

## 英国における初心者投資家へのアドバイス提供の施策 ー規制緩和を提案する英国 FCAー

橋口 達、磯部 昌吾

### ■ 要 約 ■

1. 英国において、金融資産の保有額が少ない個人に対する投資アドバイスの担い手が不足している所謂「アドバイス・ギャップ」の問題が、新たな局面を迎えている。英国金融行為規制機構（FCA）は、2022年11月、初心者投資家のためのコア投資アドバイス制度を導入する規則改正案を公表した。
2. アドバイス・ギャップは英国で長年議論されてきたテーマである。FCAは、1万ポンド以上の投資可能資産を持ちながら多くをキャッシュで持つ個人を2025年までに2割減らす目標を2021年9月に掲げてきたところ、その具体策としてコア投資アドバイス制度を提案した。
3. コア投資アドバイスでは、アドバイス対象を株式型個人貯蓄口座（株式型ISA）をベースにした範囲に限定することを条件に、ファイナンシャル・アドバイザー（FA）に対する規制を緩和する。これにより、FAが低コストで投資アドバイスを提供できるようにする狙いがある。
4. 現実問題として、保有資産が必ずしも多くない個人が支払える手数料には限界がある。一方、FAにとって規制負担が投資アドバイスのコストの全てというわけでもない。コア投資アドバイス制度が、FAによる低コスト・アドバイス提供のビジネスをどのように促進し、アドバイス・ギャップの改善に繋がっていくのか引き続き注目といえよう。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 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。
- ・ 神山哲也・磯部昌吾「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 ー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ー」『野村資本市場クォーターリー』2019年春号。
- ・ 磯部昌吾「英国の制限投資家制度ー個人による高リスク資産投資の選択肢の多様化ー」『野村資本市場クォーターリー』2022年秋号。
- ・ 中村美江奈「英国で誕生するISA ミリオネア」『野村資本市場クォーターリー』2022年秋号。

## I 低コストでの投資アドバイス提供を模索する FCA

英国において、金融資産の保有額が少ない個人投資家に対する投資アドバイスの担い手が不足している所謂「アドバイス・ギャップ」の問題が新たな局面を迎えている。英国金融行為規制機構（FCA）は、金融事業者による低コストでの投資アドバイスの提供を容易にするべく、2022年11月30日に初心者投資家のためのコア投資アドバイス制度を導入する規則改正案<sup>1</sup>（以下、規則改正案）を公表した。

英国において低コストの投資アドバイスの必要性は、2012年末から段階実施された個人向け金融商品販売制度改革（RDR）以降、幾度となく議論されてきたテーマである<sup>2</sup>。RDRを巡っては、フィナンシャル・アドバイザー（FA）の規範と専門性が高まり、投資アドバイスの質が向上したと評価されている。他方で、RDRは規制強化という側面を持つことから、その対応コストを踏まえてFAが顧客1人あたりの収入を高める必要性が生じ、マス個人層へのサービス提供の余地が減少してもいた。その結果、需給ミスマッチが生じ、一部の個人がFAの投資アドバイスを希望しても受けられないアドバイス・ギャップの発生が指摘されてきた。

このため、2015年から早くも英国財務省とFCAは共同で、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を目指して制度面の見直しを検討してきた。そして、2021年9月にはFCAは、比較的高いリスク許容度と1万ポンド以上の投資可能資産を持ちながらにして、資産の多くをキャッシュで持つ個人を2025年までに2割削減する目標を掲げた<sup>3</sup>。その具体策が、FCAによるコア投資アドバイス制度の導入の提案である。FCAは、アドバイス対象を株式型の個人貯蓄口座（株式型ISA）をベースとした範囲に限定する場合に限って規制緩和を行い、初心者投資家に対して低コストな「コア投資アドバイス」を提供できる枠組みを提案している。

そこで、本稿では、英国におけるアドバイス・ギャップの現状を踏まえた上で、コア投資アドバイス制度の導入に関するFCAの規則改正案を概説する。

## II 英国におけるアドバイス・ギャップの現状

### 1. FAの人数の回復と投資プラットフォームの利用の増加

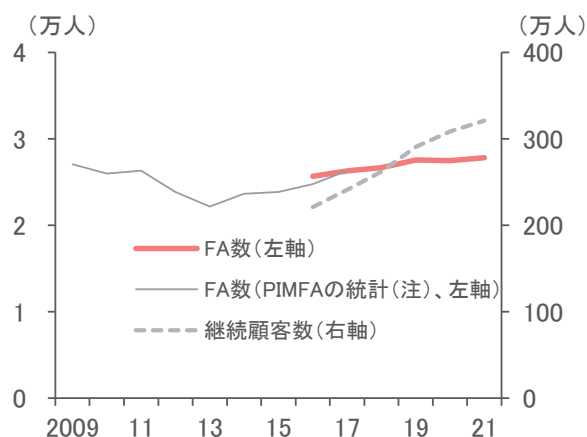
近年、英国の個人金融資産残高は大きく膨らんできた。その額は2021年末には過去20年ではほぼ倍増となる7.4兆ポンドまで達しており、個人投資家の資産運用に対するニーズは高まっている。ところが、2012年末からのRDRの実施当初は、FAの資格要件の引き上

<sup>1</sup> FCA, “Broadening access to financial advice for mainstream investments,” November 30, 2022.

