

英国における投信手数料を巡る動向

田中 健太郎

■ 要 約 ■

1. 英国では 2012 年 12 月 31 日、個人向け金融商品販売制度改革（RDR）を受けた投信販売手数料規制が導入された。その結果、投資家・販売会社・運用会社の投資信託に係る手数料の流れが大きく変化しようとしている。
2. 運用会社は、販売会社へのキックバックの支払いが禁止されたことを受け、キックバックが含まれないクリーン・シェアクラスの導入を開始した。但し、クリーン・シェアクラスでは、販売会社の圧力により低く抑えられていた運用会社の手数料水準の是正が進むと言われており、むしろ手数料の運用会社取り分は増加する場合もある。
3. アドバイザーは、運用会社から受け取るキックバックが禁止され、販売コストについては投資家から直接受け取ることとされた。アドバイザーがプラットフォーム会社のプロダクト・ラインナップなどを利用して投資家にアドバイスを提供する場合、規制対応コスト等によりアドバイザーの販売コストが増加するため、投資家のコストが増加してしまう可能性も指摘されている。
4. プラットフォーム会社（オンライン証券）も、販売コストについては投資家から直接受け取ることとされた。このような手数料の明確化を受け、プラットフォーム各社は水準を引き下げた新たな手数料体系を導入し、その結果、オンライン証券を利用する投資家は増加している模様である。
5. 英国では、国民の資産形成が不十分であることが課題となっている中、手数料規制により手数料が可視化されたことが、本来アドバイスを必要とする投資初心者等によるアドバイスへのアクセスを妨げているという指摘もある。手数料規制が英国リテール金融市場に与える影響について、引き続き注視する必要がある。

I はじめに

英国では 2012 年 12 月 31 日、個人投資家向け金融商品販売制度改革（Retail Distribution Review、RDR）を受けた手数料規制が導入された¹。本改革の中で最も注目されたリテー

¹ RDR の詳細については、田中健太郎「英国リテール金融業界に構造改革を迫る RDR」『野村資本市場クォーターリー』2013 年春号を参照。

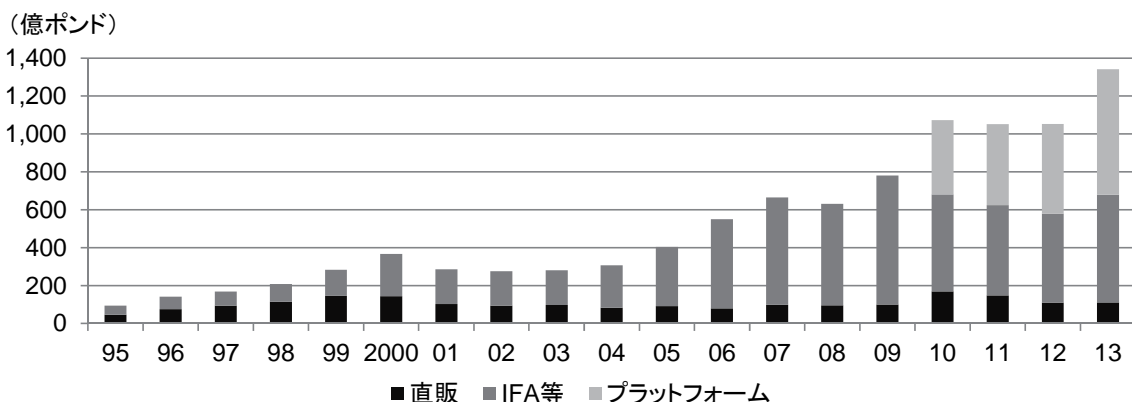
ル金融商品販売に係る手数料規制の導入により、リテール金融業界における手数料の流れは大きく変化しようとしている。以下では、英国の新たな手数料規制が投資家・販売会社・運用会社における投資信託の手数料に与える影響とその対応を概観する。

II 投信手数料の内訳

販売手数料規制の適用時期・内容は販売会社によって異なるため、本規制を概観していく上で、販売会社の分類を整理したい。まず、英国の個人投資家向け投信販売チャネルは、アドバイザーとプラットフォーム会社の2つに大きく分類することができる。アドバイザーには、特定の金融機関のプロダクトに偏らないアドバイスを提供する独立フィナンシャル・アドバイザー（Independent Financial Adviser、IFA）と、特定の金融機関のプロダクトに限定してアドバイ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。他方、プラットフォーム会社には、個人投資家向け直販チャネル（オンライン証券）とアドバイザー向け販売支援チャネルがあり、それぞれに特化した会社、もしくは両チャネルをカバーする会社がある。英国の個人投資家向け投信販売額のシェアは、2013年末時点で、IFAが42.3%、プラットフォーム会社が49.4%となっている。但しこれは、プラットフォーム会社を利用するIFAの販売額が、2010年以降はプラットフォーム会社に計上されるようになったため、2009年時点でのIFAの販売額シェアが約9割であることを考慮すると、実際には英国の投信販売はIFAが中心的役割を担っていると言える（図表1）。

