

2017年10月18日 全13頁

MiFID II が引き起こす投資銀行リサーチ人員への波紋

エコノミスト/アナリストの厚遇にも変化が起こるのか？

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 97

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 菅野泰夫

[要約]

- EU加盟国では2018年1月3日から、第2次金融商品市場指令（MiFID II）の施行が予定されている。その中でも、従来の投資銀行やブローカー（日本の証券会社に該当、以下、投資銀行）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）”の導入が、投資銀行のリサーチ部門のビジネスモデルの根幹を揺るがす事態になるとみられている。
- これまで無料とみなしてきたリサーチ費用の設定をめぐり、2017年の秋以降、あわただしい交渉が投資銀行と運用機関の間で繰り広げられている。ケーブルテレビの視聴料のように「基本料金のみ」から「従量制」、「（無制限のミーティングなど全部込みの）プレミアムパッケージ」など多くの形態が投資銀行から提案されている。ただし、各行とも当該規制への対応を急いでいるものの、業界として未だに統一した形式は確立されていない。
- MiFID II適用開始前に、投資銀行は市場シェア拡大を目的としたリサーチの価格競争に突入しており、リサーチ価格は下落の一途をたどっている。さらに想定していた金額でのリサーチ販売は順調とはいえず、9月以降続々と、MNMBの名のもとに自社のウェブサイト等でマクロ経済・FIGCレポートに限り公開に踏み切る投資銀行が急増している。
- 過去数十年にわたり、リサーチチームを花形として扱ってきた各投資銀行への影響は深刻であろう。アナリストランキング上位の優秀なエコノミストやアナリストは時としてメディア露出を頻繁に行い、報酬面も含めてスターのような扱いを受ける場合も多い。ただ MiFID IIの施行により、リサーチ評価の多寡により発注量が変わるブローカー評価や、アナリストランキング自体がなくなる可能性もある。目に見える評価軸が減少するとともに、これまでの厚遇がなくなる事態も示唆されている。

第2次金融商品市場指令（MiFID II）による投資銀行リサーチ部門のパラダイムシフト

EU加盟国では2018年1月3日から、第2次金融商品市場指令（MiFID II）の施行が予定されている。その中でも、MiFID IIの細則指令第12条により、従来の投資銀行・ブローカー（日本の証券会社に該当、以下、投資銀行）の株式・債券取引（ブローカレッジセールス）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）”の導入が、投資銀行のリサーチ部門のビジネスモデルの根幹を揺るがす事態になるとみられている。

過去数十年にわたり、セルサイドである投資銀行はアナリスト/ストラテジスト/エコノミストからなるリサーチ部門を拡大してきた。そして、作成したリサーチ情報をバイサイドである資産運用会社（以下、運用機関）等に対するマーケティングや、社内トレーダーへの資料として活用してきた経緯がある。しかし、MiFID IIのアンバンドリングにより、運用機関は投資銀行が提供するリサーチ情報に対し、取引執行手数料と分離して、明確にされたコストを支払う義務を負うことになるため、これまでの流れが一変するといわれている¹。これまでの運用機関は、ブローカー評価²等を経由し、リサーチ費用を取引執行手数料に含めて配分してきた³。欧州規制当局は、総額が分かりづらい形でリサーチ費用として（リサーチ部門の）報酬となることを問題視してきた。

また年金基金等の最終スポンサーは、リサーチ費用の負担を知らずにおり、運用機関が最終スポンサーに対し最良執行義務を果たしているかどうか、その判断が不明瞭となっていたこともある。比較検討した上で、運用機関が、最良かつ最安のリサーチ費用および取引執行手数料を別々の投資銀行に払うことが、手数料の分離明確化を目指す新規制の主眼となる。既にコミッション・シェアリング・アカウント（CSA）等の仕組みの導入により、執行取引とリサーチ費用の分離が、ある程度明確になってはいたものの、取引量に応じてリサーチ費用が乱高下する仕組みは是正されてこなかった。

欧州規制当局の目的は、MiFID IIによりリサーチ費用と顧客に対する成果の整合性を取ろうとするものである。すなわち、取引量とリサーチ費用の関連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、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も最善であるとの見方が根本にある。大きな方向転換ではあるが、運用資産増大に寄与するとなれば、現場も意欲をもって取組むこととなると規制当局は期待している。

¹ 英国は2019年3月にEUから脱退することが予定されている。ただMiFID IIの制度自体が2001年に英国から発表されたマイナーズ報告書が議論の起源とされ、英国はEU脱退後も施行はもとより、他国より厳格な規制導入が予定されている。

² 運用機関は、取引執行を委託し手数料を支払う投資銀行を選定するため、定期的に各投資銀行の評価（ブローカー評価）をランキング形式等で通達して発注シェアを変更している。

