

個人向け金融商品販売制度改革（RDR）以降の 英国投資サービス業界における製販融合の動き

荻谷 亜紀

■ 要 約 ■

1. 英国では、フィナンシャル・アドバイザー（FA）が伝統的に個人の資産形成に大きく貢献してきた。一方、運用会社から手数料の割り戻しを受けることが慣習となっていた等、FA が公平なアドバイスを提供しているか疑問視する声もあった。
2. 投資家保護の観点から、2012 年末に個人向け金融商品販売制度改革（RDR）が実施された。RDR では、FA への手数料割り戻しの禁止や、FA の資格要件の引き上げが規定された他、FA の定義も明確化された。これにより FA は、公平な立場で幅広い商品を取り扱う「独立 FA（IFA）」と、特定の分野の商品や特定の金融業者の商品に限定して取り扱う「限定 FA」の 2 種類に分類された。
3. RDR 以降、規制対応による負担増やコスト上昇を受け、多くの FA が経営難に陥った。FA 会社同士の吸収・合併が増加した他、IFA から限定 FA に転換する FA も増えた。限定 FA に転換することで、取り扱う商品の幅が限定できたり、専門分野に特化することになり、負担が減るためである。
4. 更には、運用会社を有する大手金融業者が、FA 等を買収して傘下に抱える「垂直統合モデル」も見られるようになった。商品の製造を担う運用会社と、商品の販売を担う FA が関係を強化する、製販融合の動きとも言える。例えば、セント・ジェームス・プレイス・ウェルス・マネジメントは、自社商品を中心的に扱う限定 FA 約 3,100 名を擁する。また、スタンダード・ライフは、IFA 会社を相次ぎ買収し、自社の限定 FA に転換している。
5. 垂直統合モデルにより、経営難となった FA が存続可能となることで、投資家へのアドバイスを継続できるという良い影響もある。一方、垂直統合により限定 FA が増えれば、投資家の選択肢が減少する懸念がある。また、投資家よりも金融業者が自社の利益を優先する事態にも繋がりがかねない。英国の個人向け投資サービス業界はまだ変化の過程にあるとも言え、今後の動向が注目される。

I 英国のフィナンシャル・アドバイザーと RDR

英国では、個人投資家が投資アドバイスを求める際、フィナンシャル・アドバイザー（FA）が伝統的に大きな役割を果たしてきた。中でも、金融商品の販売に際して特定のプロバイダーと提携しない、独立フィナンシャル・アドバイザー（IFA）の存在が大きい。IFA は、数人程度で小規模な事務所を構える場合が多く、地域密着型で地元の投資家にアドバイスを提供してきた。投資信託の販売額に占める IFA のシェアは約 8~9 割と高く、身近な存在として個人投資家の資産形成に貢献してきた。一方、運用会社から FA に対してキックバック（手数料の割り戻し）を支払うことが慣習となっていた等、IFA が本当に公平な立場で投資家にアドバイスを行っているか、疑問視する声もあった。

2012 年末以降、英国で実施された個人向け金融商品販売制度改革（RDR）¹は、投資家保護の理念の下、FA に対する不信感や懸念を取り除くことを目的としたものである。RDR の主な内容は、①運用会社から FA へのキックバックの禁止と手数料の明示化、②FA の定義の明確化、③FA の資格要件の引き上げである。RDR 以降、FA を巡る環境は大きく変化した。

まず、運用会社から FA に対するキックバックが禁止されたことで、コミッション主導のセールスが是正されることとなった。従来は、商品販売の見返りに運用会社からキックバックが支払われていたため、FA は投資家に対し、キックバックの多い商品を勧める傾向にあるとの指摘があった。RDR はこのような慣習を排除し、FA が受け取ることでできる手数料を、投資家から徴収する手数料に限定した。投資家に対し、手数料を明示することも規定された。

また、RDR では FA を「IFA」と「限定 FA」の 2 種類に明確化している。RDR 以前、FA の大半は IFA とされていたが、その定義は明確ではなく、他にも様々なタイプの FA が存在した。RDR では IFA を、独立した立場の下、公平な立場に立ってあらゆる金融商品を取り扱う FA と定義している。IFA の取り扱う商品は、株式、貯蓄型商品、あらゆる運用会社の投資信託、年金、保険など幅広い。一方、取り扱う商品を特定の金融業者のものに限定した FA や、特定の分野に特化してアドバイスを行う FA は、限定 FA とされる。例えば、特定の運用会社の商品しか取り扱わない FA や、年金という特定の分野に特化した FA は、限定 FA である。FA は、自身が IFA と限定 FA のいずれであるか、顧客に対して明示しなくてはならない。

