

国民の自助を規制は支えられるか

～資産運用を支えるインフラとしての法制上の課題～

金融調査部 吉井 一洋／横山 淳／鈴木 利光／是枝 俊悟／藤野 大輝
ニューヨークリサーチセンター 鳥毛 拓馬

要 約

高齢化社会の進展の中、個々人が自助として資産形成や管理に取り組んでいくために、それを支えるインフラとしての法制面の対応も求められる。

機能別・横断的な金融法制は、今後、資産運用分野においても進められることが予想される。その中で、助言サービスや情報提供サービスは、比較サイトやランキング情報サイトを含めて、その在り方が議論となる。

情報技術（AIなど）に関しては、例えば、ロボ・アドバイザーの利点を活かしつつ、その課題に対処することや、資産運用における情報の利活用の在り方などが論点となる。

資産運用の重要性が増せば、その金融システムの安定への影響も増すことが予想される。例えば、国際的にも関心が高まっているファンドの流動性規制などが注目されるだろう。

税制面について、政府は、社会保障審議会の企業年金・個人年金部会や税制調査会にて、老後の資産形成のための税制改革を検討している。国民の自助を促進できる税制構築に向けた議論の進展が期待される。

目 次

はじめに

- 1 章 機能別・横断的な金融法制と資産運用
- 2 章 情報技術（AIなど）と資産運用
- 3 章 iDeCo や企業型確定拠出年金への助言・相談と受託者・販社の責任およびAIの活用
- 4 章 金融システムの安定と資産運用
- 5 章 自助の促進のために求められる税制の在り方

はじめに

高齢化社会の進展の中、国民が安心した老後の生活を営むために、「個々人においては『人生100年時代』に備えた資産形成や管理に取り組んでいくこと、金融サービス提供者においてはこうした社会的変化に適切に対応していくとともに、それに沿った金融商品・金融サービスを提供すること」¹が要請されることは論をまたない。しかし、個々人が自助として資産運用、資産形成に取り組むことが大切だとしても、それを支えるべきインフラは、特に法制面において、整っているのだろうか？ 本稿では、国民が安心して自助による資産運用、資産形成を行う上で、重要と考えられる法制面での対応を、機能別・横断的な金融法制、情報技術（AIなど）、金融システムの安定、税制の側面から分析したい。併せて、金融機関におけるiDeCoや企業型確定拠出年金の助言・相談規制の在り方についても論じたい。

1章 機能別・横断的な金融法制と資産運用

1. 金融制度スタディ・グループの議論

金融庁の金融審議会金融制度スタディ・グループにおいて、機能別・横断的な金融法制、すなわち、同一の機能・リスクには同一のルールを適用するという観点から、事業者の業態別ではなく、事業者の機能別に規制を整備するという議論が進められている。具体的には、金融を大きく「決済」「資金供与」「資産運用」「リスク移転」の四つの機能に区分した上で、その業務の内容やリスクの多寡

に応じたルールを設けることが想定されている。四つの機能のうち「決済」については、2019年7月に報告書『「決済」法制及び金融サービス仲介法制に係る制度整備についての報告〈基本的な考え方〉』が取りまとめられている。

「決済」と同様に、「資産運用」についても、今後、その機能とリスクに応じた規制の在り方が議論されることになる予想される。もっとも、銀行法、資金決済法、割賦販売法など様々な法規制が併存している「決済」分野と異なり、「資産運用」分野には、既に金融商品取引法が横断的な法制として存在している。その枠組みを大きく変更する必要性は乏しいものと考えられる。それでも技術革新に伴う新たな商品・サービスが出現する中、これらが包摂されるように「資産運用」の機能を洗い直し、過不足なく必要な規制が課されるように見直すことは必要であろう。

2. 資産運用の「機能」とは？

「資産運用」と一口に言っても、プレーヤーは「例えば、受託資産を運用する者や、最終受益者の資産について運用者に運用指図を行う者のほか、金融商品の販売・勧誘、売買の仲介、投資家に対する助言、金融商品の取引の場の提供など」²と多様である。

これらを大きく分類すると、次の①～⑤が「資産運用」の基本的な機能と整理できるだろう。

- ①「販売」
- ②「運用」／「組成」
- ③「管理」
- ④「助言」／「情報提供サービス」（比較サイト、ランキング情報など）

1) 金融審議会（2019a）p.1

2) 金融審議会（2018）p.9

⑤「仲介サービス」

3. 各機能に求められる「顧客本位」

資産運用の基本的な機能の全てに求められる共通の規制としては、例えば、誠実義務、商品・サービスの内容・リスク等の説明・情報開示、利益相反管理、ガバナンス、業務・財務等の健全性、マネーロンダリング対応、利用者情報の保護などが考えられる。他方、①～⑤の各機能に求められる個別の規制としては、「顧客本位」の観点からは何があるだろうか？

