

2017年9月26日 全14頁

# リサーチ費用のアンバンドリング、日本への影響

## 【MiFID II】「リサーチ」の定義とコーポレート・アクセスの扱い

金融調査部 研究員 是枝 俊悟

### [要約]

- 2018年1月3日からEUではMiFID IIが施行される。MiFID IIが規定する「投資者保護の強化」の一環として、投資会社に執行費用とリサーチ費用のアンバンドリング（分離明確化）を要求しており、この施行が欧州の大きな関心事となっている。
- MiFID IIでは、投資会社が投資一任サービスを提供する場合等に、第三者からあらゆるフィー、コミッション、金銭的利益・非金銭的利益を受領することを原則禁止している。MiFID II施行後のリサーチ費用の扱いは、2017年3月に公表された欧州委員会の指令（以下、EC指令）等により明確化された。すなわち、投資会社がリサーチを有償で購入できるのは①投資会社の自己負担、または②RPA (research payment account) を通じた購入に限られる。投資会社が無償でリサーチを受領できるのは、③MNMB (minor non-monetary benefits) と認められる場合に限られる。
- コーポレート・アクセス（投資家と発行体の経営陣が対話する機会の提供）をリサーチに含むか否かはEC指令では断定しておらず、各国で対応が分かれている。英国は、コーポレート・アクセスはリサーチに含まないと明記した。他方、フランスは、知的付加価値の高いミーティングについては「リサーチ」に該当し、RPAからの支払いも認められるとした。
- 英国を中心とした欧州では、従前よりリサーチ費用のアンバンドリングが進められており、投資会社によるリサーチについての選別意識が強まってきている。MiFID IIにより、この動きがさらに加速し、セルサイドのアナリスト数やカバレッジが減少する一方で、投資会社のインハウス・リサーチや独立の（ブローカー業務を行わない）リサーチ・プロバイダーが増加することも予想される。
- 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、日本企業が直接の規制対象となることは少ない。しかし、日本の証券会社であっても、EU域内にある投資会社とのビジネスを行う上で、リサーチ費用と執行費用を分離した手数料体系を提示するよう求められることも想定される。
- EU域内の投資会社が日本の証券会社から「コーポレート・アクセス」の提供を受けることにも制約が生じる可能性がある。MiFID IIの施行は、日本の上場企業にとっても、IR活動や情報発信のあり方を見直す機会になり得るだろう。

■ 1. <u>はじめに</u> .....	2
■ 2. <u>MiFID II ～投資会社の第三者からの利益受領を原則禁止</u> .....	2
■ 3. <u>EC 指令・ESMA の Q&amp;A ～リサーチへの規制の明確化</u> .....	4
■ 4. <u>MiFID II ・ EC 指令実施のための各国法令</u> .....	8
■ 5. <u>施行による欧州市場への影響</u> .....	11
■ 6. <u>施行による日本へのインプリケーション</u> .....	13

## 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 MiFID I “Markets In Financial Instruments Directive (Directive 2004/39/EC)” (2007 年 11 月施行) の改訂版である。

MiFID II / MiFIR は、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。MiFIR は、直接 EU 域内の金融機関等を規制する法令であるのに対し、MiFID II は EU 加盟各国にこれに基づいた国内の実施法令の制定を義務付けるもので、EU 域内の金融機関等は各国の実施法令によって規制される。

MiFID II / MiFIR は 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>。MiFID II (および後述する EC 指令 (委員会委任指令)) が求める各国の実施法令も 2017 年 7 月までに揃い、MiFID II 施行の準備が整った。

このうち、MiFID II の掲げる「投資者保護の強化」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。

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 ～投資会社の第三者からの利益受領を原則禁止

MiFID II の本文では、リサーチ費用について直接言及していない。リサーチ費用に係る規制は、MiFID II の利益相反防止規定から求められているものである。リサーチ費用に係る規制の前提として、まず、MiFID II の利益相反防止規定について説明する。

MiFID II では、(最終) 投資者を保護するために、金融商品の組成 (製造) から販売に至るまでの一連のインベストメント・チェーンの各過程において利益相反の防止や適合性原則の遵守

<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、CSA の流用可？」(鈴木利光) [2016 年 8 月 15 日]  
([https://www.dir.co.jp/research/report/law-research/financial/20160815\\_011158.html](https://www.dir.co.jp/research/report/law-research/financial/20160815_011158.html))

