

## コミッション・シェアリング・アレンジメント —企業と投資家の望ましい関係構築に向けて—

神山 哲也

### ■ 要 約 ■

1. 我が国では、機関投資家の役割が改めて注目されている。機関投資家が投資収益の向上を図り、年金や家計がその恩恵を被るには、機関投資家に供給されるリサーチの充実が極めて重要である。
2. 米国や英国では、制度改革に促される形で、運用会社が証券会社に支払うコミッションを売買執行の対価とリサーチの対価に分離し、後者で様々な業者からリサーチを購入する「コミッション・シェアリング・アレンジメント（CSA）」と呼ばれる慣行が定着している。
3. CSAで売買執行とリサーチが分離されることにより、各々が適正に評価されるようになり、健全な競争の促進が期待される。また、それらのユーザーである運用会社にとっては、売買執行・リサーチの各々で幅広く業者を選定しやすくなるというメリットがある。
4. 我が国の制度では、CSAが禁じられているわけではないが、CSAに基づき売買執行を行う証券会社とリサーチを提供する証券会社が分かれた場合、後者に投資顧問業規制が適用される可能性がある。
5. 機関投資家が経済・社会における役割を存分に果たすには、資本市場の健全な発展が前提条件となる。そのためには、CSAの活用を通じた、多様で厚みのあるリサーチの普及は有効であろう。

### I リサーチの充実が企業への成長資金供給に不可欠

我が国において、機関投資家の役割を巡る議論が活発化している。金融庁が開催する「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」は2013年12月26日、機関投資家の行動規範として「『責任ある機関投資家の諸原則（案）』《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」を公表し、関係者の意見を求めている<sup>1</sup>。また、経済産業省は、企業と投資家の対話を深めるプラッ

<sup>1</sup> 本検討会で参考とされた英国スチュワードシップ・コードについては、神山哲也「機関投資家によるコーポレート・ガバナンス強化を志向する英国」『野村資本市場クォーターリー』2013年夏号参照。

トフォーム「企業報告ラボ」の特別プロジェクトとして、2013年7月、「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～」プロジェクトを立ち上げた。

機関投資家が潜在的な成長力のある事業に資金を投じ、パフォーマンス向上を図るには（ひいては経済の持続的成長を促進するには）、彼らが質・量ともに十分な情報に基づいた投資意思決定を行える環境が必要不可欠である。ゆえに、リサーチのクオリティが適正に評価されることを通じて、証券会社や独立系リサーチ会社のアナリスト業務が活発化し、機関投資家に提供されるリサーチの多様性や厚みが増すことは、公的年金制度や企業年金制度の持続可能性を高めたり、投資信託などを通じて家計の資産形成を充実したりする観点からも、極めて重要と言える。

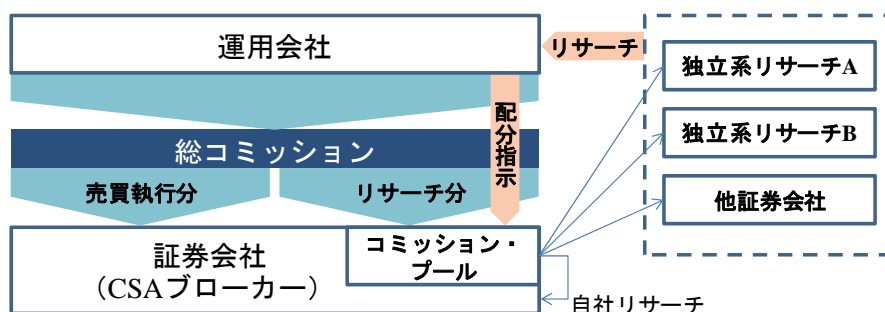
機関投資家によるリサーチの活用のあり方について、欧米に目を転じると、機関投資家により広範なリサーチに効率的にアクセスする手法として、コミッション・シェアリング・アレンジメント（CSA）<sup>2</sup>と呼ばれる手法が普及している。そこで以下では、その現状及び制度的背景を概観し、我が国への示唆について考察する。

## II CSAの仕組みとその利用状況

CSAは、①運用会社が証券会社に支払うコミッションを売買執行とリサーチに分離する、②売買執行分はCSAブローカーとしての証券会社が獲得し、リサーチ分は当該証券会社が別勘定でコミッション・プールとして管理する、③運用会社は必要とするリサーチを提供する業者への支払いをCSAブローカーに指示する<sup>3</sup>、という形を基本とする（図表1）。

