

## 英国リテール金融業界に構造改革を迫る RDR

田中 健太郎

### ■ 要 約 ■

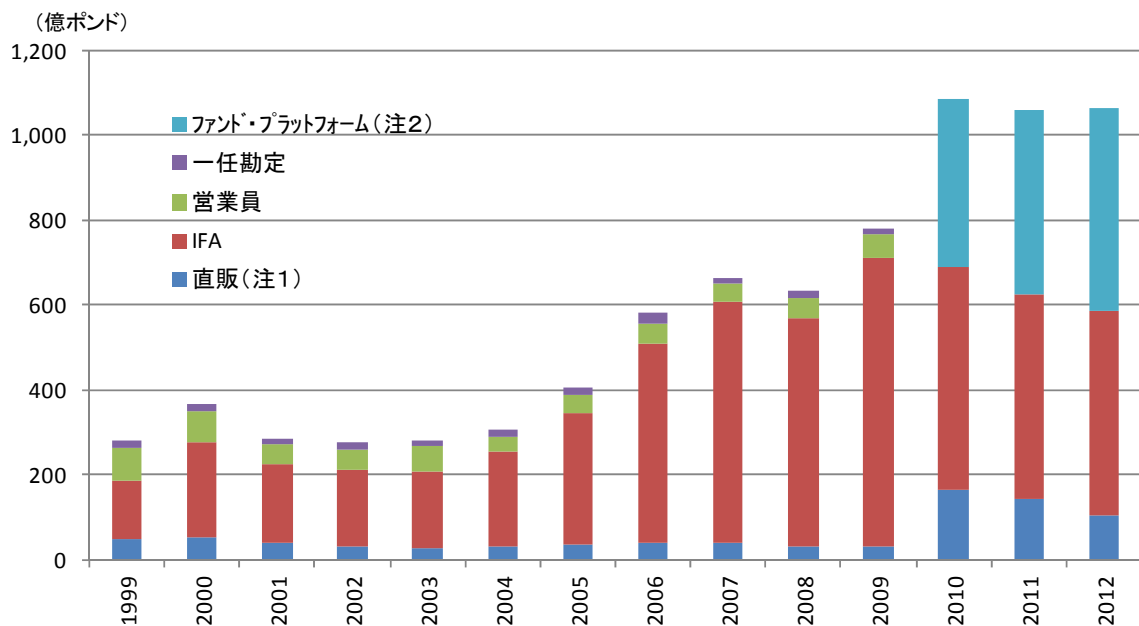
1. 英国では 2012 年末より、リテール金融商品の販売を担う独立系フィナンシャル・アドバイザー（Independent Financial Adviser）に対する大きな改革が実施された。IFA は特定の金融機関に在籍しているわけではないので全ての金融機関の金融商品を取り扱わなければならない、その全てから顧客のニーズを満たすものを提案しなければならない。このため、高い基準の知識を保有し、継続的にその知識を研鑽することが、英国金融サービス機構（Financial Service Authority）により求められている。
2. 英国の個人向け金融商品販売制度改革（Retail Distribution Review）は、2006 年 6 月 14 日、当時の FSA のターナー長官の演説から議論が始まり、6 年以上の準備期間を経て 2012 年 12 月 31 日に導入が開始された。RDR の主な内容は以下の 3 点である。①プロバイダーからの IFA へのコミッションの支払い禁止と手数料の開示、②IFA というカテゴリーの明確化、③IFA のプロフェッショナル水準の向上、である。
3. RDR 導入の中でも特に注目されているのがコミッションの支払い禁止である。アドバイザーが顧客にとって適切な商品であるかどうかではなく、コミッションの多寡により商品選択をしているのではないかという懸念を払しょくするため FSA は導入に踏み切った。IFA は代わりに顧客からフィーを徴収する仕組みとなった。
4. FSA により発表された公式な統計値によると、RDR 導入後、アドバイザーの人数は大幅な減少となった。また、個人投資家と IFA の間にアドバイスの対価に対する意識の相違があり、IFA のビジネスへの影響も出てきているようだ。一方で顧客のアドバイザー離れは進んでいないという調査結果もある。
5. RDR の取り組みはまだ始まったばかりであり、今後、時間が経つにつれて大きな変化や新たな問題にも直面することになる。RDR の実施を受けて IFA が減少しているという結果も出ているが、投資家にとって利用できるサービスの選択肢の低下につながるような事態になれば改革の目的に対して本末転倒である。英国の RDR の取り組みは投資家にとって本当の意味で最良な改革となったのかどうか、引き続き注目していく必要がある。

