

米国におけるソフトダラーを巡る動き

神山 哲也

要 約

1. 米国証券取引委員会（SEC）は 2005 年 10 月 19 日、ソフトダラーの利用に係るガイダンス案を発表した。また、英国においても同年 7 月、金融サービス機構（FSA）がソフトダラーの利用に係る規則を発表している。
2. SEC のガイダンス案は、運用会社がソフトダラーを用いて受け取ることができる「売買執行とリサーチ」の基準を設定し、その範囲を明確にすることを主眼とする。基本的には FSA に統合的なアプローチを採るものであるが、コミッションの内訳の開示については、今回のガイダンス案には盛り込まれなかった。
3. フィデリティは、リーマン・ブラザーズ及びドイチェ・バンクとの間で、リサーチの費用をフィデリティが会社資産から支払うパイロット・プログラムを開始した。同プログラムは、コミッションをリサーチの対価に充当すること自体を止めるものであり、英米規制当局の求める水準を上回る措置となっている。
4. 今後、米国においてソフトダラーのアンバンドリングが進展する可能性が高いと見られる中、ソフトダラーに係るディスクロージャーの充実に向けた SEC の施策、業界他社がフィデリティの動きに追随するか、といった点が注目される。

はじめに

米国証券取引委員会（SEC）は 2005 年 10 月 19 日、ソフトダラーの利用に係るガイダンス案¹を発表した。その翌日には、フィデリティがソフトダラーの利用に関して、リーマン・ブラザーズとの間でパイロット・プログラムを開始していることが報道された²。これら米国での動きに先駆け、英国においても、金融サービス機構（FSA）がソフトダラーの利用に係る規則（2005 年 7 月）³、リテール向け投資商品におけるソフトダラーの

利用に係る規則案（2005 年 10 月）⁴を発表している。

本稿では、SEC のガイダンス案について、その内容及び FSA 規則との相違について論じた上で、フィデリティのパイロット・プログラムの内容及びその意義について論ずることとする。

SEC のガイダンス案

1. 背景

一般的に、投資顧問業者などの資産運用会社が証券会社に対して支払う手数料（コミッ

ション)は、株式などの売買注文執行に対する対価である。もちろん、コミッションは、取引所等での注文執行に直接掛かるコストのみをカバーするものではなく、発注に至るプロセスで提供されるリサーチ情報や営業担当者による助言など様々な付加的サービスへの対価という性格を帯びている。ソフトダラー契約とは、コミッションのこうした性格を踏まえ、証券会社が運用会社に対し、一定のリサーチ等の付加的な財・サービスを提供することを約し、その対価を一定額(若しくは売買金額の一定割合)のコミッションとして受領することを約する契約である。ここで言う付加的な財・サービスへの対価が「ソフトダラー」と呼ばれる。

米国では、このようなソフトダラーを利用する慣行は、1975年の売買委託手数料の自由化を機に形成された。固定手数料制の下、運用会社にとって、支払うコミッションが同じである以上、優れたリサーチや付加的サービスを提供する証券会社に多くの発注を行うインセンティブが働いた。しかし、手数料が自由化されると、コミッションが最も低い証券会社に発注しないと受託者責任違反に問われかねなくなり、結果的に優れたリサーチ等の入手が困難になるとの懸念を抱いた。そこで、1934年証券取引法第28条(e)項に最良執行義務のセーフハーバーを規定することにより、ソフトダラーを通じてリサーチや付加的サービスを購入しても受託者責任に反しないことが明確化されることになったのである。

1934年証券取引法第28条(e)項では、顧客口座に関して裁量権を持つ者(他人の資産の運用を委託された投資顧問業者など)が、当該顧客口座に関し、証券会社により提供される売買執行及びリサーチの価値に照らして、証券会社に支払うコミッションが合理的であると誠実に判断したのであれば、他の証券会社に対して支払ったであろうコミッションよりも高い金額を当該顧客口座から支払ったと

いうだけの理由で、違法行為若しくは受託者責任違反に問われることはない、とされた。つまり、運用会社が証券会社に支払うコミッションが一番安いものでない場合であっても、リサーチなど投資意思決定に資するサービスを考慮した上で最良と思われる売買執行の委託先を選定すれば、最良執行義務違反を問われない、というものである。

