

## 英国の投資アドバイスに係る規制改革

神山 哲也

### ■ 要 約 ■

1. 英国では、投資アドバイスに係る規制改革である「金融アドバイス市場レビュー（FAMR）」が最終局面に差し掛かっている。FAMR は、高齢化等のマクロ的な環境変化に加え、年金資金の受給方法の柔軟化や個人向け金融商品販売制度改革（RDR）により、英国における投資アドバイスの必要性が高まったことを背景とする。
2. FAMR の提言は、①より簡易なニーズに対して低コストの支援提供を図ること（affordability）、②職域・年金チャネルをアドバイスないしガイダンスの入り口とすること（accessibility）、③アドバイザーの負担軽減と利用者保護のバランス適正化を図ること（liabilities and consumer redress）、の三本柱からなる。
3. 特に注目されたのが、投資アドバイスと一般的情報提供であるガイダンスの明確化である。従来は両者の境界が不明確であったため、アドバイザーがガイダンス提供を躊躇することもあった。そこで、顧客の状況を勘案する適合性評価を伴うものを投資アドバイスとした。また投資アドバイスの中でも、顧客の限定的なニーズに対して相応の適合性評価で投資アドバイスを提供できる「効率化されたアドバイス」の枠組みも創設された。
4. FAMR では、従来の規制・監督とは趣を異にする取り組みもみられる。例えば、アドバイザーや個人投資家の指針とするべく、金融における「経験則」及び顧客をそれとなく促す「ナッジ」の事例が紹介されている。また、アドバイスを受け入れない顧客への対応について、規制上の扱いが明確化された。
5. 日本においても、自助努力による資産形成の重要性が増しており、個人の資産形成に対する支援も多様化しつつある。そうした中、投資アドバイスの深さに応じて規制上の負荷を変える考え方や、「ナッジ」や「経験則」にみられるような従来とは趣を異にするテーマへの取り組みは、日本の関係者にとって参考になるものと言えよう。

## I 自助努力による資産形成と投資アドバイスの重要性

英国では、投資アドバイスに係る規制改革である「金融アドバイス市場レビュー（Financial Advice Market Review、FAMR）」が最終局面に差し掛かっている。FAMR は、投資アドバイスが個人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の市場発展の促進を目的とする。日本においても自助努力による資産形成の重要性が高まる中、投資アドバイスのあり方を改めて問うた英国の改革は注目に値しよう。

FAMR は 2015 年 8 月に、英財務省と金融行為監督機構（FCA）が共管するプロジェクトとして開始された。2016 年 3 月に最終報告書が公表され、2017 年 12 月に最終報告書の提言を実施する規則改正の最終版を盛り込んだポリシー・ステートメントが公表された<sup>1</sup>。2018 年 2 月には、個人的推奨（後述）の境界に関するガイダンスが公表されている。

FAMR の背景として財務省・FCA は、資産形成における自助努力の重要性が高まったことを挙げ、その要因として以下の二つを提示する。一つは、マクロ的な環境の変化である。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。他方、テクノロジーの進展、コスト意識の高まり、従来の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、専門家の支援を得ずに投資意思決定をすることが増加している。

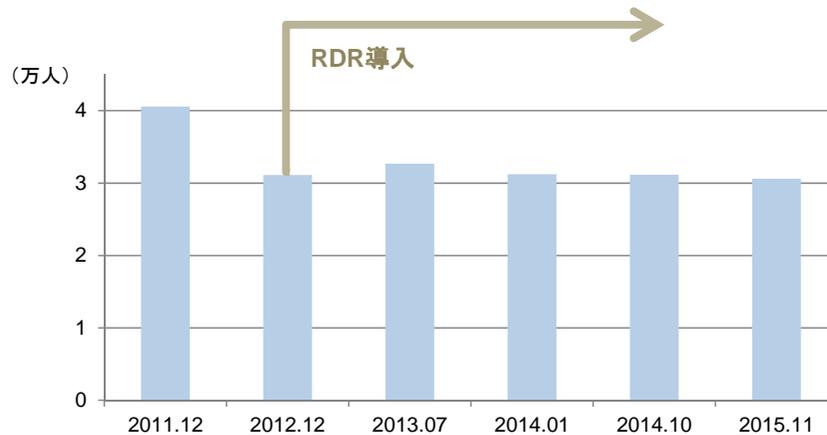
もう一つは、制度改正である。2015 年 4 月に導入された「年金自由化」では、年金資金の受給方法がアニュイティ（終身年金）以外に柔軟化され、英国国民の退職時の選択肢が飛躍的に拡大した。その結果、専門家のアドバイスの必要性が高まったものの、多くの退職者が十分なアドバイスなしに年金資金の用途に関する意思決定をしている点が課題となっている<sup>2</sup>。また、2012 年末より順次適用されている個人向け金融商品販売制度改革（Retail Distribution Review、RDR）の影響も指摘できる。RDR では、①投資アドバイスに対する報酬の徴収方法の改正（運用会社から販売会社への販売手数料等のキックバックの禁止）、②アドバイザーの種類（独立フィナンシャル・アドバイザーの要件明確化）、③アドバイザーの専門性の向上（資格要件の高度化）、が図られた。