FA のプロフェッショナル化を狙い、FA の資格要件も引き上げられた。RDR 以前、FA には、国の定める資格である QCF（Qualifications and Credit Framework）レベル 3 の取得義務があったものの、必要な知識レベルは高校卒業程度であった。金融のプロとしての水準を疑問視する声もあったため、RDR では資格要件を大学程度の知識を要するレベル 4 に引き上げた上、資格を継続的に更新することも求めている。資格要件は、IFA・限定 FA のいずれにも必要とされるものである。

¹ 個人向け金融商品販売制度改革（RDR）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 年春号ウェブサイト版参照。

II FA 業界の変革とアドバイス・ギャップ

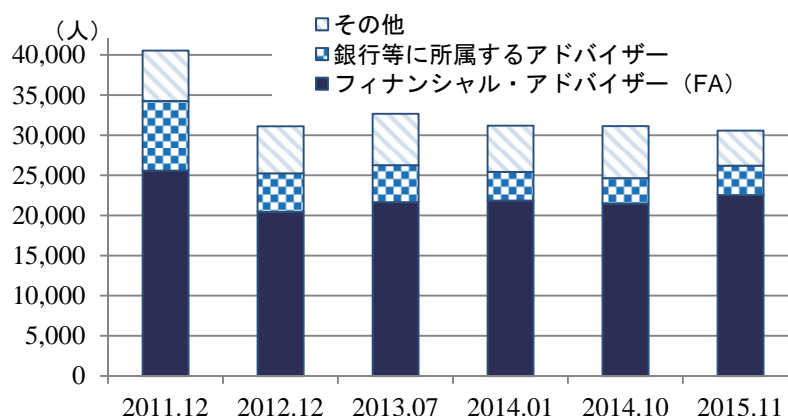
RDR 以降、従来よりも FA のアドバイスの質が向上した等の評価も聞かれる一方、意図せざる結果に繋がったとの指摘もある。

まず指摘されるのは、アドバイザー数の減少である。2011年には約2万5,000人を数えた FA は、RDR が導入された2012年12月には、約2万人まで減少した。資格要件の引き上げが、FA に正式に通知されたのは RDR 導入の約1年前と、FA にとって準備期間が十分でなかったと指摘されている。また、2012年時点の IFA の平均年齢は54歳で、60～70歳代の FA も多かった。特に高齢の FA は新資格の取得を断念し、退職を選択したケースも多かったと見られる。銀行等の大手金融機関も、新規制への対応によるコスト増や、規制違反による訴訟リスクを回避するため、所属するアドバイザー数を減少させてきた。結果として、全チャンネルを合計したアドバイザー数も、2011年末の約4万人から、1年後の RDR 導入時には3万人程度まで減少している（図表1）。

2点目として、FA が富裕層に傾注するようになったことが挙げられる。RDR により運用会社からのキックバックが禁止されたことで、FA の収入源は投資家から得る手数料に限定されることとなった。また、RDR 以降、新規制に対応するために必要なコストが上昇したことも FA にとって重石となった。

収入減と規制コスト増を補うため、RDR 以降、FA は資産額の多い投資家に顧客を絞ることで、1顧客当たりの収入を高めようとする傾向が見られる。従来 IFA の顧客層は、資産残高5～6万ポンド程度の投資家から富裕層まで幅広かったのに対し、RDR 以降、顧客の最低資産残高を15～25万ポンド程度に設定する FA が増えた²。2013年に FA に対して実施されたアンケート調査では、53%の FA が RDR 以降、マス層は魅力的でなくなったと回答している³。

図表1 英国の投資アドバイザー数



(出所) 英金融行為監督機構より野村資本市場研究所作成

² 現地ヒアリングに基づく凡その金額。

³ Cass Consulting, “The impact of the RDR on the UK’s market for financial advice, Challenge and opportunity” June, 2013

結果として、中間層を中心に、投資アドバイスを受けたくても相談できる FA がいないという状況に陥っている。アドバイスを受けずに投資する個人投資家の比率は、RDR 以前は 30～35%程度であったのに対し、RDR 以降は約 6～7 割に達している⁴。FA に手が届かない状況は「アドバイス・ギャップ」とも呼ばれ、近年問題視されている。

