

Mifid II アンバンドリング規制を受けて欧州で台頭する リサーチ・アグリゲーター

神山 哲也、富永 悠

■ 要 約 ■

1. 欧州では、セルサイドや独立系リサーチなど複数のリサーチ・プロバイダーのリサーチをオンライン・サイトで資産運用会社等のバイサイドに提供する「リサーチ・アグリゲーター」と呼ばれる業態が拡大しつつある。
2. リサーチ・アグリゲーター拡大の背景には、第 2 次金融商品市場指令（Mifid II）のアンバンドリング規制がある。同規制の下、バイサイドは売買執行から独立したサービスとしてリサーチを評価・購入することが求められるため、リサーチ・アグリゲーターの利用が有力な選択肢になり得る。
3. リサーチ・アグリゲーターは様々な付随サービスも提供するが、特に重要なのがリサーチ利用状況のデータ化及び分析機能である。これにより、バイサイドは複数のリサーチ・プロバイダーを一か所で管理し、リサーチ・プロバイダーの選定やリサーチ予算の策定に役立てることができる。
4. 現状、大手セルサイドによるリサーチ・アグリゲーターの利用は進んでいないが、一部大手セルサイドが自社で扱わないアジア株リサーチについて、リサーチ・アグリゲーターと提携する事例も出てきている。今後、大手セルサイドによる利用が拡大すれば、バイサイドによるリサーチの比較が容易になり、リサーチ・プロバイダーのクオリティやオリジナリティが一層問われることにもなり得よう。

I Mifid II アンバンドリング規制とリサーチ・アグリゲーター

欧州連合（EU）の第 2 次金融商品市場指令（Mifid II）のアンバンドリング規制を受けて、「リサーチ・アグリゲーター」と呼ばれる業態が拡大しつつある。Mifid II は 2018 年 1 月 3 日に適用が開始された EU 証券市場に係る包括的な規制である。その中で、誘引

(inducement) 規制は、資産運用会社等のバイサイド¹が第三者から資産運用に関連して金銭的・非金銭的な便益を受け取ることを禁じる。投資リサーチも非金銭的便益に該当し、資産運用会社は従来のような形で顧客資産から支払うコミッションで外部リサーチを購入できなくなる。本規制の下で、バイサイドが外部リサーチを購入するには、①資産運用会社の自己資金から購入する、②顧客と事前合意した予算内で顧客資産から購入する（リサーチ・ペイメント・アカウント、RPA）、のいずれかが求められる。これが、いわゆる「アンバンドリング規制」である²。

他方、リサーチ・アグリゲーターは、明確な定義があるわけではなく、形態も様々であるが、大枠で言えば、複数の独立系リサーチや証券会社等のセルサイド・リサーチを含むリサーチ・プロバイダーからリサーチを集め、オンライン・サイトでバイサイドに提供するものである。複数の資産運用会社のファンドをオンライン・サイトで投資家に提供するファンド・スーパーマーケットに倣って、リサーチ・スーパーマーケットと呼ばれたり、映画配信のネットフリックスに準えられることも多い。

Mifid II アンバンドリング規制の下、バイサイドは、売買執行からは独立したサービスとしてリサーチを購入することが求められるため、セルサイド・リサーチ以外からリサーチを購入することも可能になる。加えて、RPA を利用する場合は購入したリサーチの付加価値を評価・報告しなければならず、自己資金でリサーチ購入する場合でも、自社のコスト管理の観点から、リサーチの付加価値について厳しく精査する必要が生じる。すなわち、多様なプロバイダーのリサーチから必要なセクター調査やレポートを取捨選択することが有力な選択肢になる。リサーチ・アグリゲーターは複数のリサーチ・プロバイダーのレポートを纏めて（アグリゲートして）バイサイドに提供するため、Mifid II の文脈において、バイサイドにとってリサーチにアクセスする有力なチャネルとなり得る。また、セルサイドや独立系リサーチにとっても、後述するように、自社のグリップを利かせつつ、Mifid II の下でバイサイドにリサーチを供給する新たなチャネルになり得るものである（図表 1）。実際、リサーチ・アグリゲーターは欧州発のビジネス・モデルであり³、相次いで設立され始めたのは、Mifid II が策定された 2014 年以降となっている。

