

ソフト・ダラーの管理体制のあり方

米国では、証券業者と機関投資家の間で売買手数料に関して締結されるソフト・ダラー協定をめぐって、不適切な利用が問題視されている。証券取引委員会(SEC)は、ソフト・ダラーの実態調査報告書を出すとともに、運用機関による不正利用に対して積極的な摘発に乗り出している。

我が国では、売買委託手数料の完全自由化が間近に迫っているが、米国のようなセーフ・ハーバー・ルールがない状況で、各運用機関と証券会社がどのように合理的な手数料体系を示すのか注目される。

1. 最良執行義務を担保するソフト・ダラー協定

1) 受託者責任と最良執行義務

米国では、1975年5月1日(メーデー)に固定手数料制が廃止され、今日の売買委託手数料は証券業者(ブローカー・ディーラー)と機関投資家との交渉制となっている。投資顧問業者(投資マネジャーや投資アドバイザー)などの運用機関は、その発注権限に基づき、手数料の水準と、売買執行能力やリサーチなどのサービスを総合的に勘案して、発注先証券業者を選択することができる。

顧客のために投資一任運用を行う投資マネジャー(運用機関)は、発注先証券業者の選択に当たって、受託者責任の一環として、合理的な手数料で売買執行を行わなければならない(最良執行義務)¹。こうした運用機関の最良執行義務(duty of best execution)は、1940年投資顧問法制定以前からのコモン・ロー上の義務であり、1972年のSECリリースにも明示されている²。

(1) 手数料自由化とセーフ・ハーバー・ルール

売買委託手数料が交渉制となった1975年当時、多くの投資マネジャーは、受託者責任

¹ 運用機関は、その果たすべき受託者責任につき、証券取引の透明性・公正性の確保のためにSECから規制・監督を受けるほか、企業年金の運用を受託している場合には、年金運営の監督を行う労働省からの監督も受けることになる。

² SECが72年2月に公表した「証券市場の今後のストラクチャーに関するポリシー・ステートメント」において言及した機関投資家による証券業者と支払手数料の選択に関する記述を説明するリリースである。Exchange Act Release No.9598(May 9,1972)

を果たすという観点から、提供されるリサーチの価値や注文執行能力の高さに関係なく、最も低い手数料を提示する証券業者を発注先として選ぶことに決めた。

ほどなく（同年6月4日）、セーフ・ハーバー・ルール³の導入という法的救済措置がとられた。運用機関が、証券業者から証券取引の仲介に当たり提供された「ブローカレッジ及びリサーチ・サービス（"brokerage and research services"）」の対価として合理的であると判断される場合には、他の証券業者の取引執行手数料より高額の手数を徴収したということだけでは、受託者責任違反とはならないという規定が制定されたのである（1934年証券取引所法28条(e)項⁴）。

投資顧問業者が発注先証券業者の選択権限を有している場合⁵、受託者責任の要請には、投資顧問業者と証券業者との間で、手数料とリサーチ等のサービス提供に関する協定（ソフト・ダラー協定）を締結し、顧客にその協定の内容を開示するという形で応えることとなった。

（2）最良執行義務の考え方

セーフ・ハーバー・ルールを受けて、最良執行義務とは、単純な best price での執行ではなく、best price を含む多くの要素を網羅的に考慮して執行する義務であるという解釈が一般的になった。SEC が最良執行に関する解釈を示したリリース No.34-23170 によると、「（投資顧問業者は）顧客のために、各取引において顧客が負担する費用の総額あるいは受け取る代金の総額が諸般の事情に照らして、顧客に最も有利となるよう証券取引を執行しなければならない。」とされている。

具体的には、可能な限り低い手数料というのではなく、注文執行を依頼するに当たって、売買執行能力、提供されるリサーチ情報の価値、手数料率、財務上の責任、ファンド・マネジャーに対する即応度といった証券業者のあらゆるサービスと質の高さを考慮すべきであるということが示されている。各運用機関では、これらの要素だけでなく、決済・受渡しの執行能力なども判断材料として加味しているようである。

³ 1975年5月の固定手数料制廃止以前では、米国証券業界は、リサーチ・レポートや相場情報などの提供は手数料の一部から支払う形（give up）をとっていた。手数料自由化後は、こうした取引慣行がSECのエンフォースメント（法執行）の対象となるおそれから、34年証券取引所法28条(e)項のセーフ・ハーバー・ルール³の導入を推進した。

⁴ ブローカレッジとは、証券取引の執行とそれに付随する機能（受渡し、清算、カストディ、関連する法律上必要な機能）となっている。高度な資産運用にはコンピュータや通信システムが不可欠であり、こうしたブローカレッジ・サービスは売買の約定から切り離せない。

⁵ 年金スポンサーが、運用機関を介さず証券業者（ブローカレッジ）を直接指定する取り決め（ディレクテッド・ブローカレッジ）をすることがある。年金スポンサーは手数料の取り戻し（recapture）として証券業者からリサーチその他のサービスの提供を受ける。年金スポンサーから資産運用を受託した投資マネジャーは、その証券業者を通じて売買することになる。こうしたディレクト・ブローカレッジには、34年証券取引所法28条(e)項のセーフ・ハーバー・ルールは適用されない。

