

英国・EUにおけるリサーチ・アンバンドリング規制の見直し

神山 哲也、関田 智也

■ 要 約 ■

1. 英国及び欧州連合（EU）において、第2次金融商品市場指令（Mifid II）リサーチ・アンバンドリング規制の大幅な見直しが行われている。背景には、中小型株を中心にリサーチ・カバレッジが縮小するという同規制の副作用があり、資本市場活性化策の一環として、英国では投資リサーチ・レビュー、EUでは欧州連合理事会のMifid II改正案に盛り込まれている。
2. 具体的には、義務としてのアンバンドリングを廃止し、①資産運用会社の自己資金からの支払い、②顧客資産からの支払い、③売買執行の対価とバンドルした支払い、の3つから選択できるようにすることが提案されている。他方で、リサーチ対価の支払いに関して、資産運用会社に適用される新たな開示規制の導入も提案されている。
3. 加えて、英国・EUでは、中小型株のカバレッジ拡充策として、発行体スポンサード・リサーチを促進するべく、行動規範の策定が提案されている。英国では、証券取引所等が中小型株のカバレッジを補完するリサーチ・プラットフォームの創設も提案されている。
4. 折しも米国では、セルサイドが従前の体制でMifid II顧客にリサーチ提供することを容認する証券取引委員会（SEC）のノーアクション・レターが失効したところであるが、今般の制度改革案が実現すれば、アンバンドリングの域外波及の懸念も後退するものと考えられる。
5. 英国・EUにおいては、Mifid II後にセルサイド・バイサイドともに体制整備を進めているため、大きな影響はないとみる向きもある一方、中小型株カバレッジ等で一定の効果を見込む向きもある。今後、英国で金融行為監督機構（FCA）が規則改正を進めていくと同時に、EUで欧州連合理事会と欧州議会の協議が行われることになり、その行方が注目される。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・磯部昌吾「欧州金融市場の国際的なプレゼンス低下の実態」『野村資本市場クォーターリー』2022年夏号。
- ・神山哲也「第2次金融商品市場指令（Mifid II）の概要とインパクト」『野村資本市場クォーターリー』2014年夏号。

I 副作用をもたらしたアンバンドリング規制

バイサイドとセルサイドの関係性に重大な影響をもたらしたリサーチ・アンバンドリング規制が、大きな曲がり角を迎えようとしている。アンバンドリング規制とは、資産運用会社（バイサイド）が売買執行を行うセルサイド¹に発注する際、売買執行の対価とリサーチの対価を分離して支払うことを求める規制であり、欧州連合（EU）の第2次金融商品市場指令（Mifid II）に基づき、2018年1月より適用されている。現行規制では、①資産運用会社が自己資金から支払う、②年金基金等の顧客と事前合意したリサーチ・ペイメント・アカウント（RPA）の範囲内で顧客資産から支払う、という2通りの支払い方法が認められている²。

しかし、実態としては、資産運用会社が年金基金等の顧客とRPAの設定で合意に至るのは困難であるため、資産運用会社が自己資金から支払う慣行が定着している。その結果、資産運用会社においては、自身のコスト削減のために、リサーチ購入を絞り込むインセンティブが働くことになる。これ自体は、アンバンドリング規制が意図したところでもあるが、結果として、セルサイド・リサーチの縮小に拍車がかかり³、中小型株を中心にリサーチ・カバレッジが十分に行きわたらないという問題が生じていた。後述する英国投資リサーチ・レビューにおいても、アンバンドリング規制の目的は適正であるものの、意図せざる結果をもたらしたとの見方が示されている。

中小企業の支援は政治的にも受け入れられやすいアジェンダだったこともあり、Mifid IIによるアンバンドリング規制導入後、中小型株をアンバンドリング規制の適用対象外とする（すなわち、売買執行手数料にリサーチの対価を含めても良いとする）制度改正が行われた。具体的には、EUでは2021年2月、時価総額10億ユーロ以下の企業への適用を免除するMifid IIの改正、英国では2022年12月、時価総額2億ポンド未満の企業への適用を免除する金融行為監督機構（FCA）規則の改正が実施された。

そして今般、英国では財務省の投資リサーチ・レビュー⁴、EUでは欧州連合理事会のMifid II改正案⁵において、アンバンドリングの義務を廃止し、任意の選択肢とすることが提案された。

