

英国の投資アドバイス市場改善に向けた政策と民間事業者の対応

—すべての個人に適切かつ十分な投資サービスが提供される方法の模索—

神山 哲也、磯部 昌吾

■ 要 約 ■

1. 英国では、金融事業者が顧客の最善の利益を追求することを確保するべく、10年以上に渡り議論と政策対応が行われてきた。まず、金融サービス機構（FSA、当時）は、従前の投資アドバイスが必ずしも顧客の最善の利益に沿う形で提供されていないとして、個人向け金融商品販売制度改革（RDR）を2012年末から段階的に実施した。RDRの柱は、①アドバイザー手数料（運用会社から販売会社へのキックバックの禁止）、②アドバイス・サービスの説明・開示（独立・限定アドバイスの明確化）、③プロフェッショナル基準の高度化（継続研修と資格要件の引上げ）だった。
2. 更に、投資アドバイスが全ての消費者にとって必ずしも十分に機能していないとの認識から、低コストでアクセスしやすい投資アドバイス市場の発展・促進を目的として、2015年8月に財務省と金融行為規制機構（FCA）が共同で金融アドバイス市場レビュー（FAMR）を開始した。FAMRでは、①アドバイスのコストの低下、②アドバイスへのアクセスの容易化、③フィナンシャル・アドバイザー（FA）の責務と消費者救済の明確化に関して提言がなされた。
3. このような制度面の見直しを受け、金融事業者の側においても、FAが顧客本意の投資アドバイスに注力できるよう、様々な取り組みが進められている。例えば、プラットフォーム業者が適切なプロダクトの選定・絞り込み機能をFAに提供したり、大手ウェルス・マネジメント会社がコンプライアンスやITなどのミドル・バック分野の対応についてFAを支援したりしている。
4. 英国では、投資アドバイス市場における需要と供給の両サイドを見て、市場原理だけでは達成できない部分に政策的に対応していくという考え方が取られている。また、英国と日本では前提が異なる部分はあるものの、FAのプロダクト選定やミドル・バックの負担を軽減して顧客サービスに集中できる環境を整備しようとする金融事業者の取り組みも興味深い。英国の投資アドバイス市場をめぐる政策アプローチと、業界の取り組みのいずれについても、引き続き注視する必要があると言えよう。

I はじめに

日本では、少子高齢化の進展に伴い、自助努力による資産形成の重要性が一層高まっている。しかし、1,859兆円に及ぶ家計金融資産のうち、投資信託の占める比率が4.0%に留まるなど、安定的な資産形成に必要な長期・分散投資が十分に実現しているとは言い難い状況にある。

金融庁は2017年3月、国民の安定的な資産形成を図るために、金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等を行う全ての金融事業者が、インベストメント・チェーンにおけるそれぞれの役割を認識し、顧客本位の業務運営に努めることが重要との観点から、「顧客本位の業務運営に関する原則」を公表した。同時に、同原則の定着に向けて各金融事業者が実効的な取組方針を策定し、実践していくよう、取組みを進めていくべく、「『顧客本位の業務運営に関する原則』の定着に向けた取組み」を公表した。その中で、金融事業者の取組みの「見える化」を促進する観点から、取組方針や顧客本位の業務運営の定着度合いを客観的に評価できるようにするための成果指標（自主的なKPI）を策定した金融事業者のリストをウェブサイト上で公表することとした。

また、金融庁は、2018年6月に公表した「投資信託の販売会社における比較可能な共通KPIについて」において、金融事業者が自主的に設定・公表したKPIの好事例や、金融事業者に対するこれまでのモニタリングを踏まえ、比較可能な共通KPIとして考えられる指標を示すこととし、①運用損益別顧客比率、②投資信託預り残高上位20銘柄のコスト・リターン、③投資信託預り残高上位20銘柄のリスク・リターン、の3つの指標に関する自社の数値を公表することを期待することとした。

日本が少額投資非課税制度（NISA）などで参考に行っている英国に目を転ざると、金融事業者が顧客の最善の利益を追求することを確保するべく、10年以上に渡り議論と政策対応が行われてきた。以下では、英国の投資サービス業において顧客の最善の利益を追求する政策として、個人向け金融商品販売制度改革（Retail Distribution Review、RDR）及び投資アドバイス市場レビュー（Financial Advice Markets Review、FAMR）を中心にみていくこととする。また、それらの政策の下で、実際の投資サービス提供がどのように行われているかを紹介する。

II 投資アドバイスの透明性とクオリティ向上を図ったRDR

個人向け金融商品販売制度改革（RDR）は、英国において2012年末から段階的に実施されている個人向け投資商品の提供に係る制度改革である。2007年6月のディスカッション・ペーパーによる市中協議から議論が開始され、2010年3月以降、最終規則を含むポリシー・ステートメントが随時公表された。

RDRの背景として金融サービス機構（FSA、当時）は、従前の投資アドバイスが必ずしも顧客の最善の利益に沿う形で提供されていなかったことを挙げる。FSAによると、

個人向け投資商品の多くは複雑な手数料体系を持つ一方、個人投資家の多くは知識・経験が少なく、フィナンシャル・アドバイザー（FA）に依拠するところが大きい。しかし FA は、販売に係る報酬を資産運用会社等の商品プロバイダーから受けていたり（英国ではこうしたキックバックを「コミッション」と呼ぶ）、販社において販売インセンティブが設定されるなど、必ずしも FA と個人投資家の利害が一致しているとは言えなかった。結果として短期の商品の乗り換えが生じた場合、それに伴うコストは、主に商品プロバイダーが負うものの、最終的には個人投資家に転嫁され得る。こうした問題が表面化するのには数年後のことも多いため、問題となった金融事業者がいなくなっていることもあり得るなど、投資家からすると長期に渡って潜在的な利益相反を巡る不確実性にさらされることになる。