①「販売」については、取引の確実かつ迅速な執行が挙げられるだろう。なお、販売に伴う勧誘行為は、④の機能として取り扱う。

②「運用」については、受託者責任（フィデューシャリー・デューティー）やスチュワードシップ責任に基づく運用が挙げられるだろう。ここには、投資収益の最大化はもちろん、例えば、ESG要素の実施なども含まれ得ることとなる。

③「管理」については、預かった利用者資産の保全が挙げられる。ここでの保全に、利用者資産について、業者破綻時の倒産隔離や迅速な返却手続が含まれることは当然だが、そのほか、その資産に伴う諸権利（例えば、議決権など）の確実な実行も含まれるだろう。情報が重要な資産として認識されている今日では、情報も「管理」の対象となり得るだろう（情報銀行などについては、2章参照）。

④「助言」／「情報提供サービス」においては、「顧客利益の優先」が必要であろう。もっとも、それがどこまで要求されるべきか、難しい問題である。

例えば、金融商品・サービス選択のためのアドバイスをを行い、その対価を得る投資助言行為を念頭に置けば、業者の利害・バイアスを排除し、顧

客の利益を最大化するような「助言」が求められるとの考えに異が唱えられることは多くないだろう。

一方、顧客による金融商品・サービスの選択に影響するという点では、①「販売」に伴う「勧誘」も類似の性格を有している。しかし、本来、「勧誘」は業者が、販売促進のために行う行為であり、広告に近い性質を有している。もちろん、顧客を欺いたり、ミスリードしたりすることは許されるべきではないが、多かれ少なかれ業者の利益に結び付いた行為である。顧客のための「助言」とは、本来、別のものである。もっとも、顧客からの指示に対して、受け身で金融商品・サービスを販売するのではなく、顧客のためにコンサルティング的な役割を果たし、その代わり、その付加価値に見合った報酬を得るというビジネスモデルを採用するのであれば、利用者の目線からは、「勧誘」と「助言」との区別がつきにくい面があることも事実である。

この問題は、次節の米国証券取引委員会（SEC）による新ブローカー・ディーラー規制の中でも論じる。

今日、ネット上における特定の個人の購買・閲覧履歴等を分析し、その者のニーズを推測し、それに合致する商品・サービスに関する情報を提供する、いわゆるターゲット広告が、広く見受けられる。こうした個別の利用者を対象としたターゲット広告は、「広告」と言いながら、実質的に「勧誘」行為に類似している。態様によっては「助言」とみられる余地もあるだろう。

加えて、業者以外の者（アフィリエイト）がウェブに業者のバナー等を掲載し、閲覧者を業者の取引サイトに誘導することで、報酬を得るという手法（いわゆるアフィリエイト広告）も知られ

ている。取引に誘導しようとしている者が業者自身ではなく、アフィリエイトであるとしても、利用者にとっては、実質的に「勧誘」に類似した行為を受けていると指摘できる。

さらに、利用者が商品・サービスを選択するための判断材料を提供しているという点では、例えば、比較サイト、ランキング情報サイトなど各種の情報提供サービスも、今日、重要性を増している。これらの影響力が大きくなれば、機関投資家にとっての格付会社、議決権行使助言会社などと同様、一定の品質確保が求められるものと考えられる。

こうした技術を活用した新たな動きに対する「顧客利益の優先」の徹底も、今後の資産運用、自助を支える上で、きちんと議論していくべきだろう。

⑤「仲介サービス」については、利用者と他の事業者の間に介在するという性質上、利用者からの指図を適切に伝達することや、問題が発生した場合の責任の所在の明確化が重要である。加えて、「決済」を巡る議論でも指摘されているように、従来の代理店の枠組み（所属制など）に収まらないプラットフォームの出現への対応が課題となる。

4. 米国SECの新規則のインパクト

2019年6月にSECは、ブローカー・ディーラー（BD〈証券会社等〉）に適用されている「適合性原則」（suitability rules）を強化する新しい「最善の利益規則」（RBI：Regulation Best Interest）を公表した。RBIは、証券取引や証券に関わる投資戦略の推奨をするBDに対して、顧客の最善の利益のために行動することを義務付

ける³（完全実施日は20年6月末）。

前述のように顧客目線からは、BDの「勧誘」⁴と投資アドバイザーの「助言」の区別が付きにくい面がある。それにもかかわらず、米国ではBDと投資アドバイザーは異なる規制が課されており、両者の責任の差により顧客保護の程度が異なるという問題意識があった。そこでSECは、長年にわたりBDと投資アドバイザーにフィデューシャリーとしての責任を負わせる「統一フィデューシャリー基準（uniform fiduciary standard）」の策定を検討してきた。しかし、結果的にSECは統一フィデューシャリー基準を採用しなかった。その理由としてSECは、異なるビジネスモデルである投資アドバイザーとBDに対して統一した基準を適用すると、顧客の金融商品・サービスの選択やアクセスが狭められ、また、投資アドバイザー、BDおよび顧客に生じるコストが増加することを挙げている。

