

英米当局のソフトダラー規制をめぐる動向

漆 畑 春 彦

要 旨

「ソフトダラー」は、投信運用会社などの投資家が、調査レポートなど証券会社から受けるサービスの対価を現金で支払わず、有価証券売買執行手数料を通常より上乗せして支払う取引慣行をいう。上乗せ分はファンド資産が負担するが、この数年ソフトダラーの濫用が目立ち、運用担当者のコンピュータや旅券、オフィス家具・備品の購入など運用目的以外の財・サービスに充てられるケースが増えている。ファンド資産の負担増に伴うパフォーマンス悪化も懸念されている。

米国などではソフトダラーの使用は違法ではないが、それに伴い運用会社とファンド投資家間の利益相反が生じ得る可能性や、顧客資産が負担する手数料で運用会社が得るサービスがどの程度運用に貢献するか不明瞭な点が指摘されてきた。不透明な慣行を問題視した英 FSA、米 SEC といった欧米当局は、ソフトダラー規制導入へのスタンスを明確にし、相次ぎ規制案を公表している。現在示される規制案は、ともに顧客資産からソフトダラーを支払うことで得られる「売買執行」、「リサーチ」と見なされる財・サービスを明確に定義し、売買取引に参加する運用会社や証券会社の義務を規定している。近い将来、英米において正式にソフトダラー規制が導入される可能性は高い。

英米では規制スタンスや議論の進捗に若干の違いが認められる。ともにソフトダラーそのものは禁止していないが、FSA が運用会社の支払う手数料の詳細開示を求めているのに対し、SEC は開示を義務付けていない。また、FSA は、2005年7月に手数料の詳細開示を含む規制を導入済みであり、さらに個人向け投資商品のガバナンス問題に対し一定の対策を提案している。FSA が他に先行する形で、厳格で広範なソフトダラー規制を導入する可能性が高い。

一方、ソフトダラー規制への対応としては、米金融機関の厳格さが際立っている。例えば、フィディリティ・インベストメンツは、ソフトダラーの支払いで証券会社から得られたリサーチ、売買執行の対価を明確に分け、リサーチは証券各

社の質に応じ、対価を直接支払う方式を採用し始めた。

新規制でソフトダラーの内容が明らかとなり、運用会社が証券会社を機能別に使い分けようになれば、運用会社は支払手数料を削減し、パフォーマンス向上が可能となる。一方、証券会社はリサーチなどサービスごとの収益・コスト構造が明確となり、それが業界の再編の遠因になる可能性が出てきている。

本稿は、英米各々におけるソフトダラー規制をめぐる経緯、2005年に公表された規制案を整理した上で、規制の意義や導入後に想定される影響について評価するものである。

目 次

はじめに：問題の概要

I. 英金融当局のソフトダラー規制

1. ソフトダラーをめぐる英国での議論
2. CP05/5：ソフトダラーを対価としたサービスの定義と情報開示の拡大
3. CP05/13：個人向け投信のガバナンス対策

II. 米金融当局のソフトダラー規制

1. 最良執行義務のセーフハーバー・ルールをめぐる議論

2. SECのガイダンス案

3. リサーチ及び売買執行の定義
4. 混合利用等の取扱い

III. 英米当局のソフトダラー規制の評価と想定される影響

1. 手数料開示を求める英国
2. 厳格な規制対応を図る米金融機関
3. 規制導入で想定される影響

おわりに

はじめに：問題の概要

この数年、欧米当局では、「ソフトダラー規制」導入に向けた具体的な動きが明らかになっている。英金融サービス機構（Financial Services Authority・FSA）、米証券取引委員会（Securities and Exchange Commission・SEC）といった欧米当局は、ソフトダラー問題への対応を重要な政策課題と位置付け、規制案を相次ぎ公表した。

「ソフトダラー」は、投信運用会社やヘッジファンドといった投資家が、銘柄調査レポートなど証券会社から受けるサービスの対価を現金

（ハードダラー）で支払わず、有価証券売買執行手数料を通常より上乗せして支払う取引慣行をいう。この数年、証券会社が手数料を対価に提供するサービスが、投資判断に必要な売買執行や調査・情報提供の域を越え、運用担当者のコンピュータや旅券、オフィス家具・備品の購入などに広がるケースが増えている。サービスの対価としての手数料は、ファンド資産から支払われる。従って、ソフトダラーが濫用されその資産が運用目的以外の財・サービスを得るために使われることは、パフォーマンス悪化などファンド投資家の負担増につながる、との批判が証券市場では長くあった。

例えば米国では、ソフトダラーの使用自体は違法ではなく、運用担当者が受託者責任違反で

顧客から訴えられた場合、担当者を保護する法律が制定されている。それでも当局がソフトダラーを注視するのは、この慣行が持つ主に2つの問題点を懸念してのことである。

1つは、運用会社、ファンド投資家間の利益相反の可能性である。自らの業務で証券会社の調査レポートを必要とする運用担当者として、できるだけ安価な手数料を払い高いパフォーマンスをあげた顧客との間には、もともと利益相反が生じ得る。運用会社によっては、よいパフォーマンスに貢献してくれるか否かよりも、「使い勝手がよいか否か」によって証券会社を選定する可能性がある。もう1つは、運用会社が支払うコストの内訳が不明瞭なことである。ファンド投資家からすると、自らが委託した資産が負担する手数料で運用会社が得る財やサービスが、運用にどの程度貢献しているのかが明らかでない場合が多い。

本稿では、英米各々におけるソフトダラー規制をめぐる経緯、2005年に公表された規制案を整理し、規制の意義や導入後に想定される影響について評価したい。

I. 英金融当局のソフトダラー規制

1. ソフトダラーをめぐる英国での議論

英国では、年金基金、保険会社など機関投資家の資産運用に関し、ソフトダラーの適正如何や規制導入が2000年頃より検討されてきた。

英運用大手ガートモア・インベスト・マネジメントのポール・マイナーズ会長は、当時のゴードン・ブラウン蔵相からの諮問を受け、2001年3月、英機関投資家運用が抱える問題を扱った「マイナーズ報告書 (Paul Myners' Re-

port)」を提出した。同報告書は、年金受託者(年金基金理事など)、運用会社に対し、資産運用体制及びプロセスのあり方を201ページにまとめた提言書である。年金基金が運用会社に支払う運用報酬は、毎年交渉され把握可能だが、運用会社が証券会社に支払う取引コスト、売買手数料水準の適正如何については、必ずしも明確ではなかった。報告書は、運用全体のコストを「運用委託」と「取引」に分けて把握した上で、取引コストの削減に努めることを提唱している。