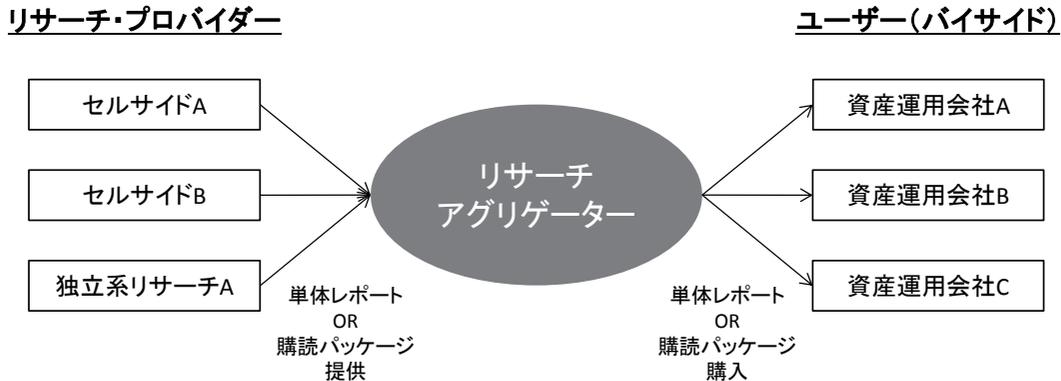
以下では、リサーチ・アグリゲーター全体のトレンドと各社のビジネス・モデルを概観した上で、大手証券会社との関係も含めた今後の動向について考察することとする。

¹ 厳密には、ポートフォリオ・マネジメントを提供する投資サービス会社であり、年金基金等に一任運用サービスを提供する業者を指すが、英国 FCA 規則では集団投資スキーム（UCITS（公募投信）・私募投信（AIF））も適用対象とされている。本稿では便宜上「資産運用会社」もしくは「バイサイド」と総称する。

² 詳細については、神山哲也「欧州委員会によるアンバンドリング規制」『野村資本市場クォーターリー』2016 年春号参照。

³ 米国で同様のビジネス・モデルを採用するプレイヤーとしてはエアレックス（Airex）などがいるが、エアレックスの場合、主に個人投資家を対象としており、欧州発のリサーチ・アグリゲーターとはやや趣を異にする。

図表 1 リサーチ・プロバイダー／リサーチ・アグリゲーター／バイサイドの関係



(出所) 野村資本市場研究所作成

II 近年起業されたリサーチ・アグリゲーターの特徴

1. リサーチ授受の媒介を支援するプレイヤー

Mifid II のアンバンドリング規制などを背景に英国やシンガポールで起業されたリサーチ・アグリゲーターの事業内容やビジネス・モデルを見ると、各社とも、リサーチ・プロバイダーとバイサイドとの間に立ち、IT を活用してリサーチの授受を媒介するモデルを志向している。

こうした機能を提供するプレイヤーは、従来から存在していた。例えば、英国のシングルトラック (Singletrack) や米国のワンアクセス (ONEaccess) など、顧客管理 (CRM) システム等を提供する IT ベンダーがいる。シングルトラックは、セルサイド向けの CRM プラットフォームを欧州、アジア、米国の大手セルサイドに提供しており、リサーチについては、セルサイドがバイサイド顧客へリサーチを提供するためのプラットフォームをホワイト・レーベルで提供している。セルサイドは同プラットフォームを通じて、どの顧客が何を読んでいるか、どのセクターないしアナリストが顧客全体で最も読まれているか、どの顧客が最もレポートを読んでいるか、などを確認できる。加えて、セルサイドとリサーチ・アグリゲーターとの仲介やレポート配信も行っている。

また、ワンアクセスは、セルサイドとバイサイドとの間のやり取りを効率化するソリューションとして、両者間のやり取りの履歴管理、コーポレート・アクセスの提供と申込みのシステム、バイサイドによるブローカー評価システムなどを提供しており、その一環で、バイサイドとの間のリサーチ授受の媒介も提供している。セルサイドは「アナリティクス・ハブ」の機能で、バイサイド顧客によるリサーチやコーポレート・アクセス、分析モデルの利用状況を確認できる。なお、同社は、財務データの統合・分析・モデル適用のソリューションを提供する米国のビジブル・アルファ (Visible Alpha) に 2017 年 1 月

に買収されており、ビジブル・アルファは、英国の新規参入リサーチ・アグリゲーターのアルファ・エクスチェンジ（Alpha Exchange）も2017年11月に買収している⁴。

