

英国個人向け金融商品市場の問題点

— サンドラー・レビュー“Medium and Long-Term Retail Savings in the UK”のポイント —

英国財務省の諮問によって、ロイズ保険組合の元 CEO であるロン・サンドラー氏が 2002 年 7 月、個人投資家の長期貯蓄に関する調査報告書、いわゆるサンドラー・レビューを発表した。本稿では、サンドラー・レビューのポイントを紹介し、リテール向け金融商品市場のあり方を考える布石にすることとしたい。

1. サンドラー・レビューが実施されることになった背景

1) サンドラー・レビューのきっかけ

ロイズ保険組合の元 CEO、ロン・サンドラー氏が、個人投資家の長期貯蓄に関する調査を実施することになった発端は、ガートモアのポール・マイナーズ氏が英国の機関投資家運用の課題についてまとめた報告書¹の中で行った提案にある。同報告書では、「個人投資家に対して高い投資パフォーマンスを提供するような競争が、（機関投資家が）投資判断をする際の主要な原動力になるべきである」と結論付けられている。

マイナーズ氏は、金融市場における競争が、以下の理由によって歪められているため、機関投資家による投資判断が最適な判断になっていない、という認識に立っていた。その理由とは、

- ① 各種の問題に対する最終投資家（→個人投資家）の理解が不足していること
- ② 独立金融アドバイザーや金融機関と結びついている営業マンにとってインセンティブとなっているのは、殆どの場合コミッションの水準であって、投資パフォーマンスそのものとは関連がないこと
- ③ 養老保険ビジネスにおける競争では、大ざっぱに言えば投資パフォーマンスと関連性がある歴史的な配当水準やフリー・アセット・レシオといった要素に関するものに焦点が集中していること

の 3 点であった。

英国財務省は、こうした問題に対してはマイナーズ報告書とは分ける形で調査を実施することが懸命と判断し、2001 年 6 月 18 日に、個人投資家の長期貯蓄に関する調査をロン・

¹ マイナーズ報告書については、落合大輔「英国機関投資家運用の問題点-マイナーズ報告書の要点-」『資本市場クォーターリー』2001 年夏号参照。

サンドラー氏に諮問することを決定した。

2) 英国の個人向け金融商品市場を取り巻く環境

最近英国の個人が老後に向けて十分な貯蓄をしていないのではないかと懸念する向きが強くなっている。実際、コンサルタント会社 Oliver, Wyman & Company が 2001 年 9 月に英国保険会社協会 (Association of British Insurers, ABI) の諮問を受けて実施した調査²によれば、英国家計の年間貯蓄不足額は英国全体で 270 億ポンドに及ぶ³。この貯蓄不足額を穴埋めするには、現在の貯蓄残高を 54% 積み増す必要がある、と試算されている。また、年齢階層と所得階層との 2 項目によって、英国の家計を分類して調査を実施してみても、年収 3.5 万ポンド以上かつ 35 歳以上の分類に属する家計を除いて、ほとんどの家計で貯蓄不足となっていることが判明した (図表 1)。

図表 1 英国の 1 家計における年間の平均貯蓄不足額

(単位はポンド)

年齢/年収	9,500ポンド未満	9,500~1.3万ポンド	1.3万~1.75万ポンド	1.75万~2.5万ポンド	2.5万~3.5万ポンド	3.5万ポンド以上
25歳未満	720	1,034	1,262	1,839	2,501	2,902
25~35歳	1,047	1,469	1,401	1,886	1,618	761
35~45歳	1,102	2,052	2,142	2,291	2,555	0
45~60歳	512	2,426	1,739	2,830	4,061	0

(出所) サンドラー・レビュー(原典は Oliver, Wyman & Company)より作成

英国では従来、退職後の生活資金については国や企業が面倒を見てくれたため、個人として貯蓄のことを真剣に考えなくても、ある程度の生活水準を維持することは可能であった。ところが、福祉システムが抜本的に変化していることに伴い、退職後の生活設計などに関して、自ら責任をとらなければならない部分が今後高まることが想定されている。実際、企業年金を見ても、20 年前には英国における就業者の 50% が確定給付年金に加入していたが、1995 年にはこの数字が 40% 程度まで低下していた⁴。さらに最近では、新規従業員向けの確定給付年金を廃止し、代わりに確定拠出年金を導入する動きが相次いでおり、2002 年 9 月には、英国の大手生命保険会社であるプルデンシャルもそうした動きに追随した。

このような中で、単一金融規制機関である英国金融サービス庁 (FSA) は、個人投資家の

² Oliver, Wyman & Company, "The future regulation of UK savings and investment: Targeting the savings gap." (September, 2001).

