

2016年2月25日 全7頁

# リサーチ費用のアンバンドリング（分離明確化）

## 【MiFID II】ブローカー手数料の範囲内でのリサーチ購入の是非(欧州)

金融調査部 主任研究員  
鈴木利光

### [要約]

- 目下、欧州の金融市場では、MiFID IIの掲げる「投資家保護の強化」の一環として、リサーチ費用のアンバンドリング（分離明確化）が大きな関心事となっている。
- MiFID IIは、顧客との間の利益相反を防止すべく、投資会社による第三者のリサーチの購入を原則として禁止している。
- もっとも、MiFID IIの細則を策定する欧州委員会にその助言をする立場にある欧州証券市場監督局（ESMA）は、①投資会社の自己負担による購入、又は②投資会社の管理する“research payment account”を通じた購入の場合に限り、これを認める旨提案している（ESMA提案）。
- 上記②は、現在の慣行にならって顧客から預かる運用手数料に基づくリサーチの購入が可能である点は明確であるものの、ここ数年来欧米で普及しつつあるCSA（Commission Sharing Agreement）との親和性の有無が論点となっている。
- 英FCAによる解釈によれば、ブローカー手数料の範囲内でのリサーチの購入を前提としている現行のCSAは、ESMA提案の下では認められない。もっとも、最近の報道では、現行のCSAのままでも許容される可能性が指摘され始めている。
- なお、MiFID IIはEUを拠点とする投資会社・ブローカーを対象とする規制であることから、欧州におけるリサーチ費用のアンバンドリングの規定が日本の投資会社・ブローカーに直接関係するケースは少ないものと思われる。
- しかし、欧州、とりわけ英国における議論は、ゆくゆくはグローバル・スタンダードに影響を与える傾向があり、日本でも同様の議論が推し進められることになる可能性はあろう。
- 現に、「伊藤レポート」（2014年8月）では、リサーチ費用のアンバンドリングについて、「セルサイド・アナリストの企業評価能力の向上や短期志向化の改善に向けて、欧米で広がっているCSA（中略）も検討に値しよう」と言及している。

## [目次]

■ <u>1. はじめに</u> .....	2
■ <u>2. MiFID II : リサーチ費用のアンバンドリング (ESMA 提案段階)</u> .....	2
■ <u>3. CSA とは</u> .....	3
■ <u>4. MiFID II : CSA の是非 (ESMA 提案段階)</u> .....	5
■ <u>5. リサーチの評価方法</u> .....	5
■ <u>6. 今後の見通し</u> .....	5
■ <u>7. 日本へのインプリケーション</u> .....	6

## 1. はじめに

目下、欧州の金融市場では、リサーチ費用のアンバンドリング（分離明確化）が大きな関心事となっている。

そのきっかけとなっているのが、MiFID II / MiFIR である。これは、EU 版の金融商品取引法にあたる “Markets In Financial Instruments Directive (Directive 2004/39/EC)” (2007 年 11 月施行) の改訂版である。間接適用の Directive (MiFID II) と直接適用の Regulation (MiFIR) の 2 部構成となっている。2014 年 6 月に公布され、2017 年 1 月から適用が開始する予定となっている<sup>1</sup>。

このうち、MiFID II の掲げる「投資家保護の強化」の一環として、リサーチ費用のアンバンドリングが問題となっているのである。

本稿では、この点に関する議論の概要を簡潔に紹介する。

## 2. MiFID II : リサーチ費用のアンバンドリング (ESMA 提案段階)

MiFID II は、投資会社による第三者のリサーチ<sup>2</sup>の購入を原則として禁止している<sup>3</sup>。これは、リサーチ費用を巡って、投資会社と顧客との間の「利益相反」が推定されるためである。

ここでいう利益相反には、大きく分けて二つの意味がある。一つは、間接的に顧客資産によって支払われるリサーチ費用が本当に顧客のために用いられているかが不透明な点である。いま一つは、この不透明性と相まって、投資会社が自社の都合に合う（顧客からの取引注文を促進する）リサーチを提供するブローカーを選別する可能性がある点である。

<sup>1</sup> 欧州委員会は、適用時期を 1 年遅らせ、2018 年 1 月からとすることを提案している（2016 年 2 月 10 日）。なお、段階的導入の経過措置は提案されていない。

<sup>2</sup> エクイティ・リサーチに限定されず、FICC (Fixed Income, Currencies and Commodities) リサーチも含まれる。