<sup>2</sup> RDR以降の英国の投資アドバイス市場の改善に向けた議論については、神山哲也・磯部昌吾「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–」『野村資本市場クォーターリー』2019年春号を参照。

<sup>3</sup> FCA, “Consumer Investments: Strategy and Feedback Statement,” September 14, 2021.

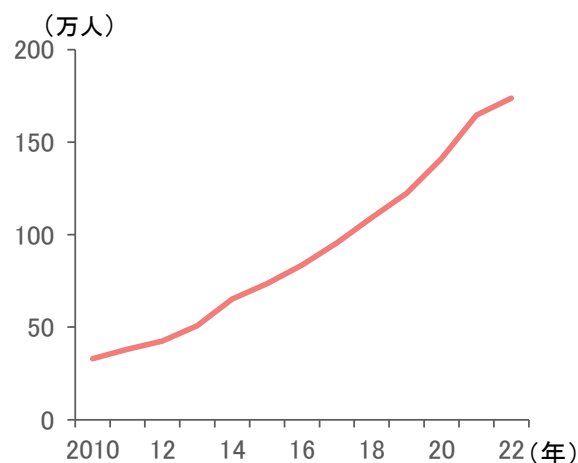
図表1 FA数とFAの顧客数



(注) FA数はFCAの統計が2016年までしか遡れない(出所)ため、個人投資運用・投資アドバイス協会(PIMFA)の数値を合わせて載せている。

(出所) FCA, Money marketing, Citywire より野村資本市場研究所作成

図表2 ハーグリーブス・ランズダウンの稼働顧客数



(出所) 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

げや規制対応コストの増加などが背景となって、投資アドバイスを提供するFAの人数が大きく減少していた(図表1)。

このため、英国では、個人投資家に対する投資アドバイスの供給量の低下が懸念されてきた。もっとも、FA数はその後増加に転じており、2021年には2.8万人まで増えている。また、FA会社の継続顧客の数は、数値の取得が可能な2016年以降は一貫して増えている。継続顧客数は過去5年で100万人増加し、2021年には321万人となった。これらの数値からは、RDRの影響を受けながらも、近年は英国市場における投資アドバイスの供給量は、個人金融資産の増加とともに増えている姿が窺える。

また、FAからの投資アドバイスを得ずに、オンラインで手軽に投資を行う間口も広がっている。投資アドバイスをほとんど提供せずに販売のみに特化したオンライン投資プラットフォームの顧客数は、新型コロナウイルス禍(コロナ禍)において大きく伸びている。英国最大手の投資プラットフォームであるハーグリーブス・ランズダウンだけで、2022年に173万人の稼働顧客を抱えており、過去5年で78万人増加している(図表2)。特にコロナ禍初期である2020年と2021年の2年間では、42万人増加している。

## 2. 引き続きマス個人層に存在するアドバイス・ギャップ

FAによる投資アドバイスの提供やオンライン投資プラットフォームの利用は着実に増えているものの、FCAは引き続きマス個人層におけるアドバイス・ギャップの存在を指摘している。なお、この節において記載する人数や比率、手数料は、特段の言及がない限り、FCAの規則改正案において示されている直近の調査や文献のものである。

FCA の直近の調査によると、英国では約 970 万人が 1 万ポンド以上の投資可能資産を持ちながらにして、そのほとんど又は全てをキャッシュで保有している。前述した FA 会社の 2021 年の継続顧客数が 321 万人であったことと比較すると、その人数の多さがわかる。昨今の欧州におけるインフレを踏まえると、こうしたキャッシュで保有しているマス個人層の資金がインフレで実質的に目減りするリスクに晒されているといえる。

もっとも、マス個人層に対して従来のような対面での投資アドバイスを提供することは、採算面で課題がある。例えば、現行規制は、個人投資家が抱える複雑な問題に対処するべく、包括的な投資アドバイスを提供することを前提に消費者保護を図ってきた。こうした規制は、個人のニーズがシンプルで投資金額が少ない場合にも適用される。このため、金融事業者は、採算の合うアドバイスが提供できない理由として、FA の資格要件の厳しさや、法令違反の恐れから既存の適合性規制を柔軟に活用できない点を指摘してきた。また、こうした中で金融事業者の対応は、①採算を確保できる富裕層への注力、②ロボ・アドバイザーのような安価な自動アドバイスのマス個人層への提供という 2 つに分かれてきた。

