

# 投信販売をめぐるインセンティブ・スキームの問題点 －米国における代行手数料(12b-1)規制見直しの動き－

大崎 貞和・大原 啓一

## 要 約

米国では、投資信託の不正取引が深刻な問題となる一方、投信運用会社の販売会社に対するインセンティブ・スキームと、それに関連する手数料のあり方が問題視されている。2004年2月、証券取引委員会（SEC）は、運用会社が自社の投信商品を優先的に販売する見返りとして販売証券会社に売買注文を出すディレクティッド・ブローカレッジと呼ばれる取引慣行を原則として禁止する規則改正案を公表するとともに、ファンド資産から販売関連費用として徴収される12b-1手数料をめぐる規制改廃の是非についてパブリック・コメントを募集した。

## I. 問題視されたモルガン・スタンレーの 販売促進プログラム

### 1. プログラムの概要

米国では最近、投資信託をめぐるスキャンダルが深刻化し、規制当局が問題の再発を防ぐための規制強化に乗り出している。2003年9月のニューヨーク州司法当局による最初の摘発以降、マーケット・タイミングと呼ばれる短期売買の手法や基準価額確定後に出された注文を遡って処理する時間外取引などが、不公正な取引として問題視されている<sup>1)</sup>。

一方、11月には、大手証券会社モルガン・スタンレーが、特定の運用会社の投資信託を顧客へ優先的に販売する見返りとして販売奨励金や証券売買の発注を受けていながら、その事実を十分に開示していなかったと指摘され、SEC及び全米証券業協会(NASD)との和解に至った。

問題となったのは、モルガン・スタンレーの投資信託部門であるEMFグループによっ

て運営されたアセット・リテンション・プログラム(後にパートナーズ・プログラムと改称)と名付けられた販売促進プログラムである。取引関係のある運用会社約115社のうち14ないし16社が参加していた。

2000年1月にスタートしたアセット・リテンション・プログラムでは、参加運用会社の提供する投信は、モルガン・スタンレーの営業マンが投資勧誘のために用いる推奨銘柄リストである「優先リスト(Preferred List)」に掲載された。また、このリストにあげられた投資信託に関する情報は、営業マンが業務で使用するワークステーションの画面の見やすい場所に掲載された。更に、参加運用会社は、同社の提供する401(k)プログラムへの参加や同社顧客へのオフショア・ファンドの販売を認められた。

2002年12月以降のパートナーズ・プログラムでは、参加運用会社に対して、以上のサービスに加えて、営業マン向けの研修や投資家セミナーへの参加、社内TVプログラムである「BTV」への出演など、情報提供に関する様々な便宜が提供された。いずれのプロ

グラムにおいても、営業マンに対しては、リストに掲載された商品の販売額や一定期間経過後の預かり残高に応じて、特別ボーナスが与えられた。

他方、販売促進プログラムに参加する運用会社は、その見返りとして、モルガン・スタンレーに対して、通常の販売関連手数料(12b-1 手数料)に加えて、販売奨励金を支払ったり、証券売買を発注して売買委託手数料を支払ったりするものとされた。具体的には、現金で支払う販売奨励金の場合、自社の商品が販売されるごとに販売額の 15~20 ベーシス・ポイント(bps)、さらに、投資家が購入してから 1 年経過した後に保有する残高に応じて 5bps を支払うことが求められた(図表 1)。

投信会社が、販売会社に対して実績に応じて現金を支払うことは、一般にレベニュー・シェアリングと呼ばれる慣行に該当する。他方、注文を出すことで売買委託手数料での支払いを行う場合は、運用会社が何らかのサー

