

MiFID IIによる リサーチ費用の分離明確化が 日米に与える影響

欧米顧客を有する日系運用機関には 国際競争力低下への危惧も



大和総研ロンドンリサーチセンター長 シニアエコノミスト 菅野 泰夫

本稿執筆時点で適用開始が目前に迫った欧州第2次金融商品市場指令（MiFID II）のうち、リサーチ費用の分離明確化（アンバンドリング）が注目されている。米SECは、欧州系運用機関への資金流入の加速を懸念し、投資銀行に対して投資助言業登録を30カ月猶予する暫定措置を2017年10月下旬に公表したとみられる。欧米顧客を有する日系運用機関の一部には国際競争力低下を危惧し、日本での同様の規制導入を促す向きもある。

リサーチ費用の 価格破壊が横行

EU加盟国では2018年1月3日から、金融商品市場指令（MiFID: Markets in Financial Instruments Directive）の改正版である第2次金融商品市場指令（MiFID II）の施行が予定されている。改正の主眼の一つには、運用委託手数料に含まれるリサーチ費用の分離明確化（アンバンドリング）があげられる。この規定により、資産運用会社（運用機関）は、第三者である投資銀行・ブローカー（日本の証券会社に該当。以下、「投資銀行」）からのリサーチ（レポート、面談、トリックアラレンジ等）や営業サービス行為等の多くが「誘因」（Inducement）に該当するとして原則的に受領が禁じられる。

この「誘因」は取引執行以外のリサーチや営業サービス行為など投資銀行から運用機関に提供される金銭・非金銭的便益を指す。例外として、リサーチは、運用機関の①自己負担、あるいは②顧客のリサーチ・ペイメント・アカウント（RPA）を通じて有料で購入する場合は受領可能である。ただし、MiFID IIによりRPAを通じてリサーチ費用を顧客に転嫁するには厳格な規制要件が求められる。

よって、これを嫌った大手運用機関が17年9月以降こぞって方針を転換し、リサーチ費用を自己負担で吸収する対応が資産運用業界の主流になりつつある。運用機関がリサーチ費用を自己負担する場合、リサーチ予算は限られる。そのため、リサーチファームとして採用できる投資銀行は限られた数となり、その選定に時間がかかっていると

いわれている。また結果的にこれが引き金となり、大手投資銀行等により提示されていたリサーチ価格はわずか半年で大きく値下がりしている。

また、マクロ経済分析や債券・為替・商品市場（FICC）調査の無料化の波も、リサーチ費用の値下げを助長したといわれている。欧州証券市場監督局（ESMA）が17年4月に発表したMiFID IIに関するQ&Aでは、一般に公開され、投資助言や投資ストラテジー等を含まないマクロ経済・FICCレポートは、僅少非金銭的便益（MNMB: Minor non-monetary benefits）として無料で運用機関に提供できるとしている。ただ、多くのリサーチ要員を雇い、数百万ドルをかけて作成したリサーチレポートであるにもかかわらず、アンバンドリングの規定のもと無料で提供されること

は、多くの投資銀行の財政状況を苦しいものになっている。

とはいえ、MiFID IIにはいまだ投資銀行と運用機関で合意できていない部分が多い。とくに運用機関が最終的に利用するリサーチファームを絞れていないという。

米SECが猶予期間を設定した意味

MiFID IIは欧州の規制ではあるが、運用会社は世界的な業務展開をしており、欧州の運用機関は、日本や米国などの第三国の投資銀行が作成したりリサーチ情報も有料で受け取る必要がある。また規制対応の煩雑さや不公平感（同じ情報が欧州では有料、日米では無料など）により、運用機関は全世界対応を前提として動き始めている。ただ米国と日本ではMiFID IIが禁止する「取引執行手数料にリサーチ費用を含める業界慣行」（「ソフトウェア」でのリサーチ費用の請求）が長年機能してきた。米国の投資銀行は「投資助言業者」として登録しない