前述のように販売手数料規制は、アドバイザーとプラットフォーム会社に対して適用時期・内容が異なる。まず、アドバイザーは2012年12月31日以降、販売時の投資家向けサービスの対価として運用会社からキックバックを受け取ることが禁止され、その代わり

図表1 英国における個人投資家向け投信販売額の販売チャネル別推移



(注) 2010年以降は統計の取り方が変わり、IFA等に含まれていたプラットフォーム会社の統計値が新たな分類となった。また、直販には営業員、一任勘定を含む。

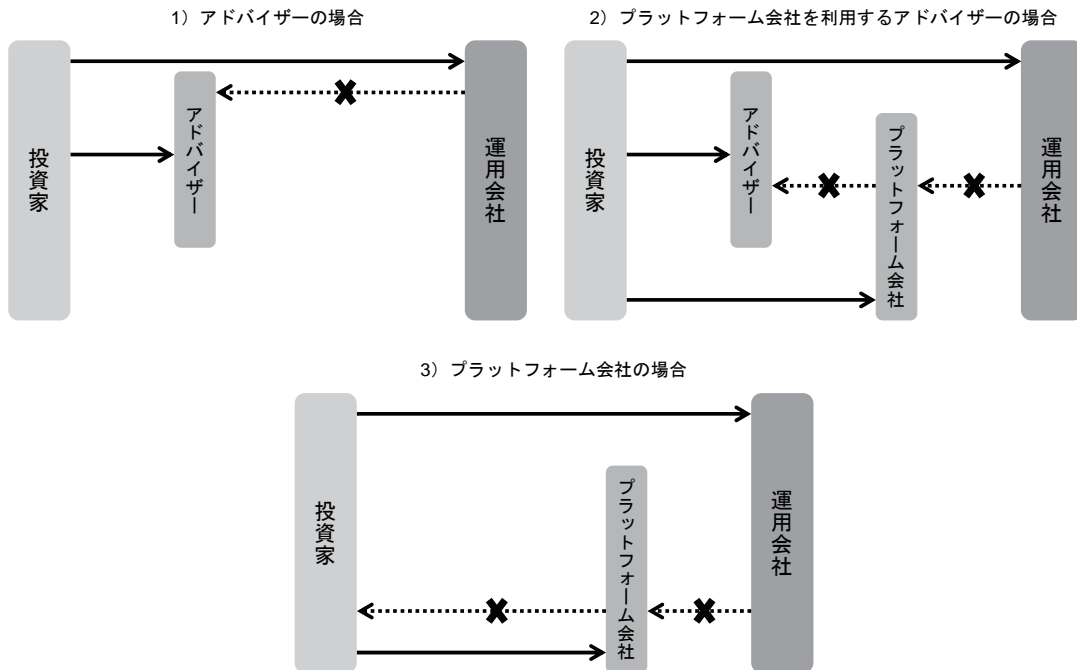
(出所) Investment Management Association (IMA) 資料より野村資本市場研究所作成

に投資家から直接手数料を受け取ることとされた。他方、プラットフォーム会社は 2014 年 4 月 6 日以降、新規販売分の販売関連サービスの対価として運用会社からキックバックを受け取ることが禁止され、その代わりに投資家からプラットフォーム・チャージとして直接受け取ることとされた。既販売分に関しては、2016 年 4 月 6 日以降の適用となっている。なお、プラットフォーム会社から投資家へキャッシュによるキックバックは禁止されるものの、投資持分と毎月 1 ポンドまでの現金によるキックバックは認められることとされた² (図表 2)。

他方、アドバイザーが投資家ごとに異なる手数料を徴収することは実務的に困難との理由から、投資家がアドバイザーに支払う手数料に関して、運用会社やプラットフォーム会社が代行徴収・計算事務のサービスを提供することは認められる。実際、アドバイザーの多くは代行徴収サービスを利用している。代行徴収サービスを利用すれば、運用会社が投資家から受け取る手数料の一部をプラットフォーム会社へキックバックし、さらにその一部をプラットフォーム会社がアドバイザーへキックバックする。この場合、手数料の資金フローは従来通りとなる。

英国の投信手数料の内訳は図表 3 のようになっている。英国の投信手数料は、①一回限りの支払いである販売手数料 (initial charge) と解約手数料 (exit charge)、②ファンドか

図表 2 手数料規制の導入後における手数料の資金フロー



(注) 点線は、運用会社がアドバイザーやプラットフォーム会社、プラットフォーム会社が投資家に支払うキックバックを示す。なお、手数料規制の導入後も、プラットフォーム会社から投資家への投資持分と毎月 1 ポンドまでのキャッシュによるキックバックは認められている。

