

2023年8月30日 全11頁

リサーチ費用アンバンドリング緩和の動き

日本の資産運用業高度化に向けたもうひとつの課題

金融調査部 主席研究員 菅野泰夫

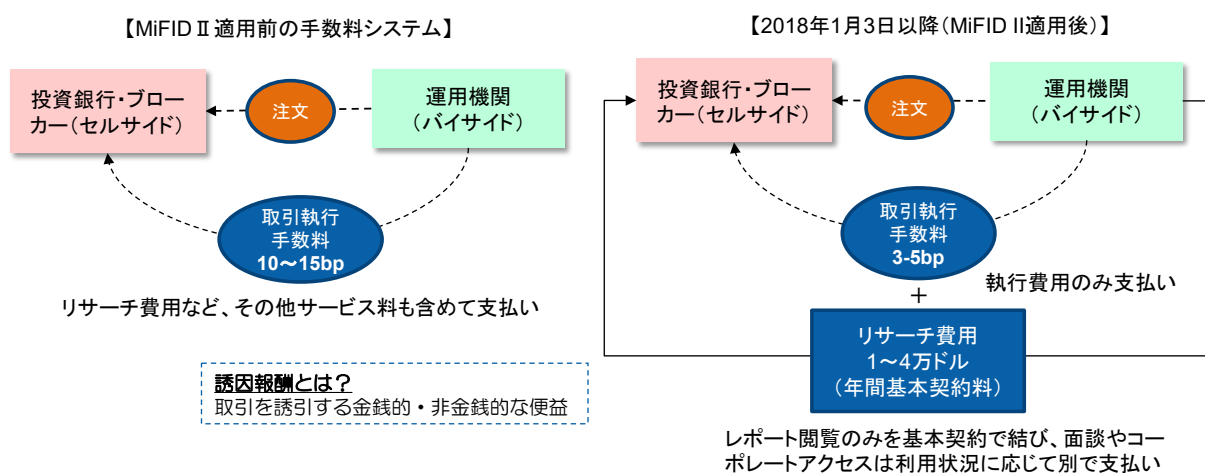
[要約]

- 取引執行手数料とリサーチ費用との分離（アンバンドリング）を定めた第2次金融商品市場指令（MiFID II）の実施から5年が経過した。欧州の運用機関の大半はリサーチ費用を自己負担しているため、（運用機関が）利用できるリサーチ提供会社の数は実施前に比べ5分の1以下に減少したといわれている。また、大手投資銀行が（デリバティブや貸株など）収益性の高いサービスの販売促進にリサーチを活用し、その価格を大幅に引き下げるなどの対応をしたため、リサーチの「価格破壊」も加速した。
- 欧米の大手運用機関は、規制遵守コストの大きさ、煩雑さから欧州事業だけ別途アンバンドリングさせることはせず、その多くが世界的に導入する方向に舵を切っている。一方、規制遵守のための対応コストに比べ、市場の透明性改善という当初の目的が達成できていないとの認識が高まり、英国およびEUの規制当局は、アンバンドリング規制の一部緩和に動いている。英国では、投資リサーチに対するバイサイドの支払い方法に、執行料金とリサーチ料金を組み合わせて請求する（＝リサーチ費用のバンドル方式の復活）オプションを許容すべきとの提言がなされ、その検討が始まっている。
- 米規制当局である証券取引委員会（SEC）は2018年1月から5年以上に亘り、リサーチ対価を別途ハードダラーで得る場合でも投資顧問業者としての登録を不要とする「ノーアクションレター」を発出して、リサーチ会社のアンバンドリング対応費用の上昇を抑制してきた。しかし、SECは手数料の透明性向上と利益相反の抑制のためアンバンドリングの適用を進めるべく、これを再延長しない方針を2022年秋時点に示し、遂に当該「ノーアクションレター」は2023年7月3日に失効した。
- 成長企業を見抜いたり、景気の方角性を的確に予測できたりする優秀なアナリストやエコノミストに対してであったとしても、アンバンドリングが浸透した欧米では、再度、高額な手数料を支払うことには抵抗があるのが実情である。今回の米国の「ノーアクションレター」の失効を機に、アンバンドリング導入の動きがさらに加速してくる中、日本を含むアジア地域の規制当局も導入を検討せざるを得ない状況が顕在化してくると考えられる。日本で求められている資産運用業高度化のもうひとつの課題として、リサーチ費用のアンバンドリングの議論を無視することはできないといっても過言ではない。