## I. IFA を中心とする英国リテール金融市場

英国では 2012 年末より、リテール金融商品の販売を担う独立系フィナンシャル・アドバイザー（Independent Financial Adviser、以下 IFA）に対する大きな改革が実施された。英国では IFA は個人向け投資信託販売の約 90% を占めている<sup>1</sup>（図表 1 参照）。また、IFA は投資信託だけでなく、住宅ローンや保険、預金なども取り扱い、資産と負債の両面から個人の金融に対するニーズをサポートしている。IFA は英国金融サービス機構（Financial Service Authority、以下 FSA）により規制されており、規模としては 2、3 人の少人数で地方などに店舗を構える場合<sup>2</sup>もあれば、IFA ネットワークという、IFA がアドバイザー活動を効率的に行えるようにサポートする会社が IFA を抱えている場合もある。

最近では顧客自らインターネット経由で金融商品を選択するケースも増えてきているが、IFA を利用するメリットとしては、顧客の資産状況、目的、リスク許容度をヒアリングし

図表 1 英国籍投資信託のチャネル別のリテール向け販売金額



- (注) 1. 2010 年～2012 年の直販には、1999 年～2009 年までの営業員及び一任勘定を含む。  
 2. ファンド・プラットフォーム (fund platform) は、さまざまな投資信託委託会社が運用する数千超もの投資信託から選択できるサービスをいう。

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

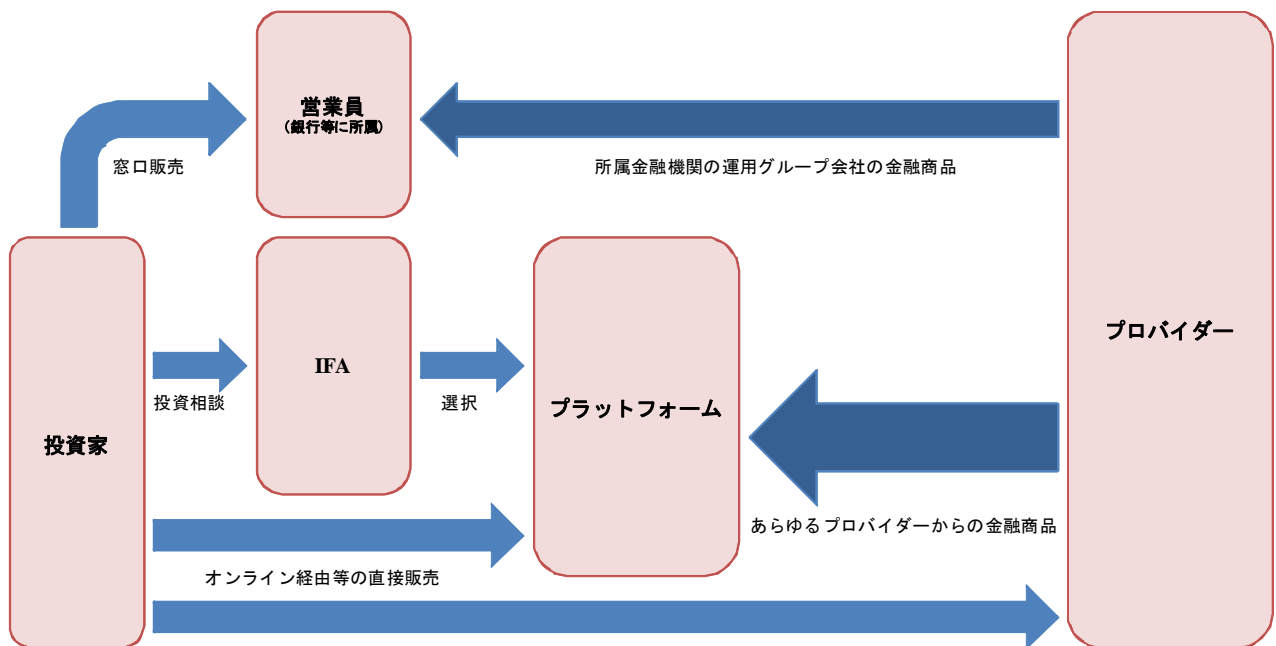
<sup>1</sup> 2010 年以降は統計の取り方が変わったので 2009 年までのように明確に見て取れないが、基本的な傾向は変わっていないと見られている。