RDR 以降、観察された事象として、アドバイザー数の減少が指摘できる（図表 1）。また、アドバイザーが対象顧客を富裕層に絞り込むという現象も生じている。例えば、2016 年に実施されたプロフェッショナル・フィナンシャル・アドバイザー協会の調査によると、69%のアドバイザーが過去 12 か月間で新規顧客の受入を拒否したことがあり、その 43%

<sup>1</sup> 最終報告書は HM Treasury and FCA, “Financial Advice Market Review: Final report,” March 2016、ポリシー・ステートメントは FCA, “Policy Statement on Financial Advice Market Review Implementation Part II and Consultation on Retiring FG12/15 and FG14/1,” December 2017。

<sup>2</sup> 年金自由化及びそれを受けた個人の動向等については、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。

図表 1 アドバイザー数の推移



(出所) FCA より野村資本市場研究所作成

が理由として顧客の状況からアドバイス提供が収益面で見合わなかったためと回答している<sup>3</sup>。

このように、投資アドバイスを必要とする人が投資アドバイスを受けられない現象は「アドバイス・ギャップ」と呼ばれ、RDR 後の英国における個人向け金融サービス業界で最大の課題とされている<sup>4</sup>。そのため、冒頭で述べた通り、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を促進することとなったわけである。

## II 投資アドバイス規制改革の全体像

FAMR では、規制の在り方という切り口だけではなく、実際の個人のニーズや選好、アドバイザーのインセンティブといった点にも配慮しつつ、業界や消費者団体等から情報収集した上で、三つのカテゴリーについて 28 の提言をしている (図表 2)。

第一に、アドバイスのコスト低下 (affordability) である。現状、包括的なアドバイスは資金額の大きい投資家に提供されているが、多くの個人は、投資のニーズが限定的であったり、自身に関する詳細な状況分析を必要としなかったりする。自分が利用できるオプションについてガイダンスのみ提示して欲しいという個人も多い。他方、供給者側たるアドバイザーからは、規制対象となるアドバイスと一般的な情報を提供するガイダンスの境界が明確ではない、そのため限定的なニーズに対するアドバイス実務を確立できない、といった声が挙げられた。そこで FAMR では、アドバイザーがシンプルな投資家ニーズに相応するアドバイスを提供したり、ガイダンスを提供したりしやすくなるよう、規制の枠

<sup>3</sup> NMG Consulting によるプロフェッショナル・フィナンシャル・アドバイザー協会からの受託調査。実施期間は 2016 年 1 月 11～26 日。

<sup>4</sup> 詳細については、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)、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。

図表 2 FAMR の提言

|    |  |
|----|--|
| 1  | FAMR専門家アドバイザー・パネル: 金融アドバイス・ワーキンググループの設立。<br>アドバイスのコスト低下 (affordability)                |
| 2  | 財務省: 規制活動令 (RAO) の規制アドバイスの定義変更について市中協議。規制アドバイスを個人的推奨に基づくものとし、Mifid II と整合性をとる。         |
| 3  | FCA: 個人的推奨なしで投資意思決定をする消費者向けにサービスを提供する業者のガイドライン (ケース・スタディを含む) について市中協議。                 |
| 4  | FCA: 消費者のシンプルなニーズに即したストリームライン・アドバイスを提供しやすくする枠組みの創設。ケース・スタディを含むガイドラインを策定。               |
| 5  | FCA: アドバイザーの資格取得に係る時間制限緩和。若手アドバイザーを訓練する時間確保。   |
| 6  | FCA: クロス・サブダイゼーションに係る「長期」や柔軟性について市中協議。   |
| 7  | 財務省: Mifid II を適用しつつ、ストリームライン・アドバイスに係る施策遂行を確保。   |
| 8  | FCA・業界: 適合性報告書の改善、簡易化、作成時間の短縮について協力。   |
| 9  | FCA: 自動化されたアドバイス・モデル確立に向けたアドバイス・ユニットの設立。   |
| 10 | FCA: 事実認定プロセスに必要な情報の標準類型に関するガイドラインについて市中協議。当該ガイドラインで、第三者による事実認定に求められる事項も提示。            |
|    | アドバイスへのアクセスの容易化 (accessibility)  |
| 11 | FCA: 年金規制機構 (TPR): 雇用主・トラスティがアドバイス規制を適用されずに提供できる金融関連事項に関するファクトシートの策定。                  |
| 12 | 金融アドバイス・ワーキンググループ: 従業員のフィナンシャルな健全性を支援する10の方策を策定。                                       |
| 13 | 財務省: 雇用主提供の年金関連アドバイスに係る所得税・国民保険料の控除制度の改善検討。  |
| 14 | 財務省: 受給開始年齢前に年金資産の一部引き出しを認める方途検討。退職前アドバイスの費用負担のため。                                     |
| 15 | FCA: アドバイザーの手数料徴収に係る柔軟性に関する業者・アドバイザーへの周知。  |
| 16 | 財務省: 2019年までに年金ダッシュボードを消費者に提供することを業界に要請。   |
| 17 | 金融アドバイス・ワーキンググループ: 「ガイダンス」と「アドバイス」を説明する用語リストの策定。                                       |
| 18 | 金融アドバイス・ワーキンググループ: 経験則とナッジを設計し、テストするタスク・フォースを主導。                                       |
| 19 | 財務省: 経験則とナッジの更新・利用促進等について金融の専門能力を有する主体を任命。   |
|    | アドバイザーの責務と消費者救済の明確化 (liabilities and consumer redress)                                 |
| 20 | FCA: 金融サービス補償スキーム (FSCS) の資金調達に定期的なレビュー。2016年度では、リスクベースの課金、資金調達区分、クレジット・ファシリティの利用増を検討。 |
| 21 | FCA: 小規模アドバイス業者による専門業務賠償責任保険 (professional indemnity insurance) の利用に関するレビュー検討。         |
| 22 | 金融オンブズマン・サービス: 業界との定期的な「ベストプラクティス」ラウンドテーブルの開催検討。販売歴や適合性原則に係るエビデンス等を議論。                 |
| 23 | 金融オンブズマン・サービス: 受入率 (15年以上前のアドバイス等)、プロダクト別内訳を開示。  |
| 24 | 金融オンブズマン・サービス: 業者向けの情報を2016年夏までにウェブサイトで集約化することの検討。                                     |
| 25 | 金融オンブズマン・サービス: 金融オンブズマン・サービスの独立評価人の報告書の内容拡張。   |
| 26 | FCA: 金融オンブズマン・サービスへの請求に係る長期時間制限の導入は見送り。2019年のレビューで長期商品のアドバイスに関するデータを検証。                |
|    | 実行   |
| 27 | FCA・財務省: ベースラインおよび指標を開発。以後毎年フォローし、FCAウェブサイトを開示。  |
| 28 | FCA・財務省: 最終報告書の12か月後に進捗状況を報告。2019年にアウトカムについてレビュー。                                      |

