

機関投資家の最良執行義務と発注管理 －米国アナリスト協会のガイドライン案－

投資顧問会社や投資信託会社といった機関投資家は、資産運用を委託する年金基金や投資信託の受益者等に対して、いわゆる受託者責任の一環として、最良執行義務を負っている。しかしながら、個々の証券売買注文に際して、どのような行動をとれば最良執行義務が果たされたことになるのかは、必ずしも明確ではない。本レポートは、2001年11月に公表された米国アナリスト協会のガイドライン案を紹介し、米国における最良執行義務をめぐる議論の現状を整理する。

1. 最良執行概念のあいまいさ

投資顧問会社や投資信託会社など運用会社（機関投資家）は、資産運用を委託する年金基金や投資信託の受益者等に対して、いわゆる受託者責任（fiduciary duties）を負っているものとされる。

一般に、受託者責任は、①忠実義務（duty of loyalty）、②自己執行義務（duty not to delegate）、③善管注意義務（duty to exercise reasonable care and skill）、の三つからなると説かれる。運用会社による資産運用の受託という場面においては、このうちの忠実義務の表れとして、「顧客のための証券売買注文を顧客にとって可能な限り有利な条件で執行する」という「最良執行（best execution）義務」が存在する。

米国の証券取引委員会（SEC）は、1986年の解釈通達において、「運用会社は、個々の取引において顧客が負担する費用もしくは得られるものの総額が、その時の状況に照らして最も有利なものとなるよう、顧客のために証券取引注文を執行しなければならない」と述べ、最良執行義務の存在を明確に認めている¹。SECによれば、運用会社は、提供されるリサーチ情報の価値、注文執行能力、手数料率、財務上の健全性、ファンド・マネジャーに対する対応の良さ、など広くブローカー（証券会社）²のサービスの質を全般的に評価しながら、売買発注を行わなければならないとされる。

もっとも、運用会社のファンド・マネジャーやトレーダーにとって、この最良執行義務を具体的な発注の場面に適用することは、それほど簡単ではない。

¹ SEC, Interpretive Release Concerning the Scope of Section 28(e) of the Securities Exchange Act of 1934 and Related Matters, Release 34-23170 (April 23, 1986).

² 米国ではもっぱら「ブローカー・ディーラー」と呼ばれるが、以下簡略のために「ブローカー」とする。

例えば、最も低率の手数料を提示するブローカーを発注先として選択したとしても、そのブローカーの注文執行能力が優れていなければ、最良執行義務の要請を満たしたことはならない。優れた注文執行能力とは、取引所と自社の発注システムを直結するなどして迅速、確実な処理を行うとともに、大口の注文をいわゆるマーケット・インパクトを回避するために小口に分割して処理したり、必要な場合には自己勘定で向かうといった対応ができることを意味する。

とりわけ、米国では、ナスダック市場上場銘柄が9つものECN（電子証券取引ネットワーク）で取引される一方、クロッシング・システムやコール・オークション・システムといった様々な電子取引システム（代替的取引システム、ATSと総称される）が活用されていたりするという状況にある³。このため、ブローカーに対しては、多様な注文執行の場（trading venue）の中から最適な場を選んで注文を回送するといった能力も求められるようになってきている。また、T+1（翌日）決済への移行が予定されるなど、受け渡し・決済のプロセスにおけるリスク管理の重要性が強調されていることを反映し、約定後の事務処理が確実に行えるといったことも、最良執行の構成要素と考えられるようになってきている。

このため、多くの運用会社は、一定の基準に基づくブローカー評価を定期的に行い、発注先の選定や発注量の割り振りに利用している。また、情報端末利用料や投資情報購入料を特定のブローカーに負担してもらい、その見返りとして、一定量の売買発注を行うという「ソフトダラー」の慣行も定着している。このソフトダラー取引は、ブローカーの選択を容易にするとともに、運用会社が支払う総コストを小さくするための工夫として生まれたものだが、一方で、注文執行能力や財務上の健全性などの点で難のあるブローカーへの発注につながる可能性もあるなど、問題点も少なくない⁴。

なお、最良執行義務を負うのは運用会社ばかりではない。年金基金が自家運用を行う場合には、当然、運用会社と同じように義務を負うし、自家運用を行わない年金基金や投資会社（会社型投資信託）の取締役会も、運用会社の選定に際して、最良執行義務の観点からも検討を行わなければならない。また、売買注文を執行するブローカーも、受託した注文を最も有利な方法や価格で執行する最良執行義務を負っている⁵。