³ この試算では、①退職する年齢は 65 歳、②年間の平均投資収益率はグロスで 7% という二つの大きな前提が置かれている。なお、ここで使われている「年間貯蓄不足額」は、「現在貯蓄している金額」と「退職後許容しうる (acceptable) 額の収入を確実なものにするために必要とされる金額」との差額として定義されている。年間の貯蓄不足額は、確定給付年金から確定拠出年金へのシフトが進むことを考慮すると、330 億ポンドに膨れ上がる、という試算も行われている。

⁴ 出所は 1995 年 GAD 職業年金スキーム

啓蒙活動を積極的に行っている。金融商品に関するパンフレットの作成、投資教育⁵を行う教師向けの教材作成、消費者ヘルプライン（電話）の設置など様々であるが、なかでも注目されたのは、2001年10月に、ウェブサイト上に金融商品比較表(FSA Comparative Tables)を導入したことである（図表2）。

図表2 FSAの金融商品比較表の例

FSA COMPARATIVE TABLES from the Financial Services Authority

START NEEDS INVESTMENTS CHOICES UNIT TRUST ISAs TABLE

You have chosen to compare [unit trust and OEIC ISAs](#) from the UK All Companies IMA fund sector based on a single payment of £3,000 over 10 years. [Change your choices](#)

You should not regard any of the products in the table as being recommendations by the FSA. View the [non-participating providers](#).

What's NOT in the table? How to use this table

Print options Download

Filter Sort by: Charges and deductions (£)

21 products found, filtered from 239 in the complete table.

▲ Maximise the table display

Short List	Provider	Product name	Illustrated fund	Available from	CHARGES & OTHER DETAILS		MORE DETAILS		CAT std
					Charges & deductions (£)	Charges in early years (£)	Transfers in	Transfers out	
<input type="checkbox"/>	Abbey National	Investment ISA	Stockmarket Tracker Fund	Direct	203	38	Standard charges	Free	Yes
<input type="checkbox"/>	M&G	ISA	Index Tracker Fund	Direct, IFA	288	55	Standard charges	Free	Yes
<input type="checkbox"/>	Prudential	Tracker ISA	UK Index Tracker Trust	Direct, Tied	288	55	Standard charges	Free	Yes
<input type="checkbox"/>	Alliance & Leicester	ISA (Legal & General)	UK Index Trust	Direct, Tied, IFA	305	58	Standard charges	Free	Yes
<input type="checkbox"/>	Barclays Bank PLC	ISA (Legal & General)	UK Index Trust	Direct, Tied	305	58	Standard charges	Free	Yes
<input type="checkbox"/>	Legal & General	ISA	UK Index Trust	Direct, Tied, IFA	305	58	Standard charges	Free	Yes
<input type="checkbox"/>	Fidelity Investments	FNWISA	MoneyBuilder UK Index Fund	Direct, IFA	405	77	Discounted charges	Free	Yes
<input type="checkbox"/>	Fidelity Investments	ISA	MoneyBuilder UK Index Fund	Direct, IFA	405	77	Discounted charges	Free	Yes

