

アルゴリズム取引時代の ブローカレッジビジネス

田中隆博



CONTENTS

- I 激変するブローカレッジビジネス
- II アルゴリズム取引の登場
- III 証券会社の総合評価を行う資産運用会社
- IV ブローカレッジビジネスの今後

要約

- 1 ホールセール（資産運用会社などを対象とした大口取引）向けの株式ブローカレッジ（委託売買業務）ビジネスにおいて、資産運用会社は証券会社のリサーチサービスと売買執行サービスの質を一体で評価し、発注シェア、すなわち売買委託手数料（以下、手数料）の支払額を決定するケースが多い。
- 2 しかし、「手数料のアンバンドリング」（売買執行とリサーチ費用の分離支払い）が世界的に広がる兆しを見せており、リサーチサービスと売買執行サービスの質を別々に評価し、それぞれの提供者のなかから最適な組み合わせを選択する仕組みが整いつつある。
- 3 また、「アルゴリズム取引」（コンピュータによる自動売買執行システム）のような、これまでの証券会社に求められていた能力とは異なる売買執行サービスも登場しており、証券会社から提供される個々のサービスを、個別に比較、選別する意義はますます高まっている。
- 4 資産運用会社による証券会社への評価が、総合評価から個別評価に変化することが証券会社の創意工夫を促し、結果として資産運用会社の利益にもかなうことになるだろう。

I 激変するブローカレッジビジネス

証券会社におけるブローカレッジビジネスとは、投資家の注文を証券取引所などに仲介することによって売買委託手数料（以下、手数料）を得るビジネスである。現在、ブローカレッジビジネスには、特に株式の仲介業務において2つの大きな変化が起きている。

1つは、周知のように個人投資家を対象とした分野でインターネット証券が躍進し、これまでの業界図が大きく塗り替えられたことである。

もう1つは、資産運用会社などのプロの投資家を対象としたビジネス（ホールセールビジネス）において、「アルゴリズム取引」に代表される電子的な取引手段の拡大と、「手数料のアンバンドリング」と呼ばれるように、ブローカレッジサービスの評価方法が変革期を迎えていることである。

本稿では、ホールセール向けの株式ブローカレッジビジネスに焦点を絞り、第Ⅱ章と第Ⅲ章において、アルゴリズム取引と証券会社のサービスの評価体系について解説し、第Ⅳ章でブローカレッジビジネスの今後について考察することとする。

Ⅱ アルゴリズム取引の登場

1 アルゴリズム取引とは

アルゴリズムとは、ある目的を人間やコンピュータが実現するうえでの処理手順のことである。アルゴリズム取引とは、そうしたアルゴリズムを売買執行に応用したもので、時々刻々と変化するマーケットの状況を監視

しながら、コンピュータが自動的に売買執行する仕組みのことである。現在は、主に株式の売買に活用されている。自動化されている範囲は売買執行の部分のみで、銘柄選択の部分は含まないのが一般的である。よって、銘柄と株数が与えられた状態でアルゴリズムが実行される。

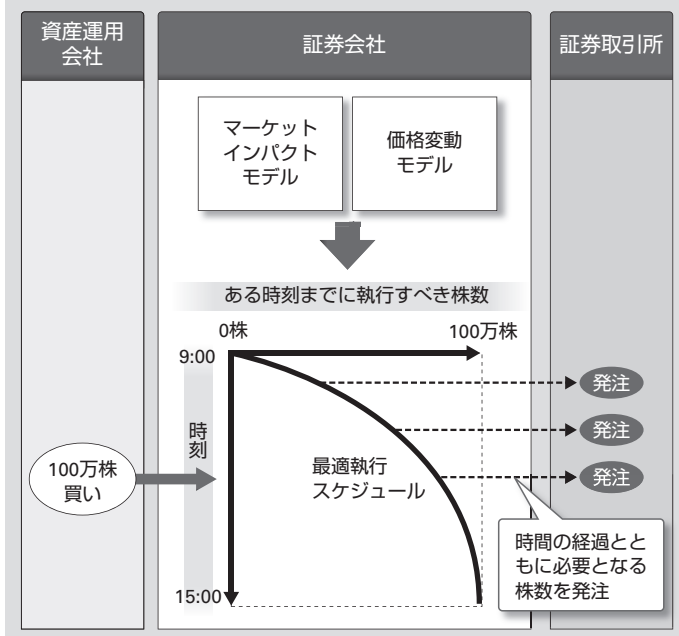
もともと証券会社の自己勘定取引において利用されていた仕組みだが、現在では、年金や投資信託などを運用する資産運用会社から受注した注文を、巧妙に執行するシステムとして大々的に宣伝されるようになり、注目を集めている。

