



日本取引所グループ  
ロンドン駐在員事務所  
**松尾 理志**

—連載（第10回）—

## 今年の欧州バイサイドの関心事はブローカー手数料の透明性向上か



### ■ 1. はじめに

4月15日（火）から16日（水）にかけて、パリで開催された欧州最大規模のバイサイド向けイベント“トレードテック2015”に参加した。前年の2014年に行われた同イベントでは、開催直前に出版されたマイケル・ルイス氏の著書『フラッシュ・ボーイズ』を受けて、HFTの善悪が話題の中心となったが、今年はそうした議論は一巡した様子で、バイサイドの関心事は2017年にも適用される見通しの、欧州の金融商品市場指令改正案（MiFID II/MiFIR）による影響に焦点が当てられていた。

MiFID改正案には様々なトピックが含まれているが、その中でも、欧州のバイサイドにおける最大の関心事と見られているのが、ブローカー手数料の透明化（コミッション・アンバンドリング）であった。Financial Times紙は「1980年代の金融ビッグバン以降で、最も株式市場に影響を与える可能性があ

る変化」と伝えている（注1）。ここでは、イベントでの議論の内容をご紹介するとともに、これによる日本市場への影響を考察してみたい。

### ■ 2. ブローカー手数料の透明化（コミッション・アンバンドリング）の議論

イギリスの金融規制当局FCAの見積りによると、イギリス国内において、毎年約30億ポンド（注2）（約5,400億円）が、ブローカーに対するコミッションとして支払われているという。運用会社の中には伝統的に、ブローカーが提供するリサーチの対価を、売買執行によるコミッションとあわせてブローカーに支払っており、そうした支払い方法は、一括コミッション（Bundled Commissions）と呼ばれている。多くの運用会社が、年金基金等のアセットオーナーから預かった資金を使って、売買執行やリサーチ等のサービスに対す

るコミッションをブローカーに支払っているが、そのコミッションの中身が不透明であることが、利益相反につながっているとの批判がある。すなわち、運用会社は、ブローカーが提供する売買執行やリサーチ等のサービスに対して、どの程度の対価を支払ったのか管理できていない（コスト意識がない）と指摘されている。長年の間、ブローカーはリサーチ費用をコミッションに含めてきたため、運用会社はリサーチを“無料サービス”として捉えてきた節があるが、FCAは毎年約15億ポンドがリサーチ費用に使われていると試算している。

こうした批判はイギリスでは2001年から注目され<sup>(注3)</sup>、一部のファンドマネージャーは自主的に売買執行とリサーチを分離してブローカーに支払い、コミッション・アンバンドリング（Commission Unbundling）と呼ばれるようになった。しかし、実態は建前上で売買執行とリサーチを分離して支払っているのみで、リサーチの対価がきちんと算定されているわけではなく、効果的な対策が取れていないケースが散見されるのが現状だという。

### ■ 3. MiFID改正案（MiFID II/MiFIR）による新しいルール

そうした中、イギリスのみならず、EU全域に適用されるMiFID改正案では、ブローカーに支払うコミッションからリサーチを分離

することを求めた。2014年に欧州議会とEU理事会が採択したMiFID改正案を受けて、欧州の金融規制当局である欧州証券市場監督機構（ESMA）が2014年12月に公表した意見書では、運用会社に対し、売買執行とリサーチを分離し、リサーチを運用会社の自己資金から直接購入する<sup>(注4)</sup>か、もしくは顧客の合意の上で開設したリサーチ専用口座から別勘定で支払うことを求める旨を公表した。また、ブローカーに対しては、リサーチに適正な値段を算定して、運用会社に提供することを求めるとした。このESMAの意見は、売買執行とリサーチを完全に分離するもの（Full Unbundling）であり、これまでのFCAと同等かそれ以上に厳しいスタンスとなったことは、業界では驚きをもって受け止められた。

ESMAの意見書に対しては、業界から多数の反対意見がESMAに寄せられている。ブローカーが提供するリサーチに値段が付き、売買執行のコミッションとは別に購入する必要があることから、特にリサーチを必要としているアクティブマネージャーのコストが増加するといったものや、リサーチが大型株に集中し、中小型株に対するカバレッジが縮小するのではないかとといった意見、また、EU圏の運用会社と、アメリカやアジア太平洋地域の運用会社との関係で、EUの運用会社が不公平な立場に立たされるといった意見があったことが、ESMAにより紹介されている。



## ■ 4. トレードテック2015におけるブローカー手数料の透明性に関する議論

トレードテックでは、主に2つのパネルで、ブローカー手数料の透明性について議論された。

### Panel 1 :

冒頭、Investment Associationのシアーズ氏は、「コミッション・アンバンドリングの考え方は、ブローカーに対し、売買執行とリサーチのどちらのサービスを重視するのか選択の自由を与え、ブローカー同士の競争を促進するだろう」と述べた。売買執行とリサーチが分離されれば、運用会社のトレーダーは、ブローカーの売買執行能力に注目して、最良執行を行うブローカーを追求することになる。これまでは、ファンドマネージャーのリサーチ需要を考慮して、執行するブローカーを選択していたが、その必要はなくなり、結果的にブローカーは最良執行を競争の源泉として追い求めることになると予想されるというものである。一方でバイサイドを代表してKBCアセットマネジメント（AM）のベルシャエブ氏からは懸念の声も聞かれた。ベルギーの拠点を置くKBC AMは、2007年からコミッション・アンバンドリングを実践している。しかし、「リサーチの対価に適正な値段を提示してくれるブローカーは少なく、また

