

# MiFID IIの実施と 日本の金融機関への影響



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

1999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、資本市場調査部(現、金融  
調査部)を経て2013年から現職

## ▶ “アンバンドリング”の導入

EU加盟国では2018年1月3日、第2次金融商品市場指令(MiFID II)が施行された。

MiFID IIは2007年施行の金融商品市場指令(MiFID)を大幅に改正した規制であり、金融市場の透明性を高め、2008年の金融危機で大幅に損なわれた投資家の信頼を回復することが目的にある。

その中でもとりわけ注目されているのが、MiFID IIの細則指令第12条で、従来のブローカーの株式・債券取引の慣例であるリサーチ費用を取引執行手数料に含めて請求することを禁止する“アンバンドリング(分離明確化)”の導入であろう。この規定により、運用機関が第三者からリサーチを無料で入手することが禁じられ、①自己負担で購入、もしくは②顧客のリサーチ・ペイメント・アカウント(RPA)を通じて、取引執行手数料と分離して購入することが義務付けられた。アンバンドリングの目的は、取引量とリサーチ費用の関係を断ち切ることである。取引量が大き

く増加すればリサーチ費用も同時に拡大し、(年金スポンサーなどが委託する)ファンドのリターンから差し引かれるため、これを防止することが顧客保護の観点から最善との見方が根本にある。

この10年で最大の金融規制改革となったため、同規制の施行当日は(システム面を含めて)通常の株式・債券取引に支障が出ることも予想されていた。しかし、当日は取引量もほぼ前年並みとなり、欧州金融市場に大きな混乱を与えることなくスタートを切った。

## ▶ リサーチカバレッジの縮小も

MiFID IIは欧州の規制であるが、欧州に拠点を置く運用機関が日本のブローカーからリサーチを入手する場合にも適用されるため、日本でも対応が求められるケースがある。特に欧州の投資家に主要顧客を持つ日本のブローカーは、規制対応の不公平感(同じ情報が欧州では有料、日本では無料など)もあり、今後、アンバンドリングの全世界対応を進めざるを得ないという。

得ないという。

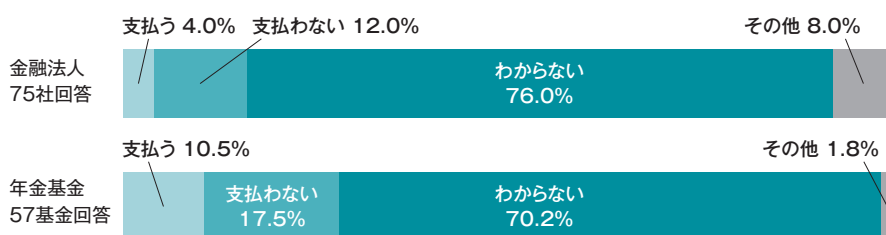
ただそうになると、日本でも(今まで無料であった)リサーチが有料となり、利用する心理的なハードルは高くなることが予想される。図表は、大和総研による日本の金融法人、年金基金を対象としたMiFID IIの影響調査の結果であり、仮に日本で数年後に同規制が実施され、リサーチ費用の別途請求を受けた場合の意見をまとめている。

この結果をみると、金融法人、年金基金ともに「支払わない」(金融法人:12.0%、年金基金:17.5%)が「支払う」(金融法人:4.0%、年金基金:10.5%)を上回っている。これまで運用委託手数料の中に含まれ、有料との意識が薄かったリサーチが、明確な金額として提示されることに抵抗感を覚える向きが多いことが示唆されている。

仮に日本でアンバンドリングが本格的に実施された場合、(多くの欧州運用機関で起こったように)顧客である金融法人、年金基金にリサーチ費用を請求できず、自己負担で購入せざるを得ない運用機関が増加する可能性が高い。そうなれば、ブローカーへのリサーチ費用の値下げ圧力が高まり、日本でもリサーチ人員の規模縮小は避けられず、結果的にリサーチカバレッジの縮小に直面する可能性もあるだろう。今後、日本のブローカーのリサーチ体制を占う意味でも、MiFID IIへの各運用機関の対応を注目したい。

## ■ 図表 リサーチ費用の請求を受けた際の対応に関する調査結果

<設問> MiFID II適用開始後、運用委託先および証券会社等からリサーチ費用を別途請求された場合にどのように対処しますか?



(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

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」(2017年12月7日)