FSA は、また、FA は他の専門職と比べて少ない研修・試験でなることができると指摘した。故に、上記のような投資家の理解不足の一因は、FA がサービスの利益・リスク・コストを十分明確に説明できていないことにあるとした。また、個人投資家の側でも、過去の不正販売の問題もあり、FA への信認は低水準に留まっていた。

以上から FSA は、英国における投資アドバイス市場は十分に機能しておらず、従前のような対症療法ではなく、プリンシプルに基づく根本からの問題解決を図る必要があるとして、RDR に着手することとした。その結果、2012 年末に適用開始された業務行為規則（COBS）をはじめ、様々な FSA 規則の改正が実施された。柱となっているのは、①アドバイザー手数料（コミッションの禁止）、②アドバイス・サービスの説明・開示（独立・限定アドバイスの明確化）、③プロフェッショナル基準の高度化（継続研修と資格要件の引上げ）、の三点である¹。

1. アドバイザー手数料（コミッションの禁止）

英国の FA は従来、資産運用会社など投資商品のプロバイダーからのコミッション（キックバック）を販売費用に充てていた。しかし RDR により、そうしたコミッションは禁止されることになり、FA は顧客から直接、アドバイザー・サービスの対価を受け取ることとなった。また、投資期間中の継続的な手数料は、定期的なポートフォリオの見直しやリバランスなど、継続的なサービスを提供する場合のみ、受け取ることができることとされた。

手数料の設定方法については規定されていないため、時間給や、一回あたりの固定手数料、投資金額に対する一定比率など、FA が顧客と相談して決定する。また、受取方法についても、FA が顧客と相談して決定する。但し、規則上、投資商品のプロバイダーがアドバイザー・サービスの対価授受の代行（ファシリテーション）を行うことは認められている。

なお、2012 年末以前からの顧客関係については、本規制は適用されない。そのため、

¹ 規則改正の中核は 2012 年末に適用開始された COBS を含む “PS10/6 Distribution of retail investments: Delivering the RDR – feedback to CP09/18 and final rules” March 2010 であり、この中に①②が含まれる。

現時点でも、コミッション（運用会社から販社へのキックバック）を伴う投信残高は残っている。

2. アドバイス・サービスの説明・開示（独立・限定アドバイスの明確化）

英国では、独立 FA が個人向け投資サービス市場の中核を占めていることは知られているが、従来、「独立」の意味するところが曖昧であり、故に、個人投資家をミスリードすることが指摘されていた。そこで RDR により、何を以て独立アドバイスとするのかが明確化された。具体的には、関連マーケット²について包括的かつ公平な分析に基づき、かつ、バイアス・限定のない³推奨を提供する必要があることとされた。他方、上記要件を満たさないものは限定アドバイス／限定 FA となり、顧客にアドバイスを提供する際、その旨を説明することが求められる。

但し、独立アドバイスの基準は、2018 年初の EU 第 2 次金融商品市場指令（Mifid II）の英国内適用により修正されている。即ち、独立 FA の要件として、市場における十分なレンジの関連プロダクトのアセスメントを行い、①そのタイプ及び発行体・プロバイダーが十分に多様であること、②当該 FA やその関係者もしくは法的・経済的に近い関係にあるエンティティが発行・提供する関連プロダクトに限定されないこと、が求められるようになった。

規制の趣旨は、「広範な母集団から公平・中立的な分析を以て最適な商品を推奨しています」と顧客に謳うには相応の負担・要件を課す、ということであり、RDR・Mifid II のいずれにおいても変わりはない。

3. プロフェッショナル基準の高度化（継続研修と資格要件の引上げ）

英国の FA を巡っては、従来、商品知識などの専門性の低い FA の存在が指摘されてきた。そこで RDR では、その重要な柱として、FA のプロフェッショナルとしての資格要件の水準向上が図られた。全体の仕組みとしては、様々な主体が実施している試験に FA が合格した上で、認定機関（accredited body）⁴が合格の事実を認証し、専門性認定ステートメント（statement of professional standing）を付与する。また、認定機関は、上記ステート

² リテール顧客の投資ニーズ・目的を満たし得る全てのリテール向け投資商品を意味する。

³ バイアス・限定がない条件としては、商品プロバイダーとの資本関係や契約等により、推奨が影響を受けないことなどが規定されている。

⁴ 現在の認定機関は、CFA Society of the UK、The Chartered Insurance Institute、The Chartered Institute for Securities and Investment、the Chartered Institute of Bankers in Scotland、The London Institute of Banking & finance、The Pensions Management Institute。

メントを付与された FA が、毎年 35 時間の専門能力開発プログラム⁵を履行していることを認証する役割も担う。従来も試験合格は必要であったが、RDR によって新たに、継続的な研修を受ける義務が生じたことになる。

プロフェッショナル基準に係る RDR のもう一つの柱が、資格要件のレベルの引き上げである。英国では、公式な資格レベルの認定制度（National Qualifications Framework）が 4 つあり⁶、そのうち最も利用されるイングランド及び北アイルランドの基準は、エントリー・レベル、レベル 1～レベル 8 までである。RDR では、リテール投資家向けの投資アドバイス提供について、高校卒業程度とされるレベル 3 から大学卒業程度とされるレベル 4 へと引き上げられた。

