

MiFID IIが全世界にリサーチ革命や市場構造変化のモーメントを起す!? リサーチを巡り欧米で（米国内で）攻防も！ 欧米の金融当局、証券会社、銀行、資産運用会社、アナリストは対応を急ぐ!!

三菱UFJ国際投信株式会社 チーフファンドアナリスト 松尾 健治

- 2018年1月3日から欧州でMiFID IIが施行される。その中、現在、最も注目を集めているのが売買委託手数料のアンバンドリング/分離である。証券会社・銀行等の徴収する売買委託手数料から、売買執行以外のサービスにかかる手数料等が切り分けられ、別々に徴収されることとなる。欧州はもちろん、米国や日本などの金融当局、証券会社、銀行、資産運用会社、アナリストにも影響を及ぼす可能性が高い。
- 証券会社や銀行等のリサーチ費用が有料となる。米国ではリサーチ費用を直接徴収する場合、RIA/投資顧問業者として行動することが必要で、フィデューシャリー・デューティーの問題も起こる。総じて米国の証券会社や銀行はMiFID IIに反対で、米国の大手投資家はMiFID IIに賛成である。欧州ではMiFID IIで米国に奪われた売買・市場を奪い返す失地回復の機会とさえ見る者もいる。
- 証券会社・銀行等では、電子取引への移行が進む。リサーチ費用の有料化については各社で対応はかなり違っており、流動的である。
- 運用会社では、リサーチ費用を顧客に転嫁するか、自己負担とするかを決める必要がある。顧客に転嫁する場合、RPA/Research Payment Accountを作る必要がある。顧客別に事前合意した予算を設定、管理を徹底、リサーチのクオリティ管理もし、事後の顧客開示も徹底することとなるなど厳しいものである。純粋にPRAを使うのではなく、現在、欧米で使われているCSA/Commission Sharing Agreementを修正してRPAに代替する方法が現実的となっている。
- 現状、米国系運用会社を中心にして、自己負担とする会社が圧倒的に多いようである。これはRPAを（修正CSAも）避けたいためと言われる。ただ、まだまだ流動的である。運用会社は割高・不要な証券会社や銀行等のリサーチを削ぎ落とし、必要とされるリサーチだけにし、それとインハウス・リサーチ、外部リサーチを兼用していくこととなる。外部リサーチでは、独立リサーチ会社/IRPのリサーチを活用する可能性が高くなる。
- アナリストのMiFID II対応では、当然、価値あるリサーチが求められる。それは「個別面談、カスタマイズされた調査、掘り下げられたレポート、モデル/バリュエーション」と言われる。今後、独立リサーチ会社の拡大が期待される。
- 独立系アナリストを支援するビジネスもできている。今後は証券会社・銀行のアナリストの中から独立系アナリストに転身する者も増えるかもしれない。米国では既に有能な投資アドバイザーが証券会社・銀行等から独立系RIAに転じる例が多いが（*英国でもIFAに転じる例が多いが）、このような動きがアナリストの世界にも起こりそうである。
- 以上、MiFID IIが全世界にリサーチ革命や市場構造変化のモーメントを起そうとする中、リサーチを巡り欧米で（米国内でも）攻防が起きている中、欧米の金融当局、証券会社、銀行、資産運用会社、アナリストが対応を急いでいる。日本でも「対岸の火事」とせず、注視、検討、対応が期待される。

MiFID IIが全世界に

リサーチ革命や市場構造変化のモーメントを起す!?

リサーチを巡り欧米で（米国内で）攻防も！

2018年1月3日から欧州でMiFID II/第二次金融商品市場指令が施行される（MiFID IIの対象国…※1参照）。その中に、「独立の立場から投資助言をする会社や投資一任サービスをする会社はすべて、第三者/third partyからあらゆる

フィー・コミッション・非金銭的利益の受領を禁止する」という原則がある（例外…※2参照）。この原則から派生する規制として、売買委託手数料（コミッション）のアンバンドリング/分離があり、現在「最も注目を集めている」（ブルームバーグ「MiFID II」2017年7月）。なお、アンバンドリング以外のMiFID II規制については、月刊「投資信託事情」2017年3月号<Strategic Vistas>「MiFID改正が欧州でETFを拡大! MiFID IIは日

本の証券アナリストにもビッグチャレンジとイノベーションを求める!! 今後の日本の投信規制・開示を見る上でも参考になるMiFID、UCITS、PRIIPsを理解」を参照。

「最も注目を集めている」アンバンドリングは「欧州で登録しているファンドを運用する米国の運用会社にも影響を及ぼす」(2016年10月18日付英ファンド・ヨーロッパ誌)、「Axa Investment ManagersはMiFID IIの口座にとどまらず、グローバルの顧客全てに対し、現地の規制の下、損益勘定で自己負担にする」(2017年9月15日付英ファンド・ヨーロッパ誌)、「欧州新規制、日米にも余波、運用手数料の明細提示、拡大も」(2017年9月20日付日本経済新聞朝刊)、「グローバルに市場構造変化のモーメンタムを起こす可能性が高い。米国もしぶしぶだが、適応していくだろう。」(2017年9月27日付英FT紙)、そして、「MiFID IIは全世界でResearch Revolution/リサーチ革命に拍車をかける。」(2017年10月9日付ブルームバーグ)などと言われていることから、欧州のみならず、米国や日本などの金融当局、証券会社、銀行、資産運用会社、アナリストにも影響を及ぼす可能性が高い。

