

# 英米で進むソフトダラー規制

神山 哲也

## 要 約

1. 英米では、ソフトダラー規制を巡る議論が進展している。ソフトダラー契約とは、証券会社が運用会社に対して売買執行に加えてリサーチ等の財・サービスを提供し、コミッションの一部がそれに充当される取り決めを指すものであり、利益相反や透明性の問題が指摘されている。
2. 英国 FSA は 2005 年 3 月、ソフトダラーに関する規則案を発表した。これは、①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、②ソフトダラーの利用に係るディスクロージャーを充実させることを内容とする。
3. 米国でも、NASD 等の業界団体による提言の発表や、SEC によるタスクフォースの結成など、ソフトダラー規制を巡る動きが活発化している。フィデリティや MFS など一部の大手運用会社は、規制当局の動きを先取りし、自社のソフトダラーの見直しを行っている。
4. 英国 FSA の最終規則は 2005 年第三四半期に発表される予定である。一方、米国 SEC の規則案も 2005 年中葉に発表されると見られており、その内容は、FSA の規則案と基本路線を同じくすると見られている。

た動きを概観する。

## I. はじめに

2005 年 3 月、英国 FSA (Financial Services Authority) は、コンサルテーション・ペーパー 05/5 (CP05/5) を発表した。これは、2003 年 4 月から、計 3 回のパブリック・コメントを踏まえて策定されたソフトダラーに関する FSA の規則案を含むものである。

他方、米国では、SEC (Securities Exchange Commission) によるソフトダラーに関するタスクフォースの結成や、NASD (National Association of Securities Dealers) によるソフトダラー規制に関する提案書の発表など、ソフトダラー規制を巡る動きが活発化している。

本稿では、英国におけるソフトダラー規制を巡る議論と FSA の規則案を紹介した上で、米国におけるソフトダラー規制の策定に向け

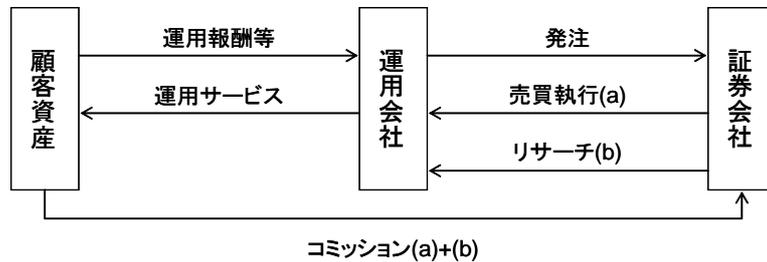
## II. ソフトダラーとは

一般的に、ソフトダラー契約とは、証券会社が運用会社に対し、売買執行に加えてリサーチ等の付加的な財・サービスを提供し、運用会社が証券会社に支払う売買執行コミッションの一部 (ソフトダラー) が当該付加的な財・サービスに充当される取り決めを指す。ソフトダラーの金額は、発注量に比例するため、運用会社にとっては一定水準の発注量を特定の証券会社に向けるインセンティブになる。証券会社がインハウスで生成した付加的な財・サービスを提供するフルサービス・ブローカレッジと、サードパーティー<sup>1</sup>が提供する場合とがある (次頁図表 1 参照)。

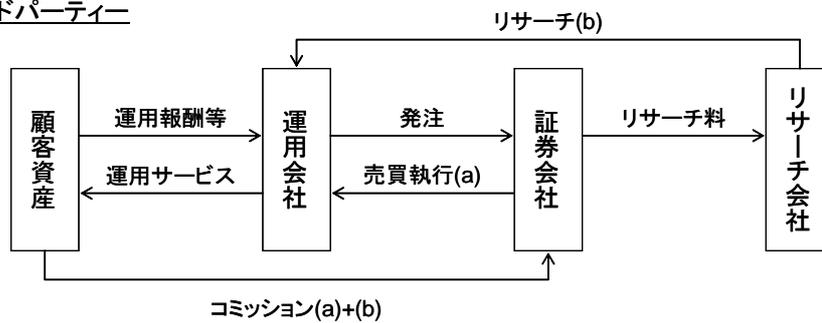
ソフトダラーのコストは、最終的には運用

図表1 ソフトダラー契約の主要パターン

フルサービス・ブローカレッジ



サードパーティー



(出所) 野村資本市場研究所作成

会社の顧客に転嫁されるものであり、従来よりいくつかの問題点が指摘されてきた。第一は、運用会社と顧客との間の利益相反の問題である。運用会社は、顧客の資産でリサーチ等の付加的な財・サービスを得られるため、顧客資産の運用に最適か否かという観点よりも、自社にとって都合の良いサービスを提供するか否かという観点で証券会社を選定する可能性がある。第二は、透明性・アカウンタビリティの問題である。運用会社の顧客にとって、自分の資産からの出費であるにも係らず、どのような内訳で使われているのか、自分の預けた資産の運用のために用いられているのかが見えない。