RBIに対しては、統一フィデューシャリー基準を採用すべきとする民主党の反対があったり、各州が独自に統一フィデューシャリー基準の提案をしたりするなど流動的な面があり、その展開には注視する必要があるだろう。ただ、米国の新規制が、顧客の最善の利益のために行動すべきことを大前提に、BD（勧誘）か、投資アドバイザー（助言）かによって義務の内容に差を設けるという方向性を示したことは、今後、わが国における資産運用に係る業者の「顧客本位の業務運営」の在り方を検討する上で、重要な示唆となろう。

5. オープンAPI接続

2017年の銀行法改正において、銀行と電子

3）詳細は、鳥毛拓馬「SECのブローカー・ディーラー規制の強化」（2019年7月2日付、大和総研レポート）参照。

4）“recommendation”。「推奨」と訳される場合もある。

決済等代行業者との間のオープンAPI導入に係る努力義務が設けられ、20年に施行される。ここでのAPI（Application Programming Interface）とは、「銀行以外の者が銀行のシステムに接続し、その機能を利用することができるようにするためのプログラムを指し、このうち、銀行がFinTech企業等にAPIを提供し、顧客の同意に基づいて、銀行システムへのアクセスを許諾することを『オープンAPI』という」⁵とされている。これを受けて、2019年3月時点で95行がAPI接続を導入済と報告されている⁶。今後、銀行だけではなく、資産運用分野でも関係者間のオープンAPI導入が求められる可能性がある。仮に、導入されれば、前述の資産運用における「機能」の一部に特化したプレーヤーが、API接続を通じて垂直的あるいは水平的に連携することが容易になり、資産運用ビジネスのアンバンドル化を促すことも考えられる。こうしたAPI接続を通じて複数のプレーヤーがつながったネットワーク構造では、利用者と直接の相手方となるプラットフォームに対する規制や、ネットワークに対するガバナンスや監督の在り方が問題となり得る。

2章 情報技術（AIなど）と資産運用

1. ロボ・アドバイザーや自動売買の普及と監督

1) ロボ・アドバイザーの普及

資産運用においてAIなどの情報技術の活用が進んできている。

近年普及が進んでいるロボ・アドバイザーは、個人投資家がウェブサイト上で用意された質問に答えた回答内容等を基にリスク許容度や最大許容損失額等を分析して、それぞれの個人投資家に対して最適と考えられる金融商品（またはその組み合わせとしてのポートフォリオ）を提案したり、個人投資家が望むリスク・リターンに適合するようにポートフォリオのリバランス（金融商品の売買）を提案したりしている。さらに、投資一任契約を締結するラップ口座の場合、提案だけでなく、売買の執行まで自動で行われることもある。

これらは、人間のフィナンシャル・アドバイザーやアセット・マネージャー等が行ってきたサービスをロボットに置き換えることで、低コストでサービスを提供できるようにしたものである。これにより、ラップ口座の最低投資金額は大きく下がり、富裕層だけでなく資産形成層でも利用できるようになったことは情報技術の大きな成果と言える。

また、単なるコストの縮減だけでなく、人間による恣意的な判断・バイアスの排除、ヒューマンエラー（人為的ミス）の防止、これらを通じたコンプライアンスの徹底・効率化などについてもロボ・アドバイザーがもたらす利点と言える。

2) ロボ・アドバイザー利用上の留意点と監督の在り方

一方で、ロボットに資産形成を委ねることのリスクも存在する。例えば、サイバー攻撃等の脅威に加えて、利用者の自己責任意識の希薄化、事業者の責任の所在の不明確化などである。

こうしたリスクを直視し、必要な対策を講じる

⁵ 金融審議会（2016）脚注8

⁶ 全国銀行協会（2019）p.5

ことで、安心してロボットに資産形成を委ねることができる環境が整えられるものと考えられる。

S E Cは、2017年に、ロボ・アドバイザーの利用や選定の際に投資家が留意すべき事項をウェブサイト上に公表し、投資家の啓発を行っている。

また、S E Cは2018年12月21日にロボ・アドバイザーを提供する2社に虚偽の情報開示を行ったとして摘発し、制裁金を科している。

もっとも、これらの会社では、税負担を最適化するために行うとしていた自動売買サービスについて実際には行われていなかったり、自社サービスの運用実績を実際よりも高く偽ってウェブサイトに記載したりしていた。これらの違反は、人間が提供する従来型サービスにおいても起こり得るものであり、現行の規制体系でも対応可能な案件であったと言えるだろう。

3) ロボ・アドバイザーによる相場操縦やインサイダー取引の懸念

現在のところ深刻な問題とはなっていないが、将来的にはロボ・アドバイザーが相場操縦やインサイダー取引に相当する行為を行う可能性も考えられる。これに対し、現行の規制体系では十分に対応できない可能性があり、新たな規制の在り方を模索する動きも出ている。