³ 2016年の株式手数料総額は全世界で200億ドルといわれている。

MiFID II によるリサーチの定義と受領方法

MiFID II による新規制下では、投資家保護の観点から、運用機関に対して、第三者である投資銀行からの金銭・非金銭的便益 (a fee, commission or non-monetary benefit) である、取引執行サービス以外のリサーチ (レポート、面談、トリップアレンジ等) や営業サービス行為等の多くを「誘因 (inducement) 」に該当するとして原則受領を禁止している。

ただし例外として、リサーチは、運用機関の①自己負担、あるいは②顧客からのリサーチ・ペイメント・アカウント (RPA) を通じて購入される場合は受領を可能としている (有料リサーチとなれば「誘因」としての定義から外れる)。さらにリサーチではないが、運用機関のサービス向上に資するものに限定した、営業サービス行為による便益に関しては (RPA では支払うことができないものの) 自己負担では購入することが可能となっている。特にコーポレートアクセス (= 第三者が投資会社向けに、IR 等で発行体経営陣ミーティング等をアレンジすること) については、ミーティングのアレンジ自体は「投資戦略の示唆」や、資産や金融商品の現在または将来価値に対する「実証的な見解の提供」とは考えられないため、リサーチとはみなされないものの、RPA、自己負担のどちらから支払うことも可能とするオプションを残した。ただし EU 加盟国内では解釈が異なり、英国ではリサーチとしての定義に含めず、自己負担のみの受領が許可される一方、フランスでは一定条件下でリサーチ費用として RPA、自己負担のどちらからも支払うことを可能としている。

また 他の例外として、①顧客のサービス向上に資し、②顧客の最善の利益に向けた義務を損なわないごく些細な性質と規模のリサーチや営業サービスあれば、僅少非金銭的便益 (MNMB : Minor non-monetary benefits)⁴として受領を許容している。MiFID II の細則指令第 12 条の定義によると、金銭の対価を必要とされない MNMB として認められるリサーチについては、①金融商品や投資サービスに関する情報・文書で一般的な性質のもの、②格付け会社のように発行体が第三者に報酬を支払って作成したレポート、③第三者が発行体と継続的なリサーチ作成の契約を結び、その旨がレポート内で明確に示されているもの、④ (新株発行等のロードショーで) 発行体により委託を受け第三者が作成したものなどを挙げている。ただし、発行体をスポンサーとするレポートは、その内容が希望する運用機関と同時に一般市民が (ウェブ上での公開レポートなどで) 入手可能 (available) であることが条件としている。また MiFID II は指令のため、施行にあたり、加盟国内での規制当局による裁量の余地があるため、英国では有料リサーチにおいても、金融行為規制機構 (FCA) の規定集では 3 ヶ月間の試用期間中は、MNMB として運用機関が無料で受領できるとしている。

「マクロ経済分析」はリサーチか否か？

また MiFID II のリサーチとしての分類が難しいのが、エコノミストによる「マクロ経済分析」であろう。「マクロ経済分析」は広範な用語であり、MiFID II 規制下でリサーチとみなされるか