また、「アドバイス」の定義が明確でないことを問題視する FA もいる。規制上、投資アドバイスをを行う際には、投資家の知識・資産状況・経験等を勘案し、適合性の原則に基づいて情報を提供することが求められる。一方、最終的な投資判断を投資家が行う場合の情報提供は、ガイダンスと呼ばれ、適合性の原則は適用されない。現在、アドバイスとガイダンスの定義は明確でなく、FA の中には、規制違反を恐れて情報提供に慎重になる動きも見られる。そこで、英財務省と英金融行為監督機構（FCA）は 2015 年 8 月より金融アドバイス市場レビュー（FAMR）を実施し、RDR 以降にアドバイス市場で起きた変化について調査を実施した。2016 年 3 月に公表された最終報告書では、アドバイスの定義の明確化に乗り出すこと等が提案されている。

III 限定 FA の増加と垂直統合モデル

RDR による環境の変化を受けて、規制遵守や収益性確保の観点から、FA や金融業者は対応を迫られることとなった。特徴的な動向の 1 つとして、FA 会社同士の吸収・合併が増加したことが挙げられる。RDR では IFA の条件として、あらゆる金融商品を公平に取り扱うことが求められる。FA 会社は 5 人以下の少人数で事務所を構える場合も多く、新商品も次々に登場する中、広範な商品をカバーすることは容易ではない。また、資格の更新や、コンプライアンス対応の負担も増加したことから、少人数では対応しきれないという事態が生じた。経営の苦しくなった中小 FA が規模を追求するために合併したり、ナショナルズと呼ばれる大規模 FA 会社⁵へ事業を売却する事例が見られるようになった。

また、ネットワーク⁶と呼ばれる、フランチャイズ方式の会社に所属する FA も増加した。ネットワーク傘下の FA は、手数料を支払うことで、ネットワークのブランド名を使用して営業する。ネットワークに属さない単独経営の FA は、規制当局から直接監督される一方、ネットワーク傘下の FA 会社は、ネットワークを通じて監督される。傘下 FA 会社の規制違反に対してはネットワークが責任を負うため、FA にとって規制面の負担は減少することとなる。ネットワーク傘下の FA 会社数は、2011 年末の 8,590 社から、2015 年末には 9,228 社に増加した。

プラットフォームの需要拡大も、RDR 以降に起きた変化の 1 つである。プラットフォームとは、オンライン上で様々な運用会社の投資信託を取り扱う、オンライン証券の

⁴ 英国プロフェッショナル FA 協会，“APFA Response to the HMT and FCA Financial Advice Market Review” December, 2015

⁵ 全国に支店を展開する大規模な FA 会社を指す。規制等に対応する本社機能を有する場合が多い。

⁶ ネットワークについての詳細は、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」『野村資本市場クォーターリー』2015 年冬号参照。

一種である⁷。RDR 以降、アドバイス・ギャップに悩む投資家層を中心に需要が拡大してきた。近年、運用会社が個人向け直販プラットフォームを強化する動きもあり、フィデリティのファンズネットワークの利用者は 100 万人を超える。また、M&G インベストメントも、直販型プラットフォームを通じて購入された投資信託について、継続手数料を引き下げる等の取り組みを行っている。

ロボ・アドバイザーを活用して、個人に投資機会を提供する動きもみられる。ロボ・アドバイザーは、オンライン証券と一任運用を組み合わせたサービスである⁸。オンライン上で、投資予定金額、投資目的、リスク許容度等を入力すると、自動的に推奨ポートフォリオが構築される。シュローダーが新興ロボ・アドバイザーのナツメグに出資している他、英大手行も個人向けチャネルの一つとしてロボ・アドバイザーを検討しているとされる。最低投資金額が低く設定される傾向にあるため、FAMR でもアドバイス・ギャップを埋め得る手段の一つとして注目されており、市場発展に向けて当局による支援が提案されている。

これらの動向に加え、近年特に注目されている FA や金融業者を巡る変化として、①独立アドバイスから限定アドバイスへの転換、②垂直統合モデルについて紹介したい。

1. 独立アドバイスから限定アドバイスへの転換

IFA・限定 FA はいずれも FCA の監督下にあり、必要とされる資格要件は同等であるが、取り扱う商品やサービスの範囲が異なる。IFA の提供するアドバイスは「独立アドバイス」と呼ばれ、金融商品全般をカバーすることが必須である。一方、限定 FA の提供する「限定アドバイス」では、特定の分野や、特定の運用会社の商品に限定して取り扱う。前述のとおり、広範な商品を網羅することが困難となり、吸収・合併を選択する IFA もいる一方、限定 FA に転換する IFA も増えている。限定 FA に転換することで、取り扱う商品の幅が限定されたり、専門分野に特化することになり、負担が減るためである。