アンバンドリング実施から5年が経過

2018年1月3日より施行されたEUの第2次金融商品市場指令（MiFID II）は2008年の金融危機で大きく損なわれた金融市場への信頼回復を念頭に、投資家保護の強化と市場の透明性向上を目指すものである。同指令は過去10年で最大の金融規制改革となったが、最も注目されたのは運用機関が投資銀行・ブローカー（以下、投資銀行）に支払う取引執行手数料とリサーチ費用との分離（アンバンドリング）の義務化である。アンバンドリングの目的は、リサーチの費用と取引手数料を分離し明確化することで、これらに関する透明性の拡大と利益相反の抑制を実現することである。これにより、運用機関がそれまで取引執行手数料を払うことにより名目上無料で受領してきたリサーチ（レポート、面談等）や営業サービス行為（コーポレートアクセス、トリップアレンジ、問い合わせ対応）等の多くが「誘因報酬（Inducement）」としてカテゴライズされ、それらは原則受領禁止となった¹。

図表1 アンバンドリングの手数料システムの一例



（出所）欧州委員会公表資料等により大和総研作成

自己負担（P&L）方式 VS リサーチ・ペイメント・アカウント（RPA）方式

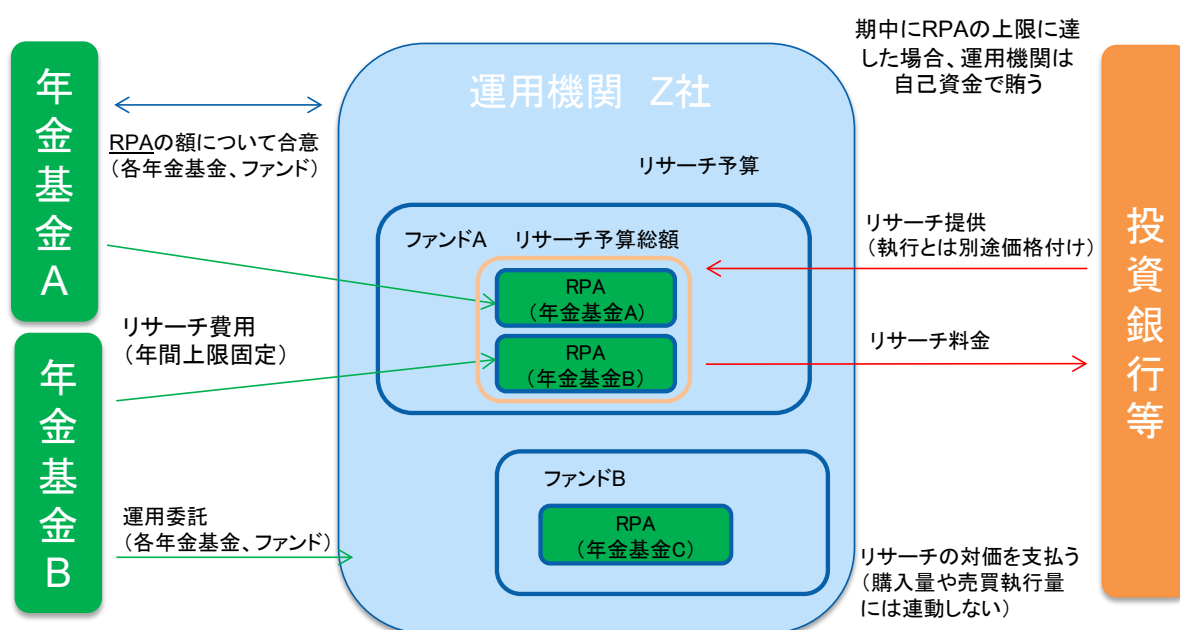
ただし、運用機関が直接費用を負担する①自己負担（P&L）方式あるいは、事前に承認を受けた年金基金などの最終投資家（アセットオーナー）に費用を負担させる②リサーチ・ペイメント・アカウント（RPA）方式を通じて購入される場合には、リサーチを受領することが可能となった（運用機関のサービス向上に資するものに限定）。また営業サービス行為による便益に関しては、①のP&L方式のみにより購入可能となった。

施行当初は、RPA方式でリサーチ費用をアセットオーナーに負担させることを目論む運用機関が相当数あったのが実情である。特に大手運用機関の一部は運用力やブランド力があるため、