などに実効性を持たせるための各種の規定が設けられている。

MiFID II の投資者保護規制の1つとして、投資会社が独立の立場から投資助言を提供する場合、および投資会社が投資一任サービスやポートフォリオ・マネジメント・サービス<sup>3</sup>を提供する場合において、投資会社は第三者からあらゆるフィー、コミッション、金銭的利益・非金銭的利益を受領することを原則禁止している（第24条第7項・第8項）。

投資者の顧客資産を預かって運用を行う投資会社が、当該顧客資産の運用に関して（顧客以外の）第三者から利益を受ける場合、投資会社は顧客の最善の利益のために行動するのではなく、自己が第三者から受ける利益を優先する「利益相反」が懸念される。このため MiFID II は、投資会社と顧客の利益相反の原因となり得る、あらゆる利益の受領を原則として禁じているのである。

一般論として、投資会社が第三者から受ける利益には、金銭的利益のみならず、「非金銭的利益」も考えられる。例えば、投資会社の運用担当者が特定のブローカーへの発注と引き換えに豪華な接待を受けていれば、顧客の利益より自己が受ける利益を優先しているものとみられるだろう。

このため、MiFID II では、投資会社が第三者から金銭的利益を受けることだけでなく、「非金銭的利益」を受けることも原則として禁止している。ただし、MiFID II では「非金銭的利益」を授受できる場合として例外を2つ定めている。

1つめは、顧客に提供するサービスの質が向上でき、顧客の最善の利益のために行動するという投資会社の義務の遵守を損なわないと判断される、非金銭的利益のうち影響力がごく小さいもの（minor non-monetary benefits、以下、**MNMB**）である。MNMB については、明確な開示を条件に受領が認められると規定した（第24条第7項・第8項）。例えば、カンファレンスに出席した際に提供される簡素な（reasonable *de minimis* value）茶菓（food and drink）などがこれに該当する<sup>4</sup>。

2つめは、投資会社が投資サービスの提供に関連して第三者との間でフィー・コミッション・非金銭的利益を授受するもののうち、顧客に提供するサービスの質を向上させることを目的とし、かつ、顧客の最善の利益に従って誠実かつ公平にプロとして行う投資会社の義務の遵守を損なわないものである。これについては、当該授受する利益の存在と金額（または金額の計算式）について顧客に事前に開示し、必要に応じて事後開示も行うことで、当該授受が認められると規定した（第24条第9項、以後、本レポートでは「**事前開示費用**」と呼ぶ）。

<sup>3</sup> ポートフォリオ・マネジメントとは、顧客からの委任に基づいて、顧客毎に1以上の金融商品を含むポートフォリオを裁量運用することをいう（MiFID II 第4条第1項第8号）。

<sup>4</sup> EC 指令(3. で後述する)の第12条第3項にて例示されている。

### 3. EC 指令・ESMA の Q&A～リサーチへの規制の明確化

#### (1) 「リサーチ」も原則として授受が禁止される「非金銭的利益」に含まれる

投資会社がブローカーや独立リサーチ会社から受領（購入）する「リサーチ」について、MiFID II で禁止されるべき「非金銭的利益」の受領、または第三者との利益の授受に該当するのか、という問題がある。

この点について、MiFID II / MiFIR の細則を策定する欧州委員会（EC）は、2017 年 3 月 31 日に委員会委任指令（以下、EC 指令）<sup>5</sup>を制定し、MiFID II において授受が認められるフィー・コミッション・金銭的利益・非金銭的利益の範囲を明確化した。また、ESMA（欧州証券市場監督局）は MiFID II および EC 指令について Q&A<sup>6</sup>を公表し、説明を行っている。

EC 指令では、リサーチは「非金銭的利益」の中の「誘因報酬（inducement）」に該当するととして、MiFID II において第三者との授受を原則禁止とした（EC 指令前文(27)）。

仮にそのリサーチが無償であったとしても、原則として投資会社は受領を禁止される。これは、次の理由による。

ESMA は、「ポートフォリオマネージャーが、より価値の高いリサーチを入手するためにブローカーの割高な執行手数料を許容する慣習がある」とし、その上で、「より価値のあるリサーチ・サービスに『無料』でアクセスするために、(当該リサーチ・サービスを提供するブローカーに) 執行を発注したり、顧客資産の『回転売買』を行ったりするかもしれない」<sup>7</sup>と指摘している。すなわち、無料で提供を受けるリサーチであっても、投資会社と顧客との間の利益相反を生じさせる懸念があるというわけである。

