

# 英国金融制度改革の日本への示唆 ISA, IFA, Platform, RDR, FAMR

野 尻 哲 史

御紹介にあずかりましたファイナリティ退職・投資教育研究所の野尻と申します。どうぞよろしく

お願いいたします。

御紹介いただいた『脱老後難民』は、ここ五年くらいイギリスに通い詰めて、いろいろと調べた結果を整理したものです。最近の一、二年、変化のスピードがあまりにも速いため、今年春以降の動きを十分に織り込めていないところがあります。もしよろしければ御一読いただければ幸いです。今日は、この本の第七章で取り上げているイギリスの制度設計に焦点を合わせてお話ししま

一、「貯蓄から投資へ」がなぜうまくいかなかったのか

(日本とアメリカ)

資料1ページに四つの円グラフを掲げています。個人金融資産の内訳を表したもので、上がアメリカで下が日本、左側が一九九五年で右側が二〇一四年です。ここで御理解いただきたいのは、日本もアメリカも、最近の約二〇年間、ほとんど

円グラフの内訳が変わっていないということでは、日本では、長く「貯蓄から投資へ」と言われてきましたが、これが成功しなかったことを示しています。

(誤ったメッセージ)

今、「成功しなかった」と申し上げたことの意味を、資料2ページの左側のグラフに基づいて申し上げますと思います。

このグラフは、アメリカ、イギリス、日本の一九八七年以降の個人金融資産の推移を表したものです。この間、個人金融資産は、アメリカで五・四〇倍、イギリスで六・一五倍になりましたが、日本は二・〇四倍にしかありませんでした。本来の目標は、円グラフの内訳を変えることではなく、個人金融資産を増やすことにあったはずで、日本は、イギリスやアメリカと比べ、かなり

劣後している状況にあります。

地方のセミナーでは、年配の参加者が多いこともあり、「貯蓄から投資へ」と言いますと、「銀行預金を止めて投資信託や株式を買えと言っているのか」と受け止められがちです。しかし、重要なメッセージはそうではありません。個人金融資産のうち現金・預金の伸びを見ていただきますと、イギリスでは五・六七倍に、アメリカでは、九〇年代まではあまり変わらなかったのですが、今は三・三一倍になっています。他方、日本では、現金・預金は二・三一倍になっただけすぎません。現金・預金が悪かったわけではないのです。「貯蓄から投資へ」と聞くと、高齢のセミナー参加者は、「これ以上リスクを取らせようとするのか。もし損をしたらどうしてくれるのか」と感じてしまいます。「貯蓄から投資へ」というメッセージは、言葉自体が間違っていた、あるいは間違っ

伝わっていたと私は考えています。

(株式・投資信託の比率—アメリカ流とイギリス流)

資料3ページのグラフをご覧ください。

左側のグラフは、アメリカ、イギリス、日本における個人金融資産に占める株式・投資信託の比率の推移を表したものです。日本とアメリカを比べますと、最近では、日本がアメリカを下回っていますが、一九九〇年代初頭までは、日本もアメリカも同じような比率でした。一九九〇年代以降、日本人の国民性が急に変わるようなことはありません。とすると、日米における株式・投資信託比率の差異は、国民性の違いによるものではありません。このことをまず御理解いただきたいと思っています。

もう一つ、イギリスを表すグレーの線をご覧ください。ここからも明らかなおお、イギリスの個

人金融資産に占める株式・投資信託の比率は、今や日本より低いのです。にもかかわらず、イギリスの個人金融資産は、日本が二・〇四倍に甘んじている時に、六・一五倍になっています。イギリスでは、株式・投資信託の比率が日本より低いにもかかわらず、なぜこれほど伸びているのでしょうか。

ここに大きなマジックがあります。右側のグラフをご覧ください。これは、直接保有している株式・投資信託に、保険・年金準備金を通じて間接的に保有している株式・投資信託を足し込んで、個人金融資産に対する比率を見たものです。イギリスでは、個人金融資産の三五・六%が、直接か間接かは別にして、株式・投資信託の市場に流れています。それに対して、日本では、この比率は二〇・六%にとどまっており、これが、日本とイギリスの間の大きな違いとなっています。

ここで、アメリカのように、個人が直接、株式・投資信託を持つのがよいのか、あるいはイギリスのように、保険や年金を経由して株式・投資信託を持つのがよいのかという疑問が生じます。

この点に関し、私は、今こそ、保険・年金をうまく使って、個人の金融資産が有価証券市場に入ってくるようにすることが重要になっていると考えられています。

### 〔貯蓄から資産形成へ〕の変化)

「貯蓄から投資へ」はうまくいかなかったのです。なぜかと言えば、この言葉が、現金・預金を減らして、株式・投資信託を買いましょうという趣旨のものと受け止められたからです。個人は、収入の一部を手元に残して、それを元手に資産形成を行います。したがって、「貯蓄から投資へ」の本来の意味は、手元に残したお金を、貯蓄

