

英国におけるコミッションのアンバンドリングを巡る状況

神山 哲也

要 約

1. 2005年3月に英国金融サービス機構（FSA）がソフトダラーの規制強化に関する規則案を発表して以来、セルサイド及びバイサイドの間では、コミッションのアンバンドリングに如何にして対応すべきかが盛んに議論されている。コミッションのアンバンドリングとは、運用会社がブローカーに支払うコミッションについて、売買執行サービスへの対価とリサーチへの対価の内訳を顧客に開示することを指す。
2. 最大の論点となっているのはリサーチの価格付けの問題である。リサーチ価格の算出方法については、未だ確立されたものはない。現状では、既存のコミッション・レートから基本的な売買執行サービスの価格と、それに付随する財・サービスの価格を差し引いたものをリサーチ価格とみなす、という手法が多用されているようである。
3. コミッションのアンバンドリングを受け、コミッション・シェアリング・アグリーメント（CSA）の利用が増加している。ある調査によると、英国バイサイドの75%がCSAを用いている、若しくは用いる予定があるという。
4. アンバンドリングへの対応については、リサーチの価格付けも含め、セルサイド、バイサイドとも手探りの状況にあるのが現状である。当面は、業界のスタンダード確立に向けた試行錯誤が続くものと思われる。

I. はじめに

2005年3月に英国金融サービス機構（FSA）がソフトダラーの規制強化に関する規則案を発表して以来¹、セルサイド及びバイサイドの間では、新たな規制に如何にして対応すべきかが盛んに議論されている。その最大の論点は、「コミッションのアンバンドリング」である。

ソフトダラー契約では、ブローカーが運用会社に対し、売買執行サービスに付加して一定のリサーチ等の財・サービスを提供する

ことが約され、その対価を一定額（若しくは売買金額の一定割合）のコミッションとしてブローカーが受領することが約される。FSAの新規則は2006年1月に施行されたが、その中では、ソフトダラーの乱用を防ぐことを目的に、ソフトダラーの定義が明確化された。即ち、ブローカーが運用会社に提供する財・サービスのうち、どのような要件を満たすものであれば「売買執行」若しくは「リサーチ」として、コミッションで支払いを行うことができるか、ということが明確にされた。そこでは、ソフトダラーを用いること自体、即ち、運用会社がブローカーに対して、リ

サーチへの対価を売買執行サービスへの対価と一緒にコミッションとして支払うこと自体が禁止されたわけではない。

ただし、同規則を受けて策定された IMA (Investment Management Association) の「年金基金ディスクロージャー・コード (第二版)」では、運用会社がブローカーに支払うコミッションについて、売買執行サービスへの対価とサーチへの対価の内訳を顧客の年金基金に開示することとされた。これがいわゆる「コミッションのアンバンドリング」であり、セルサイド及びバイサイド各社で対応のあり方が議論されているところである。

本稿では、2006年4月5日～6日にロンドンで開催された、セルサイド・リサーチの評価機関である AQ リサーチ主催のコンファレンス「アンバンドリング及びバイサイド・セルサイドの関係の将来 (Unbundling and the future of Buyside-Sellside relations)」(以下、コンファレンスとする) で議論された内容を中心に、コミッションのアンバンドリングを巡る現在の状況について概観することとする。

II. リサーチの価格付け

1. 概要

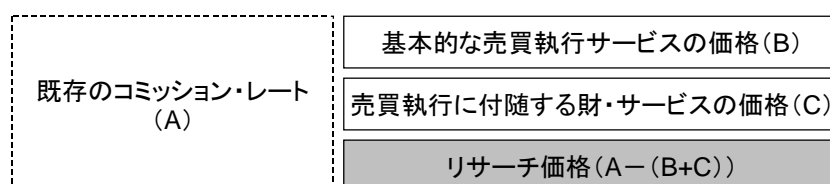
コミッションのアンバンドリングに関する議論で、最大の論点となっているのはリサーチの価格付けの問題である。従来のソフトダラー契約では、運用会社がブローカーか

