

野村証券
フィデューシャリー・マネジメント部
木須 貴司

MiFID II は年金運用にどのような影響があるか

欧州の資本市場・金融商品に対する規制であるMiFID II の実施が迫っています。この規制は、資産運用業界、年金運用にどのような影響を与えるのか、本稿ではその点を考察します。

MiFID II とは

MiFID (ミフィッド) とは、金融商品市場指令 (Markets in Financial Instruments Directive) の略で、欧州版の金融商品取引法と呼ばれることもある規制です。MiFID II は、2007年11月に施行されたMiFIDの改正版で、2018年1月3日から施行される予定です。

MiFID II は従来のMiFIDと比べて以下の点が強化されています。

- (1) 新たな市場構造の枠組みの導入
これまで規制の範囲外だった「組織化された取引施設」(OTF) という枠組みが導入されます。
- (2) 市場透明性の向上
気配値を公表しない取引所類似施設であるダークプールへの規制が強化されます。
- (3) アルゴリズム取引に対する取引規制の導入
アルゴリズム取引を行う投資業者への体制整備、情報管理の義務化などが含まれます。

- (4) 商品デリバティブ市場に対する監督権限の強化
OTC (相対) 市場で取引されるコモディティ・デリバティブについて、ネット・ポジションのリミットの設定の義務化などの規制があります。
- (5) 投資家保護の強化
投資アドバイスを提供する投資業者の義務が強化され、取引執行コストの開示などが義務付けられます。
- (6) 第三国のEU市場へのアクセスを認めるための統一的な枠組みの導入
この枠組みによって、たとえばEUの規制当局が日本の規制をEUと同等と評価すれば、日本の投資業者は日本の規制に従っていれば、欧州内でサービスが提供できるようになります。

最も大きな影響がありそうなのは「(5) 投資家保護の強化」です。特にその中に含まれるリサーチコストと取引執行コストの分離については資産運用への影響を指摘する声が少なくありません。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

リサーチコストと取引執行コストの分離(アンバンドリング)

MiFID IIでは、投資助言や投資一任サービス、ポートフォリオマネジメントを提供する投資業者(つまり運用会社)が、第三者から金銭的・非金銭的な対価を受け取ることが原則として禁止されます。「非金銭的な対価」の中には、証券会社・投資銀行(セルサイド)からのリサーチ情報の提供などが含まれます。

これまで、運用会社はセルサイドのリサーチを利用してきました。しかし、そのサービスは、取引執行に付随するサービスとして無償で提供されてきました(このような仕組みは「ソフトダラー」と呼ばれます)。しかし、MiFID IIの下では、取引執行のコストとリサーチに係わる対価の支払の分離(アンバンドリング)が求められます。その上、外部のリサーチの購入は原則として禁止され、購入する場合は以下の例外規定に該当する必要があります。

- I. 自社の費用で購入する
- II. 年金基金などの顧客と合意した予算内で購入する

この規制は、欧州の投資家に運用商品を提供する運用会社にも適用されるため、欧州域外の運用会社にも影響を与えられと考えられます。

それでは、この規制は、年金基金にとってはどのような影響が考えられるのでしょうか。以降では、その点を検証します。

取引コストの透明性の向上、あるいは低下

運用会社は、これまで取引執行を行うブローカー(証券会社)を取引執行能力だけでなく、リサーチの質も含めた総合評価で選定していました。必ずしも取引執行コストが安いブローカーを利用しているわけではありませんでした。

もし、MiFID IIが狙い通りに機能すれば、投資家にとっては従来、見えないコストだった取引執行コストが透明化されと考えられます。また、よりコストを最小化する執行が求められ、取引執行コストが低下する可能性もあります。

アクティブ運用にとっては逆風

現在、投資資金はアクティブからインデックス連動型のパッシブに向かっていきます(図表1参照)。MiFID IIはアクティブ運用を行う運用会社にとっては更なる逆風となりうると思われます。

なぜなら、アクティブ運用には、投資対象のリサーチが必要で、MiFID IIでは、原則として外部のリサーチの利用が禁止されるからです。利用する場合は、投資家にその費用を事前に、合理

図表1 米国株式投信の累積純流出入額



(出所) 米国投資会社協会より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

的に説明する必要があります。しかし、何が必要なりサーチで、その費用がどのくらいかを、日々刻々と変化する市場環境の中で事前に見積もる、説明するのは簡単ではありません。

そうすると運用会社はアクティブ運用を行うためには、自社でサーチのコストを負担する必要があります。つまり、MiFID IIは、アクティブ運用の損益分岐点を上昇させることになると思われます。

規制に伴うコストは運用会社にとっては負担

MiFID IIでは、取引執行に伴う規制当局への報告を運用会社自身が行うことになっています。しかも、一つの取引執行につき、数多くの項目を報告する必要があります。そのシステム、コンプライアンス対応等のコストは、中小の運用会社にとっては、経営を圧迫する要因になり得ます。

そのため、MiFID IIによって欧州を中心に運用会社の淘汰が進む可能性があります。また、運用会社やヘッジファンドの新たな設立のハードルも上がると思われます。その結果として資産運用業界の活力が低下し、投資家の選択肢が制限される可能性はMiFID IIのデメリットと考えられます。

リサーチレポートの有料化は必ずしも良いことだけとは限らない

取引執行とリサーチの分離(アンバンドリング)によって、今後は、証券会社やシンクタンクのリサーチは有料化していくものと見られます。その結果として、これまで無料でWebサイトやブルームバーグ等の情報端末などで読むことができたレポートが読めなくなる可能性があります。

これは、最終投資家である年金基金にとっては、利用できる情報が制限され、デメリットとなる可能性があります。

規制強化が与える影響について今後も注意が必要

規制強化の流れは、MiFID IIだけではなくありません。2017年6月から一部、施行が始まっている米国労働省の受託者責任規則強化なども資産運用業界に影響を与えるものと考えられます。この改正により、これまで受託者責任の範囲外と考えられてきたDCや個人退職勘定(IRA)向けの金融商品販売業者にも受託者責任が問われることになっています。

運用会社に資産運用を委託する年金基金にとって、こうした動きは無関係とは言えません。今後の動向には、注意が必要と思われます。

— 次号のお知らせ —

次号は

12月11日(月)

発行予定です。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合)、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、
野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。