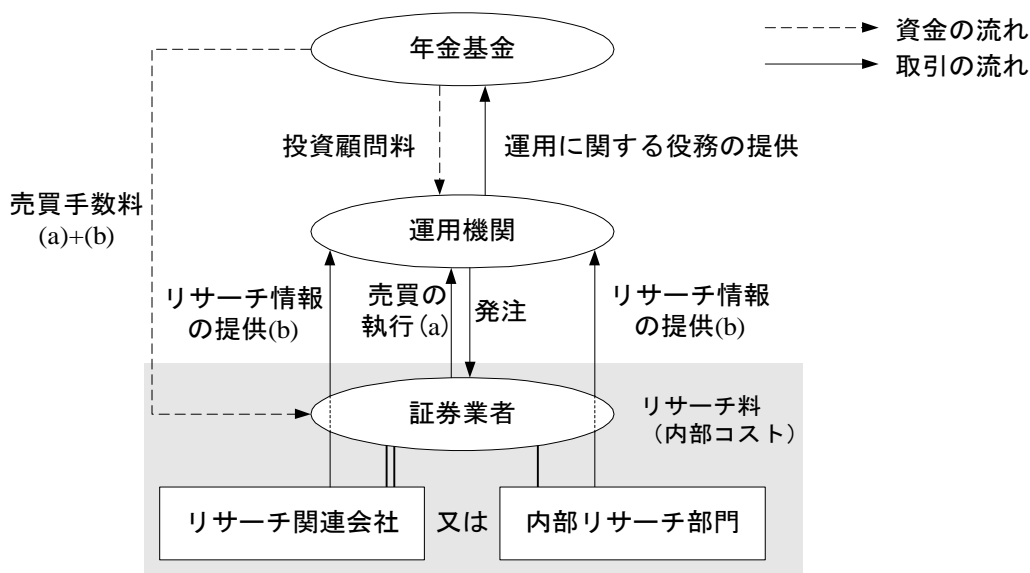
2) 手数料自由化後の取引慣行

(1) ソフト・ダラー協定の仕組み

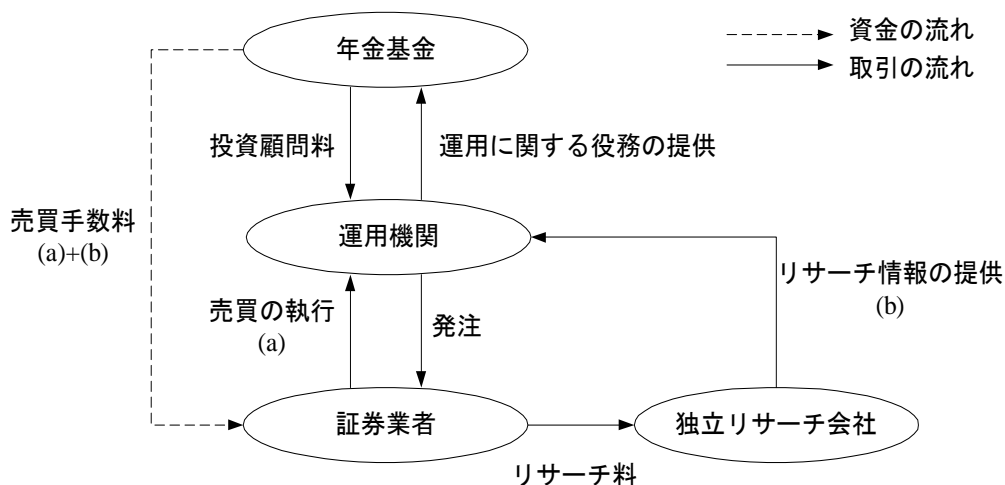
ソフト・ダラー (soft dollar) とは、投資顧問業者が、証券業者から、ブローカレッジに加えて、リサーチ・レポートやブローカレッジに関する助言等のサービスの提供を受ける対価として、現金 (ハード・ダラー) で支払うのではなく、その顧客が支払う売買委託手数料の一部が充てられるというものである。ソフト・ダラーの利用に関しては、通常投資顧問業者と証券業者との間でソフト・ダラー協定が結ばれる (図1)。

図1 ソフト・ダラー協定の仕組み

(1) 証券業者が社内のリサーチ部門及びリサーチ関連会社のリサーチ情報を提供する場合



(2) 証券業者が独立したリサーチ会社と契約し、運用機関にそのリサーチを提供する場合



(出所) 野村総合研究所

SEC が、過去に示したソフト・ダラーで提供できる「ブローカレッジ及びリサーチ・サービス」についての解釈は一貫していたとは言い難い。1976年に示した指針では、商業ベースで提供されており容易かつ慣例的に(readily and customarily)入手可能な商品やサービスについては適用しないこと、ブローカー以外の第三者が作成したリサーチをブローカーが提供する場合は適用対象になること、等が明確にされた⁶。だが、1986年には、商業ベースで提供される商品やサービスも対象とするなど、リサーチの定義が拡大された⁷。現在、ソフト・ダラーで提供できるサービスは、①証券の価値、証券への投資の適否、証券の売買等に関する助言で、直接又は書面等により行われるもの、②証券の発行体に関する分析、マイクロ・マクロ要因分析、ポートフォリオのパフォーマンス等に関する分析・調査、③アナリストやストラテジストとの面談・会合、などである。

1986年のリリースでは、そのほか、リサーチと投資顧問業者の経営の両方に利用される「混合利用」について、投資顧問業者に対し、リサーチに充当されるコストの配分が誠実に行われたことを立証できる記録を残すこと、第三者が作成したリサーチを証券業者を経由せずに直接入手する場合でも、ソフト・ダラーに相当するリサーチの代金は証券業者が支払わなければならない（投資顧問業者の立て替え払いは不可）こと、などが明らかにされている。

（2）ソフト・ダラー慣行の規模と傾向

ソフト・ダラー協定を締結し、リサーチ等のサービスを手数料の一部として提供する慣行は、機関投資家のブローカレッジ市場では一般的に行われている⁸。リサーチ等に実際にハード・ダラーで購入するという場合もあるようだが、多くの投資マネジャーは、ソフト・ダラーで購入している。グリニッチ・アソシエイツの調査によると、運用機関の約90%がソフト・ダラー協定を締結し、その支払手数料総額の40%以上をソフト・ダラーとしてリサーチを入手している⁹。同社の98年4月の調査では、97年にソフト・ダラーで支払われたサービスの総額は7億3,700ドルであり、前年とほぼ同水準であった。

⁶ Securities Exchange Act Release No.12251(March 24,1976)

⁷ Securities Exchange Act Release No.23170(April 23,1986)

⁸ ソフト・ダラー協定は、投資顧問業者と証券業者間、ミューチュアル・ファンド会社と証券業者間において締結される。本稿では、主として、投資顧問業者（投資マネジャー）と証券業者間のソフト・ダラー協定について取り上げる。

⁹ Greenwich Associates, Soft-Dollars: Opportunities and Challenges(special presentation of May 10,1994); Greenwich Associates, Institutional Equity Investors 1994(statistical supp.)3,17.

(3) 発注に伴う利益相反の可能性

年金資産の投資一任運用において、ソフト・ダラーは、年金基金が証券取引上負担するコストであるとともに財産でもある。したがって、投資顧問業者がソフト・ダラーを利用する場合には、顧客である年金基金の利益になるよう配慮しなければならない。ソフト・ダラー慣行は合法的であるとはいえ、運用機関と年金スポンサーとの間の利益相反につながる可能性が高い。例えば、以下のような利益相反の発生が考えられる。

- ・ソフト・ダラー協定に基づく発注義務を履行する必要から、相手先の証券業者への不必要な発注を増やすことになる。あるいは、必要以上のリサーチを買う懸念がある。
- ・マクロ的なリサーチである場合、その利用範囲を制限することは難しく、ある顧客のソフト・ダラーで支払われたリサーチが、他の顧客のためにも利用されることになる。
- ・手数料水準よりもリサーチの内容を優先して証券業者を選ぶ傾向が生じる。

同様に、投資顧問業者が系列証券業者への委託注文の発注に関しても利益相反が起こりうる。こうした潜在的な利益相反を回避するため、投資顧問業者は証券業者との間における一定の売買取引（自己売買又は委託売買）について、顧客である年金スポンサーに対して開示し、書面による事前の同意を得なければならないことになっている（1940年投資顧問法206条3項）。ただ、証券業者が自己勘定で取引の相手方となる場合については、依然として利益相反の可能性が高いため、通常行われないうのである。

2. ソフト・ダラー協定の開示義務と社内管理体制

1) 運用機関のソフト・ダラー協定の開示義務

運用機関は、受託資産に関する取引の透明性・公正性を示すため、最良執行の判断材料となる要因として、証券業者との間のソフト・ダラー協定の内容を開示しなければならない（1940年投資顧問法：ルール204-3、Form ADV(Part II) 項目12A・B、項目13、1940年投資会社法：Form N-1A 項目16、Form N-SAR 項目20,21,22,23,26）。

投資顧問業者の登録開示書類Form ADVでは、「投資又は発注権限」及び「追加報酬」の状況に応じて、証券業者の選別基準や、合理的な手数料の決定方法のほか、ソフト・ダラーに関する方針や社内管理体制の概要などがSchedule Fに開示されることになっている。

「投資及び発注権限の有無」に関しては、投資顧問業者及びその関係者が、①売買される証券、②売買される証券の数量、③発注先の証券業者及び④支払手数料率について、顧客による個別の同意を得ずに、決定する権限があるかどうかを示すことになっている（Item 12A, B）。

SEC が投資顧問業者の最良執行の監督に当たって重視していることは、①投資顧問業者が、顧客口座の取引執行全般をモニターする適切な内部監視体制を有しているかどうか、

②投資顧問業者の開示が実際の手続きに沿っているかどうか、ということである。

「追加報酬の有無」に関しては、投資顧問業者及びその関係者が、①顧客へのアドバイスに関して顧客以外の者から現金を受領しまたは（報酬、備品又はリサーチ以外のサービスといった）経済的利益を受けること、または②顧客紹介に関して直接又は間接に報酬を受けらることについて、口頭あるいは文書による協定を有している場合には、その内容をSchedule Fに記載しなければならない（Item 13）。