(出所) HM Treasury and FCA, “Financial Advice Market Review: Final report,” March 2016 より野村資本市場研究所作成

組みを明確化することが提言されている。また、コスト削減に向けたテクノロジーの活用も推奨されている。

第二に、アドバイスへのアクセスの容易化 (accessibility) である。FAMR における情報収集の結果、個人におけるアドバイスに対する主体的な需要の低さが判明した。理由としては、コストの高さ、アドバイスの効用に対する理解不足、不正販売問題に起因するアドバイザーへの不信感、などが挙げられている。そこで、FAMR では、職域チャネルが金融アドバイスないしガイダンスへのアクセスの入り口になり得るとの考えから、雇用主が金融規制の適用対象とみなされることなく従業員に提供できる支援の明確化、従業員個人のファイナンシャル・ヘルスを支援する雇用主のインセンティブ向上策等が提言されている。また、アドバイスの対価の支払い方の柔軟性や、自身の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」に関する提言もなされている。

第三に、アドバイザーの責務と消費者救済の明確化（liabilities and consumer redress）である。アドバイスの利用者が不正行為等について救済措置を求める途を確保することは重要である一方、救済措置の過度な負担はサービス提供をアドバイザーに躊躇させる。そこで FAMR では、両者のバランスを取るべく、金融サービス補償スキーム（FSCS）課金や金融オンブズマン・サービスの適正性、予見可能性、透明性の向上を提言している。

### III 投資アドバイスの明確化・類型化

従来の投資アドバイスに係る規制体系では、何が厳格な規制の対象となる投資アドバイスで、何が一般的情報の提供かが、明確ではなかった。また、投資アドバイスの中でも、より簡易・限定的な投資アドバイスと、総合的に個人の状況に対応しようとするアドバイスがあり得るが、それらの区分が明確ではなかった。そのためアドバイザーは、一般的な情報や、簡易・限定的な投資アドバイスを提供する場合であっても、規制遵守の確実性を確保する観点から、一律に投資アドバイスとして取り扱うことになり、結果、アドバイザーに過度な負担が生じたり、あるいはサービス提供を差控えるインセンティブが作用することもあった。

そこで FAMR では、①投資アドバイス提供と一般的情報（ガイダンス）提供の明確化、②限定的なニーズに対する投資アドバイスとして「効率化されたアドバイス」の枠組み創設、が図られた。前者は投資アドバイスの境界を明確化したもの、後者は投資アドバイスの中身を類型化したものと言える。

#### 1. 投資アドバイスとガイダンスの明確化

FCA・財務省が FAMR の一環で情報収集した際、最大の課題として浮上したのが、上記のように、アドバイザーが規制対象となる投資アドバイスに該当することを懸念して、より簡易な一般的情報である「ガイダンス」の提供を躊躇してしまうことであった。アドバイザー業界、消費者団体、雇用主からは、一般的な情報提供による個人への支援が規制対象の投資アドバイスとなる境界線が不明確であるとの声が多数寄せられた。

特に近年では、インターネットを通してアドバイスを受けずに投資する投資家層が増加しており、そうした投資家にとって有用なガイダンスに手軽にアクセスできることの重要性は一層増している。しかし現実には、アドバイザーが、投資家に対して提供すべき支援を提供できない事態が生じていたという。すなわち、アドバイザーの中には、安全策を採って、規制対象となる投資アドバイスの範疇に入らないと思われる支援さえも提供しない者もいた。また、意図せずに投資アドバイスに踏み込んでしまい、後日、FCA や金融オンブズマン・サービスから問題視されることを懸念する声も挙げられた。