<sup>2</sup> 1 社あたりの平均人数は 4.66 人である。“The Financial Adviser market: In Numbers,” Association of Professional Financial Advisers 参照。

た上で、IFA が持つ深い知識と経験と照らし合わせ、顧客にふさわしい金融商品を提示してくれること、更に、提案した内容が計画通りに機能しているかを定期的にチェック、顧客の状況や優先順位が変われば、それに合わせて計画を変更してくれる点などがあげられる<sup>3</sup>。

IFA は独立系であり、特定の金融機関に在籍しているわけではないので全ての金融機関の金融商品を取り扱わなければならない、その全てから顧客のニーズを満たすものを提案しなければならない。このため、高い基準の知識を保有し、継続的にその知識を研鑽することが求められている。また、小規模な経営が多く、大手金融機関のように資産管理や発注システム等を保有しているわけではないので、多くの IFA が他の機関が提供するプラットフォームを利用している。この場合、各プラットフォームはプロバイダー（資産運用会社）から供給される商品を用意し、IFA は顧客の資産管理ニーズに合わせて適切な商品を、プラットフォームを通じて選択する（図表 2 参照）。

図表 2 金融商品販売の仕組み



（出所）野村資本市場研究所作成

<sup>3</sup> “The benefits of financial advice,” Association of Professional Financial Advisers.

## Ⅱ. RDR の主な内容と目的

英国の個人向け金融商品販売制度改革（Retail Distribution Review、以下 RDR）は、2006年6月14日、当時の FSA のターナー長官の演説から議論が始まり<sup>4</sup>、6年以上の準備期間を経て2012年12月31日に導入が開始された（図表3参照）。

RDR の主な内容は以下の3点である。①プロバイダーからの IFA へのコミッション<sup>5</sup>の支払い禁止と手数料の開示、②IFA というカテゴリーの明確化、③IFA のプロフェッショナル水準の向上、である<sup>6</sup>。RDR 導入は消費者保護の観点で重要な戦略とされ、投資意思決定が必要な際に個人投資家がより適切な投資アドバイスを受けることができるようになることを目指している。

①についてはコミッションだけでなく、与信などの便益を提供することも禁止されている。一方で、アドバイザーが消費者にとって有益であるという合理的な理由があるものについては受け取っても良い<sup>7</sup>。また、IFA ではなくプラットフォームに支払われるコミッションの禁止については、プロバイダー及びプラットフォーム業界からはシステムを変更するコスト、プラットフォーム業界の利益圧迫の観点から反発の声が上がったため、猶予期間が与えられている。IFA 同様に完全に禁止にするかどうかは次の焦点となっている。