なぜ売買委託手数料をアンバンドリングするのか。それは証券会社・銀行等ブローカーの徴収する売買委託手数料の中に売買執行以外のサービス(*リサーチ費用、電子情報端

末使用料、物品等が該当)を内包させないためだ。現行では、売買執行以外のサービスを、売買委託手数料の中から徴収する仕組み、所謂「ソフトダラーでの支払い」が容認されている(図表①参照)。

ソフトダラーでの支払いで、売買執行以外のサービスが一見「無料」となるため、運用会社の中には証券会社や銀行等によるサービスに惹きつけられ、最終顧客にとって最良取引をしていない場合もある。売買執行以外のサービスと最終顧客の利益との対応関係に不透明性もある。そこで、欧州当局は、売買委託手数料を、売買執行だけの(取引/約定)執行手数料と、売買執行以外のサービスに分別管理、アンバンドリング(分離)し、それらの問題を回避しようとしている。つまり、これまで「無料」であった証券会社や銀行等のリサーチ費用が有料となる。

証券会社や銀行等のリサーチ費用有料化も大きな変化であるが、米国はそもそも欧州との規制の違いがあり、これも大変なことである。米国ではリサーチ費用を売買委託手数料から切り離して徴収することができないからだ。米国でリサーチ費用を直接徴収するには、米国の証券会社・銀行等がRIA/投資顧問業者として行動する必要がある。RIAとして行動するということは、フィデューシャリー・デューティー/受託者責任ルールとして行動することを意味し、それこそ、今、米国



図表① MiFID II/第二次金融商品市場指令の売買委託手数料
アンバンドリング

現行

証券会社・銀行等の徴収する売買委託手数料

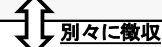
- 売買執行だけの(取引/約定)執行手数料
 - 売買執行以外のサービス
(*リサーチ費用、電子情報端末使用料、物品等)
- (リサーチ費用…レポートの提供、アナリストとの個別面談、企業の上級幹部や政策担当者とのミーティング設定等)



2018年1月3日から

証券会社・銀行等の徴収する売買委託手数料

- 売買執行だけの(取引/約定)執行手数料
(売買を最良の価格かつ適切な場所で執行、その事を示す大量の情報を提出する必要で、電子取引への移行が進む)



別々に徴収

証券会社・銀行等ブローカーの徴収するリサーチ費用等

- レポートの提供、アナリストとの個別面談、企業の上級幹部や政策担当者とのミーティング設定等(下記※1参照)

独立リサーチ会社/IRP会社

- レポートの提供、アナリストとの個別面談、企業の上級幹部や政策担当者とのミーティング設定等
- 電子情報端末使用料

外部
リ
サ
ー
チ
費
用

※1: レポートの提供…最近の経済統計や業績発表など、簡単な/non-substantiveなコメント、発行する(見込みの)企業が負担してアナリストに無料公開されているロードショーなどは「小さな非金銭的な利益」に該当し、無料で受領できる。

(出所: ESMA/欧州証券市場監督機構及び英FCA/金融行為規制機構等より三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

の投資アドバイザー業界最大の話題、「米国の労働省/DOL
フィデューシャリー・デューティー/受託者責任ルール」で指
摘される問題が起こるのである(後述※3参照)。それは証券
会社・銀行等のビジネス・モデルを変えてしまう可能性さえあ
るとされる。

その米国では今、リサーチを巡り内外で攻防も起きている。
「証券会社や銀行等のリサーチ業務を一変させる欧州の新
規制が米国に広がらないよう、証券会社・銀行等は目立たな
いようにロビー活動を展開、規制当局に働きかけている。一方
で、証券会社・銀行等にとって最大の顧客である公的年金
基金やその他大手投資家はこれに反発し、口論が生じている。
これまで通りにリサーチ提供と取引執行を一括して顧客に課
金したい証券会社・銀行等は、米SEC/証券取引委員会と
非公開に協議している。」(2017年9月27日付ブルームバーグ)
と言われているのだ。

一方、震源地である欧州では今回のことをチャンスと見る者
もいる。「MiFID IIは米国に奪われた売買・市場を奪い返す
失地回復の機会となる。MiFID IIはグローバルに市場構造
変化のモーメントを起す可能性が高い。米国もしぶしぶ
だが、適応していくだろう。英国のEU離脱は大きな不確定要
因だが、これがMiFID IIに影響を及ぼさないのは明白だ。今
は、ずっと米国の後塵を拝してきた欧州にとってチャンスとなる。」
(9月27日付英FT紙)と言われている。

米国の当局であるSEC/証券取引委員会は、フィデュー
シャリー・ルールへの対応だけでも大変な中(後述※3参照)、
MiFID II(とブレグジット)により起こるリスクへ対応を急ぐ必要
がある。こうしたこともあり、政権交代で人材不足に悩むSECは、
2017年8月31日にゴールドマン・サックスで長年グローバル・コ
ンプライアンスを担当していた現役ベテランのアラン・コーエン氏
(67歳)をSECの委員長・上級政策顧問として迎えた。まさに
リサーチを巡り、欧米で(米国内でも)攻防が起きているのである。

欧米の金融当局、証券会社、銀行、 資産運用会社、アナリストは対応を急ぐ!! ～証券会社・銀行等～

まず証券会社・銀行等のMiFID II対応であるが、売買執
行だけの(取引/約定)執行手数料を設定して(図表①参照)、
売買を最良の価格かつ適切な場所で執行し、大量の証拠を
提出する必要がある。電話取引で行うには当然困難が多く、

