

2016年8月15日 全8頁

# リサーチ費用のアンバンドリング、CSAの流用可？

## 【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（EC）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独立の“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（EC 法案）。
- 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。
- EC 法案によれば、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であっても、“research payment account”の資金調達に流用することは可能である。
- 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]

■ 1. はじめに	2
■ 2. MiFID II : リサーチ費用のアンバンドリング (EC 法案段階)	2
■ 3. CSA とは	3
■ 4. MiFID II : CSA の是非 (EC 法案段階)	5
■ 5. リサーチの評価方法	6
■ 6. コーポレート・アクセスの位置付け	6
■ 7. 今後の見通し	7
■ 8. 日本へのインプリケーション	8

## 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、2018 年 1 月から適用開始の予定となっている<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<sup>2</sup>。

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

MiFID II は、投資会社による第三者のリサーチ<sup>3</sup>の購入を原則として禁止している<sup>4</sup>。これは、リサーチ費用をめぐって、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

<sup>1</sup> 公布当初よりも適用時期を 1 年遅らせている。

<sup>2</sup> 本稿は、以下の大和総研レポートのアップデート版である。

◆ 「リサーチ費用のアンバンドリング (分離明確化)」 (鈴木利光) [2016 年 2 月 25 日]

([http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/financial/20160225\\_010659.html](http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/financial/20160225_010659.html))

<sup>3</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>4</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。

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。

もともと、MiFID II / MiFIR の細則を策定する欧州委員会（EC）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、「EC 法案」）をしている<sup>5</sup>。

**【EC 法案：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>(※1)</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. 顧客と事前に合意した予算を設定<sup>(※2)</sup>し、資金を調達。リサーチ費用は、取引量及び/又は取引価格（以下、「取引金額」）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（第三者へのアウトソース可）
  - 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）

(※1) 顧客の運用手数料への転嫁の可能性が見込まれる。

(※2) リサーチ費用が予算を上回ることがあってはならない。上回った場合、超過分は投資会社の自己負担となる。逆に予算が余った場合、リベートとしてキックバックするか、翌年度の予算に持ち越す。

(出所) EC 資料を参考に大和総研金融調査部制度調査課作成

リサーチ購入の原資が自社の収益であるという点で、上記①（以下、「自己負担オプション」）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（以下、「RPA オプション」）は、現在の慣行にならって顧客から預かる運用手数料を原資とした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

<sup>5</sup> EC ウェブサイト参照

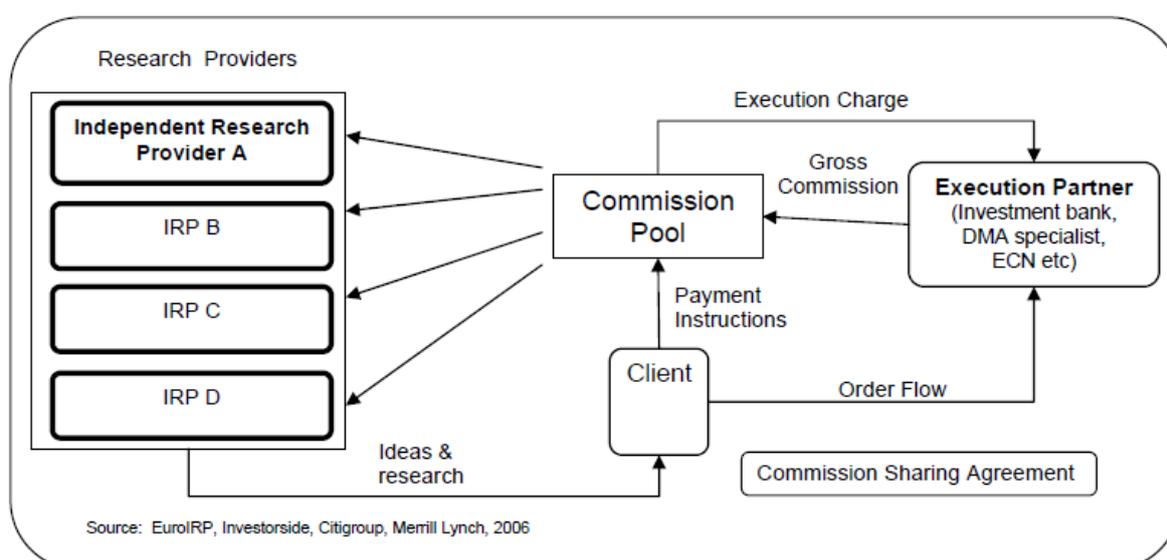
([http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/isd/mifid/160407-delegated-directive\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/isd/mifid/160407-delegated-directive_en.pdf))。EC 法案は、MiFID II の “Minor non-monetary benefits that are capable of enhancing the quality of service provided to a client 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。