⁴ 特定の金融商品や投資サービスの利点や特徴に関するセミナーやイベントへの参加、このようなセミナーでの簡素な飲食物なども含まれる。

どうかは、その性質と内容に依存する。

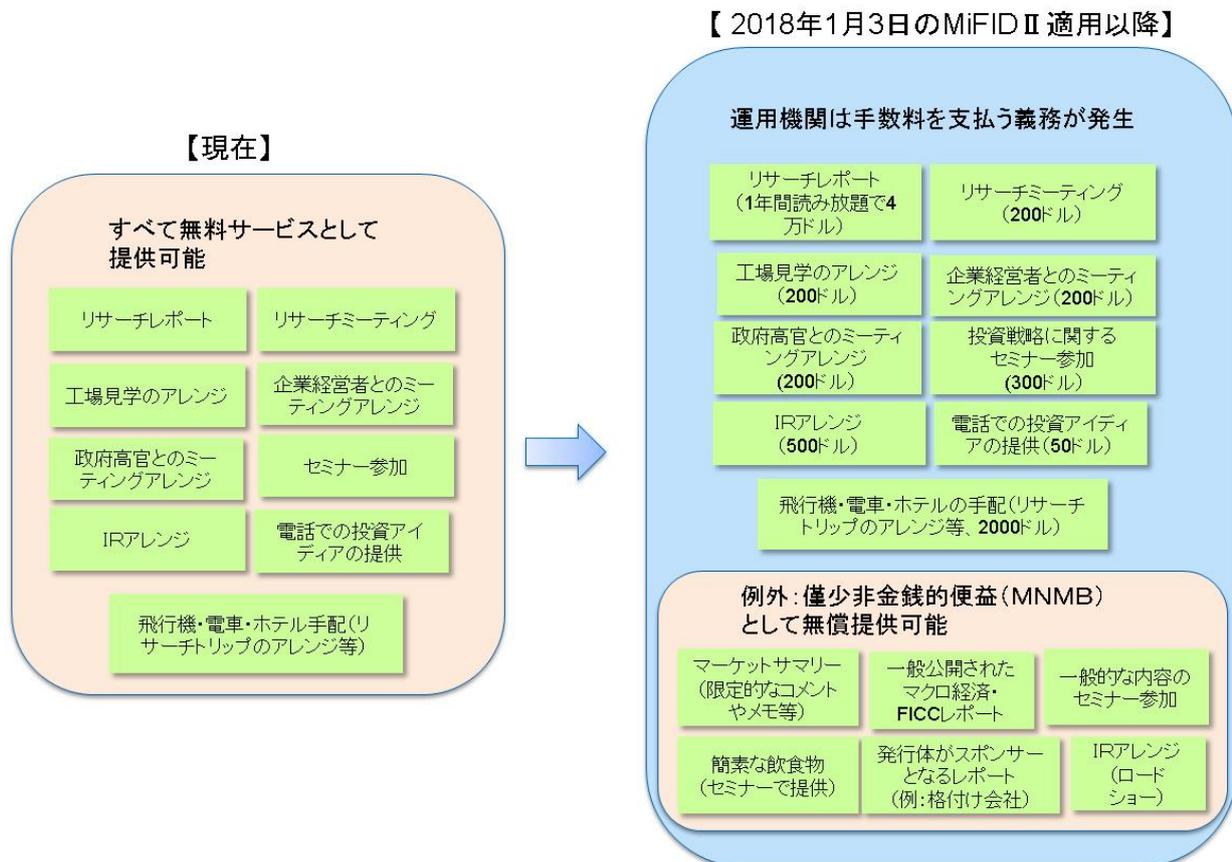
欧州証券市場監督局（ESMA）が発表した MiFID II の実務指針が書かれた Q&A⁵によると、マクロ経済分析が MNMB として無料リサーチとして認められる例外としては、その情報内容が投資企業全般に提供されるあるいは公開される（made public）場合と記載されている。つまり、「顧客の最善の利益に向けた義務を損なわないごく些細な性質と規模で、一般に入手可能で広範に配布されている場合は、MiFID II のリサーチの定義にあてはまらない（ゆえに無料配布可能）」と解釈できる。またこの Q&A では、（公開されることを条件に）一般的な投資ストラテジー等の分析がないマクロ経済・FICC レポートであれば MNMB として認められるとされている。

ここで規制当局は、どのレベルの「マクロ経済分析」までが MNMB となるかの線引きを避けているようにも見える。実際に MiFID II の運営が始まってみないと、最終的にどのレベルのリサーチが無料として配布可能となるかは未知数な部分も大きい（詳細な分析が入ったテーマレポートに関する無料とできるのかは不明）。「マクロ経済分析」が貴重なリソースを配分されるものであれば、あるいは受領運用機関から「重要な価値がある」と判断されれば、MNMB ではなくなる。無論、ESMA は原点として「マクロ経済分析」は投資戦略を示唆するもの（＝リサーチ）ととらえている。無料公開すれば MNMB と認められるとの安易な前提でセールスからの発注インセンティブにつながるリサーチレポートを送る場合に関しては、MNMB と認められることは難しいとされている。

また同様に投資銀行のセールス部門が運用機関に送付する簡易なメモやコメント等の取り扱いも、規制上のグレーゾーンとなっている。メールの中にリサーチレポートを内包する典型的なものであれば、それは一定の価値があるものとされ、MNMB としての定義に該当することは難しいとされる（ただし、あくまでも判断は顧客側にある）。そうであればその様な簡易のメモやコメント等も、（リサーチではないものの尚「誘因」に該当するため）運用機関自体が費用を負担しない限りは受領できないこととなる（RPA での支払いは不可）。

⁵ ESMA “Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics”, 最終更新は 2017 年 10 月 3 日