限り、リサーチ費用を別途受領すること（「ハードダラー」）を禁止されていた。

この登録は、厳格な受託者責任を負うことに加え、遵守するためのコストが大幅に増加することを意味する。このため、業界団体は米国証券取引委員会（SEC）に対し、MiFID IIの適用対象となるリサーチについて、「投資助言業者」の登録義務がなくとも「ハードダラー」で米国の投資銀行がリサーチ費用を受領できるようロビー活動を行っており、SECがどのような対応方針を示すのか、投資銀行業界全体から大きな注目が集まっていた。

17年10月26日に欧州規制当局との協議を経たSECは、MiFID II遵守への救済措置通知を発表している。同暫定措置の大枠は、①MiFID IIの適用開始から30カ月間は、ブローカー・ディーラーが「投資助言業者」でなくとも、暫定的に資産運用会社（money manager）から「ハードダラー」で（あるいはRPAを通じて）リサーチ費用を受領することを許可する、②

（「ハードダラー」の状況下で）資産運用会社は引き続き、ミューチュアル・ファンドやその他の顧客のための注文を集約することができ、③（同）資産運用会社はリサーチやブローカレッジ費用を支払う際には、引き続き

既存のセーフハーバー・ルールに基づくことを可能にする——としていいる。セーフハーバー・ルールとは、米証券取引法28条の規定で、顧客の証券取引に関する一定の条件下では、資産運用会社が、顧客に対する受託者責任に抵触することなく、ブローカレッジおよびリサーチサービスを購入することを認めるものだ。この暫定的な救済措置により、ようやく米国規制の枠組みにおいて、MiFID IIのリサーチ規定への遵守が促進されることになる。

SECは、規定変更は30カ月の時限措置であり、まず直近の問題に対応したうえで、欧州の規制がどのように実務上機能するか把握し、将来的に法改正の必要があるか見極めるとしている。SECのジェイ・クレイトン委員長は「今回の救済措置は、

MiFID IIのリサーチ規定施行にあたり生じるであろう混乱や業務上の困難を軽減するため、広範な市場関係者からの意見をふまえて設定された」としている。

また、欧州委員会はSECの救済措置発表と協調し、FAQ指針にて独自の救済措置も発表している。それによれば、リサーチ費用の支払い項目が別途、明確に特定できるのであれば、第三国のブローカー・ディーラーは「取引執行手数料」の形態で引き続き支払いを受けることができる。ただそのためには、（EUの運用機関等は）リサーチ提供者に対する支払いを明確な監査証跡で残すこと、特定の第三国のブローカー・ディーラーに対するリサーチ費用を特定できるようにしておくことが求められる。

欧州の運用機関に対する米SECの焦り

固唾を飲んで見守られた今回の発表は、米国の金融機関関係者のみならず、欧州各国の当局

からも多くの歓迎の声が寄せられた。英国金融行為監督機構（FCA）のベイリー長官は「ここ数カ月の欧米規制当局間の建設的な対話が本日の決定に至ったことは感謝している」と発言し、双方の規制の枠組みの整合性を尊重する柔軟な解決策であると評価している。また今回のSECの決定に対して、米国の年金基金や財団といった最終スポンサーはおおむね歓迎の意を表明しているという。

一方、米系年金基金を中心に、SECがMiFID IIのリサーチ規定を米国へ本格的に導入せず、あくまでも30カ月の暫定措置とした決定に失望の声もあがっている。米国の最終スポンサーは、かねてリサーチ費用と取引執行手数料がバンドルされている状態では、今後も高い手数料と低い透明性が続くことへの懸念を示していた。開示義務を増やし、説明責任をより明確にし、運用機関が支払うべき手数料を改善すべきであるとして、SECに早期のアンバンドリング導入を促す向きも多い。ただ、欧米以外の当局はMi