個人投資家にとってみると、売買執行とは単に指値か成行を指定して証券取引所に注文を出すだけであり、そこに複雑なアルゴリズムなど不要と思われるかもしれない。ところが大量の注文を抱える資産運用会社にとっては高度なノウハウが必要とされる作業である。

たとえば、ある銘柄が割安なので100万株購入したいと考える資産運用会社がいるとしよう。資産運用会社は、100万株をなるべく有利な価格で買うように証券会社に依頼する。これを受けた証券会社は、顧客の要望に沿うために、こうした大きな注文がマーケットに与える影響（マーケットインパクト）に配慮しながら執行することを考える。もし100万株を成行で注文するとその銘柄は暴騰してしまうし、指値で出すと100万株の買い注文の存在がマーケットに知られてしまう。

そこで、通常は100万株を細かく分割し、タイミングを見ながら少量ずつ執行していく。一般に売買は、なるべく細かく分割して時間をかけるほど価格の上昇は抑えられると考えられている。

図1 代表的なアルゴリズム取引の処理イメージ



ところが、このように時間をかけて売買をしていると、当初割安だと思っていた銘柄の株価はどんどん上昇してしまい、結果として割安とは思えない水準に達してしまうリスクも存在する（価格変動リスク）。このようなケースで有用なのがアルゴリズム取引である。

アルゴリズム取引とは、時間をかけて執行することによって軽減されるマーケットインパクトと、時間を短縮することによって軽減

される価格変動のリスクのトレードオフの関係をモデル化することによって、最適な執行のスケジュールを算出し、そのスケジュールを満たすようなペースで注文を細分化しながら執行する取引である。マーケットの状況を見ながら、すぐに成行で発注するか、指値で少し待つかといった判断などもアルゴリズムに含まれる（図1）。

以上は典型的なアルゴリズム取引の例だが、大量の注文をなるべく有利な価格で売買するには、ほかにも考慮しなければならないことが多数存在する。そのため、証券会社は複数のアルゴリズムを用意し、それによって資産運用会社の多様なニーズに応えている。

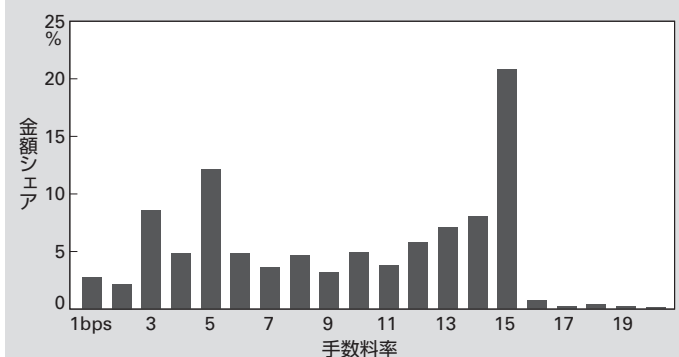
2 業務効率と執行品質を同時に向上させる自動売買

アルゴリズム取引は米国で急速に普及し、現在、欧州や日本でも普及の兆しが見られる。この背景には世界中の先進国の証券会社が直面する共通の課題が存在している。それは、業務効率と執行品質を同時に向上させなければならないという課題である。

業務効率を向上させなければならない背景には、市場の取引規模が拡大し、かつ顧客からの要求が複雑さを増しているにもかかわらず、収入となる手数料の水準は低迷し、しかも要員を無制限に増やすことができないという事情がある。

たとえば、日本におけるホールセール向けの手数料の水準は、現在平均で約定金額の10bps（bps：ベーシスポイント、1bpsは0.01%）程度である。また、まとまった銘柄を扱うバスケット注文に関しては、金額が大きいために3～5bps程度まで低下している

図2 日本のホールセール取引における売買委託手数料率の分布



注) bps：ベーシスポイント、1bpsは0.01%
出所) 野村総合研究所の執行評価サービス「Trading α ®」を利用する資産運用会社のデータより作成。2005年10月から2006年9月の期間で算出

(図2)。手数料の自由化前における水準が55bps程度(約定金額5000万円の場合)だったことを考えると、その低下がいかに急激であったかが理解できるだろう。

一方、執行品質が重視される背景としては、最良執行意識の高まりが挙げられる。資産運用会社の間には、最良執行とは、単に手数料の安い証券会社に発注することではなく、前述のようなマーケットインパクトや価格変動リスクを考慮したうえで、最適な手段を選択することであるという認識がすでに定着している。こうした投資家は、最良執行を実現するために、指値を頻繁に訂正したり、市場の出来高に対する自らの関与率の上限を指定したりする。