ら受け取るリサーチへの対価を明示的に割り出す必要はない。ところが、上記の通り、英国の新たな規制体系の下では、コミッションにおけるリサーチへの対価と売買執行サービスへの対価を区分して開示しなければならないため、リサーチ価格を割り出す必要が生じた。

コンファレンスでは、リサーチ価格の算出方法については、未だ確立されたものではなく、各社手探りの状態だという見解が総意を占めた。しかし、FSA 規則は既に施行されており、従来そのままというわけにはいかない。そこで、現状では、既存のコミッション・レートを前提とした上で、①まず基本的な売買執行サービスの価格を割り出し、②それに付随する財・サービス²の価格を加え、③その二つをコミッション・レートから差し引いたものをリサーチ価格とみなす、という手法が多用されているようである(図表1参照)。なお、売買執行サービスの価格については、セルサイドが提供するデータに基づき、バイサイドとセルサイドが交渉した上で決定することが多いという。

一方、上記のようなリサーチ価格の算出方法は一時的に採用されているものに過ぎず、リサーチ価格の算出は本来、リサーチの価値そのものから算出するべきだという意見もある。この考え方によれば、リサーチが実際にどれだけ用いられたか、パフォーマンスの向上にどれだけ寄与したか、という観点からリ

図表1 一般的なリサーチ価格の算出方法



(出所) ロベコ社資料より野村資本市場研究所作成

サーチ価格が算出される必要がある。また、リサーチの受け手であるバイサイドにとっても、これが最も受け入れ易いリサーチ価格の把握の仕方だとする。しかし、このようにリサーチの価値を定量化するのは、現時点では実務上困難であるとの意見も多い。

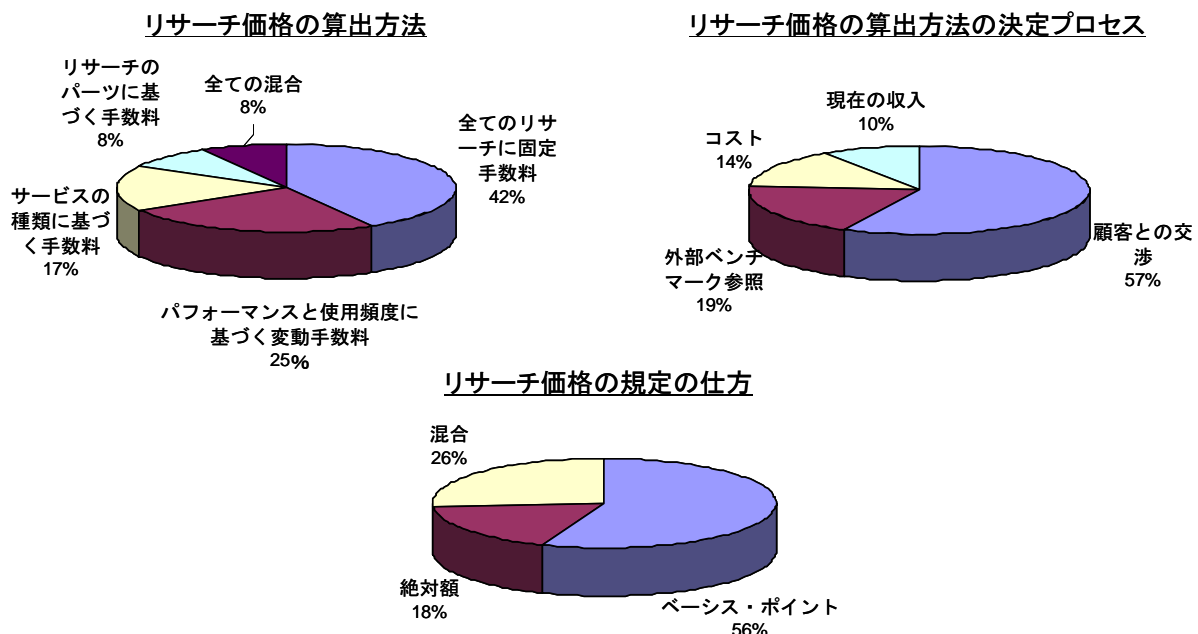
リサーチの価格付けに関しては、コンファレンスの主催者である AQ リサーチがセルサイド 44 社に対してアンケート調査を行っている。これによると、リサーチ価格の算出方法で約 4 割を占めたのが、全てのリサーチに関して固定手数料とする方法であり、上記のコミッションから売買執行に関連する価格を差し引いたものをリサーチ価格とする手法が、これに含まれる。次に多かったのが、リサーチのパフォーマンスと使用頻度に基づく変動手数料であり、これが上記のリサーチの価値に基づく価格付けに該当する。また、