CSAのメリットとしては、①売買執行とリサーチが分離されることで、各々がそのクオリティによって適正に評価されるようになり、売買執行とリサーチの各々で健全な競争

図表1 CSAの基本形



(出所) 野村資本市場研究所作成

<sup>2</sup> コミッション・シェアリング・アグリーメントとも言う。なお、米国では、投資信託の手数料における運用会社から販売へのキックバックであるコミッション・シェアリングとの混同を避けるため、クライアント・コミッション・アレンジメントと呼ばれる。本稿では便宜上、CSAとする。

<sup>3</sup> リサーチ供給主体がCSAブローカーであることもある。

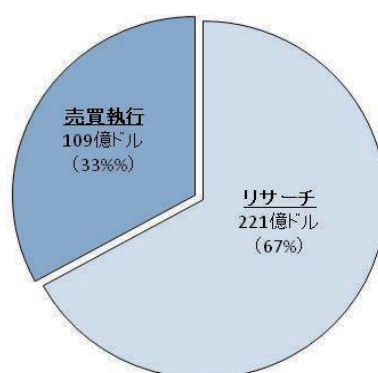
が促進される、②従来は運用会社が顧客資産で利用できたリサーチが専ら売買執行の注文を出す証券会社のものに限られていたところ、その制約がなくなり、幅広いリサーチを入手できるようになる、といったことが挙げられる。また、リサーチが売買執行と切り離して提供できるようになることで、独立系リサーチ会社の成長も期待できよう。こうしたことから、英国及び米国では、ほとんどの運用会社が大なり小なり CSA を利用している状況にある。

2011 年の機関投資家が株式売買コミッションとして支払った金額はグローバル・ベースで 330 億ドルとされる。コミッションのアンバンドリングの結果、売買執行とリサーチの比率は 1 : 2 で落ち着いてきているため<sup>4</sup>、単純化すれば、330 億ドルの 2/3 に当たる 220 億ドルが独立系リサーチなど、強力な売買執行機能を持たないためにリサーチの販路が限定的であったリサーチ・プロバイダーに開放されることになる（図表 2）<sup>5</sup>。

また、そうしたリサーチ・プロバイダーとの競争は、セルサイド・リサーチの充実にもつながる。このように、機関投資家が利用可能になるリサーチが質・量ともに充実することになり、ひいては、機関投資家のパフォーマンス向上にも資することになる。

CSA は、バイサイドから見ると、売買執行は売買執行能力で選定することになる一方、リサーチはどこからでも調達できるようになるため、バイサイドの機関投資家が利用する証券会社数は減少することになる。バイサイドは従来、売買執行能力は低いもののリサーチで特徴のある証券会社であれば売買注文を出していたが、CSA の下では、そうした証券会社のリサーチは売買執行と分離して取得できるため、売買注文を出す対象から除外することが可能になる。結果として、売買注文は少数の CSA ブローカーに集中する一方、リサーチ・プロバイダーは独立系リサーチや売買執行能力が低くともリサーチに特徴のあ

図表 2 グローバル・エクイティ・コミッションの内訳（2011 年）



（出所）“Broker Vote and CSAs: Challenges and Opportunities in the Unbundled Environment” Frost Consulting, July 24, 2013 より野村資本市場研究所作成

<sup>4</sup> 規制が導入された当初は売買執行とリサーチの比率は 5 : 5 もしくは 4 : 6 辺りが相場とされていたが、アンバンドリングや CSA が普及するにつれ、リサーチの比率が上昇した。

<sup>5</sup> “Broker Vote and CSAs: Challenges and Opportunities in the Unbundled Environment” Frost Consulting, July 24, 2013 (IMA Research Review Advisory Panel におけるプレゼンテーション)。

