

SEC が顧客手数料の取り決めと 慣行に関する指針を提案

(全米証券業者協会 (SIA) 発表論文の仮訳)

Kyle L Brandon

(SIA)

このレポートは全米証券業者協会 (SIA) の発表論文
(著者 : Kyle L Brandon) を仮訳したものである。

原文のインターネットページは次のとおりである。

<http://www.sia.com/research/pdf/RsrchRprtVol6-11.pdf>

アメリカでは、1975年に証券会社の手数料が自由化されて以来、機関投資家の資金運用担当者（マネー・マネジャー）が、通常の売買仲介手数料に加えて、投資判断の決定に役立つような追加的なサービスを証券会社から受けようとするとき、それに対する手数料を支払うことが、最終的には、機関投資家が運用を受託しているファンドの顧客のコスト負担となることとなって、受託者責任（fiduciary responsibility）を逸脱することになるのではないかという問題が、長年にわたって議論されてきた。

2005年にSECは、この問題に対する新たな解釈と見解を示す通達案をパブリックコメントに付したが、このSIA（全米証券業者協会）の論文は、このような顧客手数料問題の過去の経緯を紹介するとともにSECの2005年通達草案に対する分析と意見の提示を行ったものである。わが国においては、まだ、このような顧客手数料問題はあまり議論の対象となっていないが、手数料問題を考える際の参考にしていただければと思う。

SEC が顧客手数料の取り決めと慣行に関する指針を提案

要約

米国証券取引委員会は先ごろ、以前から予告していた顧客手数料慣行 client commission practices に関する指針の草案（2005年通達）¹を発売した。9月21日の会議においてSECのコミッショナーによって採択されたこの2005年通達は、意見聴取のため11月25日まで公開され、多くの意見が寄せられた。²リサーチおよび仲介サービス research and brokerage service への支払いに顧客手数料を利用することについては、ここ何年間にわたって監督当局や市場参加者の間で物議をかもす争点になっていた。顧客手数料の取り決めと慣行については、SECばかりではなくNASDや英国の金融サービス機構（Financial Service Authority, FSA）³による規制見直しの対象であった。こうした中でSECは、明らかに、2005年通達を起草するに当たってこれら他機関の取組みを参考にしている。本レポートは、SECの2005年通達の背景と概要を紹介するとともに、それをめぐって若干の論評を加えようとするものである。

顧客手数料取り決めとSECをめぐる経緯

1975年の手数料自由化に際して、SECは、もし、リサーチおよび仲介サービス費用を含めてブローカー・ディーラーに支払われる委託手数料が、他のブローカー・ディーラーが受託者責任を逸脱することなくまったく同じ取引を行った場合に請求するであろう金額を超えている場合に、資金運用担当者(マネーマネジャー)はそのような支払いをすることができるかどうかという業界では曖昧になっている問題に取り組む必要があると認識していた。固定手数料の世界では、ブローカー・ディーラーは価格で競うことが出来ず、その代わりにリサーチなど売買執行以外のサービスを含むサービスの水準をめぐる競争を展開した。手数料自由化に伴って価格競争がもたらされた。そして市場参加者たちは、一部の資金運用担当者が、ブローカー・ディーラーを選ぶに際して、手数料の安さのみに関心を持ち、そ

¹ 1934年証券取引法28(e)条の下での顧客手数料にかかわる手数料ガイダンス〔通達No. 34-52635；ファイルNo. S7-09-05〕 www.sec.gov/rules/interp/34-52635.pdf (2005 Release)。SECは混乱を避けるために、2005年通達において、28(e)条の下での慣行に言及するために「ソフト・ダラー」という用語ではなく「顧客手数料慣行あるいは取り決め」という用語を使用すると述べている。証券業界は両方の用語を使っているように見えるが、この論文では「顧客手数料」という用語のみを使うことにする。

² 寄せられた意見は、SECのウェブサイト www.sec.gov/rules/interp/s70905.shtml で見ることができる。

³ NASD報告書“Report of the Mutual Fund Task Force; Soft Dollars and Portfolio Transaction Costs” 2004年11月11日 www.nasd.com/web/groups/rules_regs/documents/rules_regs/nasdw_012356.pdf (“NASD Task Force Report”)；FSA “Policy Statement 05/9, Bundled brokerage and soft commission arrangements - FEEDBACK on CP05 / 5 and final rules” (July 2005), www.fsa.gov.uk/pubs/policy/ps05_09.pdf (“FSA Final Rules”), FSA “Consultative Paper 05/5, Bundled Brokerage and Soft Commission Arrangement; Proposed Rules” (March

他のサービス（例えばリサーチ）の価値には関心を払わなくなるのではないかという懸念を抱き始めた。

これらのその他サービスが資金運用担当者の顧客にとって価値があることを認識しながらも、リサーチや仲介サービス費用を支払うために顧客手数料を利用することによって生じる利益相反を考慮して⁴、議会は 1934 年証券取引法 28(e)条⁵を制定した。28(e)条は、「資金運用担当者が、支払う手数料が受け取る仲介・リサーチサービスの価値に見合った適切なものであると確信して、ブローカー・ディーラーによって提供された『仲介・リサーチサービス』を受け取るために最低手数料水準を越えて手数料を支払った場合に、当該資金運用担当者を受託者義務(fiduciary duty)違反に対する責任から保護するためのセーフ・ハーバー」⁶を提示している。