¹ 菅野泰夫「欧州におけるリサーチ費用のアンバンドリングの実態」（証券アナリストジャーナル、2019年1月）

年金基金などのアセットオーナーにリサーチ費用を請求できると思われていた。しかし、RPA方式を選択する場合、アセットオーナーはリサーチ手数料を運用執行手数料とは別途支払うなどのリサーチ費用徴収に対する契約が必要となる。この場合、総資産額の何パーセントという表示を出す形となり、アセットオーナーの経済的・心理的な負担が大きかった。結果的に大手の運用機関であっても、他社との競争に負けないために（運用機関の自己負担である）P&L方式を選ばざるを得ないケースが多かった。また、運用機関は運用に関わる全ての費用・手数料およびその合計について、定期的にアセットオーナーに対価内訳を開示する義務がある。顧客から直接リサーチ費用を受領するRPA方式と比較して、P&L方式の方が開示項目が少なく済むために、運用機関の実務的な負担の面でもP&L方式が選好されている背景がある。このような理由からMiFID II施行から5年以上が経過した今、欧州でRPA方式を導入・許容しているアセットオーナーは極めて少なく、リサーチ費用をアセットオーナーから徴収するのは、困難との見方が定着している。欧州の運用機関の大半は、P&L方式を採用してリサーチ費用を自己負担しているため、リサーチ費用を削減せざるを得なくなり、（運用機関が）利用できるリサーチ提供会社の数はアンバンドリング実施前に比べ5分の1以下に減少したといわれている。

図表2 リサーチ・ペイメント・アカウント（RPA）方式



(出所) 欧州委員会公表資料等により大和総研作成

自己負担方式（P&L）方式の支払い方法も定着

また、大手投資銀行が（デリバティブや貸株など）収益性の高いサービスの販売促進にリサーチを活用し、その価格を大幅に引き下げるなどの対応をしたため、リサーチの「価格破壊」も加速した。施行当初は、レポート基本契約と限定的なアナリスト・エコノミスト面談だけで、年間10万ドルを超える強気の料金設定も散見されたが、最終的にはリサーチ契約が当初の価格から

半値以下の水準に引き下げられたケースもあったほどである。Integrity Research Associates に掲載されている Euro IRP（欧州独立リサーチ機関の業界団体）が発表した 2021 年の調査結果（2021 Euro IRP Annual Study）によれば、加盟企業 78%が投資銀行による価格競争が激しいために、規制当局の介入が必要と回答している。またリサーチの「価格破壊」により、面談などは一件 100 ドル程度に設定されたため、面談をアレンジする投資銀行の意欲が下がり、投資家向けカンファレンスも減少傾向が顕著となった。投資銀行から大量に供給されるリサーチを大量に消費してきた運用機関では、定期的な月例・週例レポートを敬遠し、それ以外のトピックレポートを厳選して読むなど、リサーチの利用姿勢も変化した。さらに運用機関は積極的にコーポレートアクセス担当者を採用し、投資銀行を介さず、企業との直接的なコミュニケーションを増加させている。発行体企業側も IR チームを増強し、自らロードショーをアレンジする例も増加するなど、セルサイドリサーチの存在意義を問うような新たな変化がみられている。またソーシャルメディアの隆興も一石を投じている。元セルサイドのエコノミスト・アナリスト等らの見解が、(有料サービスではあるものの) SNS（ソーシャルネットワーキングサービス）を介して格段に低い価格帯で利用が可能になり、リサーチ価格に対しデフレ圧力となっている。さらに様々なコンテンツが SNS 上で無料で氾濫する中、投資銀行のリサーチが課金できるようになるためのハードルは極めて高い。

なお、アンバンドリング規制により、運用機関には、提供されるリサーチサービスに対する客観的評価に基づくリサーチ予算の設定や管理が義務付けられたが、実施から時が経つにつれ、P & L 方式の課金モデルも変化しつつある。当初は、①リサーチライブラリー（リサーチレポートのポータルサイトのアクセス権）のサブスクリプション費用と、②インタラクション（エコノミスト・アナリストとの面談やリクエストへの対応）の回数に分けてリサーチ費用を決定する方式が主流だった。エコノミスト・アナリストとの年間面談数に上限を設けて、回数自体を運用機関と投資銀行がともに記録・照合するなど、利用状況に応じて（上級会員、中級会員など）グレードに分け、年額のリサーチ料金が決定されていた。しかし、このモデルを提案する投資銀行は年々減少傾向にあり、年間定額制の契約方法が増えてきている。この場合は、前年に比較してエコノミスト・アナリスト面談などが増えたと判断した際に、投資銀行は第 4 四半期（10 月～12 月）に翌年度のリサーチ費用の値上げ交渉を実施するという流れが恒例行事として定着した²。