ネットワークにとっても、独立アドバイスを提供することは容易ではない。大手ネットワークのテネットは、独立アドバイス・限定アドバイスの両方を提供するが、独立アドバイスを提供するために、相当な労力とコストを投じているとしている。フルタイム職員 6 名が常時、新商品・新サービスをリサーチし、別途、リサーチ会社や情報提供会社からも有料で最新情報を取得した上で、傘下の 300 超の FA 会社に情報を提供しているという⁹。労働力の確保やコスト面を鑑みると、同様の情報量を維持するのは、中小規模の FA にとっては困難である。一方、ネットワークのパーソナル・タッチは、2013 年に限定アドバイスへ移行することを表明し、傘下の FA 会社 45 社に通知した。この場合、傘下の FA 会社は限定 FA に転換することが求められる。IFA を選択する場合、当該ネットワークを

⁷ 個人投資家向けに投資信託の販売を行うプラットフォームがある一方、ポートフォリオ策定ツール等、FA 支援サービスを中心に提供するプラットフォームもある。プラットフォームについての詳細は、前掲注 6 文書を参照。

⁸ 欧州におけるロボ・アドバイザーの詳細は、飛岡尚作「欧州におけるオンラインを活用した新たな投資アドバイスの形態」『野村資本市場クォーターリー』2016 年冬号参照。

⁹ “War on independence: New data reveals advisers set for restricted future” *Money Marketing*, April 14, 2016

図表 2 FA 業界の総収入に占める独立アドバイス・限定アドバイスの割合推移

	2013 年	2014 年	2015 年
独立アドバイス	87%	77%	79%
限定アドバイス	9%	20%	18%
その他	4%	3%	3%

(出所) 英国プロフェッショナル FA 協会より野村資本市場研究所作成

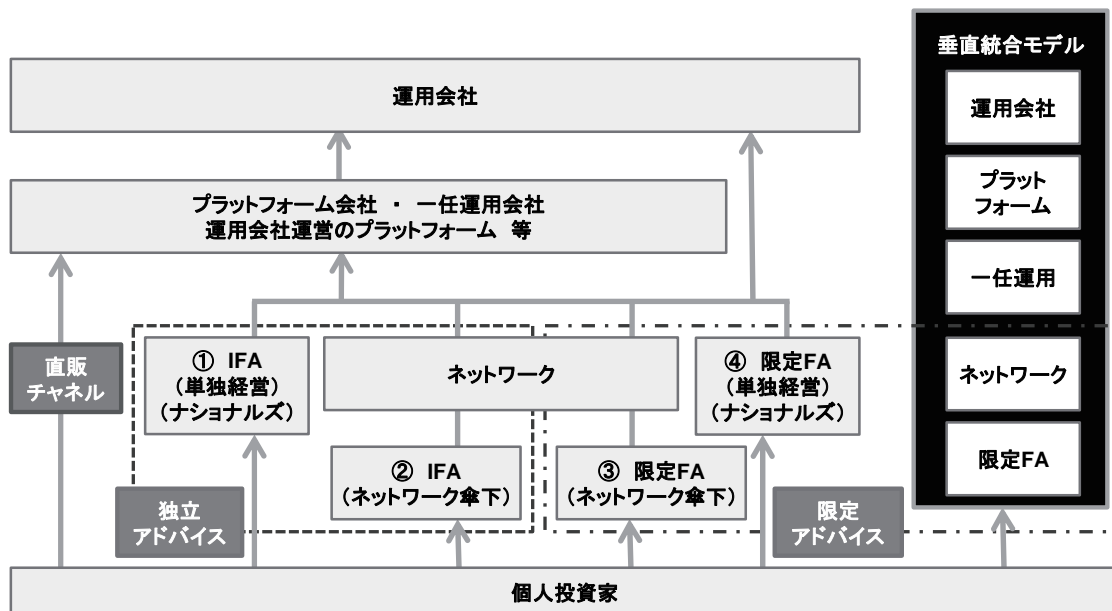
離れる必要が生じる。

FA 業界の総収入に占める限定アドバイスの割合は、2013 年の 9%から 2015 年には 18%へと上昇している¹⁰ (図表 2)。独立アドバイスが 79%とまだ多数を占めるが、金融専門誌のマネー・マーケティングが 256 人の FA を対象に実施した調査によれば、28%の FA は、IFA として継続的に収益を上げることは困難であると回答している¹¹。低収益が続けば、限定アドバイスに転じる IFA やネットワークが今後更に増加する可能性がある。

