

# 日本におけるアドバイス元年 ～カギはゴールベースアプローチ～

帝京平成大学  
人文社会学部経営学科  
沼田優子

# 日本におけるアドバイス元年？

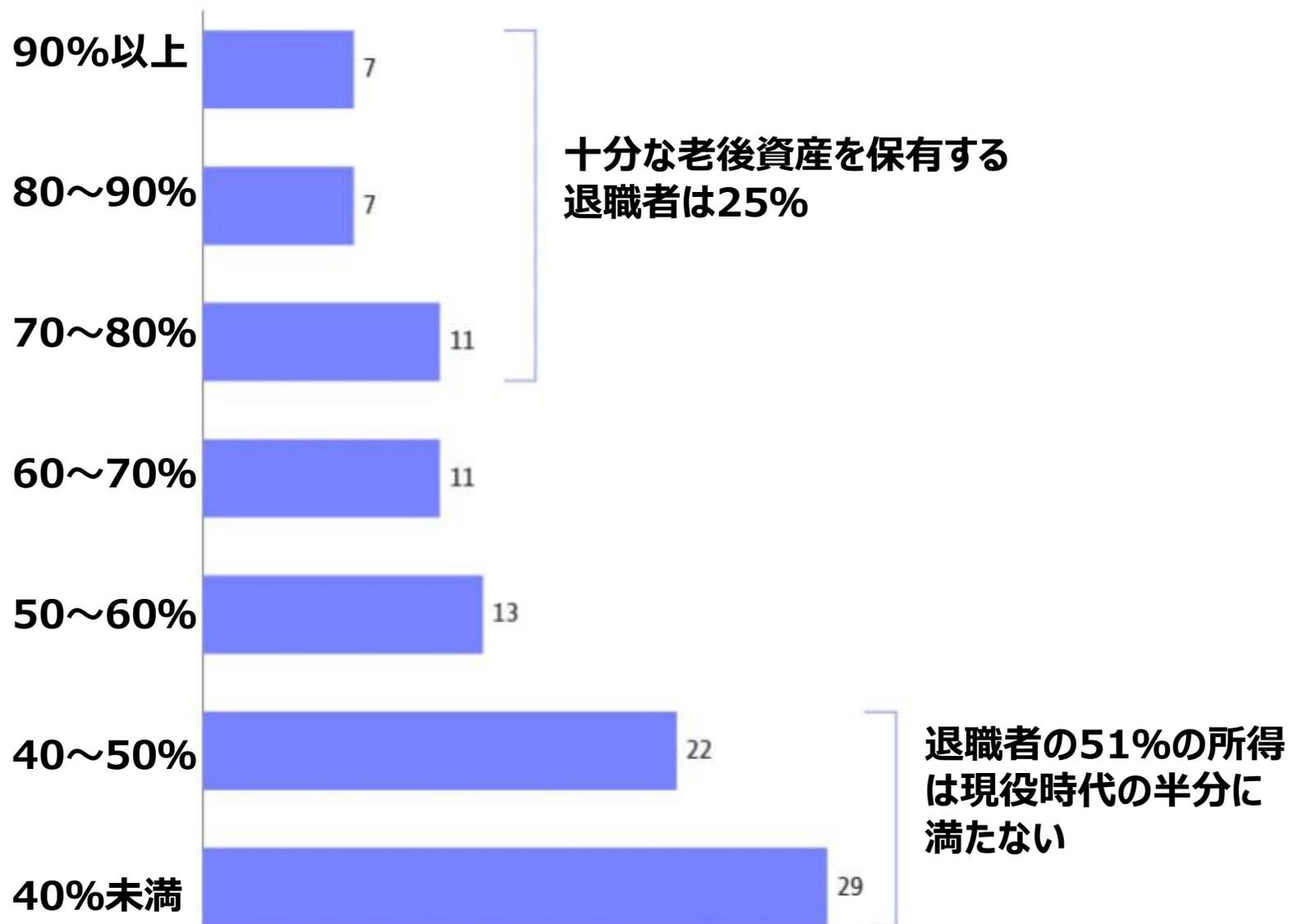
---

**資産運用型アドバイス  
+ 顧客本位**

**日本の個人の従来型  
投資**

# 老後の資産形成に対する不安は日米共通

米国退職者所得調査（対現役時代の所得）