<sup>3</sup> MiFID II の原文では、リサーチに限定しているわけではなく、“investment firm shall...not accept and retain fees, commissions or any monetary or non-monetary benefits paid or provided by any third party...in relation to the provision of the service to clients” (MiFID II 24 (7) (8)) としている。リサーチは、ここでいう “non-monetary benefits” に含まれる。

もつとも、MiFID II / MiFIR の細則を策定する欧州委員会にその助言をする立場にある欧州証券市場監督局（ESMA）は、次の①又は②の場合に限り、投資会社による第三者のリサーチの購入が例外的に認められるとする旨の提案（以下、「ESMA 提案」）をしている<sup>4</sup>。

**【ESMA 提案：投資会社による第三者のリサーチの購入が例外的に許容される場合】**

- ①. 投資会社の自己負担による購入<sup>(※)</sup>
- ②. 投資会社の管理する独立の“research payment account”を通じた購入（次の a～e が要件）
  - a. 顧客ごとに事前に合意した予算を設定し、拠出。リサーチ費用は、顧客の取引量及び/又は取引価格に連動させない。
  - b. 予算管理の徹底（定期的な評価、シニア・マネジメントの監督、監査）
  - c. “research payment account”の運営責任の徹底
  - d. 購入するリサーチのクオリティ管理の徹底（評価方針を顧客に配布）
  - e. 顧客への開示の徹底（事前・事後）

(※) 顧客の運用手数料への転嫁の可能性が見込まれる。

(出所) ESMA 資料を参考に大和総研金融調査部制度調査課作成

上記①に不明瞭な点はないが、これを採用する投資会社はあまりないものと思われる。

これに対して、上記②は、現在の慣行にならって顧客から預かる運用手数料に基づくリサーチの購入が可能である点は明確であるものの、ここ数年来欧米で普及しつつある“CSA”との親和性の有無が論点となっている。

そこで、まず、“CSA”の概要を紹介したうえで、その上記②との親和性の有無を確認する。

### 3. CSA とは

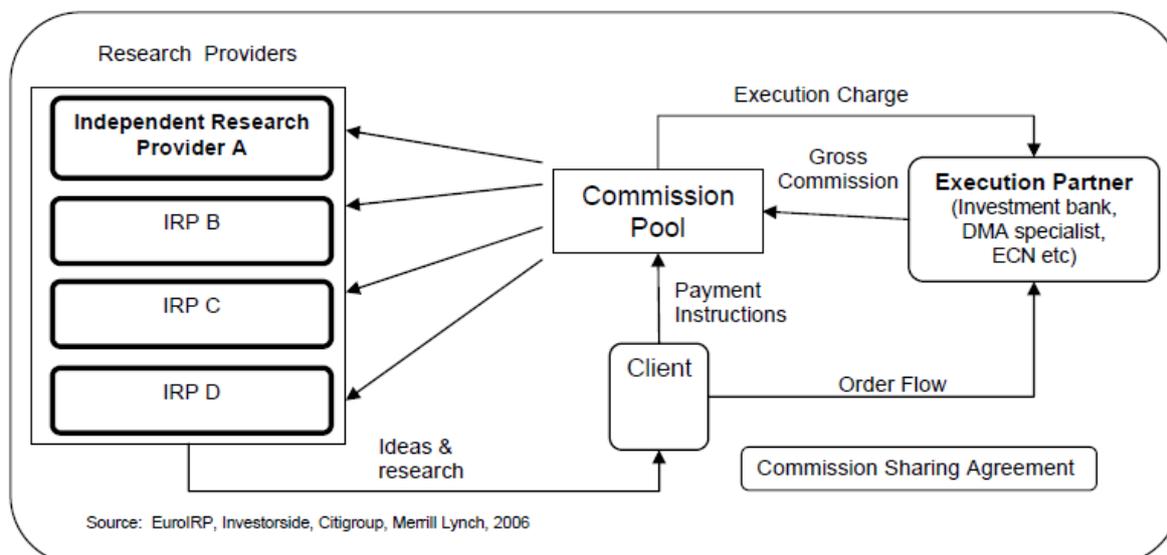
CSA (Commission Sharing Agreement or Commission Sharing Arrangement) とは、有価証券の売買執行 (Execution) と、その投資判断に資するリサーチへの支払いを分離する仕組みをいう (図表参照)。