¹ 規制上は「投資サービス会社（investment company）」。日本では証券会社に相当するが、欧州ではユニバーサル・バンキングの下で専ら銀行となる。

² 詳細については、神山哲也「第2次金融商品市場指令（Mifid II）の概要とインパクト」『野村資本市場クォーターリー』2014年夏号、同「欧州委員会によるコミッションのアンバンドリング規制」『野村資本市場クォーターリー』2016年春号参照。

³ セルサイド・リサーチの縮小自体は、英国におけるセルサイド・リサーチに係る規制強化（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年春号参照）や、グローバル金融危機を受けたセルサイドのリストラ等により、アンバンドリング規制の前から生じていた。

⁴ Rachel Kent, “UK Investment Research Review,” July 10, 2023.

⁵ Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2014/65/EU to make public capital markets in the Union more attractive for companies and to facilitate access to capital for small and medium-sized enterprises and repealing Directive 2001/34/EC.

II 資本市場活性化策としてのアンバンドリング規制の見直し

英国の投資リサーチ・レビューは、2022年12月にジェレミー・ハント財務相が公表した金融サービス改革、通称「エディンバラ改革」の一環に位置づけられる。エディンバラ改革とは、英国金融サービス部門の成長と競争力強化に向けた政策パッケージであり、英国のEU離脱（ブレグジット）時に引き継いだEU規制の見直しを含んでいるが、その一環で、アンバンドリング規制等の投資リサーチに関するレビューを行うことが盛り込まれた。投資リサーチ・レビューは、レイチェル・ケント弁護士⁶に委託された。2023年7月10日には最終報告書が公表され、アンバンドリング義務の廃止や、発行体スポンサード・リサーチに関する行為規範の策定、リサーチ・プラットフォームの創設が盛り込まれた。そのうえで、同日にハント財務相がマンションハウスで行った講演（通称マンションハウス・スピーチ）では、年金制度改革⁷と並行して、投資リサーチ・レビューの提言をすべて受け入れることが表明された。

他方、欧州連合理事会のMifid II改正案は、EU資本市場同盟の一環に位置づけられる。資本市場同盟とは、EU資本市場の活性化を図る政策パッケージであり、アクション・プランの第一弾は2015年9月、第二弾は2020年9月に公表された⁸。第二弾のアクション・プランを受けて、欧州委員会は2022年12月、市場インフラ・制度の整備、中小企業による市場アクセスの改善に関する法案パッケージを公表した。後者において、種類株の活用促進や目論見書規制の簡素化と並んで、アンバンドリング規制の適用が免除される中小型株の範囲拡大（閾値10億ユーロから100億ユーロへ引き上げ）、発行体スポンサード・リサーチに関する行為規範の策定が提案された。

これは欧州委員会としての法案であり、EUの立法プロセスでは、この後、各加盟国の閣僚から成る欧州連合理事会（本件担当は経済財務相理事会、ECOFIN）と、EU市民の選挙で選ばれた議員から成る欧州議会（本件担当は経済通貨委員会、ECON）が、それぞれ欧州委員会の法案の修正案を策定し、協議するトライログ・プロセスを経ることになる。2023年6月9日に策定された欧州連合理事会による修正案（欧州連合理事会のMifid II改正案）は、発行体スポンサード・リサーチについては欧州委員会案の大枠を維持しつつ、アンバンドリング規制については、欧州委員会案の中小型株に関する適用除外の範囲拡大を削除し、アンバンドリング義務の廃止を盛り込んだ。

⁶ ケント弁護士は、財務省が2020年に行ったフィンテック戦略レビュー（通称「カリファ・レビュー」）において副議長を務めた実績がある。

⁷ 中小確定給付型年金基金を統合するスーパーファンドの創設に向けたロードマップを策定すること、確定拠出型年金のデフォルト投資戦略において5%をプライベート・エクイティに振り向けることを大手年金基金と合意したことなどが公表された。

