

英国におけるリテール投資商品販売制度改革

FC AによるRDR実施後調査について

大橋 善 晃

はじめに

英国金融行為規制機構 (Financial Conduct Authority、以下「FC A」) は、二〇一四年二月、「リテール・デистриビューション・レビューの実施後調査―フェーズ1」と題する報告書⁽¹⁾ (以下「本報告書」) を公表した。この報告書は、二〇一二年末から実施されているリテール投資商品販売制度改革 (Retail Distribution Review、以下「RDR」) の実施後調査の第一弾で

ある。

英国においては、フィナンシャル・アドバイザー (Financial Adviser、以下「アドバイザー」) がリテール投資商品の販売チャネルとして中心的な位置を占めている。たとえば、投資信託の販売においては、アドバイザー経由での販売が九割以上を占めているとされその重要性は高い。しかし、その一方で、アドバイザーが消費者利益に合致しない商品を推奨するなどの問題が少なからず生じてきたことから、こうした問題に対処すべく、二〇〇六年から抜本的な制度改革の準備が進

められ、二〇一二年末から実施された。これがRDRである。

この制度改革は、その名が示す通り、英国のリテール投資商品の販売制度改革であるが、販売制度改革の主たる対象が、販売チャネルの中心を占めているアドバイザーであることから、アドバイザー制度の改革でもある。

RDRは、二〇一二年末から実施されたが、FCAは、RDRの意図した成果が、実際にどの程度もたらされたのかを検証する必要があるとして、段階的にRDRの実施後レビュー (Post-implementation Review、以下「PIR」) を行うことを公約、そのフェーズ1として実施後二年間のレビューを、外部のコンサルタント会社であるヨーロッパ・エコノミクス社 (Europe Economics) に委嘱した。PIRフェーズ1の狙いは、RDRに期待されたインパクトが全て実現された

かどうかを厳格に評価するためではなく、二〇一二年末にスタートしたRDRが、最初の二年間に、当初の狙い通り順調に滑り出したかどうか、緊急の対策を必要とする問題が生じていないかどうかを判断することにあつた。

FCAはヨーロッパ・エコノミクス社の調査結果を受けて本報告書を取りまとめ二〇一四年末に公表したが、フェーズ1の調査結果について、「全体的にみて、RDRの長期的な影響はまだはっきりと見えてきたわけではないが、フェーズ1からの証拠は、ポジティブな状況を提示しており、多くの分野でRDRの目的が実現される兆しがある」と評価している。なお、ヨーロッパ・エコノミクス社による調査報告書⁽²⁾も同時に公表されている。

本稿は、FCAによるPIRの概要を紹介するものである。

一、リテール投資商品市場における販売チャネル

英国におけるリテール投資商品 (retail investment product)⁽³⁾ の販売チャネルは、アドバイザーとプラットフォーム (platform) の二つに大きく分類することが出来る。アドバイザーには、アドバイザーファーム (advisory firm) に所属して特定の金融機関の商品 (product) に偏らないアドバイザー (independent financial adviser、以下「IFA」) と、特定の金融機関に所属しその金融機関のプロダクトに限定してサービスを提供する限定フィナンシャル・アドバイザー (restricted financial adviser) がある。英国プロフェッションナルFA協会 (APFA) によれば、アドバイザー

の約八割がIFAであり、また、FCAによれば、アドバイザーの約七〇%がアドバイザーファーム、残りの約三〇%が銀行等の大手金融機関に所属している。⁽⁴⁾

アドバイザーファームには、FCAから直接認可を受けるファームと、ネットワーク傘下のファームの二類型がある。アドバイザーファームは、通常各地域に小規模な店舗を構え、少人数 (二〜五人程度) のアドバイザーによって運営され、ネットワークはフランチャイズ方式のビジネスモデルを採用して、参加のアドバイザーファームがネットワークのブランド名を使用してビジネスを展開している。⁽⁵⁾

他方、プラットフォームというのは、プラットフォーム・サービスの⁽⁶⁾ プロバイダーである。プラットフォームには、個人投資家向けの直販チャネル (Direct sale to consumer、以下「D2C」)

とアドバイザー向け販売支援チャンネル (Business to Business、以下「B2B」) があり、それぞれに特化した会社、もしくは両チャンネルをカバーする会社がある。

IFAは独立系であり、特定の金融機関に在籍しているわけではないので、すべての金融機関の金融商品を取り扱わなければならない、そのすべてから顧客のニーズを満たすものを提案しなければならぬ。このため、高い水準の知識を保有し、継続的にその知識を研さんすることが求められている。また、小規模な経営が多く、大手金融機関のように資産管理や発注システム等を保有しているわけではないので、多くのIFAがプラットフォームを利用して、多くの場合、各プラットフォームはプロバイダーから供給される商品を用意し、IFAはプラットフォームを通じて、顧客ニーズに合致する適切な商品を選択するというこ