FiD IIのアンバンドリングには必ずしも乗り気というわけではないことも指摘されている。特にRPAでの請求となると、既存の手数料体系を変更することとはむしろかしく、必然的に現在の運用報酬とは別に請求することになるといえる。コミッションをベースに手数料を請求していた株式取引を行うファンドであればまだしも、そもそも手数料という概念がない債券取引を主体とするファンドにとつては顧客への説明が困難であることは容易に想像がつく。ファンドのリターンが増加することで最終投資家にはプラスとなるはずだが、手数料増加を安易に認めることはファンドにも顧客にもできないだろう。米系運用機関の一部には、SECの救済措置発動により顧客へのリサーチ費用の転嫁が可能になったことで、顧客にリサーチ費用を請求するなどの動きも出てきている。日本の投資信託等の運用を委託されている欧米の運用機関がRPAの導入に踏みきるとなると、日本の個人投資家にも影響が出てくる可能性がある。

今回、SECがMiFID II対応を急いだのには、欧州の運用機関が圧倒的な優位に立つことへの焦りが根本にあるとみられる。実際にSECの発表を待たずして、「投資助言業者」の登録申請を行う一部の大手米系投資銀行もあつた（さらにSECへ規定の法制化の前倒しを要求する投資銀行もある）。欧州の運用機関にとつては、ファンドレベルでのリサーチ予算編成を要求されるMiFID IIの適用開始は、現在大きく水をあけられている米系運用機関から資金の流れを取り戻す好機となろう。現行に比べ、リサーチ費用が大幅に抑制され、その抑制分がファンドのリターンに追加されることになるため、年金基金等の最終投資家への競争力が飛躍的に向上するとされる。18年1月以降、米系運用機関でMiFID IIの遵守ができなかった場合、それを見越したかたちで米系運用機関から欧州系へのシフトが加速するといわれていた。また、欧米投資家が主要顧客の日系運用機関でも同じ状況が懸念されていた。

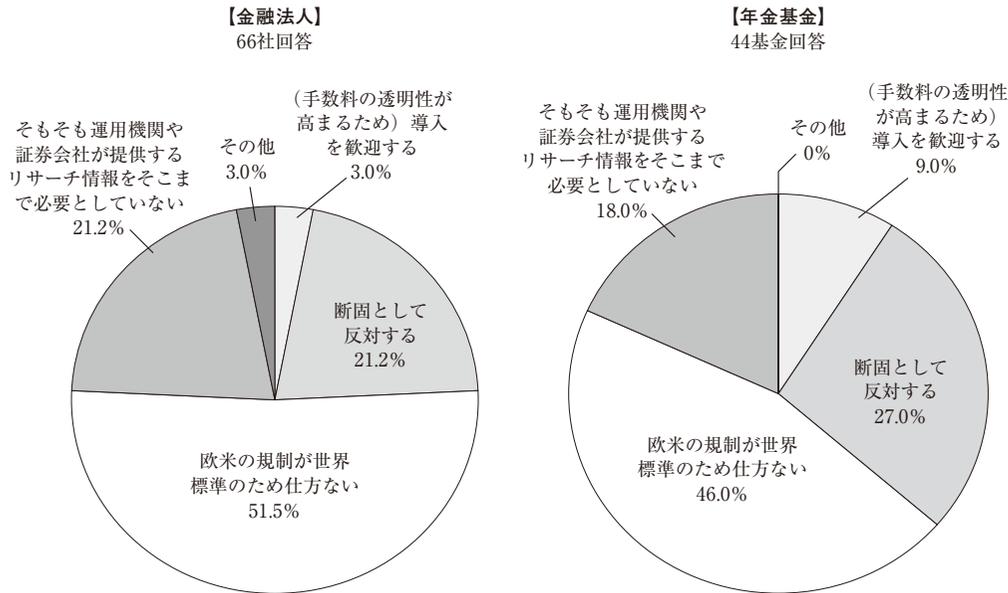
日本の投資家は どう見ているか

欧米がMiFID IIの遵守に踏みきれば、取り残された日系運用機関の競争力低下が懸念される。一部の日系運用機関からは、適用開始に乗り遅れば新規顧客の獲得で不利になるだけでなく、欧米の投資家からの解約プレッシャーが予想されるため、日本へのMiFID IIの早期導入を促す向きがある。一方、国内の年金基金等が顧客の大半である日系運用機関にとつては、MiFID IIは遵守が面倒な規制にすぎず、なんら対応をとらず静観することも可能である。