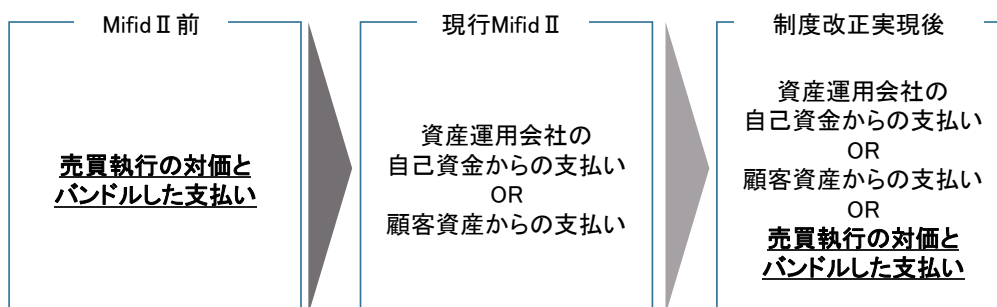
⁸ 資本市場同盟の詳細については、神山哲也「欧州資本市場の活性化を図る資本市場同盟のアクション・プラン」『野村資本市場クォーターリー』2015年秋号、同「EU資本市場同盟の進展－取り組みの加速化とブレグジットによる変容－」『野村資本市場クォーターリー』2018年春号（ウェブサイト版）参照。

Ⅲ アンバンドリングの義務廃止と新たな開示規制の導入

英国投資リサーチ・レビュー、欧州連合理事会の Mifid II改正案のいずれも、アンバンドリングを義務ではなく任意のものとし、新たな開示規制を導入する点で近似している。具体的には、資産運用会社がセルサイドに支払うリサーチの対価について、①資産運用会社の自己資金からの支払い、②年金基金等の顧客資産からの支払い、③売買執行の対価とバンドルした支払い、の3つから選択できるようにすることが提案されている。Mifid II適用前は、③の売買執行の対価とバンドルした支払いが EU 含むグローバルな慣行であったところ、Mifid IIアンバンドリング規制の適用によって、EU では、①資産運用会社の自己資金からの支払い、もしくは②RPAを通じた顧客資産からの支払いが義務付けられることとなった。ブレグジット後の英国においても、EU 規制を引き継いだことにより、同様の規制が維持された。今般、英国・EU 双方で公表された制度改正案が実現すれば、Mifid II前・現行 Mifid IIのいずれのリサーチ対価の支払い方式（上記①～③）も認められることになるわけである（図表参照）。

元々、Mifid IIのアンバンドリング規制は、20年以上前から投資リサーチのコストと利益相反を問題視してきた英国当局が、Mifid IIの下部規定に盛り込むことを主張したものとされる。実際、ブレグジット後、中小型株の適用除外を先に設けたのは EU であった。また、ドイツ財務省が2019年8月に公表したMifid IIに関する意見表明書、フランス金融市場庁（AMF）が2020年1月に公表したレポートでは、アンバンドリング規制は中小型株リサーチの供給に悪影響を及ぼしており、見直しが必要だと主張された。今回、内容もタイミングも英国とEUで軌を一にしている点について、両者が調整したという公式な証跡はないものの、英国投資リサーチ・レビューでは、リサーチ対価の支払いについて米国やEUとの関係で英国プレイヤーが競争上不利な立場に置かれられないようにする必要がある旨が記されており、EUの動向が意識されていたことが伺われる。

図表 リサーチ対価の支払い方法の変遷



（出所）野村資本市場研究所作成

英国・EU とも、アンバンドリングを義務ではなく任意とする一方、リサーチ対価の支払いについて新たな開示規制を導入することを提案している。具体的には、英国・EU 双方の提案において、①リサーチ対価の支払いを売買執行の対価の支払いとバンドルする場合、その旨を顧客に開示、②リサーチ対価につき、RPA を通じた支払額とバンドル支払額におけるリサーチ対価相当部分を合計して顧客負担総額を算出し、これを年次で開示する、といった内容が含まれる。英国・EU の提案はこれらの点で概ね類似している一方で、英国の提案では、資産運用会社に対して、②の顧客負担総額の想定額を事前に顧客へ通知することや、コミッション・シェアリング・アグリーメント⁹のように、セルサイドや独立系リサーチ会社など異なるリサーチ提供者の間でリサーチ対価を配分する仕組みの構築などが求められている。

IV 中小型株リサーチ・カバレッジの拡充策

英国投資リサーチ・レビュー及び欧州連合理事会の Mifid II改正案では、アンバンドリングの義務廃止以外にも、特に中小型株を意識したリサーチ・カバレッジの拡充策が盛り込まれている。具体的には、英国・EU 双方で打ち出された発行体スポンサード・リサーチの促進に向けた行動規範の策定、英国のみで打ち出されたリサーチ・プラットフォームの創設である。