とになる。⁽⁷⁾

英国投資管理協会 (Investment Management Association) によれば、英国の個人投資家向け投信販売額のシェアは、二〇一五年末時点で、IFAを含む仲介業者が四一・九%、プラットフォームが四七・七%、直販が一〇・三%となっている。ただし、これは、プラットフォームを利用するIFAの販売額が、二〇一〇年以降はプラットフォームに計上されるようになったため、二〇〇九年時点での仲介業者 (IFAが大部分を占める) の販売額シェアが約九割であることを考慮すると、英国の投信販売はIFAが中心的役割を担っていると言つてよい。

二、RDR—その目的と内容

ア RDRの目的

リテール顧客にとって、リテール投資商品の購入に付随するリスクやリターンを理解することは容易ではない。そのため、英国においては、上述したように、多くのリテール顧客が、商品の購入に際して、アドバイザーから提供される個別推奨（顧客ニーズに合致した商品として推奨すること、personal recommendation）を利用している。

しかし、アドバイザーは、その報酬を、商品プロバイダー（product provider、例えば、投信運用会社、生命保険会社など）から売買契約の見返りとして支払われる販売報酬（commission、以下「コミッション」）に依存してきたため、市場ではリテール投資商品がコミッションの多寡に

よって左右される傾向（product bias、以下「商品バイアス」）が強く見られたとされている。金融規制当局は、こうした商品バイアスが存在する市場を是正すべく、二〇〇六年、リテール金融商品の販売制度にかかわる抜本的な改革に着手した。これがRDRと呼ばれる制度改革である。

二〇〇六年六月、タイナー（John Tiner）FSA長官（当時）の演説で検討が表明されたRDRは、FSAによる最初のディスカッション・ペーパー（討議資料）の発出（二〇〇七年六月）を皮切りに、以降、審議・諮問が重ねられ、二〇〇九年九月の最終規則案を含む政策声明書の公表を経て、二〇一二年末、業務行為規定集（Conduct of Business Sourcebook、以下「COBS」）の改正により施行された⁸⁾。

こうした背景のもとに実施されたRDRの目的は、以下を通じて消費者に信頼される弾力的、効

率のかつ魅力的なりテール投資市場を確立することになった。

- ① アドバイザーのプロフェッショナルリズムの水準 (level of professionalism) を引き上げる。
- ② 消費者が受けるアドバイスの内容とコストの透明性を高める。
- ③ プロバイダー、アドバイザー及びプラットフォームの間の報酬の取り決めを、消費者利益に合致するように変更する。

イ プロフェッショナルリズムの水準の引き上げ

R D Rの狙いの一つは、消費者の信頼を引き起こすようなプロフェッショナルリズムの基準をつくることにあった。R D Rの一環として二〇一二年一二月に導入された新たなプロフェッショナルリズム要件は、アドバイザーに以下を要求している。

- ① 公認機関 (accredited body)⁹⁾によって発行さ

れる専門資格証明書 (Statement of Professional Standing¹⁰⁾ 以下「SdS」を保有すること

- ② 適切なレベルのクオリティ (QC Fレベル四以上)¹¹⁾ を保持すること
- ③ 倫理規範 (ethical requirement) を忠実に守ること
- ④ 少なくとも年間三五時間以上の Continuing Professional Development (C P D) を実行すること

金融アドバイスを提供するためには、個人はF C Aに登録されたファームを代理するか、代理人に指名されなければならない。F C Aは、ファームに、ファームのために活動する個人が適切な資格 (qualifications) を保持していることを確認するよう求めている。

こうした要件の狙いは、アドバイザーのプロフェッショナルリズムを高め、そうすることによつ

て、リテール投資市場における消費者の信頼感を高め、信頼関係を築くことにある。最終的には、それが、消費者の金融アドバイスへのかかわり、金融アドバイスのベネフィットを促すことに繋がる。

ウ 商品及びサービスの開示にかかわる透明性の向上

RDRの目的の一つは、商品及びサービスの透明性 (clarity) を高めることによって、より多くの消費者をアドバイス市場に参加させることであつた。

消費者が入手可能な商品及びサービスの開示における透明性を高めるために、FCAは、二〇一二年一二月、RDRの一環として、強制的な開示要件を導入した。とりわけ、アドバイザーは、彼らの提供するサービスが「独立アドバイス」であ

るか「限定アドバイス」であるかを開示するよう求められることになった。

(1) 独立アドバイスと限定アドバイス

RDRは、アドバイザーが提供するアドバイスが、顧客自身のニーズに基づくものか、あるいは、単に顧客に金融商品を販売することを意図したものに過ぎないのかについて、顧客がより明確かつ容易に区別することができる制度とすべく、アドバイスをその性質にもとづいて分類することとし、アドバイスを「独立アドバイス (Independent Advise)」及び「限定アドバイス (Restricted Advise)」(「基本アドバイス (Basic Advise)」を含む) の二つに分類した。この新たな規制は、原則として、リテール顧客に対して、リテール投資商品に関する個別推奨 (personal recommendation) を提供するアドバイザー及びアドバイザーファームに適用される。¹²⁾