電子取引への移行が進む。「電話を使って取引するボイス
レーディングは本当にそれが最も効率的な方法である場合の
みに限られるようになるだろう。99%、ボイスでの取引執行は
消えるだろう。」(2017年9月13日付ブルームバーグ)とさえ言わ
れている。

その上で、これまで売買委託手数料に含まれていた売買
執行以外のサービス(*リサーチ費用、電子情報端末使用料、
物品等)を原則有料とする必要がある。この料金体系は各社
でかなり違っており、「今の問題は、各社がむちゃくちゃな価
格設定をしていることだ。運用会社にとってはやりにくい限り
である。」(2017年9月12日付ブルームバーグ)と言われている。
現在も(2017年10月12日現在)、BNP Paribasがリサーチ費
用を値下げするなど(2017年10月11日付ブルームバーグ)、多
種多様で流動的なリサーチ費用の体系で混沌としている感
じである(図表②参照)。引き続き注視していきたい。

なお、原則には、例外がある。それはリサーチが「容認可能
な小さな非金銭的な利益」である場合で、その時はリサーチ
を無料にできる(後述※1参照)。2017年10月9日付ブルーム
バーグに「Credit Suisseは、通貨と商品、マクロ経済、クレジ
ット、債券、証券化商品をウェブサイトで無料提供、債券調査ア
ナリストとの有意な接触は課金。」と出でている通りである。

欧米の金融当局、証券会社、銀行、 資産運用会社、アナリストは対応を急ぐ!! ～運用会社～

次に運用会社のMiFID II対応であるが、運用会社が払う
必要のあるリサーチ費用を、何より重要な選択として顧客に
転嫁するか、運用会社の損益勘定で自己負担とするかを決
める必要がある(*Invesco, Janus Henderson, Schroders,
Union Investmentのように、顧客に転嫁していたものを自己
負担に転換する場合もある～図表③参照)。

顧客に転嫁する場合、「RPA/Research Payment Account」
を運用会社は開く必要がある(図表④参照)。顧客別に事前
合意した予算を設定、管理を徹底、リサーチのクオリティ管理
も行い、事後の顧客開示も徹底することとなる。

しかし問題がある。RPAは先述通り米国の証券会社・銀
行で使いにくい。そこで欧米で考えられているのが、既に欧米
で使われている「CSA/Commission Sharing Agreement」

をRPAとして代替する方法である(図表⑤参照)。

CSAは証券会社・銀行等が顧客毎に設定・運営(*RPAは運用会社が管理)、CSAに売買委託手数料をプール、運用会社が証券会社・銀行等や独立リサーチ会社/Independent Research Providers/IRP会社を評価、CSAプールの配分割合(%)を示すものだ。

欧米では、かなり使われており、CSAの割合(*売買委託手数料に占める割合)は、英国約70%、欧州40%強、米国35%弱(2012年現在、Edison Investment Research)となっている。今後についても、北米で「CSA59%、CSA&RPA(修正CSA～後述)33% 純粹RPA8%」と言われている(2017年4月6日付ブルームバーグ)。

ところが、これも問題がある。CSAは評価が額でなく割合であり、取引金額/ボリュームに連動/リンクしていることだ。これ

がRPAの要件に合わない。そこでCSAでリサーチ費用の予算(上限)を設定し、予算(上限)に達した時点で、グロス売買委託手数料(リサーチ費用込み)を売買執行だけの(取引/約定)執行手数料にすることで修正CSAとして、RPAの要件を満たすことが考えられている(2017年7月19日付英FCA/金融行為規制機構見解)。

なお、日本においてCSAは、「欧米で普及しているCSA等も検討に値しよう。」(2014年8月6日付経済産業省/METI・伊藤レポート「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト「最終報告書」)と言われているものである。

RPAを(修正CSAも)避けたい運用会社は、リサーチ費用を自己負担とすることとなる。こうなると、運用会社は、これまで証券会社・銀行等から「無料」で提供されてきたリサーチの有料化に対応する必要がある。「無料」だったため、どうして

2017年10月12日現在

図表② MiFID II / 第二次金融商品市場指令後の証券会社・銀行・独立系リサーチ会社のリサーチ費用についての例(単位: 米^{ドル}/年)