これまで自動執行を活用してきた証券会社は、このような複雑な条件の売買を巧妙に執行していくうえで、コンピュータの応用範囲が広いことを理解しており、こうしたことを背景として、証券会社は従来型の自動執行を進化させる形でアルゴリズム取引のアピールを始めたのである。

従来型の自動執行とは、主に業務の合理化を目的とし、日本でも1990年代後半には存在していた。電話での受注を、証券会社のトレーダーが自動執行システムに投入し、煩雑な作業を機械に任せたのである。

この点では従来型の自動執行とアルゴリズム取引は同じだが、両者の違いは証券会社の意識、品揃え、提供形態にある。

意識面では、これまで資産運用会社から受けた注文を証券会社が自動執行システムに投入する場合、「人手を省き、機械で執行する」という点にどこか後ろめたさがあった。しかし、アルゴリズム取引となると、アルゴ

リズムの優秀さを積極的に売り込んでおり、意識がまったく異なっている。

品揃えに関しては、従来型の自動執行の場合、1、2種類程度しかアルゴリズムがなかったのに対し、アルゴリズム取引は5～10種類程度のタイプの異なるアルゴリズムを用意するのが一般的である(表1)。

また従来の自動執行は、証券会社の内部のトレーダーのみが利用できる仕組みであったのに対して、アルゴリズム取引は資産運用会社のトレーダーが自らの端末上でアルゴリズムを選択し、売買を実行する仕組みが用意されている。このように、同じ自動執行の仕組みでありながら、現在、アルゴリズム取引と呼ばれるようになったのは、証券会社が自動執行プログラム自体に商品性を持たせたことがきっかけである。

3 すでに定着している米国のアルゴリズム取引

米国でアルゴリズム取引が普及した背景には、前述のような証券会社を取り巻く環境が

表1 代表的なアルゴリズム一覧

アルゴリズム名	説明
TWAP	注文を均等に分割して時間をかけて執行する
VWAP	市場の出来高加重平均価格(VWAP)に近づくように、注文を市場の時間帯ごとの出来高分布に従うように分割して執行する
Arrival Price (IS)	マーケットインパクトと価格変動リスクのトレードオフを考慮し、受注時点の価格と自らの平均約定単価との乖離が最小となるように執行する
Participation	自らの注文株数が当該銘柄の市場総出来高の一定割合を占めるように執行する
Market on Close	終値の急激な変動を避けつつ、自らの平均約定単価が終値に近づくように執行する。インデックスファンドの運用者などが利用する
Short Sell Pair	規制を遵守しながら自動的に空売りを実施する 指定された2つの銘柄の価格などの関係が条件を満たした場合に片方を買ひ、もう片方を売るという売買を同時に行う
Contingent	売り買いが混在するバスケットに対して、売却できた金額だけ購入する

存在したのはもちろんだが、米国特有の事情も関係している。

一つは複数市場の存在である。日本では、1つの銘柄は1つの市場に上場していることが多い。また、たとえ複数の市場に上場していたとしても、特定の市場での売買高が圧倒的に多いため、取引すべき市場を一意に特定できるのが一般的である。

しかし米国では、1つの銘柄が複数の市場で同時に、かつ活発に売買されている。そのため、たとえば、ある銘柄を1000株購入した場合、最も有利な価格で取引できる市場の組み合わせを計算し、注文を配分するアルゴリズムが必要となる。

もう一つは、いわゆる「デシマライゼーション」の影響である。従来、米国での株価の値刻みは16分の1単位という分数表示であったが、2001年にセント単位による10進表示（デシマル表示）に変更となった。値刻みが1ドルの16分の1から100分の1と細分化された結果、指値注文が、異なる価格に少しずつ分散して存在するようになった。そのため、これまでよりも注文を細かく分割して執行する必要性が生じ、このことが自動化を行う動機づけとなった。

米国におけるアルゴリズム取引の特徴は、資産運用会社自身が、自らの端末でアルゴリズムを選択しボタンを押すだけで証券会社側の人手を介すことなく執行される「セルフサービス型」のサービスを標榜している点である。そのため、米国の証券会社は資産運用会社の端末上でより充実したサービスを提供することに迫られ、ソフトウェア会社などを積極的に買収してきた。

米国のアルゴリズム取引の主な機能は、

- アルゴリズム注文を投入し、投入後の進捗状況をモニタリングする機能
 - 複数のアルゴリズムのなかから適切なものを選択するための分析機能
 - アルゴリズム取引で実施された執行結果を評価・分析する機能
- などである。