その一環として、報告書は投信運用会社などが証券会社に支払う手数料のうち売買手数料は、運用報酬と同様に証券会社との交渉によって決められるべきとし、「ソフト・コミッション (soft commission) = ソフトダラー」という慣行の明確化を求めた。売買手数料は、機関投資家が運用するファンド資産から支払われるため、それを運用報酬と同じく毎年の交渉によって決め、どの証券会社に売買を発注するか、どの程度の手数を支払うかといった事項を明確にすることが必要と指摘している。

英運用会社は、2000年に23億ポンドの手数を証券会社に支払っているが、売買執行手数料だけでなく、うち40%相当分はソフト・コミッションという形で調査レポート、情報システム使用料を含んでいる(後述のコンサルテーション・ペーパー176)。英国では、ソフトダラーの利用は1970年代から拡大したが、1990年代後半には、その取扱いが運用問題として無視できなくなっていたと考えられる。

マイナーズ報告書を受け、FSAはソフトダラー規制導入に向けた検討を開始、2003年4月には、当該問題に係る初のコンサルテーション・ペーパー (Consultation Paper176・CP

176) を発表した。CP176は、①運用会社がソフトダラーを支払い、証券会社から受けるサービスのうち、売買執行以外の財・サービスを制限すること¹⁾、②ソフトダラーで受けた売買執行以外のサービスについて、その対価を確定し等価資金を顧客資産に戻す (rebate) こと、などを提案している。

続いてFSAは、2004年5月、ソフトダラーに係る指針 (Policy Statement・PS) を発表した。この指針「PS04/13」は、CP176の内容をやや補足修正し、①ファンド資産の負担で購入できる財・サービスを売買執行とリサーチに限ること、②情報開示の拡大によって、運用会社が売買執行とリサーチに支払ったコストをファンド投資家に知らしめること、③運用会社、証券会社は、財・サービスを個別に購入できるように「明確な支払い、価格決定メカニズム (clear payment and pricing mechanisms)」を検討、提供していくこと、を提案している。

さらに同年11月に公表された指針「PS04/23」では、①運用会社がソフトダラーを支払うことで提供を受けられる売買執行、リサーチ、②ソフトダラーでは提供を受けられない財・サービスについて、明確な定義を提示することを改めて強調している²⁾。

FSAは、一連の提案、指針の中で、ソフトダラーに係る問題点を整理、それらへの考え方や対応案を示した。2005年には、パブリックコメントなども踏まえ、本格的なソフトダラー規制案を公表した。

2. CP05/5：ソフトダラーを対価としたサービスの定義と情報開示の拡大

2005年3月、FSAは、コンサルテーショ

ン・ペーパー05/5「バンドルド・ブローカレッジとソフト・コミッション契約に係る規制案 (Bundled brokerage and soft commission arrangements: proposed rules・CP05/5)」を公表した (図表1)。

FSAはCP05/5によって、①運用会社が支払う手数料の目的を、「売買執行とリサーチサービスの購入の対価」に限定すること、②その支払いに関する内容の詳細を顧客に開示すること、を企図していた。CP05/5では、上記①、②を規定するに必要な、「売買執行³⁾」や「リサーチ」、「ソフトダラーで提供が認められないサービス」の定義や範囲を明確に規定した上で、ソフトダラー契約に係る情報開示拡充の必要性を強調している。

それまで、FSAの業務行為規制 (Conduct of Business・COB) は、COB2.2.8をソフトダラー規制と定めていた。COB2.2.8は、「ソフト・コミッション契約 (soft commission agreement)」によって提供できる財・サービス、提供できない財・サービスを規定していた。提供できる財・サービスとして、①資産運用、②『2000年金融サービス・市場法』に定める投資物件⁴⁾、③カストディ、④ポートフォリオのパフォーマンス評価を定め、提供できない財・サービスとして、旅費、講演参加費などが列挙されていた。CP05/5は、ソフトダラーを通じて提供可能なサービスを「売買執行」と「リサーチ」に分け、「いずれにも該当しない財・サービス」として、専用電話回線などいくつかの項目を加えている⁵⁾。

また、CP05/5は、ユニットトラスト (オープンエンド型投資信託) など個人投資家向け商品にもソフトダラー規制を適用し、個人向けに手数料情報の開示を拡大することを提案してい

図表1 CP05/5の主な提案の概要

項目	提案内容
規制の適用範囲	◆規制案CP05/5の対象となる売買執行は、「株式、株式に係るワラント、オプション」であり、債券は対象外となっている。ただし、債券取引で何らかの利益相反が見られた場合、その取引をCP05/5の適用対象とすることを検討する（CP05/5・3.18, COB・7.18.1R）。 ◆海外業者を含め英国で運用業務認可を受けた運用会社に適用される（CP05/5・3.22）。
売買執行に該当するサービス	◆証券会社が提供する財・サービスが、①明らかに個別の取引に関わるものであり、②運用担当者が投資意思決定をした時点と売買成立した時点の間に生じたものであること、を満たす時、「売買執行」と見なす（CPO5/5・2.11）。
リサーチに該当するサービス	◆証券会社が提供する財・サービスが、①運用担当者が投資判断に付加価値をつけるもの、②模倣でない独自の考えに基づくもの、未発表で他のコピーでないもの、③厳密な分析に基づき常識的なことは含まないもの、④意義ある結論を導くための分析・計算を含むもの、を満たす時、「リサーチ」と見なす（CP05/5・2.22, COB7.18.5E）。
ソフトダラーで提供が認められないサービス	◆運用担当者の投資判断に関係せず、売買執行にも調査にも該当しない財・サービス。①ポートフォリオのバリュエーションやパフォーマンス評価、②コンピュータ・ハードウェア、③専用電話回線、④講演参加費、⑤雑誌等購読費、⑥旅費、観劇・観戦料、⑦ワープロ、会計プログラムなどの業務用コンピュータ・ソフトウェア、⑧専門団体の会員費、⑨事務用備品の購入・レンタル費、⑩従業員の給与、⑪直接の金銭支払い、⑫一般の公開情報、⑬売買執行に附随する以外のカスタディサービス、の13項目（COB・7.18.8G）。※下線は、CP05/5で新たに規定されたもの。
ディスクロージャーの拡充	◆運用会社は、ソフトダラーを支払って証券会社から購入した売買執行、調査といったサービスの詳細を開示すること。ソフトダラーを用いる場合、顧客との契約前及び最低年に1回は、契約の内容について顧客に開示する。開示情報は、運用会社が最低5年間保管する。
個人向け投信のガバナンス強化	◆ファンドのガバナンスを強化することにより、個人投資家の利益を保護するべきである。個人投資家の場合、情報開示を充実させてもそれを理解する能力に限界があり、理解したとしてもそれをもって運用会社に要求など影響力を行使する立場にないため、ディスクロージャーの拡充だけでは不十分。