1. 発行体スポンサード・リサーチの行動規範策定（英国・EU）

発行体スポンサード・リサーチとは、セルサイドや独立系リサーチ会社等の投資リサーチ提供者に対して発行体が対価を支払うリサーチを指す。伝統的な投資リサーチは、資産運用会社（ないしその背後にいる顧客）が対価を支払うが、発行体スポンサード・リサーチの場合、資産運用会社は無料で投資リサーチを利用できる。発行体スポンサード・リサーチは、アンバンドリング規制が導入された欧州で主に発展した投資リサーチの形態であり、英国の独立系リサーチ会社であるハードマン（Hardman & Co）やエディソン・インベストメント・リサーチ、北欧の銀行であるノルディアやSEBなどが提供している。

英国投資リサーチ・レビュー、欧州連合理事会の Mifid II改正案はいずれも、発行体スポンサード・リサーチが中小型株カバレッジの拡大に寄与するものとして、促進されるべきものと位置づけている。そのうえで、評価対象たる発行体からの独立性や客観性を確保するべく、行動規範（code of conduct）を策定するべきとしている。

英国・EU とも、発行体スポンサード・リサーチが中小型株カバレッジを拡充するものと評価し、行動規範策定を求めている点では一致しているものの、EUの方がより強制的

⁹ コミッション・シェアリング・アグリーメント（もしくはアレンジメント）とは、セルサイドが受け取ったリサーチ対価をプールした上で、資産運用会社が指示した配分に従って、異なる投資リサーチ提供者にリサーチ対価を支払う取り決めを指す。詳細については、神山哲也「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—」『野村資本市場クォーターリー』2014年冬号参照。

な基準と位置付けているという相違点がある。英国投資リサーチ・レビューでは、任意適用の規範として業界団体が設定することを前提としつつ、FCA が承認することを検討する旨が示唆されている。他方、欧州連合理事会の Mifid II 改正案では、汎 EU で適用される基準とするべく欧州証券市場機構（ESMA）が技術的基準として策定し、EU 加盟国の当局が順守を求めると同時に、リサーチ提供者には順守体制の構築、「発行体スポンサー・リサーチ」のラベリングを求める。もっとも、こうした詳細は欧州委員会案とも異なっているため¹⁰、今後のトライローク・プロセスで修正される可能性も想定される。

2. リサーチ・プラットフォームの創設（英国）

英国投資リサーチ・レビューは、リサーチ・プラットフォームの創設を提言している。ここでいうリサーチ・プラットフォームとは、主に中小型株を対象とする投資リサーチの推進・普及を企図するものであり、中小型株のリサーチ・カバレッジ拡大を目的としている。類似のプラットフォームは諸外国でも導入されており、具体例として、オーストラリア証券取引所によるエクイティ・リサーチ・スキーム、スイス証券取引所によるステージ・プログラム、マレーシア取引所によるブルサ RISE（Bursa Research Incentive Scheme）、テルアビブ証券取引所によるエクイティ・リサーチ・プログラム、スペインの取引所 BME によるライトハウス・スキーム、ドイツ取引所スケール市場における財務分析サービスなどを挙げている。いずれも、中小型株ないし新興成長企業向け市場において、外部の投資リサーチ提供者との提携等を通じて、手薄なリサーチ・カバレッジを補完するものである。特に、マレーシアやイスラエルの取り組みでは、プラットフォームの対象銘柄について株価上昇や流動性の改善といった好影響がみられているという。

英国においても、リサーチ・プラットフォーム創設により同様の効果が期待されると共に、リサーチ・カバレッジ拡大に伴う長期投資の促進やリサーチの質の向上、投資家によるリサーチへのアクセス改善といった効果も見込まれるとしている。また、リサーチ・プラットフォーム創設により、リサーチ・カバレッジの拡大が実現すれば、英国株式市場への上場を目指す企業が増加することにも繋がる可能性があり、英国資本市場の成長に寄与し得るとされた。なお、リサーチ・プラットフォームは必ずしも恒久的なものである必要はなく、目的が達成されればプラットフォームを廃止する可能性も視野に入っていることが示唆されている。