アンバンドリングの悪影響から MiFID II の緩和へ

このように様々な変化をもたらした MiFID II だが、施行開始後早い段階で、規制遵守のための対応コストに比べ、市場の透明性改善という当初の目的が達成できていないとの認識が高まり、英国および EU の規制当局は、アンバンドリングを中心に規制緩和の方向に舵を切っている。

アンバンドリングは英国および EU 規制当局下にある運用機関のみに適用されるが、米国やアジアの運用機関でも、英国や EU の投資銀行と取引する際に様々な面で影響を受けている。ただ

² またリサーチ費用を固定せず、ブローカー評価に応じて四半期ごとに料金を変更する方式などもある。

し、欧米の大手運用機関は、規制遵守コストの大きさ、煩雑さから欧州事業だけ別途アンバンドリングさせることはせず、その多くが世界的に導入する方向にある。

また収益上のプレッシャーから、投資銀行はリサーチ部門を縮小し、株式リサーチカバレッジを大型株に集中させた。この傾向は欧州大陸で顕著となり、フランスでは、規制当局がリサーチの質の低下や中小型株リサーチの減少という悪影響を指摘した。また、リサーチの価格付けを巡る不透明さや、コーポレートアクセスに関する明確さの欠如、アナリストの若年化といった問題も挙げられた。ドイツでは、施行開始から2年もたたないうちに、アンバンドリングが投資銀行・運用機関ともに収益を圧迫しただけで、アセットオーナー保護にはなっていないとの見方が強まった。イタリアでは、市場の全般的なカバレッジが減り、特に中小型株カバレッジの減少が目立ったとされる。最も影響を受けたのは中小のブローカーであり、収益の劇的な減少や、中小型株に対するリサーチ需要（特に海外投資家からの）の弱まりを経験している。

このように規制遵守のための対応コストに比べ、市場の透明性改善という当初の目的が達成できていないとの認識が高まり、EUは指令改正に動いた。EUではコロナ危機の影響もあり、急ぎ進められた改正簡易版、いわゆるクイック・フィックス（Quick Fix）を2021年2月に発効、2022年2月28日までに施行開始となった。この改正によって、中小型株式発行体に関するリサーチを誘引報酬の適用除外としてバンドル方式（もしくは無償）で提供することが許容されるようになった。EUでは時価総額10億ユーロ未満の企業のみ、英国では時価総額2億ポンド未満の企業が対象となる。さらに英国では、独立系リサーチ会社のFICC（Fixed Income, Currencies and Commodities）商品のリサーチもバンドル方式（もしくは無償）で提供することが許容された（マクロ経済リサーチは除く）。2021年1月にEU離脱の移行期間が終了し、EU規制から解放された英国は、このEUによる簡易改正を原則取り入れつつも、国内市場にふさわしいかどうかを軸に、独自の道を進む方針を示した。また最良執行義務に関する報告要件についても、要件に基づき作成された報告書が実際には運用機関で利用されていないことから、撤廃された。EUは執行施設の執行品質にかかる報告義務（RTS27）のみ³を廃止したが、英国は執行施設に注文を回送する運用機関に課された開示義務（RTS28）⁴についても廃止した。このほかEUは、顧客との紙媒体でのコミュニケーションを段階的に廃止し、適格機関投資家（プロ顧客）への費用・手数料開示要件や、運用機関が提供したサービスに対する報告書作成義務も廃止した。

さらにEUはMiFIDIIに関し継続してより広範な見直しを行い、2022年12月に改正案を発表した。2021年の改正では時価総額10億ユーロ未満の企業に関するリサーチを誘引規則適用除外とすることで、中小型株式リサーチのカバレッジ改善（増加）を目的としていた。ところが、投資銀行が株式リサーチに関して有料・無料の両方のプロセスが生まれる煩雑さを敬遠し、アンバンドリングをそのまま維持したため、カバレッジは改善されなかった。そのため現在、アンバ

³ MiFIDIIの第27条(3)は執行施設（証券取引所、多目的取引施設等）に対し、その取引執行の品質に関した報告書の開示を義務付けている。規制技術基準（RTS）27はこの報告書の内容や様式をさらに規定するものである。ほとんど読まれることがなく、この報告書における情報によって投資家が意味のある比較をすることは困難と判断され改正された。

⁴ 投資会社は顧客からの注文を回送する取引執行施設に関し、年間利用のトップ5とその執行結果に関する報告書を毎年開示することを義務付けられ、RTS28はこの報告書の内容や様式をさらに規定するものである。