〔出所〕FSA「CP05/5」よりみずほ証券作成

る。個人向け投資商品の設定・運用者は機関投資家であり、ソフトダラー規制は個人向け商品の運用にも影響するとの考えからである。FSAは、PS04/13で「個人投資家は多くの場合、情報開示を充実させてもそれを理解する能力に限界があり、理解したとしても運用会社に影響を及ぼせる立場にないため、単に情報開示を拡充するだけでは不十分」との認識を示していた。そこでCP05/5は、ファンドのガバナンスを強化することにより、個人投資家の利益を保護するべきとしている。

CP05/5の公表後、2005年7月には、CP05/5とほぼ同内容を最終規則として導入した。こ

れにより、運用会社は、証券会社から受けるサービスの対価として支払う手数料の内訳を、「売買執行」、「リサーチ」への対価に分けて、年金基金などに開示することが義務付けられることになった。

3. CP05/13：個人向け投信のガバナンス対策

CP05/5が示したように、個人投資家向け商品については、手数料に係る情報開示が十分に行われても、個人がそれらを十分理解できるかは疑わしい。また、開示情報を理解し異議があったとしても、通常個人はそれを運用会社に

図表2 個人向け投資商品の「代表者」の要件と役割

要件	内容
「代表者」の要件	<p>◆ファンドマネジメント、証券ディーリングといった投資活動に関する十分な知識と豊富な経験を有すること。開示情報を理解し、その内容に対し適切な判断を下せること。</p> <p>◆開示情報に基づいて、開示主体である運用会社と交渉できる。必要に応じ、運用会社に対し適切に権利を行使し得る権限と能力を持つこと。</p> <p>◆運用会社と共通の利害関係がなく、個人投資家の代理人として義務をまっとうできること。</p> <p>◆代理人は、開示情報の信憑性や運用会社の過去の取引状況そのものをチェック、監視する役割は負わない。</p>
集団投資スキーム等における代表者	<p>◆集団投資スキームの代表者は、スキームの種類によって妥当な者が就任する。</p> <p>①ユニットトラスト（オープンエンド型・信託型）⇒トラスティー（trustee、受託会社）</p> <p>②投資会社⇒預託機関（depository）</p> <p>③インベストメントトラスト（クローズドエンド型）⇒独立取締役</p> <p>④生命保険会社の資産運用⇒生保会社の独立取締役、アクチュアリ部門（保険数理部門）</p>
代表者の精査項目（預託機関の場合）	<p>◆投資会社の代表者である預託機関の場合、それが精査すべき事項として次があげられる。</p> <p>①運用会社の開示情報に記載される財・サービスは、売買執行、調査からなるものか否か。</p> <p>②運用会社が、その財・サービスがファンド運用に貢献していることを合理的に証明できるか。</p> <p>③財・サービスの対価としてファンド資産からコミッションを支払うこと行為が、その運用会社が遵守すべき善管注意義務を怠ることになっていないか。</p>
代表者の投資家への報告義務の要否	<p>◆代表者は、自ら果たす役割がどのような成果をあげているかについて、投資家に報告する義務はない（報告しても、大半の投資家は十分に理解できないし関心も薄い）。代表者の活動に関する費用対効果についても、ファンドの年次報告書などにその内容を反映させればよい。</p>

(注)「ユニットトラスト」は、運用会社は信託契約の規定に従いユニットを販売し、投資家（ユニット・ホルダー）が売却したときは投信会社が常時買い取りの義務を負う「オープン・エンド」型商品。「インベストメントトラスト」はクローズドエンド型投信。

(出所) FSA・CP05/13よりみずほ証券作成

対して主張する手段を有しない。FSAは、個人向け投信に係るガバナンス対策が必要として、さらに検討を行った。

2005年9月末、FSAは、コンサルテーション・ペーパー05/13「個人向け投資ファンドにおけるバンドルド・ブローカレッジとソフト・コミッション契約に係る規則案 (Bundled brokerage and soft commission arrangements for retail investment funds・CP05/13^{☆☆})」を公表、ソフトダラーに係る「個人向け投信のガバナンス問題」について提案した⁶⁾。

CP05/5では、個人向け投信の投資家全てに

詳細な情報開示を行うのは、運用会社のコスト負担が大きいなどとし、「個人投資家を代表する『代表者 (investors' representative)』を設置し、その代表者が投資家に代わり手数料に関する開示内容を検討して、必要に応じて開示主体である運用会社と交渉する」という案を提示していた。「代表者」を新設することで、個人投資家が開示情報を十分理解しなくても、運用会社に対し一定の影響力を行使できる可能性は高まる。FSAはこの案を採用し、CP05/13で「代表者」の要件や役割についての見解を示すことにした。

「代表者」に就任するには、開示される手数料情報を理解し、運用会社に要求・要望を突きつけるなど影響力を行使し得るに必要な専門知識や能力を持つことが求められる。CP05/13は、集団投資スキームのファンド種類ごとに、代表者に就任するに適した主体をあげている(図表2)。

II. 米金融当局のソフトダラー規制

1. 最良執行義務のセーフハーバー・ルールをめぐる議論

米当局も、ソフトダラー規制強化に向けて始動している。2005年10月、SECのクリストファー・コックス委員長は、ソフトダラーの利用に係るガイダンス案(Commission Guidance Regarding Client Commission Practices Under Section 28(e) of the Securities Exchange Act of 1934)を発表し、ソフトダラー規制整備に取り組む方針を明らかにした。新制度下では、有力運用会社が証券会社から得る売買執行、リサーチへの対価を明確に分け、サービス別に証券会社を使い分けることを想定している⁷⁾。

