



—連載（第37回）—

英国FCAにおけるMiFIDII「アンバンドリング規制」導入後の影響調査内容の公表について



■ 1. はじめに

2019年9月18日、英国FCA（金融行為監督機構：Financial Conduct Authority）は、MiFIDII施行以降の資産運用会社等における「アンバンドリング規制」導入に伴う影響等について、調査結果（レビュー）を公表した（注1）。

MiFIDIIにおける「アンバンドリング規制」の導入に伴う影響等については、MiFIDII施行後、影響が出ている旨の報道等も多くなされているが、今般のFCAレビューは、MiFIDII施行後に英当局が初めて公表した影響調査報告となる。

本稿では、FCAのレビュー内容を紹介することとしたい。なお、本文中の意見は執筆者に属し、必ずしも所属する組織の見解を示すものではない旨をお断りする。

■ 2. MiFIDIIにおける「アンバンドリング規制」の概要

まず、MiFIDIIにより導入された「アンバンドリング規制」の概要を紹介することとする。MiFIDIIは、2018年1月3日に施行されたEU証券市場に係る包括的な指令だが、当該施行に際して、市場関係者が大きく注目した事項の1つにアンバンドリング規制の導入があげられる。この規制は、資産運用会社等が第三者から金銭的・非金銭的な便益を受け取ることを原則として禁じるというもので、資産運用会社等はこれまでのようにセルサイド（ブローカー）に対して支払う取引執行手数料（コミッション）に包含された形での外部リサーチ（調査レポート等）の取得が、原則としてできなくなった。



■ 3. FCAにおけるレビューの概要

(1) 概要

FCAによると、MiFIDIIの施行から一定程度が経過した、2018年7月から2019年3月までにかけて、40社のバイサイド（資産運用会社等）からのサーベイ、10社のバイサイド／セルサイドとの面談、5社の独立調査提供会社及び一部の発行体との面談等を行うことにより、本調査を実施したとのことである。調査結果によると、資産運用会社等が取得する外部リサーチに対する評価及び対価については、MiFIDII施行から1年超の期間が経過した対象調査期間においても、未だ確立されておらず、現在も変化の過程にあるとのことだが、その概要等をまとめると以下のとおりとなる。

・資産運用会社等における外部リサーチ取得コスト及び取引執行コストに対する説明責任等は大きく向上している。

・資産運用会社等の大半は、外部リサーチ取得コスト等を自社内で吸収しており（注²）、これにより、FCAが今回調査をした資産運用会社等においては、2018年上半期において前年同期比で約7,000万ポンド（約94.5億円^{注3}）に相当するコスト削減効果がみられた。

・資産運用会社等においては、MiFIDII施行前からも外部リサーチは必要に応じて提供を受けてきたところだが、MiFIDII施行により、

SME（Small and medium-sized enterprises）銘柄については、対価を支払ってまで外部リサーチを取得するニーズが減少することから、リサーチカバレッジが減少するのではないかと懸念に対し、FCAとしては、こうした影響は特筆すべき点はみられなかったとしている。

・セルサイドが提供する外部リサーチに対する評価及び対価は、MiFIDII施行から1年超の期間が経過した調査期間においても、未だ確立されておらず、引き続き変化の過程にあり、将来的には適切な価格に収敛していくものとみられているものの、実勢コストを大きく下回る価格競争は回避されるべきであり、FCAとしても対応策が必要な場合には措置をとるとしている。

・FCAとしては、この先も12か月から24か月程度が経過したところで、再度レビューを継続するとしている。

(2) 資産運用会社等における外部リサーチ情報の取得方法等

FCAでは、今回のレビューにおいて、アンバンドリング規制の導入に伴う影響調査に加え、資産運用会社等における外部リサーチの取得方法等に関する調査結果もまとめている。

資産運用会社等は、MiFIDII施行によるアンバンドリング規制の導入にあわせ、顧客（投資家）との間でリサーチ・ペイメント・アカウント（RPA）の開設を行うことにより、リサーチ取得コストを顧客に転嫁する方式も

あわせて導入することが可能となった。レビューによると、いわゆる伝統的な資産運用会社等ほど、資産運用会社等自身の自己資金を用いた外部リサーチ取得を行う事例が多く、RPA方式の利用は限定的とのことである。

また、資産運用会社等が自己資金等で支払うこととなる外部リサーチ取得コスト(総額)については、20-30%程度の予算削減がみられたとしている。この要因としては、資産運用会社等が外部リサーチの利用効率化を追求した点に加え、外部リサーチ提供会社間の競争激化に伴いレポート取得コスト自体が低下している点もあげられる。

FCAによると、前述のとおり、MiFIDII施行に伴い、資産運用会社等の外部リサーチ取得予算は、施行前の相当費用と比較すると削減されているにもかかわらず、資産運用会社等が必要と考える外部リサーチ情報量は、不足なく取得ができているとの調査結果が示されており、資産運用会社等からすると、これまで以上に効率的な利用が進められているといえる。

このほか、FCAによると、資産運用会社等に対する取引執行コストを実際のコストよりも、高めに設定することで、当該コストの中に外部リサーチ取得費用を包含させるような事例は、把握する限りにおいてはなかったとしており、資産運用会社等が取引執行に際して利用するセルサイド数は、MiFIDII施行により増加傾向にあるとしている。