リサーチ・プロバイダーとバイサイドとの間のリサーチ授受を媒介するプレイヤーとしては、ブルームバーグやトムソン・ロイターといった金融情報サービス会社もいる。これらは、金融プロフェッショナル向けに、各種金融・経済関連のデータ及び分析機能を提供する傍らで、リサーチ・プロバイダーとバイサイドとの間でリサーチの授受を媒介する機能も提供している。例えばブルームバーグは、無料で、リサーチ・プロバイダーがブルームバーグ・ターミナルを通じて、アクセス権を付与したバイサイド顧客にリサーチを提供できるようにしている。また、リサーチ・プロバイダーは、ブルームバーグ・ターミナルを通じて、誰がどれだけリサーチを読んだか確認することができ、バイサイドも自社がアクセス権を有するリサーチ・プロバイダーのリサーチを一覧できる。更に、バイサイドとリサーチ・プロバイダーのアナリストとの面談等のやり取りを記録管理する機能も導入している。

こうしたプレイヤーが、リサーチ・プロバイダーとバイサイドとの間のリサーチ授受の媒介を副業ないし周辺サービスとして提供しているのに対し、リサーチ授受の媒介に特化している新興フィンテック企業が「リサーチ・アグリゲーター」である。上記のプレイヤーにはないリサーチ・アグリゲーターの最大の特徴としては、その一覧性が挙げられる。すなわち、バイサイドに対して、ワンストップで多数のリサーチ・プロバイダーないしリサーチ・レポートを一覧・選択する機能を提供することを本業としており、それに付随して、契約したリサーチ・プロバイダーないし購入したリサーチ・レポートを一括管理するソリューションを提供しているわけである。特に Mifid II のアンバンドリング規制への対応ニーズがセルサイド、バイサイドで高まる中、リサーチの仲介を本業として営利を追求していく土壌が整備されたことを受けた業態と言える。以下では、リサーチ・アグリゲーターのサービスや手数料体系、機能について紹介する。

2. リサーチ・アグリゲーターのビジネス・モデルの特徴

リサーチ・アグリゲーターは、多数のリサーチ・プロバイダーから投資リサーチを集め、オンライン・プラットフォーム上でバイサイド顧客に販売することをサービスの柱とする。上記のシングルトラックやワンアクセス、ブルームバーグと異なり、リサーチ・レポート単品での販売も行う。リサーチ・プロバイダーからみると、自社のリサーチの販売チャンネルに当たり、特にリサーチを単品ではなく購読パッケージのみで提供する場合は、リサーチ・プロバイダーとしてリサーチ提供先をコントロールできる販売チャンネルとなる。他方、バイサイドからみると、多数のリサーチ・プロバイダーのリサーチを一か所で閲覧・購入できる、投資リサーチのワンストップ・ショッピングないしリサーチ・スーパーマーケットの

⁴ シングルトラックやワンアクセス以外では、米国のブルーマトリックス（BlueMatrix）や、バイサイド向けのソリューション・プロバイダーである英国のレッド・ディア（Red Deer）などがある。

ようなものとなる。

主要なリサーチ・アグリゲーターは図表 2 の通りである⁵。いずれも Mifid II が策定された 2014 年以降に設立されており、また、上記のモデルをサービスの根幹としている。その上で、いくつかのバリエーションがみられる。例えば、リサーチの提供方法では、リサーチ・レポートを単体で販売する方法、購読パッケージを販売する方法があり、リサーチ・アグリゲーターによっては、両方提供しているところと、単体のみ提供しているところがある。

リサーチ・アグリゲーターの手数料体系は、二つに大別できる。一つは、リサーチ・プロバイダー、バイサイドのいずれにおいても、プラットフォームの閲覧・利用については手数料が発生せず、リサーチ（単体もしくは購読パッケージ）の売買をするときのみ、プラットフォームに対して支払う手数料が発生する、というパターンである。その上で、リサーチ・アグリゲーターの取り分は各社で異なっている。例えば、RSRCHX では、バイサイドがリサーチ・プロバイダーへ支払う金額の一部が同社にキックバックされる仕組みとなっている（後述）。リサーチプール（ResearchPool）では、リサーチ購入 1 件当たり 0.75 ポンド（1 ユーロ）と販売価格の 15%との合計が同社の取り分となる。アルファメトリー（Alphametry）では、レポート 1 件当たりバイサイド及びリサーチ・プロバイダー各々から 0.99 ユーロずつ徴収する仕組みになっている⁶。

