■レポート――■

英国における個人向け証券ビジネスの動向
～特徴と変化～

みずほ総合研究所株式会社 調査本部 金融調査部
大木　　剛

1．はじめに

日本では、2014年１月よりNISA（少額投資非課税制度）が導入され、個人の資産形成において「貯蓄から投資へ」を後押しする仕組みとして、その一翼を担い始めている。このNISAは英国のISA（注１）（個人貯蓄口座）がモデルとされており、NISAの導入・活用を進めていく過程で、英国における個人の資産形成プロセスへの注目が高まってきている。

「貯蓄から投資へ」といえば、米国が先進事例として挙げられ、米国での取組事例から得られる示唆は引き続き多いだろう。しかし一方で、日米における「貯蓄から投資へ」の現状の違いは、両国の経済・金融情勢や金融制度の変遷、国民における貯蓄・投資に対する意識などに起因している面も少なくないと思われる。こうした中、米国とはまた異なる金融環境下で、貯蓄・投資優遇税制であるISAの推進、RDR（Retail Distribution Review／個人向け金融商品販売制度改革）と呼ばれる、個人向け証券ビジネスにおけるプロセス改革を進めている英国の動向を見ていくことは、米国とは違った観点から示唆が得られるものとして有益であろう。そこで本稿では、英国における個人向け証券ビジネスの動向について見ていきたい。

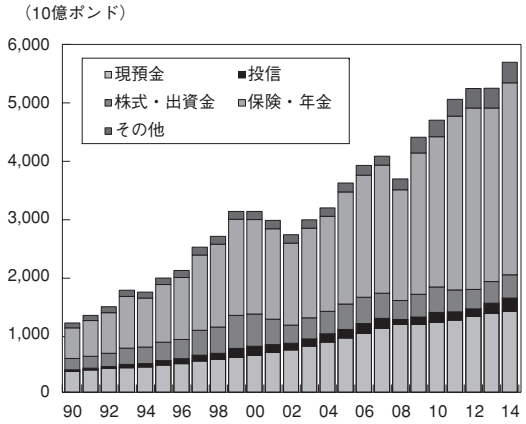
〈目　次〉

１．はじめに
２．個人金融資産・ISA
３．個人向け証券ビジネスの特徴と変化
４．Hargreaves Lansdown社の取組み
５．おわりに

2．個人金融資産・ISA

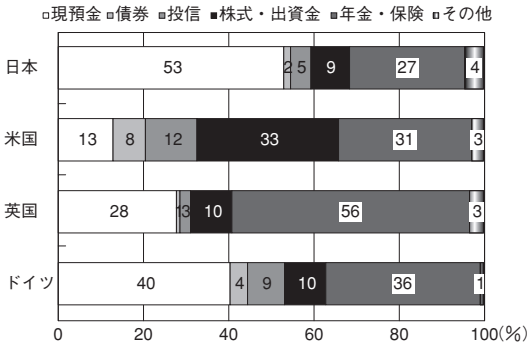
本節では、英国での個人金融資産の動向、

（図１）英国個人金融資産推移



（出所）ONS

（図２）個人金融資産構成比の国際比較（2014／３末）



（出所）日本銀行・FRB・ONS・ドイツ連銀

貯蓄・投資優遇税制であるISAの制度概要について触れてみたい。

(1) 個人金融資産の動向

英国の個人金融資産の動向をみると、堅調な拡大が続いている（図１）。内訳では、現預金が28%、リスク性資産（債券、投信、株式・出資金）が14%、年金・保険が56%であり、年金・保険のウェイトが高い（図２）。英国における個人のリスク性資産保有比率（14%）は、米国（53%）より大幅に低く、日本（16%）と同程度である。但し、個人金融資産の過半を占める年金・保険を通じた間接的なリスク性資産への投資も多く、実質的には日本よりも積極的にリスク性資産への投資が行われていると考えられる。尚、現預金比率については、日本（53%）よりも低いものの、米国（13%）と比べるとウェイトが相応に高いことも特徴である。

(2) ISA

ISAは、英国における個人の貯蓄・投資優遇税制であり、旧来の貯蓄・投資優遇制度（注２）を整理・統合して1999年４月に導入された。当初は10年後（2009年）までの時限措置とされたが、2008年に恒久化されている。現在では株式型ISAと預金型ISAの２種類があり、年間拠出可能額は２種類合算で15,000英ポンド（１英ポンド＝180円換算で270万円）となっている（図３）。制度運営は年々改訂がなされており、中でも直近の2014年改訂では制度拡充や年間拠出可能額の大幅拡大が行われ、改訂後のISAは“New ISA＝NISA”と呼ばれている。