投資会社は、CSA を提供するブローカーに対し、支払ったブローカー手数料をどのようにリサーチ・プロバイダーへ配分するかを指示する。

<sup>4</sup> ESMA “Final Report ESMA’s Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR” (2014年12月) 参照。この提案は、MiFID II の “Minor non-monetary benefits that are capable of enhancing the quality of service provided to a client and are of a scale and nature such that they could not be judged to impair compliance with the investment firm’s duty to act in the best interest of the client must (shall) be clearly disclosed and are excluded” (MiFID II 24 (7) (8)) という箇所を明確化するものである。

CSA は、英国の「ソフトダラー規制」<sup>5</sup>や、最良執行義務（‘best execution’ obligation）を明文化した EU の MiFID を機に、欧米で定着している。特に欧州では、ブローカー手数料（dealing commission）のおよそ 40% 強（英国ではおよそ 70%）を CSA が占めているという<sup>6</sup>。

図表 CSA



(注 1) DMA = Direct Market Access（ブローカーが自社の発注システムを投資家に貸し出し、直接注文ができるようにするサービス）

(注 2) ECN = Electronic Communication Network（私設取引システム）

(注 3) ここでいう“Client”は、投資会社を指す。

(注 4) 厳密にいうと、“Research Providers”には、“Independent Research Providers”のみならず、ブローカー（“Execution Partner”）も含まれる。

(出所) Euro IRP “A Guide to Commission Sharing Arrangements (CSAs) in the United Kingdom and Client Commission Arrangements (CCAs) in the United States” (2007年5月)

CSA の普及により、投資会社は、CSA を提供する取引先ブローカーに支払ったブローカー手数料の範囲内で、当該ブローカー以外のリサーチ・プロバイダーからのリサーチ購入が可能となっている。その結果、リサーチのクオリティが問われるようになったためか、投資会社の取引先ブローカーの数が徐々に減少してきているという<sup>7</sup>。また、金融危機を受けた株式の売買委託手数料の減少と相まってか、セルサイド・アナリストの数がピーク時の 2007 年から半減したという<sup>8</sup>。

<sup>5</sup> 「ソフトダラー」とは、ブローカーが投資会社に対し、有価証券の売買執行に加え、調査レポートなどのサービスを提供し、その一部を売買委託手数料の中にもめる慣行をいう。旧英国金融サービス機構（FSA）のソフトダラー規制は、①ソフトダラーの充当範囲を、売買執行と、投資判断に直接関係するリサーチに制限したうえで、②ソフトダラーの利用に係る開示を充実させている（2005年7月合意、2006年1月施行）。さらに、英国金融行為規制機構（FCA）はこのルールを明確化し、ソフトダラーをコーポレート・アクセス・サービス（ブローカーが投資会社に対し、投資先候補となる企業とのミーティングをアレンジするサービス）の購入に充てることを禁止している（2014年5月合意、同年6月施行）。

<sup>6</sup> Edison and Frost Consulting “The future of equity research”（2014年1月）参照

<sup>7</sup> 脚注 6 に同じ

<sup>8</sup> 脚注 6 に同じ

## 4. MiFID II : CSA の是非 (ESMA 提案段階)

それでは、ESMA 提案のうち、“research payment account”を通じたリサーチの購入オプション (p. 3②参照) は、現行の CSA を許容しているだろうか。

ESMA 提案は、CSA を経由することにより、リサーチ費用と売買委託手数料のアンバンドリング自体は、可能となることを認めている。

しかし、現行の CSA では、リサーチ費用を巡る利益相反への手当てが不十分であるとしている。というのも、現行の CSA では、リサーチ費用が取引量に連動しているからである<sup>9</sup>。したがって、現行の CSA では、リサーチ費用の適切な配分がなされていないとしている。

英国金融行為規制機構 (FCA) による ESMA 提案の解釈は、より明確である。すなわち、“research payment account” は、新たな独立した支払手段であり、ESMA 提案はブローカー手数料の範囲内でのリサーチの購入を禁止している。したがって、ブローカー手数料の範囲内でのリサーチの購入を前提としている現行の CSA は、ESMA 提案の下では認められないとしている<sup>10</sup>。

## 5. リサーチの評価方法

それでは、ESMA 提案の下では、投資会社はリサーチ費用をどのように決めるべきだろうか。真っ先に思い浮かぶのは、投資会社による「ブローカー評価」である。

FCA は、このブローカー評価の欠陥を指摘している。すなわち、CSA にあっては、ブローカー評価は各々のリサーチ・プロバイダーへの評価を金額で示すものではなく、CSA プールの配分の割合 (%) を示すに過ぎない。そして、現行の CSA においては、リサーチ費用が取引量に連動しているところ、ブローカー評価のプロセスもそこに組み込まれている。また、ブローカー評価はランキング・ツールとなっており、個別のリサーチへの評価が見えないばかりか、ブローカーによる「接待合戦」の原因となっているとしている<sup>11</sup>。