ではなく投資に回しましょうというものです。このようにすることで、時間が経つ中で、株式・投資信託が増えて、円グラフの内訳が変わっていくこととなります。これがまさに資産形成に他なりません。

金融庁は、二〇一六年から、従来の「貯蓄から投資へ」に代えて、新たに「貯蓄から資産形成へ」という言葉を使うようになりました。金融庁が意識的に言葉使用を変えたのは、非常によかったのではないかと思います。

## 二、全ての人が資産形成できる時代

(顧客は投資家から消費者へ)

二〇一四年から少額投資非課税制度(NIS A)が始まりました。これから一〇年、二〇年が

経った時、個人の資産形成において、この年が大きなターニングポイントになったと言われるようになるのではないかと思います。さらに、二〇一六年からジュニアNISAが、二〇一七年から個人型確定拠出年金（iDeCo）が始まり、二〇一八年からつみたてNISAが始まります。複雑過ぎて、整理が必要ではないかとも感じますが、ここ数年間で資産形成の促進に向けて非常に大きな変化が出てきました。全ての国民が何らかの形で非課税投資のスキームを使えるようになります。このような変化に伴って、顧客が投資家ではなく、消費者になったことができます。

私は、来週、台湾で開催される「ロード・トゥー・ISA」というコンファレンスに呼ばれています。二〇一四年に日本が、二〇一六年に韓国がISAを導入しましたが、台湾も来年ISAを導入しようとしています。そのコンセプトは、

消費者に対して非課税で資産形成ができる制度を用意するというものです。今後、アジアでISAが急速に広まっていくのではないかと思います。なお、正直に申しますと、今のNISAには改善の余地があるように思います。つまり、預金やこれに近い金融商品でも運用できるようにするとともに、運用資産の間でスイッチングができるようにしないと、本来の意味で消費者向けにはならないと考えています。

#### （新しい格差）

私は、二〇一〇年からほぼ毎年、「サラリーマン一万人アンケート」を行ってきました。その中に、「あなたは退職に向けて幾ら資産を持っていますか」という設問と、「今の年収は幾らですか」という設問を設けています。資料6ページのか」という設問を設けています。資料6ページの二つのグラフは、これらの設問に対する回答を踏

まえ、年代ごとに、年収の何倍の資産を持っているかを表したものです。左側のグラフは投資をしていない人、右側のグラフは投資をしている人を表しています。

左側のグラフで、投資をしていない人の資産／年収倍率をご覧いただきますと、二〇代から五〇代まで、ほぼ一倍のところまで横ばいになっています。退職に向けた資産は、年収が増えるのに応じて増えていると見ることができます。他方、右側の投資をしている人の資産／年収倍率をご覧いただきますと、二〇代、三〇代ではそれほど差はないのですが、四〇代、五〇代になりますと、年齢を重ねるほどこの倍率が高まり、明らかに投資の成果が積み重なっていることがわかります。

全ての人が非課税制度を使えるという状況の下では、資産形成で投資をしている人と、していない人の間で格差が生じかねないという問題が起こ

ります。先ほどのアンケートの結果からも、二〇代、三〇代では、投資をしてもしなくても、資産／年収倍率に差はありませんが、四〇代、五〇代になりますと歴然とした差が生じています。

結果が見えるようになるまで時間がかかることもあって、若い人たちはなかなか一步を踏み出せないのが実情です。しかし、二〇代、三〇代の間に、投資をする人を増やしていかないと、退職後のために十分な資産が蓄積されず、最終的にかなり厄介な結果をもたらすのではないかと思えます。投資家向けではなく、消費者向けに投資を促すような情報提供をしていくことが重要になると考えています。

### 三、英国企業年金改革

#### (改革の三つのポイント)

次に、イギリスの企業年金改革についてお話しします。イギリスの企業年金改革は、二〇一二年にスタートし、二〇一八年で完了する予定になっています。その改革から我々が学ぶべきポイントは三つあります。

第一に、全企業で企業年金を導入することです。今、従業員が三〇人以下の規模の企業への企業年金の導入が進められています。この制度の下で、企業で働く従業員は、自動的に企業年金に加入することとされています。なお、企業年金に加入することを希望しない場合は、脱会権を行使して脱会することが可能です。これはオプトアウトと呼ばれます。