米国には、ソフトダラーに係る現行の法規制として、1934年連邦証券取引所法第28条(e)項(以下「28(e)」と略記)がある。28(e)は、運用会社が遵守すべき最良執行義務のセーフハーバー・ルール(安全港ルール)を定めている。

【1934年連邦証券取引所法第28条(e)項】

・顧客資産の運用に携わる者が、その証券会社から受ける売買執行及びリサーチサー

ビスに支払う対価が合理的であると誠実に(in good faith)判断するならば、証券会社に支払うよりも高い対価を支払ったとしても、それが違法あるいは受託者責任違反と見なされることはない。

28(e)によれば、運用会社は、善管注意、忠実義務といった受託者責任を履行するために、必ずしも最も安価な売買手数料を提示する証券会社を売買委託先に選定しなくてもよい。運用会社が適切な投資意志決定をするにあたり、その証券会社が提供する売買執行、リサーチを受けるのが最適と判断すれば、他社に比べサービス対価が高くても、最良執行義務違反には問われることはない。

一方、28(e)の適用を受けない財・サービスの提供を証券会社から受け、その対価を顧客資産から支払う行為は、現在では、投資顧問業法(Investment Advisers Act of 1940)、投資会社法(Investment Company Act of 1940)、従業員退職所得保障法(Employee Retirement Income Security Act of 1974=ERISA)が規定する、受託者責任の違反に問われることになる。

米国では、投信投資家が自らの運用資産で負担するコストの適正如何をめぐり、長くソフトダラーの扱いが問題とされてきた(図表3)。1970年代まで、顧客資産から支払われるソフトダラーの利用範囲は制限されるべきとの考えが支配的だったが、1975年の証券売買手数料自由化以降、ソフトダラーで支払える財・サービスについては、いくつかの前広な解釈が加えられるようになった。

SECは、1976年のリリースで、ソフトダラー利用が可能な対象サービスについて言及

図表3 米国におけるソフトダラーの議論の経緯

年	規制をめぐる主な動き
1934	◆証券取引所法成立 (Securities Exchange Act of 1934) : 最良執行義務に係るセーフハーバー・ルール第28条 (e) 項の規定
1940	◆投資顧問業法, 投資会社法 成立
1974	◆従業員退職所得保障法 成立
1975	◆SEC, 規制案ルール19b-3を採択: 株式売買委託手数料の固定手数料率制の廃止 (5月)
	◆証券法改正 (Securities Acts Amendments of 1975) : 売買委託手数料の自由化 (6月)
1976	◆第28条(e) 項の解釈に係る SEC リリース: ソフトダラーの対象となる財・サービスの規定
1986	◆第28条(e) 項の解釈に係る SEC リリース: ソフトダラー利用対象の一部解釈拡大, 混合利用概念の導入
2001	◆第28条(e) 項の解釈に係る SEC リリース: 相対で行われるプリンシパル取引で生じる手数料の内訳の把握
2003	◆投信不正取引の発覚 (2003/9) ⇒投信スキャンダル (2003/9~2004/8)
	◆米投信協会 (ICI) がソフトダラー利用の制限, SEC に規制強化を要請 (12月)
2004	◆有力運用会社 MFS インベストメンツがソフトダラーの廃止を発表 (3月)
	◆フィディリティ・インベストメンツ, 市場データについてソフトダラーの利用停止を発表 (リサーチについては引続きソフトダラーを利用) (6月)
	◆NASD 「ソフトダラー規制に係る報告書」: 28 (e) の対象となるリサーチ範囲の制限, 情報開示拡大 (11月)
2005	◆フィディリティが, リーマンブラザーズ, ドイツ証券とリサーチを含むソフトダラー見直しを発表 (10・12月)

(出所) SEC リリースなどよりみずほ証券作成

し、商業目的で一般大衆向けに刊行される新聞・雑誌はソフトダラー利用の対象外とする一方、第三者 (third-party) から提供される調査情報は利用可能な対象と認めた。だが、リサーチ情報やその伝達経路が複雑・多様化するにつれ、情報レベルによってソフトダラー利用を制限するのは不都合との考えから、1986年のリリースは1976年の解釈を改めた。「運用会社の適切な投資意志決定に資するものは、目的や提供先の如何を問わずソフトダラーで支払えるリサーチ情報と見なす」とした (第三者の調査情報も引続きソフトダラーで利用可能)。

また、1986年のリリースでは、「混合利用 (mixed-use)」という概念を導入している。

運用会社がソフトダラーを支払うことで得られる財・サービスは、投資判断だけでなく、会計、マーケティングなど社内の業務でも利用できる可能性がある。混合利用は、そのような性質を持つ情報に係る取扱いの問題である。リリースでは、支払う手数料について、運用会社が合理的な根拠をもってリサーチとそれ以外の部分に分類し、それを適正に記録・保管できる場合に、ソフトダラーの利用、28(e)の適用が可能とした。

以降、2001年には、取引所で行われる証券取引のみならず、取引所を介さないプリンシパル取引についても、「取引で生じる手数料を合理的に把握でき、それに28 (e) を適用すること

図表4 ソフトダラー規制に対する関係当局・業界団体の反応

当局・業界団体	意見・提言の内容
SEC (2003年12月)	◆投信制度改革の一環として投信売買執行コストの開示に関するリリースを発表。運用会社が顧客のファンド資産からソフトダラーを支払いリサーチなどの購入に充てる場合、運用会社と顧客との間に利益相反が生じる可能性があるとして指摘。
米投資会社協会 ICI (2003年12月)	◆投資家の利益保護のためにソフトダラーを制限する必要があるとの認識の下、SECに規制強化を要請。①ソフトダラーの適用範囲を投信運用に直接役立つ調査などに制限、②ソフトダラーの定義の厳格化、③第三者のリサーチに対する第28条(e)項の不適用を主張。SECもその要請に対して前向きに対応する姿勢を示す。
全米証券業協会 NASD (2004年11月)	◆SECに提案書を提出。①リサーチは「知的内容 (intellectual content)」のものに限定し、コンピュータ・ハードウェア及びソフトウェア、電話回線、新聞・雑誌、会社訪問時の旅費など7項目を含まない、②ファンドが利用する証券会社や各社への支払手数料など、投信役員会に対するソフトダラー情報の開示を拡充すること、③情報の有効活用の見地から、第三者が提供するリサーチをソフトダラーの対象に含めること、などを提案。
マネージド・ ファンズ協会 MFA (2005年8月)	◆ヘッジファンドの運用会社を対象に「ファンド健全経営の指針」を刷新。ヘッジファンド運用会社は、①ソフトダラーの対象として相応しい財・サービスを検討するとともに、第三者のリサーチの有用性について評価すること、②ソフトダラーの対象となる財・サービスや対象となるもの、ならないものの分類に係る考え方をできるだけ開示すること、など望ましいソフトダラー規制について言及。