ンドリング適用免除の閾値を、時価総額 10 億ユーロから、100 億ユーロの企業に拡大することが提案されている。

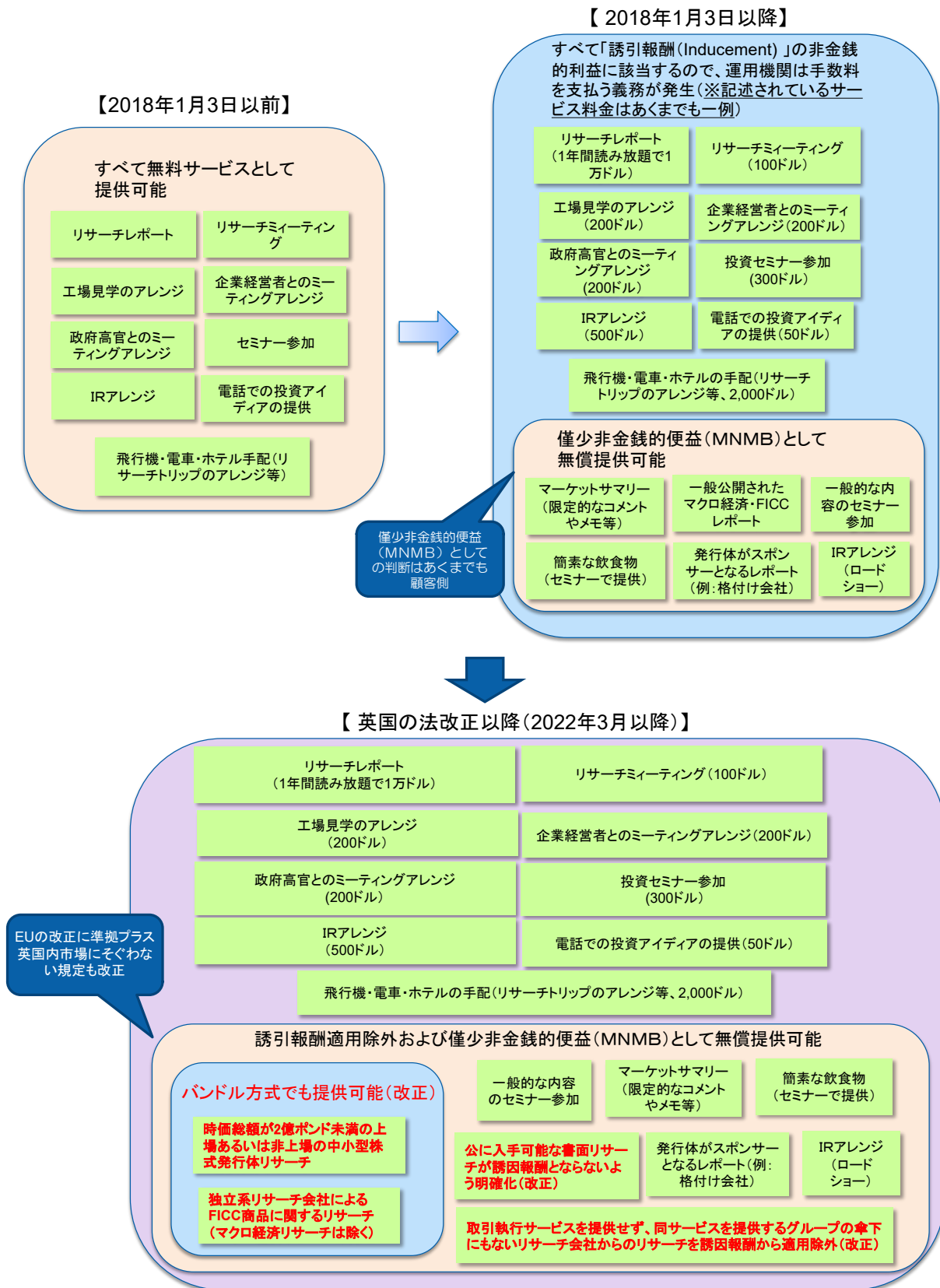
図表 3 欧州での MIFID II の改正状況

対象	EUのクイック・フィックスおよび英国の改正（2021年2月）
リサーチ	<ul style="list-style-type: none"> ・ 中小型株式発行体に関するリサーチのバンドル方式を許容（EU、英国） →時価総額10億ユーロ未満の発行体（EU）、時価総額2億ポンド未満の発行体（英国）に関するリサーチが対象（無償提供も可能） ・ FICC商品に関するリサーチのバンドル方式を許容（無償提供も可能）（英国） ・ 取引執行に関わらない独立系リサーチ会社のリサーチを誘因報酬適用除外（英国） ・ 公に入手可能な書面資料への誘因報酬適用除外を明確化（英国）
報告要件	<ul style="list-style-type: none"> ・ 執行施設に対し執行の品質に係る報告義務（RTS27）の撤廃（EU、英国） ・ 運用機関による執行施設の取引結果に関する報告義務（RTS28）の撤廃（英国）
その他	<ul style="list-style-type: none"> ・ 顧客との紙媒体でのコミュニケーションを段階的に廃止（EU） ・ プロ顧客および適格カウンターパーティーへの費用・手数料開示要件の廃止（EU） ・ 運用機関が提供したサービスに対する報告書作成義務の廃止（EU） ・ 運用機関にはメークホール条項付債券に関し製品ガバナンス要件免除（EU） ・ プロ顧客向けの費用便益分析作成要件の緩和（EU）
対象	EUの改正案（2022年12月）
リサーチ	<ul style="list-style-type: none"> ・ アンバンドリング適用免除の閾値を、時価総額10億ユーロ以下から、100億ユーロ以下の企業に拡大する →ただし、100億ユーロ以下の企業のリサーチは依然としてMiFID IIの利益相反ルールが適用されるため、運用機関は顧客に①リサーチと取引執行サービスについてまとめて料金が支払われていることを通知し、②取引執行サービスとリサーチの合計料金のうち、リサーチ部分の費用を特定する契約をリサーチ提供会社と締結する

（注）バンドル方式：リサーチ提供やコーポレートアクセスのアレンジ等の対価を、取引執行費用と一括で受領する従来の方式

（出所）欧州委員会および英国財務省発表資料より大和総研作成

図表4 英国でのアンバンドリングの緩和例イメージ