(出所) 野村資本市場研究所作成

² Financial Conduct Authority (FCA) "Payments to platform service providers and cash rebates from providers to consumers" Policy Statement, April 26, 2013

図表 3 投信手数料の内容

一回限りの支払費用
1) 販売手数料
2) 解約手数料
定期的にファンドから控除される費用
3) 継続手数料 (1.25~1.75%)
投資アドバイスに係る費用 (0.5%)
投資アドバイスに係るアドバイザーへの手数料
アドミニストレーション費用 (0.15~0.4%)
投資家へのサービスに係る費用
- レコードキーピング費用
- 投資家への利払に係る費用
- 投資家への年次報告書等の送付費用
- 投資評価額の算出・報告費用
ファンドの運営費用
- ファンドの会計記録の保持に係る費用
- ファンド資産の評価に係る費用
- 基準価格の算出費用
- 年次報告書等の作成費用
- 投資に係るコンプライアンス費用
投資に係る費用 (0.5~0.75%)
投資対象や資産入替の決定に係るリサーチ費用
第三者機関に係る費用 (0.01~0.1%)
信託銀行(受託会社)に係る費用
カストディ費用
監査費用
法務費用
4) パフォーマンス手数料
ファンド・マネージャーに対する成功報酬

(注) 網かけ部分は、2013年1月1日以前の買付、もしくは、それ以前に投資アドバイスを受けて開始した定期積立による買付に係るアドバイザー手数料。括弧内は、IMA が示す目安となる手数料水準。

(出所) IMA 資料より野村資本市場研究所作成

ら定期的に直接差し引かれる継続手数料 (ongoing charge) とパフォーマンス手数料 (performance fee)、に分類される³。継続手数料には、売買執行の費用や印紙税は含まれておらず、これらが加算されて投資家の最終コストとなる。

上記手数料の中でも、定期的に課される継続手数料は、投資家・販売会社・運用会社における投信手数料を分析する上で重要である。継続手数料は、アドバイザー手数料、アドミニストレーション費用、運用費用、第三者機関に係る費用に分けられる。販売手数料の代わりにパフォーマンス手数料を採用するファンドも一部ある⁴。英国では、運用会社からアドバイザーへのキックバックが禁止される以前より、投資家向け重要情報書類 (key investor information document) 及び年次報告書で、販売・解約・継続・パフォーマンス手数料の開示はされていたが、継続手数料におけるアドバイザー手数料は開示されていなかった。

III 運用会社への影響とその対応

手数料規制への対応として、運用会社によるクリーン・シェアクラスの導入が増えている。クリーン・シェアクラスとは、運用会社からアドバイザーやプラットフォーム会社へ

³ IMA “Enhanced disclosure of fund charges and costs” September 2012

⁴ IMA によると、英国籍ファンド約 2500 本のうち、パフォーマンス手数料を採用するファンドは 100 本以下である。

のキックバックが含まれないシェアクラスである。こうした運用会社の動向を受けて、英国フィデリティのプラットフォームであるファンズ・ネットワークのように、クリーン・シェアクラスしか取り扱わなくなったプラットフォーム会社もある。フィナンシャル・タイムズ紙の調査によると、2014年3月時点でプラットフォーム会社11社における預かり資産1,569億ポンドのうち、46%がクリーン・シェアクラスであった。このように、クリーン・シェアクラスに対するプラットフォーム会社の需要の高さも、運用会社によるクリーン・シェアクラスの導入を後押ししていると言えよう⁵。

通常、クリーン・シェアクラスに投資した場合、投資家はプラットフォーム会社から投資持分の形でキックバックを受け取るが、この投資持分によるキックバック相当分が、手数料から予め差し引かれたスーパークリーン・シェアクラスも登場している⁶。この背景には、2013年4月6日以降は投資持分によるキックバックに対して所得税が課されることになったことがある。但し、プラットフォーム会社のスーパークリーン・シェアクラスに対する需要は低く、現時点での運用会社による導入事例は少ない。なぜなら、プラットフォーム会社は、投資家が受け取る投資持分によるキックバックが多くなるように運用会社と交渉するが、スーパークリーン・シェアクラスでは、そうした交渉ができなくなると見られているためである⁷。

クリーン・シェアクラスを巡っては、投資家のコストが増加しているという指摘もある。手数料規制の導入前は、例えば、投資家が運用会社へ支払う年間管理手数料（AMC）が1.50%で、そのうちアドバイザーが0.50%、プラットフォーム会社が0.25%、運用会社が0.75%を受け取っていた場合を想定すると、アドバイザーとプラットフォーム会社へのキックバックがないクリーン・シェアクラスの手数料は、理論的には0.75%以下となるはずだが、多くはそうになっていないと言われている。

