

2017年11月20日 全6頁

# 適用開始目前の MiFID II に残された課題

順守に乗り遅れば日本の運用機関の国際競争力はさらに低下？

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 100

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]

- 適用開始が迫る MiFID II で、規定改正の主眼の一つ、リサーチ費用の分離明確化（アンバンドリング）に関して、未だ投資銀行と運用機関で合意できていない部分が多い。特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。
- 米規制下の投資銀行が MiFID II を順守するには、「投資助言業者」としての登録が必要となる。10月26日に SEC は、欧州運用機関が米国投資銀行からのリサーチアクセスを失う懸念に対応するため、救済措置通知を発表している。措置の大枠は、MiFID II の適用開始時から30ヵ月間はブローカー・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からハードダラーにて、リサーチ費用受領を許可するものである。
- SEC の対応には、欧州の運用機関が圧倒的優位に立つことへの焦りが根本にあるだろう。来年1月以降、米系運用機関で MiFID II の順守ができなかった場合、それを見越した形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。欧米投資家が主要顧客の日系運用機関でも同じ状況が予想される。欧米が MiFID II の順守に踏み切れば、取り残された日系運用機関の競争力低下が懸念される。

## 未だ合意ができていないリサーチ費用

適用開始まで残り 2 ヶ月を切った MiFID II であるが、規定改正の主眼の一つである、リサーチ費用の分離明確化（アンバンドリング<sup>1</sup>）に関して、未だ投資銀行と運用機関で合意できていない部分が多い。特に運用機関が最終的に利用するリサーチファーム（およびその利用方法<sup>2</sup>）を絞れていないという。

MiFID II でリサーチ費用をリサーチ・ペイメント・アカウント（RPA）を通じて顧客に転嫁するには、厳格な規制要件が求められている。これを嫌った大手運用機関が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こと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う。ただ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僅か半年で大きく値下がりしているという。

またマクロ経済分析・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 2017 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（多くのリサーチ人員を雇い）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。各投資銀行のリサーチ予算の規模縮小は避けられず、結果的にリサーチカバレッジが縮小する可能性が指摘されている。特に中小型株式や自国以外のマクロ経済調査に大きなしわ寄せが来るといわれている。中規模行や独立リサーチ企業などは、顧客を失わないために大幅な値引きを余儀なくされ、すでに採算割れを起こしている可能性すらある。

## 米国証券取引委員会の猶予期間の設定

米国（および日本）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む業界慣行」が長年機能してきた（「ソフトダラー」でのリサーチ費用の請求）。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。すなわち、米規制下の投資銀行が MiFID II を順守するためには（運用機関に対してリサーチ費用を「ハードダラー」で請求するには）、「投資助言業者」としての登録が必要となる。ただこの登録は、厳格な受託者責任を負うことに加え、順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

<sup>1</sup> 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が禁止される。

<sup>2</sup> リサーチ費用の設定として、「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。

IIの適用対象となるリサーチに対し、米国の投資銀行がリサーチ費用を受領したとしても、「投資助言業者」の登録義務を免除されるようロビー活動を行っていた。SECがどのような対応方針を示すのか、投資銀行業界全体が大きく注目していた。

10月26日に欧州規制当局との協議を経たSECは、米国投資銀行が欧州の運用機関にリサーチ提供ができなくなる懸念に対応するため、MiFID II 順守への救済措置通知を公表している。SECの暫定措置の大枠は、MiFID IIの適用開始から30ヵ月間は、①ブローカー・ディーラー（投資銀行）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、引き続き既存のセーフハーバー<sup>3</sup>に依存することを可能にする、ものである。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順守が促進されることになる。暫定措置期間中、SECはMiFID IIのリサーチ規定がリサーチ市場に与える影響や、影響を受けた市場関係者をモニターし、法規制の制定を含めたアクションが必要か否かを見極めるという。

## SECの決定に歓迎の意を表明した欧州規制当局

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に、広範な市場関係者からの意見を踏まえて設定された」としている。固唾をの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意が寄せられている。英国金融行為監督機構（FCA）のベイリー長官は「ここ数ヵ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。さらに欧州委員会のドムブロフスキ副委員長は「これによりEU企業が第三国からリサーチを受領する際の明確性が高まった」と歓迎の意を表明した。

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することができる。ただそのためには、（EUおよび域外国の運用機関は）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。

<sup>3</sup> 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。セーフハーバーを直訳すると「安全港（規定）」となる。ビジネスの場面において、特定の条件下であらかじめ定められた条件を満たしていれば、違反や罰金の対象とならない範囲を指す。