³ 大崎貞和『株式市場間戦争』（ダイヤモンド社、2000年）参照。

⁴ 橋本基美「ソフト・ダラーの管理体制のあり方」『資本市場クォーターリー』1999年夏号参照。

⁵ ブローカーの最良執行義務については、大崎貞和「最良執行義務とは何か」『資本市場クォーターリー』1998年春号参照。

2. 米国アナリスト協会（AIMR）のガイドライン案

こうした中で、米国の証券アナリスト協会（AIMR: Association for Investment Management and Research）は、2001年11月、機関投資家の発注管理に関するガイドライン案を公表した⁶。これは、AIMRの「発注管理に関するタスクフォース」が作成したもので、運用会社が顧客に対して負っている最良執行義務を効果的に果たしていく上で、留意しなければならない事項を整理したものである。2002年2月には、ガイドライン案に対するコメントの受付が終了した。このガイドライン案は、順調に採択されたとしても法的な拘束力を有するものではないが、米国における最良執行義務をめぐる議論の現状を知る上では有益である。

ガイドライン案は、①運用会社における発注管理のプロセスを確立すること、②委託者や受益者に対する情報開示を徹底すること、③注文管理に関する記録を保持すること、の三つを通じて、運用会社の最良執行義務が有効に果たされることになるとしている。以下では、その内容を紹介する。

1) 運用会社における発注管理のプロセス

AIMRのガイドライン案は、運用会社による発注管理のプロセスについて、四つのポイントに分けて、具体的かつ詳細な規定を設けている。

第一のポイントは、顧客のポートフォリオの資産価値を最大化するという目的に資するような注文管理のための方針と手続きを確立することである。ガイドライン案は、そのために、①トレーディングの実務やブローカー選定を監督する機関として、社内に注文管理監督委員会（trade management oversight committee: TMOC）を設置すること、②全社的な注文管理方針を明文化し実施すること、③注文管理方針を実行するための注文管理手続きを確立すること、④トレーディングのコストや執行状況に関する評価を行うことを求めている。

注文管理方針には、運用会社と顧客の間で利益相反が生じることを回避するといった条項が盛り込まれることになるが、その関連でしばしば議論の的となるソフトダラーについては、ガイドライン案は、AIMRが98年5月に採択した「ソフトダラーに関する基準」に基づいて判断すべきであるとしている⁷。また、トレーディングに対する評価は、場合によっては外部の評価機関なども活用しながら、期間別、一定のベンチマークとの対比（例えば、他の優れた運用会社との比較）、利用ブローカーや執行に利用した市場や取引システムごとの分析、トレーディング手法別にみた分析など、様々な方法で行うべきとしている。

⁶ AIMR, Trade Management Guidelines, 12 November 2001, at www.aimr.org.

⁷ AIMR, Soft Dollar Standards, Guidance for Ethical Practices Involving Client Brokerage. 『証券アナリストジャーナル』1998年10月号、に翻訳が掲載されている。

第二のポイントは、ブローカーの評価と選定に関する社内のガイドラインを確立するとともに、発注先として利用できるブローカー（approved brokers）のリストを作成することである。AIMR のガイドライン案では、ブローカー評価のポイントとして、次のような項目が例示されている。

- ① ブローカー自らの財務上の健全性を損なうことなく、注文執行の総コストを最小化できる能力がある⁸。必要な場合には資本力を活かして自己勘定で対応すること、市場の乱高下にも対応できること、約定に至らない注文の数を最小限に抑えられること、などを考慮しなければならない。
- ② 不必要なマーケット・インパクトを避けつつ大口の注文を執行する、価格向上を確保する、注文を迅速に執行する、運用会社の匿名性を確保する、マーケット・インパクトを少なくするために流動性の高い執行ポイントを探し求める、注文の取り消しや過誤訂正をきちんと行う、といったトレーディングの技能を備えている。
- ③ テクノロジーの活用に積極的で、迅速な取引報告や効率的な決済の実施につながるトレーディング・システムにアクセスすることができる。
- ④ 自社のリサーチ情報や第三者のリサーチ情報、アナリストの会社訪問への同伴、新規公開企業のロードショーへの参加といった情報やサービスを随時提供できる。
- ⑤ 特殊なトレーディング手法の活用、運用会社の指示を受けた特定ブローカーからの回送注文処理（directed brokerage arrangement と呼ばれるもの）、カスタディアン・サービスの提供、ソフトダラー協定の締結、新規公開銘柄の提供など、特別な取引ニーズに応えることができる。