#### (2) 「リサーチ」の定義

MiFID II で規制対象となる「リサーチ」の定義は、EC 指令および Q&A によって明確化されている。

EC 指令では、「1 以上の金融商品、他の資産、金融商品の発行体および潜在的発行体、特定の市場や産業に関する見解を提供する素材やサービス」で「投資戦略を明示的または暗示的に推奨または示唆し、資産や商品の現在または将来の価値について実証的な見解を示すもの」を「リサーチ」とした（EC 指令前文(28)）。

<sup>5</sup> 下記の EC ウェブサイト参照。

(<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0593&from=EN>)

<sup>6</sup> ESMA “Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics” 本レポート執筆時点で、最終更新は 2017 年 7 月 10 日（リサーチに関する部分の最終更新は 2017 年 4 月 4 日）。  
[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349\\_mifid\\_ii\\_qa\\_on\\_investor\\_protection\\_topics.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_qa_on_investor_protection_topics.pdf)

<sup>7</sup> ESMA “Consultation Paper MiFID II/MiFIR”（2014 年 5 月）の 2.15 より引用。カッコ内は筆者が補足した。  
[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-549\\_-\\_consultation\\_paper\\_mifid\\_ii\\_-\\_mifir.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-549_-_consultation_paper_mifid_ii_-_mifir.pdf)

すなわち、分析対象について「1以上の金融商品、他の資産、金融商品の発行体および潜在的発行体、特定の市場や産業」としており、株式に限定していない。ESMAのQ&Aでは、マクロ経済分析やFICC（債券・通貨・コモディティ）の分析についても、原則として「リサーチ」に含まれるものと説明している（Q&A・7のQ8, Q9）。

ESMAは、単なるミーティングのアレンジを受けることそのものは「リサーチ」には該当しないとしたが、コーポレート・アクセス（投資家と発行体の経営陣が対話する機会の提供）全般について「リサーチ」に含めないとまでは断定せず、EU加盟各国に裁量の余地を残した（Q&A・7のQ7）。各国の対応については、4.で後述する。

### (3) 例外として「リサーチ」を購入・受領できる場合

EC指令は、投資会社がブローカーや独立のリサーチ・プロバイダーから「リサーチ」を購入・受領することを原則として禁止しているが、例外として、図表1の①または②の場合においては、投資会社による第三者のリサーチの購入（受領）を認める旨、各国規定を定めるべきとしている（第12条）。

また、内容としては「リサーチ」にあたるとしても、MiFID IIの第24条で定められている「MNMB」に該当するならば無償で受領することが認められている（図表1の③）。

図表1 MiFID II・EC指令により第三者のリサーチ購入・受領が許される場合

- 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RPA（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、取引量および/または取引価格（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. RPAの管理責任の徹底（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）
- ③. MNMBに該当するものの無償での受領

