

M i F I D II の

リサーチ費用分離明確化による副作用

リサーチ情報の大幅減少が予期せぬ金融危機を生み出す可能性も

大和総研ロンドンリサーチセンター長

シニアエコノミスト

菅野 泰夫

英国を含むEU加盟国において、2018年1月3日に第2次金融商品市場指令（MiFID II）が施行された。事前の予想どおり、リサーチ費用の分離明確化（アンバンドリング）の影響は大きく、有料となることを警戒し、株式リサーチ・セールス人員への問合せが急減している。カバレッジの減少等によるリサーチの質と量の低下は、市場での流動性低下とボラティリティ上昇という副作用を生み出すこととなる。リサーチ情報の極端な減少は、市場全体の不確実性を高め、予期せぬ金融危機を生み出す可能性すらある。



リサーチ要員への問合せは 施行日以降は激減

2018年1月3日、英国を

含むEU加盟国において、第2次金融商品市場指令（MiFID II）が施行された。この10年で最大の金融規制改革となることから、システム面を含めて株式・債券取引に支障を来す可能

性も取り沙汰されていた。しかし、施行日当日の取引量はほぼ前年並みと、欧州金融市場に大きな混乱を与えることなく、順調なスタートを切った。

ただし、事前の予想のとおり、リサーチ費用の分離明確化（アンバンドリング）の影響は目に見えるかたちで現れつつある。施行日以降、投資銀行・ブローカー（日本の証券会社に該当

以下、ブローカー）のリサーチ要員への電話やメールでの問合せは、MiFID II上の取引の「誘因」として有料になると警戒され、その件数が大きく減少している。特に投資家との直接

ミーティング数は、ランキング上位の株式アナリストですら急減しているようだ。いくつかの資産運用会社では、リサーチの年間契約を交わしたブローカー

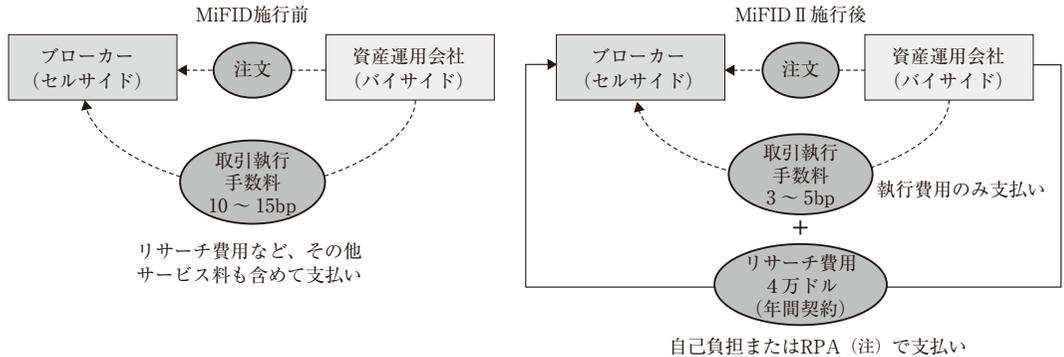
に対しても、来期以降の契約料の引上げを警戒し、なるべく接触を控える状態が続いている。さらに、同規制の全世界対応を進める（日本や米国など第三国

の）資産運用会社では、欧州から送付されるレポートの受取を拒否するため、ドメインごとアクセスを禁止するなどの対応も見られた。昨年12月に駆け込みでブロー

リサーチ費用分離明確化の副作用

〔図表1〕

MiFID II 施行後の手数料体系の変化例



(注) リサーチ・ペイメント・アカウント:年金基金等の最終スポンサーが費用を負担する方式。
 (出所) 大和総研作成 (図表4も同じ)

カーと資産運用会社が合意したりサーチ契約は、当初、ブローカーが想定していた金額とは大きく乖離していた。年間10万ドルを超える強気の料金設定(注1)も散見されたが、最終的には多くの契約が当初の価格から半値以下の水準にまで引き下げられたようだ。アナリストとの1時間のミーティング単価を5000ドルに設定するような強気の大手ブローカーも存在したが、現在はその10分の1以下の水準まで引き下げられたとも言われている。