こうしたセルフサービス型の売買執行方法は、資産運用会社と証券会社の双方にメリットをもたらした。資産運用会社にとっては、より安い手数料で高品質な執行サービスを受けることが可能となり、証券会社にとっては、より少ない要員で大量の注文をさばけるようになった。

米国の調査会社であるアイテグループ（Aite Group）は、2006年末の米国の全取引に占めるアルゴリズム取引の割合を33%とし、それが2010年には53%に拡大すると予想している（“Algorithmic Trading 2006：More Bells and Whistles,” November 6, 2006）。また、米国の資産運用会社のほとんどが、使い方の頻度にこそ差はあるものの、すでに何らかの形でアルゴリズム取引を利用しているといわれている。米国においてアルゴリズム取引は、新しい売買執行の手段としてすっかり定着しているといえる。

4 黎明期にある日本のアルゴリズム取引

日本におけるアルゴリズム取引は、米国で実績のある外資系企業が先導してきた。本国のシステムを日本市場向けにカスタマイズしてサービスを開始したのである。

日本で初めてアルゴリズム取引を新聞が取引上げたのは、2005年9月30日である。当時

は「電子頭脳取引」という名前で紹介され、クレディ・スイス・ファースト・ボストン証券（現クレディ・スイス証券）が、2005年10月より日本語でアルゴリズム取引を開始すると報じられた。

その後たびたび新聞紙上ににぎわせており、およそ1週間半に一度の頻度で取り上げられている（2007年4月18日現在、日本経済新聞社の4紙が対象）。それらの公表情報や野村総合研究所（NRI）のヒアリングの結果などから推測すると、現在、大手外資系の証券会社のほとんどは、日本市場でもアルゴリズム取引を提供していると思われる。

一方、日系の証券会社の対応は遅れている。従来型の自動執行の設備があれば、取り組みとしては先行している方で、米国に見られるようなセルフサービス型のアルゴリズム取引となると、多くの証券会社ではまだ道半ばである。

それでは、利用者である日本の資産運用会社の状況はどうなのだろうか。

NRIは、2007年2月から3月にかけて、日本に拠点を置く資産運用会社を対象としたアンケート調査「国内主要資産運用会社のトレーディングに関する実態調査」を実施し、アルゴリズム取引の利用状況を確認した。その調査によると、アルゴリズム取引を日常的に利用している会社の割合は17.6%にとどまり、テスト的に利用している会社を含めても約35%であった。

ただし、現在は「利用していないが、利用に向けて検討している」という回答も全体の41.2%存在し、「何らかの形で利用している」という回答と合わせると、アルゴリズム取引に前向きな資産運用会社は、全体の4分の3

以上に達した（図3）。

また、アルゴリズム取引を利用したことがある会社のうち6割近くが、今後少しずつ利用頻度を増やしていくと回答している。アルゴリズム取引を利用する理由の上位は、「業務の効率化が可能となること」および「手数料が安くなること」であった。

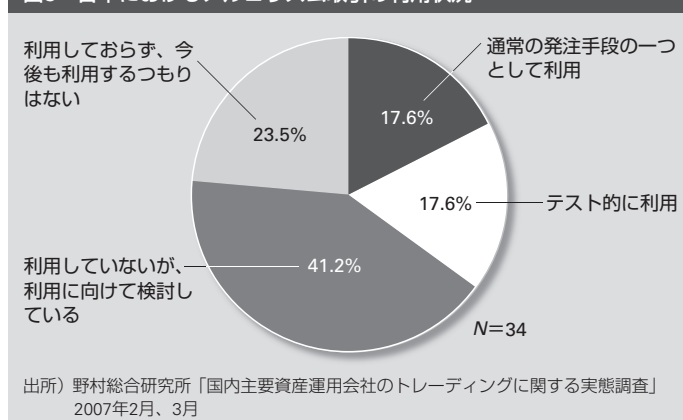
現在のところ、アルゴリズム取引は、日本の資産運用会社において浸透しているとはいえないが、今後の利用拡大を予感させるアンケート結果となっている。現在、日本におけるアルゴリズム取引はまさに黎明期にあるといえるだろう。

5 性能が懸念される東京証券取引所の現行システム

以上のように、アルゴリズム取引に対して資産運用会社はおおむね好意的だが、一方で、アルゴリズム取引の普及により東京証券取引所（以下、東証）のシステムに問題が生じるのではないかと懸念され始めている。

2006年1月、いわゆる「ライブドアショック」をきっかけに東証がシステムを停止し、その後およそ3カ月にわたって取引時間を短縮したことは、記憶に新しい。アルゴリズム取引が導入されれば注文が細分化され、それ