リサーチ価格の算出方法の決定プロセスについては、バイサイド顧客との交渉が最も多く、リサーチ価格の規定の仕方は売買金額の一定割合（ベース・ポイント）とするものが最も多かった（図表 2 参照）。

2. 企業訪問の扱い

リサーチの価格付けに関連して重要な論点として提起されたのが企業訪問の扱いに係る問題である。運用会社が投資対象企業若しくは投資候補企業を訪問する際、ブローカーがアレンジ等を行うことがリサーチとして位置付けられるのか否かが争点となった。コンファレンスに参加していた FSA の職員によると、企業訪問はバイサイドが企業を理解するために重要なものであり、リサーチではないと言い切ることはできず、場合によってはリサーチに含めることもできる。そして、重

図表 2 リサーチの価格付けに関するアンケート結果



(注) サービスの種類は、アナリストとのミーティング、レポートなどの形態を指し、リサーチのパーツは、セクター分析、投資戦略などリサーチの種類を指す
 (出所) AQ リサーチ資料より野村資本市場研究所作成

要なのは、企業訪問が FSA 規則の規定するリサーチの要件である「新たな洞察」や「知的厳密さ」を有するものであるか否だと発言した。FSA は規則を発表した際にも、どの財・サービスがリサーチでありどれがリサーチでないか、というアプローチは採らず、各社が「新たな洞察を提供するもの」、「知的厳密さを有するもの」などの基準に基づき、個別の財・サービスがリサーチに該当するか否かを判断すべきものとしている。そのため、実務上は、ブローカーによる企業訪問のアレンジ等のほとんどが、リサーチに該当するものと判断され、リサーチに対する支払いとしてカバーされているものと思われる。

なお、企業訪問のアレンジにおいてセルサイドを用いるか否かは、バイサイドのネームバリューによって大きく異なるようである。例えば、BT 年金基金の運用会社であるハーミーズは、自ら企業訪問のアポイントメントが取れるため、全て自社でアレンジを行うという。同様に、英国の大手運用会社であるアバディーン・アセット・マネジメントも、基本的には自社でアレンジするという。それに対し、ブティックのヘッジファンド運用会社であるノース・オブ・サウス・キャピタルは、リサーチはセルサイドのものを用い、企業訪問もセルサイドにアレンジを依頼するという

3。その理由として、①企業による同社の認知度が低いこと、②2～3名の運用担当者と数名のバックオフィス担当者しかいないこと、③ストラクチャード・プロダクトを運用するため株主名簿に名前が出てこないこと、が挙げられた。

