

英国、米国におけるCSAの発展と最近の動向

英国、米国ではCSA¹⁾が導入されて既に4年が経過しており、市場参加者の過半数がCSAを利用して
いる。CSAブローカーが執行ブローカーのプールをまとめるサービスが拡大していたが、リーマン破
綻以降はカウンターパーティ・リスクに対する認識が高まり、ベンダー提供型にシフトしてきている。

英国・米国では、資産運用会社などの機関投資家が証券会社に支払う売買委託手数料に関して、執行手数料と、リサーチなど付随的なサービスに関する手数料について、内訳を明確にし透明性を高めるべきであるという、いわゆる「ソフトダラー規制」が、2005年以降制度的に確立された²⁾。規制の導入に伴い、運用会社が証券会社に支払う手数料の一部であるリサーチ手数料を、複数の証券会社や独立系リサーチ会社に配分する仕組みとして、CSAが制度的に整備されることとなった。現在、英国では70%以上、米国では60%以上の運用会社がCSAを使用しており、2008年以降はオーストラリア、シンガポール、香港などアジア地域でもCSAが普及する機運にある。

英・米におけるCSAの形態

CSAの基本的な形態は「手数料プール型」といわれるものである(図表1)。運用会社は執行ブローカーである証券会社に手数料(執行手数料およびリサーチ手数料)を支払う。執行ブローカーは、このうちリサーチ手数料に相当する部分をプールする(リサーチ手数料プール)。運用会

社は執行ブローカーに対し、リサーチ手数料を個々のリサーチ会社にどれだけ支払うかの配分指示を行う。

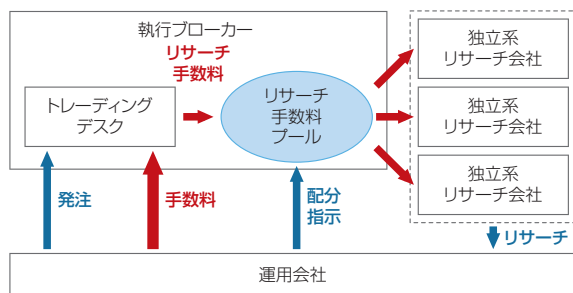
このような手数料プールの管理に関連して、手数料プールの残高記録、手数料配分の入力インターフェースの運用会社への提供、ディスクロースに必要な手数料関連のレポート資料の出力など、付随的な機能も執行ブローカーが行う³⁾。ただ、執行ブローカーが管理するリサーチ手数料プールが複数ある場合、各々の執行ブローカーにプール情報を照会することは運用会社にすれば面倒である。この煩わしさを解消するため、複数あるプールを一元的に管理するサービスが広まった。このサービスには証券会社が行うケース(ブローカー提供型)と、独立のベンダーが行うケース(ベンダー提供型)の二つのパターンが存在している。ブローカー提供型を行う証券会社はCSAブローカーと呼ばれ、複数の手数料プールを自分のプールへつにまとめて管理する⁴⁾。

リーマンショックで顕在化したCSAブローカーへの懸念

2005年以降、CSAが浸透する過程で、これらCSAブローカーの一元的管理サービスが拡大していった。CSAブローカーとなった証券会社はサービスを通して運用会社とのリレーション強化ができたこと、また他の執行ブローカーのコミッション情報の入手が経営戦略上有用であったことも、この動きに拍車をかけたと言われている。その一方、リサーチ手数料プールがCSAブローカーである証券会社に集中することで、万が一当該証券会社が破綻するようなケースが生じた場合には、プールの管理・配分にも支障が生じるという懸念も存在した。