	証券会社・銀行・ 独立系リサーチ会社名 (一部略称、ABC順)	株式の基本的 リサーチ /Basic Equity Package	債券の基本的 リサーチ /Basic Credit Package	プレミアム /Premium Package	備 考
1	AllianceBernstein(AB)	150,000	-	-	ブローカーであるSanford C. BernsteinのBernstein Research。
2	Autonomous Research (独立系リサーチ会社)	1,000	-	5,000	株式レポート1本1千米 ^{ドル} 、最も高い業界リサーチは5千米 ^{ドル} 。ニュース及び分析のデリー・ラウンドアップへのアクセスは、1ユーザー5千米 ^{ドル} 。
3	Bank of America	60,000	15,000	47,500	ユーザー最大10人で、プレミアムは1.5万～8千米 ^{ドル} (アナリストと直接話したり、会議に出席したりする機会のほか、主要企業の上級幹部や政策担当者とのミーティング)。
4	Barclays	39,000	-	452,000	株式の基本的リサーチの3.9千米 ^{ドル} /3万英ポンド/約440万円は株式レポート閲覧料。プレミアムの45.2千米 ^{ドル} は1社分(中小規模顧客向け/for some SME Clients)。
5	BBVA	-	0	-	債券の基本的リサーチが無料なのは「小さな非金銭的な利益」になると言う判断。アナリストとの個別面談や株式のリサーチ等は有料へ。
6	BNP Paribas	11,830	株式に含まれる	35,490	「株式の基本的リサーチは年10000ユーロ/11830米 ^{ドル} /約133万円(債券・通貨等を含む)。プレミアムの年30000ユーロ/35490米 ^{ドル} /約398万円は2時間の面談2回を含む(債券・通貨等を含む)。プレミアムは追加面談6回で9000ユーロ/10657米 ^{ドル} /約120万円、同12回で18000ユーロ/21294米 ^{ドル} /約239万円。』(2017年10月11日付ブルームバーグ)。
7	Credit Agricole	20,000	20,000	20,000	債券71700米 ^{ドル} /6万ユーロ、プレミアム143500米 ^{ドル} /12万ユーロだったが、2017年9月18日に下限24000米 ^{ドル} /2万ユーロに。アナリストへのアクセス込みだが、より重視する場合は高くなる。
8	Credit Suisse	-	0	-	債券の基本的リサーチ無料は「小さな非金銭的な利益」になると言う判断。通貨と商品、マクロ経済、クレジット、債券、証券化商品をウェブサイト無料で提供、債券調査アナリストとの有意な接触は課金(2017年10月9日ブルームバーグ)。
9	Daiwa	-	0	-	債券の基本的リサーチが無料なのは「小さな非金銭的な利益」になると言う判断。アナリストとの個別面談や株式のリサーチ等は有料へ。
10	Danske Bank	-	0	-	債券の基本的リサーチ無料は「小さな非金銭的な利益」になると言う判断。アナリストとの個別面談や株式のリサーチ等は有料へ。
11	Deutsche Bank	-	35,000	-	ユーザー最大10人で3万ユーロ/約390万円。
12	ING Group	-	0	-	債券の基本的リサーチ無料は「小さな非金銭的な利益」になると言う判断。アナリストとの個別面談や株式のリサーチ等は有料へ。
13	JPMorgan	10,000	50,000	-	株式の基本的リサーチの1千米 ^{ドル} は株式レポート閲覧料。
14	LBBW	27,000	35,800	-	
15	Macquarie	25,000	-	-	
16	Morgan Stanley	25,000	-	-	ユーザー最大5人で5時間のアナリスト利用(小口顧客向け/for small client)。「株式アナリスト面談は年功やランクによるが、一部顧客に1時間2500米 ^{ドル} /約28万円と、一流弁護士1,450米 ^{ドル} の倍近くなる可能性。』(2017年10月11日付ブルームバーグ)。
17	NatWest,	-	0	-	債券の基本的リサーチ無料は「小さな非金銭的な利益」になると言う判断。アナリストとの個別面談や株式のリサーチ等は有料へ。
18	Nomura Holdings	-	71,700	143,500	債券の基本的リサーチにはマクロ・為替を含む。レポート閲覧はユーザー無制限。
19	Smartkarma (オンライン・プラットフォーム会社)	7,500	7,500	7,500	ユーザー1人当たり年間7500米 ^{ドル} /約82万円の均一料金で、プラットフォームを利用するアナリストには人気度合いに連動した代金を支払う。
20	UBS	40,000	-	-	ユーザー最大5人で。