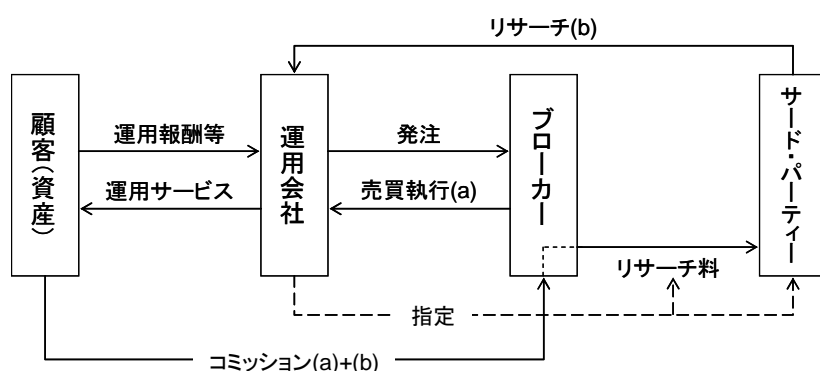
Ⅲ. コミッション・シェアリング・アグリーメント

コミッション・シェアリング・アグリーメント (CSA) とは、顧客資産から支払われるコミッションの一部を、運用会社が指定するサード・パーティーの業者に配分し、運用会社が当該業者からリサーチを受け取る取り決めを指す。サード・パーティーの業者への配分比率についても運用会社が指示する (図表 3 参照)。

CSA では、価格が明示されているサード・パーティーのリサーチが用いられるため、アンバンドリングへの有効な対応策として注目されている。FSA も、利益相反の防止や十分なディスクロージャーを行うことなど、一定の要件を満たせば、新規制の下で CSA を用いることを認めている。

コンファレンスでは、CSA の活用は増加しており、今後もその傾向は続くとの意見が

図表 3 コミッション・シェアリングの仕組み



(出所) 野村資本市場研究所作成

多数を占め、いずれは、ほとんどのバイサイドとセルサイドの関係が CSA によって規定されることになる、との意見もあった。米国の金融リサーチ・コンサルティング会社であるグリニッジ・アソシエイツが 2006 年 1 月に発表した調査結果によると⁴、英国バイサイドの 75%が CSA を用いている、若しくはブローカーと CSA の契約を交わす予定があるという。また、運用会社が CSA で用いるブローカーの数については、コンファレンス会場で即席アンケートを採ったところ、大手の運用会社で 6 社以上とする回答が最も多かった。

他方、CSA は、短期的にはコミッションのアンバンドリングに対する有効なソリューションとして用いられるものの、あくまでも経過措置に過ぎず、アンバンドリングの考え方や実務上の位置付けがよりはっきりしてくれば、将来は別の形態が台頭してくるとの意見も複数あった。

IV. アンバンドリングを巡るその他の論点

コミッションのアンバンドリングには、上記以外にも様々な論点がある。以下で、その主要なものを紹介する。

1. アンバンドリングの形態

コミッションのアンバンドリングには、二つの形態があり得る。一つは、英国の新たな規制体系の下で行われる「ディスクロージャー・ベースのアンバンドリング」である。これによると、コミッションのうち売買執行サービスへの対価とリサーチへの対価の内訳を開示することが求められ、売買執行サービスとリサーチについて運用会社が別々に支払うことまでは求められない。もう一つは、リサーチへの支払いを売買執行サービスへの支払いと別個に行うというもので、いわば「完全なアンバンドリング」である。

米国フィデリティが 2005 年末よりリーマン・ブラザーズ及びドイツ銀行と行っているパイロット・プログラムが、この「完全なアンバンドリング」に該当する。フィデリティは、上記 2 社との間で、リサーチについては売買執行サービスへの対価とは別に、自社資産から支払うこととした。米国でも、証券取引委員会 (SEC) が 2006 年 7 月 12 日に、ソフトダラーの利用に係るガイダンスを採択しているが⁵、これは、運用会社がソフトダラーを用いて受け取ることができる「売買執行」と「リサーチ」の基準を設定し、その範囲を明確にすることを主眼としたものであり、英国 IMA のガイドラインに定められているような「ディスクロージャー・ベースのアンバンドリング」にまでは踏み込んでいない⁶。したがって、フィデリティによる「完全なアンバンドリング」に向けた動きは、米国の規制よりも厳しい英国の規制の要求をも上回る措置となる⁷。