英国のリサーチ・プラットフォームが上述の目的を達成するために具備すべき主な特徴について、投資リサーチ・レビューは、①プラットフォームの主な対象は上場している中小型株とすること、②単一もしくは複数の第三者機関（取引所等）により運営されること、③プラットフォーム上のリサーチは無料で利用できるようにすること、④プラットフォーム運営者がリサーチ供給者のクオリティを担保すること、⑤リサーチ供給者が所定の目標

¹⁰ 欧州委員会案では、行動規範は民間で設定するものとされており、英国投資リサーチ・レビューに近似した内容となっている。

(レポート発行頻度等)を順守すること、⑤投資リサーチ業界の関係者で構成される諮問委員会がプラットフォーム運営をサポート及びモニターすること、といった内容を挙げている。

リサーチ・プラットフォームの創設及び運営資金については、諸外国の例を参考に、①発行体、②取引所、③一時的な政府補助金、などから充当する案が示されている。加えて、諸外国の類似制度には前例がないものの、④幅広い金融機関からの費用を徴収、⑤株式購入に係る手数料を通じた費用徴収、といった案も示されている。リサーチ・プラットフォームの創設及び運営資金の調達手段の決定には、一定の時間が必要であり、場合によっては立法措置も求められるため、リサーチ・プラットフォーム創設は中期的な課題と位置づけられている。

V アンバンドリングの域外波及の懸念は後退

今般の英国・EUの動きは、実現すれば、アンバンドリング規制の域外波及の問題にも影響するものと考えられる。アンバンドリング規制は英国・EUの規制であり、域外適用規定はないため、英国・EU域外の資産運用会社等に適用されることはない。しかし、アンバンドリング規制の適用を受ける在英・EUの資産運用会社が英国・EU域外のセルサイドに注文を出す際も、当該資産運用会社はアンバンドリング規制に服することになるため、英国・EU域外のセルサイドがアンバンドリング規制に対応する必要が生じ得る。あるいは、英国・EUの年金基金等が英国・EU域外の資産運用会社に運用委託する際、在英・EUの資産運用会社と同様に、リサーチの対価を資産運用会社が負担することを求める可能性がある。英国・EU域外の資産運用会社としては、当該年金基金等の運用マニフェスト獲得のため、リサーチ対価を自己負担せざるを得ないということも生じ得る¹¹。

米国では、セルサイドがリサーチのみを売買執行と分離して提供する場合、投資顧問法の適用を受けることになるとして、セルサイドがEUアンバンドリング規制の適用対象の資産運用会社から注文を受けることが困難になるという問題が生じた。こうした資産運用会社はMifid II顧客と呼ばれ、在英・EUの資産運用会社だけでなく、英国・EU域外に所在する資産運用会社で、在英・EUの資産運用会社から運用再委託を受ける資産運用会社も含まれる。そこで米国では、証券取引委員会(SEC)が2017年10月、ノーアクション・レターを発出し、米国のセルサイドがMifid II顧客に対して、リサーチ提供について売買執行と別建てで対価を受け取っても、投資顧問行為とはみなさないこととされた。

SECは2019年11月、同ノーアクション・レターを延長したが、2023年7月3日に期限を迎えた。ノーアクション・レターの再延長をする意図がない理由として、SEC投資管理局ディレクターのウィリアム・バードシスル氏は2022年8月、米国セルサイドとしてアンバンドリング規制下のMifid II顧客の注文を受ける体制構築等が進んだためと説明して

¹¹ アンバンドリングの域外波及については、神山哲也・岡田功太「Mifid IIアンバンドリング規制のEU域外波及に所管する米・欧当局のスタンス」『野村資本市場クォーターリー』2018年冬号参照。

いる。一方で、米国証券業金融市場協会（SIFMA）は2023年6月、同ノーアクション・レターの期限到来を前にして、米国セルサイドとして Mifid II顧客の注文に対応するためのソリューションを見つけれられていない中でノーアクション・レターが失効すれば、資産運用会社による重要なリサーチへのアクセス、米国資本市場の競争力に悪影響を及ぼすとして、ノーアクション・レターの再延長を SEC に求めている¹²。結果的にこの請願は受け入れられなかったわけであるが、SIFMA がこうしたレターを発出していることから、米国セルサイドが必ずしも Mifid II顧客の注文を受ける体制を十分に構築できていなかった実態が伺われる。

