

### コミッション・リキャプチャーとその問題点

コミッション・リキャプチャーとは、年金基金等が、運用会社（投資顧問会社）を通じて資産運用を行う際、特定のブローカー（証券会社）を利用する見返りとして、発注先に指定された証券会社が、運用会社から受け取った手数料の一部を基金等に割戻す（リキャプチャー）という取引慣行である。この慣行は、欧米、とりわけ米国では、かなりの広がりを見せており、最近になって、わが国でも一部で関心が高まっている。本稿では、主として米国におけるコミッション・リキャプチャーの仕組みやこれに係る規制等を概観した上で、この取引慣行に内在する問題点を指摘する。

#### 1. コミッション・リキャプチャーとは何か

##### 1) コミッション・リキャプチャーの定義

コミッション・リキャプチャー (commission recapture) とは、年金基金等の機関投資家が、運用会社を通じて資産運用を行う際、売買注文の発注先証券会社を予め指定し、その見返りとして、運用会社が支払った手数料（コミッション）の一部を現金で受領するという取引慣行である。

これに類似した仕組みとして、「ディレクティッド・ブローカレッジ (directed brokerage)」がある。ディレクティッド・ブローカレッジとは、年金基金等の機関投資家が、運用会社を通じて資産運用を行う際、売買注文の発注先証券会社を予め指定するという点では、コミッション・リキャプチャーと全く同じだが、その見返りを現金に限らず、リサーチ情報やコンサルティング・サービスの提供を含む様々な形で受け取るものである。つまり、コミッション・リキャプチャーは、より幅広い概念であるディレクティッド・ブローカレッジの特殊な一形態であるといえる<sup>1</sup>。

なお、コミッション・リキャプチャーは、機関投資家取引における欧米の取引慣行として広く知られるソフトダラーとは、経済的な効果が本質的に異なるものである。すなわち、ソフトダラー取引においては、運用会社が特定の証券会社に注文を出し、顧客のファンドから手数料を支払い、証券会社側がその見返りとして、リサーチや情報端末等を運用会社に対して提供する。つまり、ソフトダラー取引においては、顧客である年金基金等が負担

<sup>1</sup> もっとも、これらの用語は、法令等で定義されたものではなく、あくまで取引慣行であるため、サービスの提供を伴う取引がコミッション・リキャプチャーと呼ばれることもあるなど、概念は不明確である。

する手数料によって、運用会社が便益を享受する構造となっている。

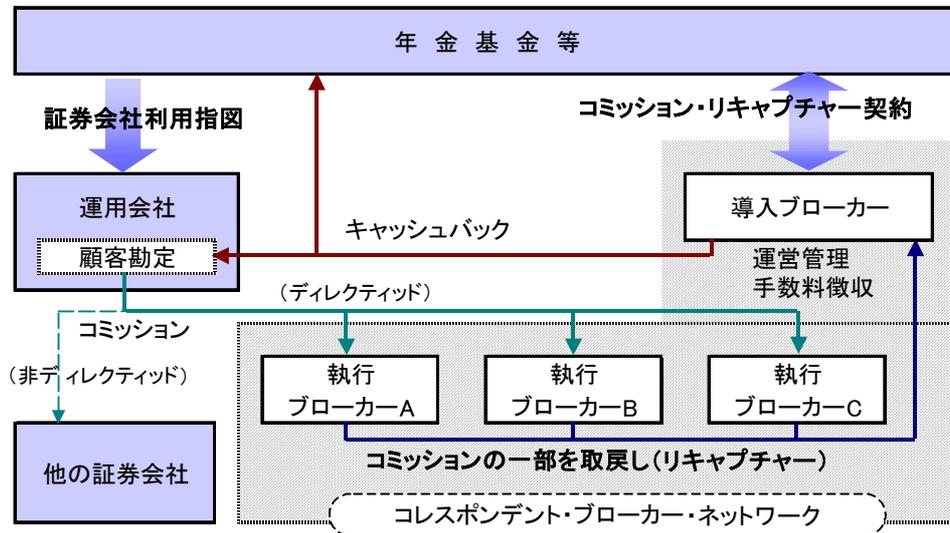
もちろん、運用会社がソフトダラー取引による便益を享受する目的は、顧客のための資産運用でより良い成果を上げるためであり、一概に非難はできない。しかし、顧客である機関投資家側からみれば、負担した手数料と運用会社が得ている便益がバランスを欠いたものになっているのではないかと、ソフトダラーによって得ているサービスが本当に運用成績の向上に役立っているのかといった疑問も生じる。このため、ソフトダラーは、不透明な取引慣行として批判されており、運用会社が負っているものとされる、顧客にとって最も有利な条件で取引を執行すべきという最良執行義務に反するのではないかとの見方もある。