III RDR で生じた透明性・専門性の向上とアドバイス・ギャップの問題

1. RDR 実施の影響

RDR によって、運用会社から FA へのコミッション（キックバック）の支払いは禁止されたが、投資家と運用会社の間において、コミッションがないことを前提とした新たな投資信託の手数料体系（クリーン・シェアクラス）への切り替えが一斉に生じているわけではなく、変更は徐々に行われている。このため、RDR 実施前の投資信託の手数料体系に従うケースが引き続き残ってはいるが⁷、RDR 実施から 6 年が経過したところで様々な影響が指摘されており、英国のリテール投資ビジネスの収入の構図も大きく変化している（図表 1）。

まず、ポジティブな影響としては、①FA の規範と専門性が高まったことによる金融アドバイス市場の質の向上、②手数料の透明性の向上と利益相反の解消がある。いずれも、後述する FAMR の 2016 年 3 月の最終報告書に記載されており、英国金融行為規制機構（FCA）と英国財務省が RDR の成果を評価しているものといえる。

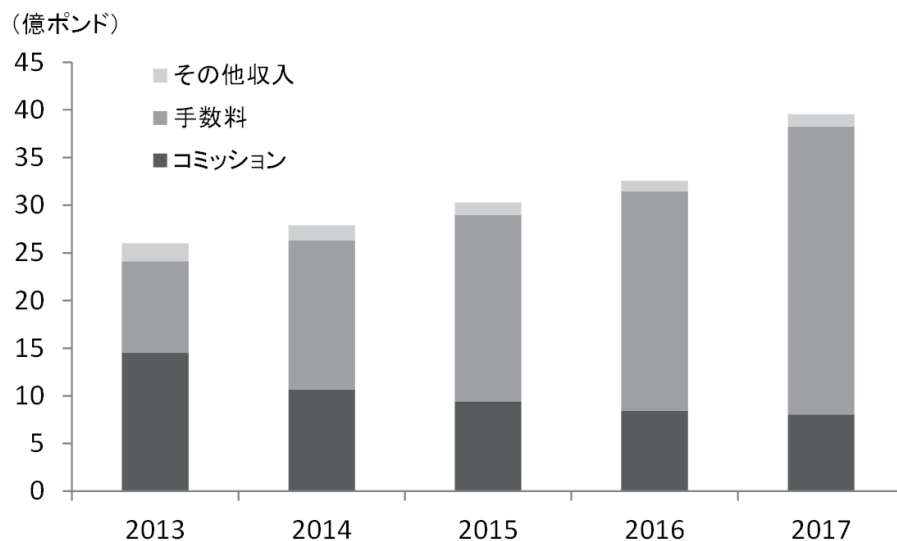
他方で、ネガティブな影響としては、コミッションの禁止によって FA の収入源が狭まり、規制対応コストも増加する中で、FA が顧客 1 人あたりの収入を高める必要性が生じ、マス層の顧客へのサービス提供の余地が減少してしまったことがある。その結果、需給ミスマッチが生じ、中間層を中心に FA の投資アドバイスを希望するにも関わらず受けられない「アドバイス・ギャップ」が発生していることが指摘されている。また、収益性の観点から、個人向け投資商品の製造を担う運用会社と、商品の販売を担う FA 会社とが関係

⁵ うち 21 時間はセミナー、コンファレンス、e ラーニングなど、体系的な研修の形態が求められる。なお、専門能力開発プログラムの履行は、育児休暇、長期疾病、介護等の場合は免除される。

⁶ イングランド及び北アイルランドの Regulated Qualifications Framework (RQF、RDR 当時は Qualifications and Credit Framework)、スコットランドの Scottish Credit and Qualifications Framework (SCQF)、ウェールズの Credit and Qualifications Framework for Wales (CQFW)、全英の Frameworks for Higher Education Qualifications of UK Degree-Awarding Bodies (FHEQ)。

⁷ 2017 年の段階では、個人投資家による投資信託への投資の 3 分の 1 がまだ RDR 実施前の手数料体系に従っているとされている（“Third of UK retail assets still held in pre-RDR share classes”, *Professional Adviser*, 29 March 2018）。

図表1 英国のリテール投資ビジネスの収入の内訳推移



(注) FCA が規制対象とする約 1.2 万社の仲介業者の数値。
 (出所) FCA 公表資料より野村資本市場研究所作成

強化する製販融合（垂直統合モデル）が一部で進み、その結果、投資家に提供される投資商品の選択肢が狭まるのではないかという点も懸念されている⁸。

2. RDR 実施後の英国の投資アドバイス市場

投資サービスを提供する FA の数を見ると、RDR の実施当初、FA の資格要件の引き上げや規制対応コストの増加などが背景となって大きく減少したことから、個人に提供される投資サービス自体が減ってしまうことが懸念された。もっとも、直近では FA の数は RDR 実施前の水準にまで戻っている。

2011 年には 2.6 万人を数えた FA は、RDR 実施後の 2013 年には 2.2 万人まで減少したが、その後は増加に転じて 2017 年には 2.6 万人に回復している⁹。例えば、伝統的な対面での投資アドバイスを徹底することで事業を拡大し、FTAdviser.com による英国の 2018 年の FA 上位 100 社ランキングで預かり資産トップのセント・ジェームズ・プレイスは、所属 FA が 2011 年には 2,000 人程度であったが 2018 年には 3,954 人に拡大している。また、FA への支援事業を行うネットワークの大手オープンワークも、新たに 250 人を採用することを目指しており、採用は RDR 実施前の水準まで回復しているという¹⁰。FA の数が回復している背景には、2015 年に実施された年金自由化により、専門家のアドバイスに対するニーズが増加したことも挙げられる（後述）。

⁸ 製販融合は、投資商品の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ネルを 1 つの金融業者が担うことから、垂直統合モデルとも言われる。

⁹ “Radical advice reforms proposed as FCA’s RDR review looms”, *Citywire*, 10 January 2019.