Terms & Conditions About This Site Glossary Contact Us Useful Links

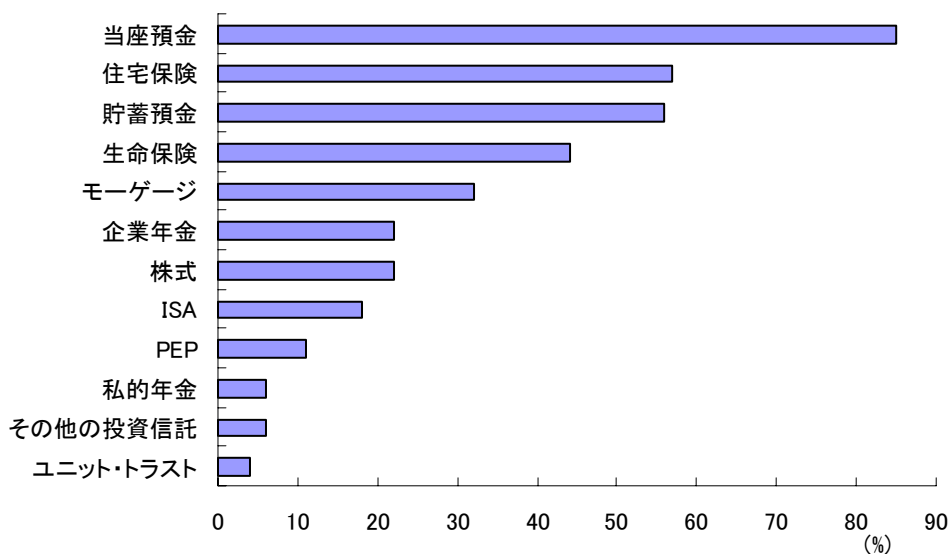
(出所)FSA ウェブサイト

消費者は、金融商品比較表を利用することによって、様々なプロバイダーが提供する類似商品を簡単に比較することが出来るように設計されており、金融商品を購入する際の手数料も比較できる⁶。規制当局であるFSAが作成している表であることから、消費者は安心して同比較表を利用することが出来る。金融商品比較表が導入される前の2001年1～6月に実施された金融商品の普及率に関する調査を見ると、例えば投資商品であるユニット・トラストの利用率は僅か4%にとどまっており（図表3）、金融商品比較表が投資商品の普及に一役かうことが期待されている。

⁵ 英国の投資教育については、林宏美「英国の学校における投資教育—Excellence and Access プロジェクトが目指すもの—」『資本市場クォーターリー』2002年冬号参照。

⁶ サンドラー・レビューでは、手数料の金額が投資アドバイス料込みの金額となっており、金融商品そのものの購入手数料ではない、とする問題点が指摘されている。

図表3 英国の個人投資家における金融商品の普及率



(注) 16歳以上の大人を対象として実施したアンケート調査。
(出所)NOP Financial Research Survey(2001年1~6月)

2. サンドラー・レビューの内容

サンドラー・レビューは大きく分けて、①英国の個人貯蓄マーケットの現状分析、②(①の分析を踏まえた)レビューとしての提案の二部から構成されている。英国の個人貯蓄マーケットは、金融商品の商品性や手数料体系、税制の取り扱いなどが複雑で(complexity)、かつ手数料やパフォーマンスなどが不透明(opacity)であることによって、中低所得層を中心とした個人が貯蓄をすることに対して後ろ向きになっている、と分析している。

以下では、同レビューの概要を紹介することとする。

1) 複雑化する英国の個人貯蓄⁷マーケット

英国では、リテールの貯蓄マーケットが発展してきたおかげで、この何年もの間に数百万人の個人が退職後の生活を維持するための貯蓄をすることが可能になった。最近実施された調査結果では、英国の個人が保有する全資産残高は推計で5兆ポンドに及ぶ⁸ことが判明するなど、個人の貯蓄マーケットの規模が大きくなっていることが伺われる。

しかしながら、英国の貯蓄マーケットでは、複雑さ(complexity)と不透明さ(opacity)に起因

⁷ サンドラー・レビューではすべての貯蓄形態が取り扱われているわけではない。①不動産、②当座預金、国民預金、③企業年金スキーム、④株式への直接投資は除外されている。

⁸ 原典は Oliver, Wyman & Company, "The future regulation of UK savings and investment: Targeting the savings gap."(September, 2001).

する様々な問題があることが指摘されている。実際、英国の貯蓄マーケットでは、個人投資家に馴染みのない専門用語が横行しているうえ、異なった性質を有する金融商品が数多く存在する。同一の性質を有する金融商品に絞ってもその数は膨大であるし、似通ってはいるが規制上や税制上の取り扱いが全く異なる金融商品も少なくないため、個人投資家にとって分かりにくく、複雑なマーケットが形成されている。

このように複雑なマーケットであるが故、個人投資家は、金融機関と結びついている営業マンや独立金融アドバイザー（Independent Financial Advisers, IFA）の投資アドバイスに頼って金融商品を選択しているが、個人投資家自身は、その手数料体系や金融商品の性質をほとんど理解していない場合が多い。一方の独立金融アドバイザーは、商品の販売高に基づいて金融商品を提供するプロバイダーからコミッションを受取る仕組みになっているケースが多いため、個人投資家にふさわしい金融商品ではなく、コミッションの高い金融商品を推奨するなど、アドバイスが「独立」ではなく、バイアスがかかっているのではないかと、という批判も出ている。