これに対して、コミッション・リキャプチャー取引では、手数料の割戻しによって利益を受けるのは運用会社ではなく機関投資家自身である。換言すれば、これは証券会社から機関投資家に富を移転する行為である。

## 2) コミッション・リキャプチャーの仕組み

米国におけるコミッション・リキャプチャーの一般的な仕組みは、次頁の図表 1 に示す通りである。

図表 1 コミッション・リキャプチャー取引の仕組み



(出所) 野村総合研究所

まず、年金基金等は、導入ブローカー (introducing broker) とコミッション・リキャプチャーに関する契約を締結する。導入ブローカーは、手数料の割戻しを伴う注文を執行する執行ブローカー (executing broker) となる証券会社を予めリスト・アップしている。一般

に、これらの証券会社は、コレスポンデント・ブローカー・ネットワーク（参加証券会社のネットワーク）に属すると形容される。導入ブローカーは、一連の取引を通じた手数料のやり取りを管理しつつ、仕組みの維持・運営にあたる。

年金基金等は、資産運用を委託している運用会社に対し、リキャプチャー契約に則って執行ブローカーとなっている証券会社に注文を出すよう指示を出す。もちろん、ある投資家の資産運用に伴う売買注文の全てがリキャプチャー契約に基づいて行われるわけではない。リキャプチャー契約の外で行われる注文も存在し、それらについては、運用会社が独自の判断に基づいて発注先証券会社を選択する（図表1の「非ディレクティッド」取引）。

コミッション・リキャプチャーを伴う注文を受託した執行ブローカーは、通常の非ディレクティッド取引の場合と同様に、運用会社から手数料を受け取るが、その一定割合を導入ブローカーに対して払い戻すことになる。導入ブローカーは、最終的に、自らの取り分を差し引いた残額を機関投資家の口座に割り戻す。割り戻しの方法としては、運用会社に置かれた顧客ファンドの勘定に直接入金され再投資に向けられることが多いが、機関投資家自身の費用（人件費や一般管理費）に充当されることもある。

### 3) コミッション・リキャプチャーの背景

以上の説明から明らかなように、コミッション・リキャプチャーとは、要するに証券会社による手数料割引プログラムである。手数料が完全に自由化されている米国や欧州で、正面からの値引きでない複雑な慣行が形成された背景には、自由化以前からの機関投資家取引をめぐる歴史的経緯がある。

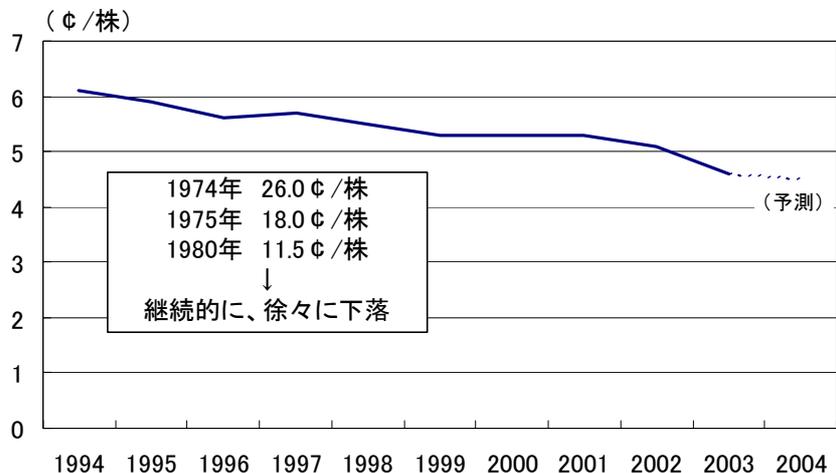
米国で株式売買委託手数料が自由化されたのは、1975年のことだが、それ以前から、多くの証券会社は、機関投資家取引において実質的な値引きを行うために、ソフトダラーを広く活用していた。本来、自由化によってソフトダラーは必要なくなるはずだったが、名目上の手数料を出来るだけ高く据え置いて全面的な値崩れを防ぎたい証券会社側とソフトダラーによって提供されてきた各種のサービスを引き続き享受したい運用会社側の利害が一致し、1980年代以降も、ソフトダラーは取引慣行として存続することになった。