独立アドバイスとは、「リテール顧客に対するリテール投資商品にかかわる個別推奨であり、独立アドバイスにかかわる規則の要件を満たすもの」¹³⁾である。ここで、独立アドバイスにかかわる

規則とは、「リテール顧客に提供するリテール投資商品に関する個別推奨が、(a) 関連する市場の包括的かつ公正な分析に基づくものであること、(b) 偏らず (unbiased) また限定されない (unrestricted) ものであること、という二つの要件を満たさない限り、アドバイザーはリテール顧客に対して自らが独立の立場で行動していると称してはならない」¹⁴⁾というものである。

これに対して、限定アドバイスとは、(a) リテール投資商品にかかわるリテール顧客への個別推奨であって独立アドバイスではないもの及び(b) 基本アドバイス (basic advice) である。¹⁵⁾ 特定の金融機関に所属するアドバイザーが、もっぱ

ら当該金融機関のリテール投資商品について個別推奨を（したがってアドバイスを）行う場合、こうしたアドバイスは限定アドバイスと位置付けられることになる。

なお、「限定アドバイス」のうち「基本アドバイス」は、リテール投資商品に精通していない顧客にとってもわかりやすい仕組みになっており、購入にかかる手数料が安価に設定されている商品（ステークホルダー商品）を対象とするアドバイスで、事前に定めた質問事項を含む手順に沿って提供されるものである。¹⁶⁾

(2) アドバイスの種類及び性質の開示

R D Rは、アドバイスを独立アドバイスと限定アドバイスに二分したうえで、アドバイザーに対して、提供するアドバイスにかかわる顧客への情報開示に関する義務を課している。まず、全てのアドバイザーは、リテール投資商品にかかわる個

別推奨又は基本アドバイスを提供する前に、提供するアドバイスが「独立アドバイス」であるか、あるいは「限定アドバイス」であるかを書面により開示しなければならないとされた¹⁷⁾。また、アドバイザーが、限定アドバイスを提供し、かつ、リテール顧客と口頭での意思疎通を図っている場合、アドバイザーは、個別推奨に関するサービスを提供する前に、それが限定アドバイスであること及び限定の性質 (nature) を口頭で開示しなければならぬこととされた¹⁸⁾。

エ アドバイザーチャージ規制

RDRの三番目の目的は、プロバイダー、アドバイザー及びプラットフォームの間の報酬の取り決めを、消費者利益に合致するように変更することを通じて消費者に信頼される弾力的、効率的かつ魅力的なりテール投資市場を確立すること

あった。

RDR以前の市場においては、以下のような様々な問題が顕在化していた。

- ・ プロバイダーからアドバイザーへのコミッションの支払いが、アドバイザーのインセンティブを、消費者の利益を最優先するというよりも、むしろ最も高いコミッションが支払われる商品を推奨するという形に歪めていた。

- ・ コミッションの支払いは、また、商品、プラットフォーム及びアドバイザー報酬といった投資に付随する手数料の様々な要素に関する透明性が低いということも意味していた。このことが、消費者が価格を比較することを困難なものとしていた。

こうした問題を解決するためには、より競争的で効率的な市場を確立することが必要であり、そのために以下の対策（アドバイザーチャージ規

制)が講じられた。

- ・ プロバイダーからアドバイザーへのコミッションの支払い禁止
- ・ アドバイザー・サービスの料金体系の設定と消費者への開示

(1) コミッションの全面禁止とアドバイザーチャージの導入

アドバイザーチャージ (Adviser Charge) とは、「リテール投資商品についてアドバイザーから提供された個別推奨に関して、リテール顧客から、又は、リテール顧客に代わってアドバイザーに支払われるべき手数料 (charge) であって、アドバイザーと顧客の間で合意されたもの」である。¹⁹⁾

このアドバイザーチャージの導入により、アドバイザーが個別推奨に対して受け取ることが出来る報酬は (アドバイザーが提供するその他の関連

サービスに対する報酬を含め)、アドバイザーチャージのみであり、個別推奨および関連するすべてのサービスについてアドバイザーチャージ以外のコミッション、報酬、利益等を要求し受領することは禁止された。²⁰⁾

アドバイザーチャージ規制は、原則としてすべてのアドバイザーに適用されるが、「基本アドバイス」を提供するアドバイザーには適用されない。²¹⁾

(2) 手数料体系の開示

アドバイザー規制の二つ目は、手数料体系の設定と開示である。アドバイザーは、個別の顧客に対するアドバイスチャージを計算するために、適切な手数料体系 (charging structure) を設定し利用しなければならない。²²⁾ その場合、適切な手数料体系として、標準手数料体系を利用することも可能である。²³⁾