日本銀行金融研究所は、アルゴリズム・A Iの利用を巡る法律問題研究会を設置し、投資判断におけるアルゴリズム・A Iの利用と法的責任の在り方について検討を行い、2018年9月に報告書を公表した。

報告書では、アルゴリズムやA Iがこれらの利用者の知らないところで相場操縦を行うような取

引を行った場合や、取引責任者が未公表重要事実の内容を知らないままにアルゴリズムやA Iに未公表重要事実が与えられて売買を行った場合などにつき、現行の規制体系では十分な規制監督が行えない可能性を指摘している。

2. 資産運用におけるデータ活用の可能性と問題点

1) 資産運用におけるデータの利活用の可能性

現状のロボ・アドバイザーは、従来人間が行ってきたことを自動化するものであり、その意味では全く新しいサービスというわけではない。これに対して、データの利活用が行われると、従来は人間によっても行うことができなかったサービスが資産運用業界で行われるようになる可能性がある。

近年、あらゆるビジネスでデータの利活用が行われているが、資産運用業においてもデータの利活用の余地は大きい。特に、昨今注目されている「情報銀行」の仕組みの応用も可能だろう。情報銀行とは、個人の同意や指示に基づき、個人データを本人に代わり管理・第三者提供する仕組みである。

ただし、個人は、自分の資産の情報を共有することに対しては消極的である⁷ため、資産運用会社が情報銀行を営み、保有する資産情報を第三者に提供することは少し考えづらい。

むしろ、資産運用業者は情報銀行を利用する側になり得る。情報銀行から個人の収入、購買履歴、リスク選好度等の情報を得ることで、個人にとって最適な運用を提案したり、新たなニーズを掘り

7) 総務省「平成29年情報通信メディアの利用時間と情報行動に関する調査報告書」(平成30年7月)によれば、個人資産保有情報の活用に対する許容度が診療情報、商品購買情報、位置情報等と比べて著しく低かった。

起こすことが可能になると考えられる。

課題としてはスコアリングの観点から見ると問題が生じる恐れがあることが挙げられる。資産運用業者が個人情報を用いて、リスク選好度等に応じて最適な運用を提案する場合、そのリスク選好度という一種のスコアリングが運用の固定化・二極化をもたらす可能性が考えられる。例えば、リスク選好度が高いと識別された個人は、ハイリスクな商品を提案され、その購買履歴により、またリスク選好度が高まるというループに陥り得る。この場合、当該個人はリスク選好度が高いまま固定化され、結果として、リスク選好の高いグループと低いグループの二極化が起きる恐れがある。

こうした問題に対応するために、資産運用業者は、個人情報がどのように用いられているのかを透明化するとともに、情報のトレーサビリティを確保すべきだろう。また、個人との対話の機会を持ち、固定化・二極化が起きないように個人の傾向の正確な把握に努めることも考えられる。個人も、自分のリスク選好等の情報の利用目的や利用方法をしっかりと把握することが重要になってくる。

2) 情報化進展後の運用業界に対するエンフォースメントの在り方

資産運用業における情報化が進展した場合、資産運用に対する規制の内容だけではなく、その規制の実効性の確保（エンフォースメント）も重要となる。

例えば、顧客資産の不適切な運用や、システムトラブルによる取引の停止などは、従前から起こり得る問題であり、それに対応する規制も一通り整備されている。しかし、これらが、AIの暴走や、システム・ソフトウェア等の相互連関による

連鎖など、情報通信技術によって生まれた「ブラックボックス」に起因して発生した場合、現行の規制をそのまま当てはめることができるか、検証する必要がある。

仮に、現行の規制を当てはめることができるとしても、「ブラックボックス」から生じた問題の拡大を食い止め、再発を防止するために、当局としてどのような行政処分を行うことができるか、という問題も想定できる。確かに、問題を起こした「ブラックボックス」が関与する業務を全て一律に停止することは可能だろう。しかし、その結果、多数の利用者の資産運用が滞るなど、影響が大きすぎる場合、例えば、業務改善に相当する対応を実施するため、業務を継続しつつ、「ブラックボックス」の中身を改善させる手段を確保する必要があるだろう。

3章 iDeCo や企業型確定拠出年金への助言・相談と受託者・販社の責任およびAIの活用

1. 運営管理機関と個別商品の助言等

わが国の確定拠出年金法第99条では、確定拠出年金（企業型および個人型〈iDeCo〉）の運営管理機関に法令の順守と「加入者等のため忠実にその業務を遂行」することを求め、さらに100条で禁止行為を規定している。禁止行為には「自己又は加入者等以外の第三者の利益を図る目的をもって、特定の運用の方法を加入者等に対し提示すること」や「加入者等に対して、提示した運用の方法のうち特定のものについて指図を行うこと、又は指図を行わないことを勧めること」などが挙げられている。もっぱら加入者等の利益のみ

