストに関する情報開示のガイドライン(Pension Fund Disclosure Code)を発表した。このガイドラインは、ファンド・マネジメント会社が顧客である年金基金に対して、間接的なものを含むコストに関する情報の標準的な開示方法を示しているが、IMAが、会員ファンド・マネジメント会社に対して、同ガイドラインに基づく報告を義務づける法的権限を有しているわけではない。

IMAの新ガイドラインでは、企業年金全体の方針、顧客である企業年金に課しているコストの管理プロセスや手続きに関する情報を開示するレベル・ワン(図表1)、顧客ごとの情報を開示するレベル・ツー(図表2)の2段階構造となっている。ファンド・マネジメント会社は、2003年上半期にも、レベル・ツーに基づく情報開示を行うことが期待されている。なお、報告の頻度は半期に一度とされている。

図表1 レベル・ワンの情報開示
—ファンド・マネジメント会社の運用方針、手順、管理プロセス—

- | |
|--|
| <ul style="list-style-type: none">▪ 当該ディスクロージャーの報告期間： 日/月/年 ~ 日/月/年 <p>(売買執行の場及びその手法)</p> <ul style="list-style-type: none">▪ 利用している売買執行の場(dealing venues)に関する記述、ファンド・マネジメント会社が、複数の選択肢の中から、一つの売買執行の場を選んだ方法、及びそうした判断が顧客の取引コストに及ぼす影響。 <p>(ブローカーの選択)</p> <ul style="list-style-type: none">▪ ファンド・マネジメント会社のプロセス、信用格付に関するファンド・マネジメント会社の方針、売買の執行やリサーチ情報などについて、選んだブローカーが(他のブローカーに比べて)相対的にどのような点で望ましかったのかなど。 <p>(手数料率の違い)</p> <ul style="list-style-type: none">▪ 手数料(コミッション)率の交渉プロセス、異なった市場(例：英国市場/海外市場、債券市場/株式市場、流動性が高い市場/流動性が低い市場)における手数料率の違いに対するインパクト。 <p>(ソフト・コミッション)</p> <ul style="list-style-type: none">▪ ファンド・マネジメント会社の社内規定、ソフト・コミッションを正当化する理由、現行のFSA規則を確実に遵守するためのプロセス、前回の報告レポート以後の社内規定に関する変更点、ファンド・マネジメント会社によるソフト・コミッションに関する年次開示。 <p>(コミッションの払い戻し)</p> <ul style="list-style-type: none">▪ ある特定の顧客とコミッションの払い戻し(commission recapture)契約(*)を締結しているのであれば、そのプロセスの記述。 <p>(注文執行の効率性に対するモニタリング)</p> <ul style="list-style-type: none">▪ 顧客のポートフォリオの資産価値を最大化し、かつ取引コストを管理するために設定されているファンド・マネジメント会社の方針や手続き。これには、ビッド・オファー・スプレッドやマーケット・インパクト、機会費用を含む売買執行コストを評価するうえでの方針、手続き、仮定などが含まれる。▪ ファンド・マネジメント会社がコスト評価を行っているかどうか。また、こうしたコスト |
|--|

- 評価の結果をどのように利用しているのか。
- (利益相反)
- 注文の執行、取引のアロケーションをする際顧客を公正に取り扱わなければならないとする FSA の規則を遵守する上での手順、実際に発生している（あるいは潜在的に発生しうる）利益相反を認識し、管理する手順。誘因(inducements)に関する現行の FSA 規則を遵守するための方法、報告期間の間に記録された誘因の概数、種類、全体の価値。
- (内外のリサーチ)
- 外部のリサーチを用いる上でのファンド・マネジメント会社の方針、リサーチ情報を利用することで生まれる便益を評価する方法、リサーチ情報を入手するための資金の出所はどこか。
- (カストディ・サービス)
- ファンド・マネジメント会社がカストディアンを利用する場合、カストディアンの選別を行う方法、モニタリングや見直しのプロセス。

(注)(*)のコミッション払い戻し契約とは、年金基金がファンド・マネジメント会社に対して、売買執行の一部を特定のブローカーを通して行うことを約束する契約を指す。但し、ディレクテッド・ブローカレッジ契約と異なり、仲介者が介在しない。