図表1は、大和総研が日本の金融法人、年金基金を対象としたMiFID IIの影響調査の結果であり、数年後に日本でもMiFID IIが導入される可能性についての意見をまとめている。この結果を見ると「欧米の規制が世界標準のため仕方ない」（金融法人・51・5%、年金基金・46・0%）が「断固として反対する」（金融法人・21・2

〔図表1〕

日本での同様の規制導入に対する意見



（注） 数値は当該設問に回答した対象のうち、各項目へ回答した比率。当該調査は本邦89の金融法人および65の年金基金から回答を得た。数値は当該設問に回答した対象のうち、各項目へ回答した比率を示す。
 （出所） 大和総研「金融法人および年金基金におけるMiFID II、オルタナティブ投資の実態調査 2017年度オルタナティブ投資アンケート結果」（図表2も同じ）。

図表2は、MiFID IIの
 リサーチ費用（やIRRアレ
 ンジ等の費用）の分離明確化規
 定に対する懸念事項に関する
 回答である。年金基金は「運
 用機関から別途リサーチ費用
 を請求されること」（78・0
 %）、金融法人では「リサー
 チレポートの減少」（54・0
 %）の比率が最も高い。また
 双方ともに「これまで無料
 だった「セミナー／カンファ
 レンスの有料化」（金融法
 人・52・4%、年金基金・53
 ・7%）への懸念が大きいこ

と、年金基金・27・0%）の
 割合を双方とも大きく上回っ
 ていることは興味深い。これ
 までも、欧州発の金融規制が
 世界標準として受け入れられ
 てきた例は数多くあり、Mi
 FID IIも同様の道をたどる
 との見方も否定できないよう
 だ。また「そもそも運用機関
 や証券会社が提供するリサー
 チ情報をそこまで必要として
 いない」（金融法人・21・2
 %、年金基金・18・0%）と
 の回答も一定程度寄せられて
 いることは興味深い。