Ⅲ. 英国における経緯

英国におけるソフトダラー規制を巡る議論は、年金基金をはじめとする機関投資家の資

産運用が中心となっている。この問題の発端は、2001年3月に公表された、いわゆる「マイナーズ報告書<sup>2</sup>」において、英国機関投資家の資産運用の課題の一つとしてソフトダラーが取り上げられたことにある。「マイナーズ報告書」において、年金基金が運用会社に対して支払う運用報酬は運用会社と年金基金との間の交渉によって決められるのに対し、証券会社に支払う売買執行コミッションは、そのような交渉なしに年金基金の資産から直接支払われる点が問題視された。これを受け、FSAは規制の整備に着手することとなったのである。

2003年4月、FSAはソフトダラーに関するFSAの最初の見解を示したコンサルテーション・ペーパー176(CP176)を発表した。CP176においてFSAは、①ソフトダラーによって運用会社が証券会社から得る売買執行以外の財・サービスを限定するべき、②運用

会社が顧客資産を用いたソフトダラーで財・サービスを証券会社から得る場合、そのコストを顧客資産にリベート（払い戻し）しなければならない、とした。

なお、FSA は CP176 を発表するに際し、コンサルタント会社である OXERA (Oxford Economic Research Associates) にソフトダラー規制の費用対効果の分析を依頼している。OXERA の調査によると、上記①と②の何れにおいても、当初は運用会社にコンプライアンス・コストがかかるものの、中長期的には規制の効果が費用を上回るとしている。<sup>3</sup>

2004 年 5 月、FSA はポリシー・ステートメント 04/13 (PS04/13) を発表した。PS04/13 において FSA は、①運用会社が顧客資産を用いたコミッションで購入できる財・サービスは売買執行とリサーチに限られるべき、②運用会社の顧客は、より充実したディスクロージャーによって、運用会社が売買執行とリサーチのそれぞれに支払ったコストについて、はっきりとした情報を得られるべき、③運用会社及び証券会社は、一つ一つのサービスが別個に購入できるような、明確な支払い及び価格付けのメカニズムを追及するべき、としている。②と③について FSA は、まずは業界の自主的な取組みに委ねるとの立場を採っている。

2004 年 11 月、FSA はポリシー・ステートメント 04/23 (PS04/23) を発表した。これは、PS04/13 を受け、①執行、②リサーチ、③ソフトダラーで提供できないサービス、の定義に関する FSA の考え方を表したものである。ここで提示された考え方は、ほぼ完全に CP05/5 における FSA の規則案に反映されている。

#### IV. 英国の新しいソフトダラー規制体系

##### 1. 現行の規制

英国における現行のソフトダラー規制は、

FSA の業務行為規則である COB (Conduct of Business) 2.2.8 「ソフト・コミッション契約を用いるときの要件」に規定されている。

「ソフト・コミッション契約」とは、ソフトダラー契約を指す用語であるが、サードパーティーが提供する財・サービスが対象となっているため、フルサービス・ブローカレッジで運用会社に提供される財・サービスについてはソフトダラー規制が適用されない。

COB2.2.8 では、ソフトダラーを対価として提供できる財・サービスとして、①資産運用サービス、②指定投資物件<sup>4</sup>の取引若しくは評価に係るアドバイス、③指定投資物件に係るカストディ・サービス、④ポートフォリオのバリュエーション若しくはパフォーマンス測定に係るサービス、が規定されている。その上で、運用会社がそれらの財・サービスをソフトダラーで受け取る場合のディスクロージャー及び記録保持義務について規定している。

また、上記①～④に該当しないものの例として、旅行やエンターテイメント等のコスト、業務執行用コンピューター・ソフトウェア、従業員の給与などが挙げられている。

##### 2. FSA の規則案

FSA は、上記 CP176 及び二つのポリシー・ステートメントを経て、2005 年 3 月に発表した CP05/5 において、ソフトダラーに関する規則案を提示した。

FSA は、規則案の主旨として、①運用会社の支払う売買コミッションの用途を、売買執行とリサーチの購入に限定すること、②運用会社がコミッションで売買執行とリサーチの対価を支払う場合、この支払いに関する顧客へのディスクロージャーを確保すること、を挙げている。

規則案では、現行の COB2.2.8 「ソフト・コミッション契約を用いるときの要件」を削除し、替わって COB7.18 「ディーリング・

コミッションの利用」を新たに設けた。FSAはCP176以降、一貫して、ソフトダラーを対価として運用会社に提供される財・サービスについて、それが証券会社のインハウス・リサーチ（フルサービス・ブローカレッジ）であってもサードパーティーのリサーチであっても、経済効果は同じであるとの考えを示してきた。そこで、サードパーティーのみを対象とする「ソフト・コミッション」に替えて「ディーリング・コミッション」とすることで、フルサービス・ブローカレッジとサードパーティーによる財・サービスの提供とを同じ規制に服せしめることにしたのである。