なお、MiFID II 施行に伴う手数料体系の変化の例は図表1のとおりである。

株式セールス部門への影響も大きい

またリサーチ部門の人員以上に大きな影響

を受けたのは、(他人勘定を扱う)資産運用会社向けのビジネスが多くを占める株式セールス部門であろう。昨年11月に英金融行為監督機構(FCA)の高官がカンファレンスの席で、取引執行の受注をする株式セールスが技術的な助言やトレンド、オーダーの状況などについて助言する行為も「誘因」に該当すると警鐘を鳴らした。この結果、欧州の資産運用会社の担当者は萎縮してしまい、セールスへの簡単な問合せすら控える状況となっている。

FC Aの狙いは、「実質的な内容がない」と判断して「リサーチではない」と判断して情報提供を無料にしようとするケースを牽制することにある。ただし、リサーチではレポートなど価格付けができる体系立った成果物があるが、セールスにはそれがないため、資産運用会社がどれが「誘因」に該当するかを独自に判断することはむずかしいと言われている。

さらに、「誘因」となることを回避するため、有料になったコーポレート・アクセス(投資

会社向けに、経営陣のミーティング等のアレンジをすること)にも支障が出ており、株式セールス部門が(日本や米国の第三国を含む)発行体企業に対して欧州投資家との面談を設定することがむずかしくなる場面も増えているという。

リサーチプラットフォームの増加という良い副産物も

株式リサーチやセールスが人員整理に直面する反面、サービスを拡大しているのがリサーチ販売の場を提供する新しいプラットフォームである。新たなサービスを提供する新興フィンテック企業に対して、リサーチ販売の多角化を進めたいブローカーが、次々と提携先として名乗りを上げている(図表2)。

MiFID II に対応した新しいリサーチプラットフォームでは、登録すれば個別に価格付けされたりサーチを検索・購入することができる。事前に登録された独立系リサーチ企業や大手ブローカーなどが、企業、セクター、マクロとあらゆるリサー

〔図表2〕

MiFID II に対応したリサーチ売買のプラットフォーム

企業名	特徴	備考
エレクトロニック・リサーチ・インターチェンジ (英)	<ul style="list-style-type: none"> 運用機関は、個別に価格付けされたリサーチを購入したり、リサーチ提供者と提供サービスの内容や料金を交渉することが可能。 適用対象となるリサーチサービスの売買について、透明なマーケットプライスを提供する。 	<ul style="list-style-type: none"> 1月26日現在、1,135の投資家と117のリサーチ提供者が登録。
ビジブル・アルファ (米)	<ul style="list-style-type: none"> 登録されたブローカーのリサーチレポートを閲覧できる。 運用顧客に分析方法やデータも提供。 MiFID II に準拠するため、リサーチ購入等のトラッキングやメールのプラグ・イン機能によるリサーチレポートなどの誤送信を防ぐサービスを提供。 	<ul style="list-style-type: none"> 米国系ブローカー等が共同で創設。
スマート・カーマ (シンガポール)	<ul style="list-style-type: none"> 購読料はユーザ単位。プラットフォーム内のアナリスト、ストラテジスト等による幅広い情報へアクセス可能。 利用者同士のチャット形式ディスカッションへの参加や個別のチャットでアナリストに質問をすることができる。 	<ul style="list-style-type: none"> 欧州系ブローカーが同プラットフォームを通じて一部のリサーチを投資家に提供する計画を発表している。
リサーチ・エクステンジ (英)	<ul style="list-style-type: none"> リサーチ提供企業へのアクセスコントロールやコンプライアンス対策も提供。 同プラットフォームを中核としつつ、今後、テクノロジーを活用した他のサービスとのコラボレーション等、さまざまなサービス提供を目指している。 	<ul style="list-style-type: none"> 1,200社の運用機関、280のブローカー・個人リサーチ提供者が登録。 運用機関はプラットフォーム使用料無料。
アルファメトリー (仏)	<ul style="list-style-type: none"> リサーチ提供者は、レポートの価格を独自に設定することも可能。 リサーチ提供者用のパッケージは、読まれたレポート1本につき0.99ユーロなどがある。 	<ul style="list-style-type: none"> 運用機関用パッケージは、①利用者1人につき月額59ユーロ、または詳細な分析等を含む②オンデマンド料金の2種類。