2) 運用機関の社内管理体制

運用機関では、次のようにソフト・ダラーに関する管理及び法令順守のための体制を整備している。自社のソフト・ダラーに関する方針及びソフト・ダラー利用に関する社内手続き規定を策定し、そうした社内手続きを管理するソフト・ダラー委員会あるいはブローカレッジ管理委員会において、ソフト・ダラーによる支払いの承認や、ソフト・ダラーに関する方針の策定および見直しの勧告、その他モニタリングなどを行う。ファンド・マネジャーは、ソフト・ダラーを利用する前に、申請書（リクエスト・フォーム）を同委員会に提出し、許可を得る必要がある¹⁰。

(1) ソフト・ダラーに関する方針

以下では、ソフト・ダラーに関する方針の事例を示す¹¹。同方針は、各ファンドの投資裁量権を持ったファンド・マネジャー全員に適用される。

①原則となる方針

ファンド・マネジャーがソフト・ダラーによるサービスを受けるための条件は以下の通りである。なお、②～⑦は一般原則の細則である。

- ・ソフト・ダラーの利用が認められるサービスは、リサーチや投資判断のための一定のサービス（以下、「投資サービス」という）に限られる。ソフト・ダラーは、会社の経営管理に関する一般サービスの獲得には利用できない¹²。リサーチや投資サービスは、当該証券取引を執行する証券業者、または証券業者が契約し支払いをする第三者によって提供されなければならない。ファンド・マネジャーが事前に支払ったリサーチや投資サービスへの支出取り戻すことはできない。ファンド・マネジャーが、一定の事項につ

¹⁰ 各運用機関の社内管理体制としては、価格と手数料を評価するために日々取引報告書をレビューすること、外部のコンサルタントを雇うこと、最良執行が確保されるようトレーダーの裁量でのみ取引すること、などが行われている。

¹¹ ソフト・ダラーの社内管理体制については、米国投資マネジャーに対する個別インタビューやSECが99年2月に開催したソフト・ダラーに関する公聴会資料等を基にしている。

¹² リサーチが投資判断に利用されると同時に、運用機関の経営に関わる管理・運営にも利用されるものを混合利用という。運用機関の経営に関わる部分にはソフト・ダラーを利用できないため、配分割合が重要になる。

いて、このソフト・ダラーに関する方針が適用されるかどうか明確でなければ、法令順守担当部署にその旨照会すべきである。

- ・ ネット・ベースでの最良執行は常に考慮されなければならない。ファンド・マネジャーは提供されるブローカレッジ、リサーチ及び投資サービスの価値に関して支払手数料の総額が合理的であることを個別に判断しなければならない。
- ・ ソフト・ダラーで入手されるリサーチや投資サービスが、顧客資産の運用に関するファンド・マネジャーの投資判断プロセスに寄与したことが明確でなければならない。部分的に顧客の利益のために提供されるサービスについては、その部分のみソフト・ダラーで支払われる。この場合の合理的なソフト・ダラーの配分は明確に文書化されるものとする。
- ・ ファンドあるいはアカウントの利益にならないと考えられるリサーチや投資サービスに対して、ソフト・ダラーで処理してはならない。ファンドの総手数料は、そのファンドの長期的な利益に関し合理的でなければならない。
- ・ ソフト・ダラーに関する業務の文書化は、非常に重要であり、記録・保管は注意深く行われなければならない。文書には、すべての証券業者とのソフト・ダラー協定が盛り込まれていなければならない。
- ・ ソフト・ダラーの支出は、エクイティ証券の仲介手数料ビジネスにのみ認められ、証券業者が相手方となる確定利付き証券などの取引には利用できない。ソフト・ダラーは、商品先物取引やその他の証券以外のビジネスへの利用は許可しない。

②ソフト・ダラーの利用が認められる場合

ソフト・ダラーの利用が認められる範囲は原則として以下のサービス・商品である。ただし、ファンド・マネジャーの顧客開拓など投資運用に直接係わらない形での利用は認められない。

リサーチ商品、リサーチ会議／セミナー、パフォーマンス測定／比較サービス、業界出版物、リスク・モデル・ポートフォリオ用ソフトウェア、相場情報及びニュースなどの配信サービス、ファンド・パフォーマンス・データ報告、収益見積りデータ・サービス、クレジット分析サービス

これに対し、以下のような項目には、ソフト・ダラーは利用できない。

設備（レンタル料、備品）、電話代、給与、旅行、飲食・娯楽費、新規顧客勧誘のためのマーケティング活動、会計ソフトなど管理業務に関連する費用、フィーの立て替え払い、レコード・キーピング、顧客への報告、会計及び法律のサービス、取引エラーの是正

ソフト・ダラー管理者は、証券業者から受領したすべての請求書が正確であることを検証し、承認してから、証券業者に返送されるよう取り計らわなければならない。

原則として、ソフト・ダラーによって提供されるサービスが、ファンド・マネジャーの投資判断の一部として利用されるのではなく、経営管理目的に利用されるのであれば、その

利用は認められない。

③ソフト・ダラーの配分

特定のサービスの利用が、リサーチ、投資及びブローカレッジの一部であり、その利用の一部がセーフ・ハーバー・ルールの許容範囲を超えている場合、リサーチや投資サービスに対して誠実に割り当てられた部分のみ、ソフト・ダラーでの支払いが認められる。その残額はハード・ダラーで支払われなければならない。例えば、コンピュータのハードウェア及びソフト・ウェアはリサーチだけでなく、リサーチ以外の目的にも使われる可能性がある。

ファンド・マネジャーは、その配分を書面にし、ソフト・ダラー管理者の承認を受けなければならない。ソフト・ダラー管理者がその記録を6年間は保存するものとする。

④ソフト・ダラーの割合

運用機関の判断において、手数料相当額に対するサービスの割合は、原則として、1.8:1を超えないこととする。1.8:1とは、ある証券業者から20ドルのリサーチ情報を購入した場合、その証券業者に36ドルの手数料を提供しなければならないということである。リーガル・コンプライアンス部門の同意があれば、2:1を超えることも認められる場合がある。

以上のようなソフト・ダラーの割合は、運用機関と証券業者の間で正式に合意され、文書化されていなければならない。

証券業者やサービス提供者が価格を明示していないソフト・ダラー・サービスに関しては、ファンド・マネジャーが、支払った手数料額が提供されたリサーチ及びブローカレッジの総額に比べて合理的であると判断したものであればよく、その手数料額はファンド・マネジャーの管理者に承認されなければならない。

⑤ベンダー

ファンド・マネジャーは、ベンダーの会社概要とそのサービスがソフト・ダラー管理者によって承認されるまで、いかなるサービスもソフト・ダラーによって受け入れることはできない。

⑥ネットの最良執行

ソフト・ダラー取引において、関連する事実及び状況に照らして、顧客にとってネットの最良執行が確保されていなければならない。つまり、正味価格、迅速性、クオリティ執行が最良の組み合わせになっていなければならない。

価格と手数料に加えて、考慮されるべき要素は、市場流動性、注文量、当該証券の取引の性格、当該証券についてのトレーダーがどれだけ精通しているか、取引執行がどの程度

困難なのか、望ましい価格で効率的な執行を提供するためのブローカーの能力、注文のプロセッシング、執行及び決済のあらゆる局面において、当該ブローカーの迅速、的確かつ信頼できるサービスに関する包括的記録、である。