以下では、CP05/5で提示された規則案(COB7.18)の内容を概観する。

### 1) 適用対象

規則案において対象とされる売買執行は、株式及び株式に係るワラント、オプション等であり、債券の売買執行は対象となっていない。但し、FSAは、債券市場でも株式の売買執行に係るソフトダラーと同様の利益相反が見られた場合、この立場を見直すとしている。

なお、国外の運用会社については、COB全般の運用方法に準じ、顧客の所在地に係わらず、英国で運用業務の認可を得た者に適用されるとしている。

### 2) 定義

前述の通り、規則案では「ソフト・コミッション」の用語は使われていない。その代わりに、①運用会社が運用資産に係る注文を証券会社に出し、②証券会社への支払いを顧客に転嫁し、③その見返りに、売買執行に追加して財・サービスを受ける、というかたちの取引を定義している。その上で、このような取引が認められる財・サービスの条件として、①売買執行に係わるもの、若しくは、②リサーチを構成するもの、の二つを規定し、ソフトダラーで提供することが認められる売買執行とリサーチの範囲を定めている。

## 3) 執行とリサーチ

### ・ 売買執行

運用会社が証券会社から受け取る財・サービスが「売買執行に係わるもの」とされるためには、当該財・サービスが、①個別の取引に係わるものであり、かつ、②ファンドマネージャーが投資判断を下した時点と取引が成立した時点との間に生じるもの、であることを条件としている。

PS04/23では、「売買執行に係わるもの」であるか否か微妙なものの例が四つ示されている。第一は、流動性や執行のタイミングに関するトレーディング・アドバイスであり、パブリック・コメントでは、それが売買執行にもリサーチにも含まれ得るとするコメントが複数寄せられた。FSAは、トレーディング・アドバイスがファンドマネージャーの投資意思決定後に行われ、個別の取引執行に付随するものであるときは、売買執行とすべきであるとした。

第二は、執行のクオリティを分析するソフトウェアなどのポスト・トレード分析である。FSAは、ポスト・トレード分析について、それが個別の投資判断に基づく売買執行よりも、投資判断の形成により深く係わるものとし、売買執行ではないとした<sup>5</sup>。

第三はカストディ業務である。FSAは、現行のソフトダラー規制においてカストディ業務がソフトダラーで提供できるサービスに含まれているものの、前段で述べた売買執行の条件①②を満たしていない上、2000年金融サービス・市場法において、カストディは売買執行とは別の規制業務と位置付けられているため、カストディを売買執行に含めないという立場を採っている。

第四は清算・決済である。FSAは、ポジションのネットティング、個別の取引に関するサブ・カストディアンとのやり取り、フェイルした取引のレポートリングなどは、何れも売買執行に該当する一方、清算・決済業務でカ

ストディ業務に近いと見られるものを売買執行に含めることについては否定的な立場を採っている。

・リサーチ

リサーチについては、財・サービスが「リサーチを構成するもの」である基準として、①ファンドマネージャーが投資判断を下す際に、新たな洞察を提供することによって、当該投資判断に価値を付加するものであること、②独自の考えを表し、以前に発表したものの繰り返しや焼き直しでないもの、③知的厳密さを有し、一般的ないし自明のことを示すに止まらないもの、④意味のある結論に到達するためのデータの分析・計算を含むもの、を規定している。

・ソフトダラーで提供できないもの

さらに、規則案では、「売買執行に係わるもの」にも「リサーチを構成するもの」にも該当しない財・サービスの例として、ポートフォリオのバリュエーション若しくはパフォー

マンス測定に係るサービス、専用電話回線、一般向けに公表されている情報、指定投資物件に係るカストディ・サービスで売買執行に付随するもの以外のもの、を現行の規定に追加している。（図表2参照）

3. ディスクロージャーの充実

FSA が提示する新しいソフトダラー規制体系の中核的な要素の一つにディスクロージャーの充実がある。

FSA は当初、CP176 において、運用会社がソフトダラーで売買執行以外の財・サービスを証券会社から得る場合、運用会社はその価格を決定し、同額を顧客資産にリベートすることを提案していた。これに関しては、資産運用業界から強い懸念が示された。多くの運用会社から寄せられたコメントでは、リベート案が実現すれば、そのコスト負担により英国の資産運用会社は国際的な競争力を失ってしまうとされた。