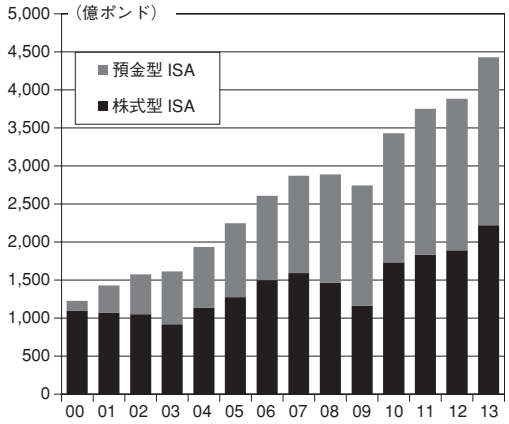
ISAの残高推移を見ると（図４）、株式型ISAと預金型ISAは同水準となっている。ここでは、ISAが「投資優遇税制」だけでなく「貯蓄優遇税制」の側面も大きいことに注目したい。ISA（及び前身の制度）導入の背景の一

（図３）ISAの制度概要

	株式型ISA	預金型ISA
制度概要	1999年４月開始 （当初は10年間の予定→2008年に恒久化）	
口座開設者	満18歳以上の居住者	満16歳以上の居住者
口座開設期間	恒久	
非課税期間	恒久	
対象商品	株式、債券、投資信託、保険等	預金、MMF等
非課税対象	利子、配当、譲渡益	利子
拠出上限額	・株式型ISAと預金型ISAの合計で年間15,000ポンドまで（2014年7月～） ※2014年６月以前は、株式型と預金型の合計で11,520ポンド（うち預金型ISAは5,760ポンドまで）	
スイッチング	可能	NISA New ISA

（出所）HMRC、日本証券業協会

（図４）ISAの残高推移



（出所）HMRC

つには、英国政府が英国民の貯蓄率の低さに危機感を持ったことがあり、「貯蓄奨励策」の側面は、現在でも「投資優遇策」とともにISAの両輪となっている。

もっとも、この二つの側面がISAという同一制度に組み込まれていることで英国民にISAが広く浸透し、元々は証券投資に関心が低い人々も預金型ISAの利用をステップに株式型ISAに入っていき、証券投資を通じた資産形成に結びついていくというプロセスにもつながっている模様である。

直近の動きでは、2015年３月に公表された予算案では、“Help to Buy ISA”などの新たなISA拡充策（注３）が織り込まれている。

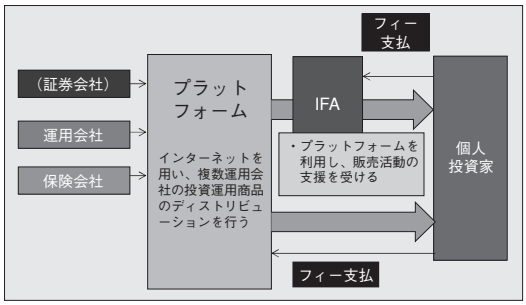
３．個人向け証券ビジネスの特徴と変化

本節では、個人向け証券ビジネスの特徴と変化について追っていきたい。具体的には、個人向けの投資アドバイス提供で特徴的な役割を果たしているIFA（Independent Financial Adviser／独立金融アドバイザー）、及び近時拡大が進んでいるプラットフォームの仕組みを概観した後、個人向け証券ビジネス領域における「改革」としてのRDR実施とその影響について見ていきたい。

(1) IFA

英国において、個人に対する投資アドバイスを含む金融サービスの担い手として伝統的に大きな地位を占めてきたのがIFAである。特定の金融機関だけでなく、広汎な範囲の金融商品を選択範囲として、顧客のニーズに基づいて投資アドバイスを提供することを特徴としており、特に保険・投信等の販売に強みを持つ。小規模なIFA法人に所属して、地域密着型の活動を行っているケースが多い。但

（図５）プラットフォーム



（出所）FCA等

（図６）プラットフォームの主要会社

プラットフォーム名称	運営会社	AUA（億£）	IFA利用者数（千人）	個人利用者数（千人）
Cofunds	Legal&General, IFDS	520	13	800
FundsNetwork	Fidelity Worldwide Investment	436	11	1,000
Skandia Investment Sol	Old Mutual	406	22	372
Vantage	Hargreaves Lansdown	350	―	476
Sippcentre	AJ Bell	193	―	78