前者に関しては、金融事業者の 4 割が、投資アドバイスの提供にあたって最低投資金額を設定している。そうした基準を設定していない金融事業者でも、顧客の投資額は大きいことが多い。加えて、平均的なアドバイザー手数料は投資残高に対して 1%~3%となっている。これに対して、多くの個人が支払いたいと考える手数料は最大でも 1%であるとされる。株式型 ISA の平均投資額が 9,000 ポンド以下であることも踏まえると、今の投資アドバイスの手数料は多くの個人にとって釣り合う水準ではないと考えられることが示されている。このため FCA は、投資の恩恵を享受しうる個人が、伝統的な投資アドバイスを受けられずにいると指摘している。

一方で、安価なロボ・アドバイザー等の自動アドバイスについては、限定的な利用に留まっている。自動アドバイスは、一般的に包括的な投資アドバイスよりも低コストである。具体的には、自動アドバイスでは、アドバイス料と投資手数料含めた年間手数料は平均で約 0.8%となっており、包括的な投資アドバイスの 1.9%を下回っている。ところが、低コストであっても、ロボ・アドバイスのみのサービスが、個人に幅広く受け入れられているとは言い難い。背景として、FCA は、個人がどのような情報を要求されているのか理解し、間違いを犯さないようサポートする人手がないことを一因として挙げている。実際、英国の個人の 81%は、全く人が関与せずに投資アドバイスを行うコンピューターの意思決定に対する信頼性が低いとしている。

こうした中で、1 万ポンド以上の投資可能資産を持つ個人のうち、過去 1 年間で投資アドバイスを受けたことがあるのは 17%に留まる。そして、投資アドバイスを受けなかった個人の 6 割が、投資アドバイスは必要ないと答えている。FCA は、このような状況を、マス個人層が投資アドバイスの必要性を認識できておらず、認識している場合であってもニーズが十分に満たされていると感じていないと捉えている。また、多くの個人投資家が投資のリスクを十分に理解できておらず、特に投資アドバイスを受けていない個人の 45%は損失が生じるリスクを認識できずにいるともしている。

### 3. キャッシュに偏る個人の資産構成の改善を目指す FCA

FCA は、2021 年 9 月に公表した消費者投資戦略<sup>4</sup>において、比較的高いリスク許容度をもちかつ 1 万ポンド以上の投資可能資産を持ちながらにして、その多くをキャッシュで保有する個人を 2025 年までに 2 割削減する目標を掲げた。前述したとおり、FCA は、1 万ポンド以上の投資可能資産のほとんどをキャッシュで持つ個人が約 970 万人存在するとしている。そして、個人のリスク選好に対する調査を踏まえると、このうちの約 420 万人が一定のリスク取得意欲を持っていると判断している。その数を 2 割減らすとなると、84 万人をキャッシュ以外の投資に向かわせる必要があることになる。

FCA は、そのための具体的な施策の 1 つとして消費者投資戦略において、株式型 ISA のようなシンプルな投資を望むマス個人層のサポートを金融事業者が容易にできるようにするべく、規制の見直しを模索することを挙げた。2022 年 7 月には、FCA に呼応する形で、FA の業界団体である個人投資運用・投資アドバイス協会（Personal Investment Management and Financial Advice Association, PIMFA）が簡易アドバイス制度の導入を提言した<sup>5</sup>。PIMFA はこの提言において、現在の厳格な適合性規制が、FA がシンプルでコスト効率の高いサービスを個人に提供する障壁となっていると指摘した。こうした意見も出る中で、FCA は、低コストかつシンプルな「コア投資アドバイス」の枠組みを導入する規則改正案を公表するに至った。

## III コア投資アドバイス制度を導入する FCA の規則改正案

FCA が提案するコア投資アドバイス制度の狙いは、非常時に必要となるバッファーを超えて過剰にキャッシュを持つ個人に対して、オーソドックスな金融商品への投資に自信を持てるよう投資推奨を提供することにある。この目的を実現するべく、アドバイス対象を、株式型 ISA をベースにした範囲に限定することを条件に、複雑な投資商品を扱うことを前提に設計された FA に対する規制の軽減を図っている。FCA の規則改正案は、主に、①コア投資アドバイスの対象となる投資範囲、②適合性規制に関する簡素化・明確化、③FA に関する要件の緩和、④手数料の徴収体系で構成されている。

### 1. コア投資アドバイスの対象となる投資範囲

FCA は、個人が投資の第一歩を踏み出すために可能な限りシンプルな制度にするという観点から、コア投資アドバイスのアドバイス対象を、株式型 ISA をベースとした投資範囲に制限し、少なくとも 5 年は投資を行うことを想定している。株式型 ISA は、株式や投資信託への投資を行う際に、売却益や配当金、分配金等が非課税となる英国特有の税制優

<sup>4</sup> 前掲脚注 3。

<sup>5</sup> PIMFA, “Up on the ladder: providing simplified advice solutions for new and existing clients,” July 6, 2022.