# 我が国では老後の不安が投資で軽減されない

## 投資信託の保有目的

### 米国

- ✓ 投資信託を保有する家計は45%
- ✓ 彼らの92%が老後の資産形成のために投資信託を保有

### 日本

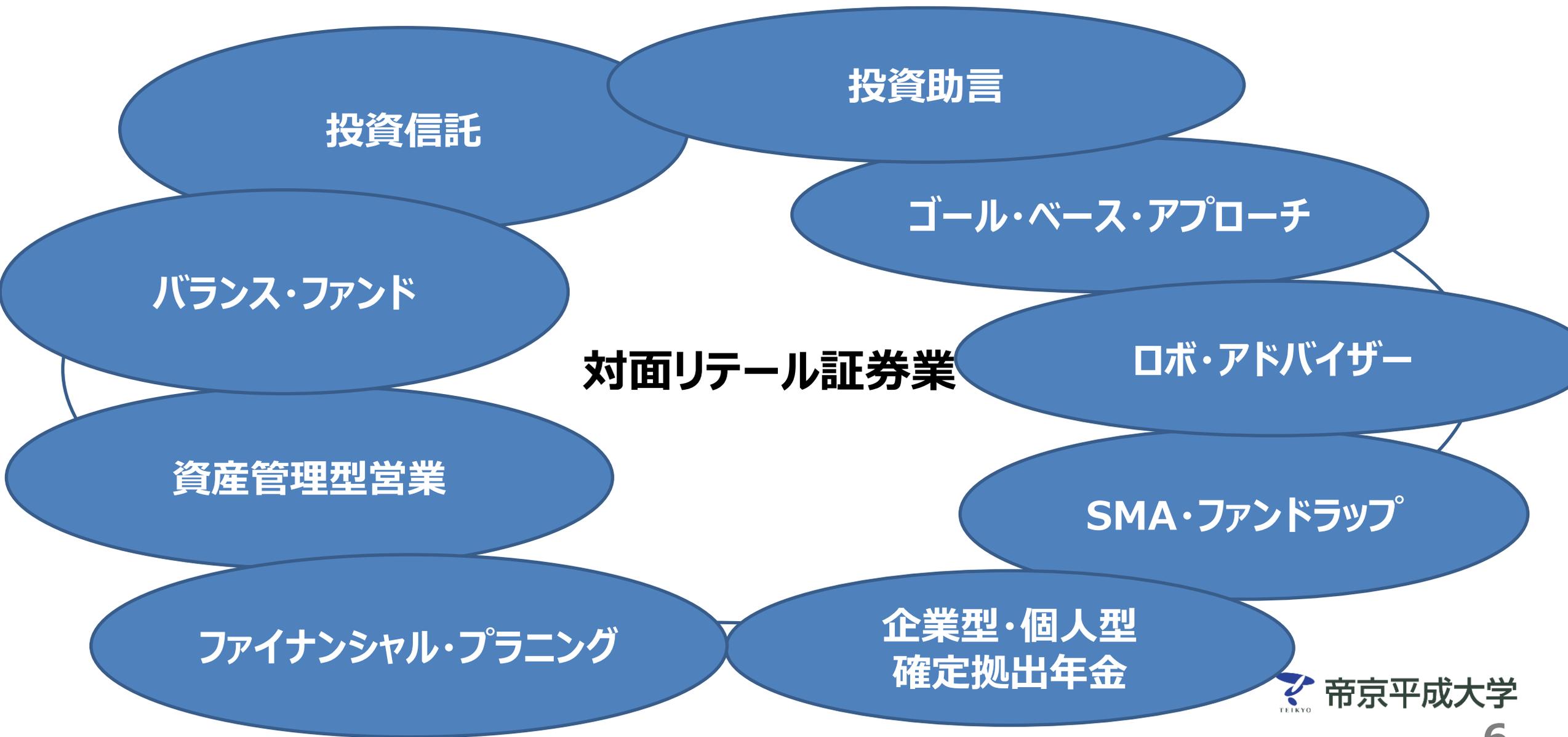
- ✓ 金融商品保有目的の69%は、将来・老後の生活資金のため
- ✓ しかし、投資信託保有者は10%

