

イギリスにおけるリテール販売チャネル規制の改革

福田 徹

一、始めに

リスクのある金融商品の販売主体とその顧客の間に理想的なインターフェースを構築することは、個人の資金運用や企業などの資金調達を円滑に進める上で大変重要である。一方、理想的なインターフェースとして、販売主体の市場への参入、退出が自由な完全競争市場の採用を推す主張はほとんど聞かれない。これは、販売主体とその顧客の間に容易に解消できない情報の非対称性が

存在すること、将来時点における商品価格に不確実性があることなどにより、販売主体が自分の利益のみを追求しても顧客がそれを認識できない可能性が高いためである。つまり、リスクのある金融商品の販売主体は顧客の知識不足を利用して自分の利益のみ得ようとするかもしれないし、そのような行動をとる販売主体を事後的にでも市場メカニズムによって淘汰すべきなのであるが、将来の商品価格が不確実であるため、そのような販売主体を簡単に認識できず、しぶとく生き残ってしまうのである。もし、適切な規制を課し理想的な

インターネットフェースを構築する努力を続けなければ、証券・金融市場の信頼性が損なわれる状態に陥ってしまうであろう。

従って、多くの国において、リテール販売チャネルに関する厳格な規制が採用されている。我が国においても、それを含む新たな枠組みとして投資サービス法（仮称）の検討が行われている。ただし、世界的に見て、規制の内容について標準的なものは存在せず、各国とも理想的なインターネットフェースを求めて手探りの状態にあるのも確かである。リスクのある金融商品のリテール販売の先進国であるイギリスすら、一九八八年に施行されたリテール販売チャネルを規制する中心的な制度であったポラリゼーション・ルールを今年六月に廃止し、新たな規制の枠組みへと移行している。本稿では、ポラリゼーション・ルールを廃止するに至った様々な検討に加え、新たな規制の内

容について紹介したい。

二、ポラリゼーション・ルールを巡る議論

ポラリゼーション・ルールとは、一九八八年に金融サービス法の一部としてイギリスにおいて施行されたリテール販売チャネルを規制する制度である。その具体的な内容とは、集団投資スキーム（ユニット・トラスト、オープンエンド会社型投資信託など）、貯蓄型の生命保険、個人年金を販売する場合、プロダクト・プロバイダー（投資信託運用会社、生命保険会社など）と提携せず顧客の代理人として営業活動を行うIFA（インディペンデント・フィナンシャル・アドバイザー）か、単一のプロダクト・プロバイダーの代理人としてその商品のみを取り扱う販売代理人（プロダクト・プロバイダーの

販売部門の社員もその一例)のいずれかでなければ、特定の商品購入を推奨する等の投資アドバイスを行う営業担当者になれないとするものである。

なお、この制度の目的は、営業担当者による顧客への利益相反行為の防止強化にある。つまり、営業担当者の立場を明確にすることで、誰の代理人であるかを顧客に理解させ、プロダクト・プロバイダーとの癒着により生じる不適切な行動を未然に防ぐのである。この背景には、販売額に依じてプロダクト・プロバイダーが営業担当者によりベートを支払うなど、ポラリゼーション・ルールが施行される以前に横行していた悪弊を絶つことがあった。また、投資サービス法により、営業担当者のコールド・コールが認められたため、より強力な投資家保護策が必要とされたのも理由の一つとして挙げられる。

一方、施行前である一九八七年当時から、DGF T (公正取引局長) は、ポラリゼーション・ルールがリテール販売チャネル間の自由競争を阻害し、投資家にとって不利益をもたらすとして問題視していた。そして、一九九九年にDGF Tから新たに公表された報告書によって、政府はポラリゼーション・ルールの有効性について検討を加える決定を下さざるを得なくなった。これを受け、金融サービス機構(FSA)では、CP80(二〇〇一年三月)、CP121(二〇〇二年一月)、CP166(二〇〇三年一月)などのコンサルタント・ペーパーを作成し、ポラリゼーション・ルールの対象のみならずリスクのある金融商品全般を取り扱うリテール販売チャネルを規制する新たな枠組みを探っている。なお、CP80は主に自由競争の阻害について、CP121は主にポラリゼーション・ルールの

有効性について、CP166は主にリテール販売チャネルに対する新しい規制の内容について論じている。

これらの議論を踏まえた上で、二〇〇五年六月からポラリゼーション・ルールは廃止され、複数のプロダクト・プロバイダーと契約してそれらの商品を取扱う代理人が新たなチャネルとして認められることとなった。それに対して、新しく採用された規制としては、顧客に対する一層の情報公開の義務づけが挙げられる。