遇制度である。英国のマス個人層に幅広く普及していることから、それを初心者投資家の投資の入口に使うというわけである。

具体的には、新規の株式型 ISA の開設時に限り、年間投資の上限額である 2 万ポンド（1 ポンド=160 円換算で 320 万円）までがアドバイス対象となる。ただし、現行の株式型 ISA で投資できる金融商品のうち、英国法令においてリスクが高いとみなされている制限マス市場投資商品と非マス市場投資商品<sup>6</sup>に該当する金融商品については、アドバイス対象から外している。このため、例えば、上場企業が発行する非上場社債への投資については、コア投資アドバイスの対象外となる。

それでもなお、コア投資アドバイスが対象とする金融商品には、上場株式や上場投資信託（ETF）、投資信託に相当する UCITS、上場ファンドであるインベストメント・トラスト、上場不動産投資信託（REIT）、英国債、上場債券などが含まれることから、かなり幅は広い。特に、インベストメント・トラストを利用すれば、プライベート・エクイティ（PE）やインフラへの投資も可能である。例えば、①PE 投資で 20 億ポンドを運用する Hg キャピタル・トラストや、②インフラ投資で 34 億ポンドを運用する HICL インフラストラクチャーは、いずれもロンドン証券取引所に上場するインベストメント・トラストとして株式型 ISA に適格である旨を謳っている。従って、コア投資アドバイスが対象とする投資資産が全てシンプルというわけでもない。

なお、英国の FA には、①自社商品等に限らず顧客の投資目的に合う十分な幅の関連商品を評価して独立アドバイスを提供する独立 FA（IFA）と、②契約する金融機関やその他数社の金融商品に限って投資アドバイスを提供する限定 FA という二種類がある。FCA は、コア投資アドバイスについては、IFA と限定 FA の両方に提供を認めるとしている。

このため、コア投資アドバイスは、提供する FA の立場次第で独立アドバイスと限定アドバイスのいずれにもなり得る。また、本来、IFA には顧客に適した十分な幅の金融商品を考慮する義務があるが、コア投資アドバイスを提供するには、コア投資アドバイスの対象となる金融商品の範囲内で顧客に適した商品を考慮すれば、自身を IFA と明示できる旨の緩和措置を設けるとしている。

## 2. 適合性規制に関する簡素化・明確化

コア投資アドバイスの対象範囲は、従来の投資アドバイスと比較すると狭いことから、FCA はその分だけ適合性規制の柔軟な適用を図り、規制負担を軽減しようとしている。元来、個人の投資ニーズは、目先の生計や住宅購入、教育資金、老後の資産確保といった諸々の事情を背景とした中長期の資産形成から短期的な利益追求まで様々である。また、個人の資産状況や投資知識・経験次第でリスク許容度や投資リスクへの理解もまちまちである。このため、個人の投資目的に即した適切な金融商品の勧誘を行うべく設けられたの

<sup>6</sup> 制限マス市場投資商品と非マス市場投資商品の詳細は、磯部昌吾「英国の制限投資家制度—個人による高リスク資産投資の選択肢の多様化—」『野村資本市場クォーターリー』2022 年秋号を参照。

が適合性規制である。

この点、コア投資アドバイスは株式型 ISA への初めての投資を前提として行うという意味では、一般的な投資と比べると個人の限られた範囲のニーズに応えるためのものである。そこで、コア投資アドバイスの提供にあたっては、FCA は既存の適合性規制の要件自体は維持するものの、金融事業者がシンプルに適合性を判断できるよう新たにガイダンスを示している。

FCA が限られたニーズを持つ投資家のために新たに投資アドバイスの区分を設けるのは、今回が初めてではない。2017 年には、顧客の特定又は限定的なニーズに対する投資アドバイスとして「簡易なアドバイス (streamlined advice)」という区分を示してきた<sup>7</sup>。そこでは、FCA は、FA が既存の適合性規制を遵守しつつ、簡易なアドバイスを顧客に提供しやすくするために、手順や顧客への質問事項、適合性評価において考慮すべき顧客情報、考慮する必要のない顧客情報等を盛り込んだケーススタディを作成してきた。

しかしながら、それでもなお金融事業者は適合性評価の要件が明確でないことから、規制違反を恐れ、FA が限られたニーズを持つ個人への投資アドバイスに躊躇する状況が生じていた。こうした背景から、コア投資アドバイス制度の導入にあたっては、例示を含んだより詳細な適合性評価のガイダンス (本稿末尾の別表 1) を示すことで、コア投資アドバイスの提供を容易にしようとしている。

コア投資アドバイスに関する適合性評価のガイダンスは、大まかな特徴としては、第一に、サービスを提供する顧客の範囲に関して、コア投資アドバイスの提供が適切/不適切と考えられる顧客の経済的状況を例示している、これには、金融事業者がコア投資アドバイスを提供する上で、対象となる顧客を効果的に絞りこむことをサポートする意図がある。例えば、多くの資産を持ち、より広範な金融商品・サービスから恩恵を享受しうる個人は、コア投資アドバイスではなく、包括的なアドバイスを受けるべきと述べて、対象となる顧客の線引きを明確にしている。