しかし、ソフトダラーのコストは、顧客資産より支払われるものであるため、運用会社と顧客との間の利益相反や、透明性・アカウントビリティなどの問題があり、長年議論の対象となってきた。SECも1975年以降、三度に渡り、同規定の解釈を統一するためのリリースを発出してきた。その中で、現在の解釈において最も中心的な役割を果たしているのは、1986年のSECリリース⁵であろう。

1986年のリリースにおいてSECは、運用担当者の投資意思決定に適法かつ適正な補助を提供するものはリサーチに含まれるとした。これは、従来、商業目的で一般大衆に提供されているものについてはソフトダラーで支払ってはならない、とされていた解釈を拡大したものとされている。また、運用会社が受け取る財・サービスが事務処理やマーケティングなど運用業務以外にも用いられる「混合利用(mixed use)」について、運用会社は、当該財・サービスのコストをセーフハーバーの対象となる部分とならない部分とに合理的に配分しなければならず、その判断を誠実に示す記録を残しておかなければならない、とされた。

今般、SECが発表したガイダンス案も、1934年証券取引法第28条(e)項の解釈に関するものだが、同規定について更なる解釈のガイダンスが必要となった理由として、SECは、テクノロジーの発達により、過去の基準の適用が困難になってきたこと、運用会社がセーフハーバーの対象となる「売買執行とリサーチ」について、広範に過ぎる解釈を

していること、を挙げている。後者については、SEC が 1998 年に行ったソフトダラーの利用状況に関する調査⁶において、カーペットやファックスなどの購入費、資格試験研修費などに「リサーチ」の名目でコミッションが充当されている実態が報告された。このような背景から、1934 年証券取引法第 28 条(e)項に規定される「売買執行とリサーチ」について、範囲を明確にする必要が生じたわけである。

2. ガイダンス案の内容

SEC はガイダンス案において、上記セーフハーバーの対象となる「売買執行とリサーチ」の範囲を明確化すべく、三段階のアプローチを採っている。

第一段階は、コミッションを対価として受け取る財・サービスが、セーフハーバーの対象となる「売買執行とリサーチ」に該当するか否かを運用会社が判断する、というものである。これは、今回のガイダンス案において新たに導入された部分であり、運用会社の判断の指針とするべく、「売買執行」と「リサーチ」がセーフハーバーの対象となるための基準を提示している。

「リサーチ」については、コンテンツに係る基準を設けている。即ち、セーフハーバーの対象となる「リサーチ」は、1934 年証券取引法第 28 条(e)項(3)号(A)(B)にある「アドバイス」、「分析」、「レポート」を構成するものであるとしている。その上で、それらの共通項から、「リサーチ」の内容が、リサーチ対象に関する考察若しくは知見を表すものに限られる、としている。

「売買執行」については、時間軸に係る基準を設けている。即ち、セーフハーバーの対象となる「売買執行」は、1934 年証券取引法第 28 条(e)項(3)号(C)にある、「売買執行」、「売買執行に付随する機能」、「SEC 若しくは自主規制機関の規則で売買執行に関

連して義務付けられる機能」であるとしている。その上で、業界の慣行に鑑み、「売買執行」はプロセスであり、運用担当者が売買執行を目的として証券会社に連絡した時点から、運用担当者の運用する口座に証券が引渡される時点までの間に生じるものがセーフハーバーの対象となる、としている（セーフハーバーの対象となる / 対象とならない売買執行及びリサーチについては図表 1 参照）。

第二段階は、「売買執行」若しくは「リサーチ」に該当するとされた財・サービスが、運用担当者の投資意思決定に適法かつ適正な補助を提供するものであるか否かを運用会社が判断する、というものである。これは、1986 年の SEC リリースを踏襲するものであるが、同リリースでは「リサーチ」のみについてこの基準が用いられていたところ、今回のガイダンス案では、「売買執行」についてもこの基準を適用することとした。