もっとも、ESMA 提案では、リサーチの評価方法については一切言及していない。この点については、ESMA 提案の最終化へのプロセスとともに、これから議論が深まることになるだろう。

## 6. 今後の見通し

前述したように、ESMA 提案の下では、現行の CSA は認められないという見方がある。

<sup>9</sup> 例えば、取引量の 15bp をブローカー手数料とした場合、そのうちの 7bp を売買執行に、8bp をリサーチに配分するようなケースが考えられる (Invest Management Association “The Use of Dealing Commission for the Purchase of Investment Research” (2014年2月) 参照)。

<sup>10</sup> FCA “Feedback statement on DP14/3 - Discussion on the use of dealing commission regime” (2015年2月) 参照

<sup>11</sup> FCA DP14/3 “Discussion on the use of dealing commission regime” (2014年7月) 参照

しかし、最近の報道では、ESMA 提案に基づくリサーチ費用のアンバンドリングの実施の困難を理由として、現行の CSA のままでも許容される可能性が指摘され始めている<sup>12</sup>。こうした報道を裏付けるように、Bloomberg が主催したセミナー “MIFIDII: SPOTLIGHT ON INDEPENDENT RESEARCH”<sup>13</sup>では、出席した投資会社の 57%が、今後のリサーチの購入手段として、CSA を通じた購入を見込んでいる（残りの 43%が、独立のリサーチ費用又は自己負担での購入を見込んでいる）<sup>14</sup>。

なお、同セミナーの出席者（投資会社及びプロバイダー）の 68%が、今後 3 年間でリサーチ費用が減額すると見込んでいる（うち 41%が 20%超の減額を見込んでいる）<sup>15</sup>。

また、同セミナーの出席者は、独立のリサーチ・プロバイダーに MiFID II の恩恵があるのではないかとしており、69%が独立のリサーチ・プロバイダーの数の増加を予想している<sup>16</sup>。

最後に、同セミナーの出席者は、予期せぬ結果への懸念として、54%が小規模企業に関するリサーチ・カバレッジの減少を予想している<sup>17</sup>。

## 7. 日本へのインプリケーション

日本の金融市場では、リサーチ費用のアンバンドリングは求められていない。

また、MiFID II / MiFIR は EU を拠点とする投資会社・ブローカーを対象とする規制であることから、欧州におけるリサーチ費用のアンバンドリングの規定が日本の投資会社・ブローカーに直接関係するケースは少ないものと思われる。

しかし、日本のブローカーが EU 拠点の投資会社にリサーチを提供するケースでは、MiFID II に基づくリサーチ費用のアンバンドリングへの協力を求められることになる。

加えて、欧州、とりわけ英国における議論は、ゆくゆくはグローバル・スタンダードに影響を与える傾向があり、日本でも同様の議論が推し進められることになる可能性はあろう。

現に、経済産業省が 2014 年 8 月に公表した『『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト（伊藤レポート） 最終報告書』では、リサーチ費用のアンバンドリングについて、次のように言及している。

「セルサイド・アナリストの企業評価能力の向上や短期志向化の改善に向けて、欧米で広がっている CSA（コミッション・シェアリング・アレンジメント）も検討に値しよう。従来、機関投資家は証券会社のリサーチに対する対価を、売買執行の対価と合わせて支払っていたが、年金

<sup>12</sup> FT.com “EU rules demand transparent research fees”（2015 年 12 月 14 日）等参照

<sup>13</sup> 2016 年 1 月 27 日開催（ロンドン）

<sup>14</sup> Integrity Research Associates “Recent Poll Expects New European Regulation to Cut Research Spending”（2016 年 2 月）参照

<sup>15</sup> 脚注 14 に同じ

<sup>16</sup> 脚注 14 に同じ

<sup>17</sup> 脚注 14 に同じ

基金のコストの透明性を図る等の観点から、コミッションにおけるリサーチと売買執行を『アンバンドリング』し、リサーチに対する対価を別建てで支払う CSA の利用が欧米で増加している。リサーチの対価がより厳密に測定されることで、リサーチの質・量の向上が期待されるとともに、独立アナリスト会社の発展を促す可能性もある。」

以上