¹⁰ “Openwork reveals details of expansion plans,” *FT Adviser*, 14 January 2019.

また、RDR によって透明性が高まることで手数料に引き下げ圧力がかかるのではないかと考えられていたが、実際には RDR 実施後に手数料水準が高くなっているとの結果が出ている。ニュー・モデル・アドバイザー誌が、FA 会社 54 社に、自己投資型個人年金¹¹ (SIPP) において 25 万ポンドのポートフォリオを持つ 40 歳の顧客への手数料について調査したところ、RDR 実施時の平均継続手数料率¹²は 1.5%であったが、RDR 実施後には 1.78%に増加しているという¹³。継続手数料率が増加する理由としては、顧客は手数料水準で比較・選定しているわけではないという意見がある一方、手数料を比較する手段が存在しないからであるという意見もある。

継続手数料率が高まる理由として、投資アドバイスに対する需要が供給を上回ったためである可能性も指摘されている。FA の数が 2017 年にかけて回復することで投資アドバイスの供給が増えていることを踏まえれば、投資アドバイスへの需要も増えているからこそ、継続手数料率が上がっているというわけである。

このように、平均継続手数料率の増加の背景には複数の要因が指摘されているが、いずれにせよ、コミッションを禁止したことで個人が支払う手数料水準が低下するという単純な図式にはなっていないことは確かであろう。投資アドバイス市場の規模で見ても、FA が得る手数料は 2015 年の 32.1 億ポンドから 2017 年には 46.5 億ポンドに増加し、特に継続手数料は 50%以上増加しており¹⁴、手数料水準が増加する中でも、投資アドバイスの需要の減退を招くことなく、市場規模が拡大している。

もともと、すべての個人が投資アドバイスの恩恵を受けているとは言い切れず、FA が対象顧客を富裕層に絞り込む動きも同時に生じている。プロフェッショナル・フィナンシャル・アドバイザー協会 (APFA、当時) が行った 2016 年の調査によると、69%の FA が過去 12 ヶ月間で新規顧客の受入を拒否したことがあり、その 43%が理由として顧客の状況から投資アドバイスの提供が収益面で見合わなかったと回答している¹⁵。

このほか、投資アドバイスの種類別に手数料の内訳を見ると、FCA の調査によると限定アドバイスが占める割合は 2017 年には 36%となっており、調査元が異なるが英プロフェッショナル FA 協会の調査では 2013 年には 9%とされていたことと比較するとかなり増加している¹⁶。従って、RDR の実施以降、独立アドバイスの基準が引き上げられた結果、かえって限定アドバイスが増える結果となり、総じて見ると個人が FA から得られる投資アドバイスの範囲は狭まってしまっている可能性があると言えよう。

投資アドバイスの質については、FCA が 2018 年 8 月に公表した 826 名の個人を対象と

¹¹ 加入者自身が投資先を決定できる個人年金。

¹² ①継続アドバイス手数料、②プラットフォーム手数料、③運用会社への手数料の合計。

¹³ ここでいう継続手数料には、継続アドバイス手数料のほかに、プラットフォームと運用会社に支払う金額も含まれている。"Mixed investment and advice fees reveal weak IFA price pressure", *Citywire*, 10 May 2018.

¹⁴ 英 FCA が所管する約 1.2 万社の仲介会社からの提出データに基づく数値。FCA, "Data Bulletin: Issue 13", June 2018.

¹⁵ HM Treasury and FCA, "Financial Advice Market Review – Final Report", March 2016.

¹⁶ 2017 年の数値は前掲注 14 資料、2013 年を含む RDR 実施直後の数値は、荻谷亜紀「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」『野村資本市場クォーターリー』2016 年秋号参照。

した調査によると、過去 12 ヶ月間で投資アドバイスを利用した個人では、2018 年において 50%が高い満足度（10 段階中 9 または 10）、38%が中程度の満足後（10 段階中 7 または 8）であると回答しており、一定程度の評価を得ている¹⁷。他方で、少なくとも 1 万ポンドの貯蓄または投資資産を持ちながら、過去 12 ヶ月間で投資アドバイスを利用していない個人の理由を見ると、15%は手数料に満足できない、または支払いたくないと回答しており、既存の投資アドバイスの形態では需給ミスマッチが生じていることがわかる。また、23%が FA または投資アドバイスの質を信頼していないと回答しており、投資アドバイス・サービス業界に改善の必要性がある面も見られる。

IV FAMR にみる投資アドバイスのベスト・プラクティス

金融アドバイス市場レビュー（Financial Advice Market Review、FAMR）は、投資アドバイスが全ての消費者にとって必ずしも十分に機能していないとの認識から、英国国民のライフステージのあらゆる段階において、低コストでアクセスしやすい投資アドバイス提供の市場の発展促進を目的とするものであり、2015 年 8 月に、財務省と FCA の共管プロジェクトとして開始された。