1975 年から数回にわたって SEC は、28(e)条の解釈に関する通達(interpretive guidance releases)を発出した。1976 年に SEC は、セーフ・ハーバー条項は「容易かつ普通に入手することが可能で、コマーシャルベースで一般大衆に提供されている」新聞、雑誌、コンピューターの機器類、航空券、事務用品などには適用されないとする指針を発出した⁷。SEC は又、実際に売買を執行したブローカーは顧客手数料に含んで支払われるリサーチサービスを提供しても良いとして資金運用担当者に注意を促している⁸。その一方、第三者が提供するリサーチについては、適切な状況のもとで提供されなければならないという説明もされていた。1980 年の SEC レポート⁹は、この点をもっと明確にしている。つまり、ブローカー・ディーラーは資金運用担当者が第三者（例えば、リサーチの提供者）に対して負っている債務に対して単純に支払いを行ってはならず、資金運用担当者に直接提供される第三者のサービスに対して支払いの義務を負わなければならないとしたのである。

1984 - 1985 年の顧客手数料に関する調査を受けて、SEC は 1986 年に新たな解釈通達(1986 通達)を発出した。それは、1976 年の指針を取り消し、新たな基準に代える通達であった。この新たな基準は、セーフ・ハーバー条項を 28(e)(3)の定義に合致する仲介とリサーチサービスに適用されるものであるとして、「投資の意思決定責任の遂行上、資金運用担当者にとって合法的で適切な支援となるもの¹⁰」と規定している。加えて、1986 年通達で導入された

2005). www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp05_05.pdf. ("FSA Rule Proposal").

⁴ SEC は 2005 年通達において、このような形での顧客手数料の利用は「顧客手数料サービスの資金を得るために顧客の証券を不適切に売買するよう指示するばかりではなく、顧客手数料サービスを手に入れるように指示を出す時には、資金運用担当者に深刻な利益相反をもたらす、担当者に最良執行責任を軽視するようなインセンティブを与えることになるだろう」と指摘している。2005 年通達 9 頁参照。

⁵ 28(e)条の最新のテキストについては、付録に掲載している。

⁶ 同上、4 - 6 頁参照。

⁷ 2005 年通達、10 - 11 頁参照。

⁸ 1976 年通達において、SEC は、「資金運用担当者がブローカー・ディーラーに対して支払の『分与』を指示しないように警告した。ここで支払の『分与』とは、資金運用担当者が、顧客のアカウントで取引を成立させるために起用したブローカー・ディーラーに、ブローカー・ディーラーと資金運用担当者によって取り決められた、資金運用担当者によってその執行ないしは正規で合法的な取引先ではないものの彼が指定した別のブローカー・ディーラーに対する手数料の一部を分与するように要請することである。」2005 年通達、11 頁参照。

⁹ 1980 年に SEC は、Investment Information, Inc. の顧客手数料取り決めについて追跡した報告書(III Report, 19 SEC Docket)を発行した。

¹⁰ 2005 年通達の 14 頁に引用された 1986 年通達。

ものに「混合利用(mixed-use)」という概念がある。そこでは、顧客手数料として費用が支払われた製品やサービスが投資決定プロセス以外の職務にも利用されている。このようなケースでは、資金運用担当者は、その利用の程度に応じて製品やサービスの費用を適切に配分しなければならない。資金運用担当者はその配分にかかわる十分な書類を保管し、惹起された利益相反は顧客に開示されなければならない。1986年通達は又、入手が容易であり商業ベースで大衆に提供されている製品やサービスについて、それらがやはりリサーチを構成しうるとの見解に立って、セーフ・ハーバーからの除外を取り消した。

2001年にSECは、証券業協会(NASD)の会員によって執行され、NASDの取引記録ルールに沿って記録されるある種の無リスクの自己取引 principal transaction に対する手数料の除外について再検討してほしいというナスダック市場の要請に沿う形で、何が「手数料」を構成するかということについての調査を実施した¹¹。その結果 SECは、そのような無リスク自己取引が NASDの取引記録ルールの下に定量化され開示されることから、それをセーフ・ハーバーに含むものとして、従来の解釈を修正した。

なお、SECのコンプライアンス・検査局(Office of Compliance Inspections and Examinations, OCIE)は、1998年に、顧客手数料取り決めのもとで獲得した製品やサービスについて開示しているブローカー・ディーラー、投資顧問およびファンドの調査に基づいて作成した報告書を刊行した¹²。1998年報告書は、顧客手数料取り決めに関するさまざまな考え方を掲げ、セーフ・ハーバー、開示の強化、記録の推進という観点からより多くの指針を発出することによって、これまでの慣行を改善するよう勧告している。