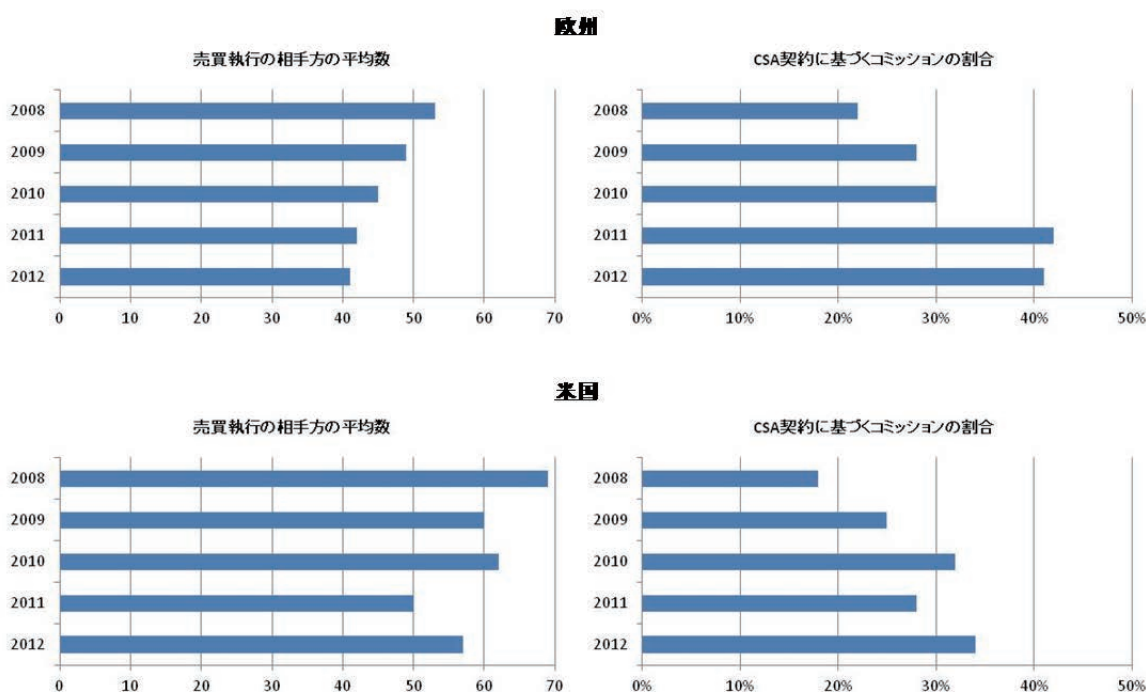
る証券会社、CSA ブローカー、と細分化した市場になる。

実際、米英では、総コミッションに占める CSA の割合が増加傾向にある一方、バイサイドから見た売買執行のカウンターパーティーの数は減少している（図表 3）。同時に、グローバルな投資銀行のリサーチ部門の予算は減少傾向にある。2008 年に 82 億ドルでピークアウトした後減少傾向を辿り、2013 年には 48 億ドルに減少したと推計されている<sup>6</sup>。

その中であって、大手証券会社では、CSA ブローカーとしてのビジネス獲得を意識した戦略を採っている事例も見られる。例えば、メリルリンチ（当時）は 2008 年 4 月、メリル・オープン・マインズと呼ばれるサービスを開始し、複数の独立系リサーチ会社と提携し、それらを CSA の下で機関投資家顧客に紹介し始めた<sup>7</sup>。また、ゴールドマン・サックスは 2007 年 2 月、独立系リサーチ会社をハドソン・ストリート・サービスズの下に集約し、それらに出資しつつ、CSA を通じたリサーチ提供の強化を図った<sup>8</sup>。

このように、CSA の拡大に伴い、売買執行が一部の証券会社に集約する一方、一社の

図表 3 売買執行の相手方の数と CSA 契約に基づくコミッションの割合推移



（注） CSA 契約に基づくコミッションの割合は、調査対象運用会社が支払ったコミッション総額に占める CSA 契約に基づくコミッション金額の割合。

（出所） Greenwich Associates 2012 Large Asset Manager Study より野村資本市場研究所作成

<sup>6</sup> 注 5 資料参照。

<sup>7</sup> 開始当初は、150~200 社のリサーチ会社を審査し、提携先として 7 社を選択した。7 社は、コーポレート・ガバナンスや規制動向、消費市場調査といった業界横断的な調査を行う会社とヘルスケアやメディアといったセクター別専門調査会社からなった。

<sup>8</sup> しかし、ゴールドマン・サックスは 2012 年 8 月、顧客からのニーズが少ないことを理由として同ビジネスからの撤退を決定し、各リサーチ会社の持ち分のほとんどを売却した。金融危機後の取引量の減少や、独立系リサーチ会社とゴールドマン・サックスとの関係の難しさなどが指摘されている（“Insight- Goldman independent research arm dies, shunned by clients” Reuters, August 17, 2012）。

バイサイドが相手にする CSA ブローカーの数は増加傾向にある。英国大手運用会社では、2007 年に一社平均 7 社の証券会社と CSA 契約を結んでいたのが、2009 年には 17 社、2011 年には 25 社となっている。これは、CSA の利用が増加していることを表している<sup>9</sup>。