FAMR の背景として、第一に、資産形成における自助努力の重要性が高まったことが挙げられる。財務省・FCA によると、その要因として、まず、マクロ環境の変化がある。高齢化、住宅市場の変化、雇用の流動化などの社会・人口動態の変化により、人々の資産形成のニーズないし目的は複雑化・多様化している。また、テクノロジーの進展、金融サービスにおけるコスト意識の高まり、金融サービスに対する不信感から、金融に関する知識・経験が不足しているにも関わらず、オンライン証券等でアドバイスを得ずに意思決定をすることが増加している。

もう一つの背景として、制度改正が挙げられる。2015 年 4 月に導入された「年金自由化」では、年金資金の用途がアニュイティ（終身年金）に限定されなくなり、英国国民の退職時の選択肢が飛躍的に拡大した。その結果、専門家のアドバイスの必要性が高まったものの、多くの退職者が十分なアドバイスなしに年金資金の用途に関する意思決定をしている点が課題となっている¹⁸。また、RDR により生じた「アドバイス・ギャップ」も、低コストでアクセスしやすい投資アドバイスを提供する市場の発展が求められた要因として挙げられる。

¹⁷ Ignition House and Critical Research, “The changing shape of the consumer market for advice: Interim consumer research to inform the Financial Advice Market Review (FAMR)”, August 2018.

¹⁸ 年金自由化及びそれを受けた消費者動向等については、神山哲也・富永悠「英国における『年金自由化』とその影響」『野村資本市場クォーターリー』2017 年秋号（ウェブサイト版）参照。

1. FAMR の概要¹⁹

FAMR では、実際の個人のニーズや選好、FA のインセンティブなどにも配慮しつつ、3分野の提言をしている。

第一は、アドバイスのコストの低下（affordability）である。ライフステージや家族状況等も考慮する包括的なアドバイスは、通常、資金額の大きい投資家に提供されるが、現実には、より限定的・簡易なアドバイスや、商品に関するガイダンス（一般的情報の提供）のみを求める投資家も多い。他方、FA の側では、そうした簡易なアドバイスやガイダンスと包括的なアドバイスで、規制上の扱いがどのように異なるのか不明確であり、故に、簡易なアドバイスやガイダンスの提供が難しいなどの問題があった。そこで FAMR では、個人的推奨（personal recommendation）として適合性原則の対象となる投資アドバイスとそうでないガイダンスの区分や、「簡易なアドバイス（streamlined advice、後述）」に係るケーススタディを含むガイダンスの策定等が行われた。

第二は、アドバイスへのアクセスの容易化（accessibility）である。コストの高さや理解不足等から、個人の側で主体的にアドバイスを求めない実態があることを受けたものである。そこで、職域チャンネルが有力な入り口になるとの考えから、雇用主が従業員に金融関連の支援を提供する際の規制の明確化や、年金に関するワンストップの情報提供を図る「年金ダッシュボード」の創設（継続中）、個人の自発的アクションを促す「経験則とナッジ」の設計（後述）などが行われた。

第三は、FA の責務と消費者救済の明確化（liabilities and consumer distress）である。アドバイスの利用者の救済措置と FA の負担とのバランスを取るべく、金融サービス補償スキーム（FSCS）の課金や金融オンブスマン・サービスの適正性、予見可能性、透明性の向上が図られている。

2. 投資アドバイスのベスト・プラクティス

FAMR で特徴的なのは、強制力・拘束力のある規則改正等に加え、投資アドバイスに係るベスト・プラクティスを提示するという手法が採用されている点である。英国の金融関連の規制では、原理・原則を遵守することが求められるプリンシプル・ベース・アプローチや、遵守しない場合のみ説明を求められるコンプライ・オア・エクスプレインが知られているが、FAMR において提示されたベスト・プラクティスでは、原理・原則の遵守も、遵守しない場合の説明も求められない。あくまでも、FA の一助となるべく、参考事例として提示されるに留まる点が特徴である。

上記の「簡易なアドバイス」に関しては、適合性原則が適用されるものの、投資ニーズが限定的であるが故に適合性評価で考慮されるものも限定的になる。そこで、①ISA にお

¹⁹ 詳細については、神山哲也「英国の投資アドバイスに係る規制改革」『野村資本市場クォーターリー』2018年冬号参照。

ける投資、②職域年金、③アニュイティの購入、④年金積立、の4ケースにおいて、ターゲット市場の特定、フィルタリング質問、適合性評価に必要な顧客情報等を提示している。例えば、「ISAにおける投資」では、ターゲット市場の特定、フィルタリング質問、適合性評価に必要な顧客情報として、図表2の事項を提示している。

また、上記の「経験則とナッジ」では、FAによる直接的な助言よりも、個人が自発的にアクションを起こすことを促すことを目的とする。ここでいう経験則とは、例えば、いざという時のために3か月分の収入を確保しておく、若いときは確定拠出型年金でより高いリスクを取ることができるといった、いわば金融における基本的な法則を指す。ナッジとは、行動ファイナンスでしばしば用いられる用語であり、人を肘で突いてそれとなく、警戒感を持たれずに、特定の行動を促す動作を意味する。

例えば「貯蓄できる時に貯蓄する」という経験則に対するアクションは「定期的に可処分所得もしくは銀行預金から少額を貯蓄する」とされ、ナッジ例としては「銀行預金から事前設定した少額資金を『いざという時のための資金』として別口座に定期的に移管する商品に顧客を加入させる」ことが提示されている。また「年金への拠出を増やす」という経験則に対するアクションは「Save more tomorrow：将来の収入を年金に回す」とこととされ、ナッジ例としては「将来の収入の一定割合を年金に拠出することを従業員に要請」することが提示されている。Save more tomorrowとは、行動経済学でノーベル経済学賞を