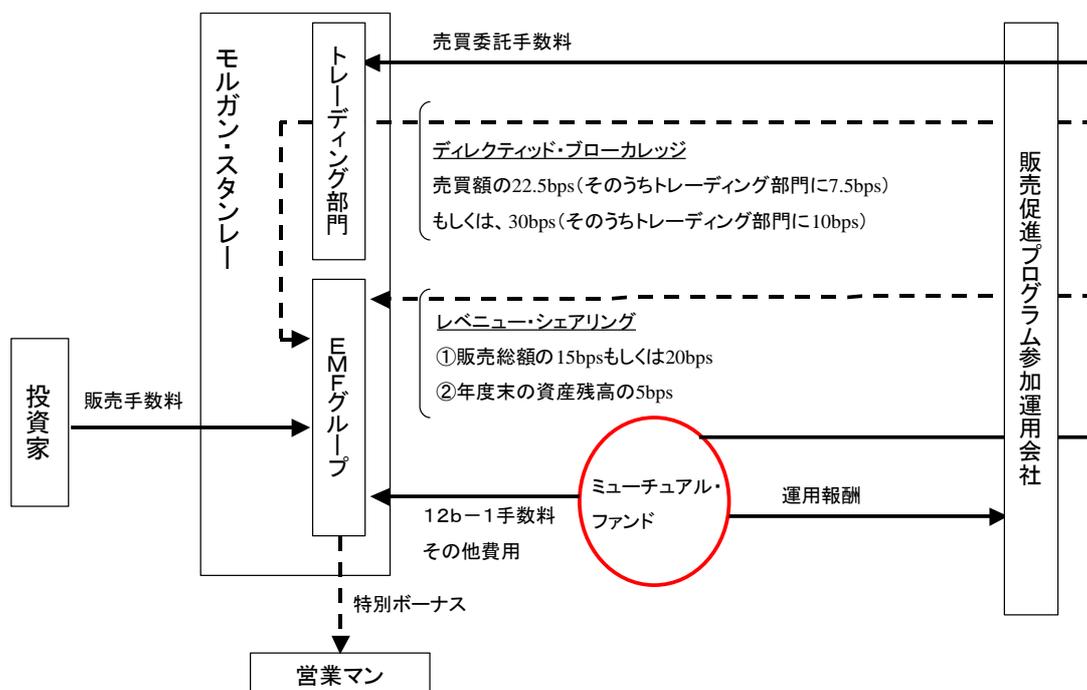
ビス受領の見返りとして発注先証券会社を予め限定するディレクティッド・ブローカレッジと呼ばれる慣行に該当する。

## 2. 規制当局が指摘した問題点

### 1) 規制の枠組み

投資信託の販売にあたっては、販売証券会社は投資家から販売手数料(フロント・ロード)を徴収することが多い。しかし、買付け時のコスト負担が小さいことを売り物にする、いわゆるノー・ロード・ファンドでは、販売手数料は課されない。もっとも、販売証券会社側からすれば、投信を販売しても何の収入も得られないのであれば、販売活動に力を入れるインセンティブが失われる。そこで、投信を買付けた投資家からではなく、ファンドの運用資産から販売証券会社へ手数料を還流させることが一般的である。わが国では、こうした手数料は、代行手数料と呼ばれている。米国の投資信託を規制する法律である 1940

図表 1 モルガン・スタンレーの販売促進プログラム



(出所)野村資本市場研究所

年投資会社法は、投資会社(ファンド)が引受人を介さずに自ら発行証券(投信受益権証券)を販売することを禁じている(12条 b 項)。SEC は、当初、この規定に基づいて、ファンドは投信の販売に係わる費用の一切を直接、間接に負担してはならないとの立場をとっていた。この解釈を変更し、代行手数料に相当する手数料の授受を可能にしたのが、1980年に制定された投資会社法規則 12b-1 である。規則 12b-1 及び関連の NASD 規則によって、販売関連サービスの対価としてファンド資産から直接、間接に支払われる手数料(12b-1 手数料)の上限は 0.75%とされている<sup>2</sup>。

モルガン・スタンレーの販売促進プログラムで用いられたレベニュー・シェアリングは、運用会社がファンドから受領する運用報酬の一部を販売証券会社に還元するものであり、ファンドの資産を用いて間接的に投信の販売関連費用を賄っているとみることもできる。しかし、こうした仕組みは、運用会社が投資顧問契約に基づいて得た「正当な」もしくは「過度でない」利益を用いる限り、規則 12b-1 にいうファンドの資産を間接的に使用する場合にはあたらず、同規則の上限規制に服することはないとするのが SEC の解釈だとされる<sup>3</sup>。