⑦記録及び定期検査

内部記録部の記録事項として、ベンダー情報、（運用機関によるレビューの証拠として少なくとも四半期ごとに提出された）必須のフォームを完成させるためのすべての必要情報、（社内の内部記録部が月次でその正確性を照合していること）各証券業者から提供されたサービスの対価としてのソフト・ダラーに関する月次のサマリー文書を最小限入れなければならない（図2）。

所定の申請書を完成させるために必要な情報は、各月末から 15 日を経過する日までに、ソフト・ダラー管理者に提供されなければならない。すべての記録は 6 年間保持されなければならない。

図2 証券業者からファンド・マネジャーに提出されたソフト・ダラーの利用に関する報告例

19XX 年第 4 四半期において、A 証券業者は B ファンド・マネジャーに対し、C 顧客の手数料を対価として、以下のように商品・サービスを提供した。

商品・サービス	ソフト・ダラーに充当した年間総額
自社アナリストとの接触	\$0
インタラクティブ・データからのサービス	\$12,125
ジョン・オルセンからのサービス	\$2,080
ダウ・ジョーンズからのサービス	\$5,000
LEXIS/NEXIS からのサービス	\$40,000
ロイターからのサービス	\$6,320
自社リサーチ・レポート	\$0
コンサルタント会社からのサービス	\$6,200
合 計	\$71,725

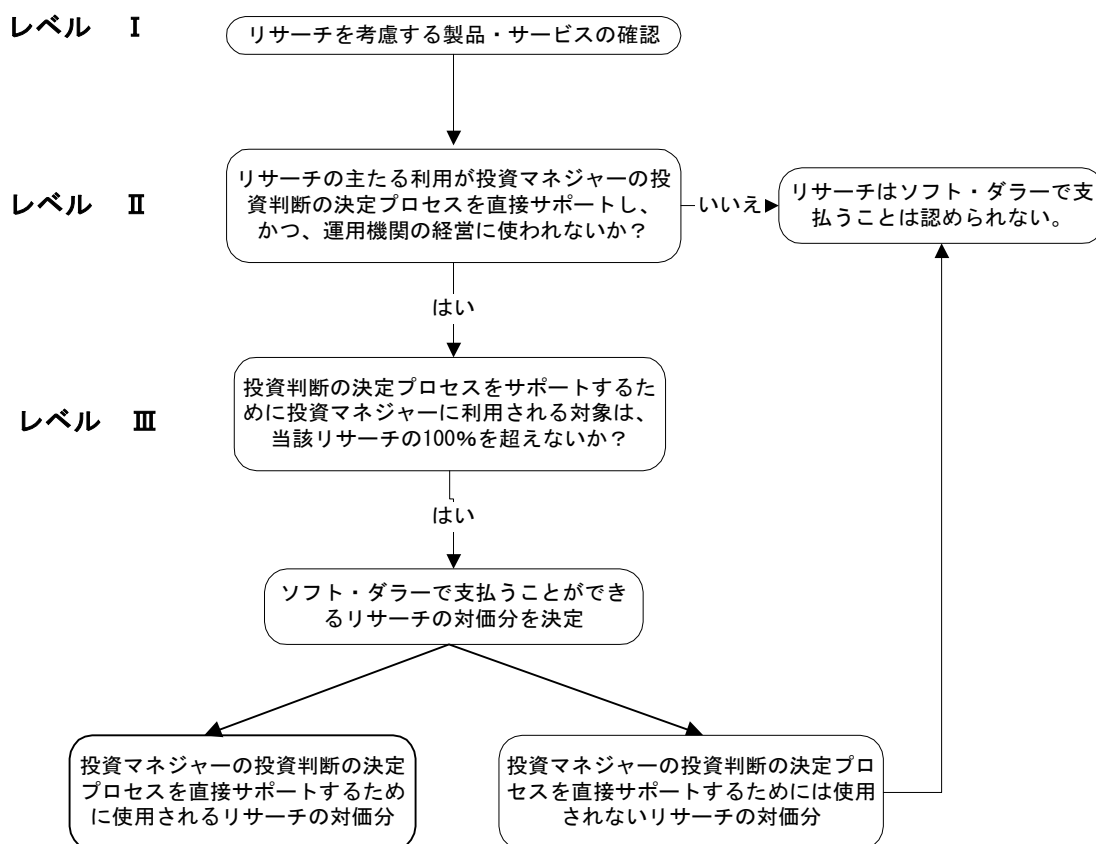
（出所）SEC "Inspection Report on the Soft Dollar Practices of Broker-Dealers, Investment Advisers and Mutual Funds" (September 22,1998), Appendix E より野村総合研究所作成

（2）ソフト・ダラー利用手続き

ファンド・マネジャーがソフト・ダラーを利用しようとする場合には、そのソフト・ダラーで提供できるリサーチに該当するかどうかを確認し（レベルⅠ）、リサーチを利用する主たる目的が投資判断の直接のサポートであり（レベルⅡ）、そのリサーチが投資判断へのサポート分を超えなければ（レベルⅢ）、当該リサーチの対価分のソフト・ダラーを利用することができる（図3）。

また、ソフト・ダラー利用のためのリクエスト・フォームを社内のブローカレッジ管理委員会（ソフト・ダラー管理委員会と呼ぶ場合もある）に提出し、承認を得なければならないという手続きを設けているところもある（図4）。

図3 ソフト・ダラーの利用の承認プロセス



(出所) AIMR "Soft Dollar Standards"報告書より野村総合研究所作成

図4 ソフト・ダラーによるサービス・リクエスト・フォーム例

ブローカレッジ管理委員会 宛

I. ソフト・ダラーによるサービス請求者による記入事項

1. 請求日
2. 請求者名
3. サービス・商品の名称、態様、利用目的
4. ソフト・ダラーでの、証券業者の名前、連絡先、電話番号
5. サービス・商品を利用する顧客又はファンドの名称
6. 現金コスト、利用開始日
7. 新しいサービス・商品か？、変更か？、試験的利用か？、サービスの更新か？

II. ソフト・ダラー利用をチェックする担当者による記入事項

8. a. そのサービス・商品はすべて「リサーチ」のみに利用されるか？（例えば、投資決定プロセスにのみ役立つか？） はい いいえ

b. そのサービス・商品は「ブローカレッジ」の目的に利用されるか？（例えば、証券取引に影響を与え、受渡し、決済又はカストディ機能を果たすか？）

はい いいえ
9. a. そのサービス・商品は混合利用（リサーチとリサーチ以外の両方）されるか？リサーチ以外の利用とは、マーケティング・プレゼンテーション、顧客の財務関係などに対するサービス・商品の利用を含む。 はい いいえ

b. 9aで「はい」に該当する場合
 - ・その説明
 - ・概算配分額 リサーチの利用 % リサーチ以外の利用 %
 - ・上記概算の根拠の説明
10. a. ソフト・ダラーを使う証券業者独自のサービス・商品であるか はい いいえ

b. 第三者により提供されるサービス・商品であるか はい いいえ

c. 10bで「はい」に該当する場合
 - ・第三者提供者の名前、連絡先
 - ・第三者がその証券業者とのみサービス・商品の契約関係を有するか？

はい いいえ
 - ・上記質問に「いいえ」であれば、その契約は誰とするのか？

(SEC 規則では、サービス・商品の契約は証券業者としなければならない)

III. ブローカレッジ管理委員会スタッフによる記入事項

請求承認 請求否認の決定
委員会スタッフの署名

(出所) 野村総合研究所

3) 発注ミス及び取引エラーの是正

ソフト・ダラーが利用できないものとしては、運用機関の経営・管理に要する費用や、人件費、顧客に提供する報告書などがあるが、特に法的に難しい問題としては、発注ミス及び取引エラーの是正や、それに伴う損失の回復がある。