(出所)IMA “Pension Fund Disclosure Code”(2002年5月)より野村総合研究所ヨーロッパ作成

図表 2 レベル・ツーの情報開示

- 当該ディスクロージャーの報告期間： 日/月/年 ~ 日/月/年
- IMA の新ガイドラインが適用されない金融商品がポートフォリオに占める割合(報告期間の最終日ベース)を明記する。新ガイドラインが適用されない金融商品としては、第三者の集合投資スキーム、インベストメント・トラスト、不動産、プライベート・エクイティ、商品などが挙げられる。また、ファンド・マネジメント会社がこうした金融商品での運用を行っている理由についても明記する。
- 運用報酬、及びファンド・マネジメント会社（グループ会社も含む）が受取るその他の収入。
- カストディ・コスト、及びその支払い先。
- 売買代金、支払ったコミッション（手数料）：
 - ① コミッションがかからないネット上での取引、①の取引が全体に占める割合。
 - ② コミッションや手数料がかかった取引、②の取引が全体に占める割合。
 - ③ ソフト・コミッションで行われた取引、③の取引が全体に占める割合。
 - ④ ディレクテッド・ブローカレッジ契約(*) (directed arrangement)、あるいは払い戻し契約(**) (recapture arrangement) に基づいて行われた取引、④の取引が全体に占める割合。
 - ⑤ 当期間に発生した手数料の合計額。
- 受取った引受手数料。
- ファンド・マネジメント会社が顧客に代わって貸株を行っている場合には、貸株によって受取った収入及び支払った手数料の明記。
- 税金（付加価値税(VAT)、購入時に支払った印紙税、その他取引に関わる税金）。
- その他のコスト。

(注)(*)のディレクテッド・ブローカレッジ契約(directed arrangement)とは、年金基金がファンド・マネジメント会社に対して、売買執行の一部（25%程度が一般的）を特定のブローカーを通して行うことを約束する契約を指す。この契約を結ぶ際には、ディレクテッド・ブローカー・エージェント (directed brokerage agent) 或いはカストディアンを仲介者として利用する。ブローカーは仲介業者を通じてコミッション収入の一部を年金基金に払い戻す（この際仲介業者は手数料を差し引く）。

(**)の払い戻し契約(recapture arrangement)は、ディレクテッド・ブローカレッジ契約と類似しているが、年金基金はディレクテッド・ブローカレッジ契約のように仲介業者を介することなく、ブローカーと直接契約する点が異なっている。

(出所)IMA “Pension Fund Disclosure Code”(2002年5月)より野村総合研究所ヨーロッパ作成

2. 英国におけるコミッションの実態

コンサルテーション・ペーパーの公表に向けて、英国金融サービス機構（FSA）は、独立系経済コンサルタント会社 OXFERA（Oxford Economic Research Associates）に対して、英国におけるブローカレッジ・サービスのバンドリングに関する調査、及びそうした取引慣行が行われているブローカーとファンド・マネジメンツの業界に関する調査を諮問した。ここでは、この OXFERA の調査結果を中心にして、英国の実態を概観する。

1) 実態

OXFERA の調査によれば、2000 年に英国のファンド・マネジメンツ会社が証券会社に支払ったコミッションは 23 億ポンドを超える。推計であるため、数字はまちまちであるものの、一般的にはコミッション全体の 40% が売買執行以外のサービス提供の対価である、と見られている。OXFERA は、ソフト・コミッション協定に基づく支払いが 1.6 億ポンド程度、フル・サービス・ブローキングのコストが 5 億ポンド程度である、と推定している。