このことの「成果」は、機関投資家取引の手数料水準の推移からも明らかである。米国における株式の委託（エージェンシー）取引の手数料は、自由化前の一株当たり26セント程度から最近では5セントにまで低下してきたが、1975年直後を別にすれば、急激な値崩れは生じず、徐々に水準が切り下げられてきた（図表2）。

しかし、既に触れたように、運用会社と証券会社の間で結ばれるソフトダラー契約には、最良執行義務の観点から問題がある。また、自家運用を拡大した大手年金基金などは、売買発注先証券会社の選択に運用会社並みのノウハウを備えるようになってきた。このため、いわば年金基金と証券会社の間で直接結ばれるソフトダラーとも言うべきディレクティッド・ブローカレッジや名目上の手数料を据え置きながら機関投資家に実質的な値引きのメ

リットを還元させるコミッション・リキャプチャーといった慣行が広まったのである<sup>2</sup>。

図表2 米国機関投資家の上場株式取引手数料率



(出所) Securities Industry Association, Greenwich Associates

この間、最良執行の意義に関する研究が進み、表面的な手数料の低さを追求することが最良執行の核心ではないという理解が広まったことも、結果的に、コミッション・リキャプチャーを始めとする複雑な取引慣行の定着に寄与した。手数料の安さだけでは運用会社からの発注を獲得できなかったディスカウント・ブローカーが、年金基金に直接働きかけることでシェアを拡大すべく、ディレクティッド・ブローカレッジやコミッション・リキャプチャーへの取り組みを積極化したのである<sup>3</sup>。

## 2. 米国におけるコミッション・リキャプチャーの現状<sup>4</sup>

### 1) 提供する業者

コミッション・リキャプチャーは、法令上の制度ではなく取引慣行に過ぎないため、その実態に関する公的な統計資料は見当たらない。導入ブローカーの数一つをとっても、様々な説があるが、全米で概ね数十社程度がプログラムを提供しているものと推測される。中

<sup>2</sup> なお、コミッション・リキャプチャーの米国での起源は1960年代後半といわれるが、その普及はソフトダラー取引よりも遅く1980年代からである。

<sup>3</sup> リキャプチャー・プログラムにおける「導入ブローカー」は、売買注文の取り次ぎを行うわけではないので、証券会社でないコンサルティング会社などが務めることもあるが、ディスカウント・ブローカーが務めているケースも多い。

<sup>4</sup> 以下の記述は、2003年5月に行った米国現地ヒアリングによる点が多い。

でもフランク・ラッセル証券やリンチ・ジョーンズ・アンド・ライアン証券（電子取引システム ECN の最大手であるインスティネットの子会社）などが大手とされる。

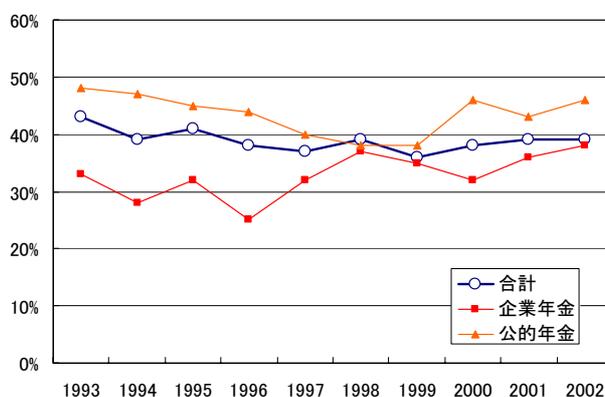
一方、コレスポンデント・ブローカー・ネットワークに含まれる執行ブローカーの数は、大手導入ブローカーのプログラムの場合、20 数社から 30 数社に上る。また、執行ブローカーにはフル・サービスの大手証券会社が名を連ねることも多い。大手証券会社の場合、昨今の相場環境と手数料収入の低迷を受け、手数料の実質的な割引に応じてでも注文獲得の上積みを図る目的で、いわば防衛的にネットワークに加わったというケースが多いようである。