続く三、四節ではCP121で実証的な手法を用いて行われたポラリゼーション・ルールの有効性に関する調査の内容、五節ではリテール販売チャネルを規制する新たな制度の中心としてCP166で提案されている情報開示の内容について紹介したい。

三、リテール販売チャネルに対するイギリスの消費者の意識調査

CP121では、ポラリゼーション・ルールの有効性を検討するために、幅広い調査を行っている。特に、ポラリゼーション・ルールの導入により、普及の促進が意図されていたIFAの実態に関しては、かなり詳細なものになっている。具体的な調査の主なポイントとしては、リテール販売チャネルに対する消費者の意識調査、IFAが投資アドバイスをを行う際の嗜好、IFAの各商品の販売額とコミッション率の関連性などが挙げられる。また、これらに加えて、他国におけるリテール販売チャネルに関する規制の傾向、IFAを利用する顧客層、フィー（顧客がアドバイスをを行った営業担当者に支払う対価）とコミッション（プロダクト・プロバイダーがその商品を販売した営

業担当者に支払う対価)の実態などについてもレポートしている。ポラリゼーション・ルールを廃止する重要な裏づけとなったとする観点から、リテール販売チャネルに対する消費者の意識調査をこの節で、投資アドバイスの内容や商品のコミッション率などから見たIFAの行動様式に関する調査を次節で紹介する。

なお、リテール販売チャネルに対する消費者の意識調査については、CPI21を作成する上で原資料の一つになっている二〇〇一年一月に公表された報告書“Polarisation: Consumer Research”に沿って説明する。この報告書では、投資アドバイスに対する消費者の対応、IFAと販売代理人の区別、投資アドバイスを依頼する営業担当者を選択する理由、営業担当者に対する報酬について、消費者を対象とした聞き取り調査が行われている。まず、投資アドバイスに対する消費

者の対応に関する調査であるが、投資アドバイスと情報提供の違いに関する理解度およびその利用方法などについて問われている。前者については、ほとんどの消費者がそれらの違いを理解しているとの結果となった。後者については、顧客に代わつての投資判断の実行、顧客自身が下した判断に対する確認、投資に失敗した場合の非難先の確保などが挙げられていた。また、併せて行われた投資アドバイスをを行うために求められる資質を指摘する質問については、誠実性、顧客ニーズに合致させる能力が必要であるとする意見が多かった一方、独立性については少数にとどまっていた。

IFAと販売代理人の区別については、その二種類の存在を知識として持っているものの、販売代理人の内容の理解に關してかなりの混乱があることがわかった。また、コミッションの多寡や知

識不足のために、IFAが独立性のある投資アドバイザーを行うことが本来的に不可能であるとの皮肉に満ちた意見が多く寄せられていたと記述されている。加えて、一部の消費者はIFAがプロダクト・プロバイダーから受け取るコミッションの実態を知らされるべきであると述べている。

次に、投資アドバイザーを依頼する営業担当者を
 選択する理由についてであるが、IFAと販売代理人それぞれについて調べられている。IFAについては、「独立性の高いアドバイザー(四九%)」、「投資アドバイザーの専門家(二五%)」、「多種多様な商品の売買が可能(二〇%)」の順になっていた。一方、販売代理人については、「プロダクト・プロバイダーの知名度(六二%)」、「多種多様な商品の売買が可能(一九%)」、「その他(一四%)」となっている(図表1)。また、同様に選択しない理由も挙げられている。一、二位となったの

は、両者ともそれぞれ「必要がない」、「その他」であったが、三位以下は次の通りである。IFAについては、「不信感(一四%)」、「コミッション稼ぎ(一一%)」、販売代理人については、「所属するプロダクト・プロバイダーのみの商品を販売(一七%)」、「不信感(六%)」が指摘されている。

また、消費者が投資アドバイザーを依頼する営業担当
 者を選択する方法については、長期的な信頼関係の存在、知人からの推薦、評判等を考慮する
 としていた。

最後に営業担当者の報酬についてであるが、ほとんどの消費者はその源泉に関して誤解しているとしていた。特に、多くの消費者はコミッションについての知識を持ち合わせていないと記述している。ただ、コミッションの仕組みを知った場合、投資アドバイザーを歪める可能性があると考え
 るとしていた。従って、消費者のバックグラウン

図表 1 投資アドバイスを行う営業担当者を選択する上でのポイント

提携代理人	IFA
知名度が高く、信頼できる会社	独立性と幅広い品揃え
過去の経験/関係または紹介=信頼	友人/家族/他の専門家からの紹介
思い出しやすい知名度の高い会社	