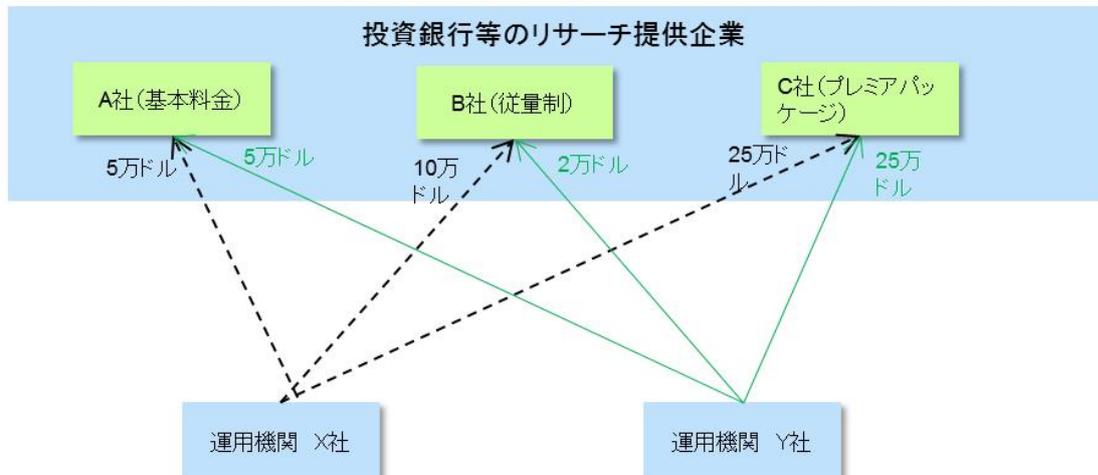
図表1 MiFID II 対応での投資銀行のサービスの変化例



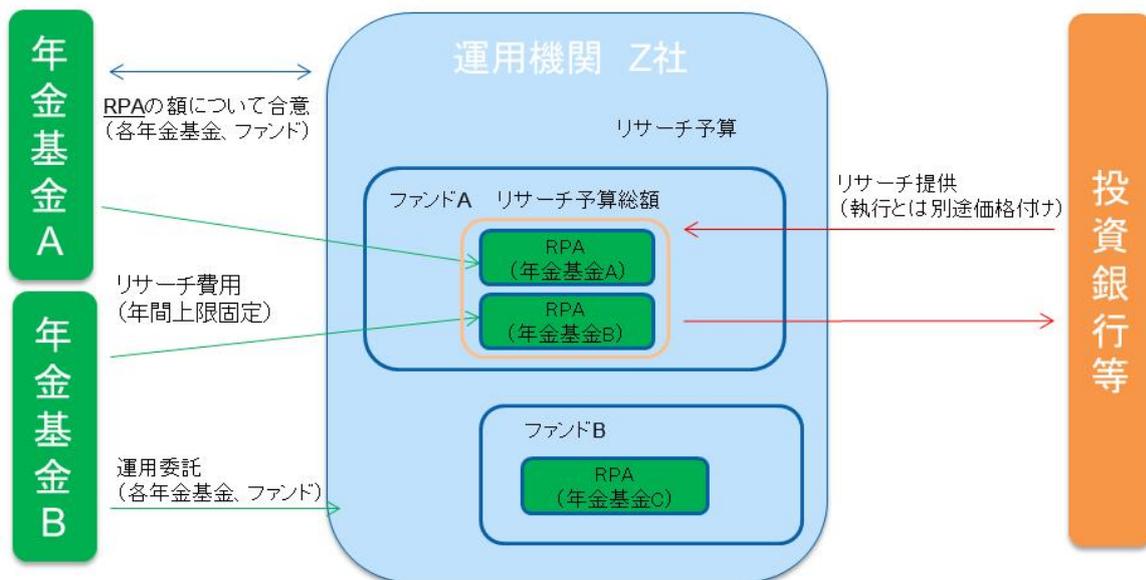
(注) 料金はあくまでも一例。運用機関の利益に資さない単なるミーティングのアレンジなら無料、マクロ経済分析・FICCレポートはMNMBか否かの見極めは、内容と運用機関の判断による
(出所) MiFID II を基に大和総研作成

図表2 MiFID IIにおいて運用機関がリサーチを購入・受領する方法

【①自己負担方式】



【②リサーチ・ペイメント・アカウント(RPA)方式】



(出所) 大和総研作成

2017年の秋以降に急ピッチに進められた現場の対応、ただしリサーチ費用の価格破壊が横行

これまで無料とみなしてきたリサーチ費用の設定をめぐり、2017年の秋以降、あわただしい交渉が投資銀行と運用機関の間で繰り広げられている。ケーブルテレビの視聴料のように「基本料金のみ」から「従量制」、「(無制限のミーティングなど全部込みの)プレミアムパッケージ」など多くの形態が投資銀行から提案されている。ただし、各行とも当該規制への対応を急いでいるものの、業界として未だに統一した形式は確立されていない。年間10万ドルといっ

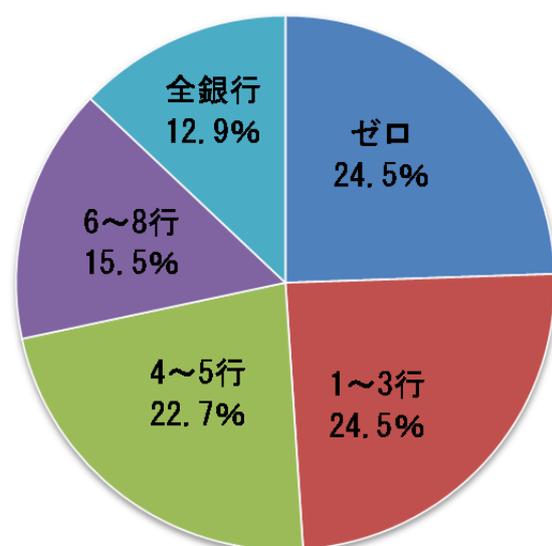
た高額な料金設定から、ベーシックなサービス費用として1万ドルなどさまざまである。また当初は、年間50万ドル近くのパッケージや、トップエコノミストやアナリストとの1対1の面談に1時間あたり5,000ドルを課金する強気の投資銀行の計画もあった⁶。有力なリサーチ情報を提供する（アナリストランキング上位の）投資銀行のシェアは拡大する可能性も指摘されており、投資銀行は強気の姿勢を崩さなかったといわれている。