図3 日本におけるアルゴリズム取引の利用状況



によって注文が急激に増加すると、再び東証の1日当たりの処理件数の上限に達するのではないかと、というのがその懸念である。

また、システムの応答時間の問題もある。寄付き近くなど、取引が集中する時間帯は応答に数秒かかるなど、この問題はすでに顕在化している。アルゴリズム取引では、コンピュータの判断で発注や訂正を高速に繰り返すことは可能だが、現状の応答時間では意図したタイミングで取引できない可能性がある。つまり、たとえ良いアイデアがあったとしても、高頻度な売買を執行するアルゴリズムは実装できないのである。

ただし、東証は2009年に次世代システムを稼働させることを公表しており、同システムになれば1日当たりの処理能力の問題や、応答速度の問題は解消するといわれている。

6 不安解消と執行コスト削減が普及の鍵

資産運用会社に対するアンケート調査で見たとおり、日本でアルゴリズム取引が本格的に普及するのはこれからである。以下では今後の日本におけるアルゴリズム取引の課題について整理する。

まず考えてみたいのは、現在、多くの資産運用会社が、アルゴリズム取引を利用していない理由である。

再び前述のアンケート調査を引用すると、アルゴリズム取引を利用しない会社の回答としては、「人間の介入がないことが不安」、および「アルゴリズムを適切に評価する手段がない」が上位だった。ここには、黎明期にあるアルゴリズム取引とは、まだ得体の知れないブラックボックスであり、理解が不十分の

ままそのようなものを使うことはできないという、資産運用会社の意識が表れている。

アルゴリズム取引を促す第1のポイントとして考えられるのは、資産運用会社の持つ不安感を解消することである。そのためにはまず、証券会社は提供するアルゴリズムがどのように執行するのか、どのようなマーケット環境の場合にうまく動作し、どのような環境を苦手としているのかといった情報を、顧客に提供する必要がある。自社のアルゴリズムの執行結果を分析し、その特徴を定量的に説明することができれば、資産運用会社の不安の多くは払拭されるだろう。顧客に対してこうしたアドバイスのできる人材の確保は、証券会社にとって喫緊の課題である。

また、システム的な対応によって不安を解消することも、有望な手段である。たとえば、資産運用会社が自らの端末の上でアルゴリズム取引の稼動状況をモニタリングし、緊急の場合には自らの操作でアルゴリズムを停止したり、アルゴリズムに与えるパラメータを変更したりできる環境を提供する。そうすることによって、いざというときの安心感を与える。外資系の証券会社でも、こうした機能を日本の資産運用会社向けに提供しているところは少ない。

第2のポイントは、資産運用会社に対して経済的なメリットを実感させることである。セルフサービス型の執行手段を提供することで手数料を割引くという単純な方法も考えられるが、現在の資産運用会社の意識はより洗練され、単なる手数料の多寡ではなく、マーケットインパクトや価格変動リスクを加味した総取引コストを最小化することを望んでいる。したがって、総取引コストベースで自社

のアルゴリズムによる執行結果を評価し、経済的なメリットを数値的に示すことが有益である。そのためには、アルゴリズムの改善を繰り返し、その巧妙さで比較優位を実現することが前提条件となる。

今後は、売買執行にかかわるノウハウを集約し、それをもとに開発されたアルゴリズムを迅速に実装するためのシステムインフラなどが、証券会社の競争力の源泉となる。前述のように、2009年に東証の次世代システムが稼動すると、処理件数の上限や応答速度の心配はなくなり、証券会社はますます自社の創意工夫を試されることとなる。本格的なアルゴリズムの開発競争の開始は、間近に迫っている。

Ⅲ 証券会社の総合評価を行う 資産運用会社

以上、今後拡大が予想される新しい取引手段としてのアルゴリズム取引について説明してきたが、証券会社のサービスはそれだけではない。以下では、証券会社が資産運用会社に提供しているサービスを整理するとともに、資産運用会社がそれらのサービスをどのように評価しているかについて説明する。

1 資産運用会社に証券会社が 提供するサービス

大量の注文を巧妙に執行する手段としてアルゴリズム取引は効果的だが、取り扱う株数が少なければ、個人投資家がインターネット証券を経由して注文をするように、受注した注文をそのまま証券取引所に接続すればよい。こうした方法は「DMA（ダイレクト・

マーケット・アクセス）」と呼ばれ、手数料の安い取引手段として知られている。また、大量の注文を抱えているにもかかわらず、時間をかけることなく取引を成立させたい場合には、証券会社に取引の相手方となってもらい、即座に売買を成立させる方法もある（プリンシパル取引）。