(出所) FSA, “Polarisation: Consumer Research” の図表を参考に筆者作成

ドの違いによってまちまちであるものの、IFAの報酬にとつては、フィー・ベースが望ましいと指摘されている。また、その際に支払うべき金額については、平均値として一時間当たり七〇ポンド程度となっているが、回答自体は一〇〜二〇〇ポンドとばらついていた。

四、投資アドバイスの内容や商品のコミッション率などから見たIFAの行動様式

この節の内容については、CP121を作成する上での原資料の一つとなった二〇〇一年一月に公表された報告書“Polarisation: research into the effect of commission based remuneration on advice”に沿って紹介する。この報告書では、計量的な分析手法を利用して、プロダクト・バイアス(商品間のコミッション率の違いが商品選択

に与える影響)、コミッション・バイアス(同一商品におけるコミッション率の違いがプロダクト・プロバイダー選択に与える影響)の有無を検証している。また、調査員が顧客を装い、幾人かの営業担当者を訪問し、投資アドバイスを受ける覆面調査も行われた。

まず、プロダクト・バイアスであるが、性格が類似する商品をグループに分け、そのグループに属する商品毎に、コミッション率と販売額の対五年前比をそれぞれ計算し、その変数間の相関性を調べることにより検証を行っている。つまり、そのグループ内の商品は性格が類似しているために代替性があると考えられるので、営業担当者にコミッション率の高いものを好む傾向があれば、二つの変数間に正の相関性が期待できるのである。ただし、この検証結果は、目立った相関性を見出せないとするものであった。

続いてコミッション・バイアスであるが、一時払い保険と積立て保険の二グループに属する二四種類の商品について検証を行っている。なお、プロダクト・プロバイダー間のコミッション率の相対的な変化がもたらす市場シェアの変化の推計が検証方法の基本的な考え方である。この検証では二四商品のうち四商品について、統計的にコミッション率が増加すると市場シェアが拡大するとの結果を得た。つまり、いくつかの商品においては、高いコミッション率を提示するプロダクト・プロバイダーへの注文を営業担当者が好むことが実証されたのである。

最後に、覆面調査について、その方法、結果を説明する。まず、その方法であるが、以下の通りである。新たに投資を行う遺産相続人、年金の積立てを行う予定にある自営業者のいずれかの属性に加え、その営業担当者を選んだ理由(友人の推

薦、I F A の売込み、電話帳の情報、銀行からの

紹介、保険の販売員からの紹介）が調査員に与えられ、二五〇のI F A や販売代理人に対して投資アドバイスを依頼する。そして、実際に得られた投資アドバイスと調査側で定めた最低限必要と想定されるその内容を比較して評価するのである。

具体的には、投資を行いたい遺産相続人の場合、I S A（個人貯蓄口座）の提案の有無、I S A をアドバイスせずに勧めた商品についてのプロダクト・バイアスをチェックしている。年金を積立たい自営業者の場合には、年金商品の提案の有無、提案した年金商品の種類などが確認の対象となっている。なお、覆面調査の結果は、統計的に見て、高いコミッション率を優先してアドバイスを行う傾向を見出せないというものであった。ただし、少数のケースにおいて、そのような行動が存在していることも指摘され

ている。

五、新たなリテール販売チャネル規制の内容

以上で紹介したコンサルタント・ペーパーにおける議論を踏まえ、その後公表されたC P 166 などでは、リテール販売チャネルを規制する新たなフレームワークについて最終提案を行っている。その内容は、大きく二つに分けられる。一つは、ポラリゼーション・ルールの廃止である。もう一つは、営業担当者の属性や取り扱うリスクのある金融商品に対して一層充実した顧客への情報公開が義務づけられたことである。つまり、リテール販売チャネルで扱われる商品を自由化する一方、それによって発生するであろう弊害を顧客に対して情報公開を行い、判断させることで防ご

うとしている訳である。以下ではそれらに関して、提案の背景と具体的な内容について説明して行く。

まず、ポラリゼーション・ルールの廃止の背景であるが、市場規制によりもたされるデメリットを埋め合わせるだけのメリットがないとの結論によるものである。つまり、IFAが顧客に対して最もコストが安く済むようにアドバイスをやっていると言いつつ、一方で、販売代理人の顧客も少なからず存在しており、彼らが複数のプロダクト・プロバイダーの商品を選択できないことが社会全体で見るとマイナスであると判断されたのである。従って、複数のプロダクト・プロバイダーと契約し、それらの商品を取扱う販売代理人が新たなリテール販売チャネルとして認められることとなった。これにより、販売代理人にとって、自分が取り扱う商品の中から顧客に適合するものを

