

書評

(監訳) 森祐司, 奥山英司, (訳) 楽天投信投資顧問株式会社
(編) Olivia S. Mitchell, Kent Smetters

『アドバイスが変える資産運用ビジネス』

(原題 “The Market for Retirement Financial Advice”) (幻冬舎 2023年4月)

阿 萬 弘 行

1 はじめに

本書の原著は、家計ファイナンス分野の国際的な研究者 Olivia S. Mitchell 氏と Kent Smetters 氏の編集による、ファイナンシャル・アドバイス (以後、「アドバイス」と略記することがある) に関する包括的な研究論文集である。また、本書は、ペンシルバニア大学ウォートン・ビジネススクールの Pension Research Council によるシリーズの一冊である。編者の一人である Olivia S. Mitchell 氏は PRC の所長を務めており、ここは年金や家計ファイナンス、退職準備、金融リテラシー等に関する研究拠点となっている。今回、実務・学術両面において先行する米国発の研究書シリーズの一つが日本語に翻訳されたことは画期的である。とくに、ファイナンシャル・アドバイスは近年、日本において顕著に注目が高まっており、非常に時宜を得た出版である。各章では、訳者注が追加されている。これは、専門家、専門外を問わず、日本の多くの読者にとって読みやすい配慮であると同時に有益な情報ともなっている。

日本における本書翻訳書出版の意義を述べるために、背景を整理しておく。日本の家計の資産運用は米国と比較して現金・預金に偏重していることはよく指摘される。これをリスク資産への分散投資を含む高度な形へと変えていこうという議論は古くからあり、今なお継続している。最近でも、2022年11月に岸田内閣は「資産所得倍増プラン」を策定・公表した。そこでは、家計の現預金を株式や投資信託などの投資に向けていくことで、資産所得を増加させることを目標としている。その中では、中立的なアドバイスの重要性も強調されている。個人の資産運用に関する代表的な国際比較として、「家計の金融資産構成」(『資金循環の日米欧比較』日本銀行調査統計局2023)によると、米国では現預金が12.6%であるのに対して、日本では54.2%である。また、株式等・投資信託の合計は、米国では51.3%、日本では15.4%となっている。一般的には、安全資産である現預金の期待リターンは低く、株式・投信などのリスク資産の期待リターンは相対的に高い(ただし、日本の経験した長期デフレの影響は別途議論する余地がある)。これを前提とすれば、家計の資

資産運用が預貯金に偏ることは、収益機会の損失を意味する。もちろん、現預金と投資にはリスクの差があり、安全性を重視して現預金を手厚くもっておく利点もあるが、長期・分散投資によって、そのリスクも一定程度軽減できる。

預金は、その運用方法は非常に単純であり、銀行ごとの商品性の違いは小さく、通常、リスクに関する心配も小さくて済む。他方で、株式・投資信託などの投資運用方法は預金ほど単純ではなく、銘柄・ファンドごとのリターン・リスク属性の違いは大きい。そのため、投資には一定の金融リテラシーが必要となる。国内外の多くの家計ファイナンス研究は、個人の金融リテラシーの欠如が投資行動への障壁となることを、実証データを用いて示してきた。本書の主たるテーマであるファイナンシャル・アドバイスは、十分な金融リテラシーをもたない一般の個人が円滑な資産運用を行うためのサポート機能を担う。本書の邦題が如実に示しているように、分析対象となっている米国金融業界では、日本に先んじて多様な金融アドバイスビジネスが発達している。日本が今後、家計による主体的な資産運用の深化を図るうえで、米国の経験・研究結果は非常に有益な参考材料となるだろう。その点において、本書の監訳者・翻訳者陣が、この大部の研究書を全訳・出版された多大な尽力に敬意を表したい。