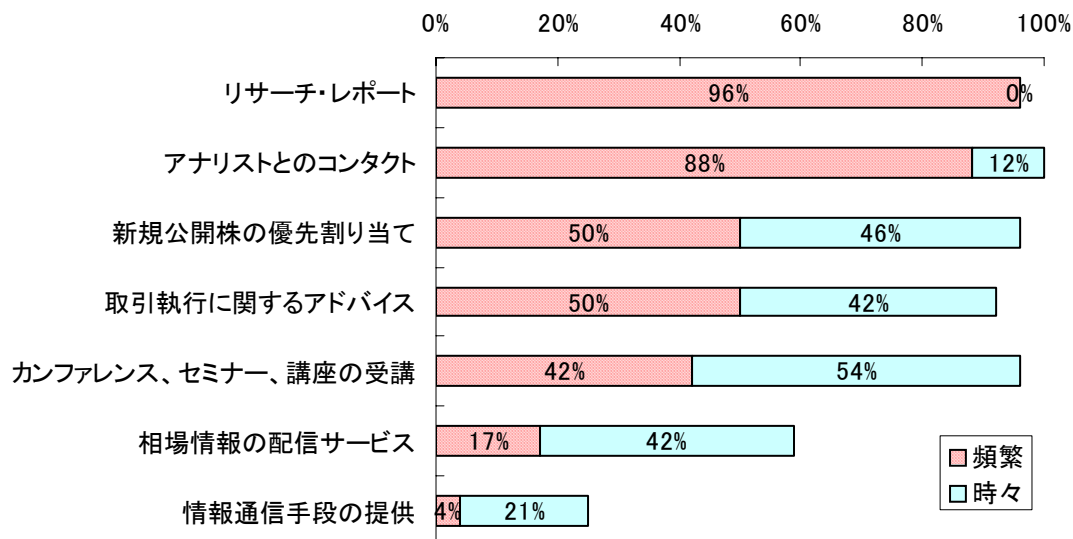
なお、売買執行サービス以外の付加的サービスは、バンドリング・サービスの場合もソフト・コミッション協定下のサービスの場合も、運用報酬ではなく、「コミッション」に含まれるため、こうしたサービスの対価は年金基金をはじめとしたファンド・マネジメンツ会社の顧客が負担する仕組みになっている。

(1) バンドリング・サービス（フル・ブローキング・サービス）

フル・サービス・ブローカーは、機関投資家の顧客に対して、売買執行サービスに加えて、「無料で」（コミッションだけで）リサーチ・レポート、アナリストとのコンタクトなど付加的なサービスを提供している（図表 3）。顧客がどの程度の付加的サービスを楽しめるかは、当該ブローカーへの発注量によって決められるが、必ずしも明確には対応していないケースもある。

証券会社を対象に実施した調査を見ると、リサーチ・レポートを中心とした一部の付加的サービスについては、証券会社は、売買高の水準に関係なく、すべてのファンド・マネジメンツ会社に提供している一方で、IPO 案件へのアクセス、ブルムバーグやロイターなどが提供するマーケット情報サービスの提供、カンファレンス参加費の負担などについては、大口顧客に限定して提供しているという実態が明らかになった。

図表3 証券会社が提供する売買執行以外のサービス



(注)1.「アナリストとのコンタクト」では、売買執行等に関するアドバイスが主に電話で提供される。

2.「リサーチ・レポート」はメーリング・リストを通じて配布されることがしばしば。

(出所)OXERA “An Assessment of Soft Commission arrangements and Bundled Brokerage Services in the UK”より
野村総合研究所ヨーロッパ作成

(2) ソフト・コミッション協定

ソフト・コミッション協定とは、売買執行サービスに加えて、ファンド・マネジメント会社が、証券会社からリサーチ・レポートやアドバイザリー・サービスを提供してもらう対価として、顧客が支払うコミッションの一部が充てられるよう、ファンド・マネジメント会社と証券会社との間で結ぶ協定を指す(図表4)。その際、手数料率と倍数⁷(multiple)に関して予め合意しておく。

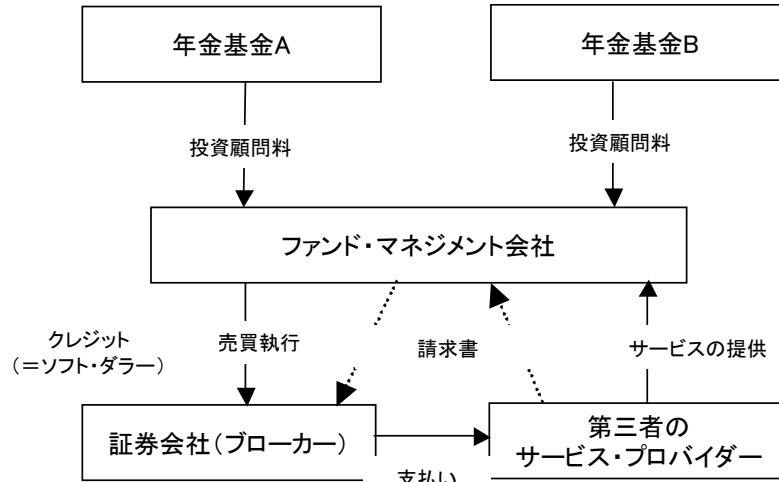
ソフト・コミッション協定の下でファンド・マネジメント会社が享受しているサービスの内訳を見ると、コミッションの50.2%が「市場価格の提供、約定確認サービス、その他の情報サービス」に利用され、30.6%が「リサーチ、分析、アドバイザリー・サービス」に用いられている(図表5)。なお、「市場価格の提供、約定確認サービス、その他の情報サービス」は、大部分がロイターやブルムバーグが提供する金融情報サービスである。