図表2 「簡易なアドバイス」のケーススタディ：ISAにおける投資の場合

<p>ターゲット市場の特定</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 投資可能な余資ないし可処分所得がある ・ 利用可能な非常時資金及び目先の支出他のための資金を保持 ・ 包括的なプランニングではなく特定の投資ニーズに係るアドバイスを求めている ・ 既に持っている投資案件に関するアドバイスを提供するサービスではないことを認識 ・ 少なくとも5年以上の投資をする意図を持つ ・ 投資価値の下落を受け入れることが可能
<p>フィルタリング質問</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ ISAで保有する投資信託のみに関するアドバイスを受けたいか ・ 扶養家族はいるか。自身の死亡時、扶養家族の資金は確保されているか ・ 毎月の経常支出後、xポンド残るか ・ 非常時の支出を賄うための現金（3か月の経常支出分以上）を確保しているか ・ クレジットカードや個人ローン等、無担保債務があるか（住宅ローン除く） ・ 今年、全てのタイプのISA合算でいくら投資しているか ・ 最高税率を適用される所得を得ているか ・ 雇用節マッチングのある職域年金があるか ・ 短期もしくは中期的に財務状況の変化が見込まれるか（退職・疾病等） など
<p>適合性評価に必要な顧客情報</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 投資目的： 顧客は何を達成したいか。投資の目的は。いつまで投資を保有しようと考えているか ・ 財務状況： 毎月の収入は。定期的な収入源は。毎月の経常支出は ・ 知識・経験： 株式市場にリンクした投資信託、リスクを十分に理解しているか。株式投資の経験は

(出所) FCA “FG17/8: Streamlined advice and related consolidated guidance” September 2017 より
野村資本市場研究所作成

受賞したリチャード・セイラー（Richard Thaler）教授が提唱したプログラムであり、昇給の一定比率を年金拠出増額に自動的に振り向けるプログラムを指す。自動的に行われることに加え、手取りが減少しないため、心理的ハードルが下がるとされる。また、こうしたナッジを行う際、「他の人は」というフレーズを用いると、人々の心理により強く働き掛けることができることも示されている。

このように、コンサルタントが FA に提供する内容のようにも見え、監督当局の取組みとしてはユニークと言えよう。

V RDR と FAMR を踏まえた民間事業者の対応

1. FA とプラットフォームを中心とした投資アドバイス市場

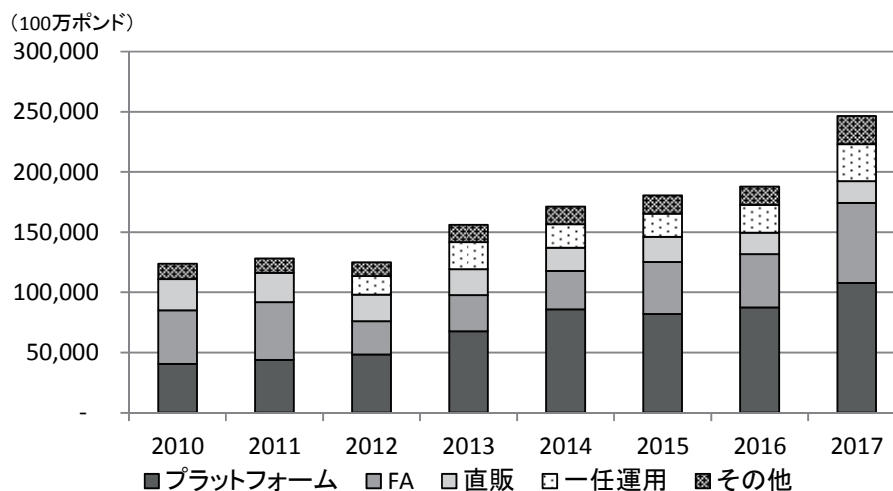
英国における投資アドバイス市場は、伝統的に独立 FA が中核になっている。もともと、上記 RDR によって「独立」の定義が「オープン・アーキテクチャー」に変わったため、個人事務所で営業する FA と言った方が実態を言い表している。例えば、FA を 2~3 名ほど抱える事務所で、各地に点在し、地元の富裕層向けに保険や投資信託などの金融サービスを提供する、といったものが典型例と言える。

こうした FA と並んで英国投資サービス市場で重要な役割を担うのがプラットフォームである。プラットフォームとは、多数の商品プロバイダーの投資商品をオンライン・ポータルで提供する業態を指し、①個人投資家が直接アクセスする場合、②FA が個人投資家向けの商品提供に利用する場合、がある²⁰。前者が日本におけるオンライン証券に該当するのに対して、後者は日本にはない業態であり、自前で多数の商品プロバイダーにアクセスしてデュー・デリジェンスを行うリソースを持たない個人事務所の FA にとって、ワンストップで多数のプロバイダーの商品にアクセスし、商品選定を支援するツールを提供する。また、下記にみるように、専任のミドル・バック担当者を置けない個人事務所の FA に、ミドル・バック関連機能でも支援ツールも提供している。英国では、①に特化したハーグリーブス・ランズダウン、①②両方提供するフィデリティ（ファンズネットワーク）、②に特化したコーファンズ、スタンダード・ライフ（エレベート、ラップ）、アビバ、エイゴン、トランザクトなどがある。

②で FA が個人投資家向けの商品提供に利用する場合、FA が電話口もしくは同じ場所で、個人投資家に説明しながらプラットフォームの画面を操作する。個人投資家は、日本のオンライン証券のように、自らアクセスして口座情報等を閲覧したり、実際に取引を行うことも可能である。他方、FA は自分のログイン画面で、自分が抱える複数の顧客の情報等を閲覧・管理することができる。多くの場合、FA 事務所は、所属 FA が利用できるプラットフォームのショート・リストを持っており、個々の FA がその中から、機能の利