2. 垂直統合モデル

現在 FA には、①ネットワークに属さない IFA、②ネットワーク傘下の IFA、③ネットワーク傘下の限定 FA、④ネットワークに属さない限定 FA が存在することとなる (図表 3)。2015 年時点で、②と③を合わせたネットワーク傘下の FA 会社数は、全体の約 64%

図表 3 FA の種別と垂直統合モデルのイメージ



(注) 垂直統合モデル下の IFA もあるが、全体に占める割合は少ないと見られる。

(出所) 野村資本市場研究所作成

¹⁰ 前掲注 4 文書。

¹¹ “The verdict: Can advisers be independent and remain profitable?” *Money Marketing*, April 15, 2016

を占める。また、①と②の独立 FA が提供する独立アドバイスは、前述のとおり FA の総収入の 79%を占めるが、徐々に限定アドバイスの比率が増えつつある。FA は投資家のニーズに応じて投資商品を販売するが、FA の投資信託の販売額の 9 割超は、プラットフォームや一任運用会社等の仲介業者を通じたものである¹²。尚、個人投資家向けチャンネルとしては、FA の他に、アドバイスを伴わない直販チャンネルもある。

従来、FA、ネットワーク、プラットフォーム、運用会社等は、それぞれ独立した会社であることが一般的であったが、RDR 以降、運用会社を有する大手金融業者が、FA などの個人向け販売チャンネルを買収し、傘下に抱える事例が見られるようになった。商品の製造を担う運用会社と、商品の販売を担う FA が関係を強化する、製販融合の動きとも言える。サプライチェーンの上流に位置する運用会社と、下流に位置する販売チャンネルを、1 つの金融業者が統合して取り扱うことから、当該ビジネス・モデルは、垂直統合（vertical integrator）モデルと呼ばれる。

垂直統合モデルの公式な定義はなく、広い意味では、商品の供給サイドと販売サイドが関係を強化するビジネス・モデル全般を指す。その中でも一部の大手金融業者は、運用会社、プラットフォーム、FA 等をグループ内に抱えるという、狭義の垂直統合を進めている。ここでは狭義の垂直統合モデルの代表的な例として、セント・ジェームス・プレイス・ウェルス・マネジメント、オールド・ミューチュアル・ウェルス、スタンダード・ライフの 3 社の取り組みを紹介したい。

1) セント・ジェームス・プレイス・ウェルス・マネジメント

セント・ジェームス・プレイス・ウェルス・マネジメントは、富裕層向けの大規模 FA 会社、所謂ナショナルズである。運用資産残高は 650 億ポンドを超え、顧客数は約 52 万人を数える。1991 年に設立されて以降、特有のビジネス・モデルを構築してきた。

英国各地に拠点を構える FA は、富裕層顧客を対象に、対面アドバイスに重きを置いた戦略を採る。約 3,100 人に上る FA の内、パートナーと呼ばれる自営 FA が約 2,300 名を占める。傘下の FA は、セント・ジェームス・プレイスの限定 FA で、保険・年金等については他社商品を取り扱うものの、投資信託については全て、セント・ジェームス・プレイスの商品を取り扱うこととされている。

ただし、セント・ジェームス・プレイスの投信といっても、実際には自社のファンド・マネージャーが運用する投資信託はない。「マネージ・ザ・マネージャー」との考えのもと、運用は外部マネージャーに委託した上で、セント・ジェームス・プレイスのブランド名で販売している¹³。このような形態を採ることで、しがらみ等に囚われることなくマネージャーを選択できることに加え、必要に応じてマネージャーを見