コンファレンスでは、フィデリティのように自社資産でリサーチへの対価を支払うことは大手運用会社でないとできず、大手運用会社の間でフィデリティに追随する動きを見せるものが出てくる可能性が指摘された。米国の金融リサーチ・コンサルティング会社であるインテグリティ・リサーチ・アソシエイツが運用会社 75 社の CIO を対象に調査したところ、25%が自社資産を用いてリサーチへの対価を支払っても良い、との結果が出たという。また、このような慣行が定着すれば、フィデリティのようなインハウスのリサーチ機能を有していない多くの中小運用会社は外部リサーチの購入に多額の自社資産を費やすこととなるため、競争上不利な立場に置かれることになり、ひいては中小運用会社の再編に繋がる可能性も指摘された。

2. 売買執行のあり方の変容

コミッションのアンバンドリングは、直接

的にはセルサイド・リサーチのあり方に多大な影響を及ぼすものであるが、結果的にはセルサイドの売買執行のあり方にも影響を及ぼすものと見られている。

コンファレンスで複数挙げられたアンバンドリングの売買執行への影響としては、①リサーチでは付加価値が付けられなくなり、執行力が問われるようになる、②執行の価格競争が始まり、コミッションの低下が生じる、③大手ブローカーに発注が集中し、バイサイドのブローカー・リストに載るブローカーの数が減少する、などがあつた。特に、コミッションの低下については、コンファレンスの即席アンケートでは、25%以上減少するとの回答が最も多かつた。

また、モルガン・スタンレーの参加者は、アンバンドリング後にセルサイドが差別化を図れる分野としてブロック・トレーディングを挙げ、その理由として、ブロック・トレーディングが相手方との交渉を伴い、付加価値が高いためだとした。

3. Mifid との関連

金融商品市場指令 (Mifid) とは、EU の証券市場・投資サービス業者規制の基本法として 2004 年 4 月に採択された EU 指令であり、2007 年 11 月に施行される予定となっている。Mifid では、金融サービス業者の最良執行義務について定められているが、英国のようなコミッションの内訳開示までは盛り込まれていない。他方、Mifid 第 4 条では、EU 加盟国は例外的な場合を除いて Mifid に追加して規制を課すことができない、と定められている。そのため、EU 加盟国として Mifid の適用対象となる英国において、コミッションの内訳開示を運用会社に求めることが認められるのか否かが争点となっている。

コンファレンスでは、Mifid の影響で英国におけるコミッションのアンバンドリングに向けた動きが後退する、という意見は全く出

なかつた。むしろ、Mifid に規定される最良執行義務の考えを突き詰めていけば、アンバンドリングは大陸欧州にも広まってしかるべきだとする意見もあつた。また、FSA のジョン・タイナー CEO も、英国の規制は Mifid 第 4 条の下でも認められるはずだとしており、欧州委員会との交渉の必要性を説いている⁸。この点に関しては、引き続き議論が必要とされるものの、Mifid 第 4 条によって英国におけるアンバンドリングの見直しが迫られる可能性は低いと見る向きが多勢である。

4. リテール投資商品の扱い

コンファレンスでは取り上げられなかつたが、英国におけるコミッションのアンバンドリングで今一つ争点となっているのが、投資信託などのリテール投資商品の扱いである。FSA は、リテール投資家が、保有する投資商品のポートフォリオ運用に掛かる手数料の内訳に関する情報を入手しても、それを理解できるだけの専門知識を有していないであろうこと、開示された内容について不満があつたとしても運用会社にそれを訴える有効な手段を有していないことから、別段の扱いが必要であるとしていた。

そこで FSA は 2005 年 9 月 30 日、リテール向け投資商品におけるソフトダラーの利用に関する規則案⁹を発表した。同規則案では、リテール投資商品の投資家の「代表者」を設置し、その「代表者」が投資家に代わってコミッションに関する開示内容を検討し、必要であれば運用会社と個別にやり取りすることとされた。「代表者」には、例えば、ユニット・トラストの受託会社やインベストメント・トラストの独立取締役がなることとされ¹⁰、運用会社がコミッションの見返りに受け取った財・サービスが適切なものであるか否かをモニタリングすることとされた。