ソフト・コミッション協定に基づくサービスと前述したバンドリング・サービス(フル・ブローキング・サービス)との大きな相違点は、サービス価格の透明性にある。すなわち、前者は第三者機関によって提供されるのが一般的であるため価格が明らかである。一方、

⁷ 例えば倍数が1.5の場合、証券会社が受取るコミッション1.5ポンドのうち、1ポンドをファンド・マネジメント会社がクレジット(credits=ソフト・コミッション)として受取ることが出来る。言い換えれば、倍数1.5の場合、証券会社はコミッション収入の3分の1を収益として計上する一方で、その3分の2はファンド・マネジメント会社に対して、クレジットという形式で支払われることを意味する。

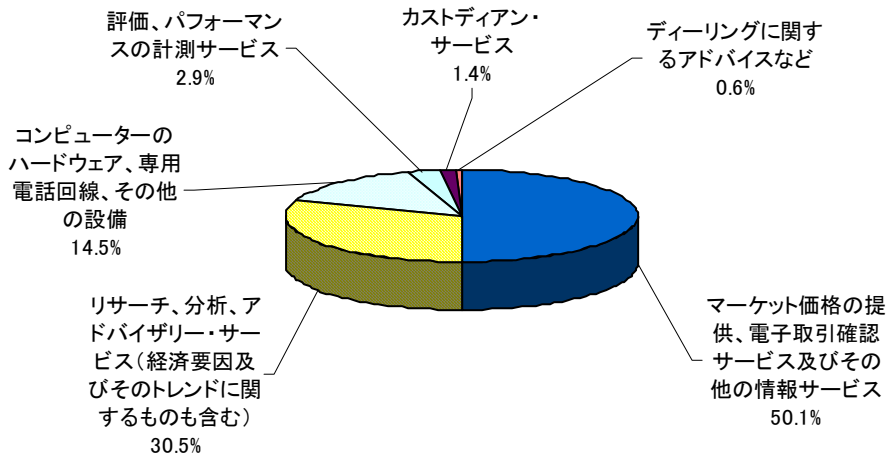
後者は証券会社やそのグループ会社によって提供されるため、価格が明示されていない。

図表4 ソフト・コミッション協定の仕組み



(出所)OXERA “An Assessment of Soft Commission arrangements and Bundling Brokerage Services in the UK” より野村総合研究所ヨーロッパ作成

図表5 ソフト・コミッション協定下でファンド・マネジメント会社が購入するサービス



(注)ファンド・マネジメント会社 16社を対象に実施した調査。
 (出所)OXERA (2002年) より野村総合研究所ヨーロッパ作成

英国で1970年代にソフト・コミッション協定が発達した背景には、ロンドン証券取引所

(LSE)が最低手数料制を採用しているなかで、フル・ブローカレッジ・サービスを提供する証券会社が、付加的サービス(ソフト・マネー)を提供することによって、他社との差別化を図ろうとしていた点が指摘できる。その後、ソフト・コミッション協定に基づく取引慣行は幅広く用いられるようになったため、1986年のビッグ・バンによって手数料自由化が実施された後も、証券会社は引き続きソフト・コミッション協定に基づくサービスを提供し続けなければならなくなった⁸。

2) 現行の規制体系

FSAは、業務行為規則(Conduct of Business Rules)の下で、バンドリング(フル・サービス・ブローキング)とソフト・コミッションとを明確に区分して取り扱っている。FSAは、バンドリング・サービスに関しては黙認の姿勢を示す一方で、ソフト・コミッション協定に関しては規制を設け(図表6)、ファンド・マネジメント会社がソフト・マネーを利用できるサービスの範囲を制限している(図表7)。例えば、オフィスの賃料やバックオフィス業務に関連する費用などに対して、ソフト・マネーを利用することは認められていない。