第二に、給料のうち最低八%を企業年金に拠出するという最低拠出率が定められました。

第三に、所得控除の方法が日本とは全く異なっています。

#### (全企業で導入・従業員は自動加入)

全ての企業で企業年金を導入し、従業員を自動加入にすることは簡単なことではありません。

まず、誰が年金のプロバイダーになるかという問題があります。この点に関し、イギリスでは、NEST (国家雇用貯蓄信託) と呼ばれるプロバイダーを設立しました。設立主体は国で、運営は民間に委ねられています。NESTは、どのような企業に対しても企業年金を提供する義務を負っており、これによって、どれほど小さな企業も企業年金を導入することができますようになりました。この機関は、確定拠出年金 (DC) だけを提

供しており、かつ、その九割以上はターゲット  
デート型の年金サービスとなっています。

一般にターゲットデート・ファンドでは、若い  
人ほどハイリスクで、年齢を重ねるに連れて、リ  
スクを下げていきます。このような操作は運用会  
社が行いますので、個人が運用にタッチする必要  
はありません。

しかし、イギリスでは、金融理論だけでなく、  
行動経済学の知見も入れて制度設計がなされてい  
ます。つまり、若い人は、マーケットの変動が拡  
大すると、すぐに拠出するのをやめたり、オプト  
アウトを宣告したりする傾向があります。このた  
め、若い人も、最初はリスクを低目にとどめるよ  
うにしているわけです。

資料7ページのグラフは、退職までの期間とリ  
スク・プロファイルの関係を表しています。グラ  
フのとおり、最初はリスクが低いところから始

め、徐々にリスクを上げていき、その後、退職が  
近くなるとリスクが小さくなるような運用を行  
います。退職までの期間との関係で、リスク許容度  
が台形型で推移するようになっていきます。金融リ  
テラシーが低くても、企業年金に加入しやすいよ  
うな制度設計がなされているわけです。

二〇〇三年に一二三〇万人であったイギリスの  
企業年金加入者数は、二〇一二年には一〇〇〇万  
人ぎりぎりまで減少しました。その後、この制度  
変更の効果から、ここ四年くらいで、企業年金加  
入者数は五〇〇万人ほど増えました。また、NE  
STのデータによれば、オプトアウトの比率は一  
〇%を切っているようですので、企業年金への加  
入率は、九割を超えていると考えられます。

(最低拠出率八%)

イギリスでは、今回の制度改正で企業年金の最

低抛率は8%と定められました。このように、世界では率で考えるのが普通です。日本ではまだ実現していませんが、そろそろ年収の何%を抛出すといった形で、消費者とのコミュニケーションを行う時期に来ているのではないかと思えます。なお、8%の割り振りですが、3%は企業が拠出します。残りの5%は本人が救出する形になります。実際の本人負担は4%にとどまり、1%は税金の戻りによってカバーされます。

私たちは、アンケート調査で、「あなたは老後の資金を今、幾ら用意できていますか」ということと、「幾ら必要ですか」ということを聞き続けてきました。「あなたは老後の生活資金として、公的年金以外で幾ら必要ですか」と質問しますと、その答えは常に平均三〇〇〇万円となつていきます。二〇代の女性でも、五〇代の男性でも差はありません。なぜかと申しますと、一〇〇〇万円

では少な過ぎる一方、五〇〇〇万円はとても貯められそうにないということで、三〇〇〇万円が選ばれることになるようです。アンケートでは、「幾ら必要ですか」と聞いているだけで、用意できるかどうかは聞いていないにもかかわらず、多くのアンケートの回答者がそのように回答しています。

他方、アンケートの結果から、今の年収と老後に必要な金額を比べますと、今の年収が高い人ほど、老後に必要な金額が増えていくことが非常に明快なデータとして出てきます。今の年収は、退職直前の年収（最終年収）につながっています。つまり、今の年収がわかると、自分の退職時の年収がほぼわかります。また、アメリカでもイギリスでも、退職後の必要資金総額は退職直前の年収に規定されると言われています。このため、今の年収と退職後の必要資金総額が緊密にリンクする

ことになるわけですが。資料9ページにおいて、この関係を三つのかけ算で表しています。

皆さんは『ライフ・シフト』(The 100-YEAR LIFE)をお読みになりましたか。この中で、しばしば目標代替率(Target Replacement RateもしくはIncome Replacement Rate)と呼ばれる概念が出てきます。この本では目標代替率が五〇%と想定されています。ところが、アメリカの会計検査院が、アメリカにおける研究やデータを総ざらいしてチェックしたところ、最も多い目標代替率は七〇〜八五%であったとされています。イギリスでは、ペンション・コミッションのデータから、目標代替率は概ね三分の二であるとされています。日本には、残念ながらこの種のデータがありません。二〇〇九年に、私が家計調査に基づいて分析した結果を申しますと、目標代替率は六八%でした。概ね年収の七掛けが、老後の一年