(出所) 英国財務省発表資料等により大和総研作成

英国はオプションでバンドル方式全面復活を宣言

また英国でも 2021 年の法改正は、バンドル方式の利用再開にはあまりつながらなかった。EU と同様にリサーチ内の有料・無料の両ケースが生まれる煩雑さに加え、FICC リサーチにはマクロ経済リサーチが含まれているケースがほとんどのため、運用機関の多くがマクロ経済リサーチを切り離すプロセスを敬遠したことが原因といわれている。

このため英国のハント財務相は、金融規制の改革および簡素化という点で、「投資リサーチ見直し⁵」による勧告を全て受け入れることを 2023 年 7 月のマンションハウスでの演説で明かした⁶。「投資リサーチ見直し」には、リサーチに対する運用機関の支払い方法に更なるオプションを許容すべきとの勧告が含まれた。つまりリサーチの種類を問わず、①運用機関が自ら負担する (P&L 方式)、②顧客にリサーチ料金として直接請求する (RPA 方式)、③執行料金とリサーチ料金とを組み合わせる (=リサーチ費用のバンドル方式の復活) のどれかを選択可能にするということになる。これを受け、英国金融行為規制機構 (FCA : Financial Conduct Authority) は 2024 年上半期までにアンバンドリング要件排除に関するルール変更について、市場との対話を速かに開始するという。リサーチを利用する運用機関に対しては次のような勧告がされている。つまり、リサーチ費用を顧客間で公正に割り振り、コミッション・シェアリング・アレンジメント (CSA)⁷ など異なるリサーチプロバイダーへの支払い割り振りのための仕組みをつくり、投資リサーチやその支払いに関する公式なポリシーを確立し導入する。

MiFID II におけるアンバンドリングはそもそも英国が主導した規制であり、利益相反の抑制が主眼だった。規制緩和といっても、この当初の目的を見失わないようにするのが、規制当局の今後の課題になる。英国政府はブレグジット後の金融ハブとしての英国の地位向上に向け、金融サービス業に関する広範な改革を目指しており (エジンバラ改革)、「投資リサーチ見直し」はその一部となろう。ただ、バンドル方式が支払いオプションの一つとして認められたというだけでは、MiFID II 対応に相当の遵守コストをかけた運用機関がどれだけ再びバンドル方式を選択するかは未知数であろう。一方で、運用機関と個別にリサーチ契約ができないような小規模ブローカーで、有力なエコノミスト・アナリストを利用したい場合など限定的な利用法は考えられる (割高なリサーチ費用につながることも懸念される)。