2 本書の構成

本書の構成は以下のとおりである。

- 第1章 退職者向けファイナンシャル・アドバイスマーケット：序論
 - 第1部 ファイナンシャル・アドバイザーは何をするのか？

第2章 ファイナンシャル・アドバイザーの市場

第3章 顧客へのリスクの説明：アドバイザー（ビジネス）の視点

第4章 ファイナンシャル・アドバイザーやDCプラン・プロバイダーは、顧客や加入者へどのように社会保障年金の教育をしているのか

第5章 アセット・アロケーションは米国人の退職後収入保障にどれほど重要か？

第6章 職場におけるファイナンシャル・アドバイスの進化

第7章 個人年金保険への意思決定におけるガイダンスの役割

第2部 パフォーマンスとその影響の計測

第8章 ファイナンシャル・プランナーの影響評価

第9章 助言の要請：ファイナンシャル・アドバイスと行動変容に関する研究調査と実験的証拠

第10章 ファイナンシャル・アドバイスマーケットを機能させる方法

第11章 ファイナンシャル・アドバイスは変化をもたらすか？

第12章 ミューチュアルファンドの投資家は、いつ、なぜ、どのようにファイナンシャル・アドバイザーを利用するのか？

第3部 アドバイスマーケットと規制上の考慮事項

第13章 ファイナンシャル・アドバイザーに関する規制の調和

第14章 ファイナンシャル・プランナーに対する規制：現行システムの評価と代替的手法

1章では、第2部から第3部の各論への準備として、一般的な金融市場・業界における金融アドバイスの現状を整理している。そこでは、家計は、高齢世代の退職や年金受給のタイミングだけでなく、現役世代の住宅ローン、預貯金、生命保険、資産運用など多岐にわたる金融上の意思決定問題に直面すると指摘する。金融に関する情報について不十分な個人が持つサポートのニーズに対して、アドバイザーは専門的立場からサービスを提供する機能を期待される。以下では各部ごとに、いくつかの章に焦点を絞って内容を解説する。

3 第1部 「ファイナンシャル・アドバイザーは何をするのか？」

第1部では、アドバイザー業務をさまざまな観点から分類・解説し、議論すべき問題点を整理している。その中でも特に、第2章において取り上げられているアドバイス費用に関する議論は、日本市場に対して示唆に富むだろう。代表的なものの一つは、いわゆる残高フィーであり、顧客の口座残高に対して一定の料率で課される。米国市場では、アドバイザーにとって大きな収入源となっている。これは、近年、日本でも進展しつつある費用形態である。二つ目は、取引委託手数料（コミッション）であり、顧客は明示的にアドバイスに対する報酬を支払わないが、アドバイスによる金融商品売買ごとに手数料を支払う。これは日本でしばしば指摘される回転売買の温床となりうる。アドバイザー側の回転売買の誘因を防ぐには、残高フィーが適していると一般的に認識されている。しかしながら、本書の指摘では、残高フィーにも、預かり資産規模の減少を防ぐため

に、保険購入や住宅ローン返済のような資金流出を防ごうとするアドバイザーの誘因面でのデメリットがある。コミッションよりも残高フィーが常に良いとは限らない点は参考になる。

アドバイザーと顧客との間の利益相反問題も指摘されている。たとえば、年金プランのマネージャーが高い運用報酬を享受するような投資アドバイスによって、顧客は大きな費用を負担するリスクがある。また、アドバイザーが特定の投資信託グループとの何らかの利害関係を共有する場合、顧客のニーズにはそぐわないとしても、そのグループの投信を強く推奨するかもしれない。販売された投信からアドバイザーに手数料が支払われる場合（販売手数料、信託報酬の一部など）、その料率が高い投信をアドバイザーは奨めるかもしれない。

これは、資産運用アドバイスに限らず、エージェンシー関係が含まれる数多くの経済取引で起こりうる一般的な問題である。日本市場に関しても、投信運用会社と販売金融機関の資本関係の弊害問題への参考となる。