しかし、FSA はパブリックコメントの結果を受け、2006 年 6 月 29 日、この分野で規

則を制定することは取りやめ、業界の自主的な取り組みに委ねることとした。その上で、業界の取り組みがリテール投資家保護に十分であるか否かを 2008 年に検討することとした。

V. 終わりに

コミッションのアンバンドリングは、セルサイド・リサーチが提供し得る付加価値そのものに係るものではないが、本稿で指摘したいくつかの動向からも、セルサイド・リサーチのあり方が問い直されている、ということはいえよう。

コンファレンスでも、アンバンドリングの結果、バイサイドが外部リサーチ購入の費用を意識せざるを得なくなり、運用会社によるリサーチのインハウス化が進む、との見方も示された。ただし、中小型株まではバイサイドでカバーしきれないであろうことから、結果的に、セルサイドの中小型株リサーチの付加価値が相対的に高まり、アンバンドリング後のセルサイド・リサーチの差別化の分野になり得る、との指摘が複数なされた。

一方、従来のリサーチとは若干趣を異にするサービスも出現している。短期売買を繰り返すヘッジファンドを主な対象とし、企業のファンダメンタル分析はせず、売り買いの推奨を中心とした「投資アイデア」の提供を目的に、欧州の大手セルサイド 4 社が共同でインターネット上のプラットフォームを開設するなどの動きである¹¹。

もっとも、リサーチの価格付けや CSA、「完全なアンバンドリング」に関する議論にもあるように、アンバンドリングへの対応については、セルサイド、バイサイドとも手探りの状況にあるのが現状である。当面は、業界のスタンダード確立に向けた試行錯誤が続くものと思われる。

- ¹ 同規則案は、2005 年 7 月に正式に採択され、2006 年 1 月に施行された。詳細については、神山哲也「英米で進むソフトダラー規制」『資本市場クォーターリー』2005 年春号参照。
- ² FSA が例示する売買執行に付随する財・サービスとして、注文の記録、特定の取引に係るトレーディング・アドバイス、ポジションのネットティング、個別取引に関するサブ・カスタディアンとの連絡、フェイルした取引のレポートリングなどがある。
- ³ 同社は設立以来 15 ヶ月間で約 600 回の企業訪問を行い、そのうち自社でアレンジしたのは 1 回のみだという。なお、同社の参加者は、ヘッジファンドがコミッションに無頓着だというのは本当ではなく、パフォーマンス・フィーを取っているため、むしろコミッションには細心の注意を払っていると発言した。
- ⁴ 平均 160 億ユーロの欧州株式運用資産残高を有し、年間で平均 1,500 万ユーロのコミッションを支払う、英国のバイサイド 31 社を対象にした調査。
- ⁵ 本件ガイダンスは、連邦政府の官報にあたるフェデラル・レジスターへの掲載をもって施行されるが、本稿執筆時点（2006 年 7 月 14 日）では、その日付は明らかになっていない。
- ⁶ 米国でも、英国と同様のディスクロージャーを義務付けることを SEC が検討しているとの観測もあるが、本稿執筆時点では SEC による正式なコメントはない。
- ⁷ 本件ガイダンス及びフィデリティのパイロット・プログラムの詳細については、神山哲也「米国におけるソフトダラーを巡る動き」『資本市場クォーターリー』2006 年冬号参照。なお、同論文の記述は、SEC が 2005 年 10 月に発表したガイダンス案に関するものであるが、今般採択された最終ガイダンスと内容において相違はない。
- ⁸ “UK fights Brussels to save share deal rules” *Financial Times*, April 4, 2006
- ⁹ “Consultation Paper 05/13 Bundled brokerage and soft commission arrangements for retail investment funds” *FSA*, September 30, 2005
- ¹⁰ ユニット・トラストはオープンエンドの信託型投資信託、インベストメント・トラストはクローズドエンドの会社型上場投資信託。
- ¹¹ 詳細については、神山哲也「投資銀行グループによる投資アイデア・プラットフォーム」『資本市場クォーターリー』2006 年冬号参照。