図表6 ソフト・コミッション協定を利用する際の条件

- | |
|--|
| <p>①ソフト・コミッション協定は文書(in writing)にしておかなければならない。</p> <p>②ソフト・コミッションは、ファンド・マネジメント会社の顧客への運用サービスを充実させることができるような、特定の財やサービスを取得するために用いることができる。</p> <p>③証券会社は最良執行(best execution)義務を果たすことで合意しなければならない。</p> <p>④ファンド・マネジメント会社は顧客のポートフォリオに対してソフト・コミッション協定を用いるのであれば、事前に顧客との間で合意しておく必要がある。なお、ファンド・マネジメント会社は、ソフト・コミッション協定によって享受したサービスの価値、および支払ったコミッションを定期的に開示しなければならない。</p> |
|--|

(出所)FSA “Bundled Brokerage and Soft Commission Arrangements”(CP176、2003年4月)より野村総合研究所ヨーロッパ作成

図表7 英国におけるソフト・コミッション協定に該当するサービス、該当しないサービスの

⁸ 米国でも、証券取引委員会(SEC)が1975年に固定手数料制を廃止した際、英国と同様な反応が見られた。米国におけるソフト・ダラー(英国ではソフト・コミッション)の実態について詳細は、橋本基美「ソフト・ダラーの管理体制のあり方」『資本市場クォーター』1999年夏号参照。

例(ガイダンス)

ソフト・コミッション協定のもとで提供できるサービスの例	FSA がソフト・コミッションに関係あるものと見なさないサービスの例
<ul style="list-style-type: none"> ・リサーチ情報の提供、アナリスト及びアドバイザー・サービスの提供（経済的要因やトレンドに関するものも含む） ・マーケット・プライス・サービス ・電子取引確認システム ・第三者が提供する電子取引、気配システム ・専門的なコンピューター・ソフトウェア或いはリサーチ・サービスに関するコンピューター・ハードウェア ・専用電話回線 ・セミナー参加費（サービス規定に関する場合） ・出版物（サービス規定に関する場合） 	<ul style="list-style-type: none"> ・認可投資業務に関する行為か否かに拘わらず、旅行、宿泊、娯楽費用 ・サービス規定に関係しないセミナー参加費用 ・サービス規定に関係しない出版物の購読費 ・ワード・プロセッシング、会計プログラムなど、オフィス管理向けのコンピューター・ソフトウェア ・専門のコンピューター・ソフトウェアと関係しないコンピューターのハードウェア ・専門機関の会員費 ・標準的なオフィス設備、或いは補助的機能の購入、賃貸 ・従業員の俸給 ・直接的な現金支払い

(出所)FSA 業務行為規則(COB)、セクション 2.2.13G、2.2.14G より野村総合研究所ヨーロッパ作成

3. FSA のコンサルテーション・ペーパー

ここでは、FSA のコンサルテーション・ペーパーの内容を紹介することとする。まず初めに規制上の問題点に触れたうえで、バンドリング・サービスやソフトディングによる経済的便益を紹介し、最後に FSA による提案を概観することとしたい。

1) 規制上の問題点

ソフト・コミッション協定及びバンドリング・サービスに基づくサービスをファンド・マネジメント会社が享受できる取引慣行においては、ファンド・マネジメント会社は、顧客の利益にとって最良であるかではなく、享受できるサービスの内容によって、売買の執行を行ったり、売買契約を結んだりするなど、利益相反を引き起こしかねない面がある。

以下では、ソフト・コミッション協定やバンドリング・サービスの取引慣行によって生じている規制上の問題を取上げることとする。

(1) 透明性の欠如

ソフト・コミッション協定やバンドリング・サービスのもとで、ファンド・マネジメント会社は、運用に伴う費用の一部をコミッションという形で顧客に負担させている。ただ、顧客は、自らが負担したコミッションを用いて、ファンド・マネジメント会社がどのような付加的サービスを購入しているのか、どのくらいの金額を付加的サービスに充てている

のかを認識することは困難である。従って、顧客は、自らがコストを負担しているサービスが、コストに見合うだけの価値を生み出しているかどうかを判断するのに十分な情報を有していない。

(2) 過剰な付加的サービス

(1) で述べたように、顧客側が支払いコストの妥当性を判断する材料に乏しいため、ファンド・マネジメント会社が必要以上に付加的サービスを購入している可能性がある。例えば、マーケット情報入手する専用端末を必要以上にリースしたり、運用目的の達成に必要なデータよりも幅広い分野のデータを取得できる体制を整えたりする、といった具合である。前述したように、こうしたサービスを楽しむことは、ファンド・マネジメント会社の費用負担につながらないため、ファンド・マネジメント会社がサービスの適正水準を判断するインセンティブが働きにくいからである。