(※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。

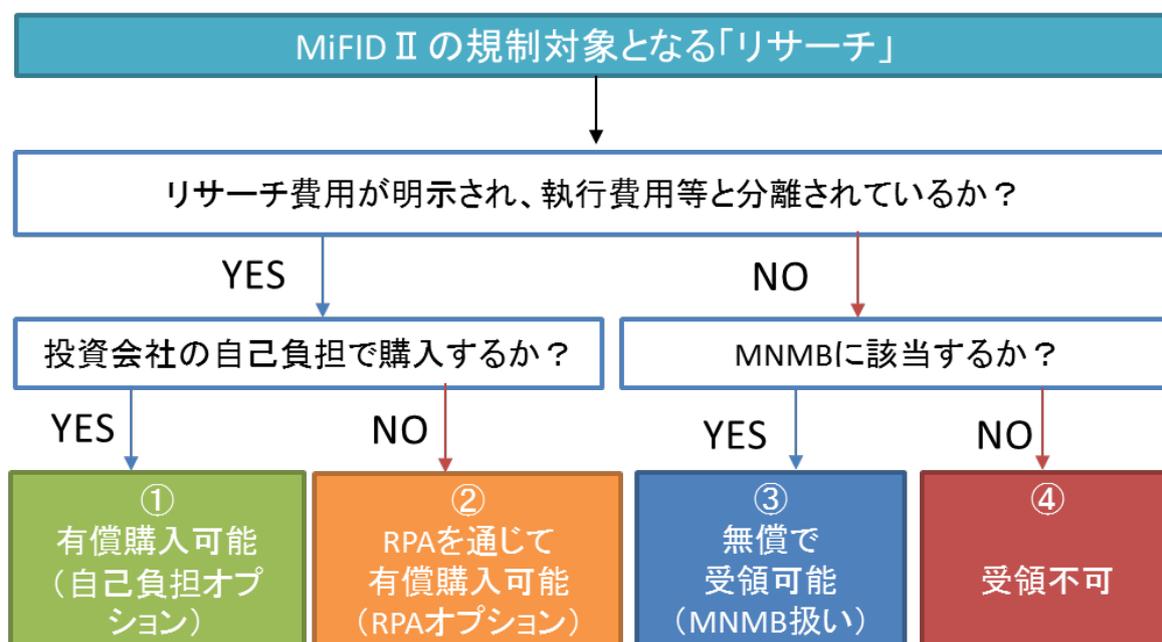
(出所) MiFID II・EC指令をもとに大和総研作成

図表 1 の①（以下、「**自己負担オプション**」）については、リサーチ費用を投資会社が自己負担しているものであるため、その支払いが顧客と利益相反をもたらす懸念はないと考えられる。

図表 1 の②（以下、「**RPA オプション**」）については、リサーチ費用を顧客資産から支払う場合に MiFID II の要件を満たす「事前開示費用」として扱われるための条件を示している。

投資会社が購入・受領する「リサーチ」が図表 1 の①～③のどれに分類されるかは、図表 2 のフローチャートで示される。

図表 2 MiFID II における投資会社が購入・受領する「リサーチ」の扱い



(出所) MiFID II・EC指令・ESMAのQ&A等をもとに大和総研作成

図表 1 および図表 2 の①・②に該当するためにはリサーチ費用が明示され、執行費用等と分離されていることが前提となる。このため、EC 指令では、リサーチと注文執行の両方を提供する業者に対して、それらを分離して提供し、費用も分離することも求めている (EC 指令前文 (26)、本文第 13 条第 9 項)。

#### (4) 個別事例について MNMB とみなすか否かの判断

ESMA の Q&A では、いくつかの具体的な事例について MNMB とみなすか否かの判断基準を示している。

## リサーチ・レポート等

詳細なリサーチ・レポートやリサーチアナリストとの対話については MNMB とみなすことができず、したがって、無償での受領は不可となる。他方、コメントや意見が限定的な短いマーケットアップデートは MNMB とみなすことが可能である。また、発行体が第三者に報酬を支払って作成したレポートは MNMB に該当することを示している（7 の Q6）。

## コーポレート・アクセス

コーポレート・アクセスがリサーチに該当しないとした場合、MNMB に該当するか否かが問題となる。個別のミーティングやリサーチ・トリップのアレンジを受けることは MNMB とみなすことができないとした。他方、発行体の IR 部門が自らアレンジメントを行ってロードショー<sup>8</sup>を行い、アナリストに無料公開されているならば、投資会社が当該ロードショーに出席することについては MNMB に該当するとした（7 の Q7）。

## マクロ経済・FICC

マクロ経済分析や FICC（債券・通貨・コモディティ）のうち、ウェブサイトなどで一般公表されているレポートについては、投資会社は MNMB として無償で受け取ることができるとした（7 の Q8・Q9）。

図表 3 MNMB に該当するか否かについて ESMA が示した具体例

MNMB とみなすことはできないものの例（したがって、無償での受領は不可）	MNMB とみなすことが可能なものの例	MNMB に該当するものの例
<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 詳細なアナリスト・レポートやアナリストとの対話</li> <li>○ 個別のミーティングやリサーチ・トリップのアレンジを受けること</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ コメントや意見が限定的な短いマーケットアップデート</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 発行体が第三者に報酬を支払って作成したレポート</li> <li>○ 発行体自身のアレンジによりアナリストに無料公開されているロードショーへの出席</li> <li>○ 一般公表されているマクロ経済分析・FICC の分析レポート</li> </ul>

（注）Q&A により具体例が明示されたもののみ記載しており、これらが全てではない。

（出所）ESMA の Q&A をもとに大和総研作成

<sup>8</sup> 発行会社の経営陣が一連の投資家訪問を行うことをいう。特に、海外の機関投資家を訪問する場合や、新規上場・新株発行などを行う際に使われることが多い。