この懸念が現実になったのが、2008年9月のリーマ

図表1 手数料プール型CSAの概念図

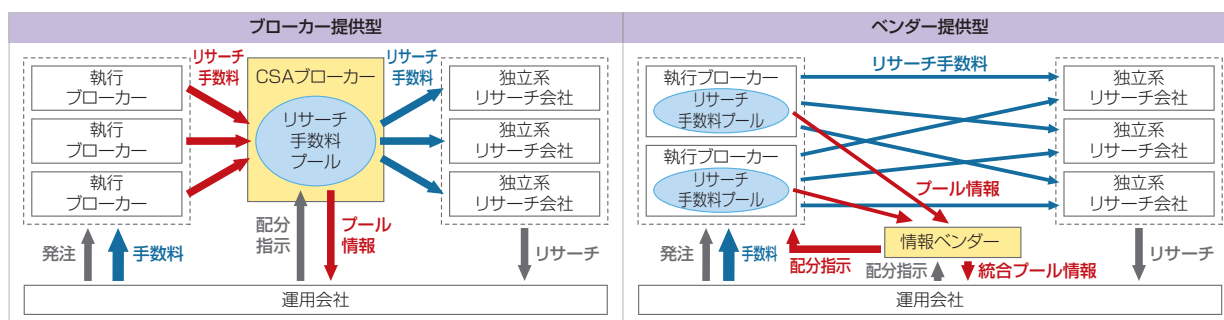


(出所) NRIヨーロッパ

NOTE

- 1) Commission Sharing Arrangement
- 2) 金融ITフォーカス、2005年7月「ソフトダラー規制と運用会社の対応」参照。今日的な意味でアンバンドリングが発展したきっかけは、2005年3月に発表された英国金融サービス機構 (FSA) の「ソフトダラーの規制強化に関する規則案」でのソフトダラーの対象となるサービスの定義付けと、IMA (Investment Management Association) による「年金基金ディスクロージャーコード (第二版)」において手数料の開示が義務付けられたことである。また米国においても2005年10月に「1934年証券取引法第28条 (e) 項の解釈に関するガイダンス案」が証券取引委員会 (SEC) より発表され、ソフトダラーを支持してよいサービスの定義付けや、判断の主体としての運用担当者の責任などが明確になっている。
- 3) この一連の業務をCSAアドミニストレーション (略してCSAアドミ) と呼ぶ。
- 4) このサービスをCSAアグリゲーションと呼ぶ。
- 5) これらのサービスをCSA「データ」アグリゲーションサービスと呼ぶ。一元化しているのはあくまでデータであり、手数料プールを集中しているわけではない。

図表2 CSAの一元管理サービスにおける2つのタイプ



(出所) NRIヨーロッパ

ン破綻である。この破綻により、当社がCSAブローカーとして管理していたリサーチ手数料プールが管財人によって凍結され、手数料を事前に支払っていた他の執行ブローカーやその顧客である運用会社、また将来その一部を受け取るはずであった独立系リサーチ会社がリサーチ手数料プールにアクセスできないという問題が発生した。現在もこのプールの所有権をめぐる法廷で議論されているが、有識者の間ではこのプールから予定通り手数料が支払われる可能性は低いとの見方が強まっている。

以降、CSAブローカーにはカウンターパーティ・リスクが付随することが強く認識され、運用会社は対応策として、①多数の執行ブローカーやCSAブローカーと取引する、②それぞれの手数料プールはなるべく少額に抑える、③そのため、プールへの支払い額を少額、かつより頻繁にする、④プールからの支払い頻度も増やす、などに腐心している。これはリスク管理の観点からは有効な施策だが、運用会社の管理負担を増やす結果となった。

ベンダー型CSAの拡大

このような中、2008年末から2009年にかけて、

CSA管理負担の軽減を謳い、ベンダー提供型のCSAサービスがシェアを伸ばしている。代表事例がCogentなどソリューションベンダーの提供するものである⁵⁾。これらのサービスの特徴は、複数の執行ブローカーが管理するリサーチ手数料プールの情報を一元的に管理できる一方、手数料プール自体は各執行ブローカーに分散されているためカウンターパーティ・リスクを分散できる点にある。また、運用会社にとってリサーチ手数料は機密情報であり、その管理の点から第三者ベンダーを選択する傾向もあるようである。もっとも、これらベンダー提供型CSAは使用料がかかるため、リスク管理や情報管理の観点から費用対効果が高いと判断した運用会社を中心に普及している。

今後、日本においてもCSA導入に向けた議論が活発化する可能性が考えられるが、英米におけるCSAの形態変化は日本での動向を見極める上で大きな参考となる。F

Writer's Profile



鈴木 健太郎 Kentaro Suzuki
NRIヨーロッパ
シニアコンサルタント
専門は金融機関関連事業戦略調査
focus@nri.co.jp