OXERA の調査では、仮にソフト・コミッション協定を結べないのであれば、31%のファンド・マネジメント会社が付加的なサービスの購入に支払うコストを下げる、と回答した。

(3) 過剰な売買執行

ファンド・マネジメント会社は、売買執行に伴う付加的なサービスを多く享受したいと考えることから、顧客資産の運用パフォーマンス向上よりも、証券会社への発注を増やすことに注力する可能性がある。

(4) 売買の決断及び売買執行の質

仮に発注量が適正な水準にあっても、バンドリング・サービス及びソフト・コミッション協定がファンド・マネジメント会社にとって有利な内容となっているかどうかという点が、取引証券会社の選定に影響を及ぼす可能性がある⁹。幅広い取引スプレッドや高いコミッションを課すなど、売買執行の質が劣っても¹⁰、ファンド・マネジメント会社に有利なバンドリング・サービス、ソフト・コミッションを提供する証券会社を選ぶ可能性が生じる。

⁹ OXERA がファンド・マネジメント会社を対象に実施した調査では、「ソフト・コミッション協定の有無」が取引先証券会社の選択において、重要な要素となっていないことが分かる。ファンド・マネジメント会社は、取引先証券会社を選ぶ際に、最重要視する項目として、「売買執行の質」、「証券会社の専門性」などを検討している公算が大きい。

¹⁰ ソフト化された取引の質がソフト化されていない取引のそれに比べて悪いのではないかと、という懸念があるが、こうした懸念は実務上起こりえない。というのも、売買執行時点において、証券会社がソフト化されている取引か、ソフト化されていない取引かを区別することは出来ないため、ソフト化されている取引の質をあえて落とすことが出来ないからである（OXERA 報告書より）。

2) 経済的便益

(1) バンドリング・サービス

バンドリング・ブローカレッジ・サービスがもたらす主な経済的便益として理論上指摘されるのは、

- ①規模の経済が働くため、バンドリング・サービスの中身をそれぞれ個別に提供する場合に比べて、コストを低く抑えることができる。
- ②顧客は、支払ってもよいと考える金額を支払うので、効率的な価格形成が可能。
- ③複数の異なったサプライヤーからサービスを見つけ出すよりも、まとめて購入するほうが全体として割安になるため、顧客は取引コストを抑えることができる。

の3点である。

こうした経済的便益について、OXERAは、比較的需要の予測がしやすく、かつ売買代金と直接関係がないサービス（例えば、市場価格や市場情報の提供、カンファレンスへの招待、情報伝達手段の提供など）を提供することの正当性はほとんどない、との見方を示している。

(2) ソフティング

ソフティングによってもたらされる経済的便益として理論上指摘されるのは、

- ①競争の活発化、選択肢の増加によって、中小のファンド・マネジメント会社や証券会社による新規参入を容易にする。
- ②第三者のリサーチ提供業者が参入できる余地を作り¹¹、彼らが証券会社が提供するリサーチと競争する素地を整えることができる。

という2点であり、ソフティングは理論上、証券会社のバンドリング・サービスによる競争上のデメリットを軽減する効果があると考えられている。すなわち、引受業務などとの利益相反によってバイアスがかかる可能性がある総合証券会社が提供するリサーチ情報のみならず、バイアスがかかっていないと考えられる独立系調査機関によるリサーチ情報の提供が促される効果がある、という見解である。

しかしながら、OXERAの調査は、ソフティングによるこうした経済的メリットが存在するという証左は限定的である、という結論を下している。

1点目に関しては、中小の証券会社やファンド・マネジメント会社の参入が容易になっているという証左はほとんどない、としている。仮に中小業者の参入が容易になっているのであれば、ソフティングが非効率的な業者を支援しているのではないか、という議論が出てくるが、そうした議論も見られない。

¹¹ OXERAの調査(OXERA fund manager questionnaire 2002)によれば、5%のファンド・マネジメント会社がハード・キャッシュ（現金）を用いて「しばしば (often)」リサーチ・レポートを購入、40%のファンド・マネジメント会社は「時々 (sometimes)」リサーチ・レポートを購入している。

2点目に関しても、ソフティングで入手できるリサーチ情報が、ブローカーが提供するリサーチ情報と競合するレベルは限定的である、としている。すなわち、ソフト・コミッション（クレジット）がリサーチ情報の取得に用いられるのは全体の30%に過ぎないうえ、これには、マクロ経済分析やマーケット分析、企業分析など様々なリサーチ情報が含まれている。そのため、フル・サービス・ブローカーが提供するリサーチ情報と競合するのは限定的である。