間の生活費として必要だということになります。

退職後に必要な資産は、資産を運用することによって積み上げていくことになります。年収が高い人ほど退職後の必要資金総額が大きくなりますので、資産形成に回す金額は、年収にリンクする形で決まってくると思います。ここで「資産形成比率」という概念が出てきます。イギリスにおける最低拠出率は、このような考え方を踏まえて設定されたものです。

ちなみに、フィデリティは、アメリカの投資家・消費者に、退職後の生活のための資産形成に年収の一五%を回す必要があると言っています。日本でどれくらい必要になるかに関しては、もう少し議論を詰めたのですが、私は今のところ一二%と言っています。やや低目かもしれませんが、ともかく、年収に対する比率を使って話を始めたところからです。

(所得控除)

もう一つは所得控除の考え方です。資料10ページの左側が日本で、右側がイギリスを表しています。

日本では、個人がDCに拠出した場合、還付される税金は一般の銀行口座に入金されるか、又は年末調整において税額が調整されます。この場合、還付された税金は、消費に振り向けられることになるでしょう。他方、イギリスの場合、DCに資金を拠出しますと、年金口座に税金が還付されます。

資料の図に基づいて、五〇〇〇ポンドを拠出する場合を考えます。日本では、五〇〇〇ポンドを拠出しますと、一〇〇〇ポンドの税金が返ってきます。正味四〇〇〇ポンドを拠出した計算になります。

他方、イギリスでは、所得税率二〇%で五〇〇

〇ポンドの拠出のためには、四〇〇〇ポンドを拠出すれば足りません。年金口座において、国が一〇〇ポンドの税金を還付してくれますので、総拠出額が五〇〇〇ポンドになるわけです。DC加入者から見ると、四〇〇〇ポンドを投資した段階で、一〇〇〇ポンドが加算されますので、運用成果が二五%上乗せされたと理解することも可能です。

退職後に向けた資産形成を促進するため、イギリスは、税金の還付をうまく使っていると思います。政府の負担が変わらないのに、より大きな成果を挙げることが可能と考えられるからです。そもそも日本では、このようなことはできないと言われていました。日本には、社会保障番号がなかったからです。しかし、日本でもマイナンバーの制度ができましたので、これを使えばイギリスのようなやり方ができるはずです。そうします

と、日本でも、DCを使う人が増えるのではないかと思います。

### (NISA改革のアイデア)

NISAの改革へも英国の年金制度からの示唆が得られます。私は、イギリスの年金制度における生涯拠出上限額の考え方をNISAに取り込んではどうかと考えています。

イギリスの場合、DCには二つの上限があります。一つは、アニユアル・アローワンスと呼ばれる年間拠出上限額で、もう一つは、ライフタイム・アローワンスと呼ばれる生涯の拠出上限額です。ライフタイム・アローワンスは、徐々に引き下げられてきておりますが、その水準はほぼ一〇〇万ポンドで、日本円では一億数千万円に相当します。實際上、キャップにはなりにくいと思いますが、コンセプトとしてはキャップが設けられ

ていることになりました。

私は、今、NISAにもこのような枠を設けてどうかという提言を行っています。例えば六〇〇万円の水準で生涯拠出上限額を設定したとします。今が相場の底だと思う人は、六〇〇万円をまとめて投資すればよいわけです。その代わり、その後はNISAを使った投資は一切できません。他方、毎月二万円ずつ投資するという人は、二五年間、そのような投資を続けることが可能です。もちろん、その間、ボーナスが入った時に投資額を増やすとか、確定申告で還付された税金を投資に振り向けるようなこともできます。投資額が総額で六〇〇万円までに収まればよいのです。このように、生涯拠出上限額を設定することで、NISAをより柔軟性の高いスキームにすることが可能ではないかと思っております。

このような提言に対し、つみたてNISAもス

タートしていない段階で何を言っているのかというお叱りをたくさんいただいています。しかし、今さら変えられないと言われるようなタイミングで提言しても意味がありませんので、今のうちからどんどん言わせていただくことにしています。

#### 四、超高齢社会への対応

(1) デキュミュレーションの制度、考え方の普及が必須

次に、デキュミュレーション (Decumulation) について申し上げます。デキュミュレーションという言葉は、実は最近使われるようになった言葉で、英語の辞書にもあまり載っていません。蓄積することを意味するアキュミュレーション (Accumulation) の対語であり、減らしていくことを意味しています。日本語では、アキュミュレー

ションは資産形成と訳されますが、デキュミュレーションは、資産の取り崩しでは明るいイメージがありませんので、私は資産活用という訳語を充てています。世代を表す場合、現役世代はA世代、退職後の世代はD世代と表すことができます。