SECの非公式な見解ながら、顧客の注文執行等にエラーが生じた場合、運用機関は、取

引のエラーによって顧客が被った損失を回復しなければならないというのが業界の共通認識である¹³。そして、1988年にSECと労働省の規制担当当局である年金福祉給付局（Pension Welfare Benefit Administration, PWBA）のスタッフ間の合意により、投資顧問業者がソフト・ダラーを使ってそのエラーを是正することはできないとされた。

その後、この合意に反した以下の事件が起こり、いずれもSECから制裁処分を受けることになった。

91年のJack Allen Pirrie(投資顧問会社社長)のケースでは、投資顧問会社が顧客Aの投資対象ガイドラインに違反した株式を買い付け、その是正をカスタディアンから指示されたため、顧客Bにその株式の購入を適切な投資として勧め、その時点の株価ではなく、当初購入した価格（その時点の株価よりも高い価格）で購入させた。だが、こうした行為が社内において問題であると指摘されたため、顧客Bへの売り付けを撤回するとともに、生じた損失の処理について証券業者に相談したところ、ソフト・ダラーでカバーするという提案を受け、その通りに実行した。これらの行為や利益相反の状況は顧客Aには開示されず、顧客Aに無断で行われた¹⁴。

また、92年には、M&I Investment Management(投資顧問会社)のトレーダーが、2万2,900株の買い注文を間違えて売り注文として、1株当たり25.75ドルで執行した。翌日、注文ミスに気づき、社長に報告した後、その指示に従い、決済日に他のファンドから当該ファンドへ同株数を振り替えた。株価は、翌日には平均26.18ドル、他のファンドが代わりに買い付けた1週間後では27.958ドルと上昇していた¹⁵。

一般的に、運用機関のコンプライアンス上、取引ミスが軽微であっても、その事実と対応について取締役会への報告が行われているようである。実際に、取引は約定日から決済日までの間に中断することができる上、日々作成されるファンドの計算書とカスタディからの報告書から、両者の不一致が表面化することから、ミスをすばやく是正することは可能であるといわれる。

3. ソフト・ダラーに関する規制の動き

¹³ 最近では、SECは、非公式に上記方針を変えつつある。ミューチュアル・ファンド業界の多くが採用したエラーに関する是正基準を投資アドバイザーについても適用しようというのである。この基準によると、投資マネジャーは、1株当たり1ドル以下のエラーであれば、重大なミスではないとして是正しなくても良い。エラーが1株当たり1ドル以上、かつファンドの基準価格の0.5%以下の損失をもたらすのであれば、そのファンドへの賠償が必要である。エラーが1株当たり1ドルを超え、かつ基準価格の0.5%を超える損失をもたらした場合には、投資アドバイザーはファンドへの賠償だけでなく、エラーが生じたために余分に支払ってファンドを購入した株主に対して直接賠償をする（エラーによって生じた損失分のファンド株数）必要がある。

¹⁴ SECから1940年投資顧問法203条(f)項に基づき、9カ月間の業務停止等の処分を受けた。IA-Release No.1284(July 29,1991)。

¹⁵ 投資顧問法203条(e)項に基づき、取引エラーの取扱いに関する方針や手続きの見直し、従業員に対するコンプライアンス教育などを含むけん責処分をSECから受けている。IA Release No. 1318(June 30,1992)。

SEC は、96 年秋より、運用機関及び証券業者を対象にソフト・ダラーに関する一斉検査をし、実態報告書を公表した。時期を同じくして、労働省の PWBA も報告書を出し、現在のソフト・ダラー（及びディレクテッド・ブローカレッジ）慣行が不適切に行われていることが、指摘された。投資マネジャー団体や年金スポンサーからも、ソフト・ダラー等の利用に関する基準や考え方などが示された（表 1）。

表 1 ソフト・ダラーに関する諸団体の動き

時期	団体	概要
94.1	SEC	「マーケット 2000」報告書公表（ソフト・ダラーの定量的開示を要請）
95.2	SEC	ソフト・ダラー開示を強化する（最も手数料を支払った証券業者上位 20 社、各証券業者の手数料率など）規則改正提案（96.10 撤回）
96.11～97.4	SEC	ソフト・ダラーに関する一斉検査を実施
97.11	労働省	ソフト・ダラーとディレクテッド・ブローカレッジに関する報告書公表
98.3	CII	ソフト・ダラーに関するスタンダード原則公表
98.5	AIMR	ソフト・ダラー基準決定
98.9	SEC	ソフト・ダラーに関する 5 つの勧告（報告書）を発表
99.2.23	SEC	ミューチュアル・ファンドのソフト・ダラー慣行に関する公聴会

（出所）野村総合研究所

1) ソフト・ダラーの実態

SEC は、1996 年 1 月から 10 月まで、ソフト・ダラー協定の実態に関する綿密な検査を一斉実施（"Soft Dollar Sweep"）し、その結果を踏まえた報告書（"Inspection Report on the Soft Dollar Practices of Broker-Dealers, Investment Advisers and Mutual Funds"）が 98 年 9 月に公表された。同調査報告書から、ソフト・ダラーの実態を紹介する。

（1）手数料の水準

調査対象の 75 の証券業者のうち、71 の証券業者にソフト・ダラー協定があった。ソフト・ダラー協定によると、売買執行に係る手数料は 1 株につき 3～9 セントであり、全体の 70% の証券業者は平均して 6 セントであった¹⁶。売買手数料のうちソフト・ダラーの割合（コンバージョン・レシオ）は、1.2:1～5.1:1 の範囲にあり、平均すると 1.7:1、つまり、投資マネジャーが 1.70 ドルの手数料を支払うことによって、1 ドル分のソフト・ダラーによる

¹⁶ SEC スタッフは、99 年 1 月の米国法曹界協会の会議において、この手数料水準は異常に高いとは言えないものの、証券業者への発注に代えて、インターネットによる市場へのアクセスなど（より安いと見られる）代替的な取引システムへの発注も考慮すべきであると述べている。

サービスや商品を証券業者から受け取ることになっている。70の証券業者のうち、47社でコンバージョン・レシオが2:1を下回っている。

リサーチの入手ルート別に手数料の支払い状況を見ると、第三者のリサーチに対するソフト・ダラーを伴う取引が、自社製のリサーチ等の提供を伴う取引より支払い額が高いケースは全体の20%にすぎない。つまり、80%の投資マネジャーが第三者のリサーチ情報の提供を受ける場合にもフルサービスの証券業者と同額の手数料を支払っている。また、ブローカレッジとリサーチに係る総手数料のうち、第三者取引により生ずるソフト・ダラーの割合は、取引額が低いほど割合が高くなっている。総額では、22億6,000万ドルのうち約12%の2億7,460万ドルになっている。

リサーチが投資判断に利用されると同時に、運用機関の経営に関わる管理・運営にも利用される「混合利用」の場合は、リサーチ及びブローカレッジに対するソフト・ダラー部分が80~90%、経営や社内管理に対するハード・ダラーに相当する部分が10~20%となっている。