個人投資家は、金融商品の性質が複雑で自ら判断することが困難であるため、独立アドバイザーの投資アドバイスに頼っているのであるが、その頼りにしているはずのアドバイスが歪んでいる、という皮肉な事態に陥っている。

加えて、金融商品の購入時及び購入後に支払わなければならない手数料やパフォーマンスに関する情報も不透明なことが多い。

＜参考＞英国の独立金融アドバイザー（IFA）とは

- 英国では、生保や個人年金、ユニット・トラスト、OEIC といった集合投資スキームの金融商品の購入を考える個人投資家に対して投資アドバイスの提供が認められているのは、①独立金融アドバイザー（IFA）、②ある特定の金融機関と結びついて金融商品を販売する営業マン（tied advisers）のいずれかである。このうち、独立金融アドバイザーは、どこの金融機関にも属しておらず、「独立した」立場を売りにした投資アドバイスを提供しており、その数はこの10年あまりの間に増加している。
- IFA 業界はトップ4社の市場シェアが僅か6%（2001年10月時点）であるなど、全く寡占化が進んでいない。全英で2.6万人程度の独立金融アドバイザーが1.1万のIFA会社に所属している。全体の37%が一人事務所のIFAである。
- IFAを名乗るためには、年金や生命保険といった一般的な金融商品の知識を問う試験（FSAがIFA資格として承認したものであれば良い）のうち、一つには合格しなければならない。IFA全体の5分の4が、公認保険協会（Chartered Insurance Institute, CII）のFinancial Planning Certificate(FPC)を取得している。より専門的な試験をパスすると、AFPC（Advanced Financial Planning Certificate）を取得出来る。

（出所）各種資料より野村総合研究所ヨーロッパ作成

2) 投資判断について

(1) 個人投資家

2001年にAUTIF（ユニット・トラスト及びインベストメント・トラスト協会）が実施した調査によれば、個人投資家が特定のユニット・トラストやOEIC（会社型投資信託）の購入を決めた際、何が決め手になったかという質問に対して最も多かった回答は、「過去のパフォーマンス」であった。また、「メディアを通じた投資推奨」といった他の回答の中にも、「過去のパフォーマンス」を重視したことが想定される回答が多かった。一方で、重視する項目として「適切な手数料水準」と回答した人の割合は僅か14%であった。

この調査結果から、多くの個人投資家が、手数料などを差し引かない過去のパフォーマンスに基づいて投資をしている姿が浮き彫りになった⁹。本来であれば、手数料調整済みの将来の期待収益率を比較するのが理想であるが、これには障害が少なくない。

そもそも金融商品の価格、手数料及び過去のパフォーマンスに関する開示方法が金融機関によってまちまちであるため、これらを比較すること自体が困難となり、金融・資本市場に精通している人でさえも分かりにくい。また、金融機関が開示している手数料の仕組みを理解できたとしても、ブローカーに支払う手数料や印紙税などのディーリング関連費用、規制コストや監査コストを含む追加費用などのように、手数料として明示されない費用も存在する。従って、こうした費用も鑑みた手数料調整後のパフォーマンスを理解するのは至難の業である。

注目すべき点は、機関投資家に比べて個人投資家のほうがアクティブ・ファンドを保有する割合が高いという調査結果である。調査を実施した年金コンサルタントのマーサー・インベストメント・コンサルティングによれば、2001年の一年間に個人投資家に販売されたユニット・トラスト及びOEICのうち、95%がアクティブ・ファンドであった。また、独立金融アドバイザー（IFA）を通じて販売されたユニット・トラスト及びOEICに限れば、97%がアクティブ・ファンドであった。一方で、英国の機関投資家の預かり資産におけるアクティブ・ファンドの割合は75%であり、個人投資家と比べて低い。

一般的には、資産運用のプロフェッショナルである機関投資家は、豊富なりサーチ情報などをもとに、すぐれたアクティブ・ファンドを見分けやすい環境に置かれている。にもかかわらず、個人投資家のほうがアクティブ・ファンドの保有割合が高いのは、すぐれたファンド・マネージャーを見分けることが出来ない多くの個人投資家が、独立金融アドバイザー（IFA）などの投資アドバイスを鵜呑みにし、アクティブ・ファンドを購入している姿が伺われる。