第二に、投資目的に関しては、個人が、コア投資アドバイス制度を受けるのに適するかどうかを判別できるような、具体的な投資期間のイメージや投資目的を持っていない可能性がある。この点、ガイダンスにおいては、最低 5 年以上の値上がり益のための投資を目標としていれば、十分に投資目的を把握したと見做せるかもしれないと述べている。同様に、顧客が十分な投資知識・経験を有していないことも想定されるが、その際は、金融事業者が株式型 ISA の特徴や関連リスクなどの基礎情報を提供することが期待されている。

第三に、損失負担能力を測るために顧客から取得しなければならない財務情報を簡素化できるとしている。具体的には、FCA は、コア投資アドバイスの提供にあたっては、年金拠出や保険加入状況といった情報の取得は不要であると明記することで、適合性評価のプロセスを簡素化し、コスト削減を実現することを狙っている。

<sup>7</sup> FCA, “FG17/8: Streamlined advice and related consolidated guidance,” September 2017.

### 3. FA に関する要件の緩和

FCA は、金融事業者の規制対応コストを軽減すべくコア投資アドバイスのみを提供するコア投資アドバイザーに対しては、包括的な投資アドバイスを提供する一般的な FA（リテール投資アドバイザー）と比べて要件を緩めることを提案している（図表 3）。

現状、リテール投資アドバイザーは、包括的なアドバイスの提供に関する資格である QCF（Qualifications and Credit Framework）レベル 4 を取得する義務がある。そして、QCF レベル 4 を取得するためには、「金融サービス及び規制と倫理」や「投資の原則とリスク」など複数の分野の試験に合格する必要がある。そのうえで、リテール投資アドバイザーは、資格継続のために、毎年 35 時間の専門能力開発プログラム（CPD）を受講し、FCA の指定する認定機関に CPD 受講記録を提出し、専門性認定ステートメントを取得する必要がある。

これに対して、コア投資アドバイスでは、その限定された業務に照らして、コア投資アドバイザーが合格する必要がある試験分野を削減している。また、コア投資アドバイザーは、CPD を 15 時間受講すれば資格を継続でき、CPD の受講記録の提出や、専門性認定ステートメントの取得も不要となるため、FA の研修コストの削減も図られている。

なお、FCA は、リテール投資アドバイザーを目指す人材が、まずはコア投資アドバイザーとなり、顧客と接することで、投資アドバイスの経験を積むという経路があり得るとも説明している。

図表 3 アドバイザー要件の比較

	リテール投資アドバイザー	コア投資アドバイザー
アドバイザー試験の分野	<ul style="list-style-type: none"> <li>・金融サービス及び規制と倫理</li> <li>・投資の原則とリスク</li> <li>・リタイアメント・プランニング</li> <li>・税・信託プランニング</li> <li>・プロテクション・プランニング</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・金融サービス及び規制と倫理</li> <li>・投資の原則とリスク</li> </ul>
その他要件	<ul style="list-style-type: none"> <li>・毎年 35 時間の専門能力開発プログラム受講（うち 21 時間は体系的な研修）</li> <li>・専門能力開発プログラム受講記録の認定機関への提出</li> <li>・認定機関が発行する専門性認定ステートメントの保有</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・毎年 15 時間の専門能力開発プログラム受講</li> </ul>

（出所）FCA より野村資本市場研究所作成



## 4. 手数料の徴収体系

英国では一般的に FA が顧客から得る手数料は、大きく分けると、①一回限りのアドバイスに対する都度手数料と、②投資資産のパフォーマンスの定期レビューといった継続的なサービスに対する継続手数料、の 2 種類がある。FCA は、FA がコア投資アドバイスを提供するにあたっては、都度手数料と継続手数料のどちらを徴収してもよいとしている。

FCA の調査によれば、現状の投資アドバイスでは、FA の新規顧客の 9 割以上が、継続的なサービスを受ける契約を交わしている。2016 年には FA の収益に占める継続手数料の割合は 60%であったが、2021 年には 75%まで上昇しており、継続手数料が FA の主力の収益源となっている。FA にとって継続手数料は、顧客の預かり資産の増減に比例するため顧客との利益相反を最小化できるほか、安定的な収益源となりやすい。

これに対して、コア投資アドバイスでは、多くの顧客のニーズはシンプルでありかつ投資額も少額であることが想定される。このため、FCA は、一度限りの投資アドバイスのほうが適切である可能性が高いとの認識を示している。コア投資アドバイスを初心者投資家が投資に踏み出す第一歩にしていきたいという、FCA の意思が表れていると言えよう。

