

英国、米国におけるCSAの発展と最近の動向

鈴木健太郎

英国、米国ではCSA^{注1}が導入されてすでに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。それまでは、CSAブローカーが執行ブローカーのプールをまとめるブローカー提供型サービスが拡大していたが、リーマン・ブラザーズ破たん以降は、カウンターパーティリスク（取引先相手破たんリスク）に対する認識が高まり、ベンダー提供型サービスにシフトしてきている。

英国、米国では、資産運用会社（以下、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^{注2}。

本規制の導入に伴い、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。

2009年秋現在、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

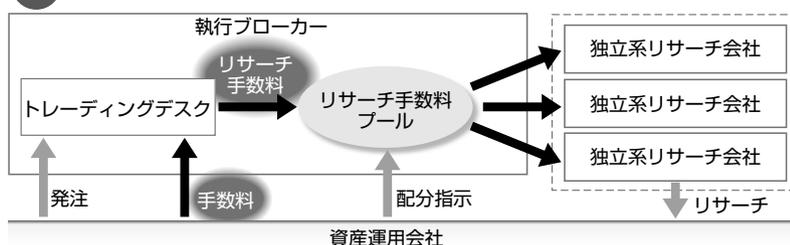
CSAの基本的な形態は「手数料プール型」といわれるものである（図1）。運用会社は執行ブローカーである証券会社に手数料（執行手数料およびリサーチ手数料）を支払う。執行ブローカーは、このうちリサーチ手数料に相当する部分をプールする（リサーチ手数料プール）。運用会社は執行ブローカーに対し、リサーチ手数料を個々のリサーチ会社にどれだけ支払うかの配分指示を行う。

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

ズ（情報開示）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^{注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。

このわずら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2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1つにまとめて管理する^{注4}。

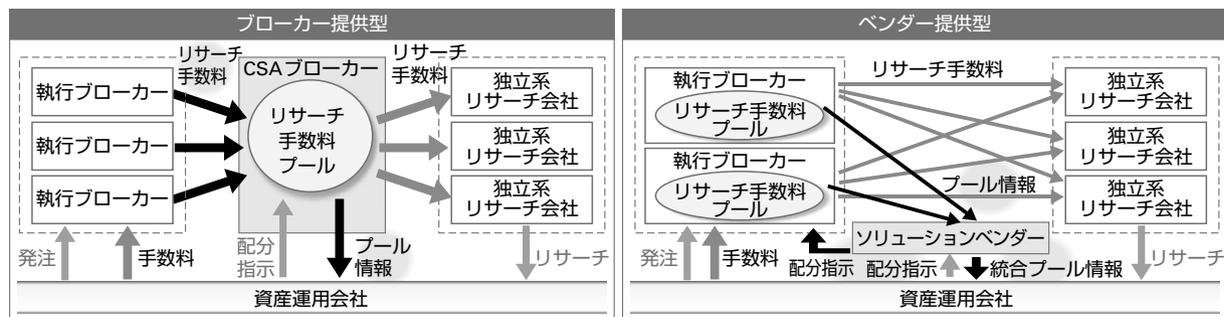
図1 手数料プール型CSAの概念図



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が浸透していく過程で、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関係強化が図れたこと、また、

図2 CSAの一元管理サービスにおける2つのタイプ



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いわれている。その一方、研究手数料プールが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たん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月のリーマン・ブラザーズの破たんである。この破たんにより、リーマン・ブラザーズがCSAブローカーとして管理していた研究手数料プールが管財人によって凍結され、事前に手数料を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研究会社が、研究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。

このプールの所有権をめぐることは、現在も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どお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、運用会社はその対応策として、①多数の執行ブローカーやCSAブローカーと取引する、②それぞれの研究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。これら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す結果となった。

ベンダー提供型サービスの拡大

このようななか、2008年末から09年にかけて、CSA管理負担の軽減を謳うベンダー提供型サービスがシェアを伸ばしている。代表的事例がコジェントなどソリューションベンダーの提供するサービスである^{注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研究手数料プールの情報を一元的に管理できる一方、同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、運用会社にとって研究手数料は機密情報であり、それを管理するという点からも、第3者ベンダーを選好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サービスは使用料がかかるため、普及は、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である。

今後、日本でも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、英国、米国におけるCSAの形態変化は、日本での動向を見極

めるうえで大きな参考となる。

注

- 1 Commission Sharing Arrangement
- 2 加藤大輝「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8月参照。今日的な意味でアンバンドリング（手数料の分離開示）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づけと、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）」で手数料の開示が義務づ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、ソフトダラーを支払ってよいサービスの定義づけや、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

『金融ITフォーカス』2009年9月号より転載

鈴木健太郎（すずきけんたろう）
NRIヨーロッパシニアコンサルタント