

## RDR導入後の 英国アドバイス・マーケット

英国でリテール投資商品の販売プロセスを抜本的に見直すRDRの導入から6年が経過した。アドバイザーの商品選択の歪みは縮小し、報酬体系の変革にもうまく対応したと評価される一方、課題も残された。今年実施されるRDRの影響評価調査の行方が注目される。

2012年末に英国で金融行為規制機構（FCA）の前身であるFSAがリテール投資商品の販売プロセスを抜本的に見直すRDR<sup>1)</sup>（リテール販売体制の検証と改革）を導入して6年が経過した。FCAでは今年RDRが「アドバイス市場」にもたらした影響を包括的に検証する調査を実施する。そこで本稿では、RDR後、英国のアドバイス市場がどう変化し、どのような課題が浮上してきたかこれまでの議論を整理し、今回のFCAの検証における注目点を示したい。

RDRではリテール商品のアドバイザーに対して、①商品プロバイダー（運用会社や保険会社）などからの商品販売に対する手数料（キックバック）の受け取り禁止、②IFA（独立アドバイザー）を名乗るための「独立アドバイス」の要件の厳格化<sup>2)</sup>、③アドバイザーの資格要件の強化<sup>3)</sup>などが課された。特に①は、アドバイザーの報酬を顧客から直接受け取る「アドバイザー手数料」に一歩化し、キックバックに依存したアドバイザーの報酬体系を大きく変えた。販売した商品でなく消費者に提供したサービスの水準に応じた「商品中立的」な手数料の導入が求められたのである。

RDR導入の背景には、アドバイス市場でアドバイザーと消費者の間に情報の非対称性が存在し市場の失敗が生じているとのFSAの認識があった。このためアドバイザーがキックバックの大きな商品を選んだり unnecessary 商品を販売したりする動機が働き、顧客への不適切な販売が恒常的に見られたと指摘していた。

### RDR後のアドバイス市場の変化

RDR後の英国のアドバイス市場の変化に関する評価

においては特に次の二つの視点が大事だろう。

第一に、RDRによってアドバイザーが推奨する商品がどう変わったかである。

これについて2014年に公表されたFCA委託のRDR実施後評価報告<sup>4)</sup>（「RDR評価報告」）は、RDRの結果、キックバック率の高い商品に偏っていた商品選択の歪みは縮小したと評価した。同報告では、①RDR前はリテールの資金フロー（グロス）の6割が年間手数料が最も高いシェアクラスに向かっていたが、RDR実施後2割に低下したこと、②コストの低いパッシブファンドの純販売額がRDR後に急増したことなどを挙げた。

その後も長期的に英リテールファンドにおけるパッシブファンド比率の上昇、運用報酬率の低下が続いており、RDRの影響が指摘される<sup>5)</sup>。こうした低コスト商品へのシフトは、商品プロバイダーの収益に影響を及ぼしている可能性が高い。

第二に、アドバイザーはRDRによる報酬体系の変化に果たしてうまく対応できたのかである。

まずRDR後のアドバイザー業界の収益を見ると、好調に推移したことがわかる<sup>6)</sup>。また、前述のRDR評価報告では、RDRが①アドバイスに対する消費者の需要や、②アドバイスの価格に大きなマイナスの影響を与えたとは考えにくいと評価された。

同報告は①について、「アドバイザー手数料」の導入によって消費者はアドバイスのコストをより明確に認識する一方、多くの消費者がアドバイスを求めなくなった証拠はほとんど見られないと指摘している。RDR導入前は多くの消費者がアドバイスを無料と認識していたため新制度下で新たに手数料を支払いたがらないのではないかと懸念されたが、実際には消費者の意思決定に与え