なお、初心者投資家は、投資アドバイスの恩恵を経済的にも心理的にも享受したことがないことから、手数料が高いことを理由に投資アドバイスを敬遠する恐れがある。特に、都度手数料は、顧客に対する一回限りの投資アドバイスを前提とするため、継続的なサービスの初回手数料と比較して高額になりやすい。このため FCA は、金融事業者に対して、コア投資アドバイスについては都度手数料を分割して徴収できることを明示している。金融事業者が分割払いを都度手数料の支払い方法として提示することによって、顧客の経済的・心理的負担を和げることを期待している。

## 5. コア投資アドバイス制度に対する金融業界の反応

FCA の規則改正案に対して、英国の大手投資プラットフォームであるハーグリーブス・ランズダウンやインタラクティブ・インベスターは、コア投資アドバイスがアドバイス・ギャップの解消につながるといった好意的な反応を示している<sup>8</sup>。また、大手 FA 会社や投資プラットフォームも含めて様々な金融事業者が加盟する FA の業界団体 PIMFA は、これまでに簡易アドバイス制度の導入を提言してきたところ、FCA の規則改正案により、個人投資家が効率的に富を蓄積するための第一歩を踏み出し、貯蓄・投資市場や FA に対する信頼感がより高まると評価している。

一方で、中小の FA 会社からは、コア投資アドバイスによる収益がコストを上回るか不明である、投資範囲を限定したアドバイスは顧客の全体的なニーズにそぐわない可能性がある、といった否定的な意見が出ている<sup>9</sup>。FA 会社の多くは、所属する FA が 5 名以下の

<sup>8</sup> “FCA moves to launch simplified advice regime to boost access,” *FT Advisor*, November 30, 2022.

<sup>9</sup> “What are challenges facing the FCA’s simplified advice regime?,” *FT Advisor*, December 6, 2022.

中小企業であることから、少人数で様々な規制対応をしているのが現状である。このため、採算性が不確実なコア投資アドバイスの提供を開始する余地は限られてくることが考えられる。加えて、RDR による規制強化以降、継続的かつ包括的なアドバイスの提供を前提としてきた FA にとって、5 年程度の投資期間で株式型 ISA をベースとした範囲のみを対象とするコア投資アドバイスには、違和感を覚える面もあろう。株式型 ISA 内での金融商品の選択肢の広さはともかく、住宅購入支援や年金積立を目的としたライフタイム ISA や年金などに関する投資アドバイスには利用できない。このことが、コア投資アドバイスの提供に乗り出す金融事業者を制約する要因になるという見方もある。

また、コア投資アドバイス制度の導入を提案する FCA からは、消費者投資ディレクターのテレーズ・チェンバース氏が、事業参入にあたり投資が必要になることから、コア投資アドバイスは主に大手金融事業者の関心事である可能性が高いとの見解を示している<sup>10</sup>。もっとも、同氏は、将来の顧客及び従業員になり得る若年層の存在を踏まえると、中小の金融事業者も参入を検討すべきとも主張している。

金融事業者にとって若年層顧客の獲得は持続的な経営のために重要であるが、大口の取引にはつながりにくい。そのため、例えば、富裕層顧客との関係深化のために、当該顧客の子や孫にコア投資アドバイスを提供するといった活用方も考えられるだろう。

## IV アドバイス市場の需給ギャップを埋めることの難しさ

現実問題として、保有資産が必ずしも多くない個人が支払える手数料には限界がある。そうした個人が適切な投資アドバイスを得られないというアドバイス・ギャップの原因は、そのニーズに見合う低コストの投資アドバイスを提供できる担い手が少ないという供給制約にある。そこで、FCA は投資アドバイスの供給側の負担となっている規制コストを減らすことで FA の採算を改善し、投資アドバイスの供給量の増加を図ろうとしている。そのための具体策が、初心者投資家向けのコア投資アドバイスの導入である。今後、FCA は、コア投資アドバイスの導入に関する規則改正案を 2023 年春に最終化した上で、2024 年 3 月末までに実施することを目指している。

もっとも、FA にとって規制負担が投資アドバイスのコストの全てというわけではない。規制緩和によって実際に需給ギャップが解消できるかは、投資アドバイスの供給コスト全体をどの程度軽減できるのか次第といえる。特に、FCA はコア投資アドバイスの提供にあたって、全てをシステムで完結するロボ・アドバイスではなく、何らかの形で人の手を介した提供を志向している感がある。これは、低コストでの投資アドバイスの提供という意味ではハードルを高くするものであろう。

例えば、英国最大手の FA 会社であるセント・ジェームズ・プレイスは対面での投資アドバイスを強みとしているが、預かり資産ベースでは 96% が 5 万ポンド以上の投資可能資産を持つ顧客である。これに対して、コア投資アドバイスの対象となる個人の投資額は、

<sup>10</sup> “FCA admits simplified advice likely to interest larger financial firms,” *FT Advisor*, January 24, 2023.