¹² 前掲注 4 文書。

¹³ 例えば「セント・ジェームス・プレイス・グローバル株式ファンド」等の名前で販売されるが、実際の運用は外部のファンド・マネージャーに委託している。

図表 4 セント・ジェームス・プレイスの手数料収入の内訳

	収入額 (億ポンド)	手数料収入に 占める割合
アドバイス料	4.21	31.5%
ファンド管理手数料	1.47	11.1%
外部機関向け手数料	0.98	7.3%
保険関連手数料	5.72	42.9%
その他	0.96	7.2%
合計	13.34	100.0%

(出所) セント・ジェームス・プレイスより野村資本市場研究所作成

直すことも可能になるとされている。

外部マネージャーを利用するメリットが謳われる一方、運用を他者に委託することで、手数料体系が複雑になっているとの指摘もある。投資信託の継続手数料には、FA の継続アドバイス料、セント・ジェームス・プレイスの管理手数料、ファンド・マネージャーの執行手数料が含まれており、投資家にとって分かりづらい。また、手数料は投資対象や相談内容によって異なるものの、投資プランを設計するための初期アドバイス料は預かり資産に対して上限 5%程度、継続手数料は同 1.5~2.0%程度と、比較的高いと言われている¹⁴。尚、セント・ジェームス・プレイスの手数料収入全体に占めるアドバイス料の割合は 31.5%、ファンド管理料は 11.1%となっており、保険関連手数料と並ぶ収入源となっている（図表 4）。

一方、FA と顧客の関係は良好と見られ、79%の顧客はセント・ジェームス・プレイスの提案に好意的な評価をしている。また、顧客との関係が良好なことで、マーケットのボラティリティが高まる局面でも、資金が流出しづらいとのアナリストの評価を得ている。実際、金融危機以降、運用資産残高は継続的に年率 10~20%程度増加しており、その殆どが顧客からの資金流入によるものである。

2) オールド・ミューチュアル・ウェルス

オールド・ミューチュアル・ウェルスは、南アフリカで保険会社として創業した大手金融グループ、オールド・ミューチュアル・グループの英国・欧州投資サービス部門である。傘下に運用会社のオールド・ミューチュアル・グローバル・インベスターズを有する。2014年7月、大手ネットワークのイントリンシックを買収し、約 3,000人の FA を獲得したことで、垂直統合モデルを確立した（図表 5）。更に、アビバ傘下のネットワークであるセサミが、2015年にサービス提供の中止を決定した際、イントリンシックはセサミのパートナー・ネットワークに選定されている¹⁵。セサミ傘

¹⁴ FA 紹介業者のアンパイアストが 2015年に実施した調査では、投資資金 5万ポンドに対する平均的な初期アドバイス料は 1,500ポンドと、アドバイス料率は投資資金に対して 3%程度であった。

¹⁵ セサミ傘下の FA は他のネットワークに移籍することも可能であったが、パートナー・ネットワークであるイントリンシックを選択する場合、好条件で移籍できるとされた。

図表5 オールド・ミューチュアル・ウェルスの垂直統合モデル

業態	サービス提供者
運用会社	オールド・ミューチュアル・グローバル・インベスターズ
一任運用	キルター・チェビオット
プラットフォーム	オールド・ミューチュアル・ウェルス・プラットフォーム
ウェルス・マネジメント	オールド・ミューチュアル・インターナショナル
ネットワーク	イントリンシック

(出所) オールド・ミューチュアルより野村資本市場研究所作成

下の約 220 社の FA 会社は実質、ネットワークから脱退し、当局の直接認可を受けて単独経営するか、パートナーであるイントリンシックに移籍するかの選択に迫られた。イントリンシックは最終的にセサミから FA 約 150 社を継承したと見られており、個人向けチャンネルを一層強化することとなった。

現在、イントリンシック傘下の FA は 3,300 名を超える。傘下の FA は各々のビジネス・モデルに合わせて、IFA・限定 FA のいずれかを選択できるが、IFA は 450 名程度とされている。限定 FA はオールド・ミューチュアル・ウェルス・プラットフォーム等を通じ、オールド・ミューチュアルの商品を中心に扱う。2015 年度のプラットフォームのキャッシュフローの約 25%は、イントリンシックの限定 FA が占めた。一方、限定 FA においても他社の住宅ローン等を取り扱うことも可能であり、限定 FA の顧客資産の全てがグループ内に留まる訳ではない。