②については、従来は様々なタイプのアドバイザーが存在していたが、RDR の導入で2

図表3 RDR の議論の経緯

2006年	6月	・FSAターナー長官のRDRに関する演説。 ・業界関係者で構成される多数のワーキング・グループを立ち上げ。
2007年	6月	・ディスカッション・ペーパー（DP07/01） IFAの独立性、専門性強化を指向。
2008年	4月	・中間報告書 コミッションに依存しない報酬体系の構築。 QCF（Qualifications and Credit Framework）レベル4（大学入学程度）以上取得を義務付け。
2009年	6月	・コンサルテーション・ペーパー（CP09/18） サービスの記述の明確化。 アドバイザーの報酬の問題への対応。 投資アドバイザーの専門性向上。
2010年	3月	・ポリシー・ステートメント（PS10/06） 報酬体系にアドバイザー料という規制を導入。 コミッションを廃止。
2011年	8月	・ポリシー・ステートメント（PS11/09） プロバイダーからプラットフォームに対するコミッション支払いをRDR導入と同時に禁止。
2012年	6月	・コンサルテーション・ペーパー（CP12/12） プロバイダーからプラットフォームに対するコミッション支払い禁止を2013年12月31日に延期検討。
	12月	・12月31日に施行。

（出所）Financial Service Authority より野村資本市場研究所作成

<sup>4</sup> “Review of retail distribution in the UK,” FSA, 14 June, 2006.

<sup>5</sup> 手数料の表現が日本とは異なる。英国では顧客から IFA に支払われる手数料をフィーと呼び、プロバイダーから IFA やプラットフォームに支払われる手数料をコミッションと呼ぶ。通常、日本では顧客から営業担当者に支払われる手数料もコミッションと表現されるため、当レポートでは表現に注意されたい。

<sup>6</sup> “Retail Distribution Review - Countdown to implementation,” Clifford Chance 参照。

<sup>7</sup> 例えば、プロバイダーによる金融教育プログラムの無償提供は FSA にも奨励されている。

種類のタイプのアドバイザーに明確に分類された。1 つは全ての金融機関の商品から独立したアドバイスをする義務があるアドバイザー、つまり IFA である。もう 1 つは契約している金融機関やその他数社の金融商品から限定されたアドバイスを提供するアドバイザーである。

③について、IFA は幅広い商品から顧客にアドバイスを提供するため、FSA は IFA に対して資格水準等厳しい要求をしている。アドバイザーの資格要件は大学入学程度の学位が必要とされており、資格取得後も毎年 35 時間以上、継続して専門的能力開発に取り組む義務がある<sup>8</sup>。

RDR 導入の中でも特に注目されているのがコミッションの支払い禁止である。その目的は手数料の透明化によって顧客がより適切な投資アドバイスを受けることができるようにすることである。IFA はその独立性から、全ての金融商品から選択する義務があり、それらをカスタマイズすることで顧客のニーズに応える。しかし、多くの個人向け金融商品は手数料体系が複雑化し、消費者にとって不透明で、投資家とアドバイザーの間には金融商品に関して情報の非対称性が存在していた。また、プロバイダーからアドバイザーに報酬を支払うことが通常であったため、プロバイダーが間違ったインセンティブをアドバイザーに与える可能性があることが懸念された<sup>9</sup>。つまり、アドバイザーが顧客にとって適切であるかどうかではなく、コミッションの多寡により商品選択をしているのではないかという疑念である。こうした懸念を払しょくするため FSA は RDR の導入に踏み切った。

### III. 金融機関の RDR への対応

RDR 導入によって、IFA とプロバイダー、プラットフォームの関係も大きく変わるため、各金融機関も様々な対応策を講じている。例えば、英国において大手プロバイダーの 1 つであるフィデリティは、自らフィデリティ・ファンズ・ネットワーク (Fidelity Funds Network) というプラットフォーム会社も運営している。同社は IFA 向けに RDR 対応のサービスを展開している。具体的には、ナレッジ・ハブ・ウェビナーズ (Knowledge Hub Webinars) やアドバイザー・フィーズ (Adviser Fees) というツールである<sup>10</sup>。前者は IFA 向けサイトでオンライン登録をすることにより、オンライン上で金融知識を高めるための講座を受けることができる。2011 年に開発されたツールであり、前述のように、継続的に専門的能力開発に取り組む義務のある IFA 向けのサービスである。