## 2) 利用する投資家

年金コンサルティング会社グリニッチ・アソシエーツの調査によれば、米国の年金基金および寄付基金のうち、コミッション・リキャプチャーを含むディレクティッド・ブローカレッジを利用しているのは全体の約 4 割に上る（図表 3）。

年金基金の規模や属性別にみると、小規模基金よりも大規模基金、また企業年金よりも公的年金における利用がより活発である。運用ノウハウを蓄積した洗練度の高い大規模な機関投資家が、利用の中心となっていることがわかる。

図表 3 ディレクティッド・ブローカレッジの利用度



(出所) Greenwich Associates

同じ基金が、複数の導入ブローカーのリキャプチャー・プログラムを利用するケースもある。この点については、導入ブローカーの得意分野に応じて二つ以上のプログラムを使い分けられるメリットがあるとの指摘がある一方、逆に一社に絞り込むことで取引記録等の管理（レコード・キーピング）が容易になるとの見方もある。

### 3) 対象となる取引

コミッション・リキャプチャーの対象となるのは、基本的には株式の委託（エージェンシー）取引である。しかし、非上場株の相対取引や債券の取引など、証券会社の自己勘定（プリンシパル）が関与する取引についても、スプレッドの部分を手数料とみなして管理し、委託取引と同様に割り戻しを行うプログラムも存在する。

個別の売買を発注する運用会社の立場からすれば、コミッション・リキャプチャーやディレクティッド・ブローカレッジを利用する場合、発注先証券会社の選択の余地が通常よりも小さくなる。このことは、最良執行義務という観点からは問題なしとしない。そこで、一般には、流動性が低く、執行の巧拙による影響の出やすい小型株やグロス株に関してはディレクティッド・ブローカレッジ等の利用を低く抑えるべきであり、逆に大型株やバリュー株において高めに設定することができるといわれている。例えば、ある大手企業年金では、前者ならば0~5%、後者ならば25~30%の範囲内で、運用会社や導入ブローカーと相談しながら実際の利用範囲を設定しているという。なお、大手導入ブローカーは、最良執行を担保するという見地から、コミッション・リキャプチャーに仕向ける取引の割合を全体の25%程度に抑えるよう勧めている。

コミッション・リキャプチャーは、パッシブ運用にも適用可能であるが、概して手数料率が低く割り戻しによって得られる利得も小さいことから、アクティブ運用に比べて利用度は低い。

また合同運用ファンドについてもあまり利用されない。運用会社や証券会社が、ある顧客の負担した手数料によって別の顧客に対する割り戻し分をまかなうことは、1934年証券取引所法の詐欺防止条項に照らして違法とされる可能性が高いためである<sup>5</sup>。

### 4) 割り戻された手数料の使途

大手導入ブローカーが行ったアンケート調査の結果によれば、リキャプチャー・プログラムに基づいて割り戻された手数料の使途は、図表4のようになっている。最も一般的な使途は、当然のことながらファンドへの再投資である。

そのほかにも、様々な使途があるようだが、割り戻された手数料を何にでも流用して構わないというわけではない。年金基金は、基金加入者や受給者に対する忠実義務を負っているからである。例えば、企業年金の忠実義務を始めとする受託者責任について定めた従業員退職給付保障法（ERISA）は、基金の財産は基金の加入者・受益者に便益をもたらすかまたは基金運営上の費用として合理的なものを支払うためのみに用いられなければならないとしている（第403条(c)(1)）。

---

<sup>5</sup> 後掲3-1) — (1)参照。

図表 4 割り戻された手数料の使途

| 支出項目                      | アンケート回答数に占める割合 |
|---------------------------|----------------|
| 再投資                       | 23%            |
| 内部費用（モニタリングに従事するスタッフの費用等） | 22%            |
| コンサルティング費用                | 17%            |
| 運用報酬                      | 10%            |
| 信託・カストディ費用                | 10%            |
| 運用リサーチ費用                  | 6%             |
| 数理計算費用                    | 3%             |
| 年金給付保証公社（PBGC）への支払保険料     | 1%             |
| その他                       | 7%             |

（出所）Lynch Jones & Ryan, Pensions & Investments, “Directed Brokerage/Commission Recapture Survey 2002”より野村総合研究所作成