(注)「マネージド・ファンズ協会 (MFA)」は、ヘッジファンド運用会社の業界団体。

(出所) 各主体のリリースよりみずほ証券作成

は可能」とするリリースが公表されている⁸⁾。

2. SECのガイダンス案

2003年9月、ヘッジファンドと大手金融機関による投信不正取引が大規模な投信スキャンダルに発展すると、当局の追及は不正行為そのものから割高な運用手数料など構造問題に及び、手数料体系の再構築に向けた議論が再燃した。2003年12月、SECが投信売買執行コストの開示に関するリリースを発表し、ソフトダラーが運用会社、ファンド顧客間の利益相反を誘発する可能性について指摘すると、関連する業界団体は相次ぎ、ソフトダラーの見直しや規制強化の必要性を訴えるようになった(図表4)。

各団体の見解は表明されたものの、それまで「ソフトダラーで支払ってよい財・サービスの定義や範囲」について、明確に規定されてこなかった。また、対運用会社営業における証券会

社間の競争激化もあって、米国ではこの不透明な慣行の濫用が目立つようになっていた。運用会社のオフィス家具・備品、運用担当者の個人的な旅費が、顧客資産が支払う「リサーチ料」によって賄われるという実態がクローズアップされた。

こうした状況に直面しSECが昨秋に公表したガイダンス案は、28(e)の適用を受けソフトダラーで支払うことのできる「リサーチ」、「売買執行」の定義・範囲を明確化し、「混合利用」や独立系調査会社など第三者のリサーチを使う場合の「コミッション・シェアリング」について、運用会社や証券会社に求められる要件を提示している。28(e)の適用を受けソフトダラーで支払えるリサーチ、売買執行の判断基準に係る現行規制を明らかにし、その対象となるものの、対象とならないものについて、SECが考える財・サービスを列挙している。

図表5 28(e)が適用される「リサーチ」・「売買執行」サービス

項 目		サ ー ビ ス 内 容
リサーチ	「リサーチ」に該当するサービス <small>(ソフトダラー利用可)</small>	<ul style="list-style-type: none"> ◆経済、銘柄などの分析レポート（政治関連レポートを含む） ◆株価、経済指標などのデータ ◆ニュースレターや取引記録 ◆データ分析用ソフトウェア（ポートフォリオ分析など） ◆セミナー、コンファレンス ◆投資戦略に係るコンサルティング・サービス <p>※上記情報の配信媒体は、電子情報であるか、紙ベースであるかを問わない。</p>
	「リサーチ」に該当しないサービス	<ul style="list-style-type: none"> ◆旅費、観劇・スポーツ観戦などのエンターテイメント、セミナーでの飲食など運用会社の業務経費に含まれるべきもの。 ◆オフィスの備品・家具、サプライ用品、電話回線、給与（調査スタッフを含む）、オフィス等の賃貸料、会計・監査費用、ソフトウェア、サイト作成費、eメール関連のソフトウェア、インターネット、法務費用、人事管理、マーケティング、ユーティリティ製品、メンバー会費、ライセンス料、バックオフィス・オペレーション管理用のソフトウェア、コンピュータソフトウェア、ワードプロセッサ、コンピュータハードウェア、コンピュータアクセサリ用品、回線ケーブル・配線部品など周辺機器。 ◆社内業務向けのコンサルティング、マーケティング目的で行うポートフォリオ分析。
売買執行	「売買執行」に該当するサービス <small>(ソフトダラー利用可)</small>	<ul style="list-style-type: none"> ◆売買に係る決済、カストディサービス ◆売買執行後に行われる次の手続き、事務 <ul style="list-style-type: none"> ・トレードマッチング ・証券会社、機関投資家、カストディアン間のコミュニケーション ・アセット・アロケーションをめぐる証券会社－機関投資家間、証券会社－カストディアン間の電子コミュニケーション ◆SECをはじめとする自主規制機関（SRO）から課せられる、売買取引に係る義務的な事務手続き（SROによる当該取引の適正性確認など） ◆ブローカーの売買発注ソフトウェア、アルゴリズム・トレード・ソフトウェア（証券会社が顧客に対し特定のロジック＝アルゴリズムに従って動作するトレーディングシステムを提供）
	「売買執行」に該当しないサービス	<ul style="list-style-type: none"> ◆運用会社が運用管理で使うオーダー・マネジメント・システム（OMS）やハードウェア（コンピュータ・ターミナル、電話回線など） ◆トレード分析システム ◆エラーコレクション（エラー訂正）機能 ◆コンプライアンス機能

(出所) SECリリースよりみずほ証券作成

3. リサーチ及び売買執行の定義

運用会社が証券会社から提供を受ける「リサーチ」、「売買執行」サービスが、28(e)の適用を受けるため要件は、証券取引所法第28条(e)項(3)に次のように規定されている。

◆リサーチ：アドバイス (advice)、分析 (analyses)、レポート (reports) であり、「論究

又は識見が表れる (expression of reasoning or knowledge)」財・サービスであること。

◆売買執行：売買執行に関わるもので、運用担当者が売買執行を行うため、証券会社に連絡をとった時点から、運用担当者の運用口座に証券や資金の授受が行われる時点までに発生する財・サービスであること。