ただ運用機関は投資銀行からのリサーチの価格付けがより明確になるまで、決定を後ろ倒しにしようとしていたものの、ここにきて投資銀行の強気の価格設定を拒否する構えを示しているという。運用機関は支払いの対価により厳しい目を向けるようになりつつあり、リサーチ費用に深刻な値下げ競争が進んでいるといわれている。9月以降の報道を見れば、価格破壊が進んだ結果、投資銀行はランキング上位3~4位までに入らないセクターを丸ごとリストラしたり、トップランキング獲得者でも大幅な給与のカットやサポートアシスタントの解雇に踏み切るなど、さらなる費用抑制に向かっていることが窺える。

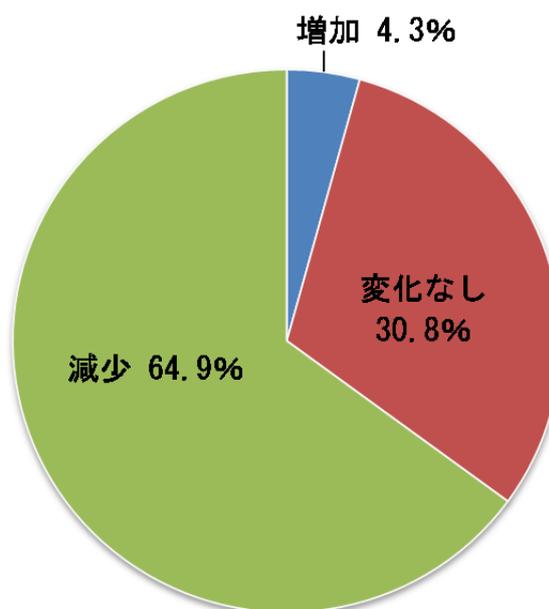
大手コンサルティングファームのマッキンゼーの試算によると、顧客である運用機関などがコスト削減に向かうため、セルサイドの上位10投資銀行のリサーチ費用（年間合計40億ドルとされる）が、最大30%削減されるという。Survation社によるEU加盟国・米国の運用機関勤務者を対象に実施したアンケート結果によれば、MiFID II 施行後、投資銀行から提供されるリサーチサービスについて、それを全て受領し、料金を支払う対象となるのは9大投資銀行のうち、5行以下に留まるとの回答が全体の7割以上を占める。

図表3 MiFID IIのアンケート調査（EU加盟国・米国の運用機関勤務者234人を対象を実施）

（図表）MiFID IIで何行程度の投資銀行（リサーチ）を活用するか



（図表）今後のリサーチ予算は？



（出所）Survation より大和総研作成

⁶ 一般に弁護士の面談が1時間あたり2,000ドル程度であることを考慮すると投資銀行が相当の費用請求を行っていたことを運用機関の多くが問題視している。

煩雑な RPA 方式を諦め、自己負担方式へシフトする運用機関

また当初は年金基金等の最終スポンサーに請求することを想定していた運用機関が、自己負担方式にシフトせざるを得ない状況もリサーチの価格破壊の一因とされている。

顧客に請求する RPA 方式で購入する場合は厳格な管理規定が求められ、運用機関はその決定に躊躇している。RPA では年初に運用機関がリサーチ提供者に対し、どのようなサービスに対していくら払うのか予算編成をしなければならない。運用機関はリサーチ予算を編成し、顧客である年金基金等に想定される最大予算を通知する義務を負う。この上限に達した場合、取引手数料は執行コストのみとなり、株式の市場変動や売買高によらず支出が出来なくなるため、リサーチ費用が大幅に抑制されることとなる（当然、その抑制した費用はファンドのリターンに追加される）。さらにリサーチ費用は、顧客に代わって執行した売買量・高に連動してはならず、それを示す書類を作成しなければならない。

運用機関レベルではなく、ファンドレベルで、リサーチ費用の予算編成が行われ、年金基金等が投資した投資商品に関連したリサーチ費用が割り当てられることとなる。ここまで取引執行手数料の透明性を高めることにより、年金基金等は、運用機関に支払った取引執行手数料が、当該マンドートに関連しないリサーチ費用に費やされることに対して、非常にセンシティブとなる。運用機関は年金基金等からのプレッシャーから、リサーチ費用を安易に請求することができない状況になりつつある。