NASDのミューチュアルファンド・タスクフォースは、2004年に顧客手数料の慣行とポートフォリオの取引コストについての報告書(NASDタスクフォース報告書)を刊行した¹³。このNASDタスクフォース報告書は、28(e)のタスクフォース条項と第三者とブローカー・ディーラーによって提供されるリサーチを平等に取り扱うことに対する支持を改めて述べつつも、許容されるリサーチ製品およびサービスの定義を厳しくし、開示を積極的に行うように勧告している。特に、同報告書は、セーフ・ハーバーというのは、もっぱらリサーチの知的な内容を保護することを目的としており、リサーチを提供するための手段を保護するものではない。したがって、一般大衆にも入手可能な刊行物やコンピューター機器(ハードウェア -)、電話回線、データ送信回線などは除外されると指摘している¹⁴。

英国のFSAは2005年7月に顧客手数料についての最終基準(FSA Final Rules)を公表し、執行や顧客手数料として支払われるリサーチ製品とサービスについて記述している。FSA

¹¹ SECは2001年まで、セーフ・ハーバーは、自己取引を成立させたときにマーケット・メーカーによって請求される手数料費用の定義から除外すると解釈してきた(代理店取引が成立したときに発生する手数料とは対照的に)。自己取引の手数は、SECの見解によれば、「資金運用担当者に、受け取ったリサーチおよび仲介サービスの価値に照らして妥当な手数料を決定することを許すほどに、定量化され、完全にディスクロージャーされた」ものではない。

¹² コンプライアンス・検査局、SEC、“Inspection Report on the Soft Dollar Practices of Broker-dealers, Investment Advisers and Mutual Funds,” September 22, 1998(“1998 OCIE Report”) www.sec.gov/news/studies/softdollar.htm.

¹³ NASDタスクフォースは、ミューチュアルファンド管理会社の役員およびブローカー・ディーラーそして学会と法曹界のメンバーで構成されている。

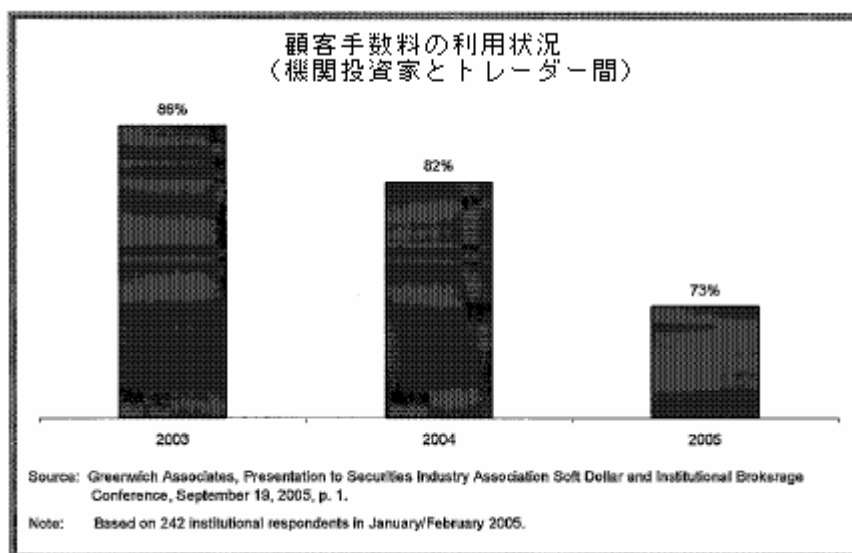
¹⁴ NASDタスクフォース報告書、6-7頁参照。

最終基準は、ある種の製品やサービスを許容されないもの(non-permitted)として顧客手数料に含めて支払うことから明白に除外している¹⁵が、同時に、その他の製品やサービスついてそれらが許容されるか否かは、それらが資金運用担当者にどのように活用されているかによると述べている。SECは、米国と英国で活動している市場参加者が2つの異なる基準を満たすために要するコストを最小にとどめるために、SECの指針を改善する際には、FSA最終基準を考慮に入れたと述べている。もっとも、以下で述べるように、両国の基準にはまだいくつかの違いがあるのだが。

顧客手数料の利用状況

2005年通達の内容に移る前に、現在の顧客手数料取り決めの利用状況について簡単に触れておきたい。顧客手数料取り決めの利用はここ数年減少を続けている。資金運用担当者の中には、彼ら自身の理由があって、リサーチを購入するための顧客手数料の利用を減らしたり中止したりしているものもいるが、機関投資家の資金運用担当者の間では、いまだに広く受け入れられた慣行となっている。以下に掲げたグラフと数字は9月に開催された証券業者協会(Securities Industry Association, SIA)のコンファレンスで発表されたものである¹⁶。これらの数字はある会社の顧客手数料取り決めの規模とその下で購入された製品とサービスの推計値である。