ERIC では、リサーチ・プロバイダーへのサービスという建付けの下、バイサイドから

図表 2 主要なリサーチ・アグリゲーター

企業名	RSRCHX	ResearchPool	ERIC	Alphametry	Smartkarma	Seed Alpha
本社 設立年	英国 2014	英国 2015	英国 2014	フランス 2015	シンガポール 2015	香港 2015
リサーチ・プロ バイダー数	220	70	117	240	400 (アナリスト 数)	100
バイサイド数	1,000	(個人投資家も 対象)	1,135	-	150	-
手数料体系	プラットフォーム無料。 バイサイドがプロバイダーへ支払う金額の一部	プラットフォーム無料。 販売価格の15% と0.75ポンドの 合計	プラットフォーム無料。 各プロバイダー との契約で手数料を決定	プラットフォーム無料。 レポート1件あ たり0.99ユーロ をバイサイド及 びプロバイダー から徴収	プラット フォーム料 7,500ドル (年間)	プラット フォーム料 500ドル(月間)
提供方法	単品/ 購読パッケージ	単品/ 購読パッケージ	単品/ 購読パッケージ	単品/ 購読パッケージ	単品	単品
備考	アグリゲーター 最大手	中小型株に強み	プロバイダーは 5つの価格決定 方法から選択	レポートの内容 と利用状況に応 じてアナリスト をランク付け	セルサイド・ リサーチは除 外	

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

⁵ 他には、米国のエアレックス（Airex）や前記のアルファ・エクスチェンジなどがある。

⁶ なお、バイサイドが、アルファメトリー上のリサーチ・プロバイダー以外のリサーチ・プロバイダーのレポートをアルファメトリー上で購入したいという場合、バイサイドはアルファメトリーにレポート 1 件あたり 4.99 ユーロを支払う。

は手数料を徴収せず、リサーチ・プロバイダー各社との契約に基づいて手数料収入を得ている。リサーチ・プロバイダーはバイサイドと相対でリサーチの価格を決定することになっており、その決定方法は、①ERIC 上でのバイサイドからの価格提案（セルサイドは拒否可能）、②ERIC 上でのバイサイドからの価格提案（リサーチ・プロバイダーはバイサイドに非開示の条件設定可能）、③ERIC 上でのセルサイドからの価格提示、④ERIC 外でのバイサイドの評価に基づく事後合意、⑤ERIC 外での相対交渉による価格決定、の 5 つからリサーチ・プロバイダーが選択する仕組みになっている。バイサイドには直接的な手間・コストの負担を生ぜしめずに、リサーチ・プライシングの枠組みを提供することを通じてリサーチ・プロバイダーを支援することを狙ったモデルと言える。

もう一つの手数料体系のパターンとしては、プラットフォームの利用・レポート閲覧について、定期的にプラットフォーム手数料を徴収するというものがある。例えば、シードアルファ（Seed Alpha）では月間 500 ドル⁷、スマートカルマ（Smartkarma、後述）では年間 7,500 ドルのプラットフォーム利用手数料をバイサイドが支払うことで、無制限にプラットフォームを利用し、レポートを開くことができる。

また、リサーチ・アグリゲーターは、投資リサーチのワンストップ・ショップ以外にも、様々な付随サービスを提供している。各社で共通してみられるのは、例えば、バイサイド各社によるリサーチ利用状況のデータ化及び分析機能、リサーチの格付機能を、オンラインで自動化して提供している。いずれも、リサーチ・プロバイダー、バイサイドにとって、Mifid II アンバンドリング規制対応やサービス向上において有用なツールとなる。例えば、リサーチ利用量が把握できれば、バイサイドにとっては次年度のリサーチ予算の策定に利用でき、また、どのリサーチ・プロバイダーを利用するか意思決定の材料に利用することができる。リサーチ・プロバイダーにとっても、バイサイド各社の利用状況を把握することで、次年度のリサーチ価格に反映することができ、また、どのリサーチへの需要・評価が高いかを把握することで、資源配分を最適化することもできる。

各々のバイサイドの投資戦略や関心に即したコンテンツが優先的に見やすく提示されるための仕組みも、多くのリサーチ・アグリゲーターで取り入れられている。例えば、最新レポートのメールによる案内やサイト上のアラート機能は、ユーザーによる利用履歴を、リサーチ・アグリゲーターによっては人工知能（AI）活用して分析し、複数のリサーチ・プロバイダーから、ユーザーの投資戦略や関心に沿ったレポートを紹介する。

このように、リサーチ・アグリゲーターが複数のリサーチ・プロバイダーのリサーチを纏めて（アグリゲートして）、各種分析・集計機能を提供することにより、バイサイドとしては、従来個々のリサーチ・プロバイダーと個別に接続し、自ら各々の利用状況を把握した上でリサーチ予算に反映しなければならなかったところ、リサーチ・アグリゲーターの自動化された機能を使って纏めてできるようになる。

⁷ INTEGRITY Research Associates “New Research Platform Targets Buyside Need to Value Research” April 29, 2015.