例えば、保険会社スカンディアのプラットフォームでは、約1,200本のファンドのうち635本で、一般のシェアクラスからキックバックを差し引いた手数料より、クリーン・シェアクラスの手数料の方が平均で0.06%高いということが判明した。また、保険会社スタンダード・ライフのプラットフォームで販売されているアバディーン・アセット・マネジメントのファンドの一部では、合計1.50%のAMCのうち、アドバイザーやプラットフォーム会社へのキックバックが0.90%だったため、クリーン・シェアクラスでは0.60%となるはずだったが、実際には理論値より0.40%高い1.00%となった。これに対してアバディーンは、プラットフォーム会社の圧力により低く抑えられていた手数料を、市場の標準的な手数料水準に戻したに過ぎないと反論する。他方、これらの事例のようなクリーン・シェアクラスの手数料の上昇は一時的で、クリーン・シェアクラスへの資金流入が続き、規模の経済が働くことにより、手数料は下がるとの見方もある⁸。このように、手数

⁵ “Clean fee shares switch: ‘Impressive burst of activity’” *FT Adviser*, March 17, 2013

⁶ HMRC “Draft Guidance - Revenue & Customs Brief 04/13” March 25, 2013

⁷ “Share class confusion” *FT Adviser*, August 5, 2013. “Cofunds backs move to ‘superclean’ share classes” *FT Adviser*, April 5, 2013.

⁸ “Transparency rules increase costs” *Financial Times*, December 6, 2013

料規制の導入を受け、継続手数料の運用会社取り分は、少なくとも一時的には増加していると言えよう。

このような事態を受けて、英国金融行為監督機構（FCA）はクリーン・シェアクラスの導入について、①販売会社は、投資家の不利益に繋がる場合、自動的にクリーン・シェアクラスに切り換えるべきではなく、②運用会社は、自社の利益を上げることを目的に、クリーン・シェアクラスに切り替えてはならないとのガイダンスを发出している⁹。実際、運用会社の中には、クリーン・シェアクラスでは投資家のコストが高くなる場合もあるとして、導入を見送っているところもある。

IV アドバイザーへの影響とその対応

2012年12月31日に導入された手数料規制では、アドバイザーもしくはアドバイスを提供する会社が対象となっている¹⁰。即ち、アドバイザーや銀行、証券会社等は、規制上同じ扱いとされており、それら販売会社が販売時の投資家向けサービスの対価として運用会社から受け取っていたキックバックが禁止され、投資家から直接手数料を受け取ることとされた。これらの中でも、アドバイザーがプラットフォーム会社を利用する場合におけるリテール金融業界の手数料の流れは複雑に変化しており、本手数料規制の影響が最も大きく表れるところになっている。

英国の投信販売で中心的な役割を担う IFA は、2、3人の少人数で事務所を構えていることが多く、自前でインフラを整えることが困難なため、多くがプラットフォームのプロダクト選定やアセットアロケーション、手数料計算等のツールを利用する¹¹。アドバイザーの手数料体系は、①手数料規制導入前（～2012年12月30日）、②アドバイザーへの適用（2012年12月31日～）、③プラットフォーム会社への適用（2014年4月6日～）、の3段階に整理できる（図表4）。

まず、①手数料規制導入前は、投資家が運用会社に手数料を支払い、その一部を運用会社がプラットフォーム会社にキックバックし、さらにプラットフォーム会社がアドバイザーへキックバックしていた。②アドバイザーへの適用により、プラットフォーム会社はアドバイザーへのキックバックが禁止され、アドバイザーは投資家からその分を直接受け取るようになった。次に、③プラットフォーム会社への適用により、運用会社からプラットフォーム会社へのキックバックが禁止されるため、プラットフォーム会社はその分をプラットフォーム・チャージに上乗せすることになる¹²。なお、理論上は、手数料規制を受けても投資家のコストは変わらない。