資料12ページの図で六〇歳が真ん中にきています。現実に退職金をもらう年齢はこの前後になっています。六〇歳までの年数が四十年近くあり、退職後の年数も三十数年ありますので、六〇歳がちょうど真ん中になります。アキュミュレーションとデキュミュレーションが同じようなペースで進み、九五歳で資産がゼロ円になるのをゴールに設定して、資産形成のアドバイスができるというのではないかと思っています。その意味で、そろそろデキュミュレーションの制度設計を真面目に考えるべきだと考えており、ここ数年このことを

言い続けてきました。

このように言い続けている背景の一つとして、毎月分配型の投資信託に対して風当たりが強いことがあります。このファンドが備えている、運用しながら引き出すという機能は非常に重要です。問題は、受け取る側の意思や運用実績に関係なく、毎月一定額を配当している投資信託が見られることです。私は、今後、運用しながら引き出すという機能を備えた金融商品が登場してほしいと考えています。

日本では、デキュミュレーションの重要性は認識されないまま放っておかれ、デキュミュレーションに関するルールもありません。この点に関連して、イギリスの取り組みが日本でも使えるのではないかと思いますので、以下で紹介させていただきます。

## (2) NISA改善への示唆

### (イギリスのISA)

一九九九年にスタートしたイギリスのISAは、そもそも投資を促進することを目的としました。この意味で、ISAには大きく二つの特徴がありました。

一つは拠出上限額に関するものです。これまでに、預金型ISAへの拠出上限額は、ISAの拠出上限額の半分以下とされてきました。他方、株式型ISAにはそうした上限は設けられていませんでした。例えば、一万ポンドの拠出上限額が設定されている時、株式型ISAに一万ポンドを拠出することはできますが、預金型ISAには五〇〇〇ポンドまでしか拠出できなかったのです。

もう一つ、これまで、預金型ISAから株式型ISAに資金を移すことは認められていたのですが、逆に、株式型ISAから預金型ISAに資金

を移すことは認められていませんでした。リスクを取る方に資金を流すことは認めるが、逆はだめだというわけです。

### (ISAの見直し)

二〇一四年になって、ISAの見直しが行われました。これに伴って、預金型ISAの拠出上限額がISAの拠出上限額と同額に設定されました。拠出上限額まで全て預金型ISAに拠出することが可能になったわけです。また、株式型ISAから預金型ISAに資金を移すことが認められました。ISA制度発足後、二〇年近くが経つて、ISA保有者の年齢が高まってきました。これに伴い、資産を預金で持ちたいというニーズに対する答えを用意したものです。

見直し後のISAは、一時、New ISA、すなわちNISA（ナイサ）と呼ばれましたが、いつ

の間にか、またISA（アイサ）と呼ばれるようになりました。

日本のNISAでは、スイッチングが全くできません。しかし、今後、NISA保有者の年齢が上がってきた時、NISA口座の中でスイッチングができるようにし、よりリスクの少ない資産に資金を移せるようなスキームを用意していく必要があります。これが、二〇一四年にイギリスで行われたISA改革から得られるひとつの示唆です。

### (相続ISA)

二〇一五年に、Inherited ISA（相続ISA）がスタートしました。これは、夫婦のうちどちらか先に亡くなった人のISA口座の残高を、残された配偶者が引き継げるようにするものです。より厳密に申しますと、亡くなった人の、亡くなっ

た日のISA口座の残高を、残された配偶者の翌年の拋上限額に上乘せすることになります。ただし、単純に資産を引き継げるというわけではなく、相続の手続きが必要ですし、相続税も支払わなければなりません。

例えば、私と妻が二人で生活していたとし、私と妻が先に亡くなった時、私のISA口座にちょうど五〇〇万円の残高があったとします。この時、来年の妻のISA拋上限額は、本来の一二〇万円に五〇〇万円分を上乘せして六二〇万円になるわけです。なお、実際にどこから資金を持つてくるかは問題になりません。

通常、退職後は、夫婦二人の生活になります。その後、夫婦のどちらかが亡くなった時、残された配偶者ができるだけ資産を持てるようにするために、どうすればよいかという問題意識から生まれたアイデアです。これも、デキュミュレーション

ンに関する制度を整備する上で、重要な示唆を与えるものだと思います。

### (3) DC改善への示唆 (課税の繰り延べの活用)

次が、DCにおけるデキュミュレーションのアイデアです。

イギリスでは、昨年、DCの引き出し自由化が打ち出され、今年からスタートしました。DC資産から資金を引き出した時、洋の東西を問わず大抵が課税対象とされています。イギリスの場合、DC資産の二五%までは無税で引き出し可能です。残り七五%には所得税がかかります。ただし、引き出した資金でアニユイティー（保険商品）を購入する時は、課税の繰り延べが認められます。アニユイティーから資金を引き出す際に所得税がかかるわけです。今回の改正では、アニユ