⁵ 大手法律事務所、Hogan Lovells で金融サービス規制チームにおけるシニア・パートナーを務めるレイチェル・ハント氏が 2023 年 3 月から見直しを主導した。

⁶ 英国の財務相は年に一度ロンドン市長の官邸であるマンションハウスで英国の経済状況等に関する演説を行う。

⁷ 有価証券の売買執行と、その投資判断に資するリサーチへの支払いを分離明確化する仕組み。顧客資産から支払われるブローカー手数料の一部を、運用機関が指定する第三者の業者に配分し、運用機関が当該業者からリサーチを受領する取り決めである。手数料をどのようにリサーチ提供会社に配分するかについても、運用機関が指示する。

図表5 英国のアンバンドリングの改正勧告（2023年7月）

対象	英国の改正案（2023年7月）
リサーチ	<ul style="list-style-type: none"> ・投資リサーチに対する運用機関の支払い方法に更なるオプションを許容 →①バイサイドが自ら負担する、②顧客にリサーチ料金として直接請求する、③執行料金とリサーチ料金を組み合わせて請求する（バンドル方式の復活）のオプションを選択可能とする。 ・投資リサーチを利用する運用機関は、 →①リサーチ費用を顧客間で公正に割り振り、CSAなど異なるリサーチプロバイダーへの支払いの割り振りのための仕組みをつくり、投資リサーチやその支払いに関する公式なポリシーを確立し導入する ②FCAは更なる支払いオプション実現の障壁を特定、排除する（2024年上半期までに着手） ③リサーチに関する規則について、米国やEUといった主要法域と足並みをそろえる

（出所）英国財務省発表資料より大和総研作成

米国の MiFID II の対応

MiFID II のアンバンドリングによる運用機関の大きな変化のひとつとしては、欧州で受けるはずのリサーチやコーポレートアクセスといった投資銀行によるサービスを、（バンドル方式が可能であるがゆえ）米国や（日本を含む）アジアの拠点での迂回利用が増加したことである。そのため投資銀行側には米国・アジアにリソースを傾斜するインセンティブが働き、相対的に手薄になった欧州拠点では、発行体企業やエコノミスト・アナリストへのコンタクト数が減少傾向にある。また運用機関側もリサーチやコーポレートアクセスに欧州拠点の投資銀行を使えば、少額といえども何らかの形で手数料を支払うことになるので、面談の受け入れに慎重になり、その結果十分な情報が得られなくなっているという本末転倒な事態が生じている。無論、これらの要因で、欧州とその他地域との間で情報の非対称性が生じているのが実情である。

そのような中、米国では MiFID II が適用外でも、リサーチ費用の明確化を求める米国公的年金などのアセットオーナーの声に押され、欧州に拠点を持つ一部の大手運用機関は（米国内でも）アンバンドリングの実施に踏み切っている⁸。ただし、米国では有価証券の売買執行とともにリサーチ対価を支払うバンドル方式の慣行（ソフトダラー）があり、リサーチ対価を別途ハードダラーで得る場合には 1940 年投資顧問業法で規定される「特別報酬」に該当し、リサーチ会社（やリサーチ部門）は、別途、投資顧問業者として登録しなければならないという問題がある。このため、米規制当局である証券取引委員会（SEC：Securities and Exchange Commission）は 2018 年 1 月から 30 カ月間、リサーチ対価を別途ハードダラーで得る場合でも投資顧問業者としての登録を不要とする「ノーアクションレター」を發出して、リサーチ会社に猶予期間を付与してい

⁸ また MiFID II 適用内の英・EU のアセットオーナーが委託する米系運用機関は、（英・EU 域外の場合でも）アンバンドリングが求められるという事実もある。

た。これにより米国のリサーチ会社は手間やコストをかけずにバンドル方式とアンバンドリングを併用することが可能となり、独立系リサーチ会社や中小規模のブローカーは手間やコストがかかるアンバンドリングの実施を避けられていた。仮にこの免除措置がなければ、アンバンドリングを世界的に実施する運用機関への情報提供は採算が厳しくなる。リサーチ費用の「価格破壊」が起りつつある中、独立系リサーチ会社や中小規模のブローカーだけでなく、大手投資銀行ですらリサーチ人員へのリストラを進めざるを得ない可能性も指摘されていた。