オールド・ミューチュアルのプラットフォームは、個人投資家への直販も行う他、ネットワークに属さない単独経営の FA 向け支援サービスも提供している。ネットワークに属さない FA でも、オールド・ミューチュアル・ウェルスと契約することで、プラットフォームの利用の他、退職者用や年金相談用など様々なツールを利用できるようになる。オールド・ミューチュアルのプラットフォームに対する FA の評価は概ね高い一方、株式や ETF へのアクセスが悪いとの指摘もある。オールド・ミューチュアル・ウェルスは、2015 年 2 月に一任運用会社のキルター・チェビオットを買収し、個人投資家・FA へのサービス提供を開始した。キルター・チェビオットとプラットフォームの互換性を高める取り組みが実施されている他、運用会社のオールド・ミューチュアル・グローバル・インベスターズとの統合部署が新設される等、更に垂直統合を加速しており、プラットフォームの利便性が一層高まることが期待されている。

3) スタンダード・ライフ

スタンダード・ライフは、1825 年にスコットランドで設立された保険会社である。傘下に運用会社のスタンダード・ライフ・インベストメンツや、FA 向けプラットフォームのスタンダード・ライフ・ラップ等を有する。

2015年、スタンダード・ライフは限定FA会社として、「1825」を設立した。会社名はスタンダード・ライフが設立された年にちなんだものである。スタンダード・ライフは、2015年2月にアドバイス会社のピアソン・ジョーンズを買収して以降、積極的にFA会社を買収してきたが、これらの関係会社を1825に統合している。2016年3月にはムンロ・パートナーシップ、2016年4月にはベイグリー・デイビス、2016年7月にはジョーンズ・シェリダンとの買収合意が発表された（図表6）。現在の1825の預かり資産額は約30億ポンド、FA数は約50名を数える。

1825傘下のFAは、全て限定FAである。1825に買収されたIFAは限定FAに転じ、指定された運用会社等の商品を取り扱う。1825は自社の限定アドバイスについて、提供するアドバイスの幅は広く、顧客の適正に合わない商品を案内することはないと説明している。グループ内の商品の他、カナダ・ライフ、アクサ、プルデンシャルなど他のプロバイダーの商品や、他社が運営するプラットフォーム上の投資信託も取り扱う¹⁶。また、顧客のポートフォリオを策定する際、自社グループ商品の組み入れ比率は、ポートフォリオ全体の30%を上限としている。FAの一部から、垂直統合モデルにより自社の利益を優先することとなれば、顧客重視の姿勢が後退しかねないとの声が上がっていたことに対応したものである。

1825は2016年3月、中堅IFA会社であるアルマリー・グリーンを買収で合意に至った。アルマリー・グリーンは買収合意の理由を、規制コスト等の負担増加を背景に、単独では存続が厳しくなったためとしていた。しかし2016年9月、交渉されていた合併は一転して、両者の合意のもと撤回されている。撤回の理由は明らかにされていないが、IFAの買収に際しては、限定FAに転換することを拒否するFAが出る等、様々な軋轢が生じるとされる。ピアソン・ジョーンズ買収後にも、元ピアソン・ジョーンズのFAの辞職が相次ぎ報道された。FAにとって、買収後も自身の納得のいく環境で営業を続けられるかが鍵となる。

図表6 1825が買収合意を発表したFA会社の概要

買収合意発表月	取得企業名	業態	FA数 (人)	資産残高 (億ポンド)
2015年2月	ピアソン・ジョーンズ	IFA	39	11
2016年3月	アルマリー・グリーン	IFA	22	4
2016年3月	ムンロ・パートナーシップ	IFA	8	6
2016年4月	ベイグリー・デイビス	IFA	11	4
2016年7月	ジョーンズ・シェリダン	IFA	7	3.5

- (注) 1. FA数・資産残高は買収発表時の数字。
 2. ピアソン・ジョーンズのFA数には、FA補助員も含まれる。
 3. アルマリー・グリーンを買収は、2016年9月に撤回することが発表された。

(出所) スタンダード・ライフより野村資本市場研究所作成

¹⁶ フィデリティの運営するファンズネットワークや、エイゴンの運営するコファンズ上の投資信託等を取り扱う。

IV 垂直統合モデルが個人投資家に与える影響

金融業者の垂直統合が進めば、投資家にも様々な影響が及ぶと考えられる。良い影響としては、アドバイス・ギャップの縮小に繋がる可能性が挙げられる。経営難となった単独経営の FA が、大手金融業者の傘下に入ることによって事業を継続できれば、FA の減少に歯止めがかかる。また大手金融業者も、自社グループの商品を中心に扱う限定 FA が増えれば、収益性が改善し、再び中間所得層も顧客対象とすることができるとの見方もある。

