

## 英国のリテール向け投資商品に対するソフトダラー規制

神山 哲也

### 要 約

1. 英国の金融サービス機構（FSA）は 2005 年 9 月 30 日、リテール向け投資商品におけるソフトダラーの利用に関する規則案を発表した。コミッションのアンバンドリングなどを内容とするソフトダラーに関する最終規則は 7 月に発表されたが、リテール向け投資商品については、別段の扱いが必要とされていた。
2. 規則案では、リテール向け投資商品の投資家の「代表者」を設置し、その「代表者」が投資家に代わってコミッションに関する開示内容を検討し、必要であれば運用会社と個別にやり取りをすることとされた。
3. 「代表者」には、信託型投資信託の受託会社や会社型上場投資信託の独立取締役などがなることとされ、運用会社がコミッションの見返りに受け取った財・サービスが適切なものであるか否かをモニタリングする。
4. 規則案に対するパブリックコメントの締め切りは 2006 年 1 月に設定されている。パブリックコメントを受けた最終規則の内容が注目される。

### I. はじめに

英国の金融サービス機構（FSA）は 2005 年 9 月 30 日、コンサルテーション・ペーパー05/13 「リテール向け投資商品におけるバンドルド・ブローカレッジ及びソフト・コミッション契約」<sup>1</sup>（以下、CP05/13）を発表した。

同年 7 月に FSA がソフトダラーに関する最終規則<sup>2</sup>を導入したことに伴い、運用会社は、証券会社に支払うコミッションの内訳を、売買執行への対価とリサーチへの対価に分けて（アンバンドルして）、年金基金などの顧客に開示することとされた。しかし、投資信託などのリテール向け投資商品については、投資家がコミッションに関する詳細な情報を入手しても、それを理解できるだけの知識を

有していないであろうこと、開示された内容について不満があったとしても運用会社にそれを訴える有効な手段を有していないことから、別段の扱いが必要であるとした。

そこで、今回発表された CP05/5 では、7 月のソフトダラーに関する最終規則を補完するべく、リテール向け投資商品の運用におけるソフトダラーの利用がどのように扱われるべきか、ということに関する FSA の規則案が提示されたのである。

### II. 規制強化の背景

FSA によるソフトダラーに対する一連の規制強化の発端は、2001 年 3 月に公表された「マイナーズ報告書」<sup>3</sup>であった。同報告書では、運用会社が証券会社に支払う売買コミッションについて、年金基金との交渉なし

に年金資産から直接支払われることが問題視された。これを受け、FSA はソフトダラーの規制強化に着手することになったのである。

また、FSA は、ソフトダラーの規制強化と EU 金融商品市場指令 (MiFID)<sup>4</sup>との関係についても言及している。MiFID は、21 条 1 項において、顧客注文を執行する投資サービス業者に、「顧客にとって最も好ましい結果」を得ることを求めている。また、第 19 条 3 項において、投資サービス業者が顧客に開示すべき項目として、「コスト及び関連費用」を挙げている。FSA は、MiFID の上記規定について、運用会社が証券会社に支払うコミッションについてアセスメントを行い、それを顧客に開示することを求めるものと解釈し、FSA による一連のソフトダラーに対する規制強化が MiFID に整合するものとの認識を示している。

### Ⅲ. 規則案の内容

#### 1. 総論

FSA は CP05/5 において、リテール向け投資商品の投資家全てに対してコミッションに関する詳細な情報を提供することは、投資家の利益にならないだけでなく、運用会社など開示の主体に不当なコストを強いることとなるため適切ではないとした上で、二つの案を検討している。

一つは、リテール向け投資商品の投資家の要望に応じて、コミッションに関する詳細な情報を提供する、というものである。しかし、リテール向け投資商品の投資家がそのような情報を入手しても、彼らが開示の主体に対して有効に影響力を行使できる手段を有していないことから、この案の採用は見送られた。

もう一つの案は、リテール向け投資商品における投資家の「代表者」を設置し、その「代表者」が投資家に代わってコミッションに関する開示の内容を検討して、必要であれ

ば開示の主体と個別にやり取りする、というものである。これであれば、開示された情報を理解できない、開示の主体に対して影響力を行使できない、ということはないため、FSA はこの案を採用することとした。