図表2 英国ソフトダラー規制の新旧比較

	現行	規則案
ソフトダラーで提供できる財・サービス	<ul style="list-style-type: none"> <li>・資産運用サービス</li> <li>・指定投資物件の取引若しくは評価に係るアドバイス</li> <li>・指定投資物件に係るカストディ・サービス</li> <li>・ポートフォリオのバリュエーション若しくはパフォーマンス測定に係るサービス</li> </ul>	<p>売買執行に係わるもの：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・個別の取引に係わるもの</li> <li>・ファンドマネージャーが投資判断を下した時点と取引が成立した時点との間に生じるもの</li> </ul> <p>リサーチを構成するもの：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ファンドマネージャーが投資判断を下す際に、新たな洞察を提供することによって、当該投資判断に価値を付加するもの</li> <li>・独自の考えを表し、以前に発表したものの繰り返しや焼き直しでないもの</li> <li>・知的厳密さを有し、一般的ないし自明のことを示すに止まらないもの</li> <li>・意味のある結論に達するためのデータの分析・計算を含むもの</li> </ul>
ソフトダラーで提供できない財・サービス	<ul style="list-style-type: none"> <li>・旅行やエンターテイメント等のコスト</li> <li>・セミナー参加費</li> <li>・刊行物の購読</li> <li>・業務執行用のコンピューター・ソフトウェア</li> <li>・専門家団体の会員費</li> <li>・事務用品などの購入若しくはレンタル</li> <li>・従業員の給与</li> <li>・直接的な金銭の支払い</li> <li>・専門的コンピューター・ソフトウェアに関連しないコンピューター・ハードウェア</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・旅行やエンターテイメント等のコスト</li> <li>・セミナー参加費</li> <li>・刊行物の購読</li> <li>・業務執行用のコンピューター・ソフトウェア</li> <li>・専門家団体の会員費</li> <li>・事務用品などの購入若しくはレンタル</li> <li>・従業員の給与</li> <li>・直接的な金銭の支払い</li> <li>・コンピューター・ハードウェア</li> <li>・ポートフォリオのバリュエーション若しくはパフォーマンス測定に係るサービス</li> <li>・専用電話回線</li> <li>・一般向けに公表されている情報</li> <li>・指定投資物件に係るカストディ・サービスで売買執行に付随するもの以外のもの</li> </ul>

(注) 「売買執行に係わるもの」「リサーチを構成するもの」は、全ての要件を満たさなければならない  
 (出所) 野村資本市場研究所作成

これに対し、PS04/13においてFSAは、現行の「年金基金ディスクロージャー・コード」(第一版)<sup>6</sup>の改正によるディスクロージャーの充実によって問題の解決を図るというIMA(Investment Management Association)の提案に理解を示し、まずは業界の自主性に委ねることとした。その上で、IMAの提示する「年金基金ディスクロージャー・コード」の改正案がコミッションの用途の透明性とアカウントビリティの向上に資するものでないとFSAが判断した場合は、CP176のリポート案を含めた規制措置を検討するとした。その後、FSAはIMAの取組みを評価する姿勢を示し、最終的な規則案ではリポート案を採用せず、ディスクロージャーの充実で対処することとなった。

規則案では、運用会社がソフトダラーを用いる場合、顧客との契約前、及び、契約成立後は少なくとも一年に一回、ソフトダラー契約の内容について顧客に開示することとしている。開示の内容については、IMA等業界団体の作成する基準を尊重するとしている。

これを受け、IMAは2005年3月、「年金基金ディスクロージャー・コード(第二版)」を発表した。第二版で新たに追加されたディスクロージャー項目は、①売買執行の数量とコミッションについて、(a)フルサービスの交渉レートで執行されたもの、(b)その他のレートで執行されたもの、(c)コミッションなしで執行されたもの、の内訳、②支払う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、③運用会社の全顧客資産に係る売買執行の手法と支払ったコミッションに関する情報、④特定の顧客の平均的コミッションのレートと全顧客のレートとの比較、である。

なお、IMAのディスクロージャー・コードには、レベル1ディスクロージャーとレベル2ディスクロージャーがある(これは第一版、第二版共通)。レベル1は、顧客資産の運用

に係る運用会社としての方針やプロセス等、定性面におけるディスクロージャーであり、レベル2は上記①～④を含む定量面でのディスクロージャーとなっている。また、レベル1は年一回、レベル2は半年に一回行うこととされている。

#### 4. リテール投信の扱い

前述の通り、英国におけるソフトダラー規制を巡る議論は、主に年金基金等の機関投資家向けの資産運用ビジネスを念頭に置いたものであるが、リテール向けの投資信託にも関係がないわけではない。FSAは、今回のソフトダラー規制がリテール投信の運用にも機関投資家の資産運用と同様の影響を及ぼすものと述べており、実際、FSAの規則案でも、リテール投信に係る規則の中にソフトダラー規制(COB7.18)を準用する規定を設けている。

しかしFSAは、PS04/13において、リテール投信の投資家はディスクロージャーの内容を理解する能力に欠ける場合もあり、また、それを利用して運用会社に圧力をかけることができる立場にはないため、規則案にあるディスクロージャーの充実だけでは不十分であるとの認識を示した。そして、IMAの調査を踏まえた上で、ファンドのガバナンスを強化することにより、リテール投資家の利益を保護するべきとした。