AIMR は、上のような評価基準に基づいたブローカー評価を行い、発注先としてふさわしいブローカーのリストを作成するよう求めているわけだが、時には、リストに掲載されていないブローカーが特定銘柄の大口ポジションを保有しているといった状況が生じ得ることも指摘している。そうした場合には、リストにないブローカーを発注先とすることは可能だが、その理由と発注に至った状況を文書に記録するとともに、社内の委員会（前述の TMOC）へ報告しなければならないとしている。

また、ブローカーへの発注量や支払手数料の配分について、年間の計画を作成することも求めている。定期的に発注実績を計画と比較し、大きな食い違いが生じている場合には、注文管理方針や手続きに関する違反がないかどうかといった観点から検討する必要があるともしている。

発注管理のプロセスに関する第三のポイントは、ブローカーの注文執行状況を質的な面も含めてモニターし、評価することである。具体的には、ガイドライン案は、①手数料実

⁸ 例えば、格安の「腹切りレート」で注文を受け付けるブローカーでも、そのために自らの経営が危うくなるような危険性がある場合には発注を避けなければならないということになる。

績や取引報告、フェイルした取引の一覧などの情報が入った四半期毎の報告をブローカーから受けること、②ブローカーの財務状態を把握すること、③トレーダー、ポートフォリオ・マネジャー、アナリスト、バック・オフィスのスタッフ、営業担当者など、ブローカーと日常的に接触のある運用会社の従業員から情報を集めること、④トレーディングに対する評価からいつもうまく注文を執行できないといった問題を抽出すること、を求めている。

第四のポイントは、注文の執行と口座へのアロケーションにおいて、全ての顧客が公平な取り扱いを受けることである。

2) 委託者等に対する情報開示

AIMR のガイドライン案は、運用会社による発注管理や注文回送の実態がきちんと開示されて初めて、顧客である委託者等が運用委託先選定にあたって正しい判断を下すことができるとして、情報開示の重要性を強調している。情報開示は、透明性の高いものでなければならず、また、年に最低一回は行う定期的なものでなければならないとしている。

ガイドライン案は、次の三点を情報開示の内容として挙げている。第一は、注文管理プロセスなど注文回送実務に変更があった場合の説明である。第二は、ソフトダラー等のブローカーとの取り決めや注文管理の体制等が、証券取引委員会（SEC）に提出しているフォーム ADV の記載内容と矛盾しないようにすることである。第三は、顧客との利益相反が生じている場合及び今後生じ得る可能性について開示することである。

ガイドライン案は、考えられる利益相反の例として、次のようなケースを掲げている⁹。

- ① ソフトダラー協定を通じたりサーチ情報の入手。
- ② 顧客の指定によるディレクティッド・ブローカレッジ取引。これは、年金基金など委託者側が、予め注文を執行するブローカーを指定しておくものである。
- ③ オーダーフロー・ペイメントに関する取り決め。これは、ブローカーやマーケット・メーカー、ECN 等の電子取引システムの運営者などが、一定量の注文執行を任されるのと引き換えに、発注者側にいわばリベートを支払うというものである。
- ④ 新規公開株の割り当て。
- ⑤ 注文の「内部化（internalization）」。これは、ブローカーが同じ銘柄に関する売買両方向の注文を受け、取引所や電子取引システムへ回送することなく、自らマッチングさせて成立させるものである。シンシナティ証券取引所のように、内部化されたオーダーフローの取り扱いを専門的に行う注文執行の場もある。
- ⑥ マーケット・メーカーや電子取引システムなどマーケット・センターに対する出資。