(出所: ブルームバーグ、FT等より三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

図表③ MiFID II / 第二次金融商品市場指令後の運用会社のリサーチ費用についての例

*運用資産は各社プレスリリース及びメディア等から入手、2015年末や2016年末等(単位: 十億米ドル)。 投信資産は2017年8月末(単位: 十億米ドル)。

		運用会社名 (一部略称、ABC順)	運用資産 (Assets Under Management/ AUM)	投信資産 (ETFを含む オープン エンド)	備 考
リサーチ費用を顧客に 転嫁せず運用会社の損 益勘定で自 己負担 /Direct P&L Payment	1	Aberdeen Asset Management	409	102	Aberdeen Standard Investments。運用資産はStandard Lifeと合併前の2017年3月31日時点の数字。
	2	Allianz Global Investors	594	161	
	3	Aviva	430	118	
	4	AXA	1,489	222	「MiFID II の口座にとどまらず、グローバルの顧客全て」(2017年9月15日付funds-europe)。
	5	Baillie Gifford	217	42	
	6	Barings	288	23	「過去数年、インハウス・リサーチを著しく拡大してきた。」(2017年9月19日)。
	7	BlackRock	5,700	913	米国系運用会社。「内部の能力強化にコミットする一方、付加価値をもたらす外部リサーチ今後も確実にアクセスできるようにする。」(2017年9月14日)。
	8	BlueBay	52	23	カナダ系運用会社。RBC傘下の英BlueBay Asset Management(2017年10月11日)。
	9	Brewin Dolphin	45	-	
	10	Brooks MacDonald	12	-	
	11	Canada Life	43	4	カナダ系運用会社。
	12	Charles Stanley	26	-	
	13	Deutsche Asset Management	711	244	
	14	Equitable Investments	-	-	
	15	Evenlode	2	-	
	16	Fidelity	3,830	2,072	米国系運用会社。アクティブ株式ファンドに上下限付パフォーマンス・フィーを導入、成功の場合は「値上げ」に(2017年10月3日)。
	17	Flossbach von Storch	-	26	
	18	Franklin Templeton	747	588	米国系運用会社。「サードパーティ・リサーチが我々のインターナル・リサーチに重要な貢献。」(2017年9月13日)。
	19	Goldman Sachs	1,252	424	米国系運用会社。「欧州の投資管理について自己負担。」(2017年10月2日)。
	20	Hermes Fund Managers	39	9	
	21	HSBC	896	159	
	22	Insight	-	56	
	23	Invesco	776	414	米国系運用会社。「顧客に転嫁」から「運用会社の損益勘定で自己負担」に転換。
	24	J O Hambro	38	27	
	25	Janus Henderson	189	82	米英系運用会社。「顧客に転嫁」から「運用会社の損益勘定で自己負担」に転換。
	26	JPMorgan	1,900	921	米国系運用会社。
	27	Jupiter	61	47	年500万英ポンド/670万米ドル前後のリサーチ費用の見込み。
	28	Kempfen	58	9	
	29	Legal & General	1,106	92	「損益勘定で自己負担する。」(2017年10月4日)。
	30	M&G	368	109	英国ブルーデンシャル傘下の英国運用会社で、アジアではイーストスプリング。
	31	MacDonald	14	-	
	32	Majedie Asset Management	17	11	
	33	MFS	469	256	米国系運用会社。「グローバルに運用会社の損益勘定で自己負担とする。」(2017年9月27日)。
	34	Newton	-	0	
	35	NN IP	293	76	
	36	Nomura	435	162	日系運用会社。「どのリサーチが事業に最も有用かを検証中、負担額はまだ分からない」(2017年9月8日)。
	37	Northern Trust	1,000	44	米国系運用会社。
	38	Old Mutual	486	49	
	39	Pimco	1,610	517	米国系運用会社。
	40	Rathbone	48	6	
	41	RBC	411	187	カナダ系運用会社。英RBC Global Asset Management(2017年10月11日)。
	42	Robeco	175	82	
	43	Ruffer	27	17	
	44	Russell Investments	277	93	米国系運用会社。
	45	Schroders	546	204	「顧客に転嫁」から「運用会社の損益勘定で自己負担」に転換(2017年9月15日)。
	46	Seven Investment Management	-	1	
	47	Stewart Investors	31	-	
	48	SVM Asset Management	-	0.5	
	49	T. Rowe Price	904	600	米国系運用会社。
	50	Trov Asset Management	-	11	
	51	TwentyFour Asset Management	13	3	
	52	TwentyFour Asset Management	13	3	
	53	UBS	1,150	324	
	54	Unigestion	24	6	
	55	Union Investment	363	177	2017年9月15日に「顧客に転嫁」から「運用会社の損益勘定で自己負担」に転換。
	56	Vanguard	4,400	4,411	米国系運用会社。「米大手運用会社で自己負担を決めた最初の会社」(2017年8月6日付FT)。
	57	Woodford	18	13	
未決定 /Undecided もしくは ノーコメント /no response	1	Ashmore	49	15	
	2	BNY Mellon	1,625	114	
	3	Candriam	103	44	
	4	Credit Suisse	414	186	
	5	GAM	120	88	
	6	Investec	105	62	
	7	Lyxor	237	78	Societe Generale傘下
	8	Morgan Stanley	712	245	
	9	Natixis	870	301	
	10	Nordea	315	167	
	11	Pictet	152	145	
	12	State Street	2,245	670	
リサーチ費用を顧客に 転嫁/Client Money(RPA・ CSA活用～ ※1)	1	Amundi	1,480	433	「検討中」(2017年9月19日付FT)。
	2	BNP Paribas	1,196	233	「検討中」(2017年9月1日)。
	3	Carmignac	73	68	「転嫁が良いと言った事がある。」(2017年9月19日付FT)。
	4	Deka	-	110	
	5	Janus Henderson	189	82	英米運用会社。
	6	Man Group	96	15	

「英国投資協会/Investment Association」に加盟する英国主要50社の48%がリサーチ費用を顧客に転嫁せず運用会社の損益勘定で自己負担とし、40%がノーコメント、4%がリサーチ費用を顧客に転嫁。」(2017年10月4日付英ファンド・ヨーロッパ誌/英Alpha FMC社の調査結果)。

(出所: 各社プレスリリース、英国投資協会/Investment Association、ブルームバーグ、Financial Times、Financial News、Funds Europe、Investment Week、Pensions & Investments等メディアより、そして、投信残高はMorningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)
 ※1: (RPA・CSA活用...RPAはResearch Payment Accountで、顧客に転嫁)の場合に、運用会社が関与必要のある口座で、その口座で、顧客別に事前合意した予算を設定、管理を徹底、リサーチのクオリティ管理もし、事後の顧客開示も徹底する事となる。 CSAはCommission Sharing Agreementで、証券会社・銀行等が開く口座で売買委託手数料(コミッション)のアンバンドリング/Unbundling(分離)をする既存の方法。 RPAは取引金額/ボリュームに連動/リンクしてはいけなく、CSAは取引金額/ボリュームに連動/リンクしている(配分割合の為)。 そこで、CSAでリサーチ費用の予算(上限を設定し、予算(上限)に達した時点で、グロス売買委託手数料(リサーチ費用込み)を「売買執行だけの(取引/約定)執行手数料」にする事でRPAの要件を満たそうとしている。

も評価基準は緩くなり、割高・不要なリサーチも含まれていたとされる。それをまず削ぎ落していく必要がある。このようにして必要とされたリサーチも、運用会社内のインターナル/インハウス・リサーチで対応することが第一に考えられる。しかしそうした体制が万全でない場合、育成や採用をすることとなるが、それは負担が大きい。そこで、有料のエクスターナル/外部リサーチを活用することとなる。