## 最終判断は投資会社

もともと、ESMA の Q&A により MNMB に該当するか否かが明示されているのは「リサーチ」に該当するものの一部にすぎない。ESMA の Q&A では、投資会社が、第三者から提供される利益や要素について判断するしくみやポリシーを持ち、受け入れ・購入の可否を決定しなければならないとし（7 の Q3）、どのようなサービスを MiFID II における「リサーチ」とみなすのか、また MNMB とみなすかについても投資会社が決定しなければならないものとした（7 の Q6）。すなわち、最終判断は投資会社が行うべきものとしている。

## 4. MiFID II ・ EC 指令実施のための各国法令

MiFID II（および EC 指令）を実施するため、EU 加盟国は法令の整備を進めていたが、2017 年 7 月までに各国法令が出揃った。各国は基本的には MiFID II に沿って法令を整備しているが、細目については扱いが異なる場合もある。本稿では、代表例として、英国およびフランスの国内法令におけるリサーチ費用の扱いを紹介する。

### (1) 英国法令

英国において金融業の業務行為を規制・監督する当局は FCA（金融行為規制機構）である<sup>9</sup>。

FCA は、MiFID II ・ EC 指令施行のため、2017 年 7 月 3 日に「FCA ハンドブック」の改正を行った（施行は 2018 年 1 月）<sup>10</sup>。

FCA ハンドブックとは、FCA が制定する規則の総称であり、最上位にプリンシプルを定めた PRIN（Principal for Business, 業務行為原則）が置かれ、その下に、全ての金融業者（銀行、証券会社、保険会社、投資会社など）が従うべき具体的なルールを定めた COBS（Conduct of Business Sourcebook, 業務行為規則集）が置かれている。COBS の下には、業態や商品類型ごとに従うべき細則が置かれている。リサーチ費用に関しては、主に COBS の改正で対応が行われている。

### 従前のソフト・ダラー規制を背景にリサーチ費用の範囲を厳格に規定

英国は、MiFID II の適用におけるリサーチ費用として支払えるものの範囲を比較的厳格に定めており、コーポレート・アクセスについてはリサーチ費用に含まないことを明記している。こ

<sup>9</sup> 他に、預金取扱金融機関等の認可や健全性について監督を行う PRA（健全性規制機構）がある。英国における金融規制の体系については、三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング「諸外国における金融制度の概要」（平成 26 年 3 月、金融庁から委託を受け実施した調査）を参照。

<http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20140603.html>

<sup>10</sup> FCA ハンドブックの改正内容は、2017 年 7 月 3 日公表の “Markets in Financial Instruments Directive II Implementation -Policy Statement II” にまとめられている。

<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps17-14.pdf>

の背景には、以前より英国は COBS によりソフト・ダラー（ソフト・コミッション）に関する厳しい規制が設けられていたことがある。

ソフト・ダラーとは、ブローカーが投資会社に対し（注文執行以外の）何らかのサービスを提供し、その費用の一部を執行手数料に含める慣行をいう。かつては、ブローカーが投資会社に対し過剰接待を行い、その費用が執行手数料に転嫁されることもあった<sup>11</sup>。このため、英国は 2006 年 1 月の COBS の改正でソフト・ダラーの充当範囲を注文執行と投資判断に直接関係するリサーチだけに限定した。さらに、2014 年 6 月からはソフト・ダラー規制をより強化して「リサーチ」の範囲をより厳格化し、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じている（COBS 11.6.8）。

もっとも、ソフト・ダラー規制は英国内のブローカーが提供できるサービスの範囲を規定したものであり、投資会社が受領できるサービスの範囲を定めたものではない。FCA は、MiFID II の国内適用のため、COBS に投資会社が誘因報酬を受けることを原則禁止することと、例外的に受領が認められるサービスについて新たに規定した。

### 英国ではコーポレート・アクセスは「リサーチ」に含めない

COBS におけるリサーチ費用の扱いは、原則として MiFID II・EC 指令の文言を踏襲しているが、コーポレート・アクセスについて英国は「リサーチ」に含めないことを明記している（改正後の COBS 2.3B.23）。コーポレート・アクセスが「リサーチ」に含まれないため、英国の投資会社は個別のミーティングのアレンジなどは原則として投資会社の自己費用によって賄わなければならない。

### トライアル・リサーチは MNMB に含む

また、COBS では、投資会社が受領可能な MNMB の範囲に、MiFID II・EC 指令に明記のないトライアル・リサーチを加えている（改正後の 2.3A.19 (5) (f)）。トライアル・リサーチとは、投資会社がリサーチの有効性を試すためにリサーチ・プロバイダーから無償で提供を受ける 3 ヶ月以内のリサーチのことをいう<sup>12</sup>。トライアル・リサーチは「お試し」という性質上、MNMB として投資会社による受領が認められると整理された。