FAMR の一環で行われた情報収集の結果、規制対象となる投資アドバイスとガイダン

スの境界を明確化する必要性が認識された。英国では、投資アドバイスは、2000年金融サービス市場法の下部規定である規制活動令において定義されている（図表3の左）。他方、欧州連合（EU）の金融商品市場指令（Mifid）においても「投資アドバイス」が定義されており（図表3の右）、両者を比べると、規制活動令の方がより広範で曖昧なものとなっていた。規制活動令の広範さ・曖昧さが、英国のアドバイザーがガイダンスの提供を躊躇する一因とされていたため、FAMRによって規制活動令を改正し、欧州連合（EU）の金融商品市場指令（Mifid）における「投資アドバイス」の定義に揃えることとなった（図表2の提言2）。投資アドバイスの境界を明確化し、アドバイザーがより確信を持ってガイダンスを提供できるようにする趣旨である。規制活動令の改正は、2017年2月に最終規則が公表され<sup>5</sup>、2018年1月から適用開始となっている。

ポイントとなるのは「個人的推奨（personal recommendation）」の概念である（図表3のMifid定義の②）。規制活動令改正後は、Mifidの定義に倣い、対象となる投資家個人の具体的状況（資産額、年齢、投資期間、リスク許容度等）を勘案した上で、適合性のあるものとして提供されるのが投資アドバイスとなる。逆に言えば、自ら投資意思決定をする個人に対してガイダンスのみが提供される場合、アドバイザーに適合性原則遵守の義務は発生しないことになる。FCAは、例えば、①課税年度でISAの枠を使い切っていないことの通知、②株式型ISAで投資できるファンドのリスク・プロファイルの情報提供、③年金拠出を一度も増額したことがないことの通知、などについては、ガイダンスとして、規制アドバイスの範囲外で提供できるという。

2018年2月に公表された個人的推奨の境界に関するガイダンスでは、様々な具体的なケースを用いて個人的推奨に該当するか否かを提示している。例えば、黙示的な個人的推奨については、「貴方と同様の投資家がこの商品を購入しています」といったセールス・トークも個人的推奨に含まれるとしている。また、ウェブサイトを利用した個人向け投資

図表3 規制活動令及びMifidにおける投資アドバイスの定義

| 規制活動令の定義  | Mifidの定義  |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>① 特定の投資に関連するものであること</li> <li>② 投資家もしくは潜在的投資家（もしくは投資家もしくは潜在的投資家の代理人）としての個人に提供されるものであること</li> <li>③ 投資案件の購入、売却、申込み、引受（もしくは投資案件の購入、売却、申込み、引受に係る権利行使）のメリットに関するものであること</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>① 投資家もしくは潜在的投資家（もしくは投資家もしくは潜在的投資家の代理人）に対する推奨が存在すること</li> <li>② 推奨が対象者もしくは投資家の状況に適合性のあるものとして提示</li> <li>③ 推奨がMifid金融商品である特定の商品について特定の措置、即ち、特定の金融商品の購入、売却、申込み、交換、償還、継続保有、引受（もしくは購入、売却、申込み、交換、償還、継続保有、引受に係る権利行使）、を採ることに関連するものであること</li> </ul> |

（出所）HM Treasury, “Amending the definition of financial advice: consultation response,” February 2017より野村資本市場研究所作成

<sup>5</sup> HM Treasury, “Amending the definition of financial advice: consultation response,” February 2017.

サービスについては、47 の具体的ケースを提示している。例えば、投資商品のフィルタリング機能が付いたウェブサイトでは、フィルタリングが客観的要素（「国内株式」等）に基づく場合や、利用者の個人的状況を考慮しない場合は、個人的推奨に該当しないとされる。他方、フィルタリングが利用者の資産や年齢等に基づく場合や、同様の年齢及びリスク・プロファイルの顧客に適したものとして投資商品を提示する場合は、個人的推奨に該当するとされる<sup>6</sup>。

なお、上記のように、個人的推奨の有無を認可の必要性の有無にそのまま当てはめると、無認可業者がガイダンスを提供する余地が拡大することになる。そこで、アドバイザーの認可の必要性の有無については、従来の規制活動令の定義を維持することとされた。これにより、無認可業者が認可業者と同様のサービスを提供できる余地が拡大してしまうという事態が防止された。

## 2. 効率化されたアドバイスの枠組み創設

「効率化されたアドバイス (streamlined advice)」は、FAMR で新たに設けられた投資アドバイスの区分であり、顧客の「特定ないし限定的なニーズ」に対して個人的推奨を提供するものである<sup>7</sup>。個人的推奨を提供するものであるため、適合性原則の対象にはなるものの、顧客のニーズが特定ないし限定的なものであるため、そこで考慮されるべき事項は自ずと限定的なものとなる。効率化されたアドバイスで対応可能な特定ないし限定的なニーズを持つ顧客として、FAMR 最終報告書では下記が例示されている。

- ・中長期の目的のために株式型 ISA で積立投資を始めようという 30 歳。
- ・生まれたばかりの孫の将来の教育費のために一括で投資をしようという祖父母。
- ・5～10 年後の最初の住宅購入に向けて預金か投資か検討している 24 歳。

従来の規制においても、特定の顧客ニーズに絞ったアドバイスは可能であったが、アドバイザー等からは、その場合の適合性評価の範囲が不明確との声が挙げられていた。そのため、限定的なアドバイスの提供に躊躇せざるを得ず、顧客の状況を総合的に勘案した高コストな投資アドバイスを提供するか、そもそもアドバイスを提供しないか、の二者択一になっていた。そこで FAMR では、アドバイザーが効率化されたアドバイスについて確信を持って提供できるよう、ケース・スタディを含むガイダンスを発出することが FCA に求められた (図表 2 の提言 4)。

FCA は市中協議を経て、2017 年 9 月に効率化されたアドバイスに関する最終ガイダン

<sup>6</sup> 図表 2 提言 3 に基づく措置。FCA, “PS18/3: Perimeter guidance on personal recommendations on retail investments,” February 2018.