これを受け、IMAは2004年11月、ファンド・ガバナンスに関する調査結果<sup>7</sup>を発表した。IMAは、現行のファンド・ガバナンス規制が基本的には有効に機能しているとしつつ、技術的・細目的なものを含め23の提言をしている。FSAはCP05/5において、売買執行コミッションに係る取決めの受託銀行<sup>8</sup>への開示に関するIMAの提言を踏まえた上で検討を進めるとしている。

### 5. コミッション・シェアリング

ソフトダラー規制を巡る議論で、一つの争点となったのは「コミッション・シェアリング」の扱いであった。コミッション・シェアリングとは、顧客資産から支払われる売買執行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。サードパーティーの業者への配分率についても運用会社が指示する。（図表3参照）

FSAが行ったパブリック・コメントでは、コミッション・シェアリングを活用することによって、ソフトダラー規制の目的をある程度達成することができる、とのコメントが多く寄せられた。

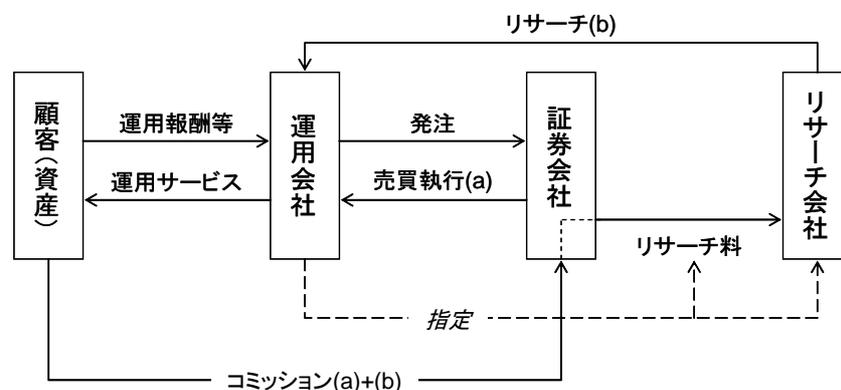
PS04/13では、コミッション・シェアリングの長所として、①リサーチの購入と売買執行の委託を分離することができ、②運用会社が特定の証券会社に一定量の注文を出すインセンティブを付与しないため、ソフトダラーの利用による利益相反や透明性の問題が生じないことを挙げている。

一方、コミッション・シェアリングの短所として、①その利用が広まれば、注文が一部の大手証券会社に集中する可能性があること、②フルサービス・ブローカレッジのリサーチ

は直接的には影響を受けないため、ソフトダラーの問題に対して限定的な効果しか期待できないこと、などを挙げている。FSAは、これらの短所の重要性に鑑み、コミッション・シェアリングがソフトダラーの利用によって生じる問題に対する部分的な解にしかならないとした。

しかし、FSAはPS04/23において、コミッション・シェアリングに対し、ややポジティブなスタンスにシフトしている。PS04/23におけるFSAのコミッション・シェアリングに対する認識として、①コミッション・シェアリングによって効率的な売買執行を行う一部の大手証券会社に注文が集中することにより、全体的な執行のクオリティが向上すること、②流動性の高い株式について大手証券会社に注文が集中することは、中小型株等のニッチ・マーケットで優れた執行能力を有する中小証券会社を除外するわけではないこと、③運用会社が一定量の注文を証券会社に出すインセンティブを生ぜしめないかたちでコミッション・シェアリングを構成することが可能であること、④運用会社が適切なリサーチ会社の選定と売買執行を行う証券会社の選定を分けられること、⑤サードパーティーの業者を利用するものであるため、独立系リサーチ会社の発展にも寄与するものであること、

図表3 コミッション・シェアリング



(出所) 野村資本市場研究所作成

が挙げられている。

以上を踏まえた上で、FSA は、以下の条件を満たすコミッション・シェアリングであれば認めるとしている。即ち、①運用会社の顧客が、コミッション・シェアリングの性質と目的を理解していること、②業界が定めるディスクロージャーの基準に則って、発生するコミッションについて開示すること、③運用会社にとって管理不能な利益相反を新たに生み出さないこと、という条件をコミッション・シェアリングに課しているのである。

なお、FSA は CP05/5 において、IMA の「年金基金ディスクロージャー・コード（第二版）」に沿ったディスクロージャーを行うことが、上記コミッション・シェアリングの条件①～③の充足に役立つとしている。

## 6. 独立系リサーチの扱い

ソフトダラー規制を巡る議論において、もう一つ争点になったのが、独立系リサーチ会社の扱いである。PS04/13 では、ソフトダラー規制のあり方次第では、独立系リサーチ会社が大手証券会社に対して競争上不利な立場に置かれるのではないかと懸念が示された。即ち、ソフトダラーが禁止され、運用会社が売買コミッションとは別に自らの出費でリサーチを購入しなければなくなると、運用会社が主要インデックス構成銘柄のリサーチしか購入しなくなり、中小型株を主な対象とする独立系リサーチ会社は大手証券会社に対して競争上不利な立場に置かれるのではないかというのである。FSA も、この点に関しては、運用会社が売買執行コミッションでリサーチの支払いを行うことを禁止すれば、ほぼ確実に独立系リサーチ会社を大手証券会社に対して競争上不利な立場に追いやり、多くの独立系リサーチ会社は当該ビジネスから退出せざるを得なくなる、との認識を示している。

