



日本FIX委員会 トレーディングサミット 2008

市場規制の動向と
バイサイドトレーディングへのインパクトを探る
～Reg NMS, MiFID, 金商法の比較において～

大和住銀投信投資顧問株式会社
業務・IT企画部 立川敦夫



本日のアジェンダ

- ▶ 金融商品取引法の制定とその進捗
- ▶ 運用財産相互間取引(クロス取引)
- ▶ コミッションシェアリングアレンジメント



1. 金融商品取引法の制定とその進捗



(1) 金融庁の政策～目的

- 目指すべき金融・資本市場の姿
 - 家計部門が保有する1,500兆円の金融資産等を有効に活用する
少子高齢化--- 国ではなく、個人による資産形成を醸成
 - 金融サービス業が経済における中核的役割を果たす。
製造業の成長力低下---安い労働力(近隣アジア諸国)



(1) 金融庁の政策～金融商品取引法の制定

◆ 制度を含むインフラの整備

- ・ 厚みのある市場

→ JDR、プロ向け市場、ETF、商品先物、J-REIT多様化、ファンドの誘致 etc

- ・ 金融イノベーションを促進する法令-金融商品取引法

- ・ ベターレギュレーション

- ・ 税制、人材教育、都市機能

金融商品取引法

◆ プレーヤーの果たすべき役割

- ・ 取引所 : 新商品の整備

- ・ 上場企業 : 内部統制制度(J-SOX法)

- ・ 個人投資家 : 金融リテラシーの向上

- ・ 機関投資家 : 受託者責任、公的年金改革

市場強化プラン

????



(2) 金融商品取引法

◆ 厚みのある市場

- 個別・縦割り規制のすき間

⇒ 包括的・横断的なルール

(証券取引法、金融先物取引法に集団投資スキームを含む)