また、アドバイザー・サービスのコストにかかわる顧客への最初の情報 (initial information) として、アドバイザーは、個別推奨を行う前に、その手数料体系をリテール顧客に書面で開示しなければならず、手数料体系の開示は、可能な限り、明瞭かつ平易な言葉を使い、かつ、金額ベース (cash term) によるものでなければならない。手数料体系が金額ベースではない場合、手数料体系が実際にどのように適用されるのかを説明するための金額ベースの事例を利用しなければならない。

三、PIRフェーズ1報告書に見るRDRのインパクトと問題点

FC Aは、RDRの提案を行う一方で、RDRの実施後調査 (Post Implementation Review) 以

下「PIR」の実施を公約し、二〇一一年一月、RDRの進捗状況やインパクトを計測するための方法等を含むPIRのアプローチを公表しているが、それによれば、PIRは、RDRが当初意図した成果をどの程度もたしているのかを判断するために、RDR実施後、まず、二年間の短期的な達成指標を計測し、その後、継続的に長期指標の計測を行うというものであった。

今回のFC AによるPIRは、上記のアプローチに沿って、RDR実施後二年間の達成状況をフォローしたもので、FC Aは、これをPIRのフェーズ1と位置付けている。PIRフェーズ1の狙いは、RDRが当初の狙いを順調に実現しつつあるかどうか、また、緊急の問題を提起していないかどうかを判断することであり、RDRに期待されるインパクトがすべて実現されているかどうかを厳格に評価するためではないとしてい

る。

P I Rの独立性を担保するため、F C Aは、外部のコンサルタント会社であるヨーロッパ・エコノミクス社 (Europe Economics) に調査を委嘱した。同社は、調査に当たり、広範囲にわたる様々な情報源からの証拠を利用し、また、F C Aが実施した三段階のテーマ別レビュー (Thematic Review)²⁷⁾の調査結果を活用している。ヨーロッパ・エコノミクス社による調査報告書²⁸⁾は、F C AのP I Rフェーズ1の報告書と同時に公表された。

F C Aは、フェーズ1の調査結果について、「全体的にみて、R D Rの長期的な影響はまだはっきりと見えてきたわけではないが、フェーズ1からの証拠は、ポジティブな状況を提示しており、多くの分野でR D Rの目的が実現される兆しがある」と評価している。以下はその調査

結果の概要である。

ア アドバイザーのクオリティの向上

大部分のアドバイザーが最低資格要件 (Q C F 4レベル) を超える資格をすでに満たしており、R D Rがプロフェッショナル基準の引き上げをもたらしている。こうした基準を超えてさらに高い資格を手に入れようとしているアドバイザーの割合も高まっている。また、アドバイザーがF C Aの公認団体 (accredited body) が発行する専門資格証明書 (Statement of Professional Standing、以下「S P S」) を所有しなければならぬという要件が、公認団体の会員数の増加をもたらしている。

適切な資格を持つアドバイザーの割合の上昇は、新たな基準に遅れずについてゆくという意味のないアドバイザーの退場を反映したものである

という可能性もあるが、一方において、最低基準を超えてもなお、さらに上位の資格を目指すアドバイザーの割合も増えているという特筆すべき動きもみられる。ユーロ・エコノミクスのフィールドワークによれば、多くのアドバイザーは、より高位の資格を獲得することが競争上の優位性を得るために必要であると考えており、RDRが最低基準のハードルを上げたることによって、こうした動きを加速するよう働きかけていることが明らかにになった。このようなトレンドは、QCF6レベル（検定資格 chartered status あるいは認定資格 certified status）の獲得を目指す動きが強くなってきていることから覗える³³⁾。

公認団体に所属するアドバイザーの割合が増えているという証拠も見られるが、これは、次第に専門化の動きを強めている業界の姿に合致している。RS Consulting のデータによれば、二〇一一

年に公認団体のメンバーになっているアドバイザーの割合は、アドバイザーのおよそ七七%であったが、二〇一二年にはそれが八九%に上昇している。

RDRのインパクトという側面から見れば、RDRは、アドバイス業界の専門性を一段と高める方向に誘導しているということが出来る。しかし、こうした改善の動きが消費者利益に繋がりにあるいは、アドバイスに対する消費者の信頼を高めるかどうかを見極めるには、もう少し時間が必要である。

イ コミッション禁止のインパクト

(1) 商品バイアスの解消

コミッションの禁止は、リテール投資商品がコミッションの多寡によって左右される傾向（商品バイアス）の解消をもたらしている。

このことは、たとえば、RDR実施以前に相対的に高いコミッションが支払われていた商品の販売が減少していること、また、RDR実施以前には相対的に安いコミッションが支払われていた、あるいは、コミッションが支払われていなかった商品の販売が増えていることをみても明らかである。IMAの調査によれば、最も高い手数料で販売されている投資商品の割合は、二〇一二年一月時点で総販売高の六〇%を占めていたが、二〇一四年五月時点では、逆に、それ以外の投資商品が総販売高の八〇%を占めている。