（出所）MoneyMarketing（2013）

し、最近では後述するRDRの実施によりIFAの資格要件や“Independent Advice”の定義が厳しくなった中、IFAの人数は減少の動きもみられる模様である。

⑵　プラットフォーム

プラットフォームは、主にインターネットを用いた金融仲介サービスである（図５）。個人投資家やIFA向けに、複数運用会社の投資運用商品のディストリビューションを取り扱っており、独立系、運用会社系、保険会社系20社程度の運営会社が存在している。主要会社をみると（図６）、個人利用者数では、Fidelity Worldwide Investment の“FundsNetwork”が最大規模である。加えて、個人の中では、Hargreaves Lansdownが提供する“Vantage”に対する関心が高い模様である。

⑶　RDRの実施

RDRは、英国の個人向け証券ビジネス領域における「改革」として、2012年末から順次実施されている。

RDRの実施目的は、個人証券投資等のサービス提供を担っている、IFAやプラットフォームに対する個人からの信頼度を高めることにある。具体策は（図７）、①IFA等の投資アドバイザーが必要とする資格要件の厳格化、②投資アドバイスの定義を見直し、“Independent Advice”と“Restricted Advice”として明確化、③IFA等の投資アドバイザーやプラットフォーム会社による個人顧客への投資アドバイス提供の対価として、従来行われていた「運用会社等からコミッションを受け取る方法」を禁止し、「個人顧客から投資アドバイスに関するフィー支払を直接受け取る方法」に移行させる、の３点である。

RDR導入前の、「IFAやプラットフォームが個人向けのサービス提供の対価として、運用会社等からコミッションを受け取る形」では、IFAやプラットフォームが個人に最も適

（図７）RDRの実施内容

	内容	導入時期
①	投資アドバイザーが必要とする資格の厳格化	2012/12
②	投資アドバイスにおける、“Independent Advice”の定義を厳格化	同上
③	投資サービス会社やプラットフォーム会社による個人顧客への投資アドバイス提供において、運用会社等からコミッションを受け取る方法を禁止。 → 個人顧客から投資アドバイスに関するフィーの支払いを受ける方法に	2012/12 より順次
(a)	IFAに対する適用	2012/12
(b)	プラットフォーム会社に対する適用	2014/4 （新規分より）

種別	定義
Independent Advice	IFAによる投資アドバイスの条件 アドバイザーが顧客のニーズに応じて、全ての金融商品の中から、適切な投資アドバイスを行う。その際、金融商品の選択範囲に、制限があったり、選択時にバイアスがあってはいけない。 “unrestricted”,“unbiasd”
Restricted Advice	銀行所属アドバイザー等が該当限定的な金融商品を選択範囲として、顧客のニーズに応じて投資アドバイスを行う “Simplified Advice”の概念を含む

投資アドバイス・“Independent Advice”の提供には厳しい要件

投資アドバイスを提供するFAの資格要件	投資アドバイス提供時の充足要件（Restricted／Independent共通）	Independent Adviceを提供する際の充足要件
➢必要資格（DipFA：Level 4 Diploma for Financial Adviser）の取得要件が比較的厳しい（400時間の学習が必要） ⇒ Financial Adviserになりにくい	➢“Suitability”の充足要件が厳しい ⇒ 判定手順に比較的時間を要し、手間がかかる	➢“Unbiased”だけでなく、“Unrestricted”を満たす必要 ⇒ IFAは、“Unrestricted”を満たすための体制整備が必要

（出所）FCA等

した金融商品を提案・提供するのではなく、自身にとっての収益性が高い商品を提供しようというインセンティブが働いてしまっているのではないか、またIFAといってもこうしたインセンティブの下で、独立・中立的な立場に立った投資アドバイスを提供していないのではないか、と懸念する向きもあった。こうした事態を改善し、個人がより信頼感を持って金融サービスを利用できるような体制への移行を目的としたのがRDRである。