<sup>11</sup> ソフト・ダラー規制導入前の英国の投資会社とブローカーの関係について、日本金融新聞（2006 年 8 月 18 日付 20 面）は「運用機関が持つべき電話代や情報端末の利用料を証券会社が肩代わりし、運用機関を過剰に接待できたのも、高い手数料があればこそだった」と報じていた。

<sup>12</sup> 12 ヶ月以内に同一のリサーチ・プロバイダーから（トライアル・）リサーチの供給を受けていないこと、という条件もある。このため、同一のリサーチ・プロバイダーから継続的にトライアル・リサーチの供給を受けることはできない。

## (2) フランス法令

フランスにおいて証券会社や投資会社などの業務行為を規制・監督する当局はAMF（金融市場庁）である<sup>13</sup>。フランスではMiFID II・EC 指令施行のための数次の国内規則の改正が行われてきたが、リサーチ費用に関する規制についてはAMFGR（AMF General Regulation, AMF 一般規則）の改正により対応が行われた（施行は2018年1月）。また、2017年7月28日にはガイダンス<sup>14</sup>を公表し、フランスにおけるMiFID II・EC 指令施行後のリサーチの扱いを説明している。

AMFGR は、AMF の監督対象となる全ての者が守らなければならない行動規範や、証券会社や投資会社などに対する行為規制を示したものである。

### フランスは一定条件の下、コーポレート・アクセスをリサーチに含むことを許容

フランスは、MiFID II の適用におけるリサーチ費用として支払えるものの範囲を比較的柔軟に定めており、コーポレート・アクセスもリサーチ費用に含める場合があることを明記している。

AMF は、コーポレート・アクセスについて、物理的に会合の場を設定するだけの単なる紹介であれば、コンシュルジュ・サービスのようなもので顧客勘定から支払うべき「リサーチ」には該当せずRPA からの支払いは認められないとした。この点は英FCA と同様である。

一方で、単なる紹介に加えて、発行体や関連する産業の株式に関連した戦略を推奨し、投資会社が見解を得られるような知的付加価値の高いミーティングについては、「リサーチ」に該当し、RPA からの支払いも認められるとした（ガイダンス 5.1）。この点は、英FCA と扱いが異なる。英仏におけるコーポレート・アクセスの扱いをまとめると、次の図表4 に示される。

図表4 英国・フランスにおけるコーポレート・アクセスの扱い

		①自己負担 オプション	②RPA オプション	③MNMB 扱いで 無償受領
英国		○	×	発行体のアレンジによるロードショー等に限り○
フランス	単なる会合の設定	○	×	発行体のアレンジによるロードショー等に限り○
	知的付加価値の高い会合の設定	○	○	×

○…投資会社が受け入れ可能。×…投資会社が受け入れ不可。

（出所）英国 COBS およびフランスの AMF ガイダンスをもとに大和総研作成

<sup>13</sup> 他に、金融機関全般（銀行、保険会社等を含む）の認可および健全性の監督を行う ACPR（プルーデンス監督・破綻処理庁）がある。フランスにおける金融規制の体系については、脚注9 資料を参照。

<sup>14</sup> AMF “GUIDE FUNDING OF RESEARCH BY INVESTMENT SERVICE PROVIDERS UNDER MIFID II”

## トライアル・リサーチはフランスでも MNMB に含む

AMF においても、英 FCA と同様に、トライアル・リサーチが MNMB に含まれる旨、規定している（ガイドンス 3.8）。

## 5. 施行による欧州市場への影響

### ◆リサーチの選別が強化される

MiFID II の施行により、リサーチ費用のアンバンドリングが厳格に実施されるようになると、投資会社はこれまで以上に、リサーチの費用対効果を意識することとなり、受領すべきリサーチの選別が強化されることになるだろう。その結果として、投資会社がブローカーに支払うリサーチ費用が減額され、ブローカーから提供されるカバレッジ範囲が縮小するのではないかと、多くの投資会社やリサーチ・プロバイダーは、予想している<sup>15</sup>。

ブローカーのカバレッジ範囲が縮小する結果として、投資会社としては、インハウスのリサーチを強化したり、ブローカー業務を行わない独立のリサーチ・プロバイダーから供給されるリサーチの利用を増加させたりすることも考えられる。