### III CSA を促した米国・英国の制度改革

こうした CSA の利用の増加のきっかけとなったのが、米国および英国における制度改革であった。

米国では、証券取引所法において、投資家の最も有利となる価格での売買執行を義務付ける最良執行義務が規定されているが、コミッションにリサーチの対価が含まれる場合は、その限りではないとされる<sup>10</sup>。長年、この解釈に基づき、機関投資家はコミッションでリサーチを購入してきたが、2003 年の投信不正取引事件<sup>11</sup>をきっかけに、個人投資家が不当に高いコストを投資信託で支払っているのではないかという疑義が生じた。

そこで、米国証券取引委員会 (SEC) は 2006 年 7 月、コミッションの利用慣行に関するガイダンス<sup>12</sup>を採択した。これは、上記証券取引所法の最良執行義務の解釈に関する指針であり、機関投資家が証券会社に対して、コミッションを使ってコンピューター・ハードウェア購入費や定期雑誌購読費を支払うといった濫用的な慣行を是正することに主眼を置くものであった。なお、SEC のガイダンスでは、後述する英国のような内訳開示は盛り込まれていない。

こうした証券規制と並んで、職域年金規制の分野でも、機関投資家のコミッション慣行に影響を及ぼす制度上の変更が行われた。2006 年年金保護法及び関連規則改正を受け<sup>13</sup>、労働省や内国歳入庁等が 2006 年 12 月に公表した通知により、2009 年 1 月 1 日以降に開始する年度より、米国年金基金は年間 5,000 ドル以上を直接・間接的に支払ったサービス・プロバイダーを労働省に報告することとされた。5,000 ドルの計算には、委託先運用会社が年金基金資産から支払ったコミッションも含まれるため、年金基金は、支払われたコミッション及びその構成要素たるリサーチの対価が合理的であることを確保する必要が生じる。実務上、年金基金は委託先運用会社の協力を得て、コミッションないしリサーチ・

<sup>9</sup> CSA の利用増に伴い、カウンターパーティー・リスクやオペレーショナル・リスクを懸念する声も一部には出てきている。例えば、金融危機時には、大手金融機関が破たんしたり経営危機に陥る中で、そうした金融機関が CSA のコミッション・プールで保有する資産が安全に分別管理されているかという点が注目された (“Are CCAs Safe? Growing Counterparty Risk Drives The Buy Side To Rethink Client Commission Agreements And Consolidating Broker Relationships” Wall Street & Technology, December 1, 2008)。なお、CSA の課題としては、運用会社の半分ほどが CSA ブローカーから受け取るコミッション・プールの情報をそのまま使い、自社で照合作業をしないことなども指摘されている (筆者インタビューによる)。

<sup>10</sup> 1986 年の SEC リリースの解釈。

<sup>11</sup> 詳細については、胡田聡司・大原啓一「投資信託の裁定取引によって注目される基準価額問題」『資本市場クォーターリー』2003 年秋号参照。

<sup>12</sup> Commission Guidance Regarding Client Commission Practices under Section 28(e) of the Securities Exchange Act of 1934

<sup>13</sup> 2006 年企業年金改革法については、野村亜紀子「米国の企業年金改革法について」『資本市場クォーターリー』2006 年秋号参照。

コストの合理性を確認することになる。

米国ではまた、年金基金に対する集団訴訟において、「支出に対するモニタリングの不履行」を訴因となることが多いため、年金基金にとって、訴訟リスクの回避もリサーチのコストを明確化するインセンティブとなっている。

こうした背景から、米国では、運用会社がリサーチのコストを明確化する必要に迫られるようになった。その最も有効な手段として、CSA が用いられるようになったわけである。

他方、英国では、機関投資家の運用のあり方を検証した 2001 年 3 月のマイナーズ報告書において、運用会社による年金基金資産からのコミッションの支払い方についても取り扱われた<sup>14</sup>。これを受けて、当時の金融サービス機構（FSA、現金融行為監督機構（FCA））は 2005 年に規則改正を行い、コミッションの対価で得られる売買執行とリサーチを定義づけた。そこでは、コミッションを充てることのできる「リサーチ」の基準として、新たな洞察を供するものか、独自の考えを表すものか、データの分析・計算を伴うものか、などが規定される一方、リサーチに該当しないものの例として、接待旅行やオフィスのハードウェアなどが挙げられた。また、ディスクロージャーのあり方については、業界の自主的な取り組みに委任することとされた。