外部リサーチを活用する場合、「証券会社・銀行等のリサーチを削減する(*証券会社・銀行等自身もリサーチを削減する)」(2017年8月9日付ブルームバーグ)と言われている。外部リサーチを活用する場合でも、これまでリサーチ費用が有料で競争上不利となり活用が限定的だった独立リサーチ会社/IRPのリサーチを活用する可能性が高くなるとされる。

実際の対応を見た所、米国系運用会社を中心に、運用会社の損益勘定でリサーチを自己負担とする会社が圧倒的に多いようである(先述の図表③参照)。これは「RPAの追加開示・顧客と合意した予算・詳細な報告・厳しい監査を避けたい」(2016年10月18日付英ファンド・ヨーロッパ誌)ためと言われている。英国では「主要50社の48%がリサーチ費

用を顧客に転嫁せず運用会社の損益勘定で自己負担とし、40%がノーコメント、4%がリサーチ費用を顧客に転嫁。」(2017年10月4日付英ファンド・ヨーロッパ誌)と言われている。ただ、欧州では「多くの運用会社(59%)がまだ決めていない。2017年8月実施調査によれば運用会社は自己負担に後ろ向きであった。最近の自己負担化の流れは他の会社からの圧力が大きい。」(2017年9月20日付英ファンド・ヨーロッパ誌)とも言われている。先の証券会社・銀行等の対応と同様、運用会社の対応も、まだまだ流動的である。証券会社・銀行等の対応と同様、引き続き注視していきたい。

欧米の金融当局、証券会社、銀行、 資産運用会社、アナリストは対応を急ぐ!! ～アナリスト～

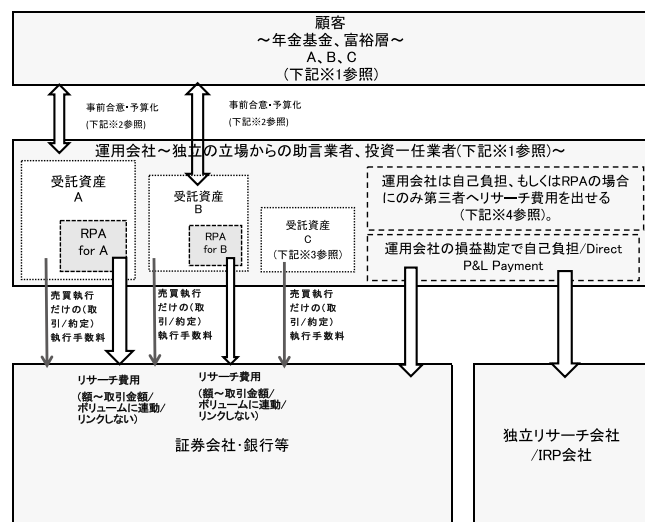
そして、アナリストのMiFID II対応である。これはやはりリサーチの質を高めることしかない。月刊「投資信託事情」2017年3月号<Strategic Vistas>の見出しの中に含まれる「MiFID IIは日本の証券アナリストにもビッグチャレンジとイノベーションを求める!!」の通りである。

証券会社・銀行等のアナリストは競争力のあるリサーチが



図表④ RPA
/Research Payment Accounts

2017年10月12日現在



(出所: ESMA/European Securities and Markets Authority/欧州証券市場監督機構等より三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

※1: MiFID IIにおける投信...MiFID IIではUCITS、AIFMDに関連する業務は例外である。だが、MiFID IIでは売買委託手数料、ビッドアスク・スプレッド、そして、リサーチ費用等を取引関連コストとして開示を義務付けている。

※2: RPA合意...顧客毎に事前に合意したリサーチ予算額を設定しその中から拠出する。類似の投資対象及びリサーチ需要のポートフォリオは合算して予算を設定できるが、そうではない場合は別の予算を設定する。顧客の取引量及び又は取引価格に連動させない。予算管理・運営責任・品質管理・開示を徹底。開示は事前・事後。

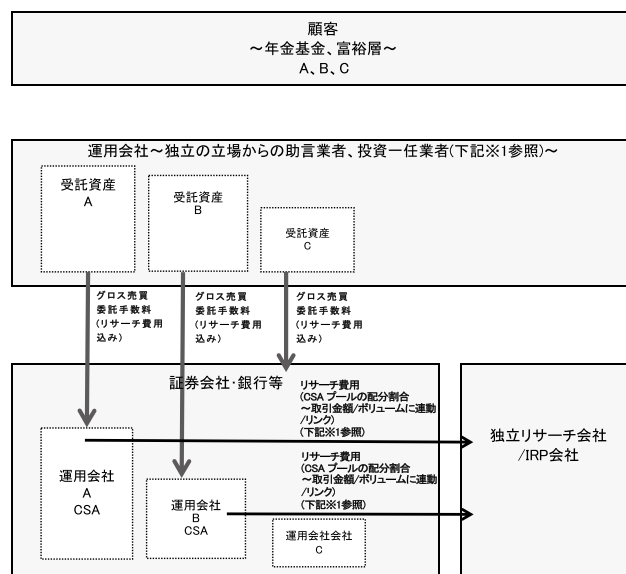
※3: RPA不合意...顧客がRPAに合意しない場合、その顧客は他の顧客のRPAのリサーチ費用や運用会社の自己負担で恩恵を受ける事が可能であり、「ただ乗り問題(free-rider issues)」が起こる可能性がある。さらに、不利益が増加すると、運用会社の自己負担が増え、運用会社内のインハウス/インターナル・リサーチに制約のある中小運用会社が不利になる可能性もある。加えて、運用会社の自己負担が増えれば、運用費用として顧客に転嫁する可能性がある。