## NOTE

- 1) Retail Distribution Reviewの略称。
- 2) アドバイザーが分析すべき商品の範囲に、投信や生保など従来からの「パッケージ商品」に加えてインベストメントトラストや仕組み商品なども加えられ、商品選択における負担が増した。
- 3) 新資格要件は大学1年目に相当する職業的スキル（従来は高卒程度）を定めるもので、資格取得に6～24ヶ月かかるため、ベテランの高齢アドバイザーなどの市場退出を促す可能性があるとの議論を呼んだ。
- 4) European Economics, 2014, "Retail Distribution Review Post Implementation Review". もともとRDRの影響評価は二段階で実施し2014年と2020年に結果を公表することが予定されていた。後述のようにFAMRが実施されたため、今回の2回目の調査は、RDRとFAMRの両方の影響評価を行う形とされた。
- 5) Morningstarの調査レポート"The Effects of the Retail Distribution Review on Fund Fees in the UK" (2018) は、アクティブ、パッシブファンドの運用報酬率や、パッシブファンドの比率の推移を分析し、「RDRがよい形でファンド市場に影響を与えたのは間違いない。投資家への手数料の透明性を高めて、コストに見合った価値 (value for money) の問題を浮き彫りにした」と指摘した。
- 6) たとえば業界団体PIMFA (Personal Investment Management and Financial Advice Association) がまとめたデータによると、ファイナンシャル・アドバイザー業界のリテール投資業務からの収益はRDR導入前の2012年から2017年まで毎年増加し続け、1.75倍 (21.5億ポンドから37.7億ポンド) になった。
- 7) Financial Advice Market Reviewの略称。
- 8) RDR, FAMRの効果を評価するための基準として、達成すべき結果や具体的な政策指標がFAMR Baseline report (2017年) で公表されている。

る価格の影響はそれほど大きくなかったと結論付けた。②についても、「平均的に見れば」RDRはアドバイスに対する報酬の低下につながらなかったと指摘。RDR後の「一回性のアドバイザー手数料」はRDR前の販売時のキックバックの水準とほぼ変わらず、RDR後の「継続手数料」はむしろ一部でRDR前の継続的なキックバック水準より上昇傾向にあると分析している。

## 「アドバイスギャップ」にどう対応すればよいか？

一方で、RDR後のアドバイス市場における課題も明確になってきた。アドバイスの歪みは改善したが、富裕層しか恩恵を受けていないという懸念である。

FCAと財務省はこうした問題意識からFAMR<sup>6)</sup>(金融アドバイス市場の検証と改革)を実施。2016年の最終報告では、所得、資産額の小さなマス層で手頃な価格でアドバイスにアクセスできない「アドバイスギャップ」が存在すると指摘し、28項目の施策を勧告した。現在、既にすべての勧告が実施に移されている。

FAMRでは、消費者のニーズに包括的に対応するフルアドバイスではコスト高になってしまうため、マス市場を念頭にシンプルなニーズに対して手頃な価格(または無料)で有効なサービスを提供する2つの領域に光を当てた。ひとつは、規制業務である顧客への個人的な推奨を伴う「アドバイス」に当たらない「ガイダンス」(たとえば情報提供や一般的なアドバイス)と、もうひとつは、消費者の一部のニーズだけに対応する「簡易アドバイス」(ロボアドも含まれる)である。

FCAはFAMR勧告に基づき、これらのサービスを提供する際の指針を策定するとともに、業者の自動アドバ

イスサービス開発を規制対応面で支援する専門部署「アドバイス・ユニット」をFCA内に設立した。

## 今年のRDR・FAMR調査の注目点

FCAが今年実施する調査は、RDRとFAMRの両方についてそれぞれの政策目標<sup>8)</sup>がどれだけ達成できたか検証するものである。5月には関係者に向けた意見募集文書が公表された。この結果は来年公表される予定である。

今回の調査で特に注目されるのは、FAMR実施後、消費者のアドバイスやガイダンスへのアクセスがどの程度改善したと評価されるかである。FAMR後に実施されたFCAの消費者調査では通常のアドバイスだけでなく自動アドバイスやガイダンスの利用や認知度の拡大を示唆する状況も確認されたが、業界内では「アドバイスギャップが縮小する兆候は見られない」といった見方も少なくないため、この点が焦点になりそうだ。

また今回の調査では、RDR、FAMR後の市場の検証だけでなく、消費者や市場を取り巻く環境の変化に鑑み、将来にわたって市場が消費者のニーズを満たせるかについても評価する方針が示された。意見募集文書では、利益相反、不適切な顧客の扱い、誤解を招くようなコミュニケーションなど従来からの懸念事項も言及されたが、FCAは先入観なしに検証を進める意向を示している。

## Writer's Profile



國見 和史 Kazushi Kunimi

金融イノベーション研究部  
契約研究員  
専門は海外金融制度調査  
focus@nri.co.jp