イティー以外の引き出し型金融商品についても、課税の繰り延べが認められることになりました。これに伴って、いろいろな金融商品が出てきました。

日本でも、このような課税の繰り延べ制度が生かせないかと考えています。日本の場合、DCから引き出した資金は、退職金とともに退職所得控除の対象になります。実質的に税金がかからない形になっているため、多くの人が一括で引き出しています。本来的には、年金の形で引き出した方がよいはずなのですが、税制面で不利になってしまふという問題があるためです。

DCはポータビリティを重視しています。このところ、DCを持って転職してきた人が、DCを持って退職するという例が見られるようになりました。六〇歳で定年退職し、退職所得控除を使おうとする時、勤続年数が二〇年を超えていない

とメリットが薄いのが実情です。しかし、転職を繰り返す場合、勤続年数が二〇年を超えるケースは少ないはずです。日本では、DC資産が退職所得控除の対象として十分に認知されないように思っています。

このような状況を踏まえ、日本でも、新たに課税が繰り延べられる引き出し口座を作り、ここに入れる資金に対しては、DCからの引き出し時に税金がかからないようにすることが考えられます。DCから引き出した後も、資金の運用が続けられるような口座を作ることができれば、民間の金融機関が殺到するでしょうし、おもしろいことになるのではないかと思います。

イギリスでは、DCを持って退職する人向けに、政府が無料の投資ガイダンスを行うというルールを作りました。日本でも、投資ガイダンスを合わせて行うようになると思っていま

す。

### (Lifetime ISA)

資料14ページの右側の図は、今年スタートしたLifetime ISAの特徴を表しています。ISAの最大の特徴はフレキシビリティの高さですが、Lifetime ISAの場合、フレキシビリティに若干の制約がかかっています。

今、アメリカやイギリスでは、DCは古いかもしれないと見られるようになってきています。DCに対する課税関係は、拠出時に非課税、運用時に非課税、引出時に課税となっています。業界用語では、EFT (Exempt-Exempt-Taxed) と表されます。他方、ISAに対する課税関係は、拠出時に課税、運用時に非課税、引き出し時に非課税となっています。つまり、TEEです。

これらのいずれかしか選べないとしますと、高

齢になるほど、ISAの方がよいと言うようになります。引き出す時に税金など払いたくないというわけです。それでは、政府にとつてはどうでしょう。政府は、何十年も先の税金より、目の前の税金が欲しいと考えます。そうしますと、政府にとつてもISAの方がよいこととなります。アメリカでも、Roth IRAと呼ばれるTEE型のDCができています。課税後の資金を拠出するもので、まさにISA型の商品となっています。

イギリスのLifetime ISAは、DCのように引き出し制約のあるISAです。拠出時に課税、運用時に非課税、引き出し時に非課税で、しかも六〇歳まで引き出せないのですから、通常のISAに比べメリットは少ないように見えます。他方、いつでも引き出せるというメリットを放棄させる見返りとして、政府から二五%の補助金が上乘せられることになっています。実質的に、すべての

段階で非課税と同等の扱いがなされることとなります。

しかし、Lifetime ISA において、拠出時の課税関係は非課税ではありません。あくまでも補助金によって税負担を軽減するものであり、こうした財政措置はどこかで外すことも可能です。Lifetime ISA は、ISA と DC の真ん中に位置付けられるもので、政府にとっては手元で税金が取られ、投資家にとっては、引き出し時に税金を取らないで済むような商品を作っていくこうとしているように思えます。

日本においては、iDeCo が導入されたことで、今、DC が非常に盛り上がっています。NISA と比べると、DC の方がよいという論調がほぼ一〇〇% を占めています。私も、今の税制上はそうだと思います。しかし、DC の残高が一〇〇兆円から一五〇兆円、さらには二〇〇兆円になっ

た時に、引き出し時においてほぼ非課税という今の制度設計は持続可能と言えるのでしょうか。この点、私は甚だ疑問に感じています。世界的には、DC は、拠出時は非課税、運用時は非課税、引き出し時は課税が一般的です。日本においても、これをどうやって担保していくか、そろそろ考えておくべき時期に来ているのではないかと思っています。

## 五、イギリスにおける手数料改革

(金融商品の販売に関する改革)

最後に、今、金融業界で最もホットな話題になっている手数料改革に関連して、イギリスが何をやってきたかを見ていきたいと思います。

イギリスでは、二〇〇一年に FSA (金融サービス機構) が、Treating customers fairly after

the point of sale というタイトルのレビューレポートを出し、顧客利益を最優先すべきであると言いはじめました（FSAは、二〇一三年に、PRA（健全性監督機構）とFCA（金融行為規制機構）に分割されています）。