²⁰ FCA 規則の定義では、投資案件のアレンジ、保護預かり、アドミニストレーションを含み、リテール顧客に提供される複数の商品プロバイダーによるリテール投資商品を販売するサービス、とされる。

図表3 チャネル別投信販売額の推移



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

便性や投資家向けの手数料水準等を勘案して選択する。また、一人のFAは通常、2~3のプラットフォームを利用する。これは、独立性を確保するため、顧客に合わせた機能を提供するためと説明される²¹。

英国における販売チャネル別の投資信託販売額は図表3の通りである。2009年まではFAが8~9割を占めていたが、2010年以降、統計の変更によりプラットフォームが追加された。ここでいうプラットフォームは上記①②の両方を含み、その内訳は開示されていないが、その大部分が②のFA経由のものとみられるため²²、引き続き英国における投信販売の大部分がFAを通じた販売となっていることが窺われる。

2. プラットフォームのFA支援機能

英国では、FAが顧客本位の投資アドバイスを提供できるよう、様々な支援機能がある。例えば、プラットフォームによるファンドの品揃えと選定・絞り込み機能も、FA支援機能と言える。品揃えを一般公開しているフィデリティのファンズネットワークとハーグリーブス・ランズダウンをみると、いずれも3,000本以上のファンドを扱っており、また、個別株も売買できる。ファンドの品揃えは、アセットクラス、地域、運用手法、形態（ユニット・トラスト、インベストメント・トラスト、ETF）など、あらゆる切り口において多様性が確保されている。その上で、3,000本以上のファンドを羅列するだけでは、FA／個人投資家にとって使い勝手が良くないため、ファンドの選定・絞り込みのためのツールを提供している。両社で共通しているのが、①推奨ファンド・リスト、②ファンド選定

²¹ 筆者ヒアリングによる。

²² 母集団の5プラットフォームのうち、個人投資家を直接対象とするのはハーグリーブス・ランズダウンのみであり、もう一つ個人投資家を直接対象とするフィデリティは、大部分がFA経由であるため。

ツール、の二点である。

推奨ファンド・リストは、ファンズネットワークではセレクト 50、ハーグリーブス・ランズダウンではウェルス 50 と呼ばれ、いずれも両社に所属するファンド・アナリストによる定量・定性分析²³を経て選定されたものである。適宜アップデートされるものであり、本稿執筆時点では、フィデリティが 50 本、ハーグリーブス・ランズダウンが 63 本となっている。ファンドのセクターをみると、両社とも特定のセクターに偏ることなく、バランスがとられている様子が見て取れる（図表 4）。その中で、両社の相違点としては、①ハーグリーブス・ランズダウンは若干英国株バイアス（英国株ファンド比率はフィデリティが 18%、ハーグリーブス・ランズダウンが 27%）、②ファンズネットワークはインデックス運用 1 本、ハーグリーブス・ランズダウンは同 6 本²⁴、③ファンズネットワークではフィデリティのファンドが 10 本（ハーグリーブス・ランズダウンは自社ファンドなし）、が挙げられる。

ファンド選定ツールとしては、ファンドのスクリーニング機能と、質問票に回答して推奨ファンドを導出するツールがある。以下では、FA 向けプラットフォームとしての側面も持つフィデリティのファンズネットワークの例を紹介する。

まず、スクリーニング機能では、運用会社名、アセットクラス、ファンド分類、モーニ

図表 4 フィデリティとハーグリーブス・ランズダウンの推奨ファンド・リスト

フィデリティ		ハーグリーブス・ランズダウン	
ファンド分類	本数	ファンド分類	本数
英国株	9	英国株インカム	6
欧州株	7	英国株グロース	7
北米株	5	英国中小型株	4
日本株	3	欧州株	5
グローバル株	5	北米株	2
アジア・新興市場株	6	日本株	3
債券	10	グローバル株	6
オルタナティブ等	5	アジア株	5
		新興市場株	4
		倫理（株）	1
		バランス型	2
		トータル・リターン	3
		社債・政府債	5
		インカム	5
		戦略・グローバル債券	5

（注） 2019年1月24日時点。両社のファンド分類を採用。
 フィデリティは「英国株」の中にインカム、グロース、中小型株。
 トータル・リターンは様々な資産間で柔軟にアロケーションを変えて長期リターンを追求する戦略。

（出所） フィデリティ、ハーグリーブス・ランズダウンより野村資本市場研究所作成

²³ 分析手法は開示されていない。

²⁴ フィデリティは不動産 ETF、ハーグリーブス・ランズダウンは欧州株、北米株、グローバル株、アジア株新興市場株、社債・政府債で各 1 本（ETF 含む）。

ングスター評価、手数料水準、運用手法でソートすることができる。また、フィデリティのファンドのみか否か、パフォーマンス手数料のみか否か、セレクト 50 のファンドか否かも選択できる。

質問票に回答して推奨ファンドを導出するツールは、ファンズネットワークではパスファインダーと呼ばれており、上記スクリーニング機能より一層丁寧に FA/個人投資家を支援するためのものと位置づけられる。パスファインダーでは、第一段階でグロースかインカムかを選択する。グロースを選択した場合、第二段階でリスク許容度を 5 段階から選択する。この段階で、初期投資額・毎月積立額・年数を入力すると、今後のパフォーマンスの下限・上限がグラフで表示される。第三段階で「専門性重視」か「コスト重視」から選択すると、推奨ファンドが表示される。他方、第一段階でインカムを選択した場合、第二段階で「保守的」、「バランス」、「インカム&グロース」から選択すると、推奨ファンドが表示される。なお、ここで表示されるのは、いずれもフィデリティのファンドとなっている。