この猶予措置の継続を求める声は強く、2019年にさらに3年間延長された。しかし、手数料の透明性向上と利益相反の抑制のためアンバンドリングの適用を進めたいSECは2022年秋時点で再延長しない方針を示し、遂に当該「ノーアクションレター」は2023年7月3日に失効した。米証券業金融市場協会（SIFMA: Securities Industry and Financial Markets Association）をはじめとする業界関係者の多くは、猶予措置の失効が米国市場やリサーチプロバイダーの競争力を損ない、リサーチへのアクセス削減により米国の運用機関に悪影響を及ぼす著しいリスクになると、再三にわたり懸念を表明した中での失効だった。現在、SIFMAはアナリストレポートが減れば、中小型株企業にとっての打撃となるという信条に基づいて、アンバンドリングの一部巻き戻しを許容する2021年以降のEUの改正案を支持している。しかし、リサーチプロバイダーが投資顧問として登録すれば、米国でもより広範にアンバンドリングが進み、運用機関手数料の詳細開示が促されるため、投資家保護の観点からSECの方針を支持する声もある。

日本の資産運用業高度化に向けたもうひとつの課題～バンドル方式の復活は時すでに遅し？

欧州でのアンバンドリング規制の一連の改正による最も大きな注目点は、これを機にバンドル方式に逆戻りする運用機関がどれだけ出るかであろう。特に英国政府はバンドル方式の復活オプションにより、すでに多くを失ったリサーチ人員を拡大させ、国内株式市場のIPO参加者などを取り戻したいと目論んでいる。

運用機関はパフォーマンスの向上とコスト削減のバランスを模索している最中であり、全世界ベースでの最適なりサーチ確保のあり方はまだ定まっていない。しかしながら、英国およびEUではアンバンドリング導入でリサーチの「価格破壊」が実った今、レポートやレクチャーに再度、コストを掛けるという意識はなくなりつつある。欧州では、リサーチの価格付けが定着し、リサーチを受け取る運用機関やアセットオーナーの行動は様変わりし、ひとつひとつ提供されるサービスの価値を考えるようになってきている。成長企業を見抜いたり、景気の方角性を的確に予測できたりする優秀なアナリストやエコノミストに対してであったとしても、アンバンドリングが浸透した現時点で、再度、高額な手数料を支払うことには抵抗があるのが実情である。また今日では人工知能（AI）の台頭によって、「オリジナリティのあるレポート」と目されるための水準は格段に上がっており、バンドル方式が復活したとしても、リサーチの質的向上が見込めない限り、運用機関とアセットオーナーが高額な手数料を支払う保証はないだろう。

一方、アジア地域の規制当局は投資銀行のアナリストレポートの質向上に努めており、リサーチ人員の削減が進む可能性が高いアンバンドリング導入には慎重な姿勢である。しかし、バンドル方式が依然として合法的な米国でも、アンバンドリングの実施に踏み切る運用機関が着実に増加しており、リサーチ支出の削減は他の費用と比較しても特に顕著である。今回の米国の「ノーアクションレター」の失効を機に、アンバンドリング導入の動きがさらに加速してくる中、日本を含むアジア地域の規制当局も導入を検討せざるを得ない状況が顕在化してくると考えられる。

特に日本では資産運用業高度化に向け、運用機関や販売会社の透明性確保などでいくつかの提言がなされている。欧米運用業界で大きな関心事となっているアンバンドリングの議論を抜きにして、運用コストの透明性向上を目指す資産運用業高度化の実現は難しいと言わざるを得ない。選択制とはいえ、結果的にバンドル方式の復活を選択せざるを得なかった欧州の事例を思量した上で、今後の日本のアンバンドリング導入の議論が求められてくるだろう。欧州の経験を総括すると、証券取引に関するコストの透明性が拡大し、利益相反が抑制された反面、アセットオーナー側へのリサーチコスト転嫁である RPA が機能しなくてリサーチの「価格破壊」が起こった点や、時価総額 10 億ユーロ以下の企業をカバーするアナリスト数が激減、さらに僅少非金銭的便益として無償提供を余儀なくされたエコノミスト・ストラテジスト数も減少の一途を辿ったなど、金融市場へ負の影響が大きかった点なども大いに参考になる。

欧米の金融当局は金融機関の収益構造改革を進め、リサーチ業務の独立性確保に向けた環境整備への取り組みを加速しているため、運用コストの透明性の向上はこれからも進むとみられている。今回の一連のアンバンドリング緩和の法改正により、リサーチ人員と手数料のバランスがどのように変化するのか、その効果が注目されている。日本で求められている資産運用業高度化のもうひとつの課題として、リサーチ費用のアンバンドリングの議論を無視することはできないといっても過言ではない。

(了)