### 3. コミッション・リキャプチャーに対する規制と問題点

#### 1) 米国における規制の現状

上でみたように、コミッション・リキャプチャーやそれよりも広義の概念であるディレクティッド・ブローカレッジには、①発注先証券会社の選択が最良執行の確保につながらないのではないか、②割り戻された手数料の使途や提供されたサービス等の内容（広義のディレクティッド・ブローカレッジの場合）が受益者への忠実義務との関係で問題となるのではないか、といった疑問がある。こうした点は、米国では早くから認識されており、証券取引委員会（SEC）等による規制も課されている<sup>6</sup>。

##### （1）SEC による規制

SEC の通達や規則改正案には、ディレクティッド・ブローカレッジに言及するものが複数あるが、中でも最も重要なのが 1934 年法通達第 34-23170 号である<sup>7</sup>。この通達の主眼は、1934 年法第 28 条(e)に定められたソフトダラーに関するセーフ・ハーバー・ルールの適用対象を拡大することであったが、ディレクティッド・ブローカレッジの問題も取り上げられている。

通達によれば、委託取引においては、証券会社が顧客から受け取る手数料額が開示されなければならないが、現金による割り戻しが行われる場合には、約定報告書類（コンファメーション）上で、少なくとも割り戻しの事実が開示されていなければならないものとされる。

<sup>6</sup> 以下では規制等の原文の表現を尊重してもっぱら「ディレクティッド・ブローカレッジ」という表現を用いるが、これは、いずれの場合にも、コミッション・リキャプチャーを包含するものと考えて差し支えない。

<sup>7</sup> US Securities Exchange Commission, Exchange Act Release No. 34-23170, April 23, 1986

書類保存義務との兼ね合いから、割り戻しに関する合意は書面によらなければならないものともされている。

また、通達は、運用会社や証券会社が、ある顧客の負担する手数料によって、他の顧客に対する手数料割戻し分の支払いを行うことは1934年法の詐欺防止条項に違反するとしている。従って、運用会社が、ディレクティッド・ブローカレッジを行っている顧客と行っていない顧客のための発注をまとめて行う場合には、特定の顧客への割り戻し行為が他の顧客の運用資産に害を与えていないことを示すために管理や記録のシステムを整備する必要がある。

## （2）ERISA 通達

労働省が1986年5月に公表したERISA通達第86-1号は、ソフトダラーおよびディレクティッド・ブローカレッジの利用に関する年金基金および運用会社の責任や運営上の留意点を年金監督当局の立場から明らかにしたものである<sup>8</sup>。

この中で、労働省は、ディレクティッド・ブローカレッジの下でも運用会社は最良執行義務を負うが、この場合、一般に基金が運用会社に対して特定の証券会社に仕向ける取引の金額や割合を指示することになるため、基金が、注文を執行する証券会社に最良執行能力があるかどうかを判断する第一次的な責任（initial responsibility）を負うとしている。また、基金は、発注先とする証券会社のサービス内容を定期的に監視する責任を負うものとされる。

## （3）AIMR のルール

米国証券アナリスト協会（AIMR）は、ディレクティッド・ブローカレッジに際して運用会社の取るべき行動を記述した二つのルールを定めている。これらは、法的拘束力を有する規範ではないが、実務上一定の影響力を持つものとして注目される。

### ①ソフトダラー基準<sup>9</sup>

1998年に採択されたもので、ソフトダラー等の仕組みを利用するAIMR会員投資マネジャーや運用会社に対し、受託者責任を果たす要件として要請される（required）規制および推奨される（recommended）事項を示している。

AIMRは、そもそも手数料は運用会社ではなく顧客である機関投資家の財産に属するため、ディレクティッド・ブローカレッジ自体が、運用会社の責任に反するものではないとしている。しかし、一方で、その問題点も認め、運用会社に対して、手数料の一定割合を特定の証券会社に仕向けるよう義務付けられた場合、最良執行を追求した適切なリサー

<sup>8</sup> US Department of Labor, ERISA Technical Release No. 86-1 “Statement on Policies concerning Soft Dollar and Directed Brokerage Arrangements,” May 22, 1986

<sup>9</sup> Association for Investment Management and Research, “AIMR Soft Dollar Standards,” September 1998

チを追及する運用会社の能力を阻害する可能性があることを顧客に開示するよう推奨している。また、ディレクティッド・ブローカレッジの遂行に際しての留意事項を列挙している（図表5）。