そして、第三段階において、運用会社は、支払ったコミッションの金額が証券会社から受け取る財・サービスに照らして合理的であるか否か、誠実に判断することとされた。これは、1934 年証券取引法第 28 条(e)項の文言にある通りである。

また、混合利用について、今回のガイダンス案は、1986 年の SEC リリースと同じ立場を採り、その内容を改めて確認・強調した形になっている（前項右段参照）。

3. FSA 規則との関係

SEC は、金融市場のグローバル化、特に米国市場参加者が海外とりわけ英国でのプレゼンスを高めている状況を考慮し、市場参加者のコンプライアンス・コストを下げるべく、英国 FSA に整合的なアプローチを採ることとした。

FSA の規則は、ソフトダラーで提供できる「売買執行とリサーチ」の範囲を定め、ソフトダラーの利用に係るディスクロー

図表1 セーフハーバーの対象となる / 対象とならない売買執行及びリサーチ (例示)

	セーフハーバーの対象となるもの	セーフハーバーの対象とならないもの
売買執行	<ul style="list-style-type: none"> ・ ポストトレードの照合 ・ 証券会社 - カストディアン - 機関投資家間のメッセージの伝達 ・ 機関投資家 - 証券会社間のアロケーションに関する電子的コミュニケーション ・ カストディアンや清算機関への決済情報の回送 ・ 証券会社 - 運用会社の OMS 間の専用回線 ・ ベンダーの OMS - 証券会社間の専用回線 ・ 運用会社 - 証券会社のトレーディングデスク間を直接ダイヤルアップでつなく専用回線 ・ 証券会社に発注するためのメッセージサービス ・ アルゴリズム取引ソフトウェア ・ 市場に注文を回送するための証券会社のトレーディングソフトウェア 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 運用会社の OMS (自社製、外部購入は問わない) ・ 電話、コンピュータ端末等のハードウェア ・ トレーディング分析 ・ コンプライアンスシステム ・ 運用会社側のエラー修正のためのトレーディング及び関連サービス
リサーチ	<ul style="list-style-type: none"> ・ リサーチレポート ・ 経済的事象に結びつく政治的出来事に関するレポート ・ 金融関連のニュースレター、トレードジャーナル ・ クオンツ分析ソフトウェア、証券ポートフォリオ分析ソフトウェア ・ セミナー、コンファレンス ・ ポートフォリオ戦略に係る外部コンサルタントのサービス ・ 株価データ、企業の財務データ、経済指標等のデータサービス ・ パフォーマンス分析 	<ul style="list-style-type: none"> ・ オフィス用品 ・ 電話回線 ・ 事務所の家具 ・ 給与 (アナリストの給与も含む) ・ 家賃 ・ 会計ソフト、手数料 ・ ホームページ設計 ・ 電子メールソフト ・ インターネットサービス ・ 法務費用 ・ 人事管理 ・ マーケティング ・ 設備 ・ 各種会員費 ・ 専門ライセンス手数料 ・ 業務執行機能を補佐するソフトウェア ・ セミナー参加に係る旅費、エンターテイメント、食事代 ・ コンピューターハードウェア及び付属品、回線 (リサーチの送付に使うものも含む) ・ マーケティング目的のパフォーマンス分析

(注) リサーチでセーフハーバーの対象となるには、前頁右段のリサーチの基準を満たす必要がある

(出所) SEC, "Commission Guidance Regarding Client Commission Practices Under Section 28(e) of the Securities Exchange Act of 1934" より野村資本市場研究所作成

ジャーを充実させること、を内容とする。また、FSA 規則を受け、IMA (Investment Management Association) が発表した「年金基金ディスクロージャー・コード (第二版)」では、コミッションのうち、売買執行