III リサーチ・アグリゲーターのケーススタディ

1. RSRCHXchange：最大手として広範な機能を提供

RSRCHXchange は 2014 年 9 月、Mifid II 成立後に、セルサイドにいたヴィッキー・サンダース（Vicky Sanders）氏とバイサイドにいたジェレミー・デイブリス（Jeremy Davies）氏によって設立され、RSRCHX のブランドでリサーチ・アグリゲーターのサービスを展開している。数あるリサーチ・アグリゲーターで、最大手と目されており、フィナンシャル・タイムズが毎年選定する「将来のフィンテック賞（Future of Fintech Awards）」の 2017 年度イノベーション部門の最終選考 5 社にも選定されている。なお、選定の理由としては、Mifid II の問題について他社より洗練されたソリューションを提供していることが挙げられた⁸。

2017 年 2 月には、NEX グループの出資を受け入れた⁹。NEX グループとしては、セルサイドとバイサイドの双方に電子取引プラットフォーム及びリスク管理ツール等を提供する中で Mifid II 対応支援を前面に打ち出しており、バイサイドの Mifid II アンバンドリング規制を受けたリサーチ購入支援を付加価値サービスとして提供しようという意図がある。

現在、リサーチを閲覧するユーザーたるバイサイド顧客は 1,000 社以上、リサーチ・プロバイダーたるセルサイドや独立系リサーチ会社は 220 社以上となっている。リサーチ・プロバイダーのうち、4 分の 1 ほどがセルサイド・リサーチとなっており、独立系リサーチが業者数としては大部分を占めていることが見て取れる。また、ゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレー、JP モルガン、ドイツ銀行など、最大手セルサイドが利用していないのも特徴として挙げられよう。

料金体系について、まず、リサーチ・プロバイダーがリサーチを掲載するのは無料となっている。また、バイサイドのユーザーがログインし、レポートのタイトル・要旨の閲覧等をするのも無料となっている。料金が発生するのは、バイサイドが実際に単体レポートやリサーチ購読パッケージを購入する時となる。その際、バイサイドがリサーチ・プロバイダーに支払う料金の一定割合（全リサーチ・プロバイダーで一律）が RSRCHX の取り分となる。リサーチ・プロバイダーにとっては、リサーチ購入量に応じて費用が発生するため、リサーチ・ディストリビューションの固定費を変動費化できる。なお、リサーチ・プロバイダーによって、レポート単体での販売をしているところ、リサーチ購読パッケージでの販売をしているところがある。

バイサイドからは、RSRCHX に対して、リサーチ・プロバイダーの追加も無料で申請できる。また、RSRCHX を利用しているリサーチ・プロバイダーと、RSRCHX 外でリサー

⁸ “Future of Fintech Awards shortlist 2017” Financial Times, October 16, 2017. イノベーション部門は新たなソリューションを導入するより若い企業、インパクト部門は金融業界に影響を持ち始めている、よりエスタブリッシュされた企業を対象とする。各部門の最優秀企業の発表は 2017 年 11 月 30 日に予定されている。

⁹ NEX グループの金融テクノロジー投資部門ユークリッド・オポチュニティーズが直接の出資主体。なお、ユークリッド・オポチュニティーズは、他にも多数のフィンテック企業を保有している。

チ購読パッケージの契約をしている場合、当該プロバイダーへのアクセスを RSRCHX 上で申請することもできる¹⁰。バイサイドとしては、これらにより、リサーチ・プロバイダーを RSRCHX の機能を使って一括管理することが可能となる。他方、リサーチ・プロバイダーからすると、RSRCHX を利用することを通じて顧客のリサーチ利用状況の管理等もできるため、RSRCHX を通じたリサーチの提供は、リサーチ・ディストリビューションのシステムを RSRCHX にアウトソースするような形となる。

RSRCHX には、単なるレポートの売買以外に、様々な付随機能がある。バイサイド向けには、①リサーチ予算の設定・管理（全社／チームのレベル選択、予算上限接近アラート）、②リサーチ購入の記録（プロバイダー別購入記録、社内利用記録¹¹）、③レポートのレーティング機能（5段階評価・定性評価）¹²、などがある。他方、リサーチ・プロバイダー向けには、①請求書発行・料金徴収、②リサーチ購読パッケージ／レポート単体の