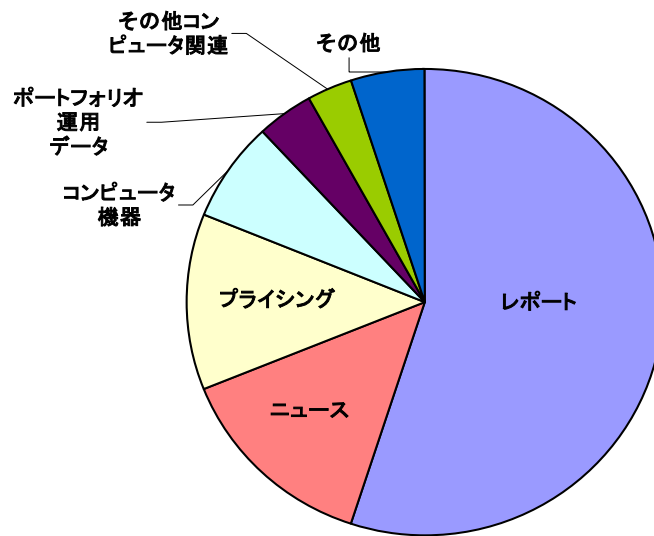
(2) リサーチとして提供されるサービス

今回のソフト・ダラー一斉検査の主な目的は、投資アドバイザーがセーフ・ハーバー・ルールで認められない方法で商品・サービスを利用しているかどうかを明らかにすることであった。調査の結果、180の投資アドバイザーの4,731のソフト・ダラー協定について、ソフト・ダラーでリサーチだけを購入しているのは72%で、28%の投資アドバイザーは、セーフ・ハーバーで本来認められていない商品・サービスを購入する協定を結んでいた。

ソフト・ダラーの利用形態をみると、80%がリサーチ、10%が取引執行のサポート、8%が混合利用、2%がリサーチ以外の商品・サービスであった。投資アドバイザーがソフト・ダラーで購入した商品・サービスの内訳は、約55%がレポートであり、そのうち約22%が一般企業及び経済動向に関するものであった(図5)。

調査対象全体の35%の証券業者および同じく28%の投資顧問業者がソフト・ダラー協定に基づくリサーチ・サービスに該当しないものを受け取っていた。

図5 ソフト・ダラーで購入した商品・サービスの割合



(出所) SEC "Inspection Report on the Soft Dollar Practices of Broker-Dealers, Investment Advisers and Mutual Funds" (September 22, 1998)より野村総合研究所作成

2) SEC の最近の摘発例

(1) SEC のソフト・ダラーに関する4つの勧告

今回の調査の結果、ソフト・ダラーに関して以下の4つの勧告が委員会に示された。

- A. ソフト・ダラーに関するガイダンスを反復かつ追加的に提供すること。
- B. ソフト・ダラーに関する記録保持要件の導入を検討すること。
- C. ソフト・ダラーに関するディスクロージャーとしてさらに重要な情報を要求すること。
- D. ソフト・ダラーに関する社内監視体制の整備を推進すること。

ソフト・ダラーの開示のさらなる充実については、資産運用業界を取り巻く関係者の思惑が錯綜し、開示の強化という方向性は一致していても、どの程度の内容を求めたらよいのかについてのコンセンサスを得るのは依然として難しい状況にあるといえる¹⁷。

(2) 一斉検査に基づく摘発

以上のように、ソフト・ダラーの利用範囲が拡大し、違法に使われていたケースについて SEC から行政処分が勧告された。ソフト・ダラーの一斉検査では、75社の証券業者と280社の投資顧問業者が対象となったが、そのうち18社について法執行を視野に入れた再検査が実施された¹⁸。

これらの報告書における実態を踏まえ、SEC は、運用機関及び証券業者に対して、不正

¹⁷ SEC は 1995 年に、ソフト・ダラー協定に関するより詳細かつ厳格なディスクロージャーを義務づけようとしたが、関係者の反対が多く、また、もし規制を課した場合には、業界内のサービス競争上不利をもたらすとして、1996 年に断念された経緯がある。

¹⁸ SEC 1997 Annual Report

行為に対する積極的な摘発に乗り出した。ソフト・ダラーに関する SEC の最近の摘発例には次のようなものがある。

SEC は、98年9月に投資顧問業者 S 社を、同年11月にソフト・ダラーの非開示に関して投資顧問業者 R 社を摘発し、制裁を科した。

R 社は Form ADV にソフト・ダラー協定を記載せず、顧客に対しても開示しなかったとして、SEC から営業停止命令と罰金を課された¹⁹。ソフト・ダラーは、証券業者が R 社のために支払った 82年から約13年間の R 社の事務所の賃料約 70,000 ドルと売買の気配を示す端末使用料は約 3,000 ドルであった。

SEC による制裁は、約 50,000 ドルの利益没収及び 15,000 ドルの罰金のほか、これら執行命令を現顧客及び今後1年間に顧客となる者に知らせること、などとなっている。

S 社は、1993年12月から約2年間、証券業者とのソフト・ダラー協定を開示していなかったことにつき、営業停止命令が出されるとともに、罰金が課せられた。

これら以外に摘発された事例において、ソフト・ダラーの用途は、運用機関の事務所リース代、従業員への給料や弁護士費用および会計に関わる費用の支払い、運用機関の電話代、事務機器、新規顧客勧誘費用、顧客の会計及びマーケティング費用の支払い、運用機関の駐車代、食事代、出張・宿泊費など広範囲にわたっている²⁰。

(3) ソフト・ダラーに関する証券業者の初摘発

SEC は、一斉検査において、投資顧問業者がソフト・ダラーをリサーチ情報など一定の要件を満たすもの以外の購入用途に充当していたことが明確になったことから、ソフト・ダラー協定の顧客に対する開示が適切でない判断し、新たな規制を模索している。99年2月には、SEC、リパブリック証券、スウィーニーCM（投資顧問業者）をソフト・ダラーの利用に関し、aiding and abetting（違反のほう助）で摘発した。このケースは、SEC による証券業者に対する初の民事制裁となった。

3) 証券業者サイドのガイドライン

運用機関とソフト・ダラー協定を締結している証券業者も、SECからソフト・ダラーに関する内部管理体制と法令順守システムの監督を受けている。証券業者は、ソフト・ダラー協定に関する順守責任は運用機関側にあると考えている。全米証券業者協会(SIA)は、証券業者が運用機関のソフト・ダラーのリクエストに対しどう対応すべきかというベスト・プラクティスを以下のように示している。

¹⁹ R 社は当該事実を認否せず、SEC の処分に応じている。

²⁰ S Squared Technology Corp.(96.8.7), Oakwood Counselors, Inc and Paul J. Sherman(97.2.10), Renaissance Capital Advisor, Inc. and Richard N. Fine(97.12.22)

(1) ソフト・ダラー協定の締結

運用機関（受託者、以下同じ）から、法人用クレジット・カードでセーフ・ハーバーに当たるリサーチを購入したその請求書をソフト・ダラーで支払うよう要求された場合、証券業者は、その支払いがソフト・ダラー協定でカバーされたものでないことを知らせるべきである。こうしたソフト・ダラーの利用は禁止されていること、こうした利用をする場合には顧客と事前に合意事項を開示するよう示唆すべきである。

(2) 提供されるサービスに対する理解

運用機関にソフト・ダラーで提供するパフォーマンス測定サービスが、リサーチ以外の目的にも利用されることを証券業者が知った場合、この利用は混合利用であることを知らせるべきである。リサーチでない部分については、運用機関に、実際の利用分と将来の利用分のアロケーションの見積もりを出すよう求め、証券業者が第三提供者にリサーチ分の請求書を送るようにいうか、証券業者がすべて払い、リサーチでない部分について運用機関に支払いを求めるべきである。

運用機関から、運用機関自身の個人的な利益のために利用されるであろうサービスをソフト・ダラーで提供するよう求められた場合は、個人利用でないかどうかを運用機関に直接確認すべきである。出張を伴うセミナーの場合、ソフト・ダラーで負担できるのはセミナー費用のみで、飛行機代やホテル代は対象外である。

(3) 協定の継続

年金受託者自身が特定の証券業者への発注を選択する（ディレクテッド・ブローカレッジ）場合に、年金基金がその手数料の15%を証券の保管費用などの支払いに充てるよう運用機関に指示することを要望しているような場合には、証券業者は改めてディレクテッド・ブローカレッジに関する授權文書を手に入れるべきである。