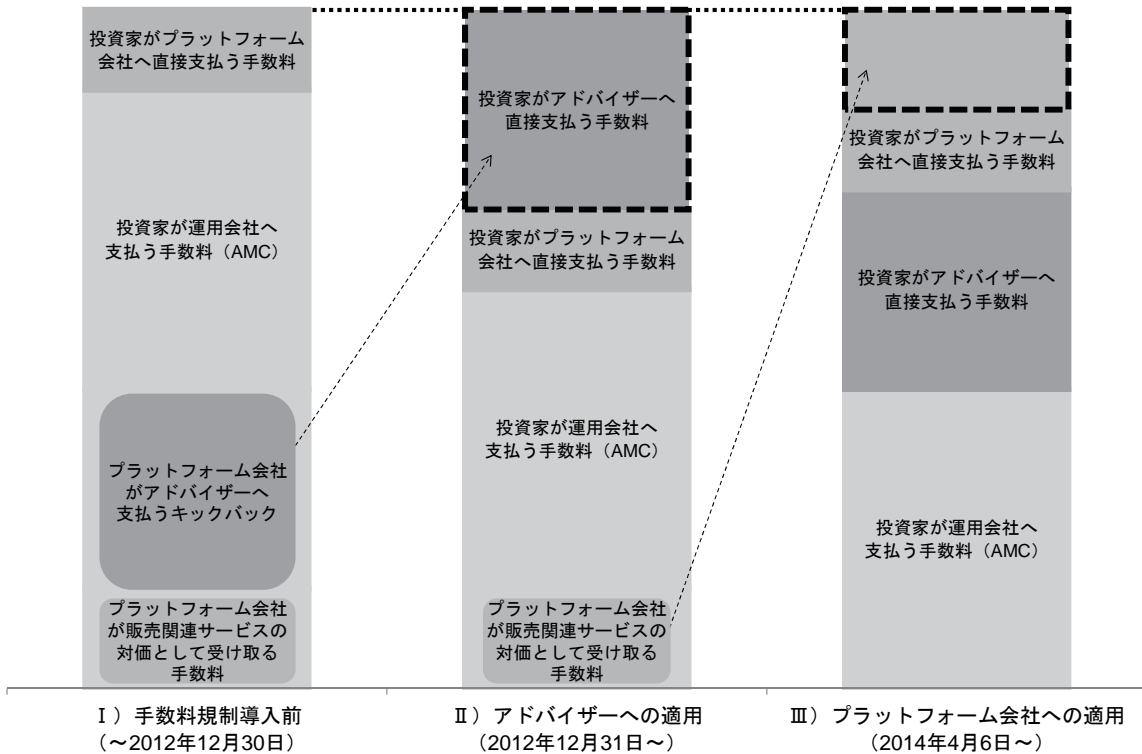
⁹ FCA “Changing customers to post-RDR unit classes” October 23, 2013

¹⁰ FSA “Distribution of retail investments: Delivering the RDR - feedback to CP09/18 and final rules” March, 2010

¹¹ 2012年末時点で1社あたりの平均人数は4.66人。“The Financial Adviser Market: In Numbers” Association of Professional Financial Advisers, July, 2013.

¹² 投資持分によるキックバックは認められている。

図表 4 投資家から見た手数料の内訳（プラットフォームを利用するアドバイザーの場合）



(注) 便宜上、手数料規制を受けても投資家のコストは変化しないとする。
 (出所) 野村資本市場研究所作成

アドバイザーの手数料水準を巡っては、手数料規制の導入前後におけるアンケート調査がある（図表 5）。手数料規制導入前に関しては、会計事務所 BDO が 2012 年 2 月、IFA280 人を対象とした調査結果を発表している。そこでは、投資額 5 万ポンドに対する販売手数料は平均 2.90%、継続手数料は平均 0.60%とされている¹³。他方、手数料規制導入後に関しては、投資サービス分野に強みを持つコンサルティング会社アクション・コンサルティングが 2013 年 8 月、個人向け投資サービス会社 79 社を対象とした調査結果を発表しており、投資額 5 万ポンドに対する販売手数料は平均 2.86%、同 10 万ポンドに対する継続手数料は平均 0.82%となっている¹⁴。

これらの調査結果は、調査対象が異なるなど一概に比較できないが、継続手数料に関しては増加傾向にあると言えよう¹⁵。実際 FCA も、RDR 実施を受けて、アドバイザーの手数料収入が 5%増加していると指摘している¹⁶。