<sup>7</sup> 厳密には、簡易化されたアドバイス (simplified advice) と焦点を絞ったアドバイス (focused advice) を包含する概念であるが、両者の違いは、前者は投資サービスの提供者、後者は顧客が対象を絞るものとなっている。FAMR は両者の扱いに相違を設けていないため、本稿では「効率化されたアドバイス」として論じる。

スを公表した<sup>8</sup>。最終ガイダンスでは、①商品・サービスのターゲット顧客層の確定<sup>9</sup>、②適合性のある個人的推奨を提供するまでのフィルタリング（顧客への質問・情報収集）、③リスク・プロファイリング（損失許容力、設問・説明・選択肢のあり方等）、④適合性評価における大まかな項目（知識・経験、財務状況、投資目的・リスク許容度）<sup>10</sup>、⑤効率化されたアドバイスに相応の情報収集、などについて FCA の考え方が纏められている。

FCA は、効率化されたアドバイスであっても、投資家保護の水準低下は容認されず、適合性評価が適用されるのが大原則であることを明確にした。また、資産額が多額であることなどから複雑なニーズがあり、様々な状況を勘案する必要があるような場合は、そもそも効率化されたアドバイスの対象にはなりにくいとする。他方、効率化されたアドバイスの適合性評価においては考慮する必要のない情報もあるとした。例えば、株式型 ISA に投資したいという限定的なニーズのみに係るアドバイス提供の場合、当該顧客のリタイアメントに向けた目的や年金の状況などは考慮する必要がない。

その上で FCA は、効率化されたアドバイスにおける適合性評価で考慮すべき情報について、顧客の個々のニーズや状況に応じて相違があるため、詳細に記述するのは不可能だとする。しかし、アドバイザーの目安とすべく、株式型 ISA への投資に限定したアドバイス、職域年金における投資に限定したアドバイス、年金積立フェーズにおける投資に限定したアドバイスなどについて、ケース・スタディを提示している（図表 4）。

また、FCA は、効率化されたアドバイスが採り得る一形態として、ロボ・アドバイザーなどの自動化されたアドバイスを挙げている。FAMR 最終報告書では、自動化されたアドバイスのモデル開発を支援するための「アドバイス・ユニット」を FCA 内に設け、アドバイス・ギャップの解消に資する可能性のある企業への個別ガイダンスを発出することを求めた（図表 2 の提言 9）。アドバイス・ユニットは 2016 年 5 月に設立され、また、個別ガイダンスも、上記の効率化されたアドバイスに関する最終ガイドラインの付則として一部公表されている。

個別ガイダンスは Q&A 方式のケース・スタディとして提示されている。例えば、自動化されたアドバイスの提供に際して、顧客の投資期間や投資目的を巡り不明確な点がある場合、投資アドバイス（個人的推奨）提供の前提となる適合性評価はどこまで求められるか、という設問に対しては、適合性評価で求められる投資目的・投資期間の情報を顧客から十分に得られない場合は投資アドバイスの提供は控えるべきとした上で、例えば、①投資期間について、顧客が「3 年から 5 年」といった期間を指定した場合は、当該期間に適合した投資アドバイスを提供すべき、②投資目的について、顧客が「いざという時のための貯蓄」や「インフレ率を上回る」といった指示をしてきた場合は、そうした指示のあらゆる解釈に適合したアドバイスを提供しなければならない、それができない場合は顧客の投資目的を明確化するための追加情報を収集しなければならない、と回答している。

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

<sup>9</sup> Mifid II におけるプロダクト・ガバナンス規定に則ったもの。詳細については、神山哲也「第 2 次金融商品市場指令 (Mifid II) の概要とインパクト」『野村資本市場クォーターリー』2014 年夏号参照。