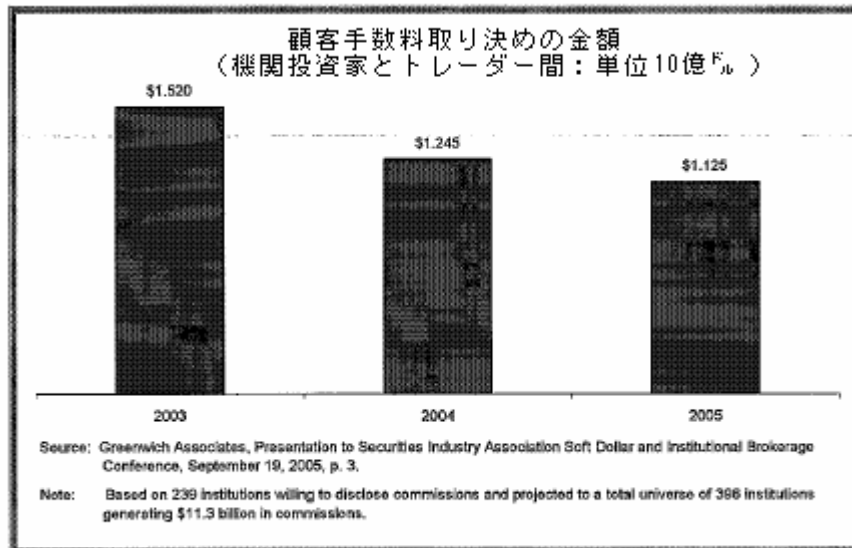
最初のグラフは顧客手数料取り決めを利用していると回答した機関投資家の比率を示す。この比率を見ると、顧客手数料取り決めの利用率は85%超から75%以下に減少している。



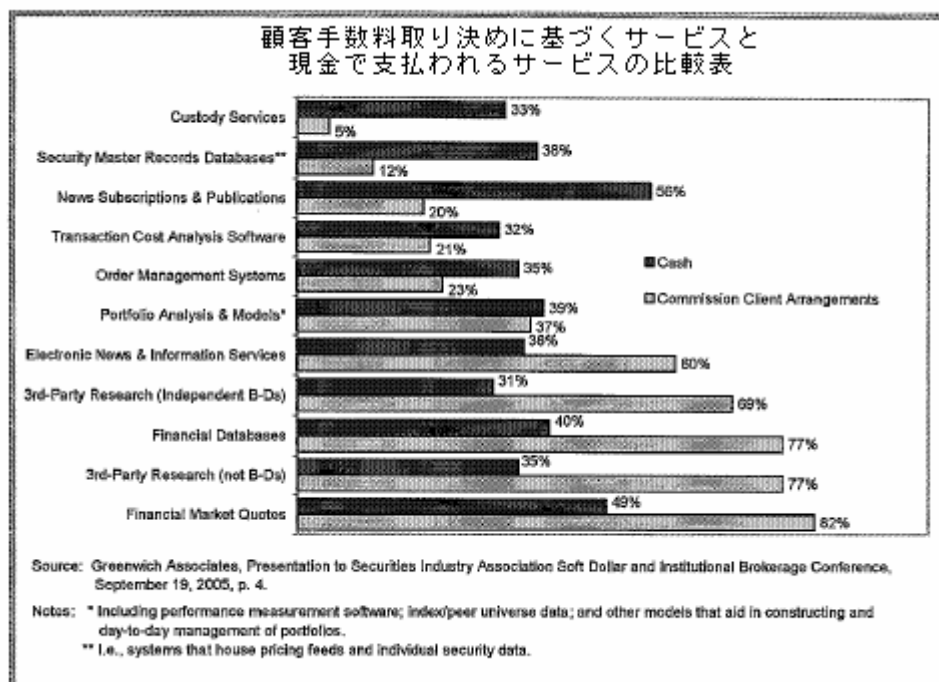
¹⁵ FSA最終ルールはセミナーを許容されないサービスであると明白に定義している。そして、分析あるいは加工されていない市場データはリサーチサービスの定義に合致しないとしている。しかし、それは、資金運用者の活用次第では、定義に合致するサービスとされるかもしれない。付録1の9頁参照。

¹⁶ James A. Bennett, Jr., Managing Director, Greenwich Associates, "Soft Dollars; 2005 Market Trends," presentation to the Securities Industry Association Soft Dollar and Institutional Brokerage Conference, September 19, 2005. www.sia.com/softdollars05/pdf/JayBennett.pdf.

次のグラフは顧客手数料取り決めの下での利用金額の推計値であるが、これを見ると 2003 年から 2004 年にかけて 18%減少し、2005 年には 9%の減少が見込まれている。この手数料取り決めは、2003 年には総株式手数料の 12%であったが、2005 年においては 10%程度となり、今後 12 ヶ月の間にはさらに低下すると見込まれている。



3 番目のグラフは、顧客手数料を通じて支払われたサービスと現金で支払われたそれとの比較である。



SEC 解釈指針案 - 2005 年通達

SEC は 28(e)条の新たな指針案すなわち 2005 年通達を発出した。この指針案は、()あるサービスが「仲介およびリサーチサービス」セーフ・ハーバーに該当するかどうかを分析するための適切な枠組み、()「リサーチ」の適格基準、()「仲介」の適格基準、()「混合利用」(mixed-usage)項目の適切な取り扱いに関するものである¹⁷。2005 年通達はまた、(a) 支払われた手数料が受け取ったサービスの価値に見合ったものであるという誠実な意思決定を行う必要性、(b) 第三者リサーチと手数料配分の取り決め (commission-sharing arrangements)についてもカバーしている。