第3章では、ファイナンシャル・プランニングをリスク管理に焦点を当てて、三つの枠組みに整理している。第一の従来型アプローチは、現状において最も一般的な方法であり、投資アドバイス面では、現代ポートフォリオ理論がベースとして採用されている。投資以外の面では、会計的／予算的アプローチが採用されており、顧客の収入、支出、目標に向けての資産への影響が考慮される。第二は、ライフサイクル型アプローチである。これは、文字通り、顧客の生涯所得と支出を包括的に考慮する。そのため、生涯所得を生み出す人的資本を重視し、単なる資産運用だけでなく、顧客のキャリアパス

(仕事)、健康リスクといった幅広い点に注目する。また、このアプローチでは、資産規模よりも、顧客が安定的な生活水準（消費支出）を維持することをサポートする。第三は、行動型アプローチであり、これは顧客の行動経済学的属性を考慮する。つまり、行動経済学で提起されている人間の効用関数形やバイアス（例；プロスペクト理論・損失回避・アンカリング・メンタルアカウンティング）を応用する。このような実務的観点と学術的な観点を加味したアプローチの類型化は、アドバイスがカバーすべき領域が非常に幅広く、かつ、実務と研究の融合が期待される分野であることを示唆している。

4 第2部 「パフォーマンスとその影響の計測」

第2部は、全体として、アドバイスが実際に顧客に対して望ましい行動変容効果を及ぼしているのかという問題を実証的に分析している。第9章は、分析手法と分析結果の双方で示唆に富む。前半では、アンケート調査を用いて、アドバイスが資産運用行動に影響するかどうかをテストしている。その結果、過去にアドバイスを受けた経験は、資産配分や配分の誤り（株式投資無し、不十分な分散、等）に統計的に有意な効果を与えないことを示している。しかし、アンケート調査から導かれる効果は、内生性問題を伴うため、筆者らはランダム化比較試験（RCT）による実験手法を行っている。そこでは、被験者を、①アドバイスを受けない統制群、②全員がアドバイスを必ず受けるデフォルト処置群、③アドバイスを受けるかどうかの選択肢を与えられた上で、実際にそれを受ける積

極的な意思決定の処置群、の三つのグループに無作為に割り当てている。最も大きな結果として、アドバイスを単に受けるかどうかの①と②の違いは、資産運用の誤りには統計的に有意な影響を与えていない。しかし、③のグループについては、他と比較して有意に、その資産運用行動が改善している。これらの傾向は、アドバイスによる情報提供だけでは、顧客の資産運用を好ましい方向へ促進する効果が乏しいことを意味する。提供された情報を能動的に活用しようとする顧客側の積極的な心理的態度（「助言を受ける準備」）が、アドバイスを実質的に効果あるものとする。家計ファイナンス研究全体に共通する論点として、この発見は興味深い。つまり、金融リテラシーやアドバイスに際して、単に追加的に情報を供給する面だけでなく、当事者本人がその情報を積極的に利用しようという心理的な需要面の重要性を示唆している。

第12章は、個人の資産運用で重要性の高い投資信託とアドバイスに関する分析である。米国では、IRA（個人退職口座）やDC（確定拠出型年金）を通じて、多くの家計が投資信託を保有している。ICI（米国投資信託協会）による世帯調査のデータを用いて、継続的にアドバイザーを利用している個人の特徴を明らかにしている。アドバイスを求める最初のタイミングとしては、25～34歳の年代が最も多く、また、その契機としては、相続、退職、一時金の受け取りがある。アドバイス利用の目的・理由としては、回答者の四分之三が、資産配分や投資選択肢に関するものを挙げている。また、より幅広い家計管理への支援として、多くの回答者がファイナンシャル・プランに関するアドバイスの必要性を挙げている。アドバイザーとの関わ

り方について、筆者は、アドバイザー委任型、共同参画型、投資家主導型の三つの分類を行っている。これは、今後のファイナンシャル・アドバイス研究を深める方向性として興味深い。アドバイスは最も単純な形としては、アドバイザーから顧客への情報提供というレベルがある。しかし、現実的には、より複雑であり、気質的な理由や時間制約の理由から、アドバイザーに意思決定を委ねたい人もいるだろう。一方的なアドバイスではなく、双方向的にアドバイザーと意思疎通して決めたい人もいるだろう。あくまでもアドバイスは補助的な情報として扱い、自分自身が主体的に決めたいという人もいるだろう。われわれ研究者がアドバイスを分析対象とする場合には、この分類方法を念頭に置くことは有益である。