の部分とそれ以外の部分の配分について、運用受託者が委託者に開示することとされた。

「売買執行とリサーチ」の範囲に関する SEC ガイダンス案と FSA 規則との主な相違としては、以下の三点を指摘できよう。第一

に、FSA 規則ではセミナーがリサーチに含まれないとされているが、SEC のガイダンス案では、セミナーがリサーチ対象に関する考察若しくは知見を表すものである限り、リサーチに含むとされている。第二に、FSA 規則では分析・加工されていない証券価格や経済指標等のデータはリサーチに該当しないとされたが⁷、SEC のガイダンス案では、このようなデータの提供もリサーチになり得るとされている。第三に、売買執行について、FSA 規則では、運用担当者が投資若しくはトレーディングの意思決定を行った時点と取引が成立した時点との間に生じるもの、としているのに対し、SEC のガイダンス案では、運用担当者が売買執行を目的として証券会社に連絡した時点と、運用担当者の口座に証券が引渡される時点との間に生じるもの、としている。

ディスクロージャーに関する相違では、英国においては、コミッションのうち売買執行の対価に相当する部分とリサーチの対価に相当する部分の内訳を開示することとされたが、SEC が今回発表したガイダンス案では、そのような開示義務は盛り込まれていない⁸。ただし、この点に関し、SEC はガイダンス案において、コミッションに係る開示義務・記録保持義務を運用会社に課すべきか否かを検討している、としており、今後、英国と同様の開示義務が米国で導入される可能性も否定できない。

4. ガイダンス案への反応

SEC は今回のガイダンス案について、2005 年 11 月 25 日までにパブリック・コメントを募り、複数のコメントが寄せられた⁹。総論においては SEC の見解に賛同するものがほとんどであるが、各論部分では様々な異論が提起された。

その中で複数見受けられたものとしては、OMS (オーダー・マネジメント・システ

ム) がセーフハーバーの対象外とされた点について、OMS にはリサーチ若しくは売買執行としてセーフハーバーの対象となり得る機能もあり、混合利用を認めるべき、売買執行に係る時間軸の基準について、その範囲が狭すぎる、若しくは、1934 年証券取引法第 28 条(e)項に売買執行の定義があるため時間軸の基準はいらない、といったものがある。

また、フィデリティは、下記の同社の施策について触れた上で、運用会社が会社資産で証券会社からリサーチを購入する場合に係るガイダンスを求めている。1940 年投資顧問法第 206(3)条では、投資顧問業者が投資顧問顧客の個別事前同意を得ずに当該顧客と自己勘定取引をすることを禁じている。フィデリティの見解は、運用会社が会社資産を用いて証券会社からリサーチを購入する場合、当該運用会社は証券会社の投資顧問顧客となるが、当該運用会社の運用するファンドは証券会社の投資顧問顧客とはならないため、証券会社は個別事前同意を得ずに当該ファンドと自己勘定取引を行える、というものであり、これをガイダンスの最終版に規定すべき、としている。

・フィデリティの対応

1. パイロット・プログラムの内容

フィデリティは、2005 年 10 月 3 日より、リーマン・ブラザーズとの間で、売買執行とリサーチについて別々に支払いを行うパイロット・プログラムを開始した。また、2005 年 12 月 20 日には、ドイチェ・バンクとも同様の取り決めを交わしたことを発表した¹⁰。従来、リーマン・ブラザーズ及びドイチェ・バンクがフィデリティに提供する売買執行とリサーチへの対価は、フィデリティの顧客資産から支払われるコミッションが充当されていたが、パイロット・プログラムの下、リサーチについてはフィデリティが会社資産

から支払うこととなる。

フィデリティは 2004 年 6 月、SEC のガイダンス案に先駆け、マーケット・データにソフトダラーを利用するのを止めることを発表しているが、その当時は、リサーチについては従来通り、ソフトダラーを利用していた。今回のパイロット・プログラムは、リサーチについても踏み込んでいる点で注目される。

フィデリティは、本件パイロット・プログラムについて、投資家のコストを低減するものであり、他のブローカーとも同様の取り決めを協議中であるとしている¹¹。

2. パイロット・プログラムの意義

フィデリティのパイロット・プログラムは、英米においてソフトダラーに対する規制が強化されていることを受けてのものではあるが、その内容を見ると、英米規制当局の求める水準を上回る措置となっている。即ち、米国と比べ、より厳格な英国 FSA 規則でさえも、運用会社が顧客にコミッションの配分について開示することを求めるに止まっているところ、フィデリティの場合は、コミッションをリサーチの対価に充当すること自体を止めたのである。