また、商品を提供する運用会社から、最終投資家の直販チャネルまでグループ内で賄うことで、最終投資家の需要を吸い上げやすくなる可能性もある。投資家のニーズを反映した商品を作りやすくなるとの見方もできる。

一方、投資家に不利となる点も指摘されている。まず、商品の選択肢が狭まる懸念がある。限定 FA は特定の分野の商品、及び特定の金融業者の商品のみ取り扱う。特に、後者の限定 FA の場合、他社商品との比較ができず、必ずしも投資家に最も有利な商品が提供されるとは限らない。また、選択肢が狭まっていること自体に、投資家が気付けないリスクもある。RDR では、IFA と限定 FA のいずれであるか顧客に明示するよう規定しているものの、垂直統合により IFA から限定 FA に転じた場合等、顧客にとって分かりづらいとの指摘もある。事実、IFA であると思って投資相談を行った FA が、後に限定 FA であったことが判明し、投資家が金融オンブズマンに訴え出た事例もある。

本当に投資家の利益が最優先されるかについても、疑問が残る。投資家にとって他社商品の方が有利であっても、FA や金融業者にとって収益性の高い、グループ内の商品が優先して提供される事態も考えられる。また、限定 FA については、専門外の商品について投資家から問い合わせを受けた場合、IFA を紹介しなくてはならないと規定されているが、紹介先の IFA から紹介手数料等を受け取る仕組みはない。限定 FA にとって顧客を紹介するインセンティブはないため、最善の商品でなくても、限定 FA が取り扱い可能な範囲の中から、商品を提供してしまう可能性もある。また、オールド・ミューチュアルのイントリンシック傘下の IFA の中には、限定 FA に転換するよう強要された FA もいるという。担当顧客のニーズや FA の意向ありきでなく、金融業者の収益性確保の観点から限定 FA に転じることとなれば、投資家にとって望ましいこととは言えない。

中には、垂直統合モデルの限定 FA となっても、FA の経営は改善しないとの指摘もある。なぜなら、垂直統合によりネットワーク傘下に入った場合、FA はネットワークに月々の手数料を支払う必要が生じるからである。一方、単独経営の FA の場合、規制対応や商品のリサーチ等に費やす時間は長くなるものの、情報プロバイダー等を利用すれば、無料や低コストで利用できるツールも多いという。ネットワークに手数料を払って限定 FA を続けるよりも、手間と時間をかけても顧客にあらゆる選択肢を提供したいとして、IFA に再転換する例も見られている。

V 終わりに

RDRによりFAを巡る環境が変化したことで、英国では限定アドバイスや垂直統合モデルの増加という新たな潮流が生まれることとなった。規制環境に大きな変化が起こらない限り、今後もIFAの減少、限定FAの増加という傾向が続くものと見られる。コンサルティング会社のEYは、2020年までに、少なくとも50%のFA会社が垂直統合モデルにより限定アドバイスに移行すると予想している¹⁷。

FCAは垂直統合モデルについて、金融業者の効率が上がることで最終投資家のコストが低下したり、投資家の意見を反映しやすくなる等、投資家にも恩恵がある可能性を指摘している。一方で、場合によっては、新たな金融業者が市場参入しづらくなるとの懸念を示しており、垂直統合モデルが利益相反に繋がらないか、運営が適切に行われているか、新規市場参入者にどのような影響を与えるかについて、今後検証していくとされている¹⁸。

本稿執筆時点では、FAや金融業者がビジネス・モデルの変革途中にあり、垂直統合モデルが投資家に最終的にどのような影響を与えるか、まだ計りかねる部分がある。ただし、一部の金融業者がIFAから限定FAに転じるよう強要しているという事例や、限定FAであることを知らずにアドバイスを受けた投資家がいることには留意したい。つまり、金融業者が自社の利益を優先するために、FAの意向に反して垂直統合モデルを推し進めれば、投資家にもしわ寄せが及ぶ可能性があるということであろう。また、投資家保護を目的に実施されたRDRが、投資家にとって好ましいとは言えない状況を作り出しているとも言えなくない。英国の個人向け投資サービス業界はまだ変化の過程にあるとも言え、今後の動向が注目される。

¹⁷ Malcolm Kerr “The Future of the Network Model” EY, 2014

¹⁸ FCA “Asset management market study Terms of Reference” November 2015