図表 4 RPA による顧客へのリサーチ費用の開示要件について

RPAによる顧客へのリサーチ費用の開示要件	
開示すべき項目	①RPAから支払われたリサーチ提供者 ②特定期間中にリサーチ提供者に支払われた費用総額 ③運用機関が受領した利益およびサービス ④当該期間中に設定された予算に比べ、どれだけ実際使われたか。もし予算がRPAに残っている場合、キャリアオーバーはあるか。
事前リサーチ費用要件	運用機関はリサーチに当てられた予算のサマリー、および顧客に賦課する想定リサーチ費用を通知。これはベースポイントでも金額でも構わない。また初回料金（やそれに変動があるかどうか）についても開示義務を負う。
事後リサーチ費用要件	運用機関はリサーチ費用に関する年間明細を顧客に対し送付する義務を負う。これは金額およびベースポイントの両方で記載すべきとされる。直投（セパレートアカウント）の場合、そのまま顧客別のリサーチ費用を明記、合同口の場合は、ファンドレベルでの開示を行う。

（出所）Investment Association より大和総研作成

このような状況を勘案し、運用機関では RPA 方式を諦め、自己負担方式を選択するケースがやや優勢になりつつある。特に大手運用機関の多くは自己負担でのリサーチ購入方針を決定している。世界第 2 位の運用機関であるバンガードは自己負担方式で購入することを決定した初めての米国運用機関となった。この決定に続き、世界最大の運用機関、ブラックロックが 9 月

に入り自己負担での購入を決定したことは投資銀行に大きな衝撃を与えた。運用機関は皆、他社の動向を注視していたが、この決定により自己負担方式に大きく流れが傾いている。他の大規模運用機関⁷は既に決定していた RPA 方式を撤回し、自己負担方式やインハウスリサーチの強化などへの方針転換を加速させている。また最終スポンサーにリサーチ費用を転嫁できないため、さらなるリサーチ費用の減額を余儀なくされる可能性が指摘されている。

また、そもそもセルサイド、バイサイドの双方にアナリスト、エコノミストがいることを疑問視する年金基金等の顧客も多く、当初より RPA によるリサーチ費用の請求に応じないなどの姿勢を見せていた。これを受けて、運用機関はインハウスリサーチの強化に動き出しており、リサーチ人員が投資銀行から関連の運用機関へ移籍するといった動きも徐々に増加している。

マクロ経済・FICC リサーチは無料化に舵を切り、さらなる人員削減のプレッシャーに

MiFID II 適用開始前に、投資銀行は市場シェア拡大を目的としたリサーチの価格競争に突入しており、リサーチ価格は下落の一途をたどっている。さらに想定していた金額でのリサーチ販売は苦戦を強いられていたため、MNMB の名のもとに自社のウェブサイト等でマクロ経済・FICC レポートに限り公開に踏み切る投資銀行が急増することが予想されていた。事実、9 月以降続々と、多くの投資銀行でマクロ経済や FICC リサーチの一部を無料配布するという発表に踏み切っている。その後の営業サービスや面談で課金するために、マクロ経済・FICC レポートをあくまでも「マーケティングツール」の一環で配布し、規制抵触を回避する投資銀行が急増しているようだ。ただし、今後は世界的な投資銀行のみならず独立系リサーチ会社の多くも同様にマクロ経済・FICC のレポートの無料化に進むとみられているため、提供企業の「マーケティングツール」としての付加価値も一層低下することが懸念されている。さらに従来リサーチを無料で提供していたシンクタンクや政府系の調査会社なども、今回の競争に巻き込まれているのが現状である。

無料公開となれば採算が合わず、大幅な人員整理に直面する可能性もあるだろう。そうなること、ますますマクロ経済や FICC リサーチ部門に従事する従業員が厳しい環境に置かれることが予想される。今後は深い経済分析レポートよりも（それを読んだ顧客からの要請によるミーティングに対し課金される形式にシフトするため）面談回数の多さがリサーチ人員の評価を上げるといわれている。それでも運用機関があまりにも低額のリサーチを受け入れれば、規制当局からビジネス獲得のための「誘因（inducement）」として認識される恐れを抱えている。運用機関はどのリサーチが受領する価値があるか、またそれがサービスに見合った金額を払うことになるのかという難しい判断を迫られることになる。

⁷ 報道によると、シュローダー、ジャナス・ヘンダーソン・インベスターズ、ユニオンインベストメント、インベスコなども顧客へ課金する方針を撤回し、自己負担での購入を発表している。