また、低コスト商品、あるいは、RDR以前に高いコミッションを支払っていなかった商品に向かう動きもIMAのデータから覗くことが出来る。たとえば、典型的な低コスト商品である *Trucker fund* のネット販売高についてみれば、RDR実施直後の二〇一三年第一四半期を境に急激

に増加し、二億ポンド未満であった販売高は、二〇一三年第二四半期には一〇億ポンドを超え、ファンド全体に占める割合も二%弱から一〇%超に達している。

RDR実施後、アドバイザーは、コミッションの高い商品を推奨するというインセンティブを失い、それに代わって、価格や顧客への適合性など商品の性質に重点を置くようになった。こうした商品構成の変化は、したがって、RDRがもたらしたと考えるてもよいかもしれない。しかし、他の説明も可能である。たとえば、プラットフォームも直販チャネルを通じて商品構成に影響を与えている可能性がある。プラットフォームの販売チャネルとしての重要性を考慮すれば、これは大いにありそうなことである。いずれにせよ、こうした要因は、商品構成の変化の一因となっていると考えられるものの、それらが現在生じている変化を

全て説明するものであるとは断言できない。それを見極めるにはもう少し時間が必要である。

(2) プラットフォーム間の競争の促進

プラットフォームの直販 (direct sale to consumer、以下「D2C」) チャネルを比較しながら見て回る (shop around) 消費者が増えており、それが、プラットフォームの手数料に競争圧力をもたらしている。

Barclays Researchによれば³³⁾、RDR実施前のD2Cプラットフォームを通じた代表的な手数料は、以下の通りであった。

・ 顧客は当初のマネジメント・フィーとして150bps (ベースポイント) をプロバイダーに支払い

・ プロバイダーは75bpsを手元に残し、75bpsをリベートとしてプラットフォームにキックバック

・ プラットフォームは60bpsを手元に残し、150bpsの「ロイヤルティー (loyalty)」リベートを顧客にキックバック

・ 顧客のネット・フィーは135bps

RDR実施後、D2Cプラットフォームの代表的な手数料は以下ようになった。

・ 顧客は直接、プロバイダーにマネジメント・フィーを支払う：60-75bps

・ 顧客は直接、プラットフォームにプラットフォームチャージを支払う：30-60bps

・ 顧客のネット・フィー：90-135bps

この事例は、プラットフォームチャージの一段の低下の可能性を示唆するとともに、D2Cの手数料の複雑さが、RDR実施後いかに減少したかを示している。RDR実施前においては、フィーがプラットフォームとプロバイダーにどう配分されているかを知ることが困難であった。RDR実

施後は、消費者はプラットフォームとプロバイダーそれぞれに手数料を支払うことになり、それが、プラットフォームおよびプロバイダー双方に競争圧力をもたらしている。

(3) プロダクトチャージの低下

商品価格については、少なくともRDR実施前に支払われていたコミッション相当分は低下している。それ以上に安くなった商品も見受けられた。これは、以前に比べて手数料の安いシンプルな商品やファンドが導入されたことによるもので、これによって、アドバイザーやプラットフォームはプロバイダーに対してより強く競争圧力を及ぼすようになり、商品コストの引き下げを交渉することが出来るようになっていた。

全体的には、コミッションの撤廃によって、RDR実施後、プロダクトチャージ (product charge) は低下している。プロダクトチャージ

の低下は、管理が容易で手数料の安い単純な商品やファンドが導入されたことがその原因の一つである。したがって、プロダクトチャージの低下は、必ずしもRDRの既存商品価格へのインパクトを意味するものではなく、既存商品の価格低下を確認できる十分な証拠も見当たらない。

(4) アドバイザーチャージの上昇

アドバイザーチャージについては、包括的なデータが欠けていること、また、RDR実施前の消費者の手料はコミッションとしてアドバイザーとプラットフォームに支払われていたこともあって、RDR実施前とRDR実施後の数字を比較することは困難である。さらに、アドバイザーチャージは商品によって異なるうえに商品構成も変化している。

しかし、概して見れば、RDRはアドバイザー報酬の低下を促さなかったように見える。RDR

実施後の一時的チャージ (one-off charge) は RDR 以前のアドバイザーへの初回コミッションと一致しており、継続チャージ (ongoing charge) は継続コミッションに比べて (少なくとも一部のファームで) 高いようだ。包括的な証拠を欠いているので、アドバイザーへの支払いが増えているかどうか、あるいは、そうした変化が長期的なものなのかどうかを明言することは難しいが、少なくとも、現段階においては、アドバイザーチャージが低下しているという証拠は見当たらない。

ウ アドバイス市場へのインパクト

(1) 需要サイドへのインパクト

投資アドバイスに対する消費者の需要は RDR 実施前から低下傾向にある。FCA のデータによれば、アドバイスを求めている消費者の割合は、

二〇〇八年の二五%から二〇一二年には一三%に減少している。こうした傾向は、アドバイザーを通じた販売額の低下をもたらした。代わって、消費者は、プラットフォームなどの技術を利用して、次第に、アドバイザーを経由せずに (non-advice basis) 商品を購入するようになっていく。⁶³⁾しかし、RDR によって導入されたアドバイザーチャージが、こうした事態をもたらしているという証拠はほとんど見られない。