さらに、大量の注文を執行するもう一つの手段としては、証券会社が多くの投資家の仲介者となっていることを利用して、自分と反対の売買を希望する投資家を見つけ出してもらうという方法もある（マッチング取引）。

このように、資産運用会社は、そのときどきの状況に応じてさまざまな執行手段を使い分けており、こうした証券会社のサービスはすべて、「売買執行サービス」に分類される。

加えて、資産運用会社は、証券会社のアナリストから企業業績予想やマクロ経済予測などのレポートを受け取っている。また、各種勉強会や、企業経営者とのミーティングを開催するなどのサービスを受ける場合もある。こうしたサービスを総称して「リサーチサービス」と呼ぶ。

現在、資産運用会社は、売買執行サービスとリサーチサービスの両方に対する対価を、まとめて手数料という形態で支払っている。

2 資産運用会社による証券会社の スコアリングとは

資産運用会社は、証券会社から受けるサービスと手数料の支払いを関連づけるために、何らかの形で証券会社をスコアリング（評点化）している。スコアリングの高い証券会社に対してより多く発注することで、結果として手数料の支払いに差をつけるのである。

資産運用会社による証券会社のスコアリングは、四半期あるいは半年に一度程度の頻度で行われる。スコアリングの結果は、通常、次期の手数料のシェアに反映される。証券会社に対する手数料額を決める唯一の方法がスコアリング制度という資産運用会社も多いため、証券会社はスコアリングの上昇につながるサービスを、効果的に提供する必要がある。

スコアリングは、一般にリサーチサービスに対する部分と売買執行サービスに対する部分に分かれる。

リサーチサービスに関しては、アナリストおよびファンドマネージャーによって評価され、売買執行サービス部分の評価はトレーダーによるケースが多い。スコアリングは加点方式のことが多く、各証券会社のサービス内容が資産運用会社の評価担当者によって採点されていく。積み上げられた点数は、リサーチサービスと売買執行サービスに割り当てられた重み（たとえば、60%対40%など）を乗じたうえで合計され、それが最終的な証券会社のスコアとなる。

以下では、それぞれのスコアリングにおける評価項目の一例について説明する。

（1）リサーチサービスのスコアリング

アナリストおよびファンドマネージャーによるリサーチサービスの評価項目は、分析サービス、ミーティングアレンジ、その他のサービスなどに分類される。それぞれの評価項目の例は以下のとおりである。

● 分析サービス

分析サービスの評価では、アナリストレポートの内容や業績予想的中度合いなどが評価される。証券会社のアナリストが個人ごと

に評価される場合もある。

● ミーティングアレンジ

アナリストミーティング、企業経営者とのミーティング、工場見学、セミナー、勉強会などの開催が評価される。ミーティングが有意義であったかどうか、貴重な機会が設定されたか、多くの機会がアレンジされたかなどの視点から評価される。

● その他のサービス

上記に含まれないその他のサービスが評価対象となる。コミュニケーションの状態は良好か、スポット的な依頼に対応してくれたかなどの定性的な判断が行われる。

（2）売買執行サービスのスコアリング

トレーダーによる売買執行サービスの評価項目は、「売買執行力」「情報提供力」「事務対応力」などに分類される。売買執行力はさらに「エージェンシー取引」^{注1}とプリンシパル取引に分けて評価される場合が多い。

情報提供力は上記のリサーチサービスに近い概念だが、トレーダーから見て有益な情報かどうかという視点で評価される。事務対応力は、事務処理の正確性や迅速性などが評価され、ミスがあった場合は減点項目とする場合が多い。それぞれの典型的な評価項目は以下のとおりである。

● 売買執行力

売買執行力では、当該証券会社の執行技術、執行のキャパシティ、柔軟な執行対応などが評価される。たとえばエージェンシー取引であれば、VWAP^{注2}と約定価格の比較、インプリメンテーション・ショートフォール・コスト^{注3}の水準、オーダー受注体制、マッチング取引の調達力^{注4}、手間のかかる

注文への対応などが評価項目となる。プリンシパル取引であれば、コンペティションへの参加率、取引成約率などで評価される。

● 情報提供力

情報提供力は、トレーダーに対して提供された情報の内容および量で評価される。たとえば、取引制度関連レポート、トレーディング関連レポート、勉強会の開催などがこの項目で評価される。また、取引の進捗状況の迅速な連絡、マーケットの変化に関する適切な連絡など、執行中のコミュニケーションも評価対象である。