※4: 無料リサーチ...レポートの提供...最近の経済統計や業績発表など、簡単な/non-substantiveなコメント、発行する見込みの企業が負担してアナリストに無料公開されているロードショーなどは「小さな非金銭的な利益」に該当し、無料で受領できる。



図表⑤ CSA
/Commission Sharing Agreement

2017年9月29日現在



(出所: ESMA/European Securities and Markets Authority/欧州証券市場監督機構等より三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

※1: リサーチ費用(CSA プールの配分割合～取引金額/ボリュームに連動/リンク)...運用会社が証券会社・銀行等ブローカー及び独立リサーチ会社/Independent Research Providers/IRP会社を評価し、CSA プールの配分割合(%)を示す評価は額でなく割合で、取引金額/ボリュームに連動/リンクしている。

取引金額/ボリュームに連動/リンクしている事がRPAの要件に合っていないため、CSAでもリサーチ費用の予算(上限)を設定し、予算(上限)に達した時点で、「グロス売買委託手数料(リサーチ費用込み)」を「売買執行だけの(取引/約定)執行手数料」にする事でRPAの要件を満たすと考えられている(2017年7月19日付英FCA/Financial Conduct Authority/金融行為規制機構のAIMA/Alternative Investment Management Association/オルタナティブ投資運用協会への返答、2016年5月8日付FT「New rules have created a research headache for fund managers」)。

求められる。運用会社内のインハウス／インターナル・リサーチのアナリスト(*ファンドマネージャーであることも多い)ができるようなことは論外であり、運用会社から選別される価値あるリサーチのできるアナリストとなる必要がある。価値あるリサーチとして、「個別面談、カスタマイズされた調査、掘り下げられたレポート、モデル／バリエーション」と言われている(2017年8月9日付ブルームバーグ)。

運用会社内のインハウス／インターナル・リサーチのアナリストは、これまで証券会社・銀行等の無料リサーチに依存してきた可能性が高く、まずはできることを自分でしていく必要がある。それができない場合、先述通り、育成や採用するか、証券会社・銀行等や独立リサーチ会社の有料のエクスターナル／外部リサーチを活用することとなる。

最後に、独立リサーチ会社のアナリストだが、これまで証券会社・銀行等の無料リサーチとの厳しい競争の中で生き残ってきている訳で、そのまま価値あるリサーチを提供し続けていけば、これまでの競争上の不利が無くなるため、拡大が期待されるはずである。

こうしたアナリストを支援するビジネスもできている。「シンガポールのフィンテック企業スマートカルマ社は約400人のアナリストによるリサーチをオンライン・プラットフォームで提供する。同社のカプルー最高経営責任者／CEOは『アジアと、アジア発のテーマに興味のある、あらゆる種類のプロの投資家が含まれる。その多くは英国と欧州、米国を拠点にしている。今の問題は、各社がむちゃくちゃな価格設定をしていることだ。運用会社に

としてはやりにくい限りである。スマートカルマ社はシンプルな価格設定という解決策を顧客に提供するとともに、アナリストらにとってはリサーチを配布するための魅力的な場になる。ユーザー1人当たり年7500米ドル／約82万円の均一料金で、プラットフォームを利用するアナリストには人気度合いに連動した代金を支払い、最も人気の高いアナリストらは1ヵ月に1万米ドル以上を稼ぐことも可能だ。』と言っている。」(2017年9月12日付ブルームバーグ)。

以上の問題はアナリストの質だが、「スマートカルマ社は機関投資家が独立系アナリストのリサーチにアクセスできる」(2017年7月14日付米Bankless Times)とも言われている通り、独立系リサーチ会社の集合体のような存在のようになるので、先述通り、証券会社・銀行等の無料リサーチとの厳しい競争の中で生き残ってきたアナリストの質は高いことが期待される。

また、今後は証券会社・銀行のアナリストの中から独立系アナリストに転身する者も増えるかもしれない。米国では既に有能な投資アドバイザーが証券会社・銀行等から独立系RIA／投資顧問業者に転じる例が多いが(*英国でもIFA／独立金融アドバイザーに転じる例が多いが)、このような動きがアナリストの世界にも起こりそうである。

以上、MiFID IIが全世界にリサーチ革命や市場構造変化のモーメントを起そうとしており、リサーチを巡り欧米で(米国内でも)攻防が起きている中、欧米の金融当局、証券会社、銀行、資産運用会社、アナリストが対応を急ぐ姿を書いてきた。日本でも「対岸の火事」とせず、注視、検討、対応が期待される。

※1: MiFID IIの対象国…EU/欧州連合28カ国(*英国離脱で27カ国)を含むEEA/欧州経済領域31カ国の証券会社・銀行等、運用会社である。EEAに加盟するとEU単一市場へアクセス権を得られる。ノルウェー・アイスランド・リヒテンシュタインはEUに加盟していないもののEEAには加盟している。ただ、スイスはEUにもEEAにも加盟していないので、日本と同様、分野毎に協定を結ぶ必要があり、その時に、スイスは国内規則とMiFID IIの同等性が求められている(*同等性はEC/欧州委員会の評価次第)。

2019年3月にも英国はEUを離脱(ブレグジット)し、EEAも離脱そうであるが、この場合でも、英国はMiFID IIと同等の国内規則を持つことになる。英国もMiFID IIを遵守するということであるが、英国は既に2012年12月31日から段階的に投信・保険等でコミッションを禁止しており、2014年6月2日

