

2018年2月7日 全7頁

リサーチ費用のアンバンドリングによる副作用

リサーチ情報の減少が不必要な金融危機を生み出す可能性

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 102

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 菅野泰夫

[要約]

- 英国を含む EU 加盟国では 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い合わせは急減している。
- 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、全ての費用・手数料およびその合計について、定期的に顧客への開示が求められている。特に年間にかかる費用が安価と思われていた ETF やインデックス型ファンドでは、取引執行費用の実績などが加味されると、今までより費用・手数料が大幅に増加する。
- 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。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。

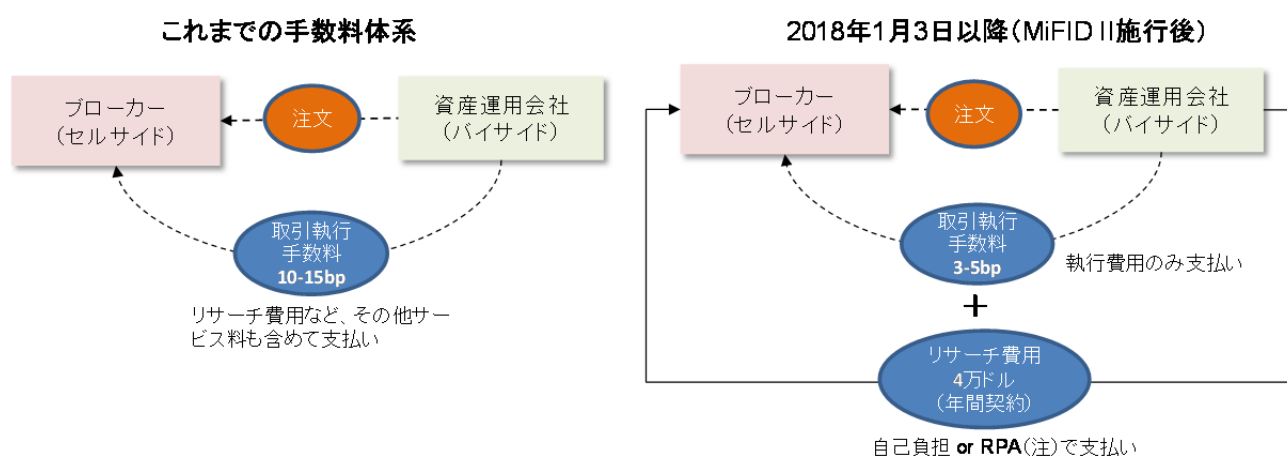
2018年1月3日、MiFID IIは大きな混乱もなく施行がスタート

2018年1月3日、英国を含むEU加盟国では、第2次金融商品市場指令（MiFID II）が施行された¹。この10年で最大の金融規制改革となった同規制では、（システム面を含めて）通常の株式・債券取引に支障を来すことも予想されていた。しかし迎えた施行日当日、取引量もほぼ前年並みと、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²。

ただ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形で表れつつある。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）のリサーチ人員への電話やメールでの問い合わせの件数は、「誘因」として除外するため）有料となることを警戒し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。資産運用会社では、リサーチ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き上げを警戒し、なるべくコンタクト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）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月に駆け込みで合意したリサーチ契約は、当初、ブローカーが想定していた金額とは大きく乖離したという。当初は、年間10万ドルを超える強気の料金設定³も多数散見されたが、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まで引き下げられたもようだ。アナリストとの1時間のミーティングを5,000ドルに設定するような強気の手数料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たともいわれている。

図表1 MiFID II 施行後の手数料システムの変化例



（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形式

（出所）大和総研作成

¹ 2018年1月12日の時点で、EU加盟国28カ国中16カ国が規制適用を開始している。その他6カ国が一部適用開始、残り6カ国が、未だ国内法への置き換えが完了していないため未実施。

² ただし、1月12日から施行予定であった私設取引システム（ダークプール）での取引制限は、データが不完全なことを理由に導入が3月まで延期となった。

³ （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。

リサーチ部門より厳しい株式セールス部門への影響

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⁴。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や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。結果的に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い合わせすら控える状況となっている。FCA の狙いは、「実質的な内容がない」あるいは「リサーチではない」と判断して情報提供を無料と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く、資産運用会社はどれが「誘因」に該当するか独自に判断することは難しいといわれている。

さらに、「誘因」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難しくなる場面も増えているという。

フィンテック企業のリサーチプラットフォーム増加という良い副作用も

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⁵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。

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リサーチを検索・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、直接ハードダラーで支払うことや、コミッション・シェアリング・アカウント（CSA）を経由することも可能にしている。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ァーを受け付け、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。

⁴ （アンバンドリング対象外の）自己勘定運用の顧客が多い債券リサーチ・セールスへの影響は比較的限定的といわれている。

⁵ 英国では、ロンドンを中心にフィンテックのスタートアップ企業が集積し、技術や人材はもとより、起業を支えるエコシステムも構築されている。

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・エクスチェンジ (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、様々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) 各社ウェブサイトより大和総研作成

費用・手数料の透明性が高まり資産運用会社の競争はより厳しく

MiFID IIによる費用・手数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、全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、顧客への開示が求められている。

MiFID II第24条4項は、投資サービス、金融商品、投資戦略等での全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全ての関連費用と手数料、またその合計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。

また委任規制第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）の両方と定めている。この費用と手数料は、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全てと、金融商品の組成・管理にかかる全ての費用・手数料とされている。

図表3 MiFID IIの費用・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全ての費用
運用管理費用 (On-going charges)	管理手数料、アドバイザー・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、有価証券賃借費用、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全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全ての費用と手数料
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全ての費用と手数料
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) より大和総研作成

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⁶ (Incident costs)、プラットフォーム使用料⁷ (Account costs/Platform costs) 等で内訳開示をスタートさせている。これにより資産運用会社は、(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ていた ETF 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、総合的な金融商品の評価を下すことが可能となる。

この開示要件の強化により、MiFID II 規制対象国と、日本や米国などの第三国の運用商品とでは、そもそも同列に比較することは困難となろう。無論、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 MiFID II 規制の導入を促す足が

⁶ ヘッジファンド等の成功報酬等。

⁷ 英国では、ISA 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 (プラットフォーム) 経由が多い。

かりとなる可能性があるだろう。

図表4 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全ての費用と関連する手数料合計の開示の義務化

(出所) 大和総研作成

リサーチ費用の極端な値下げは業界全体の適正化にはつながらない

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いわれている。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、既に自国内のリサーチ・セールス業務の見直しを示唆するケースもある。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、全世界対応に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。

MiFID II 規制の目的は市場の競争力と透明性を改善し、2008年の金融危機で大幅に損なわれた投資家の信頼を回復することにある。ただ規制の対象が株式・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り、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いう。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⁸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。

MiFID 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中で、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。MiFID II はこうした意図で導入さ

⁸ リサーチ提供コストを本体から切り離す必要があるため、独立して運営する新たな組織を作り、そこに人員を移籍させるケースもある。

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。各国当局は何ら対応をと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いだろうか。

(了)