● 事務対応力

約定後の取引内容の連絡の迅速性、正確性などの事務処理が評価の対象となる。

3 手数料のアンバンドリングによりサービスの機能分解が進む

前述したとおり、手数料のなかには純粋な売買執行の対価と、リサーチなどの対価が混在している。アンバンドリングとは、これら

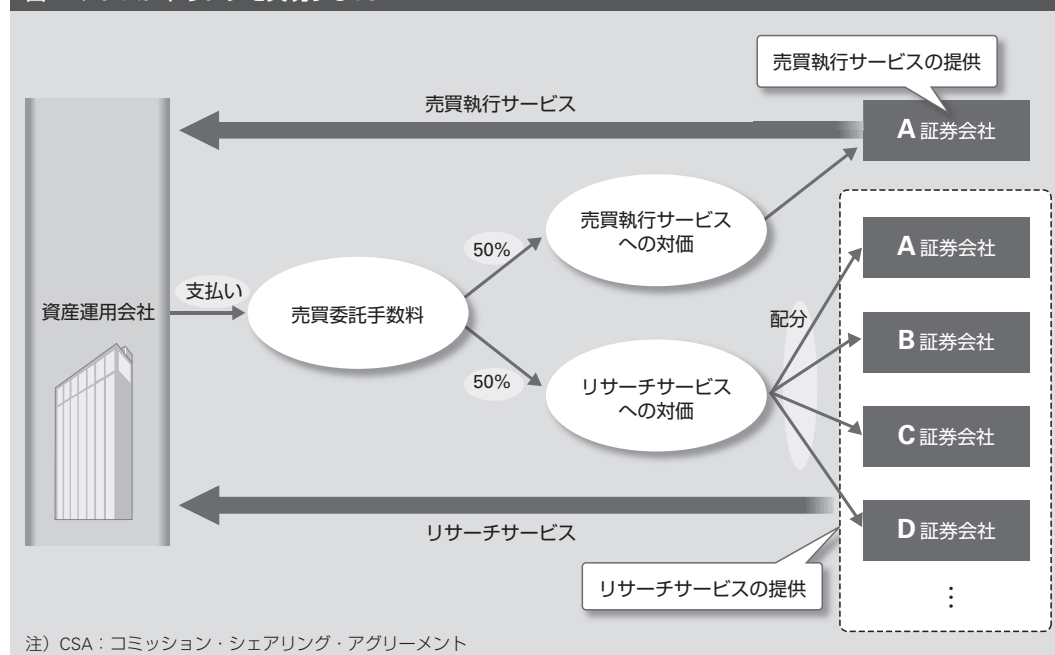
の費用を分離して支払うことを指す。アンバンドリングには、手数料支払いの透明性を高めることにより、投資家に不必要な負担を強いることを避ける効果があり、規制当局によって推進されている。

アンバンドリングが注目されるようになったのは、英国の年金運用の情報開示において、手数料を売買執行部分とそれ以外の部分に分離して開示することが義務づけられたことがきっかけだった。

現在、英国では、アンバンドリングを実現する手法として、「コミッション・シェアリング・アグリーメント（CSA）」と呼ばれる契約が増加している。

CSAでは、資産運用会社はある証券会社に発注を行った際に、手数料の一定割合を売買執行サービスの対価として支払い、残りをリサーチサービスへの対価としてプールしたうえでリサーチサービス提供者者に配分する。このとき、リサーチサービスの提供者は必ずしも当該取引の売買執行を行った証券会社で

図4 アンバンドリングを実現するCSA



ある必要はなく、複数のリサーチ提供会社に対して、指定した割合で手数料を配分できる。従来、売買執行サービスとリサーチサービスは一体で提供されることが一般的だったが、CSAを利用することにより、サービス提供者の最適な組み合わせを選択することが可能となる（前ページの図4）。

また、2005年10月には、米国の大手投資信託運用会社であるフィデリティグループが、同じく米国の大手証券会社であるリーマン・ブラザーズとの間で、売買執行サービスへの対価とリサーチサービスへの対価を、完全に別々に支払うパイロットプログラムを開始した。フィデリティは、リサーチサービスへの対価を手数料ではなく、自社の会社資産からハードダラー（現金）で支払うとしており、いわば完全なアンバンドリングに向けて動き出したといえる。

4 日本における手数料の アンバンドリングの現状

実は、現状では日本においてアンバンドリングはほとんど実施されていない。前述のNRIのアンケート調査によると、日本の資産運用会社のうち、何らかの形でアンバンドリングを実施している会社の割合は、わずか6%程度である。残りの94%のうち対応を検討しているのは38%で、56%の会社では全く未検討といった状況である。