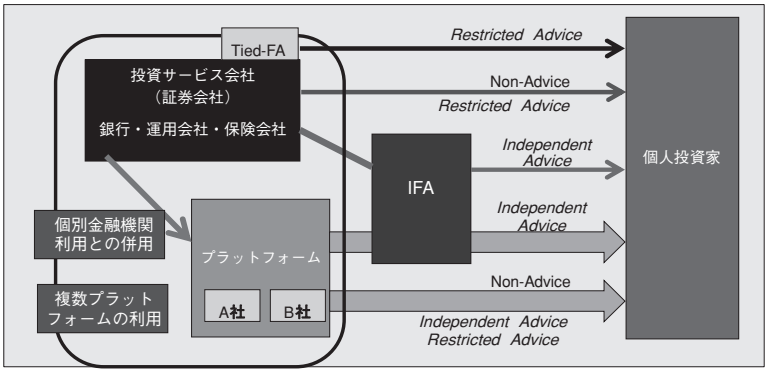
⑷ RDR実施後の“Advice Gap”

RDR実施の下では、“Independent Advice”、“Restricted Advice”（図７）の提供要件を踏まえ、各担い手による様々な投資アドバイス形態が併存する形となっている（図８）。

IFAが“Independent Advice”を提供するためには、顧客に対する投資アドバイスの選択肢（金融商品の選択範囲）が“unbiased”（バイアスなし）、“unrestricted”（制限なし）であることが必要とされている。こうした中、IFAが個別運用会社から個別に金融商品の提供を受ける形では、特に“unrestricted”の要件成立に限界があるため、プラットフォーム会社によるIFA向けサービスを利用して、広汎な金融商品の提供を受ける形が増えてきている。

一方で、投資サービス会社（証券会社）や銀行等の金融機関に所属するフィナンシャル

（図８）RDR実施後の投資アドバイス提供



（出所）FCA等

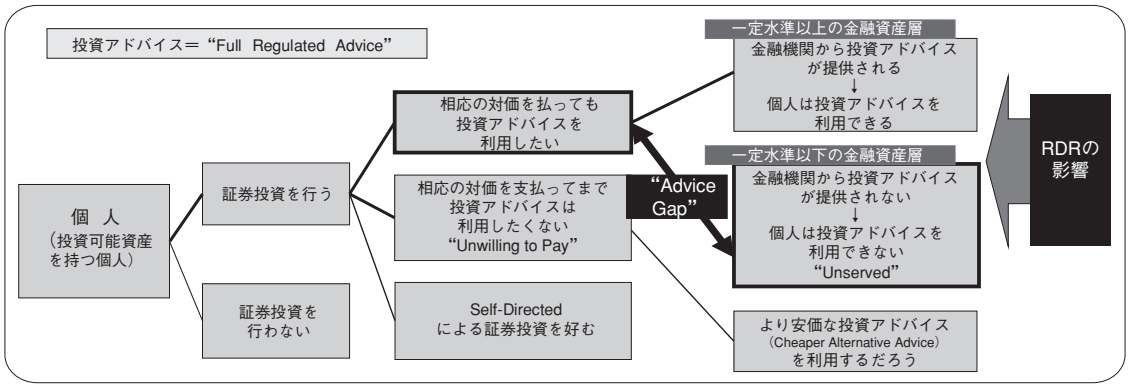
アドバイザーは、提供金融商品が所属金融機関の取り扱う範囲に限定されるため、“Restricted Advice”に基づく活動が基本となっている。また、“Restricted Advice”の下でも顧客の適合性判断等にかかる充足要件を必要とするため、金融機関では、簡略的な投資アドバイスに留める（Simplified Advice）、更にはアドバイス自体を行わない（Non-Advice）に基づいて投資金融商品の販売提供を行う形式も増えている模様である。

また、IFA・プラットフォーム会社の収入が、運用会社よりコミッションを受け取る方式から、個人よりフィーを直接受け取る方式に移行したことに伴い、各担い手による投資アドバイス提供に濃淡が生じてきている模様である。投資アドバイスの対価としてのフィーは、投資アドバイスを提供する対象金融資産（預かり資産）の一定比率（１％など）とされるケースが多いが、この際、取引コストとの兼ね合いから対象金融資産残高等に下限を設けるケースが少なくない。こうした中、IFA・プラットフォームが“Advice”を提供したい顧客層と、“Advice”を利用したい顧客層との間に、“Advice Gap”と呼ばれる乖離が生じているとの見方もある（図９）。

RDR導入は、投資アドバイスの対価を個人からフィーとして直接受け取る形とすることでコストが明示され、取引の透明性をもたらした一方で、金融機関側が投資アドバイスを提供する対象顧客を富裕層等に絞る動きにも結びついている。