# 米国における老後の資産形成手法の規範は年金

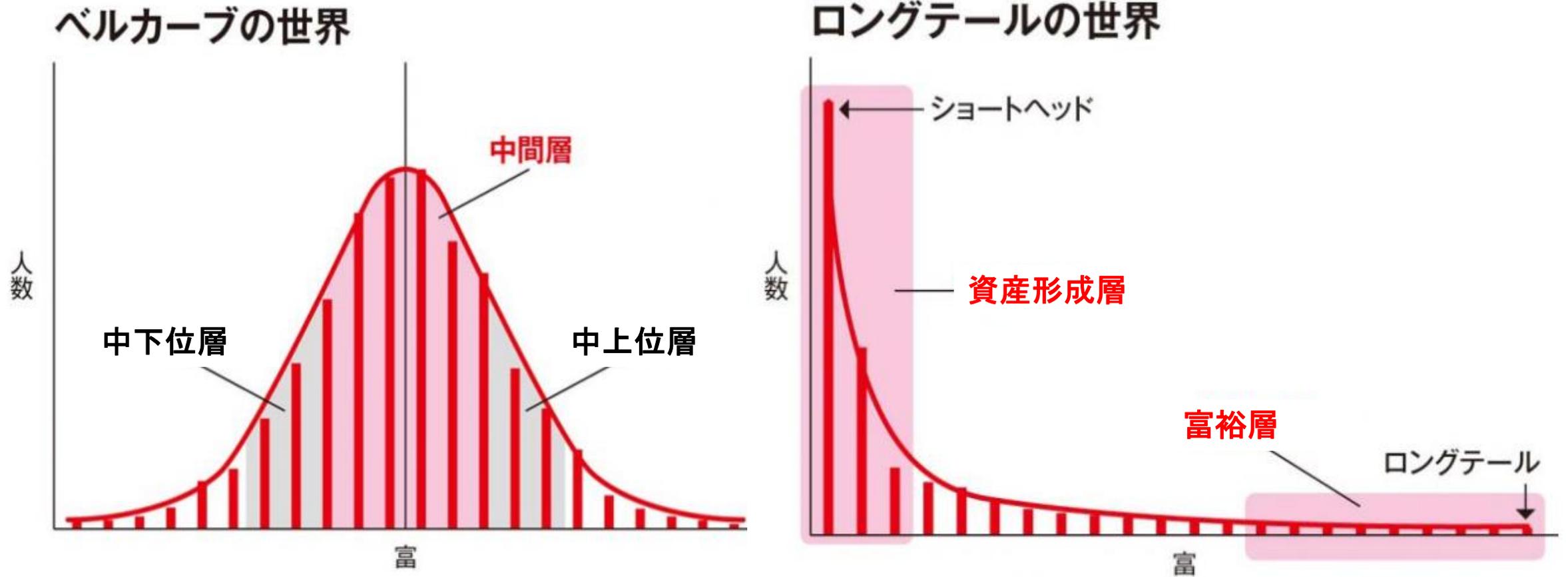
---

- ✓ 近年のリテール証券市場のイノベーションの多くは、年金（保守的な金融のプロ）向けサービスの汎用化によって生まれた
  - ✓ インデックス・ファンド
  - ✓ SMA
- ✓ リテール証券市場で望ましいとされる運用手法の多くは、現代ポートフォリオ理論に基づいている
  - ✓ 資産全体のパフォーマンスの最適化
  - ✓ アセット・アロケーション
  - ✓ リバランス
  - ✓ 分散投資