しかし、リサーチサービスと売買執行サービスが常にバンドル（ひとまとまり）になった状態でなければ受けられない現状は、不便な側面もある。たとえば、非常に有益なリサーチを提供してくれるものの、売買執行能力に不安のある証券会社が存在した場合、日本

ではリサーチの利用を断念するか、不安のある売買執行サービスも同時に利用するかのいずれかの選択肢しかない。

こうした状況のなか、多くのリサーチ情報からより多角的な見解を得たいという理由から、多くの証券会社に発注せざるをえないという資産運用会社も少なくない。このような場合、アンバンドリングは、リサーチサービスと売買執行サービスを分離して利用するためのスキームとして有用である。

今後、日本でもアンバンドリングは定着するだろうか。前述のアンケート調査の結果では、将来、「どちらかといえばアンバンドリングが広まる」という回答が47%、「どちらかといえば広まらない」という回答が33%、「どちらでもない」という回答が20%という割合となっており、アンバンドリングの広まりを予想する意見が半数近くを占めている。

手数料の透明性を高めようとする動きは世界的に広まっており、日本でもアンバンドリングの定着に備えて今後のビジネスについて再考する必要があるだろう。

Ⅳ ブローカレッジビジネスの今後

今後、サービスの機能分解が進むと、資産運用会社は、それぞれのサービスから最高水準のサービスを提供する証券会社を選択するようになる可能性がある。第1段階は、リサーチサービスと売買執行サービスの分離である。リサーチサービスに関しては、多種多様な情報から自分なりの結論を導き出すことが重要であるため、資産運用会社は、比較的多くの証券会社からリサーチ情報を得ることになるだろう。

一方で、売買執行サービスに関しては、これまでのようにリサーチ情報を得るために多くの証券会社を利用する必要がなくなる。そこで、前述の売買執行のスコアリングに従って、上位の限られた証券会社のサービスを利用することとなる。そうすると、資産運用会社が売買執行サービスの提供者として利用する証券会社の数は集約され、この分野のサービス競争は激化するものと予想される。

資産運用会社による現在のスコアリング体系が維持されるなら、証券会社は総合的な売買執行サービスの提供を余儀なくされる。なぜなら、前述のとおり現在のスコアリング体系は評価項目ごとに加点していく方式が採用されている場合が多く、さまざまな売買執行サービスを提供する証券会社ほど有利となるからである。DMA、アルゴリズム取引、マニュアルトレーディング、マッチング取引、プリンシパル取引などをワンストップで提供できる証券会社が相対的に有利となる。

一方、リサーチサービスがアンバンドル、すなわち分離された後も、売買執行サービスは一体で提供されるべきなのか。DMAやアルゴリズム取引などで必要とされる能力はシステムの要素が非常に多く、従来型の証券会社の評価方法では対応できない可能性がある。つまり、売買執行サービスの評価もアンバンドリングを行い、それぞれのサービスごとに最高の証券会社を選択することが、資産運用会社の利益にかなうと思われる。

実際に、リテールの分野では、インターネット証券のように電子的な取引手段に特化した証券会社が活躍しているし、米国ではホールセールの分野においてDMAやアルゴリズム取引を専門に行う証券会社が登場し、一定

の評価を獲得している。こうしたニッチプレイヤーの活躍は、証券会社によるサービス競争を通じ、結局は資産運用会社にとって望ましい結果となるだろう。今後、資産運用会社が各分野で最高のサービスが受けられるかどうかは、自らの評価方法にかかっている。

以上のような究極のアンバンドリングが実現すると、証券会社は初めて個々のサービスごとの競争にさらされる。そうなった暁には、特定のサービスに特化したベンチャー企業なども現れ、業界の勢力図が塗り替えられる可能性もある。既存の証券会社も自社の得意分野を見極め、そこに経営資源を集中するといった経営判断が必要になるだろう。

注

- 1 エージェンシー取引とは、証券会社が仲介業者として、証券取引所などへ有価証券の売買を取り次ぐ取引形態をいう。証券会社が取引の相手方となるプリンシパル取引と対比される。
- 2 Volume Weighted Average Priceの略で「出来高加重平均株価」という。特定の銘柄が1日につけたすべての約定価格を、各々の約定時点における出来高で重みづけしながら平均した価格。
- 3 売買を決定した時点からの価格変化をコストと見なす方法。たとえば、運用会社が証券会社に売買の委託を行った時点の市場気配値の仲値と、約定価格との差を計量することで把握する。約定できなかった株数があれば、その部分について機会損失コストを計量することも特徴の一つ。
- 4 大量の注文を委託する場合に、反対側の取引を行う投資家を探し出す能力のこと。

著者

田中隆博（たなかたかひろ）

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、証券フロントシステム、執行コスト分析