## 順守に乗り遅れれば日系運用機関の国際競争力はさらに低下？

SEC は、規定変更は 30 ヶ月の時限措置であり、まず直近の問題に対応したうえで、欧米の規制がどの様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。しかし、運用機関の国際競争力の観点から、それよりも早期に法改正が進められる可能性があるという。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だろう。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大手米系投資銀行も存在していた（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）。この背景には、米系運用機関において欧州の後塵を拝することへの危機感があるという。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、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となるため、年金基金等の最終スポンサーへの競争力が飛躍的に向上するとされる。来年 1 月以降、米系運用機関で MiFID II の順守ができなかった場合、それを見越した形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。

欧米投資家が主要顧客の日系運用機関でも同じ状況が予想される。欧米が MiFID II の順守に踏み切れば、取り残された日系運用機関の競争力低下が懸念される。一部の日本の運用機関からは、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、国内の金融法人・年金基金のみがスポンサーの日系運用機関にとっては、MiFID II は順守が面倒な規制にすぎない。そのため、何ら対応をとらず静観することも可能である。ただし、従来と同じ方法（無料）では国内運用機関が欧米のリサーチ情報の多くにアクセスができなくなる可能性も指摘されている<sup>4</sup>。MiFID II が外圧によるショック作用をもたらすか、日系運用機関の今後の動向が注目されるだろう。

## MiFID II に対抗した新たな運用機関の動き

また MiFID II の適用開始を前に、ヘッジファンド等を主に運用するオルタナティブ投資のマネジャーは異なる動きを見せつつある。順守コストの重さを軽減するために、MiFID の枠組みでのライセンスを返上し、オルタナティブ投資ファンド・マネジャー指令 (AIFMD) 下のライセンスを取得するヘッジファンドが増えているという。2013 年以降、同ライセンス取得には、ファンド・マネジャー報酬が厳しく抑制されるなど厄介な順守義務が伴う<sup>5</sup>。さらに AIFMD ではヘッジファンドが取引報告義務を負うものの、それでも運用機関の中には、MiFID II への対応よりはましと考える向きも多い。リサーチに対する支払いについての透明性向上を目的とする MiFID II の影響については、特にヘッジファンド業界で懸念されている。高額な手数料に対する批判を受

<sup>4</sup> 世界の運用機関に提供されるリサーチ情報の 4 分の 3 が米系投資銀行から供給されているという。

<sup>5</sup> 成功報酬のうち 40～60%を 3～5 年繰延べるなどのクローバック条項などもある。リスクプロファイルに合致したインセンティブ報酬体系が義務付けられる。

け、手数料の減額に応じてきたヘッジファンド・マネジャーにとって、さらなるコストを自己負担することへの抵抗は大きい<sup>6</sup>。

また欧米以外の当局も MiFID II のアンバンドリングには必ずしも乗り気という訳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は難しく、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う。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っては顧客への説明が困難であることは容易に想像が付く。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。ただ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 の導入に踏み切るとなると、日本の個人投資家にも影響が出てくる可能性がある。

### 米系運用機関の反応と目前に迫った MiFID II 実施への残りの課題

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概ね歓迎の意を表明しているという。特に米国の最終スポンサーは、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。一方、あくまでも 30 ヶ月の暫定措置として、MiFID II のリサーチ規定を米国へ本格的に導入することに躊躇している SEC に対し、失望の声も上げられている。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と、SEC に対し早期のアンバンドリング導入を促す向きも多い。

しかし、低コストのパッ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曝されている。顧客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。運用機関は、年金基金等の最終スポンサーからさらなる運用手数料の減額圧力を受けていることもあり、リサーチ購入を自己負担とせざるを得ない状況に追い込まれる可能性が高い。結果的にリサーチ価格競争による最大の受益者は、最終スポンサーとなるだろう。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）最安で手にい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

<sup>6</sup> ヘッジファンド・マネジャーの多くは、リサーチコストを顧客に転嫁する方式（RPA）を選択する傾向にある。



きに近い事例が発生することとなる。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」<sup>7</sup>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得なくなる。リサーチ部門には価格付けできる体系の成果物があるが、株式・債券セールスにはそれがないため、（当局が）監視することが難しいという。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、規定を順守しているかどうか当局が監督することも難しいとされる。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形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。

実施まで2ヵ月を切った MiFID II であるが、未だ対応が決まっていない部分が多く、厳しい船出が予想されている。欧州規制当局の意図する形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。

(了)

---

<sup>7</sup> 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。