その目的は、一義的には、投資家のコストを低減すると同時に、英米における規制強化を受け、コンプライアンスの万全たるを期するものと言えよう。他方、本件パイロット・プログラムについては、より規模の小さい競合他社に圧力をかけることを目的としたものである、と見る向きもある。

フィデリティは全世界で合計 223 名の株式アナリストをインハウスで擁しており¹²、外部のリサーチへの依存度が相対的に低い。一方、多くの運用会社は、フィデリティのようなりサーチ体制をインハウスで有しておらず、証券会社の提供するリサーチへの依存度が高い。フィデリティは、本件パイロット・プロ

グラムが業界他社によっても採用されることを期待する、としているが、リサーチをコミッションではなく会社資産から支払う慣行が定着すれば、フィデリティのようなインハウスのリサーチ機能を有していない運用会社は、外部リサーチの購入に多くの費用をかけるなければならず、競争上不利な立場に置かれる可能性が高いと言えよう。

・今後の展望

現在、米国において多く見受けられる動きは、運用会社が頻繁に発注する証券会社に対し、コミッションのうち売買執行の対価に相当する部分とリサーチの対価に相当する部分の内訳の明確化を非公式に求める、というものである。英国においても、2005 年 3 月に FSA 規則案が発表された後に同様の現象が生じている。

各種報道等によると、今後、米国において、ソフトダラーのどの部分がどの具体的な財・サービスの対価であるかを明確に示そうとする現象、いわば「アンバンドリング」が進展する可能性は極めて高い。問題は、その程度であるが、大きく分けて、ソフトダラーに係るディスクロージャーの充実に止まる、リサーチについてコミッションを全く利用しない完全なアンバンドリングへの移行（即ちソフトダラーの廃止）、という二つのシナリオが考えられる。

ディスクロージャーの充実にさまざまなレベルがあり得るが、その最たる例は、英国に見られるようなコミッションの内訳の開示であろう。しかし、SEC がソフトダラーに係るディスクロージャーの充実を求めるか否か、求める場合、どの程度のものとなるかは、現時点では全く見えてこない。

他方、完全なアンバンドリングの事例としては、フィデリティのパイロット・プログラムが挙げられる。完全なアンバンドリングへ

の移行については、SEC が何らかのアクションを採ることは想定し難いが、フィデリティの事例に見られるように、規制の水準とは関係なく行われることとなろう。しかし、これについても、現時点ではフィデリティ社の動きに止まっており、この動きが大きなトレンドとなるか否かについては、意見の分かれるところである。

今後は、ソフトダラーに係るディスクロージャーの充実に向けた SEC の施策、業界他社がフィデリティの動きに追随するか、といった点が注目される。

¹ Commission Guidance Regarding Client Commission Practices Under Section 28(e) of the Securities Exchange Act of 1934

² “Fidelity moves to ‘unbundle’ research pay” Financial Times, October 21, 2005

³ 施行は 2006 年 1 月 1 日、移行期間は 2006 年 6 月末まで。詳細については、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。

⁴ 詳細については、神山哲也「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」『資本市場クォータリー』2005 年秋号参照。

⁵ SEC Release No. 34-23170 (1986 年 4 月 23 日)

⁶ SEC のコンプライアンス検査局 (Office of Compliance Inspections and Examinations) による調査。

⁷ 但し、運用会社がデータの提供を受けることを「売買執行サービス」とであると証明できる場合は、売買執行に含まれ得るとされた。

⁸ 現行の 1940 年投資会社法及び 1940 年投資顧問法において、運用会社は、ソフトダラーに関する方針や社内管理態勢の概要などを業者としての登録開示書類である Form ADV に記載することとされている。

⁹ SEC は、これらのパブリック・コメントを踏まえ、ガイダンスの最終版を策定すると見られているが、本稿執筆時点 (2006 年 1 月 10 日) では、まだ発表されていない。

¹⁰ 開始は 2006 年 1 月 1 日。

¹¹ リーマン・ブラザーズも、他の運用会社と同様の取り決めに協議していると思われる。

¹² 2005 年 3 月末時点。同社ホームページより。