<sup>10</sup> 現行 FCA 規則 (COBS 9A.2.1R(1)) にあるもの。

図表 4 効率化されたアドバイスのケース・スタディ：  
株式型 ISA で投資信託に投資する場合の手順や設問事例

|  |   |
|--|---|
| <p>アドバイザー会社が顧客に株式ISAで保有する投資信託について効率化されたアドバイスを提供する場合</p> <p><b>ターゲット市場：</b><br/>                 アドバイザー会社は、下記の特性を有する顧客に適合性があると特定。<br/>                 ・投資可能な余資ないし可処分所得がある。<br/>                 ・利用可能な非常時資金及び目先の支出のための資金を保持。<br/>                 ・全体的なフィナンシャル・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。<br/>                 ・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。<br/>                 ・少なくとも5年以上投資する意図を持つ。<br/>                 ・投資価値の下落を受け入れることが可能。<br/>                 以下の特性を持つ顧客については、効率化されたアドバイスがニーズを満たさないものと特定。<br/>                 ・多額の無担保ないし管理不能な債務を持つ。<br/>                 ・日常的な支出に苦慮。<br/>                 ・非常に複雑な税務上の対応に迫られている。<br/>                 ・短期ないし中期的に財務状況の悪化が見込まれている(退職や疾病等)。<br/>                 ・投資価値の下落を受け入れることが不可能。<br/>                 ・雇用主マッチングのある職域年金に加入するメリットがあるものの加入していない。<br/>                 ・既に持っている投資案件に関するアドバイスも求めている。</p> <p>ある顧客について表面上はサービスが適当でない場合でも、追加の設問で適当と判明することもある。例えば、当初設問に対して職域年金へのアクセスがあると回答しているが、追加設問で拠出上限いっぱい拠出しており、故にISA投資を検討していることが明らかになることもある。その場合、当該顧客を顧客化プロセスに戻すこともできる。</p>   |   |
| <p><b>情報開示：</b><br/>                 サービスの説明においてアドバイザー会社は、株式型ISAで保有される投資信託に係る個人的推奨のみを提供するものであり、顧客の広範なフィナンシャルなニーズを勘案するフル・アドバイスではないことを明示。また、上記分析に基づき、当該サービスが対象とする顧客、対象としない顧客を明示。加えて、下記フィルタリング設問が、顧客にとって当該サービスが適切であることを確保するためのものだと説明。</p>   |   |
| <p><b>フィルタリング設問：</b><br/>                 サービス開始前に、顧客がターゲット市場に含まれるか見極めるべく、基礎的なフィルタリング設問を聞く。<br/>                 ・フィナンシャルな状況全般ではなく株式型ISAで保有する投資信託のみに関するアドバイスを受けていただけますか。<br/>                 ・扶養家族はいますか。あなたが死亡した場合、彼らの資金は確保されていますか。<br/>                 ・毎月の経常支出をした後、Xボンド残りますか。<br/>                 ・非常時の支出を賄うための現金(少なくとも3か月の経常支出分)を確保していますか。<br/>                 ・クレジットカードや個人ローン等、無担保債務を持っていますか(住宅ローンは除く)。<br/>                 ・少なくとも5年間、投資を継続できますか。<br/>                 ・今年、全てのタイプのISA合算でいくら投資していますか。<br/>                 ・最高税率を適用される所得を得ていますか。<br/>                 ・雇用主マッチングのある職域年金がありますか。<br/>                 ・短期もしくは中期的に財務状況の変化が見込まれますか(退職や疾病等)。<br/>                 ・投資価値の下落を受け入れることは可能ですか。</p> <p>アドバイザー会社は顧客が設問を理解できるよう、補助的情報の提供を検討すべき。<br/>                 回答次第で、アドバイザー会社のシステムにより、顧客が追加設問に誘導されることもあり得る。否定的な結果が出ても、必ずしも顧客をサービスから除外されるわけではない。顧客は、適切な注意喚起をされた上で当該注意喚起を理解したことを明示的に承認することを求められたり、追加の情報を提供されたり、フル・アドバイスを勧められたりすることもある。しかしアドバイザーは、顧客の回答から彼らのニーズが当該プロセスによって満たされないと判明した場合、顧客を除外しなければならない。<br/>                 アドバイザーはその後、効率化されたアドバイスに適当と思われる顧客について更なる情報収集に取り掛かる。下記は、どのファンドが顧客に適合しているか、アドバイザーが決定するために必要となる情報の例。</p> |   |
| <p><b>適合性評価において必要になり得る顧客情報(上記への追加、例示)：</b><br/>                 次の段階として、フィルタリングで得た情報に加えて、適合性評価のために得るべき情報が何かを決定する。</p>  |   |
| <b>トピック</b>  | <b>情報の例</b>   |
| 投資目的   | 顧客は何を達成したいか。投資の目的は。<br>顧客はいつまで投資を保有し続け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。<br>毎月の経常支出はいくらか。   |
| 知識・経験  | 顧客は株式市場にリンクした投資信託への投資とそのリスクを十分に理解しているか。例えば、株式投資の経験はあるか。顧客の知識を評価する前に、ISA投資の主要リスクに係る教育的情報提供をすることも考えられる。 |
| リスク・損失許容度  | 顧客が自らの資金で負えるリスク水準を把握するための質問。  |
| <b>本件で不要な顧客情報</b>  |   |
| <b>分野</b>  | <b>情報の例</b>   |
| 効率化されたアドバイスに関連のないその他の「ニーズ」に関する情報   | リタイアメント、保険、住宅ローンについては、効率化されたアドバイスが対象とするニーズを把握する際、関連情報を収集する必要はない。                                      |
| 既に保有している投資案件に関する詳細な情報  | 顧客が既に保有している投資案件については考慮せず、その影響についてアドバイザーが明確化している以上は不要。また、十分に分散投資する投資信託を提供するのであれば、リスク集中を招くこともない。        |
| 健康に関する情報   | ISA投資の場合、健康に関する情報は不要。   |