分析の枠組み

2005 年通達において SEC は、当該サービスが 28(e)条のセーフ・ハーバーに該当するかどうかを分析するための 3 段階のプロセスを示している。それによれば、資金運用担当者は、(1) 28(e)(3)(A)、(B)あるいは(C)条に掲げられた特定の法的制限 (つまり、それが適格な製品あるいはサービスであるかどうか) に該当する製品ないしはサービスであるかどうかを見極めなければならない¹⁸、(2) 実際に合法で適切な支援を提供する適格な製品あるいはサービスであるかどうかを見極めなければならない、(3) 顧客手数料の金額が、ブローカー・ディーラーによって提供された製品やサービスの価値に見合ったものになるように誠実な意思決定をしなければならない。

「リサーチサービス」の適格基準 28(e)条における「リサーチサービス」とみなされるためには、当該製品やサービスが 28(e)(3)(A)条に掲げられた「助言」、あるいは 28(e)(3)(B)条に掲げられた「分析」「レポート」に該当するかどうかを決める必要がある。主題に関して、SEC は 28(e)(3)(A)および(B)に列挙されているものには、たとえば政治的要因を取り扱ったレポートのような、証券市場や金融市場にかかわるトピックスを含むと述べている。上記の基準に合致するためには、当該リサーチ製品やサービスが実のあるもの、すなわち理論や知識の表出 (the expression of reasoning or knowledge)を反映したものでなければならない¹⁹。製品やサービスの伝達手段 (電子コピーあるいはハード・コピー) は、適格性の分析にはなじまないものとされた。

2005 年通達によれば、適格なりサーチ製品およびサービスは、例えば次のようなものを含む。特定の企業あるいは株式を分析した伝統的な調査レポート；28(e)条に掲げられた条項 (the subject matter)にかかわる金融新聞や取引新聞；もし当該ソフトウェアが理論や知識の表出を反映したものであり、28(e)条の条項にかかわるものであれば、証券ポートフォリオの分析を提供する定量分析ソフトウェア；その内容が適格なりサーチ製品あるいはサービスの基準を満足しているセミナーや会議；ある種のデータサービス (たとえば、株式の値付け、終値、取引高、企業の財務データあるいは経済関連データなどの市場データ)。

¹⁷ 2005 年通達、20 - 21 頁参照。

¹⁸ 巻末の付録を参照。

¹⁹ 2005 年通達、28 頁参照。

もともとの有形物あるいは物質的な特性を有するもの（たとえば、家具や電話回線）を含む理論や知識の表出を反映していない製品やサービスは、セーフ・ハーバー条項の下では適格ではないとされる。そのような非適格製品やサービスは、たとえば以下のようなものを含む。セミナーや会議出席時の旅費供応や食事；間接費；リサーチスタッフを含む職員給与；会計費用あるいはソフトウェア；一般的な法務経費；会費および専門資格費用；リサーチの配送に役立つコンピューターのハードウェアおよびアクセサリ。

セーフ・ハーバーの資格を得るためには、上に掲げた 28(e)条の特別基準に合致するだけでなく、資金運用担当者に対して投資決定における合法的で適切な支援を提供しなければならない。この基準は、マネジャーが適格なリサーチ製品やサービスをどのように活用しているかを反映するものである。たとえば、アカウントのパフォーマンス分析のようなセーフ・ハーバー条項のもとで適格とみなされるリサーチであっても、それが営業目的に利用される場合は不適格となる。最後に、資金運用担当者は、顧客によって支払われる手数料金額が受け取ったリサーチ製品やサービスの価値に照らして妥当となるように、誠実な意思決定を行わなければならない。

仲介サービスの定義 2005年通達は、28(e)(3)(C)条項がセーフ・ハーバーの下で適格な仲介製品とサービスについて記述しているとしている。ここに含まれているものはSECや自主規制機関(self-regulatory organizations, SROs)によって要求されている「付随的なもろもろの」機能(清算、決済、保管など)のほか、証券取引を成就するために必要な行為である。SECはまた、仲介サービスを適格なものとしていないものに区別するために「時間基準」(temporal standard)を活用するように要請している。セーフ・ハーバー条項のために、SECは仲介について、資金担当者が売買執行の発注を伝える目的でブローカー・ディーラーに連絡した時に始まり、ファンドないしは証券が指定されたアカウントまたはアカウント保管業者に配送されるか記入される時をもって終了する行為と定義するように要請している。

2005年通達における指針は、28(e)(3)(C)セーフ・ハーバー条項に合致する仲介製品およびサービスには以下のようなものが含まれるとしている。

- ・ 証券取引の執行、清算、決済に関する通信サービスおよび付随的な諸機能、たとえば、資金運用担当者とブローカー・ディーラーおよびカスタディアンなどその他関係者との間の接続サービス(ブローカー・ディーラーと外部の提供者が操作している資金運用担当者の発注管理システムとの間の専用回線 dedicated lines；資金運用担当者とブローカー・ディーラーのトレーディング・デスクとの間の直接ダイアルアップ・サービスを提供している専用回線；ブローカー・ディーラーに執行注文を出す際に利用される配達サービスを含む)
- ・ マーケット・センターに発注する手順を決めるためにブローカー・ディーラーが操作しているトレーディング・ソフトウェアおよびアルゴリズム・トレーディング・ソフトウェア