英国では、オンラインでの金融電子取引が発達しており、勤労層を中心にオンラインでの証券投資への抵抗感が少なく、ISAでもオンラインが多く活用されている。こうした中、RDR実施により勤労層が投資アドバイス提供を受けられる機会が減少していることも、オンラインでの“Non-Advice”による証券投資の進展加速につながっている模様である（図10）。

（図９）英国の個人向け投資アドバイス提供における“Advice Gap”



（出所）Europe Economics

（図10）RDR実施後の動向

オンラインベースでの“Non-Advice”による取引の発達

Non-Advice	オンラインベースでの金融電子取引の発達	プラットフォームの発達
➢ 投資アドバイス提供時と比べて“Suitability”の基準が緩い ⇒ 投資サービス会社は提供が容易で、個人も簡単に利用しやすい	➢ 銀行預金取引やクレジットカード取引において、オンラインベースでの金融電子取引が発達 ⇒ 個人は、証券投資でもオンライン取引に入っていきやすい	➢ 個人が自分で投資情報を得てオンラインで投資できる、プラットフォームが発達 ⇒ プラットフォーム利用による、“Non-Advice”ベースでの投資手法が普及

（出所）FCA等

4．Hargreaves Lansdown社の取組み

前節では、英国での個人向け証券ビジネスの特徴として、IFA、プラットフォームの概観やRDR実施の影響などを見てきたが、本節では、個社の事例として、プラットフォーム会社大手のHargreaves Lansdown社の取組みを見ていきたい。

(1) 事業概観

当社は、英国で主要な個人向けの投資サービス会社（FTSE上場）で、“Vantage”というプラットフォームを個人に提供している。また最近では、FAを通じた投資一任勘定（Discretionary）の個人向け提供にも注力している。

税引前利益推移（ビジネスユニット別）をみると（図11）、Vantage（プラットフォーム）及びDiscretionary（投資一任勘定）を中心として堅調に増加している。これは、2012年

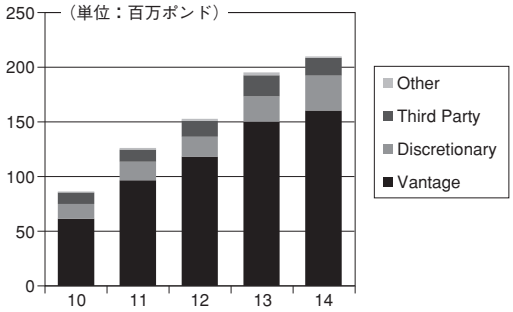
（図11）Hargreaves Lansdown社の事業概況

【ビジネスユニット】

ビジネスユニット	内容
Vantage	プラットフォームの提供 個人向け（D2C）に特化
Discretionary	当社所属FAを通じた、投資一任勘定取引の提供
Third Party	サードパーティーの投資運用商品や年金、通貨関連等を取り次ぎ

（注）当社は６月決算
（出所）当社資料

【税引前利益推移（ビジネスユニット別）】



末にRDR規制が導入され、当社プラットフォームの利用ニーズが高まってきたことが背景とみられる。もっとも、当社のようなプラットフォーム会社に対するRDR規制は2014年４月から適用されており、収益率の低下が見込まれる中、今後の動向が注目される。

⑵　最近の重点項目

当社における、最近の重点項目を見ると（図12）、既に培われている強み（HL）を踏まえつつ、新たなサービス提供を通じた成長機会（HL＋）の実現に注力している。具体的には、①預金サービスの提供、②より幅広い投資運用商品の提供、③リタイアメントに関するプランニング提供拡充である。