また後者は IFA が顧客からフィーを受け取る業務をサポートするツールである。RDR 導入により消費者に対する手数料の課金の方式が変更されたことで、その対応をサポートする。IFA が顧客からフィーを受け取る形態は主に継続的手数料、初期手数料、指定手数料の 3 通りがある。IFA は顧客との間で、これらのいずれかもしくは組み合わせでフィーを

<sup>8</sup> FSA への報告義務が課されている。

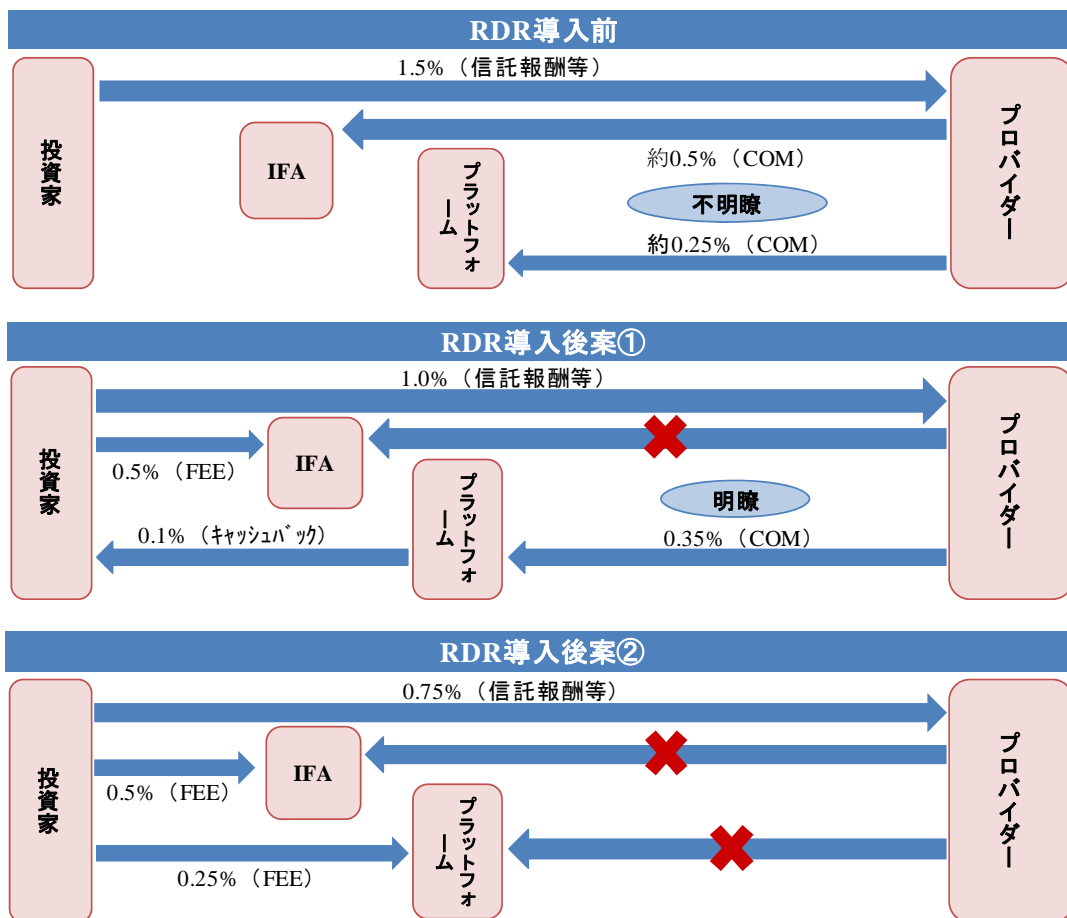
<sup>9</sup> “The problems the RDR is seeking to address,” FSA DP07/1 参照。