からは改正ソフト・コミッション規則も実施して証券会社・銀行等ブローカーによる投資先企業ミーティング・アレンジ等も禁止しており、MiFID IIよりも先行、総じてMiFID IIより厳しい国内規則を持っている国である。



英国のブレグジットについては月刊「投資信託事情」2016年8月号<Strategic Vistas>「ブレグジット(英国のEU離脱)ショック! 英国のユーシツ/UCITSはどうなる? 欧州最大規模の英国の資産運用はどうなる? ブレグジットショックの余波が今、英国不動産ファンドに波及している。」、英国の厳しい国内規則については月刊「投資信託事情」2017年7月号<Strategic Vistas>「クリーン・シェアの時代!? ~投信のフィデューシャリー・デューティーで米国やEUより先行する英国、オランダ、インドの投信動向~」も参照。

※2: MiFID IIの例外…「リサーチ」は無料受領が禁止される「非金銭的利益(の誘因報酬)」に該当する。たくさんの資料(レポート)やアナリストとの面談は無料で受領できない。だが、最近の経済統計や業績発表など、簡単なコメント、発行する(見込みの)企業が負担してアナリストに無料公開されているロードショーなどは「小さな非金銭的な利益」に該当し、無料で受領できる。

なお、運用会社と発行する(見込みの)企業経営陣を会わせるコーポレート・アクセスについては無料ではないものの「RPA」は可能とする国が多い(*英国は運用会社の自己負担のみ)。

このように、「小さな非金銭的な利益」と認められるものは、

無料で受領できるが、EC指令第12条第3項によれば、次の(a)～(e)の通りとなっている



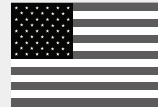
- (a) 金融商品や投資サービスに関連する情報や文書で、個人顧客の状況からして自然な場合
- (b) 証券の発行(見込み)企業が負担して第三者に作らせる資料で明確に開示されて運用会社に同時に提供されて一般対象も希望で受領できる場合
- (c) 特定の金融商品や投資サービスの利益や特徴に関連するコンファレンスやセミナー、研修へ参加する場合
- (d) 上記(c)における途中の飲食などリーズナブルでデミニミス/de minimis/最小限なおもてなしの場合
- (e) 顧客に提供されるサービスの質向上の可能性がある場合

※3: 米国労働省(DOL)フィデューシャリー・デューティー/受託者責任ルール(以下、DOLルール)…米国のブローカー(投信・保険等の販売会社)が退職優遇税制口座(*個人退職勘定/IRA や401kなど)に対し投資アドバイスをする場合、RIA/投資顧問業者と同様のフィデューシャリー・デューティーをかけるルール。

2017年6月9日から基本条項が実施されているが、基本条項は、(1)最善の利益による投資アドバイス、(2)リーズナブルな報酬を超えないこと、(3)ミスリードする言葉を使わないようにすることであり、厳しいディスクロージャーや集団訴訟権利条項など完全実施については2019年7月1日からである(*当初2018年1月1日だったが延期に)。この完全実施までに共和党政権下のDOLは、民主党政権下で作ったDOLルールのレビューを完了、共和党の委員長であるSECと共にこのDOLルールを包括する個人投資家全体を対象とした統一フィデューシャリー・スタンダード・ルールを策定する。

SECの統一フィデューシャリー・スタンダード・ルールは、2015年7月21日から完全遵守されているドッド・フランク法下で既に「SECが策定することができる」となっているものだが、2014年11月4日の議会選挙以降、当時野党だった共和党が上院過半数となっており、定員5人のSECは規則導入時に必要な3人の票が不足しルールの新規策定ができなかつ

た。欠員2人で委員3人となり、その内の1人が野党・共和党だったためである。ただ、現在、共和党が与党となり、共和党のクレイトン委員長の下、共和党のピオワー委員と民主党のスタイン委員が2人いる中、トランプ大統領が共和党のピアース氏を2017年7月18日に指名しており(*SECは同じ政党から選出できる委員は3人までなので2017年9月1日に民主党のジャクソン氏も指名しており)、上院での人事承認待ちとなっている。上院承認は51人の賛成でよいと、共和党が現在52人であるため、承認はされやすい。しかし上院本会議の前に必要な上院委員会での人事承認が民主党委員全員の採決参加拒否により成立していないのである(2017年10月12日現在)。委員会での採決は規則によって民主党議員が少なくとも1人参加しないと成立しない。



DOLルール等米国の規制、グローバルの規制については月刊「投資信託事情」2017年1月号<Strategic Vistas>「2017年のトランプ大統領就任は金融規制(投信関連規制等)にとってゲーム・チェンジャー! 〜ドッド=フランク法(中核のボルカー・ルール)、DOLフィデューシャリー・ルール、リスク・リテンション・ルール、ノンバンクG-SIFIs規制、流動性管理ルール、MMF規制改革、そして、国際金融規制全般〜」も参照。

略歴: 1959年生まれ。静岡大学人文学部経済学科卒。日興アセットマネジメントのファンドマネージャー、リッパ・ジャパン(ロイター・ジャパン)のアナリスト、ドイチエ・アセット・マネジメントのストラテジスト、国際投信投資顧問の投信調査室長などを経て2015年7月より現職。1987年より公益社団法人日本証券アナリスト協会検定会員。

著書: 日本実業出版社「本当に知りたい投資信託 儲け・手数料・評価のしくみ」(2007年)、青春出版社「図解『為替』のカラクリ」(2003年)、同「図解『為替』のカラクリ 賢く増やす! 外貨投資入門編」(2006年)、など。