FSA は規則案において、ソフトダラーを禁

止はせず、ソフトダラーの範囲を限定し、ディスクロージャーを充実させることによってソフトダラーを規制することとしたため、独立系リサーチ会社にとって最悪の事態は免れたと言えよう。

## V. 米国におけるソフトダラー規制を巡る議論

米国でも、英国同様、ソフトダラーの規制を巡る動きが進展している。その考え方や方向性は、ほぼ英国と同じであるが、議論の出発点が異なっている。前述の通り、英国におけるソフトダラーに関する議論は、機関投資家の資産運用に関する「マイナーズ報告書」が発端となったため、ホールセール分野が議論の中心となっている。

一方、米国におけるソフトダラーに関する議論は、投資信託の一般投資家に掛かるコストの問題などとの関連で、以前から綿々と続いてきたが<sup>9</sup>、2003年9月に発覚した投資信託の不正取引問題により、新たな枠組みの導入に向けた議論が再燃した。このような背景から、米国ではリテールの分野が議論の中心となっている。

現在、SEC のタスクフォースがソフトダラー規制について検討しており、2005年中葉に規則案を発表すると見られている。

### 1. 現行の規制

米国の現行規制では、1934年証券取引法第28(e)条がソフトダラーの利用に関するセーフハーバー・ルールを規定している。同規定では、証券会社が運用会社の投資意思決定に資するリサーチ若しくは執行サービスを提供する場合、運用会社は最も低い価格でない価格を提示する証券会社を通して売買を執行しても受託者責任違反に問われない、とされている。

この規定に関し、1976年のリリース<sup>10</sup>にお

いて SEC は、①商業目的で一般大衆に提供されるリサーチ等の財・サービスについてはソフトダラーで支払ってはならない、②サードパーティーのリサーチの提供に対してもソフトダラーで支払っても良い、との解釈を示した。

しかし、SEC は 1986 年のリリース<sup>11</sup>において、上記①の解釈を拡大し、運用者の投資意思決定に適法かつ適正な補助を提供するのはリサーチに含まれるとした。また、同リリースでは、ソフトダラーで受け取る財・サービスが、リサーチと運用会社の業務執行の両方に用いられる「混合利用（mixed-use）」について、運用会社がコミッションのうちリサーチとそれ以外の配分を誠実にを行ったことを示すことができれば、28(e)条のセーフハーバー・ルール<sup>12</sup>の適用を受けることができるとした。

## 2. 業界団体の提言

SEC は、2003 年 12 月、投資信託の売買執行コストのディスクロージャーに関するコンセプト・リリース<sup>12</sup>を発表した。同リリースは、ファンド資産から支払われる売買執行コミッションの一部がソフトダラーとしてリサーチ等の購入に充当される場合、運用会社と顧客との間に利益相反が生じる可能性がある<sup>13</sup>と指摘している。

このリリースを受け、各種業界団体が SEC に提言を行っている。ICI（Investment Company Institute）は、2003 年 12 月、ソフトダラーに係る規則の制定を SEC に求めるレター<sup>13</sup>において、サードパーティーのリサーチについてはセーフハーバー・ルールを適用すべきではないとした。また、ミューチュアルファンドの取締役の業界団体である MFDF（Mutual Fund Directors Forum）は、2004 年 7 月に発表したレポート<sup>14</sup>において、ソフトダラーそのものを廃止すべきとした。最も影響力が大きいのは NASD の提言で

あろう。NASD は、2004 年 11 月、ソフトダラー規制に関する提案書<sup>15</sup>を SEC に提出した。同提案書において NASD は、28(e)条のセーフハーバー・ルールそのものは維持されるべきとした上で、①リサーチの範囲を「知的な内容」を有するものに限定すること、②ファンドの取締役会が受け取るべきソフトダラーに関する情報を明確にすること、③ファンドの目論見書でソフトダラーに関するディスクロージャーを求めること、④様々な運用商品に係るソフトダラーの問題を検証すること、などを提言している。（次頁図表 4 参照）

NASD は同提案書において、サードパーティーのリサーチについては、ソフトダラーの対象外とするべきではないとした。その理由として、①多くのサードパーティーのリサーチ会社が提供する有用なリサーチへのアクセスの途を閉ざすこと、②中小の独立系リサーチ会社が、28(e)条のセーフハーバー・ルールの適用を受けるためにトレーディング・デスクを開設するという本末転倒な結果をもたらすこと、を挙げている。また、英国にあるように、コミッションが売買執行とリサーチでどのように配分されたかを開示する義務までは求めないこととした。その理由として、①それが膨大な時間・コストを要すること、②インハウスのリサーチの価格を割り出すのが困難であること、などが挙げられた。