を考慮して中立的な立場で運営管理業務を行う必要があることから、金融商品の販売等を行う金融機関が確定拠出年金運営管理機関となっている場合は、その金融機関の金融商品の販売等を行う営業職員（以下「営業職員」という。）が運営管理機関業務を兼務することを禁止している。ただし、加入者等に対してより充実した情報提供を行えるようにするため、2019年7月より、金融機関等の営業職員における確定拠出年金（企業型および個人型（iDeCo））の運営管理機関業務の兼務規制が緩和された（確定拠出年金運営管理機関に関する命令、確定拠出年金法施行規則の改正）⁸。これにより、金融商品の販売等を行う金融機関の窓口において、一定の要件の下で、営業職員が確定拠出年金の運用の方法を説明することが可能となった。しかし、規制緩和後も、運用商品の推奨などは認められておらず、例えば、iDeCoや企業型確定拠出年金の運営管理機関が個別商品の助言・相談を行うことは難しいと解されている。

確かに、運営管理機関は、もっぱら加入者等の利益のみを考慮して中立的な立場で業務を行う必要がある。その意味で、確定拠出年金の運営管理機関が個別商品の助言・相談を行わないことには、利益相反防止の観点から、一定の合理性があるとも言える。しかし、他方、確定拠出年金、特にiDeCoの加入者は、運用商品の選択について、誰に相談したらよいのか分からない、と悩むことが多いと指摘されている。

2. 米国の事例（ヒアリングを含む）

米国の企業型確定拠出年金（401（k））においても、わが国の商品販売業者（ブローカー）に

相当する商品提供機関が、わが国の運営管理機関に相当するサービスプロバイダーを兼ねることは可能であり、実際に兼ねる事例も存在している。

ただし、年金基金、すなわち、雇用者にはERISA法（従業員退職所得保障法）に基づくフィデューシャリー・デューティー（受託者責任）が課されており、中立に運営管理機関や商品提供機関を選定する必要がある。実務上は、コンサルタントを間に入れるなどして、選定の中立性を確保しようとしているようである。

それでは、運営管理機関兼商品提供機関が、加入者に対して助言・相談などを実施しているかという、現地でのヒアリングの限りでは、運営管理機関が会社に来て相談会などをやることはあるものの、そこでは当たり障りのない一般的な話しかしないようである。

これは、401（k）に関して行う助言や相談がBD（証券会社等）によるリテール顧客に対する投資「推奨」行為と認定されれば、現状では適合性の原則に加えERISA法上の注意・忠実義務などが適用される可能性もあると考えられていたためと思われる。その結果、相談会などでの話も、「推奨」行為に該当しない一般的な情報提供にとどめていたものと考えられる。

「推奨」行為に該当した場合、今後は前記1章4節のRBIなどの規制が適用されることになると思われる。RBIが適用された場合には、わが国の適合性の原則よりも厳しい対応が求められる。BDとして行動している旨、保有資産・口座にかかる手数料や費用、サービスの種類・範囲など、顧客との関係の範囲や条件に関する全ての重要な事実、投資勧誘事項に関連する全ての重要な

8) 厚生労働省ウェブサイト (<https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/kyoshutsu/kenmukiseikanwa.html>)

事実の開示を求められるほか、注意義務、利益相反回避義務、コンプライアンス義務が課される。このうち利益相反回避義務では利益相反の特定と開示のみならず、ケースに応じて排除、緩和、防止といった対応が求められる。例えば、自社や関連会社の金融商品、または限定された範囲の金融商品の勧誘自体は禁止はされていないが、このような制限によりBDの利益を顧客の利益に優先させた勧誘が行われることを防止するための方針や手続を求めている。例として、商品に関連する利益相反を特定・軽減する手順の確立、利益相反を効果的に緩和できない商品の推奨取りやめ、商品のメニューの推奨に適合する顧客の特定などを含んだ、商品レビュープロセスの確立などが挙げられている。特定の期間内に特定の商品をノルマや報奨付きで販売する行為は除去するよう求めている。

I R A（個人退職口座／個人退職勘定）についても、BDが勧誘行為を行う場合には、R B Iが適用される。401（k）からI R Aに移管する際の勧誘行為についてもR B Iが適用される。

3. 助言・相談を容認する場合

1) 利益相反管理の整備

前述の通り、わが国においてiDeCoや企業型確定拠出年金の運営管理機関による助言・相談が困難であることは、運用商品の推奨が禁じられていることが理由と考えられる。そして、運用商品の推奨が禁じられているのは、運営管理機関が、もっぱら加入者等の利益のみを考慮して中立的な立場で業務を行うことを確保するため、と説明されている。

そうであるならば、運営管理機関が、自社の利

益よりも、もっぱら加入者の利益のみを優先するような利益相反管理を整備するのであれば、加入者の希望に応える形で助言・相談を行うことを認める余地はあるものと考えられる。どのような措置を講ずればよいのかについては、米国のR B Iの例示や同ルール適用後の実例なども参考に、十分な検討が必要であろう。