<sup>10</sup> Fidelity Funds Network ウェブサイト参照。

受け取ることを契約する。顧客ごとにフィー体系が異なるケースも有り得る。フィーの支払いは現金や小切手を利用することも可能であるが、別枠での支払いについては投資家にも抵抗があり、通常は顧客資産の売却により支払われる。このため、顧客が保有するどの資産を売却するかなど、IFAの対応は煩雑となり、これをサポートするためにプラットフォーム上でツールが提供されている。

前述の通り、プロバイダーからプラットフォームへのコミッションの支払い禁止に関しては1年間の猶予期間が与えられるかが焦点となっているが、現在2通りの方法が模索されている（図表4参照）。1つは従来通りプロバイダーからコミッションが支払われるが、その内容を明示するという方法である。大手プラットフォームはプロバイダーに対して手数料に関して交渉力が強いので、従来通りリベートの仕組みを維持する方が投資家にとって有利であるとの意見もある。その場合、顧客にキャッシュバックとして手数料を還元する仕組みも提案されている（図表4のRDR導入後案①）。もう1つはIFAと同様にプラ

図表4 RDR導入後の手数料の流れ



(出所) 野村資本市場研究所作成

ットフォームに対してもコミッションの支払いを禁止するという方法である。この場合、消費者は別枠で IFA とプラットフォームに対してフィーを支払うこととなる（図表 4 の RDR 導入後案②）。多くのプロバイダーやプラットフォームは後者になると考えており、実際に先行導入という意味合いでクリーン・シェアと呼ばれる持ち分（シェア）をファンドに投入しているプロバイダーやプラットフォームは増えている。クリーン・シェアとは投資家から IFA とプラットフォームに支払う手数料が別枠になっているファンドの持ち分のことである。

#### IV. RDR 導入後の影響

2013 年 3 月 27 日に FSA により RDR 導入後のアドバイザーの人数に関して、公式な統計値が発表された<sup>11</sup>。2012 年末時点において、IFA と銀行、ビルディング・ソサイエティ以外の金融機関と契約をしているアドバイザーの合計人数は前年同期比で 20%減少していた<sup>12</sup>。一方で銀行、ビルディング・ソサイエティと契約しているアドバイザーの人数は 44%減少していた<sup>13</sup>。RDR が導入されると、システム面や金融教育面で規模の優位性から銀行に IFA が流れていくと見られていた。しかし、銀行系アドバイザーの大幅な減少は予想とは異なり、その解釈をめぐって今後、様々な意見が出てくるであろう。RDR の導入と金融危機のタイミングが重なったことで、契約しているアドバイザーの教育やシステムの大幅な変更により銀行が資金を回す余裕がなかったということも要因の一つかもしれない。

更に、個人投資家と IFA の間の意識の相違による IFA のビジネスへの影響も出てきているようだ。アリアンツ・グローバル・インベスターズの調査によれば、80%の個人投資家が 1 時間あたり 100 ポンド以下であればコンサルティング料としてフィーを支払うと考えているが、反対に 86%の IFA は 100 ポンドから 200 ポンドはフィーを受け取りたいと考えているという<sup>14</sup>。RDR 導入前はファンドの中から自動的に支払われていたフィーを、改めて投資家自らが支払うことに抵抗があるようだ。FSA の消費者向けサイトには、まずはアドバイザーに対する手数料を把握しましょうという問いかけがされている<sup>15</sup>。このように、投資家は IFA が受け取っていた手数料に関して把握していなかったため<sup>16</sup>、意識の違いが生じてしまったのであろう。

<sup>11</sup> “First official RDR stats: adviser numbers down 20%, bank advisers fall 44%,” *MoneyMarketing*, 27 March, 2013.