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アンバンドリングする仕組みをいう（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。現行の CSA では、リサーチ費用が取引金額に連動している。例えば、取引金額の 15bp をブローカー手数料とした場合、そのうちの 5bp を売買執行に、10bp をリサーチに配分するようなケースが考えられる<sup>6</sup>。

CSA は、英国の「ソフトダラー規制」<sup>7</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%）が CSA を経由しているという<sup>8</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

<sup>6</sup> Investment Management Association “The Use of Dealing Commission for the Purchase of Investment Research” (2014年2月) 参照

<sup>7</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を含める慣行をいう。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ソフトダラーの内訳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）。これを可能とすべく、FSAは、CSAの導入を奨励している。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（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>8</sup> Edison and Frost Consulting “The future of equity research” (2014年1月) 参照

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>9</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、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>10</sup>。

#### 4. MiFID II : CSA の是非 (EC 法案段階)

それでは、EC 法案のうち、RPA オプション (p. 3②参照) は、CSA の流用を許容しているだろうか。

自己負担オプション (p. 3①参照) とは異なり、RPA オプションには、(i) 「リサーチ購入の資金調達」、(ii) 「リサーチの評価 (リサーチ費用の決定)」、(iii) 「顧客への開示」という三段階のステップがある。EC 法案は、このうち、(ii) 「リサーチの評価 (リサーチ費用の決定)」については、これを取引金額に連動させることを禁じている (p. 3②a 参照)。これに対して、(i) 「リサーチ購入の資金調達」については、これを取引金額に連動させることを禁じていない<sup>11</sup>。

したがって、EC 法案は、現行の CSA であっても、その仕組みを、RPA オプションにおける (i) 「リサーチ購入の資金調達」に流用すること自体は許容している。

もともと、現行の CSA は、RPA オプションの要件を全て満たしていないことが常であることから、一定の補強・改定が必要である。とりわけ、(ii) 「リサーチの評価 (リサーチ費用の決定)」については、現行の CSA ではリサーチ費用が取引金額に連動しているのに対して、EC 法案ではこれを禁じているため、この点を改定することが不可欠となっている。

この点を改定する方法は、すでに実在する例として示されている。それは、リサーチ費用に上限を設定してこれを予算として事前に払い込み、リサーチ費用がその上限に到達した段階で、執行レートのみで取引をする方法である<sup>12</sup>。前述の例 (p. 4 参照) でいうと、投資会社は、これまで通り、取引金額の 15bp をブローカー手数料とし、そのうちの 5bp を売買執行に、10bp をリサーチに配分する。この 10bp の積み上げが、事前に予算として払い込まれているリサーチ費用の上限に到達した段階で、ブローカー手数料は取引金額の 15bp から 5bp に切り替わる。この方法をもって、CSA の流用が RPA オプションにおける (ii) 「リサーチの評価 (リサーチ費用の決定)」の要件を満たすと考えられている<sup>13</sup>。

このように、一定の補強・改定を前提として、RPA オプションは CSA の流用を許容しているといえる。したがって、RPA オプションには、CSA を流用しないタイプ (以下、「ピュア RPA モデ

<sup>9</sup> 脚注 8 に同じ

<sup>10</sup> 脚注 8 に同じ

<sup>11</sup> EC 法案 13 条 3 項参照

<sup>12</sup> FSA “Conflicts of interest between asset managers and their customers: Identifying and mitigating the risks” (2012 年 11 月) 参照

<sup>13</sup> FT.com “New rules have created a research headache for fund managers” (2016 年 5 月 8 日) 参照