◆ 金融商品取引業者

- 第1種金融商品取引業
- 第2種金融商品取引業
- 投資運用業
- 投資助言・代理業

◆ 一般投資家・特定投資家

- 一般投資家 (個人投資家の利用者保護)
投信販売時の説明強化 — 金融リテラシーの向上
- 特定投資家
機関投資家の運用柔軟化、海外投資家誘致



(3) 金融商品取引法の主なポイント

◆J-SOX法 第24条の4の4

◆適合性の原則

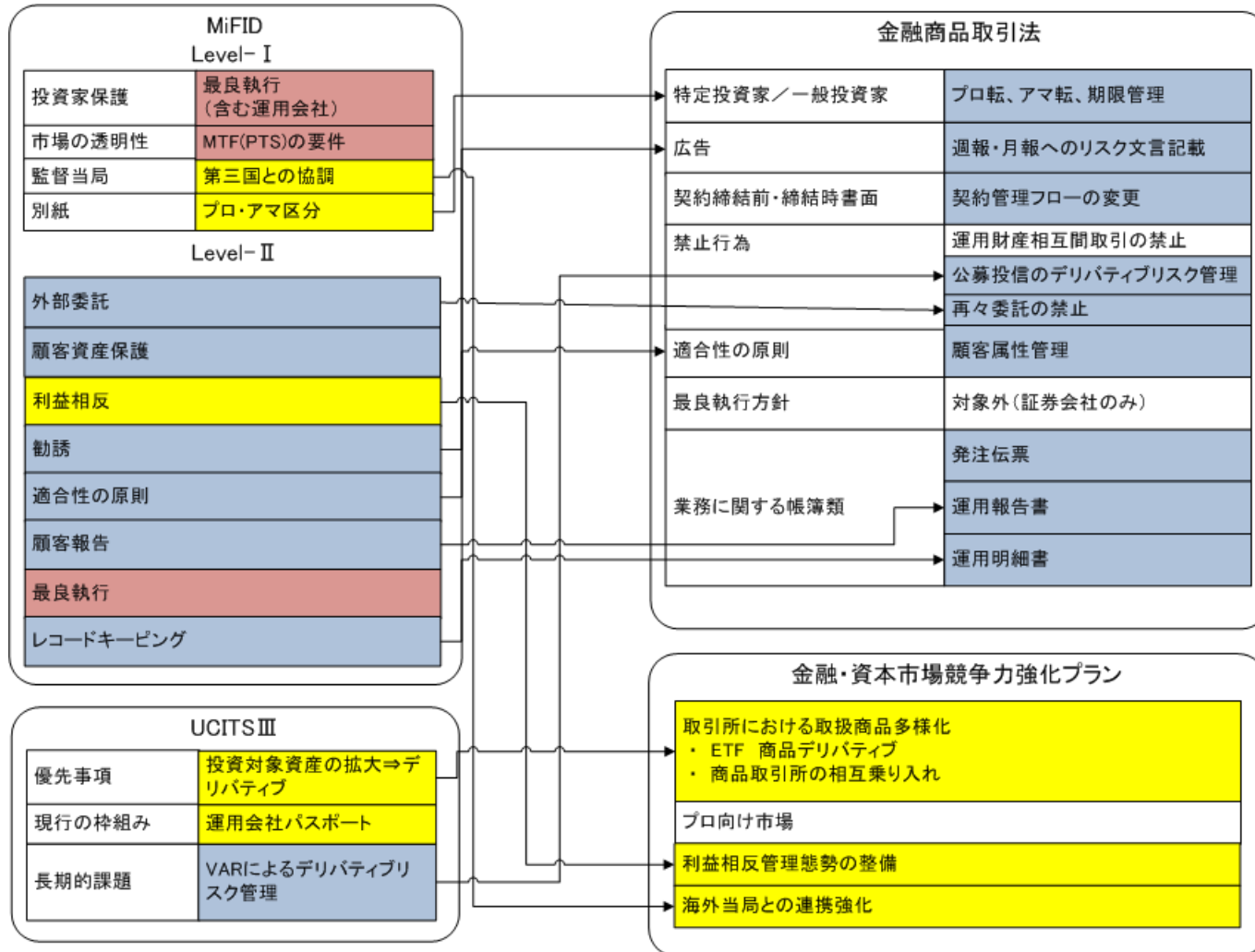
◆最良執行方針 — —（投資運用業は含まれない）

◆禁止取引 — —運用財産相互間取引

◆業務に関する帳簿類 — —発注伝票



(4) MiFIDと 金融商品取引法





(5) 金融商品取引法・市場強化プランの進捗

- ◆ I. 信頼と活力のある市場の構築
 - 外国株式の取引機会拡大(JDR(日本版預託証券)の流通制度の整備)
 - J-REIT(不動産投資信託)への海外不動産の組入れ解禁
 - 現物拋出型ETF(上場投資信託)の多様化
 - ETFの更なる多様化(商品先物等を投資対象とするETFの解禁)
 - プロ向け市場の創設

- ◆ II. 金融サービス業の活力と競争を促すビジネス環境の整備
 - 海外のファンドマネジャー誘致のためのPE(恒久的施設)リスクの排除
 - 銀行・保険会社グループの業務範囲の拡大
 - 兄弟会社の商品現物取引等の解禁
 - 本体に対する排出量取引の解禁
 - 子会社・兄弟会社に対するイスラム金融の解禁

- ◆ 非伝統的市場の創設は進むが...
東京市場の国際化は、⇒ 機関投資家マーケットの活性化無くしてありえない



2. 運用財産相互間取引(クロス取引)



(1)運用財産相互間取引(クロス取引)とは

- ◆ 運用財産相互間取引(クロス取引)
 - ブローカークロス取引
証券会社に売りと買いをセットで発注する
 - 内部クロス取引
証券会社を利用せずに、ファンド間の直接取引により売買を執行する
- ◆ 禁止行為
区別なく禁止



(2)適用除外取引

- ◆ 金融商品取引業等に関する内閣府令 129条
 - 運用を終了させる場合
 - 資産の保有額又は保有割合に係る制限(契約、法令上の顧客ガイドライン)を超えることを避けるために行う場合
 - 当該取引を行うことが必要かつ合理的と認められる場合

- ◆ 金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針
 - 異なるファンドマネージャーの投資判断に基づく売りと買いの注文についてトレーダーが執行する取引
 - 寄付前に、売りと買いの注文の双方を成行注文で発注する取引
 - ゼラ場において、その発注時刻に相当程度の間隔がある取引
 - システム的に運用するインデックスファンドに係る取引等
 - 個別の取引に係る発注のタイミング及び価格等が、投資一任業者以外の第三者に委ねられることとなる、VWAP取引や計らい取引等



(3)運用会社における課題

◆ 最良執行 vs. 運用財産相互取引

◆ 良くある事例

- 執行中の成行売注文(未出来)に対して、結果的に買注文が同値で約定する
- ブローカーアルゴリズムで執行中の売注文(未出来)に対して、結果的に買注文が同値で約定する
⇒適用除外 ホ 「投資一任業者以外の第三者に委ねられる」では？
- 同一運用ファンド(モデル運用ファンド)のリバランス取引の際、ファンドへの資金入出金の違いによって、反対売買が発生する。