アドバイザーを選ぶ際、消費者は、コスト以上に、信頼 (trust) や評判 (reputation) などのクオリティ指標を評価している。消費者がアドバイザーにプラットフォームに対してアドバイスのクオリティを巡って競争するよう誘導しており、いくつかのアドバイザープラットフォームがプロフェッショナルリズムのレベルを競争上の優位性の源泉として活用しようとしていることを示すいくつかの証拠があ

る。しかし、アドバイザーチャージに関する消費者の理解度が比較的低いこともあって、消費者がアドバイザーファームに対してコスト競争を促しているという証拠は少ない。

(2) 供給サイドへのインパクト

コミッションの禁止は、アドバイザーファームに、彼らのビジネスモデルの見直しと、新たなビジネスモデルの構築を促している。アドバイザーファームは彼らの顧客をセグメントし、投資資産のレベルが比較的高い顧客に焦点を当てながら、異なる顧客グループに提供するサービスについて考慮し始めている。また、一部のアドバイザーファームは、広範な継続サービスの提供を通じて継続手数料 (ongoing charge) の増収に動き出している。

アドバイザーの数は、二〇一一年の四〇、五〇〇から二〇一四年の三一、一五〇へと大幅に減少

している⁹⁶。しかし、この撤退の大部分は、二〇一二年末のRDR実施以前に生じたものであり、二〇一三年以降、アドバイザー及びアドバイザーファームの数は安定的に推移している。この減少の大半（退場したアドバイザーの五八％）は、銀行の撤退に原因がある（実際には、これら銀行アドバイザーの一部は、他のアドバイザーファームに参加した可能性がある）。

RDRはこうしたアドバイザーファームやアドバイザーの退場を促した可能性が高い。なぜなら、RDRは、アドバイザーファームによるビジネスモデル及び能力レベル (levels of qualification) の見直しと再構築を促したからである。

エ 対応に時間を要する分野…アドバイスギャップの解消

かねてより「アドバイスギャップ (advice

gap)」についての懸念が表明されてきた。しかし、「アドバイスギャップ」が何を意味するのかについては見解が分かれている。「アドバイスギャップ」が存在するのかどうかを考えるためには、まず、「アドバイスギャップ」とは何かを明らかにする必要がある。

RDRは、投資アドバイスにかかわる改革であるため、より広範な一般的アドバイス (generic advice)、すなわち、デット・アドバイスや一般的な資産管理 (general money management) の入手可能性については考慮されていない。したがって、アドバイスギャップの対象となるのは、投資するための金融資産があり、最大限の規制投資アドバイス (full regulated investment advice、以下「フル・アドバイス」) を必要とする人々である。

RDRに起因するアドバイスギャップについて

検討するため、ヨーロッパ・エコノミクス社は、投資アドバイスを必要としているがまだアドバイスを受けていない消費者を、三つのグループに大別し、アドバイスギャップの存在の有無、アドバイスギャップへの市場の対応について検証している。

第一のグループは、投資する手段を持っているが、投資市場に参加していない消費者グループである。当該グループに属する消費者は市場に参加していないので、彼らがフル・アドバイスを望んでいないという意味では、当該グループに需給ギャップは存在しない。厳密な証明は難しいが、投資経験のない消費者に投資の意思決定を促してきた銀行アドバイザーの退場は、当該グループの消費者を増やすことに繋がっているとみられる。

第二のグループは、投資手段を有し、投資市場に参加しているが、コストを払ってフル・アドバ

イスを受けようという意思がなく、あるいは、そもそもアドバイスは不要であると考えているために、アドバイスを受ける意思のない消費者グループである。

RDRは、アドバイス・コストを明確に示すことによって、このグループに影響を及ぼしている。今や消費者は、アドバイスにかかわる費用についてより良く評価できるようになり、金額に見合うアドバイスを選択できるようになった。

当該グループの消費者は、直販チャネルであるD2Cプラットフォームの活用に向かう可能性がある。また、当該グループの消費者は、フル・アドバイスよりもっと安価で簡素化されたアドバイスを求めている。市場は、コストを反映し、手頃な価格であり、投資可能な資金のレベルが比較的低い消費者の複雑ではないニーズを満たす「簡素化されたアドバイス」を開発することによって、

いずれこのギャップの少なくとも一部は解消することが出来ると期待され、実際、市場にはそうした動きが見られる。

第三のグループは、投資手段を持ち、市場に参加しており、コストを払ってフル・アドバイスを受けたいと考えているが、彼らにアドバイスを提供するアドバイザーを見つけられない消費者グループである。いくつかのアドバイザーファームは、彼らの顧客をセグメントし、富裕層をターゲットにするという動きを見せている。こうしたアドバイザーファームの動きを反映して、当該グループは増加傾向にあるが、証拠の示すところでは、当該グループの消費者は少数にとどまっている。

