

解題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第二小委員会委員 河西洋文 CMA・CIIA

欧州での金融市場と金融サービスに関する新たな規制MiFID（注1）（金融商品市場指令）IIが適用開始され、2019年1月で1年になるが、本号の特集は、そのMiFID IIについてである。MiFID IIは、金融商品（株式、債券、投信、デリバティブなど）に関するサービスを顧客に提供する業者と、金融商品が取引される場所についてのEUの基本規制で、07年からEU域内で施行されているMiFIDを、その後の市場環境（例えばアルゴリズム取引）への対応や投資家保護の強化などを目的に改正されたものである。ちなみに指令（Directive）は、EU加盟各国の国内法制化で効力が発生するもので、EU域内に直接適用される共通規則であるMiFIR（注2）（金融商品市場規則）も14年に同時に制定されている。MiFID II/MiFIRは日本でも話題になったが、とりわけリサーチのアンバンドリングについては、その日本への波及も含め、当初よりリサーチを提供する側、受け取る側双方の関心を集めていた。規制が実際に適用開始されてまだ日が浅いことから、各種評価はこれからであろうが、導入後の状況を見つつその示唆するところを一考してみる機会を本特集が提供できれば幸

甚である。

最初の川本論文「MiFID II / MiFIRの適用開始と欧州株式市場構造」では、まず、MiFID IIおよびMiFIRの全体像を、①投資家保護、②新たな市場の枠組みの導入、③市場の透明性の強化、④当局の監視体制・組織に係るガバナンスに大きく分類して紹介している。続く菅野論文で詳しく取り上げるいわゆるリサーチ・アンバンドリングは、①投資家保護に分類されるが、規制の範囲はこれにとどまらず多岐にわたることが見て取れる。本特集では、これらの規制の全てを見ていくことはできないが、読者は興味や必要のある分野についてはその動向をウオッチしておくのがよいだろう。

論文は次に、MiFID II/MiFIRの中でも株式市場構造に影響を与える規定にフォーカスし、取引前の透明性を確保する仕組み、すなわち透明性のある取引施設への取引集中義務とその例外（ダークプール）における取引量の制限（ダブル・ボリューム・キャップ）について、規制導入後の取引の状況にも触れながら説明している。取引制限の実績から見ると、「ダークな」取引のニーズの対

（注1） Markets in Financial Instruments Directive

（注2） Markets in Financial Instruments Regulation

象は英国の大型銘柄が多かったようである。また、以上のような規制があっても、実質的にやや透明性が劣ると思われる定期的オークションやSI(注3)と呼ばれる業者を使った取引が増加するのはとの市場関係者の懸念に対して、取引シェアや業者数等を観測し、これらの取引がダブル・ボリューム・キャップによる制限がかかった場合の代替手段として利用されている実態がうかがえると報告している。

次の菅野論文「欧州におけるリサーチ費用のアンバンドリングの実態」では、MiFID IIの中でもジャーナル読者もおそらく関心の高いテーマであるリサーチ費用のアンバンドリングを中心に、規制導入前後の状況を解説している。ここで言うアンバンドリングとは、資産運用会社がこれまで商慣習として顧客資産の取引執行をする際の手数料に含めて支払っていたリサーチ費用について、取引執行手数料と分離し明確化するというもので、リサーチ費用が取引量にリンクして増大する状況を解消し、投資家保護の強化を目指すものである。新規制では、セルサイドからのリサーチの受領は利益相反防止の観点から原則禁止としており、可能となるのは①自社負担で購入する、②顧客と合意した予算であるリサーチ・ペイメント・アカウント(RPA)で購入する、あるいは、③顧客利益優先義務を損なわないわずかな非金銭的な便益として受領する場合に限られる。しかしながら、RPAを利用した方式は管理の複雑さや顧客サイドが難色を示すことなどから普及しておらず、17年後半に各社から相次いで発表された通り資産運用会社が自己負担で購入する場合が大半となっている。いずれにせよ、おのずとリサーチ費用への

価格圧力は強くなり、セルサイドではリサーチ機能の縮小なども見られているようだ。菅野論文では、欧州でのこのような導入前後の影響を報告するとともに、米国への波及状況(金融当局による、投資銀行が運用業者登録なしでも分離されたリサーチ費用を受け取れるようにした時限救済措置による対応)や、日本での反応(年金基金のリサーチ費用負担や規制導入についての見方)についても言及している。日米ではまだ直接大きな影響は見られておらず、様子見というところであろうが、グローバル化したビジネス環境下では、自国でいつどのように同様の規制が導入されるかもさることながら、先行国での動向を見ながら一歩先を見据えて経営戦略を考える必要がある。投資家保護強化の目的で導入されたアンバンドリングであるが、多様なリサーチ提供形態の進化などの効果がみられる反面、セルサイドのリサーチの縮小や寡占化、リサーチ情報量の減少といった副作用も出ている模様であり、将来の日本での導入の可能性も考慮すると今後の制度運営に注目したい。