⇒米国の事例(Triggering Eventによっては適用除外)



～復習～

◆ 金融商品取引法業者の最良執行方針

投資運用業者は対象外

◆ 投資運用業者の義務

忠実義務、善管注意義務



(4)米国における内部クロス取引規制①

- ◆ 投資会社（投資信託） SEC Rule 17(a)-7, Investment Companies Act
同一の運用会社が運用する投資会社間の取引は原則不可、
ただし、以下の場合は取引を行うことができる
 - 市場価格が容易に入手可能であること
 - 独立した、市場の現在価格により執行されること
 - 投資会社の運用方針と整合的であること
 - 手数料が支払われないこと



(4)米国における内部クロス取引規制②

- ◆ エリサ法ファンド(年金基金)
利益相反に当たるため、原則不可。主に2つの規制の制約

- ◆ エージェンシークロス取引規制 SEC Rule 206(3), Investment Advisors Act, 運用会社がブローカー業務を行う場合の規制
 - 手数料を徴収しない場合は、ブローカーとして取引することに当たらない

- ◆ エリサ法406(b) ~ 禁止取引の包括/個別適用除外 PTE 86-128
 - 労働省の示す包括適用除外
 - ✓ インデックスファンド、モデルドリブンファンドの場合
 - ✓ 終値、手数料徴収不可、客観的配分
 - ✓ Triggering Event(構成銘柄変更等の理由)
 - 個別適用除外
 - ✓ Wells Fargo, State Street, Northern Trust, Fidelity 等が申請
 - アクティブファンドの内部クロス取引は禁止



(5)日本におけるクロス取引の普及に向けて

- ◆米国でも原則不可、但し
運用の実態を反映した適用除外事例の見直し、要望が求められる

(追加例)

1. モデルドリブンファンドへの解釈の拡張
「系統的に運用するインデックスファンド」
⇒ コンピュータプログラム等により運用するインデックス、
モデルドリブンファンド
2. アクティブファンドについての検討
⇒「資金の出入りに伴うファンド時価総額の増減に伴う場合」
⇒「リバランス時から3営業日以内の執行、
執行後3営業日はクロス取引不可」
⇒「売買数量は、過去3カ月の売買回転率の *** % 以内」



3. コミッションシェアリングアグリーメント (CSA)



(1)CSAの必要性

◆ 日本での必要性

- 運用会社の最良執行の実現 -- 今まさにベストタイミングへ
-- 各種執行サービスの発展と、さらなる普及の見込み
DMA、アルゴリズム、クロッシングサービス
-- 執行サービスだけを提供する証券会社の台頭
発注証券会社数の削減による発注の効率化
- 求められる日本の国際化
外国人投資家比率の上昇
海外での開示規制への対応、外国人投資家からの日本の印象
- リサーチサービスが受けられなくなる懸念
UKでは逆の現象が発生

◆ 特徴

- ソフト手数料と執行手数料についての受託者責任論は欧米程ではない
- 最良執行、リサーチアクセスの開拓、ブローカー数集約等が動機



(2)米国、英国でのCSA

◆ Commission Sharing Agreement (CSA) UK

- FSA Policy Statement 05/9 2006年1月施行
2006年6月末までにCSAの新ルールへの準拠のための改訂を求めた。
 - ・運用会社の手数料は「執行」と「リサーチ」の購入に限定
 - ・運用会社による手数料支払実績のディスクローズ
 - ・執行とリサーチの付加価値を高める
 - ・リサーチ業者の競争を促進する
- 07/11 のMiFIDの施行とともにCSAの導入が更に加速