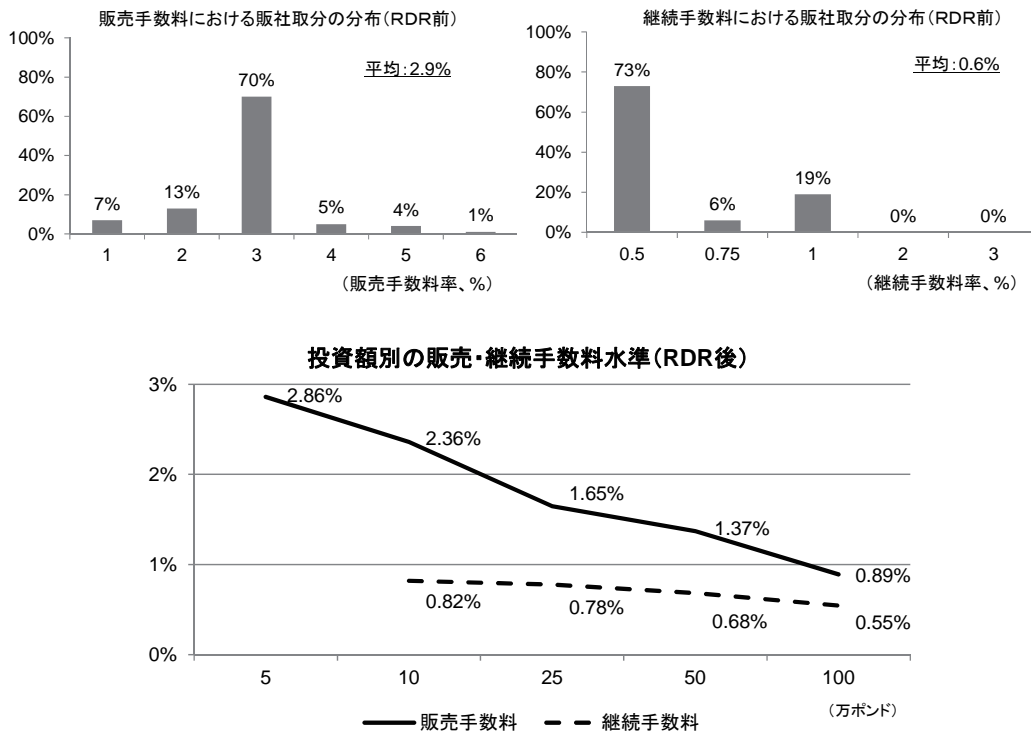
¹³ “RDR could result in higher consumer costs: Research into adviser charging” BDO, February 2012

¹⁴ “Research into adviser firms: Levels of initial and on-going service charges” Action Consulting, August 2013

¹⁵ 例えば、投資額が 5 万ポンドから 10 万ポンドへ増加すると、通常、手数料率は減少するはずだが、BDO の調査では投資額 5 万ポンドに対して継続手数料が 0.60%、アクション・コンサルティングの調査では投資額 10 万ポンドに対して 0.82%となっている。

¹⁶ “FCA: Adviser income has risen 5% in post-RDR world” FT Adviser, December 6, 2013