- ・ ポスト・トレード post-trade 仲介サービス(たとえば、ポスト・トレード・マッチング；ブローカー・ディーラー、カスタディアン、機関投資家間のメッセージのやり取り；機関投資家とブローカー・ディーラー間の割り当て指図の電子的な通信；カスタディアン銀行とブローカー・ディーラーの清算機関に対する指示の手順設定)

2005年通達はまた、28(e)条の下で適格とは認められない製品やサービスについても述べているが、その中に含まれるものは、発注管理システム(社内開発されたものか、外部提供者から購入したものは問わない)、電話やコンピューター・ターミナルズのようなハードウェア、取引分析や監視システムあるいはコンプライアンス機器、エラー訂正取引およびそれに付随するサービス、その他、上記で適切と述べられている以外の製品やサービスである。

リサーチ製品およびサービスの場合と同様に、資金運用担当者はその適格な仲介製品やサービスが彼の責任を果たす上で合法的かつ適切な支援を提供するというを示さなければならず、また、支払った手数料の金額が受け取った適格な製品およびサービスの価値との関係において妥当なものとなるように、誠実な意思決定を行わなければならない。

混合利用 項目 SECは、資金運用担当者が混合利用項目のうち適格なものについて顧客手数料を利用する際には、混合利用というアプローチを採用すべきであり、非適格なものに対する支払いには彼ら自身の資金を利用すべきであると繰り返し述べている。2005年通達は、資金運用担当者は利用の程度に応じて製品のコストを適切に配分すべきであり、誠実な意思決定にしたがって行った配分であることを示す十分な文書や記録を保管しなければならないとする1986年通達の要請を繰り返している。

第三者リサーチと手数料分担取り決め 2005年通達は、もしブローカー・ディーラーが当該リサーチに対して費用を支払う法的な義務を負っているならば、資金運用担当者が執行ブローカー・ディーラー以外の誰かが作成したリサーチ(第三者リサーチ)に対して費用を支払うために顧客手数料を利用することを引き続き認めている。資金運用担当者が費用の支払い義務を負っているリサーチあるいは仲介サービスに対してブローカー・ディーラーが費用を支払うという取り決めは、引き続き28(e)セーフ・ハーバー条項の埒外に置かれる。2005年通達はまた、リサーチを提供するブローカー・ディーラーは取引を「成立させる」ことにかかわりをもつべきだという要請について議論している。SECは資金運用担当者があるブローカー・ディーラーと取引を実行し、他のブローカー・ディーラーから手数料分担取り決めとしてリサーチその他のサービスを手に入れるような取り決めを引き合いに出している。そのような取り決めは、もし、各ブローカー・ディーラーが「資金運用担当者への単なるリサーチの提供を超える」取引に役立つような役割を果たすとすれば、セーフ・ハーバー条項に該当する²⁰。手数料分担取り決めは、また、各ブローカーが証券活動に従事しているという「正常かつ正当な取引」関係の一部をなすものでなければならない。そのような取り決めにおいて、イントロデュースング・ブローカー・ディーラー-introducing

²⁰ 2005年通達、44頁参照。

broker-dealer は少なくとも以下のような者でなければならない。

- 1 . イントロデュースング・ブローカー・ディーラーは、すべての顧客取引に関し、クリアリング・ブローカー・ディーラー—the clearing broker-dealer が支払いを受ける（または、証券を受け取る）までの間はクリアリング・ブローカー・ディーラーに対する財務的責任を負う。つまり、イントロデュースング・ブローカー・ディーラーは顧客の不払いについてクリアリング・ブローカー・ディーラーのリスクを負担しなければならない。
- 2 . イントロデュースング・ブローカー・ディーラーは、SEC と SRO ルールが要求している顧客取引に関連した記録を作成し、保存する。
- 3 . イントロデュースング・ブローカー・ディーラーは、取引のプロセスに関する顧客の意見をモニターし対応する。
- 4 . そして、通常、イントロデュースング・ブローカー・ディーラーは、取引と決済を監視する。取引を成立させるブローカー・ディーラーは（仮に、リサーチサービスや仲介サービスを直接には提供していないとしても）リサーチおよび仲介サービスの外部提供者に対して、最終的に資金運用担当者に提供されたサービス費用の支払い責任を負わなければならない。

コメントの要請

2005 年通達は、指針が役に立つような業界慣行を正確に取り上げているか、また、提案が提示していない 28(e) に起因する重要な事項がほかにあるかどうかについてコメンテーターに意見を提出してくれるよう要請して、提案された解釈指針についての意見を求めている。加えて、2005 年通達は提案した指針が業界参加者間のコスト水準と配分に影響を及ぼすかどうか、もし影響があるとすれば、その影響は投資家にとって利益があるのか、他の点から言えば、公共の利益に資するのかどうかを問いながら、特別に 10 項目の質問を掲げてこれに対する意見を求めている²¹。

2005 年通達に対する SIA の意見書

SIA の 2005 年通達に対する 12 月 1 日付の意見書（SIA 意見書 SIA Comment letter）は「顧客手数料取り決めは、もしそれを正しく管理し文書化していないとすれば、利益相反をもたらす可能性はあるが、資金運用担当者とその顧客に対して、投資決定プロセスを強化し、最良執行を容易にするという素晴らしい恩恵をもたらす」として、SEC の見解を強く支持している²²。SIA は又、28(e) のセーフ・ハーバー条項を、第三者のリサーチと内部リサーチに平等に適用するという SEC の主張を支持している。製品およびサービスのセーフ・ハーバーとしての適格性の評価についての新しい概念のいくつかは、より理解しやす