最大でも株式型 ISA の年間上限額である 2 万ポンドである。極端な例ではあるが、5 万ポンドと 2 万ポンドを保有する個人では、いずれも保有資産から支払える手数料の割合が同じであると仮定すれば、後者から得られる手数料の絶対額は前者の 4 割でしかない。これは、FA の視点から単純に考えると、2 万ポンドを保有する個人に対しては、5 万ポンドを保有する顧客との対比でコストを 6 割削減した投資アドバイスにするか、あるいは FA1 人あたりの顧客数を 2.5 倍にするなどを行わないと採算を確保できないことになる。いずれの対応にせよ、ビジネスモデルを抜本的に変えるレベルの取り組みが必要といえる。

FCA が掲げる「1 万ポンド以上の資産を持ちながらにしてその多くキャッシュで持つ個人を 2025 年までに 2 割削減する」という目標はかなり野心的なものである。初心者投資家へのコア投資アドバイスの提供制度が、FA による低コスト・アドバイス提供のビジネスをどのように促進し、需給ギャップの改善に繋がっていくのか引き続き注目といえよう。

別表 1 コア投資アドバイスにおける適合性評価のガイダンスの概要

<p><b>サービスを提供する顧客の範囲:フィルタリング/定義づけ</b>  <b>次の顧客にはコア投資アドバイスが適している可能性が高い</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・余剰資金を持ち、投資から恩恵を享受しうる顧客。キャッシュ ISA や、賞金付き個人向け英国債(プレミアム・ボンド)を含む複数の口座で預貯金がある顧客などが該当</li> <li>・定職に就いているなどして収入が支出を上回っており、余剰資産を適切な投資に向けたアドバイスを探している顧客</li> <li>・保有資産が比較的少なく、コア投資アドバイスから恩恵を享受しうる顧客。投資可能資産は限られているものの、投資に充てる余剰貯蓄がある顧客などが該当。多くの資産を持ち、より広範な金融商品・サービスから恩恵を享受する人は本制度の対象外であり、包括的な投資アドバイスを受けるべき</li> <li>・コア投資アドバイスに含まれない広範な分野にまたがるファイナンシャル・プランニング(たとえば年金や保険)を探していない顧客</li> <li>・自身の余剰資金に関してよりシンプルなソリューションを探している顧客。低コストや低リスクな投資ソリューションによる恩恵を享受しうる顧客が該当</li> <li>・高水準あるいは持続不能な水準の負債を抱えていない顧客。もし負債がある場合には、それが管理可能であり、顧客の収入で解消可能であることが期待される</li> </ul> <p><b>次の場合は、コア投資アドバイスの対象外である可能性</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・株式型 ISA を利用している場合など、既に保有する投資商品に関する投資アドバイスを探している顧客</li> <li>・収入が支出を下回る顧客</li> <li>・より広範な分野にまたがるファイナンシャル・プランニングを探している顧客</li> <li>・より複雑な投資ソリューションを求めている顧客。高リスクなものやより洗練された投資が該当</li> <li>・高水準の負債を抱え、収入で賄いきれない顧客</li> </ul>
<p><b>情報収集:顧客の投資目的の理解</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・金融事業者は詳細な投資目的を把握することが求められる。これには、環境・社会・ガバナンス(ESG)要素や希望投資期間などが該当。なお、個人が特定の投資目的や投資期間を有していない場合には、「最低 5 年以上の値上がり益のための投資」を目的としていれば、適合性規則の要件を満たすには十分であるかもしれないと考えられる。この場合も、金融事業者は、投資推奨の前に、顧客の希望投資期間の目安を検討し、相場変動がもたらす影響を強く考慮すべき</li> </ul>
<p><b>情報収集:顧客の投資知識・経験の確認</b>  <b>顧客に教育的な情報提供を行う場合には、次の内容に関して議論し、概説することを期待</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・株式型 ISA の主要な特徴</li> <li>・株式型 ISA への投資に関連するリスク</li> <li>・相場変動を含む市場型投資の性質</li> <li>・過去のパフォーマンスが、将来のパフォーマンスを示すものではないこと</li> <li>・顧客に推奨される金融商品の分類ごとの、中核となる特徴、性格、想定されるリスク</li> </ul> <p>上記内容を説明後、金融事業者には、投資アドバイスを提供する前に、顧客が商品のリスクと性質、投資リスクをきちんと理解している旨を証明することが期待される</p>