(出所) 各社ウェブサイトをもとに大和総研作成。

〔図表3〕

資産運用会社が求められる費用・手数料の開示項目

開示すべき費用	費用・手数料例		備考
	投資サービス	金融商品	
取得・解約時費用 (One-off charges)	解約・売却時手数料、スイッチング費用	取得・解約時手数料、組成費用、ディストリビューション・フィー	商品の購入時や売却時に支払われるすべての費用
運用管理費用 (On-going charges)	管理手数料、アドバイザリー・フィー、カストディアン・フィー	管理手数料、サービス費用、スワップ・フィー、有価証券貸借費用、税金、ファイナンス費用	金融商品の管理やそれに伴うサービスに支払われるすべてのランニングコスト
取引執行費用等 (All costs related to the transactions)	執行手数料、ファンド・マネジャーに支払うエントリー/エグジット手数料、プラットフォーム使用料、マーク・アップ、印紙税、取引税、為替費用	執行手数料・ファンドからのエントリー/エグジット手数料、取引価格のマークアップ、印紙税、為替費用	取引執行に関連するすべての費用と手数料
その他補助的サービス費用 (Any charges that are related to ancillary services)	リサーチ費用、カストディー費用	—	その他補助的サービスにかかるすべての費用と手数料
臨時費用 (Incidental costs)	パフォーマンス費用	パフォーマンス費用	—

(出所) 欧州証券市場監督局 (ESMA) をもとに大和総研作成。

リサーチ費用分離明確化の副作用

チを提供しており、顧客は必要に応じて、直接プラットフォームからレポート等を購入することができる。リサーチの購入方法は、顧客が直接現金で支払うほか、コミッション・シェアリング・アカウント（CSA）ブローカーが設定する売買取引量に連動した顧客のリサーチ費用支払い用口座）を経由することも可能だ。リサーチを提供する企業は、アナリストとのミーティングなどのオフアアを受け付け、オーダーメイドのサービスを提供することもある。また実際にレポートのダウンロードや、アナリストとのミーティングなどが発生しなければ、プラットフォーム自体の使用については無料のものも多い。大手ブローカーと個々に年間リサーチ契約を結ぶことができない小規模な資産運用会社に対しても、実質的なリサーチ売買市場を提供することが可能となる。

MiFID IIによる費用・手数料の透明性向上で資産運用会社の競争は激化

料の透明性の強化は、ブローカーだけでなく、資産運用会社にもより厳しい競争をもたらしている。MiFID IIの規制により資産運用会社は、組成したファンドやETF等の運用商品において、すべての費用と関連する手数料およびその合計費用について、定期的に顧客に開示することが求められている（図表3）。

MiFID IIの24条4項は、投資サービス、金融商品、投資戦略等でのすべての費用と関連する手数料についての適切な情報が適宜顧客（または潜在的顧客）に提供されることを定めている。費用・手数料の開示方法については、投資サービス、金融商品に関して、市場リスクによるものではないすべての関連費用と手数料、またその合計額が累計のリターンに与える影響を明確にする必要があるとしている。さらに顧客からの要請があれば、それらの詳細な内訳も開示する必要がある。この開示情報は少なくとも年1回、定期的に開示する必要がある。

また委任規制50条は、顧客に

開示する費用・手数料の情報について、①事前の予想（ex-ante）と②実績値（ex-post）の両方の開示を定めている。この費用・手数料は、運用機関・第三者機関が提供する投資サービスとそれに伴う補助的サービスにかかるすべての費用・手数料と、金融商品の組成・管理にかかるすべての費用・手数料とされている。

MiFID II施行を受けて、各資産運用会社の運用商品では、（欧州証券市場監督局の実務指針に沿って）取得・解約時費用（One-off charges）、運用管理費用（On-going charges）、取引執行費用（Transaction costs）、パフォーマンス費用（Incidental costs）（注2）、プラットフォーム使用料（Account costs / Platform