(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

## IV ユニークな取り組み：「経験則とナッジ」、「アドバイスを受け入れない顧客への対応」

### 1. 経験則とナッジ

上記のアドバイスとガイダンスの境界や、効率化されたアドバイスを巡る議論は、当局としての政策論のフェアウェイにあるものと言える。一方で、今般の投資アドバイス規制改革の議論においては、経験則（rules of thumb）とナッジ（nudge）という全く趣を異にするテーマも取り上げられた。これは、規制当局が、あたかもコンサルタントのようなスタンスに立ち、アドバイザーや個人投資家に対して行動指針を提示するものであり、当局の取り組みとしてはユニークなものと言えよう。

FAMR 最終報告書は、個人の 30%が金融問題の管理について関心が低いとする外部調査を提示した上で、仮に投資アドバイスへのアクセスが容易になり、コストが低下しても、必ずしもアドバイスが利用されるとは限らないと指摘する。そして、①アドバイスを受ける気のない個人が容易に理解できる経験則の確立、②人々が人生の重要な節目において金融問題について考え、適切なアクションを検討するためのナッジの確立、を求めた（図表 2 の提言 18）。

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教えを指す。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（気づかれずに）促す動作を意味する。即ち、特定の行為を採ることを直接求めると反発心・警戒心を抱かせてしまう場合、それとなく促すことで、そうした反発心・警戒心を抱かせないようにする、というものである。

FAMR の提言を受けて、消費者金融団体や銀行、資産運用会社等から成る金融アドバイス・ワーキンググループは専門タスクフォースを組成し、2017 年 3 月、経験則とナッジに関する報告書を公表した<sup>11</sup>。そこでは、従来の経験則の問題点（例えば「3 か月分の収入」の経験則は人によって異なるなど）や現行のナッジの取り組み事例（例えば、フィンテックが提供するお釣りの自動貯蓄アプリ等）を挙げた上で、タスクフォースが辿り着いた 5 つの経験則と、実現するためのナッジを提示している（図表 5）。

例えば、図表 5 の経験則 4 における Save more tomorrow とは、行動経済学でノーベル経済学賞を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。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、経験則 5 では、「他の人は」というフレーズが人々の心理に強力に働きかけるのだという。このように、全体的に、如何に顧客心理を動かすかに重きを置いたものとなっている。なお、経験則とナッジの事例は、今後も適宜、アップデートされることとなっている（図表 2 の提言 19）。

<sup>11</sup> Financial Advice Working Group, “Rules of Thumb and Nudges: Improving the financial well-being of UK consumers,” March 2017. なお、金融アドバイス・ワーキンググループは、FAMR 最終報告書を受けて 2016 年 6 月に設立された会議体であり、FCA が事務局を務める。

図表 5 経験則とナッジ

| 経験則   | アクション例   | ナッジ例   | ナッジする主体                     | ナッジが機能するには                           |
|---|--|--|-----------------------------|--------------------------------------|
| ①ファイナンスの状況を定期的に見直す                                    | 定期的に銀行ステートメントやクレジットカードの請求書を確認する。               | テキスト・メッセージで顧客の消費状況分析を送る。特に当該顧客が関心のある品目を強調する。               | 当座預金やクレジットカードを提供する金融サービス業者。 | 個人の消費状況を統合した分析。例えば「全口座」ダッシュボードなど。    |
| ②借入を管理、借入に振り回されない                                     | 自身が負う債務の真のコストを常に把握する（例えば、毎月全額返済していないクレジットカード）。 | クレジット利用時、コストをポンドとペンスで明確に提示。また、ステートメントで定期的に注意喚起する。          | クレジットカード提供会社。               | コストの明確な提示、情報開示のスタンダード。               |
| ③貯蓄できる時に貯蓄する（少額でも有意義）                                 | 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。                    | 銀行預金から事前承認した少額資金を「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。 | 当座預金の提供業者もしくは貯蓄アプリ提供者。      | 自動貯蓄のためのメカニズム。当座貸越を防止するためのスイープ・サービス。 |
| ④年金への拠出を増やす（将来の収入になる）                                 | Save more tomorrow: 将来の収入を年金に回す。               | 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。                               | 雇用主（直接もしくは年金プロバイダー等を経由）。    | システムの構築。                             |
| ⑤他の人は資金を最大限活用するために他者からの支援を受けています。あなたもできるはず。（上記①～④に通底） |  |  |                             |                                      |

(注) スイープ・サービスとは、当座貸越が生じた場合、手数料がかからないよう、他の口座から自動的に資金移管するサービス。

(出所) Financial Advice Working Group, “Rules of Thumb and Nudges: Improving the financial well-being of UK consumers,” March 2017 より野村資本市場研究所作成

## 2. アドバイスを受け入れない顧客への対応

FAMR 最終報告書の提言には含まれなかったものの、その後で、極めて個別性の強い論点として浮上したのが、アドバイスを受け入れない顧客（insistent client）への対応である。アドバイスを受け入れない顧客とは、①アドバイザーが顧客に個人的推奨を提供し、②当該顧客が当該推奨とは別の取引を決定し、③当該アドバイザーに執行を依頼する場合の顧客を指す。