<p><b>情報収集:顧客の財務状況と損失負担能力の理解</b></p> <p><u>金融事業者に対して、次の情報の検討を期待</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・顧客の毎月の余剰な家計収入の程度</li> <li>・額、期間、利子を含めた、顧客が抱えるあらゆる負債の情報</li> <li>・投資期間中に発生しそうな、計画済みまたは予測される支出</li> <li>・顧客の有する流動性資産(キャッシュなど)の程度と、それが緊急の支出を賄えるのかどうか。例えば、3~6 カ月の普通の支出を賄うのに十分なキャッシュを有していない個人には不適切である可能性</li> </ul> <p><u>コア投資アドバイスの提供に際しては、金融事業者は次の情報を取得しないことが可能</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・年金拠出の程度や保有する職域年金などの顧客の詳細な年金情報</li> <li>・公的年金の想定受給額</li> <li>・保険加入状況</li> <li>・顧客が有するその他の非金銭的投資</li> </ul> <p><u>次に該当する顧客は、必要な損失負担能力を備えていない</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・高水準の無担保債務を抱える</li> <li>・日常の資金のやりくりが困難</li> <li>・病気や退職、辞職により、経済状況が短期又は中期的に悪化すると見込まれる</li> <li>・投資余力が低下するような複数の短期支出を認識している</li> </ul>
<p><b>情報収集:顧客のリスク許容度の理解</b></p> <p><u>金融事業者は、次の情報を取得すべき</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・顧客のリスク・テイクに関する選好</li> <li>・顧客のリスク特性</li> </ul> <p><u>金融事業者は顧客のリスク許容度に関して必要な水準の情報を取得するために、リスク特性を測るツールを利用できるが、その際は、次の事項を検討しなければならない</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・顧客が、正確かつ最新の情報を提供することの重要性を認識していること</li> <li>・リスク特性を測るツールが、顧客に使用するために正確に設計されており、適合性評価プロセスを通じて、ツールのあらゆる制約が特定かつ積極的に軽減されていること</li> <li>・顧客が全ての質問を正確に理解しており、また顧客のリスク特性を判断する前に、全ての回答が適切に重視及び検討されていること</li> </ul>
<p><b>情報収集:信頼に足る情報の取得</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・金融事業者は、予見可能な損失を避け、また顧客が自身の投資目的を追求できるよう支援するために誠実に行動し、顧客の本人確認の際、確実に、必要な情報の取得に十分な質問をすべき</li> <li>・仮に、アドバイス提供後に顧客が開示していなかった情報を追加的に提供した場合、かつ金融事業者がサービスを提供する顧客の範囲とサービスの程度に照らして当該情報を取得することが合理的でなかった場合、金融事業者による顧客の適合性の判断の際に、当該情報を検討すべきであったとは期待しない</li> </ul>
<p><b>情報収集:継続的なサービスを提供する際の、顧客の最新情報の確実な把握</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・金融事業者の継続的なサービスに適合性評価の定期的なレビューが含まれる場合、金融事業者は最初にアドバイスを提供する際に取得した顧客情報や、その後に古いまたは不完全と認識した情報を検討すべき。情報が古い又は不完全な場合、金融事業者は定期的なレビューの一環としてまたはそれに先立って最新の情報を取得することが期待される</li> <li>・顧客が定期的なレビューを受けている場合、金融事業者は、継続的な適合性評価を実行するために必要な情報を顧客から確実に取得するための必要かつ適切な方針と手続きを有していることが期待される</li> </ul>
<p><b>適合性評価:顧客に対する適切な投資推奨の提供</b></p> <p><u>次の状況下にある顧客に対しては、コア投資アドバイスの提供が適切でない</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・投資が持続不可能になることを示す負債の保有</li> <li>・いかなる投資リスクも負いたくないことを示している</li> <li>・住宅購入や結婚等のために ISA 口座の資金を必要とするような短期的で多額の出費を認識している</li> <li>・通常の支出が収入を上回る</li> <li>・投資推奨と不整合な選好(例えば、ESG への強い選好)を有している</li> <li>・正当な理由なしに、アドバイスやファンド、商品に係る過度な手数料を負担している</li> <li>・ISA への投資要件を充足していない(例えば、英国国民でない、既に ISA を利用している)</li> </ul>

**適合性評価: 適合性報告書の開示**

金融事業者が顧客に対して適合性報告書を提供する際、少なくとも次の詳細情報を含むことが期待される

- ・投資目的
- ・リスク選好とリスク特性
- ・損失負担能力
- ・投資知識と経験
- ・株式型 ISA への投資額
- ・推奨した ISA プロバイダーとファンド
- ・推奨が顧客に適していると考えられる理由
- ・推奨された取引及び投資に関連するリスク(例えば、海外のファンドであれば為替リスク)
- ・取引により生じるあらゆる不利益(例えば、早期引出しに係る負担や金利の喪失)
- ・提供するアドバイスが一度限りのものか、継続的なものか
- ・(アドバイスが一度限りのものである場合) 推奨された投資が自身のニーズを満たし続けているかを顧客は自身で確認する必要性

継続的なサービスを提供する場合、適合性報告書は次の情報を含んでいれよ

- ・顧客の状況に関する、最初の適合性報告書からのあらゆる変化
- ・顧客が保有する商品への推奨の変更または ISA 口座への追加的な投資

金融事業者は、適合性報告書のひな型や文言を考える際に、このガイダンスを検討することが期待される

(出所) FCA より野村資本市場研究所作成