3) OXERA の結論

一連の調査結果を踏まえて、OXERA は、1) 経済的正当性 (economic justification) が全くないソフト・コミッション協定やバンドリング・サービスの取引慣行の規模が相対的に小さい (relatively small) こと、2) バンドリング・サービスやソフト・コミッション協定下でのサービスの提供によって潜在的に起こりうる悪影響が相対的に限定的なレベルであること (relatively limited) の2点を勘案すると、経済的見地からすれば、「規制の変更なし」という選択肢もある、と結論付けた。

OXERA はまた、バンドリング・サービスにおける付加的サービスのうち、アナリストとのコンタクトやリサーチ・レポートの提供に関しては、経済的正当性を見出すことが出来る一方で、カンファレンスへの参加費用負担や IPO 案件への優先割当などにはその正当性が見当たらない、とする見解を示した。また、OXERA は、ソフト・コミッションを生み出したり、バンドリング・サービスを享受したりするために、ファンド・マネジメント会社が過剰な発注を行う望ましくないインセンティブが働いている可能性がある点を指摘した。

なお、英国での現行規制では、既に触れたように、バンドリング・サービスとソフト・コミッション協定との取り扱いが異なっているが、両者の性質が類似していることから、両者を同じように取り扱うべきである、という OXERA の考えも示された。

4) FSA の提案

FSA は、(1) ソフト・コミッション協定やフル・ブローカレッジ・サービスで提供出来る財・サービスの範囲を制限すること、(2) 売買執行以外のサービス・コストを顧客のファンドに払い戻すことで透明性を高めること、という2点を提案している。この両者の提案が導入されれば、バンドリングとソフティングとの間に現存する規制上の区分は事実上取り払われることになり、インハウスのサービスを提供するブローカーも、第三者のサービスを提供するブローカーも同等な立場に置かれることになる。

FSA の提案は以下の2点である。

(1) 提供出来る財・サービスの範囲を制限

FSA は、売買執行サービス以外に、フル・ブローカレッジ・サービス或いはソフト・コミッション協定を通じて証券会社が提供出来るサービスの範囲を制限することを提案している。すなわち、FSA は、需要のレベルを合理的に予想できる財やサービスの購入に、コミッションの支払いを利用することの経済的正当性を見出すことが出来ない、という OXERA の結論を支持する立場に立っていることから、そうした特性を有する財やサービスの購入を認めないようにすることを検討している。

具体的には、①マーケットでの値付け及びマーケット情報サービス、②カスタディ・サービスやコンピューターのハードウェア、専用電話回線、セミナー参加費の支払い、出版物など、現在ソフト・コミッション協定のもとでそのサービス提供が認められているもの、の 2 点については購入を認めないとする。①に関連して、第三者のプロバイダーが提供している様々な情報技術サービスについても、専用端末のようなスタンド・アローンのタイプであるか、インハウスのシステムに組み込まれているタイプであるかにかかわらず、制限すべきサービスに含めることを提案している。

(2) 透明性の向上

FSA は、ファンド・マネジメント会社が売買執行以外のサービスをコミッションで購入する場合、それらのサービスの価格を決めたいうで、同等の金額を顧客のファンドに払い戻すことを提案している。この提案は、コミッションを利用してファンド・マネジメント会社が付加的なサービスを楽しむこと自体を禁止するのではなく、売買執行以外のサービス・コストを自動的に顧客に転嫁することを禁止することによって、サービス・コストの透明性を高めようとするものである。

この提案が導入されれば、ファンド・マネジメント会社は、ソフト・コミッション協定による場合も、バンドリング・サービスによる場合も、売買執行以外の付加的なサービス・コストを決めることが求められる。言い換えれば、ファンド・マネジメント会社は、付加的なサービスの価格を、顧客と交渉して決めなければならない。

ソフト・コミッション協定に基づくサービスについては、既にほとんどの場合それぞれのサービスごとに支払いが行われている一方で、バンドリング・サービスは、証券会社が社内（或いはグループ内）で提供しており、価格が不透明なことから、あるサービスにどのような価格設定をするのが妥当なのかが問題となる。