実際にアンバンドリングをやってみると、ブローカーとの電話などで追加の諸経費がかかるようになった」という。リサーチにかかる費用に関しては、「全体で見れば、外部リサーチを取得する費用は2007年比で半分になったが、その一方で、“社内リサーチ”に労力を割くようになった」という。Tabbが今年1月に行った調査によると、約3分の2の運用会社がリサーチに対する費用を削減すると答えており（注5）、またデロイトの調査によると、外部リサーチの購入から社内リサーチに移行すると答えた運用会社が複数あったという（注6）。

リサーチの対価に値段をつけることの難しさはブローカーサイドから聞かれた。UBSのセマーク氏は、「リサーチは、提供する運用会社の投資戦略によって価値が代わり、またリサーチが必要とされる時期は運用会社によって変わってくるため、ブローカーが運用会社ごとにリサーチコストを分配することは難しい」という。一方で、KBC AMのベルシャエブ氏は、「アクティブマネージャーは多くのリサーチを要求するが、そのほとんどがファンドマネージャーの要求に基づく特注（ベスポーク）のレポートであるため、そうしたレポートであれば、一般的なレポートよりも値段がつけやすいはずだ」と述べた。UBSのセマーク氏はパネルの最後に「運用会社は現在、何も考えずにブローカーから流れてくるリサーチを受け取っているが、将来的にはどんなリサーチに価値があるのか、見定

めなければならないだろう。」と運用会社がよりリサーチに関して慎重になる必要があることを述べた。

## Panel 2 :

Panel 1での議論に引き続き、ブローカーが売買執行にフォーカスすることが話題的になった。マーケットメイカーKCG Europeのアリソン氏は、「ブローカーの数は100社から50社に減少し、さらに言えば、運用会社として執行を依頼するブローカーは15社でも良いかもしれない」とし、その代わりとして、「リサーチ提供のみを行う独立系リサーチ企業が増えるだろう」と今後の業界の展望を述べた。当のブローカー側も、コミッション・アンバンドリングが導入されれば、トレーディングデスクが縮小されると見ている。Capital Groupのシュワード氏によると、そうした「独立系リサーチ会社へのニーズは既に近年高まってきている」という。ブローカーはこれまで、大型株のリサーチ提供で得られた収益の一部を中小型株のリサーチに割り当てて提供してきたが、中小型株のリサーチにも適正な価格が付けられ、市場原理に基づいてファンドマネージャーはリサーチを購入するかどうかを決めることになるという。その結果、ブローカーによる中小型株のリサーチは減少し、独立系のリサーチ会社がニッチ市場として担うことになるかもしれないとの予測もでている。

## ■ 5. 今後の日本への影響（私的考察）

欧州最大のバイサイドイベントにおいて、ブローカー手数料の透明性が大きく取り上げられたのは、欧州大陸で一般的に行われているリサーチを売買執行のコミッションにあわせて支払う業界の伝統が否定され、運用会社とブローカーとの関係の構図が大きく変わる可能性を秘めているからだ。

コミッション・アンバンドリングは、ESMAの意見書が発表されて以降、業界からの大きな反対にあっており、EU議員の一部が、コミッション・アンバンドリングの導入について懸念を口にするなど、今後の動きは流動的になっている。ESMAの意見書は、法案を策定する欧州委員会に向けられたものであり、今後欧州委員会がESMAの意見に基づいて細かな施行規則を策定する。その中でコミッション・アンバンドリングの規制の中身が決まることとなるが、その内容が明らかになるまでに、あと6ヶ月程度はかかると見られている。

コミッション・アンバンドリングの細かな内容については、まだ不透明な要素が残っているものの、MiFID改正案の大枠では、運用会社やブローカーに対し、コミッションの中身をより透明化することを求めており、方向性は変わらないと見られている。2017年のMiFID改正案導入を前に、自主的に“コミッ

~~~~~  
ション・アンバンドリング”を始める運用会社も出てくると見られ、ブローカーも対応が促されると思われる。

日本株を営業するブローカーと、顧客である運用会社の間にも影響は必至であろう。現在、欧州の投資家が利用している日本株のアナリストレポート（英語）は、ブローカー又はリサーチ会社に所属する（日本人の）アナリストが日本で作成したもので、それが英訳されたものであるという実情を考慮すれば、アンバンドリングの実施自体がレポートの対象会社の範囲に影響を及ぼすことはないだろう。

しかし、レポートの授受にあたっては、明示的な対価の提示がブローカーと運用会社間で必要になることから、多くの市場関係者が予測しているとおり、運用会社は、極力不必要なレポートは入手しない、さらには、自社のリサーチ機能を高めるといった対応をとるようになるだろう。そして、自社でリサーチする場合は、企業からの（適時、法定）開示情報が重要な分析対象になるとと思われる。これらの情報は、運用会社が無料でアクセスできることから重宝されるだろうが、日本語のみの開示しか行っていない企業については、日本語ができるアナリストを持たない運用会社を中心に、嫌気されることになるかもしれない。

欧州のコミッション・アンバンドリングの議論は、日本で同様の議論を喚起する意味以上に、日本企業の英文開示の必要性を一層促

す点において重要な意味合いを持つかもしれない。単純に予測し得ない影響があるという面を考慮しても、今後の欧州での議論に要注目である。

(注1) “Unbundling rules will get tougher”, 25 February 2015, Financial Times

(注2) “EU toughens up research fee rules, 17 December 2014, Financial Times

(注3) “Institutional Investment in the United Kingdom : Review” 別名Myners report, 2001

(注4) 運用会社が直接リサーチを購入することになれば、運用会社のコストは増加するが、これはアセットオーナーである顧客に対する運用報酬を増加させることで賄うことは許される。

(注5) “Unbundling’s Death Knell?” Tabb research, 5 March 2015

(注6) “MiFID II : Product governance and unbundling dealing commission”, 16 January 2015