これを受けて、英資産運用業協会（IMA）は、年金基金向け情報開示のガイドラインを策定し、コミッションを対価として得た売買執行とリサーチを分離して開示することなどを求めた（コミッションのアンバンドリングと呼ばれる）<sup>15</sup>。

つまり、コミッションで支払えるものの外延を規制で定めた上で、その内訳の開示を自主規制で求めることとしたわけである。こうした一連の規制改革への実務対応として、英国において CSA が利用されるようになったわけである<sup>16</sup>。

## IV 我が国への示唆

我が国においても、100 兆円に及ぶ公的年金積立資金の運用や、少子高齢化に伴い今後重要性が増す確定拠出年金における運用、更には NISA（少額投資非課税制度）における投資信託運用など、機関投資家が運用収益の向上を図ることは従前にも増して重要になっている。他方、市場の効率性が高まり、グローバルなイベントの連結性が強まる中で、機関投資家が直面する運用環境の複雑性はますます高まっており、投資意思決定の基礎をなすリサーチの多様性や厚みを増すことは不可避となっている。

例えば、内閣官房が設けた「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する

<sup>14</sup> 詳細については、落合大輔「英国機関投資家運用の課題—マイナーズ報告書の要点—」『資本市場クォーターリー』2001 年夏号参照。

<sup>15</sup> 詳細については、神山哲也「英米で進むソフトダラー規制」『資本市場クォーターリー』2005 年春号、同「英国におけるコミッションのアンバンドリングを巡る状況」『資本市場クォーターリー』2006 年夏号参照。

<sup>16</sup> 厳密には、本規則改正の前から英資産運用会社のガートモアが一部利用していたが、一般化はされておらず、本制度改正により一般化した。なお、当時のガートモアの会長がマイナーズ報告書を取りまとめたポール・マイナーズ氏である。

る有識者会議」が2013年11月に公表した報告書では、公的・準公的資金の運用機関の委託手数料は極めて低い水準で抑えられている結果、「かえって十分な情報を得られず、貴重な運用機会を逃しているほか、金融・資本市場の発達を阻害する要因になっている可能性」も指摘されている。また、前述の「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～」プロジェクトが2013年10月に公表した「論点整理 エビデンス・情報提供の呼びかけ」では、アナリストの発展に向けた課題として、企業の持続的成長やそれを支える資本市場の実現にどう貢献しているか、といった点が問われている。こうした課題が指摘される中で、CSAの活用に向けた環境整備は、有用な解決策になる可能性を秘めたものと言えないか。

そこで、我が国の制度環境を顧みると、CSAが特段禁止されているわけではない。一方、従来売買執行の付随業務と位置付けられてきたセルサイド・リサーチがCSAの下では法的にどのように位置付けられるかは曖昧である。投資助言と位置付けられると投資顧問業に係る利益相反等に係る規定が適用され、売買執行の付随業務として提供することが困難になる。他方、従来通りの付随業務では、売買執行と別に報酬を受け取ることが説明できないとも言える。即ち、CSAの下では、セルサイド・リサーチという一つの業務が売買執行の付随業務という側面と、独立した投資助言という側面を持ち得ることになり、これを法的に整理する必要があるかもしれない。

例えば、英国FCA規則では、投資リサーチ（investment research）の提供自体は許認可の対象となる規制活動（regulated activity）には該当せず、規制業務の付随業務とされる。また、投資リサーチの定義には「金融商品に係る投資戦略の推奨もしくは提案」が含まれる。ゆえに、リサーチのみを提供する独立系リサーチ会社や、CSA契約に基づきリサーチのみを提供する証券会社が、そのことを以て投資に係る助言（advising in investments）の認可を必要とされることはない。投資に係る助言の認可の必要性はケース・バイ・ケースで判断され、例えば、リサーチの提供において投資に係る助言に該当する行為（レポートに関する問い合わせへの回答で個別銘柄推奨をするなど）をしている場合には、投資に係る助言の認可取得が必要となる。

米英以外でも、欧州はスウェーデンやフランス、アジアでは香港などで、CSAは普及し始めている。米英の規制は各々の国でしか適用されないものの、米英以外の運用会社にとっては、米英年金基金からの運用受託のためにCSAを採用した方が有利になることもあり、また、米英の運用会社が自国外で営業する際に、グループ内で手数料管理体制の共通化を図ることが背景として考えられる。我が国においても、海外運用会社の参入や我が国大手運用会社の海外進出が既に常態化している中で、CSAは検討に値する仕組みと言えよう。