MiFID IIの運用費用開示例

ファンド	運用管理費用 (%)	取引執行費用 (%)	パフォーマンス費用 (%)	プラットフォーム使用料 (%)	合計 (%)
ETF A	0.07	0.12	0.00	0.15	0.34
ETF B	0.29	0.10	0.00	0.15	0.54
ヘッジファンド A	1.06	0.79	1.00	0.25	3.10
インデックス・ファンド A	0.40	0.11	0.00	0.20	0.71

これまで開示されていなかった実績値

サービスと商品にかかるすべての費用と関連する手数料合計の開示の義務化

costs) (注3) 等で内訳開示がスタートしている(図表4)。これにより(組成するファンド内で売買された株や債券についての)取引執行費用の合計や、成功報酬の実績など、今まで開示されなかった費用が明らかとなる。特に年間にかかる費用が安価と思われるE T F やインデックス型ファンドでは、(もともと費用として請求されていたものの開示がなかった)取引執行費用の実績などが加味されると、軒並み今までより費用・手数料が大幅に増加する。さらにヘッジファンドなどでは、成功報酬も合わせると手数料の合計が3倍近くまで増加するケースもあるという。ただ、これまでに以上に各運用商品の費用・手数料の違いを判断することが可能となり、総合的に金融商品を評価することが可能となる。

この開示要件の強化により、M i F I D II 規制対象国と、日本や米国などの第三国の運用商品とは、同列に比較することが困難となる。もちろん、費用・手数料の透明性が高い欧州系の資産運用会社に資金をシフトする流れが加速することは十分に想定される。この費用・手数料に関する開示要件が広範に浸透するほど、日本や米国などでM i F I D II 規制の導入を促すきっかけとなる可能性があるだろう。

リサーチ情報の大幅減少は市場の不確実性を高める

一連のリサーチ費用の価格競争の激化は、小規模ブローカーや独立系リサーチファームの根幹を揺るがす事態を招いたと言われている。大手ブローカーでも、ブローカレッジ収益が大幅に減少することで、従来の人員を抱えるだけの余力が低下し、大規模なリサーチ・セールス部門の再編が起こりつつある。アンバンドリングを実施していない日本や米国など第三国のブローカーからも、すでに自国内のリサーチ・セールス業務の見直しを示唆する声がある。アンバンドリング規制が自国内に導入される懸念だけでなく、全世界対応を急ぐ資産運用会社から、コンタクトポイントが一斉に減

少することへの警戒感があるという。

M i F I D II の目的は市場の競争力と透明性を改善し、08年の金融危機で大幅に失墜した投資家からの信頼を回復することにある。ただし、規制の対象が株式・債券取引からアナリストによる調査費用まで広範にわたる、記録やコンプライアンス、システム整備も含め大規模な投資が必要とされたため、規制の焦点が不明瞭になる部分も往々にしてあると指摘される。特に、株式リサーチ・セールスといった人材が整理・削減されつつある状況は、アンバンドリングを実施する当初の意図とは大きく乖離しつつある。カバレッジの減少等によるリサーチの質と量の低下は、市場での流動性低下とボラティリティ上昇という副作用を生み出すこととなる。

M i F I D II を実施していない第三国での費用・手数料の透明性が相対的に低下するなかで、各国でどのように規制の平等性を保つのか課題も多い。リサーチ情報の極端な減少は、市場全体の不確実性を高め、予期せぬ金融危機を生み出す可能性すらある。M i F I D II はこうした意図で導入されたわけではなく、リサーチ業界全体の地盤沈下を招く前に、規制の修正や、さらなる論点整理が必要だろう。各国当局はなんら対応を取らず静観することも可能であるが、市場全体のリサーチ情報の減少が続くようであれば、規制自体の再考も求められるのではなからうか。

(注) 1 (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等。

2 ヘッジファンド等の成功報酬等。

3 英国では、I S A や私募年金の売買は、独立系投資助言会社の販売ウェブサイトで(プラットフォーム) 経由が多い。

すげの やすお

99年大和総研入社。年金運用コンサルティング部、企業財務戦略部、金融・公共コンサルティング部、資本市場調査部を経て13年4月から現職。日本証券アナリスト協会検定会員。