⁹ ガイドライン案本文では、単に項目が羅列されているだけだが、ここでは、内容についての解説やなぜ利益相反が懸念されるのかといった点について補足している。

要は、出資先に対して優先的に注文を回送する可能性があるということである。

- ⑦ 価格優先、時間優先原則の厳密な適用に反するような形での注文のプリファレンシング（優先的な処理）。
- ⑧ ステップ・アウト。これは、運用会社が、特定のブローカーに対してリサーチ情報等の見返りに発注を行いたいのが財務状況や執行力といった点で不安があるというような場合に、他の信頼できるブローカーを通じて注文を執行してもらい、手数料の付け替えを行わせるというもの。委託者によるディレクティッド・ブローカレッジ取引に似ているが、実際の執行を行わせないという点が異なる。
- ⑨ ブローカーの自己勘定での取引。価格向上の望める取引システム等へ回送せず、ブローカーがスプレッドを稼ぐといった結果になる危険性があるためである。
- ⑩ 発行会社との投資銀行ビジネス上の関係。
- ⑪ 顧客紹介の実績に対して手数料で報いることなど、運用会社の営業推進や自社の運用する投資信託の販売促進のための取り決め。自社投信を販売してくれるブローカーに株式売買注文を執行させるといったやり方である。リテール業務に強い地方の中堅証券会社などが主な対象となるが、そうしたブローカーは、執行能力に不安のある場合も少なくないため、前述のステップ・アウトと組み合わせて用いられることもある。なお、こうした取引は、AIMR のソフトダラーに関する基準では好ましくないものとされている。
- ⑫ 運用会社が関連会社であるブローカーを通じて注文を執行する。

3) 運用会社による記録の保持

AIMR のガイドライン案は、注文管理に関する様々な記録を保持することで、最良執行を確保するための行動が取りやすくなり、顧客への情報開示も取りやすくなり、当局への報告にも利用できるとしている。具体的には、次のような記録が求められるという。

- ① ブローカーの選定と執行状況のモニタリングの過程。こうした記録を残すことで、ブローカー選定の際に考慮された事柄を明らかにし、顧客の利益になると考えられるブローカーの特性を列挙し、注文執行の質についての事後的な評価と向上のための改善策を示すことができる。
- ② 特定の電子取引システムを利用する理由。
- ③ 実際に生じている、もしくは今後生じる可能性のある利益相反の態様と、それらの悪影響を和らげるためにとられている措置。
- ④ 社内の注文管理監督委員会（TMOC）に提出された文書及び TMOC での議論の要旨。
- ⑤ ブローカーとの手数料交渉に関する記録。こうした記録を残すことで、適切な手数料の範囲が明らかになり、適切な範囲を超えて手数料が支払われた場合やブローカー・

リストに掲載されていないブローカーに対して発注が行われた場合などを明らかにすることができる。また、顧客がリサーチ情報に対して一定の支払いをするよう命じた場合やディレクティッド・ブローカレッジ取引を要請した場合についても記録を残しておく。

- ⑥ ソフトダラー取引を行っている場合には、その性格、価値（どういう金額相当のものか）、得られたサービスの出所。この場合、リサーチ情報とそうでないものについて明確に区分しておくことが求められる。

3. ガイドライン案に対する評価

1) 業界団体等の反応

AIMR のガイドライン案に対しては、2002 年 2 月までコメントの受付が行われた。コメントを寄せた各機関は、ガイドラインが最良執行というあいまいな概念をめぐる議論に一石を投じたという意義は認めつつも、内容の細部に至るまで同意しているわけではない。むしろ、最良執行の概念に関するコンセンサスが形成されていない中で、今回のガイドラインが画一的なルールと受け止められかねないことに対して警戒感をみせている。

例えば、証券ブローカーの業界団体である証券業者協会（SIA）は、SEC が、証券ブローカーや電子取引システムの注文執行状況を明らかにするために、受け付けた注文の取り扱いに関する情報を開示させる規則を制定したばかりであるにもかかわらず、AIMR が、独自に運用会社に対して新たな開示義務とも受け止められかねないガイドラインを採択すること自体に対して否定的な見解を示した¹⁰。

運用会社の業界団体である ICAA（米国投資顧問協会）や投資信託運用会社の業界団体である ICI（投資会社協会）も、ガイドライン案の内容にもっと柔軟性を持たせ、細部については各運用会社の独自の判断に委ねるよう求めている。

とりわけ、各機関が問題視しているのは、①ガイドライン案が最良執行を定量的に測定できるものと捉えているように受け止められること、及び②ソフトダラー協定の取り扱いについて AIMR の「ソフトダラー基準」を採用するよう求めていること、の二点である。

前者については、AIMR ガイドライン案の本文にはそれほど強く表われていないものの、前文で「（最良執行は）事前に確かに知ることはできない、将来に関する統計的な概念で