5 第3部 「アドバイス市場と規制上の考慮事項」

第3部の13章では、アドバイザーに関する米国での市場規制の歴史的経緯について論じている。1930年代以降、大きく分けると、アドバイザーには証券ブローカーと投資アドバイザーの二つのタイプがある。法規制の上で、証券ブローカーによるアドバイスは、「適合性の原則」を満たす必要がある。これは、ブローカーが推奨する金融商品は、顧客側の目的やニーズに適したものであることを要求している。投資アドバイザーは、投資顧問業法によって規制され、「フィデューシャリー・デューティ」を満たさなければならない。よって、アドバイスは、「適合性の原則」を超えて、さらに、顧客にとっての「最善の利益」となるよう求められる。このような分離体制は、1970年代以降変容

していく。低料金の証券取引サービスを提供するディスカウント・ブローカーの登場などの影響により、証券業界の利益が縮小していく。さらに、タリー報告書(1995年)は、販売手数料獲得目的の回転売買への批判と残高フィーへの移行促進に関する意見を報告した。これらを背景として、ブローカーは、コンサルタントやアドバイス業務を拡充し、コミッション型から残高フィー型へと収入源を変えていった。

本書で記述される、こうした米国での経験は、現在の日本の状況と類似する面がある。証券業界では、各社の手数料引き下げ競争が進行しており、金融庁による回転売買取引への批判がなされてきた。そして、販売手数料依存から残高フィー型への転換が起きつつある。本書で記述された米国で起きた規制枠組みの変遷は、日本で進行している金融規制や証券業界のビジネスモデルの変革にとって有益な情報を与えるだろう。たとえば、本章は、残高フィーによる利益相反として、(1)証券会社が顧客に多くのサービスを提供しなくとも、顧客は費用を支払うこと、(2)預かり資産残高の減少を回避するために、保険商品の購入などを推奨しないこと、を指摘している。われわれは、経済政策の変更には、メリットとデメリットの両方の効果がありうることを留意すべきであろう。

6 むすび

本書は、米国でのファイナンシャル・アドバイスを伴う資産運用サービスについて現状の整理、実証研究、歴史的経緯の回顧、規制の役割など多面的に論じている。日本語の翻訳書として、ファイナンシャル・アドバイスに従事する実務家諸氏および研究者にとっては、コンパクト

書評 『アドバイスが変える資産運用ビジネス』

トに米国の状況を参照できる非常に有意義な情報源である。

最後に、本書の研究を土台として今後深められるべき研究課題について若干触れたい。第一に、一般的には、アドバイスは、個人の不足する金融リテラシーを補完するものとして考えられているが、実際に金融知識の乏しい人が積極的にアドバイスを需要するかどうかは判然としない。いくつかの先行研究はこの問題に対して分析を行っているが、日本含めて、個人の金融リテラシーとアドバイス需要の関係性のメカニズムは解明すべきテーマである。第二に、フィンテックの発達により、現代ではスマートフォ

ン・アプリを通じた便利な金融サービス提供やロボアドバイザーを使った資産運用サービスが登場している。従来の対面型のアドバイスとフィンテックを使ったアドバイスへの需要の差異、またそれらの効果の差異は非常に興味深い課題である。第三に、日本でも近年注目を集めている独立ファイナンシャル・アドバイザー（IFA）が、今後普及していくのかという点も重要であろう。米国とは大きく異なる証券・金融業界の構造の下で、中立的なアドバイスがどのように需要されるのかは注視したい事象であるし、研究対象としても意義が大きいだろう。

(関西学院大学商学部教授・
当研究所客員研究員)