今、最も注目されているのは、二〇〇六年にリリースされたRDR（Retail Distribution Review）です。このレビューレポートを基に進められたのが、消費者向け金融商品の販売に関する改革です。これに伴い、手数料の明確化が図られ、手数料のあり方が大きく変わったとか、販売手数料の撤廃が進んだと言われています。

このようなイギリスの取り組みの多くは、今、日本で金融庁がやろうとしていることと重なっています。イギリスでは、取り組みが始まってから、RDRが具体化するまでに一〇年以上かかりました。これと同じことを、日本はわずか数年で

やろうとしているように思います。少なくとも、イギリスの二〇〇一年のレポートと、二〇〇六年のレポートで取り上げられたことを、日本では、ほぼ同じタイミングでやり始めていると理解してもよいと思います。

#### （手数料の変化）

RDRによって何がどう変わったかを、資料16ページの左側にまとめています。

イギリスでは、投資信託と保険商品が主たる運用商品となっています。日本と異なり、イギリスでは、消費者が運用会社に直接お金を預け、運用してもらおうというのが主流でした。その際、運用会社は、消費者との間を仲介した業者に、消費者から預かったお金の例えば三％分をキックバックしてきました。

この時、どのようなことが起きるでしょうか。

仮に三%をキックバックする商品と、三・五%をキックバックする商品があるとしますと、販売会社又はアドバイザーは、三・五%のキックバックが得られる商品を売ろうとするでしょう。FSAが問題視したのがこのような手数料バイアスです。手数料の高い商品を売ることは、顧客の資産形成に資するものとは言えません。二〇一三年一月以降、FSAは、運用会社や保険会社から販売会社へのキックバックを禁止しました。これに伴って、販売会社又はアドバイザーは、顧客へのアドバイスに対するアドバイス・フィーを受け取るようになりました。

二〇一三年、一四年頃にイギリスに行きますと、名前の最後に「クリーンシェア」と表示されたファンドと、こうした表示のないファンドがありました。表示のあるのがキックバックのない新型のファンドで、表示のないのがキックバックの

ある古いファンドを表しています。その後、イギリスでは、三年くらいで全てクリーンシェアに変わりました。全てがクリーンシェアに変わった段階で、クリーンシェアという名前を外して、元の名前に戻しました。

#### (業界の反発)

資料16ページの下半分をご覧ください。

以上のようなFSAの政策に対して、業界から強い反発が起きました。投資金額が多かろうと少なかろうと、アドバイス・フィーが一定であるとすれば、投資金額の少ない人は、アドバイスを受けようとしなくなるのではないか。結果的に、投資金額の少ない人は投資アドバイスを受けない、受けられないというアドバイス・ギャップが起きかねないが、そのようなことでよいのかと言うのです。例えば、一時間一万円のアドバイス・

フィーがかかる時、毎月一万円の積立投資をしようとする人が、そうしたアドバイス・フィーを支払うとは思えません。しかし、一〇〇〇万円を投資する人であれば、アドバイス・フィーが一万円で済むことになれば喜んで支払うでしょう。結果的に、本当にアドバイスが必要な人たちをアドバイスから遠ざけ、アドバイス・ギャップを生じさせることにもなりかねません。FCAは、当初、そのようなことは起こらないと言っていました。最近では、実際にアドバイス・ギャップが起きていることを認めるようになっていきます。

二〇一六年に、イギリスの財務省とFCAは、FAMR (Financial Advice Market Review) を出しました。ここには、FCAや政府だけでなく、雇用主、ファイナンシャル・アドバイザー、消費者等を対象に二八の勧告が掲げられています。これに基づいて、それぞれの関係者が、消費

者によるファイナンシャル・アドバイスの利用を妨げている障壁を除去するため取り組みを進めることとされています。

## 六、その他の論点

(英国における投資信託の販売経路)

資料17ページのとおり、今、イギリスでは、ファンド・プラットフォームが主な投資信託の販売ルートになっています。二〇一六年に、この経路のシェアは四七・四%を占めています。このようなビジネスモデルがスタートしたのは二〇〇〇年頃で、当時、シェアはゼロでした。それから十年余りでここまでシェアが高まったことになりました。

直販は、二〇一六年には八・四%となっていますが、二〇〇〇年頃は約四〇%に上っていました。

た。それ以前のシェアはもっと高かったと思いません。

その他は、二〇〇〇年頃は約六〇%を占めていました。しかし、二〇一六年には、この比率は二・三・五%まで下がりました。以前は、ここに銀行なども含まれていましたが、今は、ウエルス・マネージャーとブローカーの二つしか含まれていません。