⁹ セルリの調査では、英国の個人投資家が新規の資金を投じたファンドを見ると、過去のパフォーマンスがトップ3分の1以内に入るファンドが全体の65%を占めた（2002年の数字。2001年にはこの数字は60%であったことを考えると、個人投資家は過去のパフォーマンスが良好なファンドに投資する傾向を強めている、と言える）。

加えて、個人投資家に課す手数料は、金融機関によって大きく異なっていることも指摘できる。例えば、パッシブ運用のマネージド・ファンドでは、年間の手数料で 0.3~2%、購入時の手数料で 0~5%となっているなど、大きな差異が見られる。これに対し、機関投資家を対象としたトラック・ファンドでは、手数料率の差が数ベース・ポイント程度に抑えられており、対照的である。

(2) アドバイザー

独立金融アドバイザーは、債券、ユニット・トラストという金融商品のカテゴリーの中で、どの金融商品に投資するのがいいのかということに関するアドバイスに終始しており、顧客が既に保有するアセット・アロケーションの中でどの金融商品を購入すべきか、という観点が欠如している。

加えて、投資アドバイザーは分散投資の影響を考慮しない場合が少なくない。例えば、個人投資家が、ボラティリティは大きいものの、両者の相関が比較的小さい 2 種類の投資信託を購入する場合、それぞれのファンドのリスクに比べて、ポートフォリオ全体におけるリスクの程度はかなり小さくなるが、こうした点が考慮されていない。

さらに言えば、個人投資家もアドバイザーも国内市場を選好する傾向があるが、こうした状況に対して、アドバイザーが敢えて国際分散投資を提案する勇気を持っていない点も指摘できる。

独立金融アドバイザーがアクティブ・ファンドを進める傾向にある点は、(1) 個人投資家の項目で述べた通りである。

3) 税制上の取り扱い

(1) 複雑な税制上の取り扱い

英国の貯蓄商品に課せられる税金の取り扱いが金融商品ごとに異なっていることに加え、たとえ類似した金融商品の間でも、税制上の取り扱いが大きく異なっているケースも少なくない。

例えば、同じ投資信託であるインベストメント・トラストとユニット・トラスト、OEIC を例にとると、両者の税制上の扱いは、全く別個の商品であるかのように異なっている。というのも、インベストメント・トラストもユニット・トラストもともに個人年金口座 (Individual Pensions Account、IPA) を通じて購入することが出来るが、インベストメント・トラストには IPA の枠組みの中で印紙準備税 (Stamp Duty Reserve Tax) が課税される一方、ユニット・トラストでは同税が非課税となっているからである。また、認可されたユニット・トラスト及び OEIC の管理手数料は付加価値税 (VAT) が非課税となる一方、インベストメント・トラストの同手数料は VAT が課税される、という相違点も見られる。

こうしてみると、ユニット・トラストはインベストメント・トラストと比べて税制上優位に取り扱われている、と捉えられる。

もちろん、インベストメント・トラストとユニット・トラストの間には商品性の相違点が見られるが、その相違点が上記の税制上の違いを生み出しているとは説明しにくい。

インベストメント・トラストとユニット・トラストの例から分かるように、商品性の相違では説明しきれない税制上の相違があることによって、金融商品そのもののパフォーマンスよりも税金対策ばかりを注視する傾向を生み出している、ともいえる。

さらには、同じ金融商品であっても、例えば年金のケースでは、税制上の規則が改正されると、既存の年金契約者の権利は旧規則にて取り扱われたり（グランド・ファーザー条項）、段階的な変更が実施されたりするため、契約者によって税制上の取り扱いが異なる事態を招いている。現時点における年金の税体系を見ると、企業年金で4種類、個人年金で2種類の体系があり、この点が税制をますます複雑なものにしている。

このような状況下、税金の取り扱いという観点からは、個人投資家が投資アドバイスを求める大きな理由の一つとなっている。

（2）税制優遇貯蓄スキーム

英国政府や金融機関は、PEP (Personal Equity Plan、個人株式プラン)、ISA (Individual Savings Account、個人貯蓄口座) に代表されるような税制優遇貯蓄スキーム¹⁰を提供することによって、国民に貯蓄することを推進したいと考えている。ところが、実施された各種の調査結果を集約すると、