²¹ 2005 年通達、47-49 頁参照。

²² SEC に対する SIA の意見書。1934 年証券取引法 28(e) 条の下での顧客手数料に関して提案された指針、2005 年 12 月 1 日。 www.sia.com/2005_comment_letters/9197.pdf (SIA 意見書)、1 頁参照。

いもっと多くの指針を求めることになるのではないかというより一般的な関心に加えて、SIA 意見書は、以下に概説するように、指針が顧客手数料慣行取り決めのいくつかの分野にどのように適用されるのかについての見解を述べている。

いくつかの製品やサービスについてのセーフ・ハーバー適格性

発注管理システム SIA は、2005 年通達がセーフ・ハーバー条項に照らして不適格だとしている発注管理システム (Order Management systems, OMS) は、分離したシステムではなく、むしろ他の適格なシステムと完全に統合されていると考えている。というのは、このシステムは、独立しては機能することが出来ないからであり、SIA は、OMS が適格なサービスを含むものであり、あるいは少なくとも、混合利用の対象 (もっとも、配分についてはその測定にあたって実務的な困難に直面するだろうが) となっているのであれば適格とすべきだと提言している。

トレード分析 trade analytics 2005 年通達の仲介サービスに関する時間基準は、ポスト・トレード分析 post-trade analytics が「多くの担当者にとって執行過程の固有な一部であり、仲介サービスの受け入れと切り離すことは出来ない」として、ポスト・トレード分析を適格な仲介サービスから除外しようとしている²³。SIA は、ある特定のケース (例を挙げて言えば、出来高加重平均価格取引 (VWAP)) においては、ポスト・トレード分析の実体は、資金運用担当者に対する請負に関連して、ブローカー・ディーラーがその執行をどのように成立させるのかということを示した報告カードであると指摘している。SIA は、SEC に対して、トレード分析を適切な状況における仲介サービスとみなして、それがセーフ・ハーバーとして適格であることを、公共政策の一環として認めるよう要望している²⁴。

保管 SIA 意見書は、明らかに 28(e)(3)(C)条の下で許容されるサービスであると認めているにもかかわらず、提案されている時間基準は保管サービスを除外すると読まれうるとい見方を表明している。

法的助言 一般的な (そしてもちろん大部分の) 法的サービスが、セーフ・ハーバー条項の下におけるリサーチサービスとしては非適格であるとしても、法的助言を自動的に除外される対象というよりも、適格性テストの対象にするほうがよいという場合もある。法的助言は法的な配慮が証券の価値 (保有しているあるいは投資を考えている、いずれの場合にも) に強い影響を及ぼすような時には、投資意思決定を強化するかも知れない。SIA 意見書は、資金運用担当者が「当該企業が拘わっている重要な審議中の訴訟の先行きあるいは保留中の合併や買収における独占禁止への配慮」についての助言を求めているという事例を引き合いに出している²⁵。そのような助言は、合法的で適切な支援を構成するのであり、正式な書類ともども、セーフ・ハーバー条項に照らして適格である。

大量販売刊行物 2005 年通達は、大量販売刊行物を適格なりサーチとすることを制限して

²³ SIA 意見書、4 頁参照。

²⁴ SIA は、「仮に委員会が、トレード分析はリサーチ・サービスとして適格だということを明示したとしても、それが、われわれが考えているような仲介サービスとしても適格であるとする期待を取り除くことにはならないのではないか」と質問している。SIA 意見書、4 頁参照。

いない。しかし FSA の最終基準は、それを完全に排除している。SIA 意見書は、すべての者が公に入手可能であっても、トレード・ジャーナルや技術雑誌などの業界向け刊行物は、資金運用担当者が投資意思決定のプロセスで盛んに利用するものであり、それゆえに、本来的な大量販売刊行物とは明らかに一線を画すべきであるといっている。

時間基準

SIA 意見書は、新しく提案された時間基準について、もしそれが採用され意図せざる結果を引き起こすとすれば、SEC はその採用を再検討するか、少なくとも修正に備えるようにすべきだと助言をしながら、それに対する懸念を表明している。SIA は、時間基準はブローカー・ディーラーや資金運用担当者間でいつも絶え間なく行われている意見のやり取りが必ずしも取引の成立という形で終結するわけではないということを考慮していないと指摘している。もしも SEC が時間基準の採用を決めるとするならば、それは「発注の連絡」で始まるのではなく、「発注をするかもしれないという意図の連絡」で始まるべきであろう²⁶。これは、資金の委託や出来高加重平均価格取引(VWAP)の執行の提供などに対する関心や意向の表明のような仲介コミュニケーションを含んでいる。