◆ Client Commission Agreement (CCA) USA

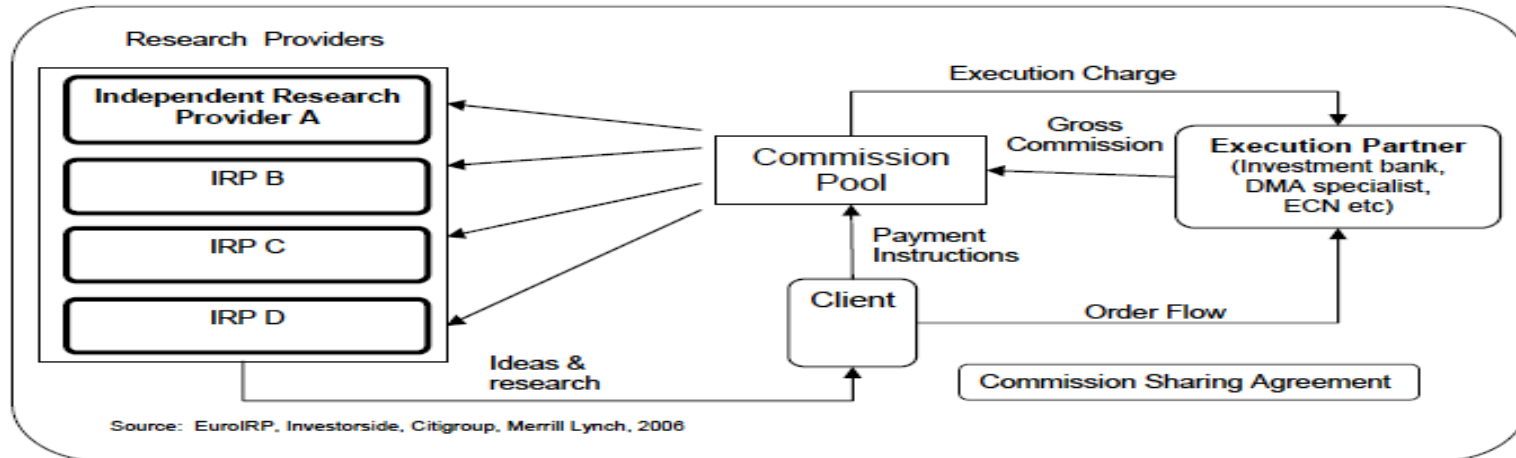
CSAの利用はまだUKほど盛んではないが、一定の進展がみられる

- SEC Rules 28(e)
受託者責任に抵触することなく購入できるセーフハーバールール
- SEC No Action Letter
「コミッションプールは”手数料”としての性格を失っている」との解釈

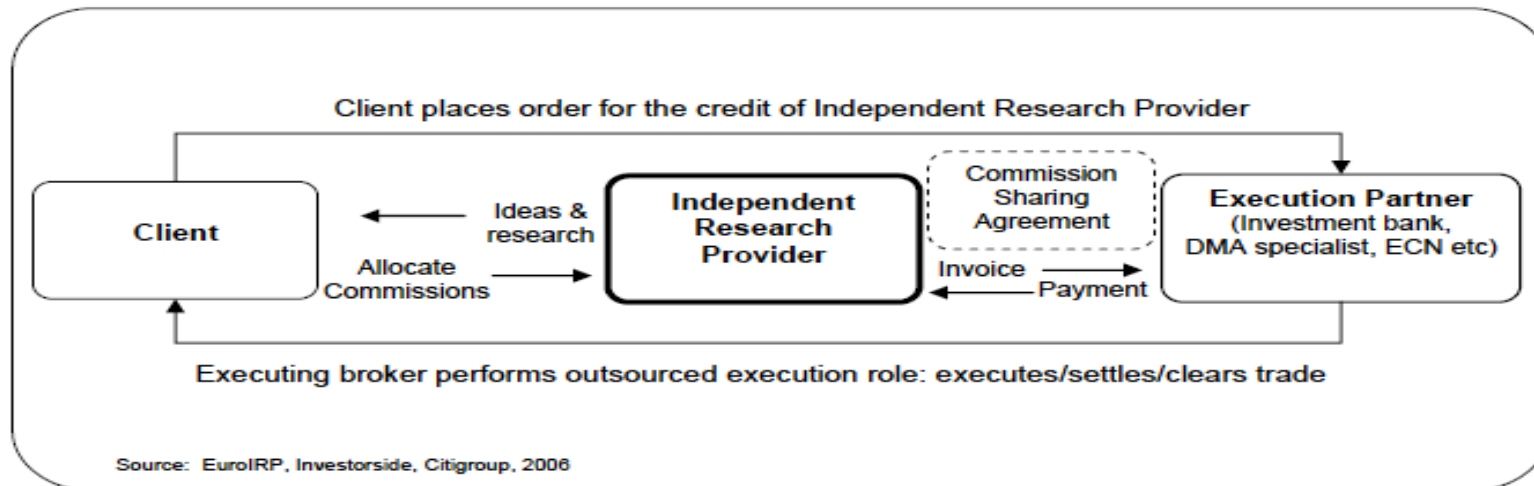


(3) CSAのスキーム

"Pooled" CSA structure



Individual CSA structure





(4)UKにおける年金基金へのディスクロージャー規制

Investment Management Association

APPENDIX 3

IMA COMPARATIVE DISCLOSURE TABLE

How commissions paid have been generated and how they have been used

Report for: **Client A**

Asset type:

Analysis of Trading in period

Counterparty	Total (£)	Of which:		
		% Net	% with Commission	
			At Full Service Rate	At Other Rates
1				
2				
9				
10				
Other				
ALL				
	(a)	(b)	(c)	(d)

←

Firm-Wide Comparators				
All (Equity/Bond/Other) Trading	100%	%	%	%
Client A Trades	100%	%	%	%
Average Firm-Wide Commission Rate (bp)				
Client A Average Commission Rate (bp)				

Sources of Commissions Paid (£)

Uses of Commissions Paid (£)

At Full Service Rate (£)	At Other Rates (£)	Total Paid Out (£)	Of which:			
			For Execution (£)		Other ¹ (£)	
			Retained by Executing Broker	Paid to Third Parties	Retained by Executing Broker	Paid to Third Parties
(a)	(f)	(g)	(h)	(i)	(j)	(k)

→

←

%	%	100%	%	%	%	%
%	%	100%	%	%	%	%
		XXbp				
		XXbp				

¹ Other is research.



(5)日本の取組み状況

- ◆ Senior Management Arrangements, Systems and Controls (SYSC), FSA Handbook
 - 10章 利益相反 --利益相反の種類
 - (5)顧客以外の者から、当該顧客へ提供するサービスに関連して、通常の手数料や費用以外の金銭、財貨またはサービスの形で利益を得ているか、または将来得ることになるかどうか---ソフト手数料を意味する。
 - 利益相反ルールはまさに施行令など詳細が発表される見込みだが
 - ◆ 金融商品取引法等の一部を改正する法律 (2008/6/6)
 - 証券・銀行・保険会社間のファイアーウォール規制の見直し
証券会社・銀行・保険会社の間での役職員の兼職規制を撤廃
 - 利益相反管理体制の構築
証券会社・銀行・保険会社による、利益相反管理のための体制の整備
- 利益相反ルールにソフトダラー議論は盛り込まれるだろうか？



(6)日本におけるCSAの普及に向けて

◆ パラダイムシフトの認識

総合証券の課題 ⇒ 執行サービス、リサーチサービス共に高度化が望まれる
中小証券のメリット⇒ 執行, ITインフラがなくても特徴あるリサーチで活路

◆ 規制緩和 vs. 枠組み ~ 検討すべき課題

以下を含む業界団体による自主規制やガイドラインが必要となろう。

- 対象となるリサーチの定義
- 対象となる証券の定義
- リサーチの具体的条件
 - 売買発注、投資意思決定に関与するものは可
 - 一般的事実は不可 等
- 運用会社の顧客への開示方法、開示タイミング(事前、事後)
- ブローカー評価方法
- 運用会社には社内規定の策定を求める



本日のまとめ



まとめ①

- ◆サブプライム問題以降
M&A 案件の減少、投資銀行業務の縮小
⇒ 伝統的 資産運用会社は変わらない

むしろ

- ◆「貯蓄から投資へ」
個人投資家への投資信託の普及
年金運用の重要性
⇒ 伝統的 資産運用会社の重要性はますます高まる
- ◆機関投資家マーケットが東京市場を活性化する触媒たるか



まとめ②

◆ 金融商品取引法

機関投資家マーケットの競争力強化・国際化の施策の欠如

◆ 東京市場の活性化、信頼性の確保

1. 流動性の向上

⇒ 最良執行の実現による流動性の供給

⇒ 外国人売買動向に左右されない、国内機関投資家売買高の醸成

⇒ 外国人投資家による更なる投資の活性化

2. 代替市場の発展

⇒ 執行力の高い証券が執行することでより流動性が供給される

⇒ リサーチ、執行の2分化の必要性

◆ 日本において金融サービス業、特に運用会社が中核的役割を担うには、

1. 海外からのファンドマネージャーを誘致しやすい環境

⇒ 国際標準、わかりやすい規制

2. アジアの中で、日本に運用会社を置くメリット

⇒ 国境を越えた投資信託の組成・販売

⇒ JDR、プロ向け市場：独立系リサーチ業者

リサーチ、執行の2分化が加速

最良執行方針
(投資運用業)

クロス取引

CSA