(4) 証券業者の社内手続き、監視および従業員教育

ソフト・ダラー協定に関する内部管理体制に関しては、例えば、取引活動を報告するための記録は、第三者が保管すること、第三者の情報提供者やディレクテッド・ブローカレッジについて協定手数料を利用する場合は、監督者の承諾を要することとするなど定める。

ソフト・ダラーで四半期当たり10,000ドルの第三者のレポートを購入し、そのコピーを提供するよう求められた場合には、証券業者にそのレポートを作成していなければ、こうした要請に応えることは同協定に該当し、第三者から取得したレポートの支払い義務が証券業者にあるかどうかを確認すべきである。

ニュース検索サービスへのソフト・ダラー利用に関して、ベンダーから運用機関との契約を求められた場合には、運用機関とベンダーと証券業者の三者間契約を結ぶことが賢明

である。そのうえで、ソフト・ダラーの利用により、証券業者にのみ支払い義務があることを明示すべきである。

4) 年金運用からみたソフト・ダラー慣行

(1) 労働省のスタンス

年金スポンサーを監督する労働省は、年金基金の受託者責任の観点から、年金信託受託者がディレクテッド・ブローカレッジした証券業者との取引において、年金資産運用の売買執行に伴い発生したソフト・ダラーについても以下の要件を満たすものについて認めるテクニカル・リリース(86-1)を表明している。

- ・ディレクテッド・ブローカレッジが年金加入者の利益のみを考慮して行われること。
- ・証券業者に支払う総報酬額が適正であること。
- ・最良執行取引を確保すること。
- ・年金スポンサーが最良執行取引が行われているか監視すること。

1986年に上記のテクニカル・リリースが発出されて以降、労働省のスタッフは、ソフト・ダラー慣行に対して包括的な見解を示していなかったが、ERISAの受託者責任要件の分野において、年金基金受託者がその資産を適切に運営していく上でのガイダンスが不十分であるとの指摘がされるようになった。これに 대응するため、労働省のPWBAの諮問委員会に、ソフト・ダラーに関する作業部会が設けられ、97年11月13日に、ソフト・ダラーとディレクテッド・ブローカレッジに関する報告書が提出された。作業部会の勧告では、独立コンサルタントの採用、投資マネジャーらによるソフト・ダラーの開示に対する独立会計監査、証券業者と投資マネジャーの計画されたディレクテッド・ブローカレッジの予算の入手、外部リサーチ購入に関する十分な開示が掲げられている。

(2) 年金スポンサーの考え方

ソフト・ダラー相当額は年金基金の資産である。したがって、年金資産の受託者であるプラン・スポンサーや信託受託者は、こうしたソフト・ダラー等の利用についても厳しく監視し、不正な取扱いを排除しなければならない。米国機関投資家協会(CII)は、98年3月31日に、ソフト・ダラー慣行や売買手数料に関し、以下のような意見を表明している。

①問題の所在

年金基金の負担すべきその他の費用と同様、取引コストは、費用を最小化し、最大の価値を受け取れるよう運営されなければならない。しかしながら、最近の証券業界の諸サービスをバンドルする値決めの慣行においては、取引執行、リサーチなど、正確な諸サービスのコストを解体することが難しい。最良執行を得るという受託者としての義務と正反対になるかもしれない。ソフト・ダラーの乱用や年金基金と運用機関との間の利益相反や乱

用の可能性があまりにも高い状況である。

②ソフト・ダラー利用に関する決定権と責任

年金のその他の費用と同様に、そうしたサービスを購入しかつ予算を組めるよう、運用機関、証券業者及びリサーチ機関による個別に分解した形での値決めを認めるべきである。

すべての運用機関や証券業者の間のソフト・ダラー協定の明瞭かつ透明な開示は極めて重要であり、それは、年金スポンサーが要求するかどうかにかかっている。年金スポンサーは、受託者が取引慣行において最良執行義務が獲得できるよう定期的な報告と積極的な説明を要求すべきである²¹。

いかなる運用機関も年金スポンサーもソフト・ダラーやディレクテッド・ブローカレッジを手数料の取り戻しとして多かれ少なかれ利用している。年金スポンサーは、受託者として、こうした慣行が年金およびその加入者の排他的利益のために行われるべきであるということを保証する責任がある。

5) 投資マネジャー団体のソフト・ダラー基準

(1) 導入の経緯

全米投資管理・調査協会 (AIMR) のソフト・ダラー基準 (以下、AIMR 基準という) は、ソフト・ダラー問題を取り扱う国際投資のエキスパートに対するガイダンスを提供することを目的とした高度な倫理原則である。97年8月に、AIMRは、ソフト・ダラーの利用に関する諸問題を検討し、基準を提案するため、運用業界のシニア・リーダーで構成される特別専門委員会を設置した。同特別専門委員会には SEC から 2名のオブザーバーが参加した。

4カ月の議論の後、ソフト・ダラー基準をリリースし、2カ月間のコメント期間を経て、98年5月17日に正式に採択された。

(2) AIMR のソフト・ダラー基準の影響

AIMR 基準は、自主的な基準である。投資マネジャーが同基準に従うよう求められる場合、顧客口座に関するソフト・ダラー協定が同基準に合致するよう文書で顧客に提示されなければならない。

AIMR 基準は様々な影響を与えている。まず、いくつかの団体や AIMR 会員である投資

²¹ 米国最大の公的年金である CalPERS は、手数料に関し、以下のようなレポートを運用機関に求めている。すなわち、月次ベースでは、ソフト・ダラー・コミッション・レポート、マイノリティ・ブローカレッジ・コミッション・レポートを、四半期ベースでは、報酬請求書、年次ベースでは、Form ADV の Part II が列挙されている。また、毎月、ファンド・マネージャーは、各証券業者について、取引総額、第三者のサービスに対して提供された総額、投資委員会が選んだ証券業者に指示した総額のレポートを提出するよう求めている。

マネジャーやリサーチ・アナリストが AIMR 基準に従ってソフト・ダラー協定を体系化し始めている。また、正式に順守するよう求めるかどうか決めていない団体や個人でさえ、AIMR 基準に影響を受けて、AIMR 基準で提起された諸問題に関してソフト・ダラー協定を見直しているようである。一方、インディペンデントな投資アドバイザーが加盟する投資顧問業者協会 (ICAA) は、AIMR のソフト・ダラー基準に対し、実施しなければ、運用受託から締め出されるような規定をつくるべきではないというスタンスである。ICAA 自体は特段の基準を置くことは考えていない。

SEC のスタッフが AIMR 基準策定に当たって終始関与してきたことによって、SEC から、AIMR 基準に規定されたソフト・ダラーに関する諸問題に対し深い理解を得ているとみられる。事実、AIMR 基準が正式に承認された後、98 年秋に発表された SEC 報告書では、AIMR 基準に掲げられた多くの項目とまさに合致する事実確認や勧告が示されている (表 2)。

市場参加者や投資家との意識の高まりや取引に関与する投資マネジャーの重要な受託者責任への意識の高まりは、将来のソフト・ダラー利用に重大な影響を及ぼす原動力となるであろうとみられている。