**セルス部門にも及ぶ
 淘汰の波**

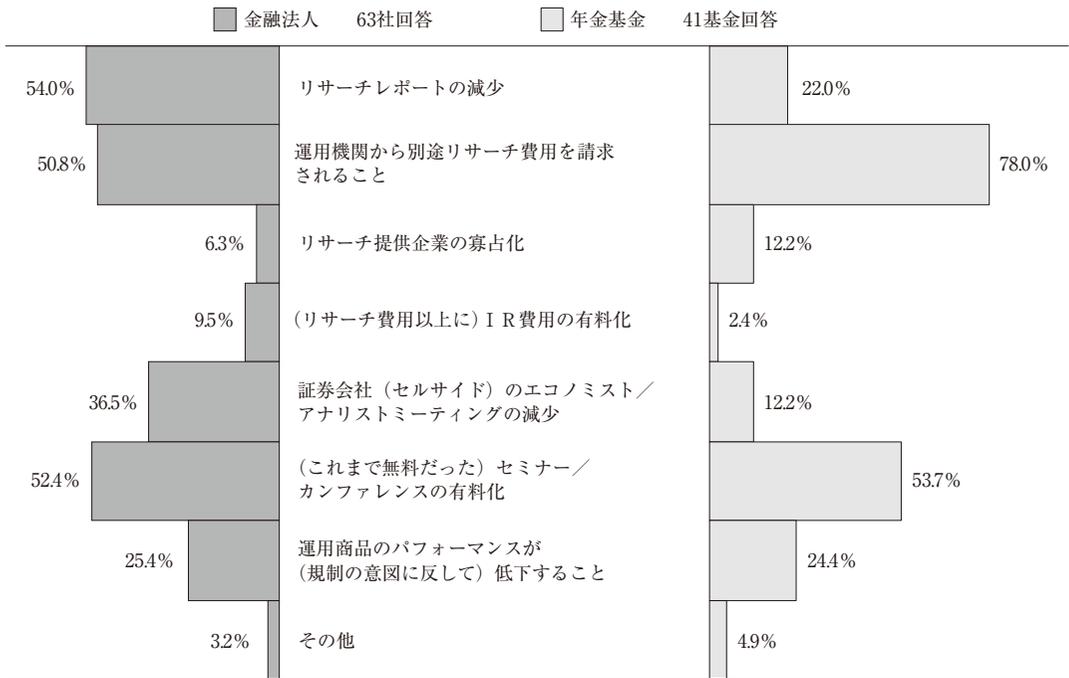
結果的にリサーチ価格競争に
 よる最大の受益者は最終投資家
 となるだろう。運用機関が投資
 決定に関する最善のリサーチ情
 報を、投資銀行等とのリサーチ
 契約における交渉を経て最安で
 手に入れるようになることで、
 これまでメールで大量に寄せら
 れていた情報も、支払いに値す
 る内容かどうか真剣に吟味する
 こととなる。また、運用機関が
 最終投資家へのリサーチ費用請
 求による一時的な競争力低下を
 嫌い、RPAでの請求を躊躇す
 るのでは、取引執行手数料の曖
 昧さを是正し、ファンドのリタ

とも示された。低コストのパス
 シブファンドの台頭により、ア
 クティブファンドの手数料は減
 少傾向にあるなど、運用機関で
 はただでさえ手数料の透明化や
 減少という大きなプレッシャー
 にさらされている。新しい規制
 を巡っては、遵守の煩雑さや新
 しいコストの発生など懸念があ
 る。

リサーチ費用の分離明確化が日米に与える影響

〔図表 2〕

リサーチ費用の分離明確化に対する懸念（複数回答可）



ーンを増やす投資家保護という規制の目的からみれば、本末転倒ともいえる事態だろう。ただ、リサーチ・取引執行の分離は、リサーチの仲介を行う株式・債券セールスに対して中抜きに近いことになる。FCAの高官はカンファレンスで、取引執行の受注をし、技術的な助言を行い、トレンドやオーダーの状況などについて顧客に情報提供する株式・債券セールスにもアンバンドリング規定が適用されると指摘している。株式・債券セールスが実質的な内容のある分析や洞察を提供した場合、MIFID IIで原則受領が禁止されている「誘因」としての定義から外すために、運用機関はこれに対する支払いをせざるをえなくなる。リサーチ部門には価格付けできる体系的成果物があるが、株式・債券セールスにはそれが無い。ため、（当局が）監視することがむずかしいという。顧客とのリサーチに関する契約がなく、取引執行のみをしているブローカーの場合には、規

定を遵守しているかどうか当局が監督することもむずかしいとされる。リサーチ契約と株式・債券セールス契約をパッケージ化するかたちでの契約を投資銀行は望むものの、顧客はリサーチだけの契約を望み、面談等も不要として、レポートの提供のみを希望する声も増えつつあるという。

本稿執筆時点で実施が目前に迫ったMIFID IIであるが、いまだ対応が決まっていない部分が多い。欧州規制当局の意図する目的が実現するかどうかを見極めるには、相応の時間がかかることには違いなく、日本を含め域外国の対応も注目されるだろう。

すげの やすお
99年大和総研入社。年金運用コンサルティング部、企業財務戦略部、金融・公共コンサルティング部、資本市場調査部を経て13年4月から現職。日本証券アナリスト協会検定会員。