図表 5 販売手数料規制前後におけるアドバイザー手数料の水準



(注) RDR 前の各図表における有効回答は、調査対象 280 人のうち 227 人。

RDR 後の図表における調査対象 79 社の規模は、3 人以下が 76%、4~9 人が 19%、10 人以上が 5%。

(出所) BDO 及び Action Consulting 資料より野村資本市場研究所作成

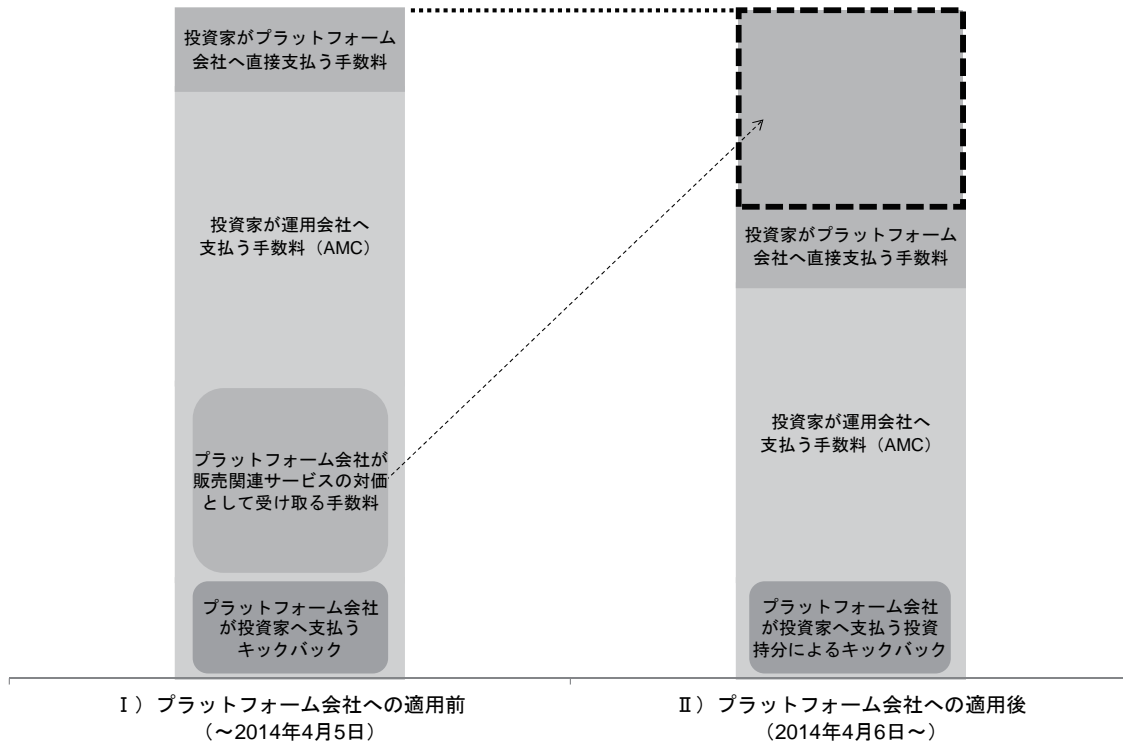
V プラットフォーム会社への影響とその対応

プラットフォーム会社には、上記アドバイザー向け販売支援チャンネルの他に、個人投資家向け直販チャンネル（オンライン証券）もある。直販チャンネルを有するプラットフォーム会社は、手数料規制を受けて、従来は運用会社から受け取っていたキックバックを、プラットフォーム・チャージとして投資家から直接受け取ることになる（図表 6）。このような中、各プラットフォーム会社は、2014 年 4 月の販売手数料規制の適用に向けて、新たなプラットフォーム・チャージ体系を発表している（図表 7）。なお、これまで投資家から直接受け取ってきたプラットフォーム・チャージは、フィデリティが無料、大手オンライン証券ハーグリーブス・ランズダウンが毎月 1 ポンドなど、微々たるものであった。

具体的には、ハーグリーブス・ランズダウンの新手数料体系におけるファンドのプラットフォーム・チャージは、①25 万ポンド以下の分は 0.45%、②25~100 万ポンド以下の分は 0.25%、③100~200 万ポンド以下の分は 0.10%、④200 万ポンド超の分は 0%、となる¹⁷。例えば、預かり資産 100 万ポンドの場合、25 万ポンド以下の部分には 0.45%が適用され、

¹⁷ “Hargreaves unveils unbundled pricing structure” *Citywire Wealth Manager*, January 15, 2014. 預かり資産が 100 万ポンドの場合、 $\{(25 \text{ 万ポンド} \times 0.45\%) + (75 \text{ 万ポンド} \times 0.25\%)\} \div 100 \text{ 万ポンド} = 0.3\%$ 。

図表 6 投資家から見た手数料の内訳（オンライン証券の場合）



(注) 便宜上、手数料規制を受けても投資家のコストは変化しないとする。
 (出所) 野村資本市場研究所作成

図表 7 各社の新プラットフォーム・チャージにおける預かり資産規模別の比較表

プラットフォーム会社	預かり資産 (万ポンド)			
	10	25	50	100
ハーグリーブス・ランズダウン	0.45%	0.45%	0.35%	0.30%
フィデリティ	0.35%	0.20%	0.20%	0.20%
バークレイズ・ストックブローカーズ	0.35%	0.35%	0.35%	0.18%
TDダイレクト・インベスティング	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%
ベストインベスト	0.40%	0.40%	0.30%	0.25%

(注) フィデリティが手数料の最低価格保証の適用対象とするプラットフォーム会社（直販チャンネル）を抽出。
 (出所) FT Adviser money management, March 2014 資料より野村資本市場研究所作成

25~100 万ポンド以下の部分には 0.25%が適用される。同様に、フィデリティでは、①25 万ポンド以下は 0.35%、②25~100 万ポンド以下は 0.20%、③100 万ポンド超は 0%、のプラットフォーム・チャージが課される。フィデリティでは、最も低い手数料が保有資産全体に適用され、例えば、預かり資産 100 万ポンドの場合、25 万ポンド以下の部分にも 0.20%が適用される。なお、ハーグリーブス・ランズダウンでは、口座の種類ごとに課さ

れるのに対して、フィデリティでは顧客ごとに課されるという違いがある¹⁸。

新たなプラットフォーム・チャージ体系の導入に向けて、ファンド手数料の価格競争は激化している。例えば、ハーグリーブス・ランズダウンでは、ファンド推奨リスト「ウェルズ 150」と更に絞り込まれた「ウェルズ 150 プラス」におけるファンドの AMC の平均がそれぞれ 0.65%、0.54%に低下したという。これは投資家が、従来は不透明であったプラットフォーム・チャージを直接支払うことに対して、投資家の心理的インパクトを抑えるためとも考えられよう。

他方、フィデリティは 2014 年 2 月 28 日、最低価格保証の導入、即ち、競合他社におけるファンドに係る手数料がフィデリティよりも低かった場合、その差額を返金すると発表した。適用条件は、①対象者は預かり資産 100 万ポンド未満の投資家、②対象買付期間は 2014 年 3 月 1 日から同年 12 月 31 日、③対象競合他社はハーグリーブス・ランズダウン、バークレイズ・ストックブローカーズ、ベストインベスト、TD ダイレクト・インベスティング、④対象プロダクトはクリーン・シェアクラスのファンド、⑤対象手数料は AMC とプラットフォーム・チャージ、プロダクト手数料 (ISA の手数料等)、競合他社における投資家へのキックバック、となっている。フィデリティによると、今般の措置により、投資家はコストを気にすることなく自らのニーズに最適なファンドを選択できるようになるという¹⁹。なお、返金請求期間は 2015 年 1 月 1 日から同年 2 月 28 日までのオンライン申込と同年 3 月 15 日までの郵送申込となっている。