<sup>12</sup> 2011 年末の合計人数は 25,616 人（その内 IFA は 21,696 人）であり、2012 年末は 20,453 人であった。

<sup>13</sup> 2011 年末の合計人数は 8,658 人であり、2012 年末は 4,809 人であった。

<sup>14</sup> “Funds industry should innovate to solve Consumer ‘Advice Gap’, says AllianzGI,” Allianz Global Investors press release, 11 February, 2013 参照。調査対象は 2012 年 8 月 31 日から 2012 年 9 月 26 日の間に選定された 166 人のアドバイザーと 2012 年 11 月時点で英国在住、年齢は 50 歳から 70 歳、上位 20%の富裕層、200 人の個人投資家である。

<sup>15</sup> “How advice is changing-know how much advice costs,” FSA.

<sup>16</sup> “The problems the RDR is seeking to address,” FSA DP07/1 参照。

一方で、顧客のアドバイザー離れは進んでいないという調査結果もある<sup>17</sup>。IFA のネットワーク会社であるポジティブ・ソリューションズ社の調査によると RDR 導入で 78% の会員の IFA 法人は顧客を失っていないという<sup>18</sup>。この調査結果のように、顧客の行動にそれほどの影響がないのであれば、しっかりと準備を行い業界に踏みとどまったアドバイザーの受ける恩恵は大きいかもしれない。

## V. 今後の展望

RDR の取り組みはまだ始まったばかりであり、今後、時間が経つにつれて大きな変化や新たな問題にも直面することになる。

例えば、プラットフォーム業界での統廃合が進むという意見もある。現在、30 社程度あるプラットフォーム会社は RDR 導入で利益が圧迫され、半数の 15 社程度になるかもしれないという調査結果もある<sup>19</sup>。これに対しては本当に技術を持っているプラットフォーム会社は実は少なく<sup>20</sup>、既に数社が他のプラットフォームにシステムを提供するなど実質的に市場を支配している状況も見られる。したがって、他社からシステム提供を受けつつ、IFA や投資家にサービスを提供するプラットフォームの数は今後のプラットフォーム業界の成長とともに増加するという逆の見方もある。

また、当局が RDR を導入する目的の 1 つに手数料の透明化があるが、クリーン・シェアのように、同一の投資信託に手数料の違いによって複数のクラスができたり、かえって手数料が上がってしまうといった現象もあるようだ<sup>21</sup>。制度改革が高度になればなるほど、投資家にとって制度の理解が困難になったり、コストが嵩んでしまうという事態にも留意しなければならない。

先述の様に RDR の実施を受けて IFA が減少しているという結果も出ているが、投資家にとって利用できるサービスの選択肢の低下につながるような事態になれば改革の目的に対して本末転倒である。英国の RDR の取り組みは投資家にとって本当の意味で最良な改革となったのかどうか、引き続き注目していく必要がある。

<sup>17</sup> “Positive Solutions: 20% of members lost clients post-RDR,” *FT Adviser*, 8 April, 2013. 有効回答数は 212 社である。IFA 法人とはいわゆる IFA ネットワークのことで、システム面等で IFA のアドバイザー業務の効率化を図る業務を主とする法人である。

<sup>18</sup> 顧客を失ったという 22% の会員の内訳は以下のようにになっている。「1-10%以下の顧客を失った」のが 14%、「10-20%の顧客を失った」のが 4%、「20-30%の顧客を失った」のが 1%、「30%以上の顧客を失った」のが 3% である。

<sup>19</sup> “Platform industry divided on RDR effects,” *FT Adviser*, 2 April, 2013.

<sup>20</sup> 例えば、FNZ 社はスタンダード・ライフ、アビバ、アクサにプラットフォームを提供している。

<sup>21</sup> “Clean share classes could cost more,” *Financial Times*, 1 March, 2013.