- ①税制上のインセンティブを付与することによって、全体の貯蓄水準がいちじるしく高まっている証拠は殆どみられない
- ②資産のアロケーションには大きな影響を及ぼすことができる
となっている。

1999年にPEPに代わる税制優遇貯蓄スキームとして導入されたISAは広く認知されるようになってきており、ISAへの資金流入は増加しているが、既に保有している他の貯蓄商品からISA口座へシフトさせている部分が少なくない、と見られている。

また、ISAは、①一つの金融機関にISA口座を開設し、その口座を通じて預金ISA、証券ISA、生命保険ISAを利用するマキシISA (Maxi ISAs) と、②預金ISA、証券ISA、生命保険ISAをそれぞれ別の金融機関を通じて利用するミニISA (Mini ISAs) の2種類に大別されており、マキシISAかミニISAかによって年間の預入上限額が異なる(図表4)など、個人投資家にとって分かりにくい面も否めない。

¹⁰ PEP、ISAについては、杉岡登志夫「わが国における証券税制見直しのインパクト」『資本市場クォーターリー』2001年秋号参照。

図表 4 ISA への年間預入額の上限

	～2005年度	2006年度以降
＜一つのマキシISAを選択する場合＞		
全体	7,000ポンド	5,000ポンド
証券ISA	7,000ポンド	5,000ポンド
預金ISA	3,000ポンド	1,000ポンド
生命保険ISA	1,000ポンド	1,000ポンド
＜複数のミニISAを選択する場合＞		
証券ISA	3,000ポンド	3,000ポンド
預金ISA	3,000ポンド	1,000ポンド
生命保険ISA	1,000ポンド	1,000ポンド

(出所)英国国内歳入庁(Inland Revenue)資料より野村総合研究所ヨーロッパ作成

4) サンドラー・レビューの提案

サンドラー・レビューでは、効率的な競争を促し、個人投資家が金融商品を吟味することが出来るようにするためにも、貯蓄マーケットの簡素化（simplification）をすすめることが主要なテーマとして設定されている。

サンドラー・レビューの中で提案されている主な事柄は、図表 5 に示したとおりであるが、なかでも注目されるのは、単純で（simple）理解しやすい（comprehensive）金融商品（サンドラー・レビューでは「ステークホルダー商品」と総称）を新たに導入することである。

ステークホルダー商品に関しては、通常遵守しなければならない適合性の原則（“Know your customer”）が適用されないだけでなく、適切な投資アドバイスを提供することも必要とされない。営業マンは商品を販売する前に、個人投資家に対して、平易な英語を使った警告を発せればよいこととされており、その警告によって個人投資家は自らに適した商品かどうかを判断することになる。なお、警告の中には、少なくとも、

- ① 営業マンは、個人投資家が保有する他の金融商品をも含めたレベルで専門的な投資アドバイスを提供する立場にはないこと、
- ② 販売する商品には、金融市場のリスクに晒される部分があるため、個人投資家は多額の資金を投じる際には慎重に検討すべきこと、
- ③ ある一定の期間（例えば5年間）以上保有する意思がない場合には、当該商品の購入は検討すべきではないこと

などが含まれていなければならない。

こうした警告を発するとはいえ、ステークホルダー商品をうたう以上投資リスクを制限すべきことも、サンドラー・レビューの中に盛り込まれているものの、例えばある特定のアセット・クラスに属する商品をすべて「高リスク商品」と位置付け、ステークホルダー商品の範疇には含めない形で投資リスクを抑える方策に対しては、反対の立場をとっている。

この理由として、第一に、ある特定の金融商品だけで見るとリスクが高い場合でも、ポートフォリオの中で有する他の金融資産との相関関係が低ければ、ポートフォリオ全体としてみた場合のリスクが軽減される点、第二に金融市場は刻々と変化、発展しているため、

現在のリスク商品が 10 年後にはリスク商品ではなくなっている可能性があること、を挙げている。サンドラー氏は、ある特定の金融商品を一律に除外することは、個人投資家による投資判断を歪めることになりかねない、とさえ指摘している。