(3) 資産運用会社等が取得する外部リサーチ情報量・クオリティについて

FCAによると、前述のとおり、資産運用会社等の外部リサーチ取得費用は削減されているにもかかわらず、資産運用会社等が必要と考える外部リサーチ情報量は、不足なく取得ができているとのことである。

あわせて、資産運用会社等の中には、SME銘柄に対する外部リサーチの情報取得量は減少したとの声も一部においては出されているが、大半の資産運用会社等においては、SME銘柄を含め、必要とされる外部リサーチ情報は不足なく取得ができているとのことである。

FCAによると、発行体からは、SME銘柄を含め、発行体に対するリサーチカバレッジが減少したとの話はほとんど聞こえてこないものの、発行体の多くが、将来的には自社に対するリサーチカバレッジが減少するとともにリサーチのクオリティも悪化する可能性があるとの懸念を示す声が出されているとしている。MiFIDII施行前にも、SME銘柄を中心にリサーチカバーは減少していきのではないかと懸念の声は出されていたところだが、FCAによると、英国に所在する上場企業に関しては、SME銘柄を含めたりサーチカバーが減少したとの事実は確認されなかったとのことで、一部において報道等で取り上げられている、ロンドン証券取引所に上場するAIM銘柄の売買高の減少やスプレッドの拡大等がみられるとの内容についても、MiFIDII施行による影響はほとんどないとしている。



(4) コーポレート・アクセス形態の変化

FCAでは、あわせてMiFIDII施行に伴うコーポレート・アクセス形態の変化についてもレビューを行っている。セルサイドを介したコーポレート・アクセスの実施には、原則、資産運用会社等によるセルサイドに対する対価の支払いが必要となるが、このコーポレート・アクセスの対価が安く設定されることで、セルサイドと資産運用会社等との「利害の対立 (Conflict of Interests)」となり得ることも考えられる。しかしながら、FCAとしては、コーポレート・アクセス対価の安い事例調査を進めたものの、実際にそれがConflict of Interestsに相当する事例とまで判断されたものはなかったとしている。

また、セルサイドを介さないコーポレート・アクセスについては、発行体と資産運用会社等が直接面会をすることから、セルサイドに対する対価支払いは発生しない。このため、MiFIDII施行以降、発行体と資産運用会社等との直接面会を行う件数は大きく増加しており、エンゲージメント強化の観点からこうした動きをポジティブに捉えている発行体関係者も多く、発行体サイドのリソースが向上することで、発行体におけるコーポレート・アクセスに対する「クオリティ」は向上しているという。

(5) 第三者からの非金銭的な便益について

FCAは、このほか、資産運用会社等が第三者から受け取る非金銭的な便益についても、実際に把握されている事例等をもとに、

外部リサーチ取得のために対価を支払う場合の必要性有無に対する考え方等を示している。具体的には、MiFIDII施行以降、資産運用会社等の中には、外部リサーチ情報を取得するための対価に関して、例えば、外部リサーチ会社からの無料トライアルサービスの利用が非金銭的な便益に該当するのか否か、不明確となっているとの声が出ており、このほかにも、資産運用会社等におけるマーケティング資料の受領や、市場関係者が主催する有料イベントへの参加に対する考え方などについて、FCAとしての考え方等が示されている。

上述の活動等に対しては、MiFIDIIはもともと顧客（投資家）の利益最大化を目的として導入された制度であり、こうした観点に立って業務が妨げられているようなものでない限りにおいては、FCAとしては、基本的には問題となるようなものではないとしている。

■ 4. まとめ

2018年1月3日に施行されたMiFIDIIにより導入された、アンバンドリング規制やコーポレート・アクセスの変化等については、施行前はもちろんのこと、施行後においても、新聞報道等によると、欧州SME銘柄を中心にアナリストリサーチカバーの減少に伴う流動性の低下や、セルサイドにおける二極化の進展等、その影響は大きいと指摘されてきたところである。

しかしながら、2019年9月18日に、FCA



が公表したMiFIDII施行以降の、資産運用会社等における「アンバンドリング規制」への影響等については、現行制度に問題は特段みられないとし、引き続きレビューを継続するとの内容となっている。FCAとしては、業務運営の目的の1つとして投資者保護を掲げていることもあり、前述のとおり、投資家がこれまで実質的に負担してきた取引コスト等が全体として減少していることに対して、前向きな評価をしたものと思われる。

一方でFCAレビューの公表直後には早速、独立調査提供会社等のコメントなどを盛り込みながら、FCAの調査結果に対する批判記事なども報道されている。こうした状況の真

意は定かでなく、引き続き市場関係者等に対するヒアリング等を通じて、情報収集を継続していきたい。

(注1) Financial Conduct Authority “Implementing MiFID II – multi-firm review of research unbundling reforms” (2019年9月19日)

<https://www.fca.org.uk/publications/multi-firm-reviews/implementing-mifid-ii-multi-firm-review-research-unbundling-reforms>

(注2) 資産運用会社の顧客に対してその価格を転嫁していないということになる。

(注3) 1ポンド135円として計算、以下為替計算において同じ。