¹⁰ 2000 年 11 月に採択された SEC の 1934 年法規則 11Ac1-5 及び 11Ac1-6 では、全国市場システム（NMS）に組み込まれている取引所やナスダック市場上場銘柄を取り扱う取引システムに対して執行状況の評価を可能にするような統計資料を毎月公表するよう義務づけるとともに、ブローカー・ディーラーに対しては、四半期ごとに、注文が執行された場所など注文回送の状況に関する情報を公表するよう義務づけている。規則は、2001 年 1 月以降段階的に施行されているが、9 月 11 日の同時多発テロを受けて一部の施行が延期されるなど、実務的な対応が追いついていない状況にある。

ある」とか「個別の取引について正確に測定することは現実的ではないが、事後的には、長期にわたって測定し、分析することのできる側面を有する」などと述べている点からも伺える。

後者の AIMR のソフトダラー基準については、運用会社や業界団体からは、ソフトダラーによって得たサービスと個別顧客口座にもたらされた利益とをいわば一対一対応させようとしたり、ブローカー自らが提供する「インハウス」の研究についてもソフトダラー規制の対象に含めようとしたりする考え方自体が非現実的だとして批判が根強いのが実状である。

2) わが国への示唆

わが国においても、超低金利が長期化し、株価も低迷するという厳しい運用環境が続く中、投資顧問会社や投資信託会社といった機関投資家の運用パフォーマンスに対する見方が厳しさを増している。欧米の年金コンサルティング会社がわが国へ進出し、年金基金などの委託者に対して運用パフォーマンスの評価サービスやコンサルテーションを提供するという動きもみられ、最良執行の考え方に対する関心も高まっている。

運用会社側でも、証券会社の手数料水準やリサーチ情報の質、注文執行能力などを勘案したブローカー評価を行い、発注先の選別とシェアの割り振りを行う動きが広まっている。また、委託者側で発注先の証券会社を指定するディレクティッド・ブローカレッジ取引も行われているという¹¹。

ちなみに、米国で広くみられるソフトダラー取引は、わが国では、ティーアリアル証券のような専門業者も既に進出しているものの、まだそれほど一般的ではないようである。この背景には、米国流のソフトダラー取引を取り入れることなく、売買執行、リサーチ、売買支援サービスを「アンバンドリング」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べきとする有力な見解がみられることも影響しているのであろう¹²。

他方、「金融ビッグバン」の制度改革によって、いわゆる PTS（私設取引システム）の運営が証券業務として認められ、実際に上場株式等を取り扱う PTS も登場している¹³。PTS

¹¹ 筆者のヒアリングによる。

¹² 寺田徳「米国のソフトダラー規制と日本への示唆（その2）」『証券アナリストジャーナル』1998年11月号、参照。もっとも、運用会社によるソフトダラー取引のみを不透明な慣行として批判するのは、やや一方的とも言えよう。例えば、ディレクティッド・ブローカレッジ取引は、委託者側からすれば、自らのブローカーに対する評価が反映されるという意味で問題の少ない慣行とみることもできるかも知れないが、運用会社側からすれば、執行能力等の面で不安を感じても委託者側の指示に従って発注先として選定しなければならないというジレンマがある。より注文執行の現場に近い運用会社の判断が活かされにくいという点では、問題の大きい慣行だとも言えよう。

¹³ 現在、株式を取り扱っている PTS としては、日本相互証券、マネックス証券、インスティネット証券、ジャパックス証券の運営するシステムがある。日本相互証券は、顧客間交渉方式及び顧客注文対当方式、マネックス証券とジャパックス証券は市場価格売買方式、インスティネット証券は顧客注文対当方式によって売買価格を決定している。

を通じた取引は、それほど拡大していないが、かつての取引所集中主義の時代とは異なり、注文執行の場が多様化しつつあることは間違いない。

もっとも、現状では、わが国では、手数料の完全自由化が実施されてから、まだ歴史が浅いという事情もあり、最良執行についても、「手数料をできるだけ低く抑えるのが良い証券会社」といった程度の認識に留まっている投資家も少なくない。そうした中で、今後の機関投資家取引のあり方を考える上で、今回の AIMR のガイドライン案とそれをめぐる議論は、示唆に富んでいると言えよう。

(大崎 貞和)