以上のような販売経路の変化が、RDRを支える大きな原動力になったと言われています。つまり、ファンド・プラットフォームが二〇〇〇本ないし三〇〇〇本の投資信託をそろえており、その中から、ファイナンシャル・アドバイザーが顧客に合った商品をアドバイスします。このようにすることで、顧客側に立ったアドバイスが行えるようになります。

ファンド・プラットフォームのシェアは、今

後、さらに伸びていくでしょう。その背景の一つはISAです。イギリスの場合、日本と異なり、ISAは一人一口座とはなっていません。複数の口座を作ることができるのです。これを管理するのは本人です。ISAの年間上限は二万ポンドとなっています。この上限を超えているかどうかは、国税庁が名寄せを行って確認します。上限を超えている場合には、国税庁から通知があり、改善を求められることとなります。

イギリスのISAでは、ロンドンディングが対象となるなど、非常に間口が広がっています。このため、今後、ファンド・プラットフォームは、さらに使い勝手がよいと感じられるようになるのではないかと思います。

(アドバイスとは)

あと一つ、どうしてもお伝えしておきたいの

が、アドバイスに関する言葉使いです。まだ議論が詰まり切っていないように思いますが、FCAは、アドバイスとガイダンスの間に線を引こうとしています。具体的には、アドバイスは有償のサービスである一方、ガイダンスは無料で提供されるものであるということです。このように、アドバイスとガイダンスの間に線を引き、できるだけ多くの無料のガイダンスを消費者に届けることによつて、有償のアドバイスを受けたと思う人を増やすことが、アドバイス・ギャップを減らす手がかりになると言われています。なお、MIFID IIが導入されるに当たつて、Personal Recommendation とどのように整合性をとるのかも、イギリスにとつては厄介なことのようにです。

イギリスでは、ここ数年の間に五〇〇万人がDCに加入しました。将来、DCを持って退職する人が増えてきます。この人たちが、政府による無

料ガイダンスを受けて退職し、その後、手元の資産を投資に回したいと考えるようになれば、有償のアドバイスが求められることになるのだろうかと思つています。

#### (ファイナンシャル・アドバイザーの実態)

最後に、イギリスのファイナンシャル・アドバイザーに関する最近のデータを御紹介したいと思います。先ほども申し上げたように、ファイナンシャル・アドバイザーのアドバイスを受けて、顧客がファンド・プラットフォーム経由で投資するというのが、イギリスでは最も太いパイプになっています。そのような中でRDRがスタートし、投資アドバイスに対する手数料をアドバイス・フィーとして徴収するようになりました。その結果、何が起きたかを見ていきたいと思います。

資料20ページの表は、イギリスの Association

of Professional Financial Advisers が公表している会員のデータです。総収益額は、二〇一三年にマイナスになった他は、毎年非常に高い伸びを示しています。この表には、不動産、保険、投資の三つの部門ごとの収益額の推移も出ています。この内、収益額が最大の投資部門について、手数料とフィーの構成比を見ますと、販売手数料の時代と、アドバイス・フィーの時代で大きな違いが生じていることがわかります。二〇〇九年には手数料が八割以上を占めていましたが、二〇一四年以降、構成比が逆転し、直近ではフィーが七割超を占めるようになっていきます。

このように、収益が大幅に伸びたのは、ファイナンシャル・アドバイザーが富裕層向けのアドバイスにかじを切った結果であると言えます。これは、アドバイス・ギャップが起きていることと裏腹の関係にあります。ファイナンシャル・アドバ

イザーが儲かっているとしても、これがイギリスの国民にとってプラスになっているのかと申しますと、少し心配なところがあります。

以上で私のお話を終わらせていただきます。

(拍手)

**増井理事長** 野尻さん、どうもありがとうございます。イギリスの制度は、参考になることが多いのではないかと思います。

今日は、大変示唆に富んだ、大胆なご提言をいただき、私も、個人的には共感できるところが多いと感じています。野尻さん、今日はありがとうございます。(拍手)

(のじり さとし・**フィデリティ退職・投資教育研究所長**)

(本稿は、平成二九年十一月二七日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。)

野 尻 哲 史 氏

略 歴

大学を卒業後、国内外の証券会社調査部を経て2006年からフィデリティ投信(株)に勤務、2007年より現職。各種アンケート調査をもとに投資家動向を分析し、資産運用に関する啓蒙活動を行っている。結果等は資産運用 NAVI ([https://www.fidelity.co.jp/fj/invest\\_navi/](https://www.fidelity.co.jp/fj/invest_navi/)) で公開。CMA、証券経済学会・行動経済学会などの会員。著書には『脱老後難民 英国流資産形成アイデアに学ぶ』（日本経済新聞出版）、『老後難民』、『日本人の4割が老後準備資金0円』（講談社+  $\alpha$  新書）、『貯蓄ゼロから始める安心投資で安定生活』（明治書院）など多数。