## 3. 運用会社の対応

米国におけるソフトダラー規制を巡る議論が進展する中、ジャナス・キャピタル、MFS インベストメンツ、フィデリティ・インベストメンツなど一部の大手運用会社は、規制当局の動きを先取りし、自社のソフトダラーの見直しを行っている。

ジャナスは、2003 年 12 月、自社の投信不正取引問題への対応策<sup>16</sup>の中で、ソフトダラーをデータ端末とシステム等の支払いに利用することを止めると発表した。同社は、これ

図表4 NASDの提言

<p>○28(e)条におけるセーフハーバー・ルールの解釈を限定するべき</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ソフトダラーで提供できるリサーチは「知的な内容」を有するものに限るべき</li> <li>・以下のものはリサーチに含まれるべきではない             <ul style="list-style-type: none"> <li>-コンピューター・ハードウェア及びソフトウェア</li> <li>-電話回線</li> <li>-データ端末</li> <li>-新聞、雑誌、インターネットのニュース・サービス</li> <li>-ファンド計理サービス</li> <li>-議決権行使サービス</li> <li>-会社訪問の旅費</li> </ul> </li> </ul>
<p>○ソフトダラーの利用に関するファンド取締役会への更なるディスクロージャーを義務付けるべき (以下の情報をファンド取締役会に開示することを義務付けるべき)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ポートフォリオの回転率</li> <li>・発注先証券会社のリストと、それぞれに支払ったコミッションの金額</li> <li>・一株あたりの平均コミッション・レートと、それを証券会社別に見たもの</li> <li>・ソフトダラーを利用している証券会社の平均コミッション・レートと、利用していない証券会社との比較</li> <li>・それぞれの証券会社が提供するサードパーティーのリサーチの価格</li> <li>・コミッションで得られたサードパーティーのリサーチの価格</li> </ul>
<p>○ソフトダラーの利用に関する投資家への更なるディスクロージャーを義務付けるべき</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・詳細な定量的ディスクロージャーはファンド取締役会に対してなされるべき</li> <li>・ソフトダラーでサードパーティー若しくはインハウスのリサーチを得ている場合は目論見書で開示するべき (現行制度上、投資家に対しては、SAIにおいて証券会社の選定基準を開示することとなっている)</li> </ul>
<p>○様々な運用商品に係るソフトダラーの問題を検討するべき</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ヘッジファンド等にも、年金基金や投資信託と同じソフトダラー規制を課すべき</li> </ul>

(注) SAI (Statement of Additional Information) とは、投資家の要請に応じて配布する目論見書の追加情報  
(出所) 野村資本市場研究所

により年間 900 万ドルの追加コストが生じるとしている。<sup>17</sup>

MFS は、2004 年 3 月、投信の不正取引問題で傷ついた自社の信頼を回復するべく、ソフトダラーの利用を止めることを発表した。同社は、マーケット・データ及び一部のリサーチについてソフトダラーを止めることとした。フルサービス・ブローカレッジで得られるリサーチについては、コミッションを売買執行とリサーチに配分するのは困難との理由から、引続きソフトダラーを利用するとした。MFS は、これにより、年間 1,000 万～1,500 万ドルの追加コストが生じるとしている。<sup>18</sup>

フィデリティは 2004 年 6 月に、ソフトダラーの利用を一部止めることを発表した。同社は、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により、初年度で 4,000 万ドル～5,000 万ドルの追加コストがかかるという。一方、リサーチについては、従来通りソフトダラーを利用するとしている。フィデリティは、同社の株式投信が 2003 年

に支払った 8.2 億ドルの売買執行コミッションのうち、1.6 億ドルがソフトダラーとしてリサーチとマーケット・データに充当されたとしている。<sup>19</sup>

#### 4. SEC タスクフォースにおける議論

SEC が 2004 年春に事務局レベルで結成したソフトダラー問題に関するタスクフォースは、上記 ICI と MFDF の提言を却下したと言われている<sup>20</sup>。一方、上記 NASD の提言について、SEC 投資管理局長のポール・ロイ氏は、それを詳しく検討し、参考にするとしている<sup>21</sup>。

SEC のタスクフォースにおいて、具体的などのような議論が交わされているかは不明であるが、SEC 高官による各種コンファレンス等での発言から、その内容を垣間見ることができる。

SEC 委員長のウィリアム・ドナルドソン氏は、2005 年 3 月の上院銀行・住宅・都市政策委員会において、同タスクフォースが、①

リサーチの範囲の限定、②ファンドの取締役会及びファンド投資家へのディスクロージャーの強化、の二点について検討を加えていると発言している。また、リサーチが証券会社のインハウス・リサーチであっても独立系リサーチ会社が提供するものであっても、ソフトダラーに関しては同様の問題を提起するものであるため、規制上は同等の扱いをするべきとしている。<sup>22</sup>