MiFID II はリサーチ部門だけでなく、セールス部門の淘汰が加速される？

またリサーチにばかり焦点があてられているが、実際に影響が大きいのが投資銀行のセールス部門ともいわれている。そもそも MiFID II は、リサーチ契約がない運用機関への、投資銀行からのセールス行為（電話やメモ）など、顧客アクセス自体もできなくなる可能性を内包している。あくまでもその情報を無料で受け取ってもいいと判断するのは顧客の判断であり、最終的には顧客側が当局からの検査を受けて判断されることとなる。当然、投資銀行は何とか MNMB に該当するような簡易メモや、無料レポートの提供などさまざまな例外を模索しているものの、どの情報がリサーチに該当するか曖昧な線引きを嫌がる運用機関は、リサーチを購入していない投資銀行との取引自体を停止することも検討しているという（契約していない投資銀行のドメインごとアクセスを禁止にすると報道もある）。

これは裏を返せば、優秀なリサーチ人員を確保しないと、特定の運用機関への営業は実質不可能となり、収益に大打撃が予想されることとなる。顧客から執行取引だけを目的にした照会への対応はできるものの、MNMB に該当するか否かの線引きが難しい情報に関しては一切受け取りを拒否する声明を出す運用機関も増加しつつあるといわれる。投資銀行はリサーチやセールスを介さない、（これまでコストセンターであった）売買執行部門のみの取引拡大を目指しているが、コンタクトポイントが減少するなかで、飛躍的な収益拡大にはつながらないと見られている。

独立系リサーチ会社の勃興と想定外の価格破壊で競争力が低下

このような中、欧州では大手投資銀行のリサーチ人材の移籍が活発になっており、有力エコノミストやアナリストの中には、独立して調査会社を立ち上げている者も少なくないという。MiFID II によるリサーチ業界の大きなパラダイムシフトとして注目されるのは、独立系の投資リサーチおよびアドバイザー企業であろう。特にエクイティリサーチ提供でシェアを伸ばしているのは、発行体企業がリサーチのスポンサーになる形態の独立系リサーチ業者である⁸。これら独立系リサーチ会社の顧客（リサーチ提供先）は、運用機関等の機関投資家だけでなく、投資助言業者や個人株主なども含まれている。また IR アレンジ（コーポレートアクセス）や戦略的コンサルティングなどのサービスも提供しているケースもある。

従来の投資銀行のリサーチと異なるのは、あくまでも発行体企業の情報に特化し、利益予想は行わすが、投資推奨などは行わないリサーチ情報が主となる点である。運用機関の多くは、投資推奨はあくまで自社のアナリスト、ファンドマネジャーが行うため、投資銀行からの推奨業務を不要とする意見が多く急速にニーズが増えている。これら独立系リサーチ会社は、社内に投資銀行業務や売買執行業務は設置せず、またリサーチレポートの発表日や内容は発行体企業

⁸ ロンドンを本社に置くエジソン・インベストメント・リサーチは、独立系リサーチ会社で、投資推奨情報のない詳細な分析リサーチを提供することで発行体企業から一律料金を請求する。リサーチ対象は 700 社にのぼり、同社サービスを利用している国の数は 128 におよぶ。発行体企業は年間一律 45,000 ドルを支払うとカバー対象になる。カバー対象は、ロールス・ロイスや LSE など含まれており、カバレッジ企業のうち、240 社が英国上場企業となっている。

には事前に開示を行わないなど、利益相反の回避を前提にしている。当初はカバレッジされることが少ない中小企業がメインであったが、MiFID II の開始が近づくにつれ、大手企業からの申し込みが増加しているといわれている。これまで大きく注目されることのなかった独立系リサーチ会社が、世界的な規模の投資銀行と同じ土俵で勝負するチャンスが回ってきたと業界全体に勢いが出ていた⁹。それが、最近の投資銀行リサーチの無料化から、風向きが変わりかけている。もともと大手投資銀行は高額なリサーチレポートを販売することを前提に、シェア拡大を目論んでいた。ただ、昨今のマクロ経済・FICC レポートの無料化の流れも加わり、独立系リサーチ会社は想定していたほど契約が取れないことが危惧されている。

独立系リサーチ会社は顧客のアクセス回数を上げるためさまざまな工夫を凝らす

欧州の投資銀行では MiFID II 対応に向けて、運用機関の注意を引くために、どうやって価値をつけ、有料のリサーチメニューに引き込むのかが日々議論されている。またそれに対抗するように、独立系リサーチ会社などでは、投資銀行と差別化を図るべく、メールで単調かつ長いレポートを一方向的に顧客に送信したり、単に自社ウェブサイトにて無料で掲載するだけの方法を改めつつあるという。

クッキーを利用し、送信したレポートがどれだけ読まれているかをモニターし、誰からどの頻度で読まれているかなどの解析を行っているリサーチ会社もある。単にウェブサイト上の閲覧回数では、収益と全く関係ないノイズ（SNS 上の拡散や有名ポータルサイトのリンクに取り上げられることでは、単に閲覧回数が多いだけで、顧客からの問い合わせが皆無の状態が続くことなど）が多いことなどを問題視されているという。英国の大手独立系リサーチ会社は、無関係な閲覧回数に左右されず、収益につながるセクターだけを残すなど、リサーチチームの入れ替えを行っているといわれている。またそれによりウェブサイト上で必要なものだけを閲覧できる仕組みを作成することを試みている（顧客は必要な情報をブロックごとに組み合わせることができる）。