一方、ディレクティッド・ブローカレッジについても、ファンドが負担する売買委託手数料が販売関連費用を賄うために用いられているとの見方が可能である。加えて、販売会社が、そうした取り決めを行ってくれる運用会社の商品を優先的に販売する場合、販売会社が売買委託手数料の額によって特定の投信商品を優遇することを禁止した NASD 規則 2830(k)に抵触する可能性が高い。但し、そうした場合であっても、投信の目論見書において発注先証券会社の選定にあたって販売実績を考慮することが明示されており、かつ売買注文の最良執行が損なわれない限りにおいては、規則違反とはならない<sup>4</sup>。

## 2) 当局の見解

こうした規制枠組みの下で、SEC は、モルガン・スタンレーの販売促進プログラムは、販売奨励金やディレクティッド・ブローカレッジに関する取り決めに基づく売買委託手数料の存在を投資家に対して十分開示しておらず、証券販売の際に誤解を招く文言を用いたり、重要な事実を伝えなかったりといった行為を禁止する 1933 年証券法 17 条 a 項及び証券取引に際して第三者から受領した報酬の開示を義務づける 1934 年取引所法規則 10b-10 に違反するものと判断した<sup>5</sup>。また、NASD は、同社のプログラムが NASD 規則 2830(k) に違反すると指摘した。

これに対して、モルガン・スタンレー側は、販売促進プログラムの内容に関する情報開示は、目論見書及び追加情報書(SAI)を通じて十分に行われていると反論した。しかし、実際には、目論見書や追加情報書の中には、運用会社から販売会社に対して支払われている販売奨励金について触れた記述はあるものの、投資家との間に利益相反を生じさせる可能性があることが認識できるほど充実した記載ではないと判断され、この主張は認められなかった。また、同社は、販売支援プログラムによって販売奨励金や売買委託手数料を運用会社から受け取っているという事実を、営業マンから投資家に提供するための方針や手続を整備していなかったものとされる。最終的に、モルガン・スタンレーは当局との和解に応じ、5,000 万ドルの制裁金を支払うことに同意した。

なお、モルガン・スタンレーの事案では、あくまで販売促進プログラムの内容に関する情報開示が不十分であったという点がクローズ・アップされたが、モルガン・スタンレー自身が、販売促進プログラムに基づいて推奨されていた投信の選択が、顧客の利益に照らして必ずしも適切に選択されたものではないと考えていたといった可能性もある。仮に、

そうしたことがあったとすれば、この問題は、証券アナリストによる投資推奨が、所属証券会社の投資銀行部門と調査対象会社との関係によって歪められたとされるアナリスト問題と類似の構図とも言えるかもしれない<sup>6</sup>。

## II. SECによる規則 12b-1 見直しの動き

### 1. ディレクティッド・ブローカレッジを禁止する提案

SEC が、モルガン・スタンレーの販売促進プログラムを問題視した背景には、販売奨励金や売買委託手数料をやり取りする投信会社と販売会社の関係、とりわけディレクティッド・ブローカレッジという仕組みが、重大な利益相反の発生につながりかねないとの認識があった。

第一に、運用会社と投資家との間での利益相反につながる。通常、運用報酬は運用資産の大きさによって決まるため、運用会社には、販売促進を通じて運用資産を拡大したいというインセンティブが働く。しかし、運用資産の拡大によって投資家が受けるメリットは必ずしも明白ではない。

こうした利益相反の危険性は、12b-1 手数料や販売奨励金を支払うレベニュー・シェアリングにおいても存在するが、売買委託手数料を用いるディレクティッド・ブローカレッジにおいてはより顕著になる。というのも、12b-1 手数料の水準やレベニュー・シェアリングの原資となる運用報酬の水準は、ファンドの取締役会の監督に服するのに対し、売買委託手数料は、運用報酬とは別にファンドの運用に係わる費用として計上される上、個別の売買注文にあたっての発注先証券会社の選定は、實際上、取締役会がコントロールできるものではないからである。