2) A Iの活用

自社の利益を顧客の利益に優先させないように助言・相談を行うことを確保する方法の一つとして、A Iの助言を有効に活用することも考えられる。

A Iの活用は、小口で多数の加入者からの相談を、円滑かつ安価に対応するという観点からも、合理性があると言えるだろう。

ただし、そのA Iの助言が真に「顧客本位」のものとなっているかの検証は不可欠であることは言うまでもなかろう。

4章 金融システムの安定と資産運用

1. 資産運用業者のAUMが拡大を続けている

金融危機以後、2010年から15年にかけて、グローバルに活動するホールセール銀行全体のバランスシートが25%から30%の範囲で縮小し、証券市場の仲介業やマーケットメイキングにおけるその存在感を後退させている⁹。その間隙を埋めるような形で台頭してきたのが、国民の資産運用を支えるインフラとして欠かせない、資産運用業者である。

9) Oliver Wyman (2016) TABLE 5.1 参照。

全世界の資産運用業者の最大手 500 社の運用資産残高（AUM）の総計は、2008 年末時点では 53 兆ドル強であったが、17 年末時点には 94 兆ドル弱にまで増加している。とりわけ、16 年末時点（81 兆ドル強）から 17 年末時点の一年間の伸びが著しく、15.6%の増加となっている¹⁰。

2. 規制当局の目、銀行から資産運用業にシフト

こうした資産運用業者の台頭を受けて、金融安定理事会（F S B）は、資産運用業における潜在的なシステミック・リスクの芽を摘むべく、2017 年 1 月、「資産運用業の活動から生じる構造的な脆弱性に対応する政策提言」（以下、「F S B 提言」）を公表している。

3. オープンエンド型ファンドの流動性ミスマッチが注視の対象に

1) 資産運用業者はシャドーバンキング

F S B 提言の根底には、資産運用業者は銀行類似の主体、すなわち「シャドーバンキング」である、という考え方がある。F S B によると、資産運用業者は、持分を債券に投資することで信用仲介をしている点、銀行による（黙示的な）信用補完・流動性補完を受けていることがある点、ファンドの「取り付け騒ぎ」は銀行システムに飛び火し得る点、がこうした考え方の根拠である。

それを前提として、F S B 提言では、14 の政策提言をしているが、中でも重要なのが、うち九つを占める、「オープンエンド型ファンド¹¹の流動性ミスマッチ」に関するものである。この背景には、資産運用業者における流動性懸念に関する二つの事例がある。一つは、米国資産運用業者がハイイールド債ファンドの解約に応じなかった事例（2015 年 12 月）である。いま一つは、Brexit（英国による E U 離脱）決定（2016 年 6 月）に呼応して複数の不動産ファンドが解約を停止した事例である。オープンエンド型ファンドの流動性ミスマッチに関する提言は、大別すると、「“first-mover advantage” 対策」と「ストレステスト」に分かれる。

2) “first-mover advantage” 対策

F S B 提言は、オープンエンド型ファンドの償還に際しての先行者利益（“first-mover advantage”）¹²を抑制することを可能とする流動性リスク管理ツールの導入を提言している。

証券監督者国際機構（IOSCO）が、F S B 提言を受けて 2018 年 2 月に公表したガイダンス（以下、「IOSCO ガイダンス」）では、流動性リスク管理ツールの例として、「スイング・プライシング」¹³「解約手数料」「解約の全部又は一部の停止」「サイドポケット」¹⁴等を挙げている。

10) Thinking Ahead Institute and Pensions & Investments joint research “The world’s largest 500 asset managers”（2018 年 10 月 29 日）参照。

11) 公募・私募を問わない。E T F を含むが、MMF は含まない。

12) 市場のストレス時に、ファンド価値の下落（償還コストが上昇）を予測した段階で真っ先に償還を請求して資金を引き揚げるといった投資家のインセンティブをいう。

13) ファンドの大量償還を喚起するような不安定な市場環境下において、償還した投資家に適切な償還コストを負担させるべく、当該投資家におけるファンドの純資産価値（NAV）の調整を許容し、その他の投資家の持分希薄化を防止する仕組みをいう。

14) 「別勘定」「別ポートフォリオ」の意で、流動性の低い資産に投資する際に用いられる、投資家からの解約請求に応じないファンド資産をいう。サイドポケットに入れられた流動性の低いファンド資産は、売却等によって収益が発生した時点で本体のファンドに戻され、その利益を計上する。サイドポケットは、投資家にとって投資機会の獲得というメリットがある半面、ファンドのパフォーマンスや経理を不透明にするというデメリットがある。

3) ストレステスト

F S B 提言は、個々のオープンエンド型ファンドに対し、流動性リスク管理を促進すべく、ストレステストの実施を義務付ける旨を提言している。

これを受けて、IOSCO ガイダンスは、ストレステストが、規制当局のガイドラインを前提として、様々なストレスシナリオ（ヒストリカル・データおよびフォワード・ルッキングな仮定に基づき策定）を想定したものであるべき旨を提言している。