また、AIMRの基準は、運用会社に対して、個々の顧客口座についてディレクティッド・ブローカレッジに基づいて行われた取引の総量や運用会社の総支払手数料に占めるディレクティッド・ブローカレッジに基づく分の割合、およびこれに占める当該顧客の分の割合などを顧客に書面で報告するよう要請している。また、ディレクティッド・ブローカレッジに関して顧客との間で交わした文書を保存することも要請している。

図表5 ディレクティッド・ブローカレッジに際しての運用会社への推奨事項（抄）

|   |
|---|
| <p>A. 基金の主導によりブローカレッジを行う場合、運用会社は、当該ディレクティッド・ブローカレッジが顧客のみの利益のために行われるものであることについて基金より書面を徴すべきである。</p> <p>B. 運用会社は、ディレクティッド・ブローカレッジが以下のような形で行われるよう努力すべきである。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 一つのブローカーに対して一定の割合の取引を与えることを義務付けるようなものでないこと。</li> <li>2. コミッションに関する交渉が行われ、すなわち最良執行がきちんと追求されるものであること。</li> </ol> <p>C. 運用会社は顧客から、以下項目を明記した書面による指示を求めるべきである。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 運用会社は最良執行を追求する継続的義務を負っている旨の文言。</li> <li>2. 利用してよいブローカーのリスト。</li> <li>3. ディレクトする取引のおおよその目標割合。</li> <li>4. 当該取引をモニタリングする手続き。</li> </ol> <p>D. 運用会社は、基金と共同してディレクティッド・ブローカレッジ・プログラムを（下記項目について）評価すべく、基金とよく連携すべきである。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 最良執行を達成するポテンシャル。</li> <li>2. ブローカーのリストおよびこれらのトレーディング・スキル</li> <li>3. 選ばれたブローカーに対して仕向ける取引の目標割合</li> <li>4. 運用会社のトレーディング・スタイルおよび流動性ニーズ</li> </ol> |
|---|

（出所）野村総合研究所

## ②発注管理ガイドライン<sup>10</sup>

2002年に採択された、証券発注取引に際しての実務上の推奨要件を指針として提示したものであり、①発注管理監視委員会の設立など発注管理プロセスの確立、②委託者等への情報開示、および③記録の保存、について規定している。

ディレクティッド・ブローカレッジとの関連では、最も好ましい手数料率等を得ることの障害となり得るものであることから、取引を承認した顧客との合意や指示に関する文書を保存することなどが要請されている。

<sup>10</sup> Association for Investment Management and Research, “AIMR Trade Management Guidelines,” November 2002. このガイドラインの内容について詳しくは、大崎貞和「機関投資家の最良執行義務と発注管理 一米国アナリスト協会のガイドライン案一」『資本市場クォーターリー』2002年春号参照。

#### (4) 実務上の指摘

労働省による1997年の「ソフトダラーおよびコミッション・リキャプチャーに関するワーキンググループの報告書」<sup>11</sup>では、実務家の証言を徴しながら、これらの仕組みに関する賛否両論がまとめられている。この報告書やヒアリングで得られた見解から、ディレクティッド・ブローカレッジの実施を巡る実務上の問題点は、次の三つにまとめられる。

##### ①取引の順序

証券会社への発注に際して、同じ銘柄に関するある顧客のディレクティッド取引と他の顧客の非ディレクティッド取引が混在した場合、いずれか一方を先に執行して他方を後回しにすると、執行コストが顧客によって異なるという結果を招き、最良執行の確保が疑われることになる<sup>12</sup>。証券会社が、執行を同時に行い、かつ両種の取引の別を管理していれば解決できるので問題ではないとする見方もあるが、一方で、そうした問題が実際に起こらない保証はないとの指摘も根強い。ある大手年金基金では全取引を自ら日次でチェックすることで問題発生の防止に努めている。しかし、ディレクティッド・ブローカレッジを行うすべての基金が、取引のモニタリングなど実効性のある対策を取っているかどうかは不明である。