第二に、販売会社やその営業マンと投資家との間での利益相反につながる。販売会社やその営業マンには、顧客である投資家の投資

ニーズに最も合致した商品よりも、販売奨励金の受取りを極大化できるような商品への投資を推奨するというインセンティブが働くからである。

そこで、SEC は、2004 年 2 月、投資会社(ファンド)に対し、自社の投信の販売を奨励する目的で、販売会社に対して売買注文を出し、売買手数料を得させる行為(つまりディレクティッド・ブローカレッジ)を原則として禁止するという内容の規則 12b-1 改正を提案し、パブリック・コメントを募集した<sup>7</sup>。

改正案では、自社投信の販売を行う販売会社に直接売買注文を振り向ける行為だけではなく、注文を実際に執行する他の証券会社を介在させることで、間接的に販売奨励金を得させる「ステップ・アウト」と呼ばれる行為も同様に禁止するものとされている。

また、投資会社に対して、販売会社に対して売買発注を行う場合、当該証券会社の選定が投信の販売実績を考慮して行われたものでないことを保証するための方針や手続を整備することが義務づけられている。これらの手続は、売買発注を行う責任者が販売会社の販促努力を判断材料として考慮することを防止し、かつ運用会社や投資会社、主な引き受け業者が販売会社との間でディレクティッド・ブローカレッジの合意を取り結ぶことを防止するように十分整備されたものでなければならぬとされる<sup>8</sup>。

なお、規則案では、ファンドが策定する方針や手続は、過半数が独立取締役によって構成されるファンドの取締役会によって承認されたものでなければならぬとされ、12b-1 手数料の使用計画が取締役会の承認を要するのと同様に、売買発注に関しても、取締役会が積極的に監視するものと期待されている。

### 2. 規則 12b-1 のあり方全体の見直し

この改正案の発表と同時に、SEC は、規則 12b-1 のあり方そのものについてもパブリ

ック・コメントを募集した。その理由は、SECが1980年に規則12b-1を採択してから、販売チャネルの多様化などに伴い、レベニュー・シェアリングやディレクティッド・ブローカレッジのように、実質的に12b-1手数料に相当するものが、当初の想定外の形で発展し、結果として生じている様々な問題に対して、現行の規則12b-1では対応できていないと考えたためである。

具体的には、SECは、12b-1手数料にあたる販売関連手数料を投資家の口座から直接徴収できるようにするというアイデアを提示している。これは、例えば投資家が5%の販売手数料を課される投信を1,000ドル購入する場合、購入時に50ドルの販売手数料を販売会社に支払うか、もしくは購入後に自らの口座から総額50ドルに達するまで毎月手数料を徴収されるか、いずれかの方法を選ぶことができるようにするという仕組みである。

この仕組みの利点として、SECは、①投資家の支払う手数料の総額がわかりやすくなる、②既存の投資家が新規の投資家を獲得するための費用を負担する必要がなくなる、③長期保有の投資家が必要以上に販売関連コストを負担しなくても済むようになる、といったことを挙げている。

また、SECは、投資家口座からの手数料徴収が可能になれば、ファンド資産で販売関連費用を賄うことに伴う利益相反の危険性が低下し、結果として、ファンド取締役や投資家が12b-1手数料の使用計画を承認していた手間を省くことができ、コンプライアンス費用を削減することができる上、投信をシェア・クラスごとに分ける必要がなくなり投資家の混乱が少なくなったり目論見書の記載が簡潔になったりするという効果も期待できるとしている。

更に、SECは、規則12b-1を廃止し、販売手数料と解約手数料しか存在しなかった1980年以前の状態に回帰するという選択肢

も考えられるとし、その場合、投資会社や投資家、販売会社等にどのような影響が考えられるか、投資家の負担する費用にどの程度の影響を及ぼすか、販売関連の費用は運用会社や販売会社の負担とするべきかについて、パブリック・コメントを募集している。