#### 2. 投資家の「代表者」

「代表者」によるコミッションに対するモニタリングの適正性を担保するためには、「代表者」が一定の要件を満たす必要がある。即ち、「代表者」が開示された情報を理解し、開示の主体に対して影響力を行使し得るためには、「代表者」が相応の専門知識、権限、開示の主体からの独立性を有する者である必要がある。そのため、CP05/13 では、ファンドの類型別に「代表者」となるに適切な主体が提示されている。

オープンエンド型の集団投資スキームについては、信託型のユニット・トラストの場合は受託会社、投資会社の場合は預託機関を投資家の「代表者」とするとされた。クローズドエンドの会社型上場投資信託であるインベストメント・トラストについては、独立取締役<sup>5</sup>を「代表者」とするとされた。また、生命保険の契約資産の運用については、生命保険会社の独立取締役、アクチュアリー機能を担う部署等、「ファイナンシャル・マネジメントの原理と実践」<sup>6</sup>の遵守状況を監視する委員会等の何れかが「代表者」となるとされた。

「代表者」の果たす役割に関しては、例えば、オープンエンド型の集団投資スキームにおける受託会社若しくは預託機関が検討すべき内容として、①運用会社が受け取った財・サービスが売買執行若しくはリサーチを構成するものか、②当該財・サービスがファンドの運用に資するものであることについて、運用会社が合理的な根拠を有しているか、③当該財・サービスの対価にコミッションを用いることが、運用会社の投資家に対する忠実

義務に反するものではないか、といった点が挙げられている。

また、CP05/13 では、「代表者」はリテール向け投資商品の投資家への報告義務を負わないものとされている。

#### IV. 終わりに

FSA によるソフトダラーに対する規制強化は、未だ規則が施行されていない段階ではあるが、その影響は極めて大きいと見られている。実際、7月に公表された最終規則の施行に向け、多くの運用会社は社内に対応を検討し始めていると言われている。各社による正式な発表はないものの、大きく分けて、①発注実績の多い証券会社に対し、売買執行とリサーチの内訳の作成を求め、従来通りのトレーディングの継続を図るケース、②顧客資産からの収入を使い独立系業者からリサーチ等を購入する「コミッション・シェアリング」<sup>7</sup>を検討するケース、があるようだ。

FSA は、CP05/13 に対するコメントの締め切りを 2006 年 1 月 6 日に設定している。これまでの FSA によるルール形成過程を見ると、このような形でパブリックコメントの募集を数回繰り返した上で、最初の提案をブラッシュアップしており、中には、最初の提案から大幅に変更されるケースもある。そのため、今回提案された CP05/13 についても、変更の可能性は否定できない。パブリックコメントの結果次第では、例えば、上記の投資家の要望に応じてコミッションのアンバンドリングに関する詳細な情報を開示する、という案が採用される可能性もないわけではない。パブリックコメントを受けた最終規則の内容が注目される。

<sup>1</sup> “Consultation Paper 05/13 Bundled brokerage and soft commission arrangements for retail investment funds”。

<sup>2</sup> 施行は 2006 年 1 月 1 日、移行期間は 2006 年 6 月末まで。詳細に着いては、神山哲也「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 年春号参照。同論文は 3 月に発表された規則案に関するものであるが、技術的・細目的部分を除いて最終規則と同じ内容となっている。

<sup>3</sup> “Institutional Investment Management in the United Kingdom: A Review”。詳細については、落合大輔「英国機関投資家運用の問題点—マイナーズ報告書の要点」『資本市場クォーターリー』2001 年夏号参照。

<sup>4</sup> “Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC”。詳細については、大崎貞和「改正された EU 投資サービス指令 (ISD)」『資本市場クォーターリー』2004 年夏号参照。

<sup>5</sup> 2005 年 4 月の上場規則改正により、インベストメント・トラストの取締役会の議長及び過半数の取締役は運用会社から独立した者であるべきことが定められた。

<sup>6</sup> “Principles and Practices of Financial Management”。2004 年に FSA が生保ファンドのガバナンス強化を目的に策定したガイドライン。

<sup>7</sup> 顧客資産から支払われるコミッションの一部を、運用会社が指定するサードパーティーの業者に配分し、運用会社が当該業者からリサーチ等の執行以外の財・サービスを受ける取り決めを指す。詳細については、前掲神山論文参照。