一方、ファンド・マネジメント会社は、もし証券会社が個々のサービス価格を提示出来ない場合でも、代理変数として何らかの指標を用いて適切なコストを推測することで、コミッションの水準を監視することが可能になる。例えば、バンドリング・サービスの下提供されるリサーチ情報の価格については、独立系リサーチ会社が提供するリサーチ・レポートを現金（ハード・キャッシュ）で購入する際の価格と比較できる場合がある。

なお、FSA は、すべてのコスト内訳を明示することを義務付けるというのではなく、売

買執行に付随するコミッションが妥当な水準にあると、ファンド・マネジメント会社と顧客が合意した場合、コミッションの全体額と売買執行のみを手がけている業者の手数料の差額を付随サービスのコストと見なしてもよい¹²、という考え方に立っている。

(参考) リサーチへの影響

FSAは、コンサルテーション・ペーパー（Consultation Paper、CP）171において、証券アナリストをめぐる規制の見直し案を公表しているが、今回発表したコンサルテーション・ペーパーは、CP171を補強するものと考えている。なお、FSAの提案を実施に移すことによって、リサーチに対する需要が減少し、一部の証券会社がカバーしたいと考えているセクターや企業に影響を及ぼす可能性がある。その一方で、型にはまったりサーチ情報ではなく、付加価値のついたリサーチ・レポートに対する需要は喚起される効果が出ると考えられる。

4. 今後の展望

大手ファンド・マネジメント会社のガートモアは2003年4月上旬、メリルリンチ及びゴールドマン・サックスとの間で、売買執行以外のすべての付加的サービスを、サービスごとに分けて提供すること（アンバンドリング）を試験的に実施している模様である¹³。ガートモアで最高業務責任者（COO）を務めるバリー・マーシャル氏は、税制上やシステム上、法律上の問題点をクリアにする必要があったことから、アンバンドリングを実施に移すまでに6ヶ月間の準備期間を有した、と説明した。

このようにFSAの提案を先取りする形で、アンバンドリングを導入するファンド・マネジメント会社が見られる一方で、FSAの提案に対して反発する声が少なくない。ファンド・マネジメント会社の業界団体である投資運用協会（IMA）のCEO、リチャード・サウンダーズ氏は4月7日、何故FSAが新たにフル・ブローカレッジ・サービスに対して規則を導入する必要性を感じているのか困惑している、と述べた¹⁴。

FSAが、コミッションに対するモニタリングが機能していない中で、ファンド・マネジメント会社が付加的サービスを過剰に購入している可能性、十分なコミッションを生むために過剰な取引をしている可能性などを問題視し、コミッションの透明性を高めようとする動きに出たのは頷けるものがある。

¹² OXERAの調査によれば、売買執行のみを行うオンライン・ブローカーのコミッション率は5～8bp、フル・ブローカレッジ・サービスを提供する証券会社のコミッション率は14bp（ソフト・コミッションを考慮すると13bp）である。また、ブローカーが積極的に取引に関与する場合、売買執行に対するコミッション率は10bpとなる。

¹³ “Unbundling fund management in Britain,” *The Economist*, April 12th, 2003

¹⁴ IMA Press Release “IMA responds to FSA Consultation paper 176: Bundled Brokerage and Soft Commission Arrangements (Monday 7th April 2003)”

折しもマイナーズ報告書の公表を契機にして、年金基金は横並びになりがちな運用スタイルを見直し、それぞれの基金の特性に見合った運用体制にもっていくことが求められているなかで、必要とされるリサーチや売買支援サービスもまた、多様化が進展するものと見られている。

しかしながら、コミッションに含めてよいとされるリサーチ・レポートやアナリストとのコンタクトといった売買支援サービスでさえ、ファンド・マネジメント会社がすべての対価を顧客に払い戻すことが求められている点には疑問を呈さざるを得ない。FSAは、経済的便益を見出せるリサーチ・レポートなどのサービスについてはアンバンドリングを義務化しない、と主張してはいるものの、ともすれば、顧客の投資判断を支援するものとしての付加的サービス、という概念を否定することにつながりかねない。

現段階ではFSAは具体的な規制案の制定までは踏み込んでおらず、2003年8月29日までパブリック・コメントを受け付ける予定である。FSAはその後、パブリック・コメントをもとにして、2003年第4四半期にも次段階のペーパーを公表する予定である。1986年のビッグバン以来の大改革との声も聞かれるなかで、今後のFSAの動きから目が離せない。

(林 宏美)