##### ②執行ブローカーの選択

年金基金が、利用する執行ブローカーを厳密に指定した場合、運用会社の最良執行能力が阻害されるおそれがあるということは共通の認識となっている。そこで、ディレクティッド・ブローカレッジの導入ブローカーは、証券会社選定における運用会社の裁量をできるだけ確保するよう努めている。例えば、執行ブローカーとなる証券会社を厳密に指定するのではなく限定列举された中から運用会社に選択させるものや、発注シェア等を定めても努力目標（ベスト・エフォート・ベース）で足りるとするものなどがある。

この点について、労働省の報告書の多数意見は、高く評価されている証券会社を多数リストに加え、取引にあたって具体的な指示を行わないことで最良執行が担保されるとしている。しかし、少数意見の側からは、ディレクティッド・ブローカレッジにおける執行の品質に常に満足または大体満足している運用会社は全体の25.9%に過ぎないという1991年の調査があるとの指摘もなされている。

また、実務上は、「努力すればよい」と言われても運用会社の立場からは実質的な指示と受け止めて従わざるを得ないといった指摘もある。

<sup>11</sup> Advisory Council on Employee Welfare and Benefit Plans/Working Group on Soft Dollar and Directed Brokerage, "Report of the Working Group on Soft Dollars/Commission Recapture," November 13, 1997

<sup>12</sup> Plexus Group, Commentary #49 "No Free Lunch in Directed Commissions," August 1996 が詳しい。

③受託者責任を果たす年金基金の能力

既に触れたように、労働省は、年金基金のディレクティッド・ブローカレッジについて通達を発出している。しかしながら、実際には同ガイドラインを無視した運営も見受けられるといった指摘や、年金基金自身が、通達に示された受託者責任を満足するために運用会社や証券会社に対してどのような質問を投げかけるべきか分かっていないのではないかとといった指摘もなされている。

2) 英国における規制の動き

米国と同様に、欧州にも、コミッション・リキャプチャーやディレクティッド・ブローカレッジといった取引慣行が、最良執行義務、受託者責任といった観点から問題を生じさせるのではないかとの見方がある。この点では、2003年4月に発表された英国金融サービス庁（FSA）のコンサルテーション・ペーパーの内容が注目される<sup>13</sup>。

FSAの指摘は、次の二点に要約される。

- ① ディレクティッド・ブローカレッジ（コミッション・リキャプチャーを含む）が行われると、運用会社が顧客から商業上の圧力を受けるため、最良執行能力でなく割り戻される金額の大小によって証券会社の選択を行うおそれがあり、運用会社の最良執行義務と潜在的に利益相反を生じ得る。
- ② 証券会社が、割り戻しによって失った利益を取り戻そうとして手数料率を上げれば、何らかの理由でこれらの仕組みを採用しない顧客（おそらくは多くの場合中小規模顧客）が損失を被るといいういわゆる「相互補助問題（cross subsidy problem）」を生じさせる危険があり、その場合、運用会社も顧客間の利益相反を管理する義務に必ずしも忠実でなくなる可能性がある。

その上でFSAは、ソフトダラー協定やフル・ブローカレッジ・サービスによって提供できる財・サービスの内容を制限すること、および証券会社のコストを分解（アンバンドル）した上で注文執行以外のサービスのコストをすべて顧客に払い戻すというコンサルテーション・ペーパーの提案が実現すれば、ディレクティッド・ブローカレッジ等の魅力は低下するであろうと述べている<sup>14</sup>。

<sup>13</sup> Consultation Paper No. 176 “Bundled Brokerage and Soft Commission Arrangements,” April 2003. 内容について詳しくは、林宏美「英国における株式売買委託手数料見直しの動き」『金融・資本市場動向レポート』No.03-32 参照。

<sup>14</sup> ちなみに、米国でのヒアリングでは、この英国FSAの提案に対しては、英国の運用会社や証券会社の国際競争力を低下させるといった否定的な見方が強かった。

#### 4. わが国への示唆

コミッション・リキャプチャーやディレクティッド・ブローカレッジは、機関投資家による資産運用の先進国である米国で発達した取引慣行であることから、最近、わが国でも関心が高まっている。しかしながら、これらは、わが国とは事情の異なる欧米市場の歴史的な発展の中で形成されたものである上、年金加入者、受給者の利益を確保するという受託者責任の観点からも問題の少なくない慣行である。それらの疑問については、既に随所で指摘してきたが、ここで改めて、わが国の機関投資家取引の現状に照らしつつ、問題点を整理すると次のようになる。

