

情報技術が高める売買執行サービスの価値

2006年7月にSECよりソフトダラーの適用範囲に関する新たな指針が発表された。指針の改定は、近年の情報技術の発展などを考慮して行われたものであり、売買執行サービスの価値について考える上で日本においても参考となる。

ソフトダラー規制とサービス対価

2006年7月24日に米国の証券取引委員会（以後、SEC）はソフトダラーの適用範囲に関する新たな指針をまとめた。ソフトダラーとは、運用会社が証券会社に対して、純粋な売買執行以外のサービスの対価を、現金ではなく売買委託手数料の形で支払うことを指す¹⁾。米国では、こうした商習慣が拡大解釈され、運用会社の旅費やオフィス賃料までもがソフトダラーで支払われるなどの問題が生じた。その結果、当局は、売買委託手数料で対価を支払うことのできるサービスを規制する方向で指針の改定を重ねてきた。

これまでソフトダラーは、運用会社と運用委託者との間で利益相反を生じさせかねない悪しき習慣として語られることが多かった。しかし、ソフトダラーの利用範囲が規制される過程で、証券会社の提供するサービスとその対価の関係が明確にされていった点は、日本でも学ぶべき点がある。今回SECより発表された新しい指針を参考に、日本における売買執行サービスの評価方法について再考してみたい。

SECの認める適正な売買執行サービスとは

SECはこれまで、売買委託手数料を支払うにふさわしいサービス（以後、適正なサービスという）をリサーチと売買執行の2つに分類して指針を示してきた。本稿では、ブローカレッジサービスの本質であり、かつ、近年

の情報技術の発達を受け、サービス内容が変貌しつつある売買執行サービスに焦点を当て、以下で詳しく見ることにする。

SECの新たな指針では、適正な売買執行サービスの範囲を定義する基準として、「時間基準」というものを設けている。それは、売買執行の開始を「注文が証券会社に伝達される時点」、終了を「当該注文の受渡/決済が完了した時点」と定義して、一連の売買執行プロセスの過程で、その時間の範囲内に提供されるサービスのみを適正な売買執行サービスとして認めるというものである。

同基準によると、証券会社と運用会社間のネットワーク接続サービスや、注文を市場にルーティングするためのソフトウェア、例えば、アルゴリズム取引やDMA（Direct Market Access）で使用されるソフトウェアなどは、適正な売買執行サービスとして認められている。執行後のサービスについては、ポストトレードの照合、証券会社/カストディアン/運用会社間の執行関連情報の伝達、運用会社/証券会社間のアロケーション情報の電子的な伝達、カストディアンや決済機関に対する決済情報の伝達、受渡/決済に伴う短期のカストディ業務などが売買委託手数料で支払うに値するサービスと見なされる。

また、運用会社が利用するオーダー・マネジメント・システム（以後、OMSという）に関しては、適正と認められる機能とそうでない機能があるとされており、運用会社側で売

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

専門は金融市場分析、
リスク管理、執行評価
focus@nri.co.jp

買委託手数料の支払い対象となる機能とそれ以外の機能について合理的に判断し、記録に残すことを条件に売買委託手数料の利用を認めている。

一方、日本では売買執行サービスに分類されると思われる事前/事後の執行コスト分析、マーケットデータによる市場分析、証券会社による執行のアドバイス、売り手買い手の情報の提供、などのサービスに関しては、時間基準の外側で提供されるサービスであるため適正な売買執行サービスとは認められない²⁾。

また、コンプライアンス目的に行われる分析、例えば、特異な執行パターンを特定するための執行分析あるいは売買回転率分析、規制対応あるいはディスクロージャーを目的とした執行分析、さまざまなマーケット環境におけるストレステストなども、一連の売買執行プロセスの中で提供されるサービスではないため、売買委託手数料による支払いは認められていない。

日本における売買執行サービスの評価

日本では、有力な年金スポンサーが、リサーチレポート以外のソフトダラーを禁止していることもあり、ソフトダラーの乱用という問題は生じていない。一方で、特に問題が生じていないが故に、米国のように証券会社のサービスに対してその価値を明確にしようとする習慣も根付いていない。

例えば、日本では、四半期あるいは半年に1度程度の頻度で行われるブローカー評価が、証券会社のサービスと売買委託手数料の支払額とを結びつける仕組みとして知られているが、その内容は以下のようなものである。

まず、証券会社の評価尺度を売買執行能力、流動性供給能力、事務処理能力などに分類する。次に売買執行能力に関しては、約定価格のよし悪しなど、流動性供給能力に関しては、プリンシパル取引における対応力など、事務処理能力に関しては、事務ミスや処理の遅延

などの項目で評価し、証券会社のランク付けを行うのである。こうした評価は、サービスの本質的価値を測ろうとすることよりも、むしろ証券会社の相対評価を行うことに主眼が置かれている。

売買執行サービスの評価尺度の再考

情報技術の発達を契機として、売買執行は、システムとは切り離せないサービスとなりつつある。米国の証券会社は、DMAやアルゴリズム取引などの新たな取引手法を顧客に提供するとともに、そうした電子取引を最適にマネジメントするためのトレーディング・アプリケーションの提供もあわせて行っている³⁾。今回のSECの新たなガイドラインでは、電子取引に必要なシステムインフラに対する売買委託手数料の支払いが一連の売買執行プロセス全体について認められている。提供されるサービスの高度化に対応して、対価を支払うための仕組みも整備されている。

一方、日本では、ネットワーク接続やトレーディング・アプリケーションなどのないいわゆるシステムサービスに売買委託手数料で報いようとすることはまれである。その理由は、日本では、サービスの価値を測る習慣が根付いていないことに加え、これらのシステムサービスを評価項目に加えることが、前述の禁止されているソフトダラーと解釈されかねないと考えられているためである。

業界の健全な発展を促すためには、顧客サービスの向上のために行われた投資に対して、適切に対価が支払われる必要がある。現在、まさに進行しつつある電子取引普及の流れの中において、売買執行プロセスで提供されるサービスの価値を評価し、その評価に基づいて売買委託手数料を支払うといった発想が、日本の運用会社にも必要とされているのではないだろうか。 **□**

NOTE

1) こうしたサービスは証券会社自身から提供される場合、第三者から提供される場合のいずれもあり得る。詳しい内容は、「ソフトダラー規制と運用会社の対応」金融ITフォーカス2005年7月号など参照のこと。

2) しかし、これらのサービスによって運用パフォーマンスの向上に資する情報が提供されるため、リサーチサービスとして売買委託手数料での支払いを認めている。

3) 詳しい内容は、「米国におけるアルゴリズム取引の最新動向」金融ITフォーカス2006年4月号など参照のこと。