費用を払ってもアドバイスを受けたいという消費者にアドバイスを提供するアドバイザーファームは十分に存在することを考えれば、この

消費者グループにとっては、構造的なギャップが存在するというよりは、むしろ、一層多くのアドバイスを「狩猟する(hunt)」機会が存在していると考えられる。

オ 早急な取り組みが必要な分野…情報開示

(1) アドバイザーチャージ

RDR実施後のアドバイザーチャージに関する情報開示は目覚ましく改善されたが、いまだに改善の余地が残っている。

FC Aが実施したアドバイザーチャージにかかわるテーマ別レビューによれば、RDRのアドバイザーチャージ開示要件の履行については十分な進展が見られたものの、非開示及び粗悪な情報開示にかかわるいくつかの問題の存在も確認されている。例えば、一部のアドバイザーは、金額表示の手数料を開示せず、あるいは、時間当たりの手

数料率を使用する際に、顧客に提供されるサービスの総コストの見積もりを開示しなかった。また、最近のテーマ別レビューによれば、アドバイザーファームによるアドバイス・コストの顧客への開示については大きな進歩が見られるが、開示を巡る問題も依然として残っている。レビュー対象となったアドバイザーファームの三二%は、彼らが提供する継続サービスについて金額ベースのアドバイザーチャージ総額を開示せず、また、二〇%は、大まかなコスト開示にとどまり、そのため、顧客にとって、総コストの見積もりを困難なものにしている。時間当たりの手数料を使用しているアドバイザーファームの六〇%は、当該サービスに要する時間を明示していなかった。

RDRによって導入されたアドバイザーチャージの仕組みは、その多くが投資金額をベースにす

るものであるが、少数ではあるが未だにサービス提供時間をベースにするもの、この二つを組み合わせたものがあり、こうした事実が、アドバイザー間の比較を複雑なものにしている。

(2) アドバイスの性質

アドバイスの性質 (nature) にかかわる情報開示は、大多数のアドバイザーが、彼らの提供するアドバイスが独立アドバイスであるか限定アドバイスであるかをはっきりと開示していることから、改善されていることは明らかである。しかし、FCAの分析よれば、かなり多くの消費者は未だに限定アドバイスと独立アドバイスの違いを完全に理解していない。彼らは、独立アドバイスではないとはっきり表明されなければ、アドバイスは独立であると思ひ込む傾向がある。

大部分のアドバイザーは、彼らが提供しているアドバイスの性質について、はっきりと消費者に

提示している、しかし、一部のアドバイザーは、完全な独立アドバイスを提供していないにもかかわらず、自身を独立アドバイザーであると説明するなど、さらに改善すべき余地は残っている。

限定というステータスの効果的な開示についても問題が残っている。二〇一四年三月のFCAテーマ別レビューによれば、一九%のファームは、サービスの説明をする際に「限定」という言葉を使っていなかった。また、二三%のファームは、限定の性質にかかわる簡潔明澄な情報を提供することが出来なかった。しかし、同年一二月のテーマ別レビューにおいては、全てのファームがサービスの説明に際して「限定」という言葉を使用し、限定の性質を明確に説明しなかったファームはわずか一一%に留まっており、開示要件の遵守において短期間のうちに目覚ましい改善が見られた。

おわりに

FCAは、本報告書の末尾で、「これらの調査結果はわれわれを勇気づけてくれる。そして、われわれは、全体として、RDRの目的が達成されつつあることを喜んでいる」と述べているが、一方で、「われわれの認識では、いくつかの分野では、透明性ルールが消費者の理解を促進する結果に繋がっていない」として、とりわけ、「独立」「限定」というアドバイスの性質にかかわる消費者の理解が限定的で、透明性ルールは望ましい効果を発揮していないことを問題視しており、今後、アドバイス・サービスの内容にかかわる消費者への情報提供の望ましい方法について、ステークホルダーの考えを聞き、また、アドバイス・コストの消費者理解を向上させるために、行動経済

学からの知見を活用することも検討したいとしている。

FCAは、今後ともPIRを継続的に行う方針であり、今回のPIRの公表は、二〇一七年を予定している。

(注)

- (1) FCA, "Post-implementation Review of The Retail Distribution Review-Phase I", 16 December 2014.
- (2) Europe Economics, "Retail Distribution Review Post-implementation Review", 16 December 2014.
- (3) リテール投資商品とは、FCAハンドブックの定義集で定義されている次の商品を指す。(a) 生命保険(純粋保障性商品を除く)、(b) ユニット・リンク保険、(c) ステークホルダー年金、(d) 個人年金、(e) 証券投資信託、(f) 株式投資信託、(g) その他投資性商品、(h) 市場リスクのある仕組み商品。
- (4) 田中健太郎「英国におけるフィナンシャル・アドバイザー向け支援サービスの実態」、野村資本市場研究所、野村資本市場クォーターリー、二〇一五年冬号。
- (5) 田中健太郎、前掲論文。