図表 3 RSRCHX の画面（イメージ図）

RSRCHX					
ユーザー名表示	テーマ:通貨、原油、トルコ株、資産配分、ブレグジット、サウジアラビア、中央銀行等 (クリックすると各々の関連レポートのページへ)				
ライブラリー (過去保存レポート)	ピックアップ・レポート				
ブログ	<table border="1"> <tr> <td>○×社 プロバイダー名</td> <td>アジア株 ウィークリー プロバイダー名</td> <td>△□セクター 見通し プロバイダー名</td> <td>×○社 プロバイダー名</td> </tr> </table>	○×社 プロバイダー名	アジア株 ウィークリー プロバイダー名	△□セクター 見通し プロバイダー名	×○社 プロバイダー名
○×社 プロバイダー名	アジア株 ウィークリー プロバイダー名	△□セクター 見通し プロバイダー名	×○社 プロバイダー名		
プロバイダー (プロバイダー別の ページへ)	人気レポート				
	<table border="1"> <tr> <td>日本株式 アップデート プロバイダー名</td> <td>中東政治情勢 プロバイダー名</td> <td>×○セクター 見通し プロバイダー名</td> <td>○△社 プロバイダー名</td> </tr> </table>	日本株式 アップデート プロバイダー名	中東政治情勢 プロバイダー名	×○セクター 見通し プロバイダー名	○△社 プロバイダー名
日本株式 アップデート プロバイダー名	中東政治情勢 プロバイダー名	×○セクター 見通し プロバイダー名	○△社 プロバイダー名		
	直近レポート				
	<table border="1"> <tr> <td>ブレグジットと 英銀 プロバイダー名</td> <td>中国外資 規制緩和 プロバイダー名</td> <td>△×社 プロバイダー名</td> <td>□△セクター 見通し プロバイダー名</td> </tr> </table>	ブレグジットと 英銀 プロバイダー名	中国外資 規制緩和 プロバイダー名	△×社 プロバイダー名	□△セクター 見通し プロバイダー名
ブレグジットと 英銀 プロバイダー名	中国外資 規制緩和 プロバイダー名	△×社 プロバイダー名	□△セクター 見通し プロバイダー名		
	後で見るために一時保存				
	<table border="1"> <tr> <td>ブレグジットと 英銀 プロバイダー名</td> <td>中国外資 規制緩和 プロバイダー名</td> </tr> </table>	ブレグジットと 英銀 プロバイダー名	中国外資 規制緩和 プロバイダー名		
ブレグジットと 英銀 プロバイダー名	中国外資 規制緩和 プロバイダー名				
	分野:株式、債券、戦略、経済、コモディティ、クオンツ、不動産 (クリックすると各々の関連レポートのページへ)				

(出所) RSRCHX より野村資本市場研究所作成

¹⁰ RSRCHX がリサーチ・プロバイダーに確認し、RSRCHX 上でのアクセス権を付与する。

¹¹ 誰が読んだか、単にファイルを開いただけでなく実際に読んだかも捕捉可能。

¹² ユーザー側のアドミニストレーターが、自社のファンド・マネージャー等にレーティングを強制する機能もある。

販売選択、③レポートをプラットフォームに留める（ダウンロード禁止）ことによるフリーライドの防止、④リサーチ・プロバイダー別のページ設定、などがある。

RSRCHX の画面は図表 3 のようになっている。画面上、様々なリサーチ・プロバイダーのレポートが掲載されており、バイサイドが RSRCHX 上でリサーチ・プロバイダーと購読パッケージを契約していれば、その範囲でレポートを開くことができ、購読パッケージのないリサーチ・プロバイダーの場合、個別レポートを購入することになる。例えば、バイサイドが購読パッケージを契約した特定のプロバイダーのレポートのみを閲覧したければ、リサーチ・プロバイダー別のページからレポートを開くことができる。また、過去に購入したレポートはライブラリーに保存されているが、上記の通り、ダウンロードはできず、RSRCHX のシステム上でのみ、閲覧できる仕組みになっている。

2. スマートカルマ (Smartkarma) : アジア株でソシエテ・ジェネラルと提携

スマートカルマは 2014 年、シンガポールで設立されたリサーチ・アグリゲーターである。Mifid II の開始に合わせて、2017 年 9 月にロンドン事務所を設立した。2017 年 11 月には、セコイア・インディア主導の資金調達で 1,350 万ドルを調達し、調達総額は 2,100 万ドルとなった。