- ① コミッション・リキャプチャーやディレクティッド・ブローカレッジが行われると、運用会社にとっては、個別の売買発注にあたって発注先証券会社選択の裁量の幅が狭められることになる。個別の状況に応じて、最も適切な証券会社に対して発注することは、運用会社の受託者責任の重要な要素である最良執行義務の根幹をなす。従って、コミッション・リキャプチャー等の取引慣行は、運用会社による最良執行義務の貫徹を妨げる恐れが強い。
- ② 年金基金が、自ら発注先証券会社を選択したり選択に影響力を及ぼしたりするコミッション・リキャプチャーやディレクティッド・ブローカレッジといった慣行は、基金が高度な証券会社選定ノウハウを備えていることを前提としている。しかし、このことは、自家運用が広範に行われている米国ですら疑問視されている。わが国で、年金基金が発注先証券会社の選択に深く関与すれば、最良執行が確保できず、年金基金自身にとっても、受託者責任上の問題を生じさせる懸念が大きい。
- ③ コミッション・リキャプチャーやディレクティッド・ブローカレッジは、証券会社が、手数料自由化の実施にもかかわらず、名目的な手数料率を高く据え置こうとする中で生まれた慣行である。ところが、わが国の機関投資家取引の手数料は、既に国際的にみても最も低い水準にある<sup>15</sup>。
- ④ コミッション・リキャプチャーが、多くの年金基金によって支持されている背景には、運用会社と証券会社との間のソフトダラーという透明性や公正性の面で一層深刻な問題をはらむ取引慣行が定着しているという事情がある。ソフトダラーが定着している米国では、コミッション・リキャプチャーは、年金基金が支払い手数料に対するコントロールを強めることで、市場の透明性や公正性を高める役割を果たした。これに対して、ソフトダラーそのものが一般的でないわが国では、コミッション・リキャプチャーのメリットではなく、弊害のみが表われる危険性が高い。
- ⑤ コミッション・リキャプチャーの場合、何らかの形で、運用会社の支払った手数料の一部が年金基金に還元されるわけだが、その際の名目や会計処理がどのようなものと

<sup>15</sup> 前田昌孝『こんな株式市場に誰がした』（日本経済新聞社、2003年）、188頁及び184頁の表参照。

なるかについては、確たる指針が示せない。また、手数料を割り戻すという行為は、証券取引法で禁じられる損失補填（あるいは事前に約する損失保証）に該当する可能性もあるのではなかろうか<sup>16</sup>。

機関投資家の資産運用における証券会社選択は、運用の効率性を大きく左右する重要な問題である。だからこそ、運用会社は、手数料水準、自己勘定での対応を含む注文執行能力、リサーチ情報の質やアナリストによるサービスの内容、口座管理や事務処理の能力、等様々な観点から証券会社に対する評価を行いながら発注先を選定している。適切な発注先選定は、運用会社が最良執行義務を果たす上で、不可避の要件である。

もちろん、委託者たる年金基金と委託先である運用会社との間には、いわゆるエージェント問題の発生する危険性が常にある。発注先証券会社選定の責任が、もっぱら運用会社にあるとしても、その判断が適切であったかどうか、特定の証券会社との間で不適切な癒着といった関係が生じていなかったかどうかといった観点からモニタリングを行うことは、年金基金にとって、自らの受託者責任を全うするために必要不可欠な行為である。

わが国機関投資家が、資産運用の先進国である米国や英国から学ぶべき点は多い。しかし、ことコミッション・リキャプチャーやディレクティッド・ブローカレッジに限って言えば、多くの問題点を含む取引慣行をやみくもに導入しようとするのではなく、運用会社段階での証券会社への発注管理の徹底と、運用会社の発注状況に対する年金基金段階での監視強化を図ることこそが、歩むべき「王道」と言えるのではなかろうか。

(大崎 貞和、胡田 聡司)

---

<sup>16</sup> ちなみに、米国や英国には、事後の損失補填を禁止する法令上の規定は存在しない。また、わが国の規制導入のきっかけとなった損失補填に関しては、手数料が固定されていたために生じた経済的には合理的な行為とみる見方がある。例えば、岸田雅雄『証券取引法』（新生社、2002年）309頁以下参照。こうした見方は、コミッション・リキャプチャーが、もともと固定手数料下の米国で始まった慣行であるという事実とも整合的である。