なお、ステークホルダー商品に関する大きな特徴の一つとして、英国金融サービス庁の規制下に置かれていない機関、組織も同商品の販売をすることを可能としていることも注目される。そのため、会社の雇用主が直接従業員に対して販売する道も拓かれる。

図表 5 サンドラー・レビューにおける主な提案

項目	提案
ステークホルダー商品	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 単純で分かりやすい金融商品（投資アドバイスを受けなくても安心して購入できる金融商品、レビューではこうした商品をステークホルダー商品と総称）を導入する。 ▪ ステークホルダー商品の中には、①投資信託、ユニット・リンク保険、②年金、③養老保険が含まれる。 ▪ 初期手数料はなし、年間の手数料水準に関しては規制を設ける（手数料水準が適切かどうかについて、定期的な見直しを行うが、当初は現在のステークホルダー年金の手数料と同じ 1%を上限とする）。また、途中解約金は必要最低限に抑える（ゼロが理想）。 ▪ 商品を販売する前に、消費者に対して営業マンがいくつかの警告を出すことから始める（この警告には平易な英語 plain English を使わなければならない）。この警告によって、消費者は当該商品が自分にとって適したものかどうかをチェックできる。 ▪ ステークホルダー商品が抱える投資リスクには制限をつけるべきである。一般的な規則としては、①ファンドには社債証券が含まれるべきであること、②ファンドにおけるエクイティ投資に関しては、ある一つのマーケットやセクターに全ての資金を投じることを禁止すること、の 2 点を提案している。
独立金融アドバイザー(IFA)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 独立金融アドバイザー（IFA）の定義を、金融商品のプロバイダーから販売手数料を受取っていないアドバイザーに変更する。 ▪ アドバイザーという名称を使える者は、顧客の利益のためだけに投資アドバイスを行う人に限定する。
金融サービス庁による規制	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 英国金融サービス庁（FSA）は、本体とは別に消費者教育全般の責任をとる部門の設立を検討すべきである。この部門は、FSA 本体の理事会に対し説明責任を有する。消費者教育に携わっている外部の代表者も加えるべきである。 ▪ 金融商品要約説明書（Key Features Documents, KFD）は、例えば投資信託の手数料体系といったように、2,3 の重要なポイントを伝えられるよう、十分に短くする。 ▪ 不正販売の防止のため、金融機関が必要以上に神経質にならないためにも、FSA はどういうことをしたら不正販売になるかに関して説明すべきである。
税金	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 英国全体の貯蓄水準を引き上げることが目的であるならば、政府は今後、新たな税制優遇貯蓄スキームの導入を控えるべきである。 ▪ 英国政府は個人年金口座（IPA）の規則改正を検討し、非生命保険会社が年金市場で生保と同等に競争できる状況をつくる。 ▪ インベストメント・トラストとユニット、トラスト及び OEIC における印紙税の取り扱いを同じ非課税扱いとする。また、管理手数料

	<p>に対する付加価値税（VAT）も同じく非課税とする。</p> <ul style="list-style-type: none"> 年金商品に対する税制体系を簡素化する。 税制優遇貯蓄スキーム ISA の仕組み（マキシ ISA、ミニ ISA）を見直し、一本化の方向で検討する。
投資	<p>(全体の投資目的)</p> <ul style="list-style-type: none"> ファンド・マネジメント会社はファンドの投資目的をきちんと明示しなければならない。例えば、「中程度のリスクを取り、十分なリターンを計上すること」といった曖昧な文言ではなく、「5 年間の間に安全資産収益率プラス 2%の収益をあげることに、その間のボラティリティは 10%に抑える」という具体的な文言が求められる。 <p>(アセット・アロケーション)</p> <ul style="list-style-type: none"> ファンド・マネジメント会社は、ファンドのアセット・アロケーション戦略の方針（プライベート・エクイティをはじめとしたオルタナティブ資産を含む各アセット・クラスの投資水準、国内投資と海外投資との割合、投資対象に含まない特定のアセット・クラスの説明）を設定しておく必要がある。 <p>(株式の選択)</p> <ul style="list-style-type: none"> ファンド・マネジメント会社は、ファンドが投資する株式の選択に関する方針を設定する。 <p>(取引コスト)</p> <ul style="list-style-type: none"> ファンド・マネジメント会社は、ファンドの取引コストを最小限に抑える戦略を設定する。