法律に加えてSECは、そのサービスが28(e)の適用を受ける「リサーチ」と扱われるには、「論究又は識見が表れる」だけでなく「合法かつ適切に運用担当者の投資判断を助けるもの」であることが不可欠としている。運用担当者にも適切な投資判断に向けたリサーチの有効活用を促している。運用会社が提供を受ける口座・パフォーマンス分析、コンサルティングについても、28(e)の適用を受けるのは、「投資判断や投資戦略の立案に資するもの」に限られる。マーケティング目的のパフォーマンス分析や自社のリスク管理能力改善のために受けるコンサルティングは、28(e)の適用範囲外となりソフトダラーによる支払いは認められない(図表5)。

売買執行については、それが「連続したプロセス」であり、リサーチのようにスポットで提供されるサービスではない点を重視している。リサーチの場合、売買前に提供されたものであっても投資判断に資するのであれば28(e)の適用を受けるが、売買執行としてその適用を受けるには、そのサービスが特定のプロセス内に行われることが求められる。従って、売買後のトレード分析、運用管理などは28(e)の適用範囲外となっている(図表5)。

4. 混合利用等の取扱い

また、「混合利用」の取扱いについて、ガイダンス案は1986年のリリースを受け、まず「混合利用がある場合、運用会社は得られる財・サービスについて、28(e)の適用を受けるもの、受けないものを誠実に決定し (make good faith determination)、合理的な根拠をもって配分の上、それを文書で証明する必要がある」としている。そして運用会社に対し、その準備として、手数料の内訳を帳簿管理すること、配

分の基準や決定方法について顧客に開示することを求めている。配分基準が開示されれば、それが、手数料の配分について運用会社と顧客間の利益相反が生じる可能性は小さいことの証しともなる。

一方、現実には、自らが行う投資判断のために受けたサービスが、支払った手数料に見合うかどうかは、運用担当者ごとに判断基準が異なる。例えば、時と場合により、アナリストの力作レポートよりも、他社レポートのコピー、単純な集計データを有用と感じることもあり得る。SECは、受けるサービスの価値判断に難しさがあることは認めながら、運用担当者に良識に基づいた判断を求めている。

続いてガイダンス案は、「コミッション・シェアリング契約 (commission-sharing arrangement・CSA)」の取扱いに言及している。これは、運用会社が、顧客資産から支払う売買執行手数料の一部を独立系調査会社など第三者に配分し、リサーチなど売買執行以外の財・サービスの提供を受ける契約をいう。SECは、第三者業者のリサーチを利用することについて、証券会社のリサーチの質を向上させる1つの手段として、その意義を認めている。証券会社が購入・利用する第三者のリサーチは、28(e)の適用を受け、セーフハーバー・ルールの対象となる。

ただし、SECは、第三者のリサーチを利用する証券会社は、「リサーチサービスを直接提供する立場として、第三者リサーチの内容についても責任を持ち、併せて法的義務を負うべき」との見解を明らかにしている。第三者に配分される手数料部分は、売買執行手数料とともに顧客資産が負担するものであり、第三者のリサーチ内容はファンド投資家の利益に多少なり

とも影響する。運用会社と直接取引する証券会社のほかに第三者が絡む CSA では、証券会社が第三者のリサーチを含むサービスの管理、責任の履行を行う必要があるとしている⁹⁾。

なお、CSA の取扱いは、英国でも重要な論点であった。FSA は、証券売買における売買執行とリサーチの分離が進み、運用会社が各々のサービスで最も適切な証券会社を指定するようになるとして、CSA 活用の意義を認めている。特に FSA は、CSA が正当化されるための条件として、①運用会社の顧客が CSA の性質や目的を理解していること、②業界ルールに従って、手数料の発生や配分を開示すること、③CSA が運用会社の管理不能な利益相反を生じさせないことをあげている (PS04/23)。

当初は、それが広く活用された場合、売買注文が大手証券会社に集中することや、運用会社が CSA を使って効率的に売買執行を行う特定証券会社に注文を出す利益相反が生じ得ることが懸念された。また、CSA を活用しても売買執行を行う証券会社の調査部門への影響は少なく、同部門のリサーチ力や収益性が明らかにならないため、その意味でソフトダラー規制の目的は達成されることが指摘された。だが、PS04/23では、例えば売買注文が大手証券に集中することで、市場で行われる売買執行全体の質が向上することにつながるなどとし、CSA を肯定的に評価するようになってきている。

Ⅲ. 英米当局のソフトダラー規制の評価と想定される影響

1. 手数料開示を求める英国

英 FSA は、ソフトダラーそのものを禁止す

ることなく、それを支払うことで得られる財・サービスを明確化、情報開示の拡充によって、ソフトダラーに係る利益相反や透明性の問題に対処している。FSA は、過度な規制によって、いたずらに運用会社やマーケットのコストを増やさないことに留意している。SEC のガイダンス案も、この点は FSA と変わらない。

だが、FSA 規制案が業界の自主規制に基づき、運用会社が支払う手数料のうち売買執行部分とそれ以外の部分の配分について、ファンド投資家に開示することを求めているのに対し、SEC のガイダンス案は、そのような開示を義務付けていない¹⁰⁾。FSA は、2005年7月に手数料の詳細開示を含む CP05/5 とほぼ同じ規制を最終的に導入しており、さらに CP05/13 で、個人向け投資商品のガバナンス問題に対し一定の対策を提案している。

手数料開示が義務付けられた上に CP05/13 の提案が最終決定すれば、英国のソフトダラー規制は、内容、範囲ともに米国のそれよりも充実したものとなる可能性が高い。マイナズ報告を機に規制の検討が早くから行われたことに加え、欧州大陸で2004年に改正投資サービス指令 (金融商品指令・Directive on Markets in Financial Instruments=MIFID) が制定され、運用会社による費用項目の明確化や開示拡大が求められたことも、FSA 内の議論を早める要因になったと考えられる。

2. 厳格な規制対応を図る米金融機関

一方、将来導入されようとしているソフトダラー規制への対応としては、米金融機関の厳格さが際立っている。米国では、2003年9月に投信不祥事が発覚後、制度改革が進む中で、ソフトダラーを含む運用手数料の構造問題に当局の