また、SEC 投資管理局のナンシー・モリス氏は、2005 年 3 月の業界団体のコンファレンスにおいて、SEC のタスクフォースで争点となっている事項として、①単なる数字とされるデータとリサーチとされるデータの境界がどこにあるか（例えば、ブルームバーグのカスタマイズされたデータがソフトダラーにおけるリサーチと言えるか）、②「混合利用」への規制強化、を挙げている。<sup>23</sup>

## VI. おわりに

上記の通り、英国 FSA の規則案は、ソフトダラーそのものを禁止することはせず、ソフトダラーの範囲の明確化とディスクロージャーの充実によって、ソフトダラーに付随する利益相反や透明性の問題に対処するアプローチを採っている。FSA は、規則案へのコメントを踏まえ、2005 年第三四半期に最終規則を策定する予定である。また、リテール投信のガバナンスについても、2005 年第三四半期にコンサルテーション・ペーパーを纏めるとしている。

一方の米国 SEC は、2005 年中葉にソフトダラーに関する規則案を発表すると見られている。上記のドナルドソン氏の発言からすると、SEC のソフトダラー規制に関する基本路線は、英国 FSA とほぼ同一と見ることができよう。ただし、上記モリス氏によると、SEC の規則案では、コミッションが執行とリサーチでどのように配分されたかを開示す

る義務は含まれないとしており、英国と異なるアプローチを採る部分もあるものと思われる。

<sup>1</sup> 本稿では、売買執行を行う証券会社から見た第三者機関を指す。

<sup>2</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」『資本市場クォータリー』2001 年夏号参照。

<sup>3</sup> CPI176 及び OXERA の調査の詳細については、林宏美「英国における株式売買委託手数料の見直しの動き—公表された FSA のコンサルテーション・ペーパー—」『資本市場クォータリー』2003 年夏号を参照。

<sup>4</sup> 2000 年金融サービス・市場法（規制業務）指令に規定される証券若しくは契約に基づく投資であり、株式、債券、ワラント、集団投資スキームの持分、オプション、先物などを指す

<sup>5</sup> ポスト・トレード分析については、規則案でも執行に含まれないものの例として挙げられている。

<sup>6</sup> IMA “Pension Fund Disclosure Code”（2002 年 5 月）。「マイナーズ報告書」を受け、運用会社が年金基金に対して取引コストを開示する際のガイドラインとして策定された。詳細については、前掲林宏美論文参照。

<sup>7</sup> IMA “Review of the Governance Arrangements of United Kingdom Authorised Collective Investment Schemes (Consultation Draft)”

<sup>8</sup> オープンエンド投資会社の場合。契約型投信であるユニットトラストの場合はトラスティ。

<sup>9</sup> 詳細については、橋本基美「ソフトダラー管理体制のあり方」『資本市場クォータリー』1999 年夏号参照。

<sup>10</sup> SEC Release No. 34-12251（1976 年 3 月 24 日）

<sup>11</sup> SEC Release No. 34-23170（1986 年 4 月 23 日）

<sup>12</sup> Concept Release: Request for Comments on Measures to Improve Disclosure of Mutual Fund Transaction Costs

<sup>13</sup> Request for Rulemaking Concerning Soft Dollars and Directed Brokerage. なお、同レターでは、ソフトダラーの他にディレクテッド・ブローカレッジに関する提言も含まれている。

<sup>14</sup> Best Practices and Practical Guidance for Mutual Fund Directors

<sup>15</sup> Report of the Mutual Fund Task Force “Soft Dollars and Portfolio Transaction Costs”

<sup>16</sup> 他には、投信の解約手数料を 1% から 2% に引き上げること、会長と CEO を分離することなどが盛り込まれた。

<sup>17</sup> The Wall Street Journal “Funds Curb Use of ‘Soft Dollars’ ---End to Practice of Paying Brokers for Goods, Services Comes Ahead of SEC Steps”（2004 年 1 月 22 日）

<sup>18</sup> The Wall Street Journal “MFS Ends ‘Soft Dollar’

---

Payments on Concerns Over Ethics” (2004年3月16日)

<sup>19</sup> The Wall Street Journal “Fidelity Toughens Up Against Soft Dollars For Market Data --- Fidelity to Cease paying Extra to Get Data From Brokers” (2004年6月28日)

<sup>20</sup> Pensions & Investments “Soft-dollar task force set to issue recommendations” (2004年9月20日)

<sup>21</sup> Remarks before the ICI 2004 Securities Law Development Conference

<sup>22</sup> Congressional Testimony by Federal Document Clearing House “State of the Securities Industry – William H. Donaldson” (2005年3月9日)

<sup>23</sup> Pensions & Investments “SEC proposes soft-dollar breakout” (2005年3月7日)