両論文では、上記の通り、取引の透明性強化とアンバンドリングを中心にMiFID II導入後の状況を解説しているが、座談会「MiFID IIが株式市場に与える影響を考える」では、これらのトピックやそれ以外のMiFID IIでの変更点が、株式市場やその周辺に与えると考えられる影響について討論している。運用会社のトレーディング部門を率いている梅野淳也氏(ブラックロック・ジャパン)、長年セルサイドアナリストとして活躍されてきた大槻奈那氏(マネックス証券)、資産運用関連に詳しい公認会計士の久保直毅氏にお集まりいただき、司会は当ジャーナル編集委員会小委員長長の神

(注3) Systematic Internalizer

山直樹氏（日興アセットマネジメント）が務め、18年8月に開催された。

アンバンドリングについては、リサーチ費用の分離・明確化が、これまで供給過剰気味だった可能性もあるセルサイドリサーチの効率化へのきっかけとして働き、更にはどんな付加価値の情報を誰からフィーを受領して提供するかといったリサーチの在り方の再考や、アナリストの付加価値に応じた評価を促す可能性に言及している。テクノロジーの発展とも相まって情報は低コストで取得できるようになっており、アナリストも無駄なリサーチを減らしてその付加価値を明確にすべく「働き方改革」を一層進める必要があるとそうである。セルサイドアナリストにはとかくネガティブな影響が強調されるアンバンドリングであるが、大槻氏も指摘するように良い仕事が報われやすくなる契機としてポジティブに捉えたいものである。

アンバンドリングでリサーチコストが分離・明確化されると、これまでの（分離されていない）スキームで成立していた幾つかの点が浮き彫りになる。例えば、リサーチのコストは運用資産の規模に比例するわけではないので、小規模の運用機関が大規模の運用機関と同じリサーチを購入する負担は相対的に大きくなる、あるいは結果としてセルサイドからのリサーチ供給は絞られることになりかねない。また、同じ運用機関内でも、大規模な顧客勘定と小規模な顧客勘定ではこれと同様の事態が生じることになる。更には、最も小規模なりサーチユーザーである個人投資家は機関投資家向けのリサーチにはアクセスしにくくなるのが考えられる。パッシブ運用ではリサーチは不要（コスト負担はできない）ということになれば、パッシブ化の進展によりリサーチへのコスト配分が減少し、いわゆるパッシブただ乗り論が出てく

る。セルサイドでは、中小型株などの採算の取りにくいリサーチのコスト負担や、まだリサーチに値が付かない若手アナリストの育成コストの負担を考えなくてはいけなくなる。バイサイドでも、コストに敏感になり必要以上に情報取得が減る。企業のIRも、これまでのようにセルサイドアナリストに頼れなくなる。これらの点について、同様の規制が導入された場合にシステム全体で必要な機能を低下させずどのような解決策があり得るのか、座談会での討論は参考になるものであろう。

座談会では、プロダクトガバナンスについても取り上げられた。MiFID IIでは、これまでの販売会社と顧客（投資家）の関係における投資家保護が一層強化されているが、そこから一歩踏み込み、資産運用会社などの商品組成者にもいわば製造者責任ともいえるものを規定している。金融商品の販売者だけでなく組成者にも適合性原則遵守の責任を負わせ、組成者は商品内容のみならず想定する投資家層などを販売者に伝え、また、販売者から想定通り売られたかなどの情報が組成者に提供され分析されることが求められている。わが国でも「顧客本位の業務運営に関する原則」が作成されたのは記憶に新しいが、製販双方の役割や情報フローが見直される契機になるかもしれない。

MiFID IIは欧州での適用開始から間もない規制であり、まだ現在進行形の状況であるが、その示唆するところは日本においても参考となることが多いと思われる。リサーチの費用は誰がどのように負担すべきなのか、その際、市場の価格発見機能を維持するにはどうすればよいのか、テクノロジーが進歩し取引形態が進化する中で市場の透明性や公平性を確保するにはどうすればよいのか、「貯蓄から投資へ」の動きを促すのに有効な投資家保護の規制はどのようなものかなど、MiFID II

のスコープの広さもあって様々な課題が見えてきており、これらを再考するのによい機会であろう。施行1年を経て情報も次第に蓄積され、いろいろ

なレビューも出てくると思われ、日本への波及状況も含め引き続きウオッチしたいところである。