### Ⅲ. おわりに

わが国においても、投信販売に係わる手数料をめぐるっては、時には3%に達する販売手数料が高すぎるのではないかといった指摘がなされるなど、様々な議論が絶えない。販売手数料目当てに証券会社が不必要な回転売買を投資家に勧めているといった見方は根強く存在する。投資家が自ら負担しているという意識を強くもたない信託報酬や代行手数料の水準や情報開示のあり方についても検討の余地はあろう。

わが国には、SECやNASDが問題視したモルガン・スタンレーの販売促進プログラムのように、販売会社と運用会社の関係が高度に組織化された仕組みはみられない。しかし、年金運用の世界でディレクティッド・ブローカレッジやコミッション・リキャプチャーといった取引慣行の是非が議論されるなど、機関投資家による発注証券会社選択のあり方は、米国の状況に近づきつつある。また、これまでも運用会社による系列証券会社への売買発注は規制の対象とされてきた。

投資信託をめぐるスキャンダルが続発する中で、SECによる規制見直しが本格化している米国とわが国のおかれた状況は大きく異なる。とはいえ、米国における検討の内容は、今後のわが国における投信規制や手数料のあり方を考える上でも、大いに示唆に富んでいると言えよう。

<sup>1</sup> 問題となった不公正取引の実態については、胡田聡司・大原啓一「投資信託の裁定取引によって注目される基準価額問題」『資本市場クォーターリー』2003年秋号参照。その後の議会、当局の対応については、大原啓一「米国における投信取引規制見直しの動き」『資本市場クォーターリー』2004年冬号参照。

<sup>2</sup> NASD規則 2830(d)。なお、販売会社が投資家から受け取る販売手数料についても、12b-1手数料を徴収しない投信の場合は8.5%、12b-1手数料を徴収する場合は7.25%という上限が定められている。

<sup>3</sup> Thomas P. Lemke, Gerald T. Lins, and A. Thomas Smith III, *Regulation of Investment Companies*, Mathew Bender, 2003, Section 6-15, 7-24。なお、米国会計検査院(GAO)の報告書“Greater Transparency Needed in Disclosures to Investors”(June.9,2003)によれば、レベニュー・シェアリングによって運用会社から販売会社に支払われる金額は年間で約200億ドルにのぼり、大手販売会社と提携する運用会社のうち約8割がレベニュー・シェアリングによる支払を行っていると思われる。

<sup>4</sup> NASD規則 2830(k)(7)(B)。なお、SECの推計によると、ファンドが1年間に支払う売買委託手数料のうち約20%が販売奨励金として用いられているという。

<sup>5</sup> SEC, Release.No.2003-159 (November 17, 2003)。

<sup>6</sup> いわゆるアナリスト問題については、平松那須加「米国における証券アナリストをめぐる規制の見直し」『資本市場クォーターリー』2002年夏号、同「成立した米国アナリスト問題の和解」『資本市場クォーターリー』2003年夏号参照。

<sup>7</sup> SEC, Prohibition on the Use of Brokerage Commissions to Finance Distribution, Release No. IC-26356, February 24, 2004。

<sup>8</sup> ディレクティッド・ブローカレッジやディレクティッド・ブローカレッジによって支払われた手数料を年金基金などの運用委託者に還流させるコミッション・リキャプチャーといった慣行は、本稿で取り上げた投信運用においてのみならず、年金などの委託運用においても問題視されている。既に、運用会社による発注管理をめぐる手続きの整備は、米国アナリスト協会(AIMR)の発注管理ガイドラインによっても要請されている。大崎貞和「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—」『資本市場クォーターリー』2002年春号、大崎貞和・胡田聡司「コミッション・リキャプチャーとその問題点」『資本市場クォーターリー』2003年夏号参照。

<sup>9</sup> SEC Staff Report, "Report on Mutual Fund Fees and Expenses" (January 10, 2001) 参照。この報告書の詳細については、野村亜紀子「米国の投信手数料をめぐる最近の動向 —販売手数料を中心に—」『資本市場クォーターリー』2001年夏号参照。