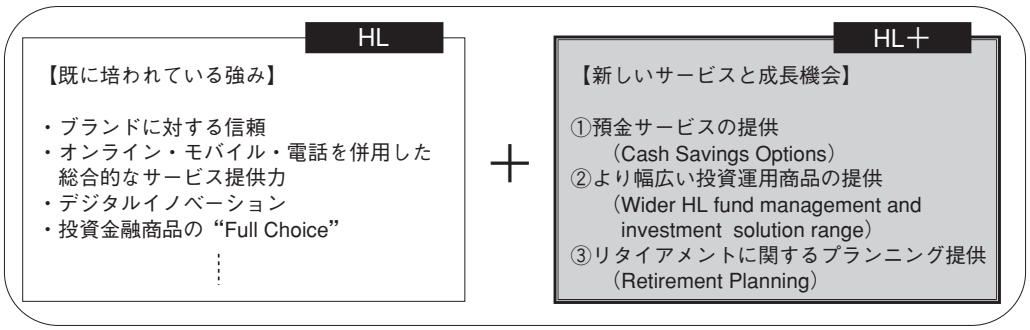
このうち、①預金サービスの提供は一見意外な印象も与えるが、英国では個人金融資産に占める預金の位置付けが比較的大きいため、証券投資商品だけでなく預金サービスも総合的に提供していくことが当社のビジネス拡大にとって大切、との考えに基づいたものである。また②より幅広い投資運用商品の提供は、RDR実施の下で当社サービスに対するニーズが高まっている一方、サービス提供の対価を個人から直接受け取る方式に変化した中で、その提供サービスの付加価値がこれまで以上に問われる形となっていることが反映している。さらに③リタイアメントに関するプランニング提供は、リタイア前後層の拡大と長寿化を踏まえたリタイアメントプランニングに対するニーズの高まりに対応している。

５．おわりに

最後に、英国における個人向け証券ビジネスの動向を踏まえた上で、日本に対する示唆について考えてみたい。

英国では、貯蓄・投資優遇税制であるISAの推進、個人向け証券ビジネス領域における「改革」としてのRDRの実施が特徴となっている。ISAでは、株式型ISAと預金型ISAを

（図12）Hargreaves Lansdown社における重点項目



（出所）当社資料

同一制度の下で運営することで、元々は証券投資に関心が低い人々も預金型ISAの利用をステップに株式型ISAに入っていき、証券投資を通じた資産形成につながっていくというプロセスも生んでいる。一方、RDRは、IFAやプラットフォームに対する個人からの信頼度向上を企図したものだが、勤労層にとっては、投資アドバイスのサービス提供が減少し、オンラインでの“Non-Advice”による証券投資の進展加速にもつながっている模様である。

日本に対する示唆であるが、日本は英国と比べて個人金融資産に占める預金のウェイトが非常に高く、預金による貯蓄促進自体のニーズは全体で見れば小さいと思われる。但し、個々人の取引では、証券投資の前提となる流動性資金を受け入れ、それを証券投資による資産形成に結び付けていくサイクル的な仕組みが重要との示唆も得られるであろう。

一方、RDRの観点からは、英国では投資アドバイスの要件厳格化や対価の明示化などが行われたことで、IFAビジネスを中心に個人から見た透明性向上という効果を生んでいる。日本においてもIFAビジネスの中期的な発展を考えていく上では、こうした取組みは一つの参考となるだろう。RDRで見られる投資アドバイスの要件厳格化・対価の明示化などの日本への応用については、多くの人々が利用しやすい良質な投資アドバイスの供給を阻害せずに、金融機関等に対する個人の信頼感を向上させることができるか、できるとすればどのような場合になるのかについて、検討する場合の一つの参考事例となるだろう。

〔参考文献〕

・日本証券業協会［2012］、「英国のISA（Individual Savings Account）の実施状況について　～英国のISAの実態調査報告～」
・日本証券業協会［2014］、「英国・米国における個人の中長期的・自助努力による資産形成のための投資優遇税制等の実態調査」
・（公益財団法人）日本証券経済研究所［2014］『図説

イギリスの証券市場2014年版』
・Association of Professional Financial Advisers（APFA）［2015］, “A Manifesto for Financial Advice”
・APFA［2015］, “The Financial Adviser Market：In Numbers Edition 3.0”
・Europe Economics［2014］, “Retail Distribution Review Post Implementation Review”
・Financial Conduct Authority（FCA）［2015］, “Business Plan 2015/16”
・HM Treasury［2015］, “Budget 2015”
・Investment Association（IA）［2014］, “Asset Management in the UK 2013-2014”
・MoneyMarketing［2013］, “Wrap&Platform Report”

（注１） Individual Savings Account

（注２） 1987年１月に導入されたPEP（Personal Equity Plan：個人持株制度）と1991年１月に導入された TESSA（Tax Exempt Special Savings Account：免税特設貯蓄口座）。

（注３） 2015年秋に導入が予定されている預金型ISAの一種。個人が住宅購入資金をISA口座で積み立て、初回の住宅購入に充当する場合に、英国政府が預入額の25％を住宅購入助成金として支給する仕組み（支給額上限は3,000英ポンド）。