また、FA 向けのプラットフォームでは、FA のミドル・バック機能を支援する様々なツールが提供されている。例えば、ファンズネットワークでは、FA が担当する顧客毎の取引履歴や残高、リターン等の情報管理機能、顧客ポートフォリオにおける未実現損益の把握（課税年度末の売買判断に利用）、スクリーン上の項目の表示・非表示設定、各種書面作成支援機能がある。書面作成機能としては、例えば、顧客の投資額やファンド等を入力すれば、手数料・コスト、その他法定事項を盛り込んだ書面が出力される、といったものがある。こうした機能を提供することを通じて、FA がより顧客サービスに集中できる環境を創出するようにしている。

3. ウェルスマネジメント会社の FA 支援機能

大手ウェルスマネジメント会社でも、フロントの FA による顧客サービスを支援するべく、FA 支援ツールで工夫が凝らされている。例えば、英国で近年もっとも成長したウェルスマネジメント会社と目されるセント・ジェームズ・プレイスは、自社社員として FA を抱えるのではなく、外部 FA と提携し、彼らに対して支援機能を提供することをコア・ビジネスとする²⁵。

セント・ジェームズ・プレイスが 3,500 人以上のパートナーFA に提供する支援機能は様々である。プロダクト面では、パートナーFA が扱うファンドは全てセント・ジェームズ・プレイスのブランドであるが、投資意思決定は全て外部委託しており、デュー・デリジェンスはセント・ジェームズ・プレイスが行っている。具体的には、投資コンサルティング会社であるスタンフォード・アソシエイツとレディントンの分析により対象を絞り込んだ上で、外部の専門家も加えたセント・ジェームズ・プレイスの投資委員会が、どの運

²⁵ 詳細については、富永悠「対面投資アドバイスを深化させるセント・ジェームズ・プレイス」『野村資本市場クォーターリー』2018 年春号参照。

用会社を採用するか決定する。選定基準は、投資パフォーマンスなどの定量面に加え、運用チーム、運用方針の一貫性、ファンド・マネージャー個人の能力などの定性面も含まれる。ファンド本数は 38 本と少ないが、運用の中身は、常にベストと考える世界中の運用会社にアクセスし、柔軟に変更することができるようになっている。以上から、パートナーFA は、取り扱うプロダクトについて、説明資料等も含め、セント・ジェームズ・プレイスに依存することができる。また、ファンド以外の金融商品・サービスについても、セント・ジェームズ・プレイスがデュー・デリジェンスを行ったり、専門家を紹介するなどの支援を提供している。

ミドル・バックの分野でも、パートナーFA に広範な支援を提供している。例えば、パートナーFA 向けのコンプライアンス支援機能は、セント・ジェームズ・プレイスで最も人員を割いている分野の一つであり、当局対応も一括して行っている。また、IT 関連では、パートナーFA のウェブサイト管理も行っており、例えば深夜にマーケットに影響を及ぼすイベントがあった場合、パートナーFA が就寝中にパートナーFA の顧客向けウェブサイトに関連ニュースや分析等を掲載する。更にセント・ジェームズ・プレイスは、パートナーFA 間の事業売却の仲介も行っている。これにより、RDR 等を受けて退出したい FA に加えて、事業拡大を目論む FA を支援することにもなり、そうした FA にとっては、顧客サービスにより多くの時間を費やせるようになる。

実際、セント・ジェームズ・プレイスの手数料体系は、例えばアップフロントがアドバイスとプロダクトの手数料の合計で 6.5%と高水準であるにも関わらず、新規顧客獲得の 90%が既存顧客の紹介によるものであるなど、顧客満足度は高い。上記のような FA 支援を背景に、FA が顧客サービスに集中できていることの証左と言えよう。

VI おわりに

上記でみてきたように、英国では、FA が提供する投資サービスにおいて顧客の最善の利益を実現するべく、投資家支援として、利益相反の管理・明確化や透明性の向上、FA 支援として、規制の明確化（アドバイスとガイダンスの明確化等）やベストプラクティスの提示が行われている。

その考え方の裏側には、投資アドバイス市場には供給サイドと需要サイドが存在し、既存の規制環境の下で市場原理が働くと、結果的に需要サイドである個人に投資アドバイスを受けられない層が発生してしまうという問題認識がある。そのため、需要サイドと供給サイドのそれぞれを定量・定性的に詳細に分析した上で、いかに供給サイドが経済合理性を損なわずに、投資アドバイスを受けられない需要サイドに対し投資サービスを提供できる環境を作っていくかという観点から、対応可能な政策を模索している。言い方を変えれば、市況や個人の嗜好等に依存するパフォーマンスや、手数料水準そのものを問題視するというわけではなく、市場原理だけでは達成できない部分に政策的に対応していくという考え方が取られている。

英国における FA の形態やプラットフォームの存在など、日本と前提が異なる部分はあるものの、FA のプロダクト選定やミドル・バックの負担を軽減して顧客サービスに集中できる環境を整備しようとする英国金融事業者の取り組みも興味深い。英国の投資アドバイス市場をめぐる政策アプローチと、業界の取り組みのいずれについても、引き続き注視する必要があると言えよう。