メスが入った。

こうした動きを受けた米金融機関の対応は早かった。運用会社、年金基金など機関投資家はソフトダラー利用を見直し、その活用はこの数年減少している。グリニッジ・アソシエイツ社がこの2005年5月に発表した調査によれば、米機関投資家が証券会社に支払うソフトダラーは、2002年3月～2003年2月に15.2億ドル、2003年3月～2004年2月に12.5億ドル、そして2004年3月～2005年2月には前年同期比10%減の11.3億ドルとなった（調査対象は400社）。調査対象の機関投資家でソフトダラーを利用する比率は、2003年の86%から2005年は73%まで低下している。2000年代に入り、規制強化より前倒しでソフトダラーの利用を控える投資家が増えている。

2005年秋、米運用大手フィデリティ・インベストメンツが発表した株式売買手数料の支払方法見直しは、マーケットの注目を集めた。同年10月からリーマンブラザーズとの間で試験的に導入されたプログラムは、フィデリティがリーマンに売買を発注する際、顧客資産から支払う手数料を売買執行の対価のみに限り、リサーチへの対価は、フィデリティ本体が自社の経費として支払う、というものである。証券会社から得るリサーチ情報への対価と注文の売買執行への対価とを明確にし、機能別に証券会社を使い分けコスト削減を図ることを目指している。リーマンに続き、同年12月には、ドイツ証券との間でも同様の見直しを行うと発表した。

フィデリティの試みを見る限り、米金融機関のソフトダラーへの対応は、英米当局が規制案で求めるものより徹底している。同社の場合、顧客資産から支払う手数料をリサーチの対

価に充てること自体を止めており、手数料を「リサーチ」、「売買執行」と配分すること自体必要なくなる。今後の規制強化に向け先手を打ち、万全のコスト管理を志向している。

3. 規制導入で想定される影響

厳格な内容にもかかわらず、フィデリティのプログラムは今後運用業界のスタンダードになるという見方がある。ソフトダラーで手数料の内訳を曖昧にせず、リサーチの質に応じて対価が直接支払われるようになれば、アナリストレポートは企業寄りでなく投資家利益に資するものにレベルアップすることが期待される。運用会社は証券会社を機能別を使い分け、支払い手数料の削減でファンド負担は軽減し、パフォーマンス向上に結びつけることができる。

また、リサーチに支払われる手数料が明確になれば、証券各社のリサーチ部門単独での収益構造が明確になり、リサーチで収益をあげられる会社、あげられない会社の選別が進む可能性がある。調査部門は、その収益性により部門の拡大、縮小が検討されるようになる。調査力が弱い会社は、調査業務を独立系調査会社に外注するといったことも選択肢に入るようになる。ソフトダラー規制は、調査部門を中心とした証券業界再編の遠因ともなり得る。

運用業界への影響も大きい。フィデリティ方式がスタンダードになった場合、大規模なリサーチ部門を擁する大手は別としても、内部の調査担当者が少なく証券会社が提供するリサーチに大きく依存する運用会社の経費は膨らみ、経営悪化を余儀なくされる可能性がある。運用業界でも、ソフトダラー規制は業界再編の要因となり得るものと考えられる。

おわりに

日本には、法制レベルのソフトダラー規制はなく、英米のように、当局が中心となり規制強化するといった動きは、今のところ認められない。2000年夏に厚生年金基金連合会がソフトダラーを原則禁止する指針を示したが、こうした自主規制が年金運用の世界で行われているに過ぎない。1999年秋に株式売買委託手数料が完全自由化され、証券会社間の競争が激化、売買注文の獲得を狙う証券会社が運用受託機関への過度のサービスに走る形で、この慣行が濫用される可能性が警戒された。自主規制は、そのような懸念から導入されたものである。

一方、現在欧米の当局や金融機関で進行しているのは、不透明な慣行の濫用というモラルを問うばかりでなく、「手数料をソフトダラーの中で曖昧にせず、リサーチや売買執行といったサービス内容に対して報酬を直接支払う仕組みを構築し、いかに企業寄りでない『中立的な』立場をとることによって投資家利益を確保するか」といった議論であると考えられる。

欧米当局は、ソフトダラー自体を禁止するのではなく、それによって支払い可能な財・サービスの定義の厳格化や情報開示の拡充により、ソフトダラー利用の透明性向上を図っている。ソフトダラーの活用を条件付ながら認める欧米の規制案では、「中立的な銘柄分析」を市場に提供する独立系調査会社の存立基盤は維持される¹⁾。また、フィディリティのように、規制に先んじた厳格な対応をとることで、投資家利益第一の手数料支払い方法を導入しようとする金融機関も出始めている。

わが国の場合、証券取引の「中立性確保」に

向けた姿勢は、必ずしも欧米ほどには徹底していない。今後日本でも、個人資産が株式市場に多く流入することが見込まれる。2001年10月には、日本版401k（確定拠出年金）が導入され、個人が預貯金のほか公社債、株式、投信によって将来の資産形成を図る機会が、徐々に拡大している。また、日銀が発表した2005年9月末の資金循環統計を見ても、家計の金融資産残高1,453兆円のうち、株式や投資信託といったリスク資産の比率は、10.5%と2ケタに乗った。こうした状況下、投資活動はより客観的な分析に頼ることが理想とされ、証券会社にとっても調査の中立性確保は無視できない課題となつてこよう。

その意味で、手数料規制に係る欧米の動きは、わが国証券市場において、もう一段高い議論を喚起するものとなり得よう。欧米のソフトダラー規制導入に向けた動きは、規制案の段階ではあるが、2006年中には規制の最終形が明らかになってくるだろう。それがどのような形となるか、今後の動向が注目されるところである。

注

- 1) FSAは、制限されるべき財・サービスとして、特にディーリング・スクリーンなど株価、マーケット情報関連のインフラをあげている。オックスフォード・エコノミック・リサーチ・アソシエイツ (OXERA) の調査によれば、2001年に支払われたソフト・コミッションのうち、これらが50~57%を占めている。
- 2) 例えば、一口に「売買執行」といっても、実務的には、単純な売買執行、プログラム・トレーディング、流動性の確保など様々なサービスが含まれる。売買執行を構成するサービスを詳細に定義することにより、運用会社が証券会社に対し、個々の売買執行サービスごとに支払う手数料を交渉することを想定している。
- 3) CP05/5・2.11示される「売買執行」の判断基準に照らした場合、即座に売買執行と判断するのが難しい行為として、CP05/5は、①トレーディング・アドバイス (trading advice: マーケット状況や取引執行のタイミングなど)、②ポスト・トレード分析 (post-trade analytics: 取引成立後のファンド管理、ポートフォリオ評