4. ファンドの流動性規制、誕生か

本邦の規制当局である金融庁は、本稿執筆時点（2019 年 9 月 27 日）では、F S B 提言や、それを受けた IOSCO ガイダンスを、明示的に国内ルール化していない。

“first-mover advantage” 対策として挙げられている流動性リスク管理ツールのうち、「解約手数料」および「解約の全部又は一部の停止」については、現時点でもその実施を想定した開示規制がある。しかし、ストレステストの実施の義務付けについては、完全に白紙である。

これが導入された暁には、本邦で初めて、「ファンドの流動性規制」が誕生することになると言えるかもしれない。

5 章 自助の促進のために求められる税制の在り方

1. 老後資金不安の背景

これまで、日本の高齢者世帯は、退職した後、公的年金に加えて、退職金や貯蓄等により積み立てた金融資産を取り崩しながら生活費に充てての

が一般的であった。

だが、「マクロ経済スライド」によって公的年金支給額は（年金支給開始後において、物価上昇率を考慮した実質額で）目減りすることが予定されており、長寿化により退職後の期間が長期化することも見込まれている。

このため、特に、保有する金融資産が少ない世帯で、取り崩すべき老後資金が不足することが懸念される。

また、現在、40 代～50 代の現役世帯は、現在の高齢者世帯が 40 代～50 代であった時よりも金融資産の保有額がゼロに近い世帯の割合が上昇しており、将来的には老後資金が不足する世帯がさらに増加することが懸念される状況にある。

2. 市場WG報告書の論点整理

こうした中、金融審議会の市場ワーキング・グループが 2019 年 6 月 3 日に取りまとめた「高齢社会における資産形成・管理」と題する報告書（以下、市場WG 報告書）は、高齢者世帯が年金以外に生活費として取り崩す金融資産の額として、「2,000 万円」を示し、漠然と抱いていた老後への不安を明確に表すものとしてメディアを中心に国民の強い関心を集めた。

もっとも、「2,000 万円」はあくまで現在の高齢者世帯の平均の収支を基に算出される額にすぎない。市場WG 報告書は個々の状況やライフスタイル等を踏まえて、自らがライフプランに基づく収支を想定した上で、望む水準の生活が実現できるか否かを判断し、老後資金が不足すると見込まれる場合には対策を行うべきであることを説いている。

具体的な対策としては、就労延長や支出の削減のほかに、自助での資産形成を選択肢の一つに掲

げ、現役期には「少額からでも長期・積立・分散投資などによる安定的な資産形成」、リタイア期前後からは、「資産運用継続と計画的な取り崩し」が重要だと整理した。

3. 税制上の課題

市場WG報告書に基づく、国民の老後資金不安を解消するための自助のツールとしては、資産運用の観点から言えば、現役期に安定的な資産形成を行うツールと、高齢期に運用しながら計画的に取り崩すツールの二つが必要と整理できるだろう。

これに対し、現役期の資産形成ツールの一つである一般NISAや「つみたてNISA」は時限措置にとどまっており、老後までのライフプランを考える上でのツールとしては利用しづらい。iDeCoについても、20歳以上のほとんどの国民が利用可能にはなったものの、加入する年金制度等によって拠出限度額が異なり、働き方による公平性が必ずしも担保されていない上、制度の複雑さが普及の阻害要因となっていることが考えられる。

高齢期においては、本来は確定拠出年金や確定給付企業年金は、取り崩しながら資産運用を継続するツールとしても活用できるものであるが、一時金として受給する方が年金として受給するよりも有利になりやすい税制上の特性もあり、大半の受給者が一時金の受給を選択している状況にある¹⁵⁾。

4. 政府の検討の方向性

こうした課題に対応するため、政府は、社会保

障審議会の企業年金・個人年金部会や税制調査会にて、老後の資産形成のための税制改革を検討している。

1) 拠出時の制度設計

拠出時については、企業年金と個人が利用可能な老後向けの貯蓄（退職貯蓄、日本のiDeCoに相当）を合わせた「私的年金」につき、税制優遇を与える共通の非課税枠を設ける案が検討されている。

主要国を見ると共通の非課税枠の設定の仕方については、私的年金全ての制度につき共通の枠を設ける「共通型」（英国・カナダなど）と、企業年金の拠出額に応じて退職貯蓄に拠出できる限度額を調整する「調整型」（米国・フランスなど）が見られる。これらを参考に、分かりやすく、働き方によらず、公平な制度とすることができれば、老後に向けた自助の資産形成が促進されるだろう。

2) 給付時の制度設計

給付時については、退職一時金の扱いが課題となる。主要国では日本のような高額な退職一時金制度は一般的でなく、単純に主要国の制度を日本に当てはめることは困難である。この点につき、日本の現在の退職所得控除について、退職金の受給時の所得控除とするのではなく、退職金をiDeCoのような退職貯蓄制度に非課税で拠出できる制度とする案も検討対象になっている。