ル)」と、CSA を流用するタイプ（以下、「修正 CSA モデル」）の二通りが存在するということになる。ピュア RPA モデルの場合、“research payment account” は投資会社が提供・運営することになる。これに対して、修正 CSA モデルの場合、“research payment account” はブローカーが提供・運営することになる。

## 5. リサーチの評価方法

それでは、EC 法案のうち、RPA オプションを採用する場合、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。前述の (ii) 「リサーチの評価（リサーチ費用の決定）」の問題であり、修正 CSA モデルであれば事前に払い込まれる予算をどのように決めるべきか、という問題である。

ここで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 にあつては、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（修正 CSA モデルであれば事前に払い込まれる予算）を金額で示すものではなく、CSA プールの配分の割合（%）を示すにすぎない。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>14</sup>。

もともと、EC 法案では、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、EU 加盟国における MiFID II の自国ルール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ろう。

## 6. コーポレート・アクセスの位置付け

ここまで、EC 法案における「リサーチ費用のアンバンドリング」を説明してきたが、そもそもここでいう「リサーチ」にはどのようなものが含まれるのだろうか。

EC 法案によると、「リサーチ」には、金融商品等の資産やこれらの発行体に係る見解を提供するものが含まれる。この「見解」は、投資戦略、実証的意見（現在又は将来の価値・価格に関する）、分析、オリジナルな洞察、結論等であり、投資会社の投資判断に資するものをいう。最新の経済統計、企業の財務情報若しくはイベント情報等に関する短期のマーケット・コメントにすぎないものは、「見解」に該当せず、結果として「リサーチ」には含まれない<sup>15</sup>。

それでは、コーポレート・アクセスは「リサーチ」に含まれるだろうか。

コーポレート・アクセスとは、「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

<sup>14</sup> FCA DP14/3 “Discussion on the use of dealing commission regime”（2014年7月）参照

<sup>15</sup> EC 法案前文（28）（29）参照

ーティングをアレンジするサービス」をいう<sup>16</sup>。狭義のミーティングのアレンジに加えて、カンファレンスやフィールド・トリップのアレンジもこれに含まれる。

これ自体は「リサーチ」に該当しないことが明らかであると言っていいだろう。現に、英国金融行為規制機構（FCA）のガイダンス（以下、「FCA ガイダンス」）は、ブローカー手数料（ソフトダラー）をコーポレート・アクセスの購入に充てることを禁止している<sup>17</sup>。すなわち、FCA ガイダンスによれば、ブローカーによるコーポレート・アクセスの提供はブローカー手数料で賄われないため、その対価の原資は顧客の運用手数料ではなく投資会社の収益である。

EC 法案では、リサーチの評価方法と同様、コーポレート・アクセスの位置付けについても一切言及していない。したがって、この点についても、EU 加盟国における MiFID II の自国ルール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。その際には、先行する FCA ガイダンスの解釈が一つの指針となるだろう。

## 7. 今後の見通し

前述したように、EC 法案では、一定の補強・改定を前提として、CSA の流用が認められる。

これを踏まえているかのように、EC 法案の公表に先立って Bloomberg が主催したセミナー“MIFID II: SPOTLIGHT ON INDEPENDENT RESEARCH”<sup>18</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>19</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>20</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>21</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>22</sup>。

<sup>16</sup> 脚注 7 (p. 4) 参照

<sup>17</sup> FCA PS14/7 “Changes to the use of dealing commission rules: feedback to CP 13/7 and final rules” (2014 年 5 月) 及び脚注 7 (p. 4) 参照

<sup>18</sup> 2016 年 1 月 27 日開催 (ロンドン)

<sup>19</sup> Integrity Research Associates “Recent Poll Expects New European Regulation to Cut Research Spending” (2016 年 2 月) 参照

<sup>20</sup> 脚注 19 に同じ

<sup>21</sup> 脚注 19 に同じ

<sup>22</sup> 脚注 19 に同じ

## 8. 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。また、日本の投資会社が EU 拠点の顧客（年金基金等）の資産を直接預かって運用するケースでは、規制ではなく、顧客のリクエストとして、リサーチ費用のアンバンドリングを求められる可能性が考えられる。

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