他方、独立のリサーチ・プロバイダーにとっては、執行業務とリサーチの提供の両方を行うブローカーとの競争条件が整うことになる。このため、MiFID II の施行によって、独立のリサーチ・プロバイダーが増加することも考えられる<sup>16</sup>。

もっとも、リサーチ費用のアンバンドリングは、MiFID II の実施によって初めて行われるわけではない。欧州では、英国を中心に、以前より CSA (Commission Sharing Agreement or Commission Sharing Arrangement) を用いた執行手数料とリサーチ費用のアンバンドリングが実務慣行として普及しつつあった。ただし、後述するように、従来型の CSA によるリサーチ費用のアンバンドリングは部分的なものにとどまっており、MiFID II に対応するためには一定の改修が必要と考えられている。

CSA の普及が投資会社によるリサーチの選別を強めたためか、欧州において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>17</sup>。また、金融危機後の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>18</sup>。MiFID II 施行は、リサーチの選別強化の流れをさらに強めるものと考えられる。

<sup>15</sup> Bloomberg がロンドンにて主催したセミナー “MIFID II: SPOTLIGHT ON INDEPENDENT RESEARCH” (2016 年 1 月 27 日開催) において実施されたアンケートでは、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た (うち 41% が 20% 超の減額を見込んでいた)。また、出席者の 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た。

<sup>16</sup> 脚注 15 記載のセミナーにて、出席者の 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た。

<sup>17</sup> Edison Investment Research and Frost Consulting “The future of equity research” (2014 年 1 月) 参照。

<sup>18</sup> 脚注 17 に同じ。

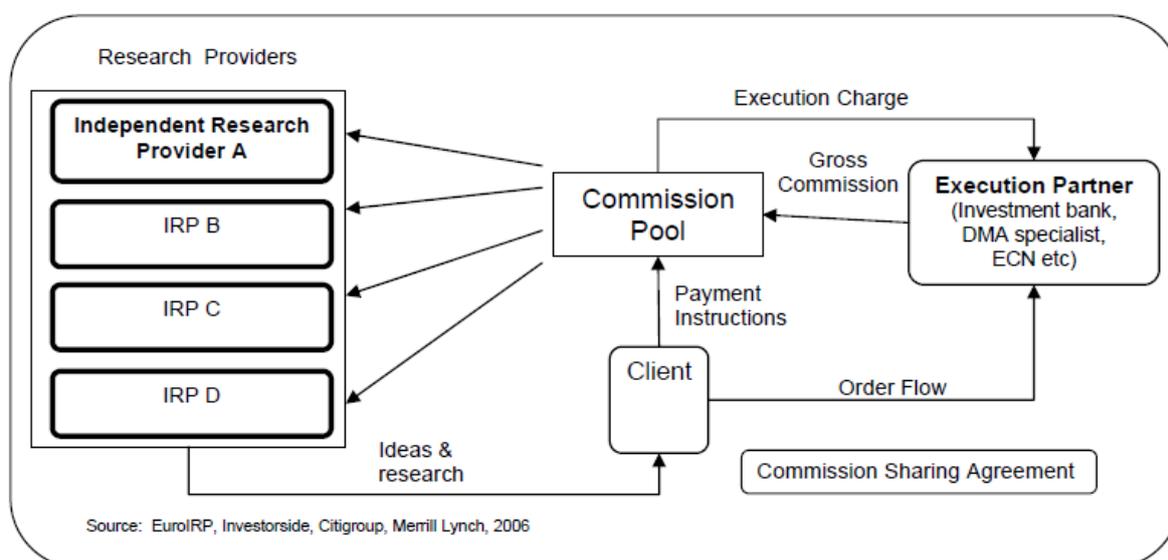
## ◆CSA とは

CSA は、ブローカーに支払う手数料を執行手数料とリサーチ費用を分離するしくみで、これは、英国のソフト・ダラー規制や、MiFID I にて明文化された最良執行義務の遵守を背景として普及が進んだ。欧州では、ブローカー手数料（dealing commission）のおよそ 40%（英国ではおよそ 70%）が CSA を経由しているという<sup>19</sup>。

CSA を利用する場合、投資会社は、売買執行を行うブローカー以外の独立のリサーチ・プロバイダーからリサーチの供給を受ける（ブローカーが「独立のリサーチ・プロバイダー」を兼ねていることもあるが、ともあれ、ブローカー以外のリサーチ・プロバイダーがいる点が重要である）。