(出所)サンドラー・レビューより野村総合研究所ヨーロッパ作成

3. おわりに

英国では、2000 年金融サービス・市場法のなかで、英国金融サービス庁（FSA）が規制を行う目的の一つとして「公衆の金融・資本市場に関する認識の促進」を掲げていることもあり、FSA は様々な形で投資家の啓蒙をすすめている。英国のように、投資家の啓蒙を法律上の規制目的として掲げているのは、世界でも例がないと言われており、規制当局は大人のみならず、学校教育の中にも投資教育を普及させようと努めている。

しかしながら、こうした啓蒙活動が功を奏するには、手数料やパフォーマンス、税金をはじめとした投資判断の材料が明瞭になっていなければならない。自己責任に基づく投資判断が声高に叫ばれているなかで、個人マーケットをとりまく投資環境の部分に焦点が当てられ、貯蓄マーケットの見直しがなされたことは意義深いといえよう。

また、単純で理解しやすいステークホルダー商品の導入が提案されていることも興味深い。サンドラー・レビューでは、①投資信託、ユニット・リンク保険、②年金、③養老保険という 3 種類のステークホルダー商品の導入が提案されており、いずれも投資リスクに晒されるタイプの商品であることは注目すべきである。こうした理解し易いステークホルダー商品が提供されることによって、幅広い個人投資家層にとって証券、保険を通じた貯蓄を増やすための選択肢が広がるからである。

ステークホルダー商品にはまた、提供する側が英国金融サービス庁による規制を受けて

いない機関でも取り扱うことが可能、という大きな特徴がある。実際、サンドラー・レビューの発表を受けて、英国の大手スーパーマーケット・チェーンであるアスタが、支店網を活かしてステークホルダー商品の取り扱いを検討する方針を表明している。また、アヴィヴァ（旧 CGNU）をはじめ、リーガル・アンド・ジェネラル（L&G）、プルデンシャルといった生命保険会社もステークホルダー商品の導入に賛同する意を示した。

しかしながら、ステークホルダー商品の導入に対して手放しで喜べない側面もある。というのも、今回のサンドラー・レビューで提案されたステークホルダー商品と同様な性質を有するステークホルダー年金が2001年4月から既に導入されているが、このステークホルダー年金への加入者数は英国政府が目論んでいたようには伸びていないからである。

英国政府がステークホルダー年金を導入した目的は、既存の年金に加入してない中低所得層の人々に対して、単純で手数料が安く（年間の手数料率は最高1%に規制）かつ理解しやすい年金商品を提供することであった。導入後数ヶ月間における同年金加入者の年収が1～2万ポンド（約193～386万円）であったこと¹¹から判断すれば、英国政府がステークホルダー年金のターゲットとしている中低所得層が多く加入した、と楽観的に捉えることも出来る。しかしながら、2001年末までのステークホルダー年金への加入者数は63.1万人程度と伸び悩みを見せており、マーケットの規模は拡大していない。

このような中で、マークス・アンド・スペンサー（M&S）フィナンシャル・サービスズなどは、ステークホルダー年金業務で採算を取ることは困難と判断し、新規顧客向けの同業務から撤退することを明らかにした。顧客数に比べて業者数が多すぎる（2002年6月時点で約50社）ことが主な原因として考えられる。このように見てくると、ステークホルダー商品もステークホルダー年金と同じような道を辿る可能性が否定できない。

さらに言えば、金融・資本市場のリスクに晒されること、短期投資には向かないことをはじめとした僅か数個の警告を発するだけで、投資信託などのエクイティ商品を個人投資家に販売していいのか、という疑問は拭いきれない。ステークホルダー商品が金融・資本市場に精通していない中低所得層に焦点を当てていることを鑑みると、なおさらである。個人投資家が、英国政府からステークホルダー商品としてのお墨付きをもらっている、という文言を鵜呑みにし、結果的に困惑する個人投資家を多く生み出す事態にもなりかねない。また、仮に運用が好調で高い収益率を達成できたとしても、個人投資家として次のステップ、すなわちステークホルダー商品に頼らない投資行動をすることに繋がるかどうかについても未知数である。

いずれにしても、リテール向け金融市場の環境を整備することはわが国でも求められていることであるだけに、英国の動向は今後のわが国にとっても大いに参考になるろう。

（林 宏美）

¹¹ 2001年3月に英国保険会社協会（ABI）が実施した調査。