手数料配分取決め

SIA 意見書は、「正常で正当な取引協定」の下での顧客手数料慣行を許容しながら、引き続きいわゆる「手数料分与」の支払いを除外するという指針を画策する SEC の試みについて論じている²⁷。そのような基準は、「資金運用担当者がアカウントの取引を最良に執行するための最大限の自由度を与えるものであり、一方では、投資意思決定を支援するリサーチの利用を促進する」ものでなければならない²⁸。SIA は、資格を得るために必要であるとして掲げられた4つの条件は、「仲介ブローカーおよびクリアリング・ブローカーがともに証券取引を成立させる役割を果たすということを示すためには必要がない」と示唆している²⁹。SIA 意見書は、仲介ブローカーとクリアリング・ブローカーは正常かつ正当な取引協定の下で、4つの条件のおのおのを適切に割り当てるだろうという信念を表明している。

国境を越えた調和

いまだに差異が残っているいくつかの分野（大量販売刊行物、生の市場データとセミナー参加費用、手数料配分協定）があることを指摘しながらも、SIA 意見書は、世界市場はますます相互関連を強めており、そのために FSA の取組みも考慮に入れてきたという SEC の認識に賛意を表明している。SIA は、監督官たちがお互いに、残る差異をできる限り現実的に縮小する努力を続けるよう勧奨している。

²⁵ 同上、5頁参照。

²⁶ 同上、6頁参照。

²⁷ 1976年通達は「資金運用担当者は、彼らが雇ったブローカーに対して、ブローカーと資金運用担当者によって決められた、資金運用担当者にとってその執行ブローカーあるいは正常で正当な取引先ではないものによって指名された別のブローカー・ディーラーに対する手数料の一部を『分与』するように指示することはない」としている。2005年通達、42頁（脚注124）。

²⁸ SIA 意見書、7頁参照。

²⁹ 同上。本論文7頁に掲げた4つの条件を含む2005年通達の顧客手数料配分指針の論議を参照。

履行

SIA 意見書は、2005 年通達が、リサーチについての 28(e)条の解釈を修正し、仲介サービスの定義を追加したと指摘している。この変更の履行は、オペレーション、リレーションシップ、ドキュメンテーションにおける大きな変化を求めることになるだろう。そこで、SIA は、委員会によって最終的に採用される修正案の履行について、最低でも 1 年間の猶予を、業界のために要請している。

2005 年通達は、SEC が顧客手数料慣行に関する透明性の欠如についても考えていると表明していることから判るように、まだ第一ステップであるといつてよい。NASD のタスクフォース報告書は、ディスクロージャーの改善を要求している³⁰。これは、2005 年通達が、SEC は「顧客手数料慣行の情報公開と文書化をもっと改善する必要があると認識しており」、この分野において「より多くの行動が必要かどうかを評価することになるだろう」と指摘している通りである³¹。市場参加者は、したがって、SEC が受け取った 2005 年通達への意見に対して如何なる回答を出すかということに留まらず、将来、どんな顧客手数料取り決めに関するさまざまな種類の提案が出現するのかをじっと待ち、注目しておく必要があるだろう。

カイル L . ブランドン

副社長兼理事、証券調査担当

³⁰ NASD タスクフォース報告書、5 頁参照。

³¹ 2005 年通達、24 頁（脚注 72）参照。

付録

1934年証券取引法 28(e)条は、顧客の証券取引に関する一定の状況のもとでは、資金運用担当者が、顧客に対する受託者責任に抵触することなく、仲介およびリサーチサービスを購入することを認めるというセーフ・ハーバーを制定した。28(e)条は、投資判断を行う全ての人々、すなわち、投資顧問、ミューチュアル・ファンドのポートフォリオ・マネジャー、銀行信託基金の受託者、年金基金やヘッジファンドの資金運用担当者などの行為について言及している³²。以下に 28(e)条の本論文に関係する部分を掲げておく。

- (1) あるアカウントにかかわる投資判断を行う場合、もしその人が、当該取引あるいは投資判断をするアカウントにかかわる彼の責任全般に照らしてみれば、取引所の会員、ブローカーあるいはディーラーによって提供される仲介サービスやリサーチサービスの価値と比較して支払う手数料が妥当な金額であると考えて誠実に決定したとすれば、彼がそのアカウントに、取引所の会員、ブローカーあるいはディーラーへの取引を成立させるための手数料として、その他の会員、ブローカーあるいはディーラーが同じような取引に請求するであろう金額を超えて支払わせたとしても、違法行為を行ったあるいは受託者責任に違反したとみなされることはない。

- (3) この細目において次の各号に該当する者に限り、仲介およびリサーチサービスを提供するものとする。
 - (A) 直接であれ、刊行物や書き物を通じてであれ、証券の価値、投資、購入、売却の推奨、証券あるいは証券の買い手、売り手の利用可能性に関する助言を提供する者；
 - (B) 発行、業界、証券、経済要因や動向、ポートフォリオ戦略、アカウントの成果に関する分析や報告を提供する者；
 - (C) 証券取引を遂行し、それに付随する機能（清算、決済、保管）あるいはそれに関連して委員会および彼が会員となっているか会員とともに働いているかあるいは参加者となっている自主規制機関が求めている機能を果たす者

³² この記述は次の論文から引用している “Legal update; SEC Offers Additional Guidance on Soft Dollars,” Reed Smith LLP, 2005年10月、2頁参照。