選択する能力が、前にも増して要求されるようになったと解釈されよう。

顧客に対する情報開示の充実については、二種類の資料の提示が求められている。それらは、顧客にコンタクトした際に配布するIDD（新規顧客向け開示書類、Initial Disclose Documentの略）と投資アドバイスをを行う見込みのある場合に渡すMenu（料金表）であり、両者ともFSAによって書式が定められている。前者については、営業担当者自身に関する情報を顧客に開示するものであり、ポラリゼーション・ルールの廃止によってIFAと提携代理人の区別を明確に知らせる必要があるためである。具体的には、提携するプロダクト・プロバイダーと提供可能な商品の範囲、資本および貸借関係にある企業などについての情報が記載されている。後者は、料金の一覧表であり、高いコミッション率に基づくアドバイス

イギリスにおけるリテール販売チャネル規制の改革

図表 2 Menu（料金表）の書式

Table 1 - Commission if you invest monthly [Notes 12-17]				
Products	Example term or age	Comparison of costs		Example based on £100 per month
		<i>Our maximum</i>	<i>Market average</i>	<i>This shows the maximum costs of our sales and advice for a monthly investment or premium of £100, ignoring any changes in fund value</i>
Savings and investments				
Collective investments (eg unit trusts)	Any	[Note 18]	[Note 19]	[Note 20]
Endowments	10 year term	[Note 18]	[Note 19]	[Note 20]
Protection				
Whole of life assurance	Age 40	[Note 18]	[Note 19]	[Note 20]
Saving for retirement				
Personal and Stakeholder pensions	25 year term	[Note 18]	[Note 19]	[Note 20]
	10 year term	[Note 18]	[Note 19]	[Note 20]

Notes:

The market average figures are calculated by the FSA using actual data from a representative sample of regulated firms and are shown in a way that you may compare with our own maximum rates. The market average figures will be updated by the FSA from time to time based on new data.

Where a firm sells its own products it must calculate its figures according to FSA guidelines. [Note 21]

(出所) FSA, “Templates for disclosure documents”

を行っていないかを顧客がチェックできるように
なっている。コミッション・ベースの料金につ
いては、取り扱う商品ごとに営業担当者が受け取る
最大のコミッション率、それらの市場平均値、一
〇〇ポンド購入する際のコミッション額を載せる
必要があるとしている（図表2）。なお、コミッ
ション率の市場平均値は、FSAによって算出さ
れたものである。また、フィー・ベースの料金に
ついては、そのサービスの種類ごとに時給を提示
するようになっていいる。

以上が主要な規制の変更点であるが、これらに
加えて“independent”を顧客に対して提示する
場合には、必ずフィー・ベースの料金を設定しな
ければならない。つまり、全てのIFAは有料の
投資アドバイスの提供を業務の一つとして義務付け
られた訳である。

六、終わりに

イギリスのリテール販売チャネル規制の変更を
検討する過程および新たなその内容から、筆者が
得られた三つのインプリケーションに触れて、本
稿を終わりにしようと思う。

まず挙げられるのが、コンサルティング・ペー
パーで明確に述べられていないものの、リテール
販売チャネルのオープン・アーキテクチャ指向で
ある。オープン・アーキテクチャとは、リテール
販売チャネルがその系列関係などに左右されず、
顧客に対して最も有利な金融商品を提案する戦略
である。欧米では、このオープン・アーキテク
チャに基づく投資アドバイスが主力になってお
り、ポラリゼーション・ルールの廃止もこの流れ
の上にあるものだとして解釈されよう。アメリカなど

では、販売網を持たない独立系プロダクト・プロバイダーの販売シェアが高まっていることから、イギリスにおいても将来的に運用会社と販売会社の分離が期待され、懸念されていた癒着の弊害を防げると判断されたのかもしれない。

ただ、プロダクト・バイアス、コミッション・バイアスなど顧客に対する利益相反行為がなくなつた訳でなく、これらについては情報開示で対応することになつた。つまり、顧客は、新規顧客向け開示書類、料金表を理解し、判断しなければならなくなつたのである。その点からは、投資教育の重要性が一層高まつたといえるだろう。それも要求されるのは、市場や金融商品ではなく、誠実な営業担当者を選択するための知識である。証券会社、金融機関、証券仲介業者がコンサルティング能力を競い始めた我が国の現状においても、将来的に必要とされるものといえよう。

最後に強調したいのは、政策を取りまとめるにあつての実地調査の必要性である。イギリスのリテール販売チャネル規制を変更する過程においては、アンケート、聞き取り、覆面調査が専門業者に委託され実行されている。これらから得られた事実は、政策を立案する上で重要な役割を果たしていた。我が国におけるリテール販売チャネル間の競争の実態を把握するために、これからは実地調査を定期的に行う必要があると提案したい。

(ふくだ とおる・当研究所主任研究員)