退職所得控除を受給時の所得控除から拠出時の所得控除（課税繰り延べ）に変えるということは、退職金や企業年金などを一時金として受け取

15) 厚生労働省の第7回社会保障審議会企業年金・個人年金部会資料「マッチング拠出、iDeCo等について」によると、新規受給者のうち確定給付企業年金の68%、企業型DCの94%、iDeCoの89%が一時金での受給を選択している。

ると、原則としてそれら全てを所得税の課税対象とされるが、受け取った退職金をすぐに退職貯蓄制度に拠出すれば、その時点では所得税を課さない（年金としての給付時に課税対象となる）ものである。

制度改正が実現すれば、退職金を退職貯蓄制度に拠出したり、既存の確定給付企業年金や確定拠出年金につき、年金での受給を選択したりするインセンティブとなる。これらを使った「取り崩しながらの資産運用」が一般化すれば、公的年金を補完し老後資金の不安を解消する強力なツールになるだろう。

なお、退職所得控除を単純な「課税繰り延べ」に置き換えると、大幅な増税となる。この点については、退職貯蓄からの受給時の課税について税率や課税標準の軽減を設けるなどして、現役時代に拠出するインセンティブを損なわないような制

度設計が必要である。また、退職金には、住宅ローンの返済や住宅のリフォーム、起業資金など、一時金としての受給ニーズもあり、これらに配慮した制度設計も必要であろう。

制度設計上の課題も多く残されているが、国民の自助を促進できる税制構築に向けた議論の進展が期待される。



【参考文献】

- ・金融審議会（2016）「金融審議会 金融制度ワーキング・グループ報告—オープン・イノベーションに向けた制度整備について—」（平成28年12月27日）
- ・金融審議会（2018）「金融審議会 金融制度スタディ・グループ中間整理—機能別・横断的な金融規制体系に向けて—」（平成30年6月19日）
- ・金融審議会（2019a）「金融審議会 市場ワーキング・グループ報告書『高齢社会における資産形成・管理』（令和元年6月3日）
- ・金融審議会（2019b）「金融審議会『金融制度スタディ・グループ』『決済』法制及び金融サービス仲介法制に係る制度整備についての報告《基本的な考え方》」（2019年7月26日）
- ・金融庁（2019）「利用者を中心とした新時代の金融サービス～金融行政のこれまでの実践と今後の方針～（令和元事務年度）」（令和元年8月28日）
- ・社会保障審議会（2019）「第7回社会保障審議会企業年金・個人年金部会 資料」（2019年8月23日）
- ・税制調査会（2019）「政府税制調査会海外調査報告（アメリカ・カナダ）」「政府税制調査会海外調査報告（イギリス、フランス、ドイツ）」（令和元年9月4日）
- ・全国銀行協会（2019）「オープンAPIに対する銀行界の取組み」（2019年6月24日）「決済高度化官民推進会議」（第7回）資料4-1
- ・日本銀行（2018）「『アルゴリズム・AIの利用を巡る法律問題研究会』報告書」（2018年9月11日）
- ・日本銀行（2019）「AIを活用した金融の高度化に関するワークショップ報告書」、日本銀行金融機構局金融高度化センター（2019年9月2日）
- ・森駿介（2019）「金融資産の保有状況で異なる老後資金問題」大和総研レポート、2019年7月24日
- ・SEC（2017）“Investor Bulletin: Robo-Advisers”（2017年2月23日）
- ・SEC（2018）“SEC Charges Two Robo-Advisers With False Disclosures”（2018年12月21日）
- ・Oliver Wyman（2016）“INTERACTION, COHERENCE, AND OVERALL CALIBRATION OF POST CRISIS BASEL REFORMS”（2016年8月9日）
- ・SEC（2019）“17CFR Part240 Release No.34-86031;File No.S7-07-18 RIN 3235-AM35 Regulation Best Interest:The Broker-Dealer Standard of Conduct”

【著者】

吉井 一洋（よしい かずひろ）



金融調査部
制度調査担当部長
担当は、会計制度、税制、会社法、
金融商品取引法、金融制度等

鈴木 利光（すずき としみつ）



金融調査部
主任研究員
担当は、金融制度、会計、
金融商品取引法等

横山 淳（よこやま じゅん）



金融調査部
主任研究員
担当は、金融商品取引法、会社法、
取引所規制、金融制度

是枝 俊悟（これえだ しゅんご）



金融調査部
研究員
担当は、税制、社会保険制度、
会計制度、金融商品取引法

鳥毛 拓馬（とりげ たくま）



ニューヨークリサーチセンター
主任研究員
担当は、米国金融制度

藤野 大輝（ふじの だいき）



金融調査部
研究員
担当は、会計制度、情報法制、
金融商品取引法、税制