投資会社は、ブローカーに執行手数料とリサーチ費用を一括してコミッション・プールに払い込んだ上で、その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 を手数料とした場合、そのうちの 5bp を執行手数料に、10bp をリサーチに配分するようなケースが考えられる<sup>20</sup>。

図表 5 CSA のしくみ



(注 1) DMA = Direct Market Access（ブローカーが自社の発注システムを投資者に貸し出し、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）

<sup>19</sup> 脚注 17 に同じ。

<sup>20</sup> Investment Management Association “The Use of Dealing Commission for the Purchase of Investment Research”（2014年2月）参照。

もともと、従来型の CSA はリサーチ費用と執行手数料が区分されているとはいえ、リサーチ費用は取引量または価格に連動しており、この点では、部分的なアンバンドリングにとどまっているものといえる。

MiFID II および EC 指令において、RPA として認められるためには、リサーチ費用を執行手数料と区分することだけでなく、取引量および価格と連動しないことを求めている。このため、従来型の CSA では MiFID II および EC 指令の求める RPA の要件を満たすことができず、一定の改修が必要と考えられる<sup>21</sup>。

## 7. 施行による日本企業へのインプリケーション

### ◆日本の金融市場への影響

日本の金融市場では、法令によってリサーチ費用と執行費用のアンバンドリングは求められてはならず、実務慣行としてもこれまでアンバンドリングは行われてこなかった。

しかし、MiFID II・EC 指令は、EU を拠点とする投資会社に対して、EU 域外のブローカーやリサーチ・プロバイダーからリサーチやコーポレート・アクセスの提供を受ける場合にも適用されることになる<sup>22</sup>。

このため、日本の証券会社が、これまで通り執行費用とリサーチ費用を併せて手数料を徴収する場合、EU 拠点の投資会社としては MiFID II・EC 指令を遵守するため日本のブローカーに注文執行を発注したり、リサーチの供給を受けたりすることができなくなることも想定される。

したがって、日本の証券会社であっても EU 域内の投資会社からの注文の受託やリサーチの提供等を継続するためには、EU 域内の投資会社向けにリサーチ費用と執行費用を分離した手数料体系を提示するよう求められることも考えられる。

EU 域内の投資会社向けにリサーチ費用と執行費用を分離した手数料体系が示されるようになると、EU 域外の投資会社からも、これまでのようなバンドルされた手数料体系ではなく、アンバンドルされた手数料体系を望む（その上で、注文執行のみ、あるいはリサーチの提供のみを希望する）声があがる可能性がある。MiFID II・EC 指令は、間接的ながら、日本の金融市場におけるリサーチ費用のアンバンドリングを促す可能性もある。

### ◆日本の上場企業への影響

日本の証券会社が EU 域内投資会社向けにリサーチ費用のアンバンドリングを実施すると、EU 域内投資会社としては、日本の証券会社から受ける「リサーチ」について選別を強めることが

<sup>21</sup> 例えば、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が考えられる。

<sup>22</sup> この点は、ESMA の Q&A の 7 の Q4 においても明確に説明されている。

考えられる。これに伴い、例えば、日本の証券会社が作成した日本の上場企業に係るアナリスト・レポートが投資会社の手が届く機会が減少することも考えられる。

他方、EU 域内で増加が見込まれる独立のリサーチ・プロバイダーや投資会社のインハウスのリサーチャーによる日本の上場企業への接触が増加することも考えられる。その際には、日本の上場企業に対して、より積極的な英文開示が求められる可能性もある。

EU 域内の投資会社が日本の証券会社から「コーポレート・アクセス」の提供を受けることも制約が生じる可能性がある。少なくとも、EU 域内の投資会社が日本の証券会社に日本の上場企業との 1 対 1 の面談をアレンジを依頼する場合、条件によってはそのサービスの対価を投資会社が明示的に支払うことになる。EU 域内の投資会社からは、日本の上場企業に対して、費用を支払ってでも面談を行うだけの投資価値があるか、より厳しい目で判断されることになるだろう。

他方、日本の上場企業が自らのアレンジでロードショーを行う場合、EU 域内の投資会社は MNMB として扱うことができるため、受け入れやすいものとなることが想定される。

MiFID II・EC 指令の施行は、日本の上場企業にとっても、IR 活動や情報発信のあり方を見直す機会になり得るだろう。

【以上】