米国の対応が明確になると日本も急速に MiFID II 対応が求められる

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リサーチ情報も有料で受け取る必要がある。これは日本で作成されたリサーチ調査情報を、欧州に拠点を置く運用機関へ無料配布することの禁止を意味する。

また米国証券取引委員会（SEC）の対応が大きく注目されている。これは米規制下では、顧客にリサーチ費用を請求する企業は「投資助言者」としての登録が必要となるためである。米国の投資銀行が新たに投資助言者としての登録をする場合には、厳格な受託者責任と順守負担コストが大幅に増加する。このため、業界団体は SEC に対し、MiFID II の適用対象となるリサーチ

⁹ アナリストランキングでも急速に上昇してきており、英国の老舗ランキングである Extel では、独立系リサーチ業者の表彰が急速に増加している。

に対し、米国の投資銀行がリサーチ費用を受領したとしても、投資助言者としての登録義務を免除されるようロビー活動を行っている。SECは欧州規制当局との協議を経て、公式指針を発表する意向を示唆している。具体的には規制免除の付与をするものとみられているが、まだ公式に発表されておらず、適用開始を数ヶ月後に控え、順守を求められる企業は不安を隠せないでいるという。

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。このため既に日系の投資銀行といえども、世界規模の価格競争に巻き込まれている。2017年の秋までに米国規制当局が欧州規制当局と足並みをそろえることが決定するとの報道もある中、シンガポール、香港なども来年1月を目途に対応する動きを見せつつあるという。（ESMAをはじめ、規制当局の見解が明確に示されていない部分も多いため）2018年1月3日から厳格な規制順守が求められることはないものの¹⁰、日本の規制当局も全世界対応で動きだしている他の国の状況に鑑みると既に動き出さなければ遅いぐらいとなっている。

生き残れるリサーチ人材像は？（まとめにかえて）

欧州の運用機関にとっては、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、大きく水をあけられている米国運用機関から資金の流れを取り戻す好機となろう。現行の方法に比べ、リサーチ費用が大幅に抑制され、その抑制分はファンドのリターンに追加されることとなるため、競争力が向上するとされる。

ただ過去数十年にわたり、リサーチチームを花形として扱ってきた各投資銀行への影響は深刻であろう。ランキング上位の優秀なエコノミストやアナリストは時としてメディアに頻繁に露出し、報酬面も含めてスターのような扱いを受ける場合も多い。ただ、新規制によりリサーチ評価の多寡により発注量が変わるブローカー評価やアナリストランキング自体がなくなる可能性もある。目に見える評価軸が減少するとともに、これまでの厚遇がなくなる事態も示唆されている。それに代わるリサーチ人員の評価システムをデータ端末会社などが開発しているものの、リサーチ費用による収入が激減する中で、かつての様な高額な報酬は期待できないだろう。

多くの投資銀行や独立系リサーチ会社のマクロ経済・FICCレポートは無料開示に踏み切ることが予想され、従来、リサーチレポートを「マーケティングツール」の一環として無料開示していた企業なども含めて厳しい競争にさらされる可能性もある。欧州では運用機関の中には既に高額なレポートの購入への関心が減りつつあり、料金を支払うのであれば企業幹部との面談や政府高官とのアクセスにだけという報道も目立つ。

そうすると、さらなるリサーチ人材としての差別化を図るためには、付加価値の高いセミナー開催や、政府高官や企業経営者との面談アレンジなど、MiFID IIで有料となる業務の多くをこ

¹⁰ 英国では、有料リサーチにおいても3ヶ月間の試用期間があるため、実質的な規制順守のスタートは2018年4月以降。

なすことが求められるとみられる。さらにマクロ経済・FICCのみならずセクターアナリストの情報も無料公開が進む中、通常のセクターの括りとは別に、特定の国や分野などが有料リサーチとしてニーズがあるともいう。そのため、今後、各リサーチ会社がブティック型の調査体系に収斂していくという予想もある。

晴れて投資銀行のリサーチチームに採用された人員は、これまで、エンロン問題に端を發した投資銀行業務との分離や、リーマン・ショックなどいくつもの業界再編圧力を乗り越えてきた。ただ MiFID II での対応は、近年の投資銀行リサーチチームに対する最大の影響と予想されている。欧州の投資銀行でも既に人員の選抜が行われつつあり、リサーチレポートだけが評価される時代は、終焉をむかえつつあるとの意見が目立っている。リサーチ情報が想定外の価格破壊に直面する中、投資銀行リサーチ人員の生き残り競争は厳しくなるばかりである。

(了)