表 2 SEC 報告書と AIMR のソフト・ダラー基準

	SEC 報告書	AIMR 基準
ディスクロージャー	<ul style="list-style-type: none"> ・現在のディスクロージャーは、全体的に不適切である。 ・重要かつ効果的なディスクロージャーには、顧客にとってブローカレッジの利用を監視できることが必要である。 ・投資顧問業者は簡明な英語でソフト・ダラー慣行を開示しなければならないことを強調すべきである。 ・投資顧問業者は、ある顧客の手数料が他の顧客の利益になるリサーチ又は商品を購入するために使用するものかどうかを開示しなければならない。 ・顧客の要請に応じ、ソフト・ダラーを利用する投資顧問業者は、顧客の手数料の使用についてより詳細な情報を開示するよう求められるべきである。 ・Form ADV は、ソフト・ダラーで購入している商品の種類を理解し、利益相反の可能性を評価することを認めるに十分な特定の情報を要求するよう改正すべきである。 	<ul style="list-style-type: none"> ・基準の目的はディスクロージャー・ガイドライン (ディスクロージャーを推進するための多くの規定) のモデルを策定しようとするものであることを示す (VI)。 ・統一されたディスクロージャーはブローカレッジの利用を評価することを顧客に認めるのが本質である (基準の概要)。 ・簡明な英語で明確なディスクロージャーを要求する (VI.A)。 ・投資顧問業者はその手数料から生じたその他のもの以外に顧客の利益になるようリサーチを利用できるかどうかを開示しなければならない (VI.A.1.)。 ・顧客の要請に応じ、商品又はサービス及び手数料の総額を含む追加的な情報を提供すべきである (VI)。 ・ディスクロージャーは関連するリサーチのタイプを理解できるよう顧客に提供すべきである (VI)。
記録・保管	<ul style="list-style-type: none"> ・投資顧問業者は、証券業者からの商品及びサービスをソフト・ダラーによる 	<ul style="list-style-type: none"> ・提供者から取得したサービスや商品の記載を示す記録を把持しなければな

	<p>ことを記録し、その記録を保持することが求められるべきである。</p> <ul style="list-style-type: none"> 投資顧問業者は商品とサービスの混合利用の配分のベースについての書面の記録を保持することが求められるべきである。 	<p>らない (VII.F.2)。</p> <ul style="list-style-type: none"> 混合利用のサービスや商品の割合に対する支払いの決定に当たって配分の基礎を書面化する記録を保持しなければならない (VII.G.)。
自己取引	<ul style="list-style-type: none"> 現行のガイダンスでは、セーフ・ハーバーが適用されないが、自己取引は、適切な開示をしないでソフト・ダラーに利用される (調査対象投資顧問業者の11%) 	<ul style="list-style-type: none"> 媒介取引又は自己取引のいずれの取引も含む。
証券業者のインハウス調査	<ul style="list-style-type: none"> 投資顧問業者はインハウスのリサーチ・サービスと第三者から提供されるものと同一の評価をしている (平均手数料は1株当たり6セントと同じ) 	<ul style="list-style-type: none"> インハウス及び第三者から提供されるリサーチはソフト・ダラー協定を評価する上で同一取り扱いをすること。
混合利用	<ul style="list-style-type: none"> 投資顧問業者は混合利用の配分決定に関し気にとめていない。 リサーチとそれを超える費目の区別についてさらなるガイダンスの必要性 	<ul style="list-style-type: none"> 配分のベースを書面化し記録を残さなければならない (VII.G.) 附則 B—許容できるリサーチ・ガイダンス 附則 C—AIMR 基準に基づくケース・スタディ
最良執行	<ul style="list-style-type: none"> 投資顧問業者は一定期間ごとに証券業者の売買執行に関するパフォーマンス評価をすべきである。 	<ul style="list-style-type: none"> ブローカーの選別に際して、最良執行が提供できるようブローカーの能力を考慮すべきである (III.B.) ディレクテッド・ブローカレッジ契約における最良執行の達成についての証券業者評価のために顧客と定期的なコミュニケーションをすべき。
先端技術	<ul style="list-style-type: none"> SEC は以下の利用に対するセーフ・ハーバーの適用に関してさらなるガイダンスを提供すべきである。 <ul style="list-style-type: none"> 電子的に提供されるリサーチ、及び電子的にリサーチを送受信し、加工するために利用される商品の利用 取引執行を容易にしうる商品の利用 	<ul style="list-style-type: none"> 附則 C—AIMR 基準に基づくケース・スタディ

(出所) AIMR "STANDARDS REPORTER" vol. 3, No. 6 / November · December 1998 より野村総合研究所作成

4. 我が国における最良執行とリサーチ・サービスへの対応

我が国の完全手数料自由化は99年10月に迫っている。取引所集中義務の撤廃と売買委託手数料の完全自由化により、投資家はその取引執行ニーズにあった手数料および発注先市場を選択することが可能となるうえ、受託者責任の観点から、年金スポンサーからの最良執行要請も高まっている。運用機関は、一括発注や証券会社に対する独自の選択基準など運用コストを縮小させるための一層の努力が求められているほか、実際に支払う売買手

料の合理性・妥当性を判断する基準を設ける必要が生じるとみられる。

証券会社の売買仲介業務では、多くの顧客が、実際の証券取引行為だけでなく、当該投資判断に当たって情報サービスや投資条件などもともに提供されることを期待している。投資顧問業者であれば、情報サービスの提供や投資助言に対して顧客から報酬を受け取ることが本来の業務であるが、証券会社が同種のサービスを提供する場合は、同じようには考えられていない²²。証券会社が受け取る手数料は実際の証券取引の仲介行為に対して受け取るものであり、当該取引成立に伴う上記サービスは無償あるいは取引に対する手数料に含まれるものとして一般的に認識されている。

しかしながら、こうしたサービスの提供の慣行は手数料の完全自由化により不透明ではないかとの指摘もある。現実には、証券会社が、純粋な売買執行とリサーチ情報や売買執行のための助言などを遮断することは難しいうえ、機関投資家や一般投資家からもそれらの情報が一体的に求められている。受託者責任との関係から、手数料は少ない程良いという要請は高まっているようだが、証券会社の経営基盤である手数料収入が下への競争により経営基盤を弱体化させ、執行自体のクオリティも劣化していくならば、証券市場の健全な発展を阻害することにもつながりかねない。投資顧問業者は年金スポンサーなど顧客に対して十分説明できるよう手数料の算定根拠を開示すべきだが、受託者責任または最良執行の過度な要請とならないような配慮もあってしかるべきではないだろうか。

我が国では、運用機関及び証券会社に対する最良執行義務は明確な法律上の義務とはなっていない。また、米国のセーフ・ハーバー・ルールを必要とする処罰規定はない。したがって、まずは、「最良執行とは、手数料の水準、売買執行のクオリティ等が総合的に適正であると判断されること」というような解釈が運用関係者の共通の意識となることが重要である。そうした上で、証券会社による証券売買に伴うリサーチの提供に対して、それに対する正当な対価の開示を求めるか²³、ハード・ダラーで支払うか、ソフト・ダラー協定を締結して開示するかという選択が必要となってこよう²⁴。

(橋本 基美)

²² 金融システム改革法により、98年12月より、証券会社は、投資顧問業を兼業することができることとなっている。この兼業によって、売買執行とリサーチ等のサービスを提供することに対して、預かり資産残高に応じて手数料を徴収するラップ口座の導入が可能となる。

²³ 米国では、インハウス・リサーチを提供する証券業者の場合、図2に示されているように、自社製のリサーチ等の対価の額はゼロになっていることが多いようである。

²⁴ 寺田氏は「利益相反を回避し、必要な質と量のサービスが適正な価格で供給されるには、ブローカーやサービス・ベンダーが提供する売買執行、リサーチ、売買支援サービスは、アンバンドリングとし、それぞれに対して現金による対価の支払いだけを認める制度が望ましい」と示唆している(寺田徳「米国のソフトダラー規制と日本への示唆(その2-最終回)」証券アナリストジャーナル(98.11)参照。)