- (6) プラットフォーム・サービスとは、(a) 投資の仲介、保管および管理、(b) 一社以上の商品プロバイダーによってリテール顧客に提供されるリテール投資商品の販売、と定義されている。
- (7) 田中健太郎「英国リテール業界に構造改革を迫るR D R」、野村資本市場研究所、野村資本市場クォーターリー、二〇一三年春号。
- (8) 英国においては、二〇〇〇年金融サービス市場法 (Financial Services and Markets Act 2000) 第一二八条 (一般規制権限) により、F S A (現R C A) に対し、監督下にある金融機関向けの広範かつ包括的な規則制定権が付与されている。こうした授權により、投資商品については業務行為規定集、保障性商品については保険業務行為規程集 (Insurance Conduct of Business Sourcebook) が制定されている。
- (9) F C Aによる認定を受けた次の団体を指す。(a) C F A Society of the UK. (b) The Chartered Insurance Institute. (c) The Institute of Financial Planning. (d) The Chartered Institute for Securities and Investment. (e) The Chartered Institute of Bankers in Scotland. (f) The its University College. (g) The Institute of Chartered Accountants in England and Wales. (h) The Pensions Management Institute.
- (10) S P Sは、アドバイザーが適切な資格を持ち、倫理規範を忠実に守り、継続的な専門性の開発 (continuing professional development) を通じて最新の知識を保持している証拠として、公認機関によって発行されるものである。
- (11) 二〇一三年末まで、アドバイザーは、Q C Fレベル三以上の資格が求められていた。Qualifications and Credit Framework (Q C F) とは、英国における単位互換制度 (national credit transfer system) である。
- (12) COBS6.1A.1R. COBSは、違反した場合に行政処分などが課せられる規則 (Rule) と、法的拘束力のない規制運用に関する指針 (Guidance) によって構成されている。COBSの条項の末尾にRと表記されているのは規則、Gと表記されているのは指針である。
- (13) FCA Handbook, Glossary: independent advice.
- (14) COBS6. 2A. 3R.
- (15) FCA Handbook, Glossary: restricted advice.
- (16) FCA Handbook, Glossary: basic advice.
- (17) COBS6. 2A. 5R.
- (18) COBS6. 2A. 9R.
- (19) FCA Handbook, Glossary: Adviser Charge.
- (20) COBS6. 1A. 4R.
- (21) COBS6. 1A. 2R.
- (22) COBS6. 1A. 11R.
- (23) COBS6. 1A. 12G.
- (24) COBS6. 1A. 17R.

- (25) COBS6.1A.19G.
- (26) ソフトした情報源には、FCAが外部コンサルタント会社‘NMG ConsultingおよびTowers Watsonに委託したレポート別レビューの追加調査が含まれている’。
- (27) 第一弾は“Supervising retail investment advice: how firms are implementing the RDR”, Thematic Review TR13/5, July 2013。第二弾は“Supervising retail investment advice: Delivering Independent Advice”, Thematic Review TR14/5, March 2014。第三弾は“Retail investment advice: Adviser charging and service”, Thematic Review TR14/21, December 2014。
- (28) Europe Economics, “Retail Distribution Review Post Implementation Review”, 9 December 2014.
- (29) Retail Mediation Activities Returns (RMAR) によれば、適切な資格を有するアドバイザーの割合は、二〇〇八年の八九%から二〇一三年には九五%に高まっている。換言すれば、アドバイザーの九五%は完全にCIC4レベルに達している。
- (30) NMG Consulting, “Financial adviser census-business trend report”, 二〇一四のデータによれば、検定資格あるは認定資格を持つアドバイザーの割合は、二〇一二年第一四半期の一四%から二〇一四年第一四半期には一九%に上昇、同年第二四半期にはやや低下したものの二五%に達している。この割合の上昇は、アドバイザーの数が全体的に減少したことがその原因の一つではあるが、一方において、検定フィナンシャルプランナーの総数が増加してきているという証拠もあり、FCAは、この割合の上昇は、より高位の資格を持つアドバイザーの増加に伴って生じているとされている。
- (31) RS consulting, “RDR adviser population & Professionalism research-2012 survey”, 2012.
- (32) IMA, “Asset Management in the UK 2013-2014”, 2014.
- (33) Barclays Research, “European Diversified Financials: Superclean-coming to a platform near you”, December 2013.
- (34) FCA, “Consumer awareness of the FSA and financial regulation, reports from 2009-2012”.
- (35) Mintel, “Consumers and Financial Advice”, UK, April 2014.
- (36) RS Consulting, “Progress towards the professionalism requirements of the Retail Distribution Review”, December 2011. FCA Professional Standards data, January 2014.
- (37) FCA, “supervising retail investment advice: how firms are implementing the RDR”, July 2013.
- (38) FCA, “Retail investment advice: Adviser charging and services”, December 2014.

(なおおまじょあき・当研究所特別嘱託調査員)