備), ③カストディ・サービス (custody service), ④清算・決済サービス (clearing and settlement services: ポジションのネットティング, 個別取引におけるサブ・カストディアンとの交渉, 予定の決済日を経過しても証券受渡しが完了していない取引のレポートイングなど) をあげている。CP05/5 は, ①~④について, 「売買執行」に該当するかどうかについて, 次のような判断を示している。

①: 該当。アドバイスが投資意志決定後に行われ、個別の取引に帰属するならば、「売買執行」と見なす。

②: 該当せず。売買執行そのものより、投資判断に資する行為である。

③: 該当せず。「売買執行と見なされる行為」に該当しない。

④: 該当。清算・決算に係る全ての行為は売買執行に該当する。ただし、証券保管 (safe-keeping) などは証券会社の業務の1つであり、売買執行には該当しないと考える。

4) 『2000年金融サービス・市場法』の「投資物件」は、証券、社債、債務証券、預金、保険契約、集団投資スキームのユニット、オプション、先物取引などである。

5) CP05/5 では、それまで「ソフトダラーで提供できるサービス」だった「ポートフォリオのバリュエーション、パフォーマンス評価」は、「ソフトダラーで提供できないサービス」として扱われている。

6) 規則案 CP05/13 については、2006年1月6日の締切でパブリック・コメントを募っている (本稿執筆の2006年1月上旬時点では、コメント期間終了後の動きについて把握されるものはない)。

7) SEC ガイダンス案については、公表時、「政府官報に掲載後30日」のパブリックコメント期間を設けている (本稿執筆の2006年1月上旬時点では、コメント期間終了後の動きについて把握されるものはない)。

8) SEC は、2001年のリリースで、取引所を介さず証券会社が取引相手となって売買を成立させる「プリンシパル取引」においても、手数料の内訳を合理的に分類・把握することは可能としている。かつては、機関投資家が巨額取引を行う場合、マーケットインパクトを避けるため時間をかけて売買する必要があった。その場合市場価格が変化し当初想定していた価格との乖離するリスクが生じたが、プリンシパル取引の普及に伴い、短時間に売買を成立させそのリスクを大幅に軽減することが可能になった。それまで、取引所を介さないプリンシパル取引で生じる支払手数料の内訳を合理的に把握するのは、困難とされてきた。だが、2001年、全国証券業協会 (NASD) は、自らが定める取引報告制度によって、手数料を含む取引情報は把握可能であるとし、プリンシパル取引で生じる手数料についても28 (e) を適用するよう SEC に求めた。

9) 従って、証券会社が直接リサーチレポートを運用会社に販売する第三者者のリサーチを利用する場合、第三者のリサーチ部分については28 (e) の適用を受けない。その場合、第三者のリサーチ手数料はソフトダラーでなく現金で別途支払うことになる。

10) 「ソフトダラーで支払える財・サービス」の定義には、

英米間で若干の違いが認められる。例えば、FSA 規則 (規則案の CP05/13) では、「リサーチ」のうち「セミナー、コンファレンス」がソフトダラーの対象外となっているが、SEC ガイダンス案では、「論文又は識見が表れる」ものである限り、セミナーなどもリサーチに含まれるとしている。

11) 例えば米国では、2002年にアナリストの利益相反問題が発覚し、翌年4月、独立系調査会社のレポートなどを証券会社のサービスに盛り込むことが合意された。顧客ニーズへの対応力や情報の即時性に改善余地はあるものの、独立系リサーチ会社のレポートは、中立性の事態改善に一定の役割を担ってきた。

参考文献

1. 和文

神山哲也 [2005], 「英米で進むソフトダラー規制」『資本市場クォーターリー』2005年春号, 野村資本市場研究所

佐賀卓雄 [2005a], 「アメリカにおける投資信託規制と SEC の役割」『証券レビュー』第45巻第8号, 日本証券経済研究所

——— [2005b], 「ミューチュアル・ファンドをめぐる不正行為と SEC の監督・検査体制」『証券経済研究』第52号, 日本証券経済研究所

高橋元・漆畑春彦 [2004], 「米国の投信不正取引事件と制度改革」『証券経済研究』第46号, 日本証券経済研究所

2. 欧文

Financial Services Authority [2002], “Hedge funds and the FSA”, Discussion Paper 16, Aug, 2002.

——— [2003a], “Hedge funds and the FSA”, Feedback statement on DP16, Mar, 2003.

——— [2003b], “undled brokerage and soft commission arrangements”, Consultation Paper 176, Apr, 2003.

——— [2004a], “Bundled brokerage and soft commission arrangements”, Consultation Paper 04/13: Feedback on CP176, May, 2004.

- [2004b], “Bundled brokerage and soft commission arrangements”, Consultation Paper 04/23:Update on issues arising from PS04/13, May, 2004.
- [2005a], “Bundled brokerage and soft commission arrangements : proposed rules”, Consultation Paper 05/5^{☆☆}, Mar, 2005.
- [2005b], “Hedge funds : A discussion of risk and regulatory engagement”, Discussion Paper 05/4, Jun, 2005.
- [2005c], “Bundled brokerage and soft commission arrangements for retail investment funds”, Consultation Paper 05/13^{☆☆}, Sep, 2005.
- Greenwich Associates. [2005], “U.S. Institutions Tighten Soft-Dollar Spending Policies”, Jun,13.2005.
- Financial Times. [2005], “Fidelity to buy equity analysis from Deutsche”, Dec,21.2005.
- HM Treasury. [2001], “Institutional Investment in the United Kingdom:A Review”.
- Managed Funds Association. [2005], “MFA's 2005 Sound Practices for Hedge Fund Managers”, Aug, 2005.
- National Association of Securities Dealers. [2004], “Soft Dollars and Portfolio Transaction Costs”, *Report of the Mutual Fund Task Force*, Nov, 2004.
- Securities and Exchange Commission. [2005], “Commission Guidance Regarding Client Commission Practices Under Section 28 (e) of the Securities Exchange Act of 1934”, SEC Release No.34-52635, Oct, 2005.
- Wall Street Journal. [2005], “Independent' stock research hasn't been must-see”, Nov, 26.2005.

(みずほ証券(株)経営調査部 シニアマネジャー・上級
研究員)