この論点は、元々は、年金自由化を受けた年金移管（加入者が自発的に確定給付型年金から脱退して確定拠出型年金へ資金を移管すること）について、顧客がアドバイスを受け入れないケースをめぐり浮上していた<sup>12</sup>。FCA は 2016 年 4 月、ファクトシートの形態で、年金移管に係るアドバイスを受け入れない顧客への対応として、①アドバイスが（顧客が最終的に従わなくとも）顧客に適合性のあるものであること、②顧客の行動がアドバイスに反するものであることを明確化すること、③代替的な選択肢とそのリスクについて明確に説明すること、を提示していた。

しかし、アドバイスを受け入れない顧客の問題は年金移管に限られず、より幅広く FCA 規則の形で明確化するべき、といった声が挙げられた。そこで、FAMR 最終報告書

<sup>12</sup> 年金移管については、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。

ではコラムで触れられるに留まっていた、アドバイスを受け入れない顧客に係る規則が、FAMR の提言を受けた 2017 年 12 月のポリシー・ステートメントに盛り込まれた<sup>13</sup>。

2018 年 1 月に適用された同規則では<sup>14</sup>、上記のアドバイスに従わない顧客の定義が導入された上で、アドバイスに従わない顧客に提供すべき情報として、①顧客の求める取引はアドバイザーが推奨したものではなく、アドバイザーによる個人的推奨に沿ったものではないこと、②当該取引が当該個人的推奨に沿ったものではないことの理由、③当該顧客が求める取引のリスク、④アドバイザーが当該取引を推奨しなかった理由、が提示されている。他方、アドバイザーが顧客から得る同意事項として、①当該取引がアドバイザーの個人的推奨に沿ったものではないこと、②当該顧客の要請で取引が執行されること、が提示されている。

## V 日本への示唆

英国の FAMR は、適合性原則が適用される投資アドバイスと適合性原則が適用されない一般的情報の提供であるガイダンスを明確化し、投資アドバイスの中でもより限定的なニーズに対するものについて相応の適合性評価で済むことを趣旨とする「効率化されたアドバイス」の概念を導入した。投資アドバイスに係るコストが多く投資家にとってハードルとなる中、個人投資家のニーズに応じて、より手軽で低コストな支援をアドバイザーが提供しやすくすることを狙いとしたものと言える。

これらを日本の観点から考察する際には、法律面の技術的な相違に留意する必要がある。まず、英国では、2000 年金融サービス・市場法及び規制活動令において「投資アドバイス」が認可区分の一つとなっており、関連する規制が整備されている<sup>15</sup>。それに対して日本では、独立した認可区分として「投資アドバイス」が規定されているわけではなく、英国の「投資アドバイス」に該当するのは、金融商品取引法における認可区分の一つである「第一種金融商品取引業」の付随業務としての「有価証券に関連する情報の提供又は助言」、「勧誘」、「広告類似行為」等になるものと考えられる<sup>16</sup>。また、金融商品取引法では、「勧誘」行為があった場合に適合性評価が求められることとなっているが<sup>17</sup>、FAMR に基づく英国の新たな規制体系では、適合性評価を伴うものが個人的推奨であり、投資アドバイスに該当することになる。

このような相違は認識しつつも、今般の英国の規制改革は、日本にとって示唆深いと考

<sup>13</sup> 前掲脚注 1 文書。

<sup>14</sup> FCA の規則集 (FCA ハンドブック) における各規定は、拘束力を伴うルールと伴わないガイダンスに分類されており、本件はガイダンスとして導入されている。

<sup>15</sup> なお、日本では販社ないしアドバイザーの受託者責任 (フィデューシャリー・デューティー) も論じられているが、英国では、投資アドバイスの限りにおいては、アドバイザーに受託者責任に係ることはない。また、FAMR も受託者責任の観点からは論じていない。

<sup>16</sup> なお、金融商品取引法における「投資助言」は、投資顧問契約の締結を前提とするものであり、本稿で取り扱う個人投資家向けの投資アドバイスとは異なる。

<sup>17</sup> 「勧誘」の用語自体は、金融商品取引法において定義づけられていない。

えられる。日本においては、少子高齢化社会を迎える中、自助努力による資産形成の重要性が増しており、個人の資産形成に対する支援も多様化しつつある。例えば、オンラインの投資一任サービスであるロボ・アドバイザーの台頭や、ライフプランの観点からみた投資を含む包括的アドバイスへの意識の高まり、確定拠出年金の投資教育の強化やデフォルト商品をめぐる制度改正、などが挙げられる。また、金融庁が 2017 年 1 月に公表した「顧客本位の業務運営に関する原則」により、投資に係るアドバイスやガイダンスを提供する主体がプリンシプル・ベースの考え方の下、何が顧客のためになるのか、金融事業者が自ら考えることが求められている。

英国の FAMR においても、自動化されたアドバイス（ロボ・アドバイザー等）や、雇用主がアドバイスにならない範囲で従業員に提供できる金融関連の情報提供に係るケース・スタディなどが取り上げられており、日本における考え方の参考事例の一つになり得よう。また、上記の法律面の相違を踏まえた上で、投資アドバイスの深さに応じて規制上の負荷を変える考え方や、ガイドラインやケース・スタディを活用しつつ、アドバイザーにコンプライアンス上の確証を与えたり、「ナッジ」や「経験則」にみられるような従来とは趣を異にするテーマへの取り組みは、日本の関係者にとって参考になるものと言えよう。今後、数年に渡って徐々に顕在化してくる英国 FAMR の影響が注目される。