こうした状況にあって、英国・EU ではアンバンドリング義務の廃止という方向性が打ち出された。米国セルサイドとしては、無理に Mifid II顧客の注文を受けるための体制整備を行う必要性は低下しよう。これは、他の法域のセルサイドについても同様のことが言える。また、Mifid II顧客としても、アンバンドリング規制に対応していない（すなわち、売買執行の対価と分離してリサーチの対価を受け取ることのできない）域外セルサイドに柔軟に発注することができるようになる¹³。結果的に、英国・EU 域外において、リサーチと売買執行の対価を分離しようというモメンタムは低下していく方向性が想定される。

VI 分かれる市場関係者の反応と今後の展開

今般の英国投資リサーチ・レビューおよび欧州連合理事会の Mifid II改正案が英国・EU の資本市場に及ぼす影響については、様々な見方ができよう。まず、年金基金等の立場からすると、リサーチ対価の支払い方法如何にかかわらず、手数料増加に繋がるいかなる変更に対しても歓迎しないという可能性が考えられる。新たに導入される開示規制の内容次第では、資産運用会社が年金基金等の顧客との関係で自己資金によるリサーチ支払いを継続せざるを得なくなる可能性も考えられる。また、セルサイド、バイサイド双方にとって、Mifid IIに対応するためのリサーチ提供／支払いのプロセス及びインフラは既に整備されており、例えば、米アライアンス・バーンスタインや仏ロスチャイルド&カンパニーを含む一部資産運用会社は、近年買収を通じて自社のリサーチ機能を拡充している¹⁴。Mifid II 導入以降、各プレイヤーによって進められてきたこれらの動きを大きく変えるためには、リサーチ対価の支払いオプション柔軟化に留まらない相応の誘因が必要になる可能性がある。以上から、仮に今般の制度改正が実現したとしても、英国・EU のプレイヤーにおける実務上の影響は限られるという見方がある。

他方、今般の英国・EU のアンバンドリング規制の見直しが、中期的には英国・EU の資本市場に一定の影響を及ぼすとの見方もある。例えば、一部の業界関係者は、中小型株の流動性低下や資本コスト上昇といった問題がアンバンドリング義務の廃止（「リバンドリ

¹² SIFMA “Request to Extend the Mifid II No-Action Letter,” June 27, 2023.

¹³ 現行のEU規制では、アンバンドリングに対応していない域外セルサイドに Mifid II顧客が発注する際、リサーチと売買執行の対価を顧客に対して明確化することなどが求められる。

¹⁴ “Brokers sceptical of research renaissance after Mifid rollback,” *Financial Times*, July 14, 2023.

ング」とも呼ばれる)によって直ちに解決するとは思えないものの、リサーチ支払い手法の柔軟化は、正しい方向への第一歩であるとコメントしている¹⁵。また、スポンサード・リサーチやリサーチ・プラットフォームを含むその他の施策が、中期的にリサーチ・カバレッジの拡充に寄与する可能性もある。例えば、一部の専門家は英国投資リサーチ・レビューで示された一連の政策提言が徐々にリサーチ・カバレッジの拡大に寄与していくだろうとの見解を示している¹⁶。

英国では今後、ハント財務相が投資リサーチ・レビューの提言を全面的に受け入れることを表明したことを受け、FCA が具体的な規則策定に向けて動き出すことになる。まずは、市中協議で意見を募集し、費用対便益分析を経たうえで、2024 年上期中に実現することをハント財務相は求めている。

他方、EU では今後、トライログ・プロセスにおいて欧州議会が欧州委員会の指令案の修正案を採択し、欧州連合理事会と協議することになる。本校執筆時点（2023 年 9 月末時点）では、欧州議会のスタンスは明らかになっておらず、また、協議の行方も見えてこないものの、元来アンバンドリング規制に対してより肯定的な英国において実質廃止の方向性が打ち出されたことを踏まえれば、より消極的だった EU においても、とりわけ競争上の観点も踏まえれば、同様の方向性に落ち着く可能性の方が高いように思われる。

¹⁵ “Why asset managers won’t rush to reverse ‘painful’ unbundling,” *Financial News*, July 11, 2023.

¹⁶ 前掲脚注 15 参照。