「独立した洞察」を謳うスマートカルマがプラットフォームで取り扱うリサーチ・プロバイダーは、大手独立系リサーチ会社、ブティック系リサーチ会社、個人のアナリストやコンサルタント、学者であり、いわゆるセルサイド・リサーチは対象としていない。リサーチ・プロバイダーの採用に当たってスマートカルマは、最初にウェブサイト、紹介、ソーシャル・メディア、ヘッドハントによりリサーチ・プロバイダー候補を募った上で、サンプル・レポートの提出、面接、1~4 週間のトライアル期間¹³など合計 10 段階のプロセスを経る。

リサーチの対象はアジアであり、15 カ国、2,400 社以上の企業をカバーする 400 名以上のアナリストと提携している。1 日平均で、25 本のリサーチ・レポートがプラットフォーム上で新規登録されている。バイサイド顧客は 150 社を超えており、上位 10 社の運用資産残高は 13.5 兆ドルに及ぶ。投資リサーチ以外にも様々なツールをバイサイドに提供しており、例えば、持株会社の構造分析とフェア・バリューを算定する「持株会社モニター」、アジアにおける IPO 案件のスマートカルマ自社データ比でのパフォーマンス比較をする「IPO アナライザー」、M&A 案件の取引価格スプレッドを算出する「M&A アナライザー」¹⁴、2011 年以降の M&A データ分析及び完了時を推計する「M&A 統計」などがある。

¹³ リサーチ・プロバイダーはトライアル期間中、リサーチの提供はできず、スマートカルマのプラットフォーム機能を試用する。

¹⁴ スマートカルマの社内チームがベース推計値を入力しているものの、ユーザーが独自に変更することもできる。

料金体系は、まず、バイサイドがユーザー1人当たり年間7,500ドルのプラットフォーム利用料を支払うことで、無制限にプラットフォームにアクセスし、リサーチ・レポートを開くことができる。更に、バイサイドはリサーチ・プロバイダーと相対で交渉してアナリスト面談のパッケージを追加購入し、それをリサーチ・レポートと併せてスマートカルマのプラットフォーム上で管理することもできる。

スマートカルマで独特なのは、リサーチ・プロバイダーの対価の決定方法である。スマートカルマは、まず、プラットフォーム利用料の3割を徴収した上で、残額について、リサーチ・プロバイダー毎に算出されるQVA (Quantified Valued Add) に応じて各リサーチ・プロバイダーに配分する。QVAは、リサーチ・プロバイダーが提供した付加価値を計測する指標であり、バイサイドによる「いいね」の数やコメント数、フォロワー数などの「エンゲージメント指標」で75%、他のリサーチ・プロバイダーによるコメント数や引用数などの「コラボレーション指標」で25%が決められる。トータルのQVAからリサーチ・プロバイダー毎のQVAのシェアを計算することで、それぞれのリサーチ・プロバイダーに報酬が割り当てられる¹⁵。実態としては、上位20%のリサーチ・プロバイダーが全体の70%超の報酬を得ており、人気アナリストに集中していることがわかる。また、トータルのQVAは、2016年10月の2,647ポイントから2017年10月には7,535ポイントと倍以上増加しており、プラットフォームの利用、ひいてはリサーチ・プロバイダーへの報酬総額が増加していることがわかる。

スマートカルマについて特に注目されるのが、2016年12月に、フランスで総資産第3位行のソシエテ・ジェネラルと提携したことである。グローバルな大手投資銀行が、Mifid II アンバンドリング規制対応でリサーチ・アグリゲーターと提携した、極めて稀な事例である。ソシエテ・ジェネラルは「クロス・アセット・リサーチ」として、アセットクラス間の関連も含めたリサーチ・カバレッジを提供しており、250人のアナリストやストラテジスト、エコノミストが世界各地に配置されている。アジアでも、香港、東京、シンガポール、ソウルに配置されているものの、アジア株式についてはカバレッジの対象に含まれていなかった。他方、バイサイド顧客からは、アジア株式に関する情報の需要はあったものと思われる。そこで、自社のリソースを割かず、バイサイド顧客のアジア株式に関する情報ニーズに応えるべく、スマートカルマと提携した。上記の通り、スマートカルマがセルサイド・リサーチを提供していないことが、ソシエテ・ジェネラルがスマートカルマを選定した一つの理由と考えられる。ソシエテ・ジェネラルとスマートカルマの提携において、手数料の取り分などについては開示されていないが、アジア株式のリサーチ情報について、ソシエテ・ジェネラルがバイサイド顧客にスマートカルマを紹介することとなっている。