図表 6 のプラットフォーム会社の中で、強力な価格交渉力を有するハーグリーブス・ランズダウンとフィデリティが、運用会社に AMC のディスカウントをさせるなど、直販チャンネルの場合は手数料の運用会社取り分は低下傾向にある。他方、プラットフォーム・チャージも低下しているように思える。例えば、ハーグリーブス・ランズダウンが、かつて運用会社からのキックバック平均 0.77%のうち、平均 0.60%を販売コストに対する手数料、平均 0.17%を投資家へのキックバックとしていたのに対して、同社の新たな手数料体系では、販売コストに対する手数料は 0.30~0.45%となっている²⁰。その限りでは、プラットフォーム会社の直販チャンネルを利用する投資家のコストは低下していると言えよう。

VI おわりに

今般の手数料規制を受けて、投資家のコストと販売会社・運用会社の手数料収入の増減は、①アドバイザーがプラットフォーム会社を利用する場合、②投資家がプラットフォーム会社を直接利用する場合、で結果が異なる。①アドバイザーがプラットフォーム会社を利用する場合は、アドバイザーと運用会社の手数料収入が増加し、投資家のコストはその分増加している。他方、②投資家がプラットフォーム会社を直接利用する場合は、プラッ

¹⁸ “Fidelity undercuts main rival’s pricing” *FT Money*, January 22, 2014

¹⁹ “Fidelity makes ‘price parity’ promise on rival D2C fund deals” *Investment Week*, February 28, 2014

²⁰ “Fund charges: clean class confusion” *Money Observer*, July 17, 2013

トフォーム会社と運用会社の手数料は減少し、投資家のコストはその分減少している。

このように、アドバイスを提供する対面チャネルでは、投資家のコストは増加しているが、アドバイスを不要とする投資家が利用するオンライン証券では、投資家のコストは減少している。この背景としては、規制対応コストの増加やアバディーンが主張する手数料の運用会社取り分の是正化など、販売会社・運用会社が意図せざる手数料規制の副作用も生じていると考えることができよう²¹。またこれは、投資経験者に加え、投資初心者・未経験者に対しても、オンライン証券を利用するインセンティブとなっていると見ることもできる。実際、アドバイザーを利用したことがない投資家は、2011年9月時点の26%から2013年9月時点の31%に増加しているとの調査結果もあり、投資家はその分、オンライン証券を利用するようになってきているとされている²²。

他方、そうした事象の問題点も指摘されている。英国では、国民の資産形成が不十分であることが長年の課題とされており、例えば、保険・資産運用大手スコティッシュ・ウィドゥズによる英国の年金調査レポートでは、18歳以上かつ年収1万ポンド以上の調査対象者5,216人のうち、約55%が退職後に向けて十分な貯蓄ができていないとされている²³。このように、アドバイスを必要とする潜在的な投資家は多いはずであるが、実際には、投資初心者など本来アドバイスを受けるべき投資家が、投資コストの増加によりアドバイスを受けないという事態が生じている²⁴。例えば、下院議会の財政委員会は、RDRにより投資コストが増加し、投資家はアドバイスの利用が難しくなっているとFCAを批判している²⁵。この課題を解決するためには、金融経済教育による投資家の金融リテラシー向上も必要となるであろう。即ち、各々の投資家が、アドバイスを受けた対価として支払う手数料水準の妥当性や、アドバイスを受けることの必要性を判断できることが重要となろう²⁶。

今般の手数料規制では、規制導入前後のデータ収集を通してその効果を検証すると規定されており、市場への悪影響が確認されるようであれば見直しが余儀なくされる可能性もあろう。手数料規制が英国リテール金融市場に与える影響について、引き続き注視する必要がある。

²¹ “RDR: Success or failure?” *FT Adviser*, February 21, 2014

²² “DIY investment – a crisis in the making?” *FT Money*, October 11, 2013

²³ “The Scottish Widows UK Pensions Report 2013” Scottish Widows, June, 2013

²⁴ “RDR has priced 60,000 lower-value clients out of advice” *FT Adviser*, December 6, 2013

²⁵ “FCA under fire as MPs cite RDR for creating advice gap” *FT Adviser*, February 6, 2014

²⁶ 金融経済教育については、井瀉正彦、野村亜紀子、神山哲也「我が国に求められる義務教育・高等学校での金融経済教育強化」『野村資本市場クォーターリー』2013年秋号を参照。