ソシエテ・ジェネラルのアジア太平洋地域ヘッドのステファン・ロイシー氏は、スマートカルマとの提携について、「機関投資家がハイ・クオリティかつ独立系のアジア株リサーチにアクセス可能なイノベティブなソリューションを提供でき、スマートカルマと

¹⁵ 報酬の計算にはQVAの3カ月移動平均が利用される。

の提携により、強固なクロス・アセット・リサーチと 125 以上の市場にアクセスすることが可能なトレーディング能力を補完することができる。また、アンバンドリング規制によるリサーチとトレーディング・サービスの価格透明性要件に対応したリサーチ・コンテンツを顧客に提供できるようになる。」と説明している¹⁶。

IV 独立系／セルサイド・リサーチとリサーチ・アグリゲーターの関係

リサーチ・アグリゲーターは、Mifid II アンバンドリング規制を受けて台頭すると言われる独立系リサーチにとって、特に有用な販路になるとみられる。ここで言う独立系リサーチとは、セルサイドやバイサイドから独立して運営されるリサーチ・プロバイダーである。例えば、個別企業・セクター、マクロ経済、クオンツ分析、規制、政治・地政学、ガバナンスなど、切り口・分野は様々である。たいていの場合、数人単位の小規模事業体であり、オリジナリティや中立性をセールス・ポイントとする。Mifid II アンバンドリング規制を受け、バイサイドがリサーチ予算を削減し、セルサイドがリサーチ部門を縮小すると見る向きもある中、一部セルサイド・アナリストが独立して起業することも増えている。また、彼らには、Mifid II アンバンドリング規制でリサーチの対価が売買執行から分離されるため、セルサイドによるバイサイドの囲い込みが難しくなり、独立系リサーチが食い込む余地が増えるとの思惑もあるものと考えられる。例えば、コンサルティング会社のクインラン&アソシエイツによると、リサーチ収入に占める独立系リサーチのシェアは 2016 年から 2020 年にかけて、欧州では 11% から 20% へ、アジアでは 9% から 17% へ上昇すると見込んでいる¹⁷。

他方、セルサイド・リサーチ、特に巨大な顧客ベースと販売網、充実した IT 基盤を有する大手セルサイドとリサーチ・アグリゲーターのビジネス・モデルとは、一見すると親和性があるようには見えない。実際、RSRCHX の事例にあるように、最大手のセルサイドによるリサーチ・アグリゲーターの利用は、現状では進んでいない。理由としては、大手セルサイド各社には、Mifid II アンバンドリング規制が適用された後も、引き続き、トレーディング・デスクによるトレード・アイデアやアドバイスをリサーチと一体にして投資家に提供したいというインセンティブがあるものと考えられる。

但し、中長期的には、大手セルサイドとリサーチ・アグリゲーターの関係が強まっていく可能性も考えられる。一つには、バイサイド顧客からのニーズがある。すなわち、バイサイド顧客が大手セルサイドを含む多数のリサーチ・プロバイダーをリサーチ・アグリゲーターで一括管理したいという時に、セルサイドとして顧客ニーズに応えるべく、これまで距離を置いてきたリサーチ・アグリゲーターと提携することも選択肢となる。もう一つには、上記ソシエテ・ジェネラルとスマートカルマの提携にみられるように、大手セル

¹⁶ Societe Generale “Smartkarma’s award winning equity research platform” December 1, 2016.

¹⁷ Quinlan & Associates “A Brave Call” June 26, 2017. なお、米国は元々、独立系リサーチのシェアが高く、20% から 23% への上昇が予想されている。

サイドがリサーチの空白地帯を埋めるためにリサーチ・アグリゲーターを利用するというものである。今後、欧銀が Mifid II アンバンドリング規制を受けて、自前で提供するリサーチを縮小することになった場合、こうした動きが他でも出てくる可能性もあろう。リサーチ・アグリゲーターとしても、こうしたセルサイドとバイサイド双方のニーズに対応し、より高くオリティなリサーチ・プロバイダーを集積し、それでバイサイド顧客を惹きつけ、更にリサーチ・プロバイダーを集積するという循環を創出できるか否かが、新興フィンテック企業として収益性を向上させていくためのカギとなる。

現状では、Mifid II 適用直後ということもあり、大手セルサイドはリサーチ・アグリゲーターと一定の距離を置いているように見えるが、大手セルサイドによる利用が拡大すれば、バイサイドによるリサーチの比較が容易になり、リサーチ・プロバイダーのクオリティやオリジナリティが一層問われることにもなり得よう。