# リテール証券業における資産運用型アドバイスの浸食は不可避

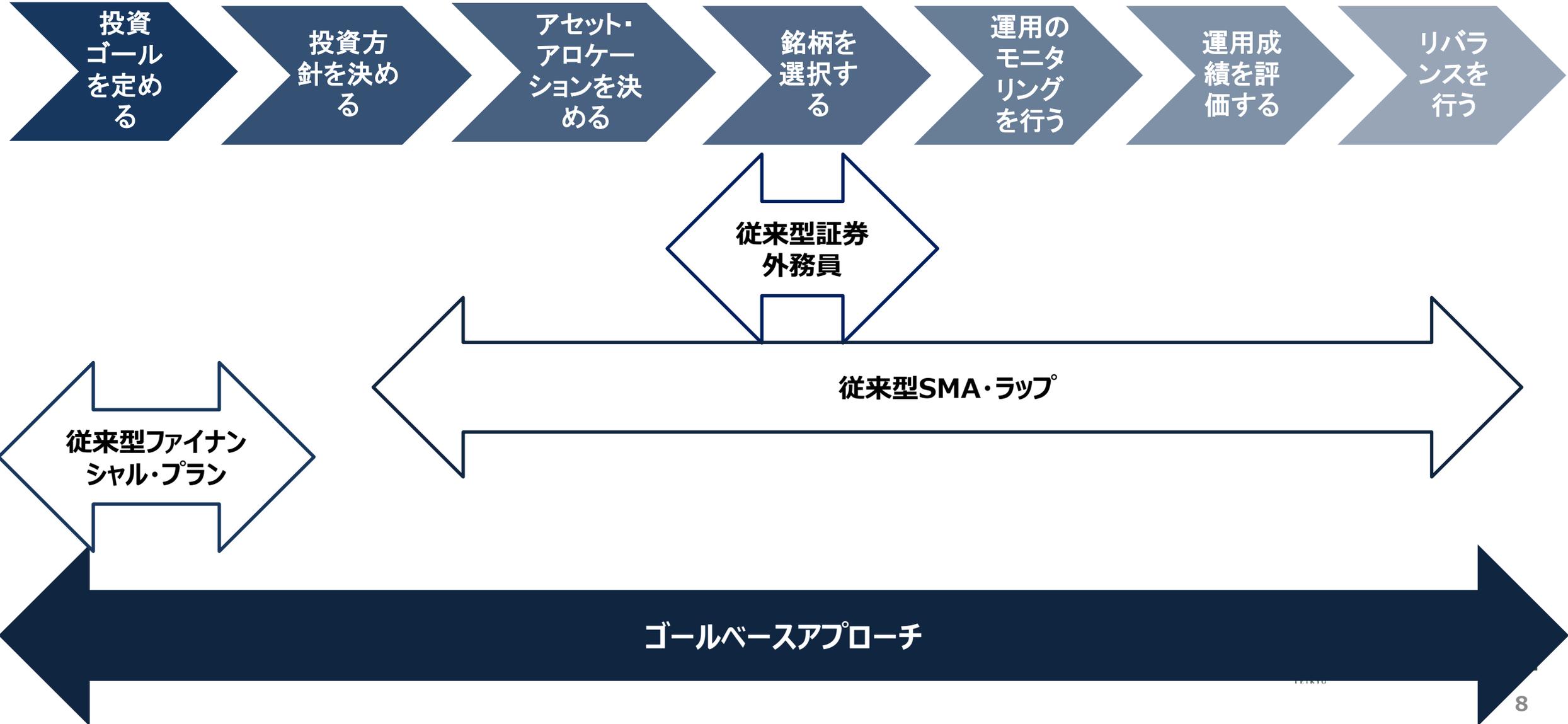


# 先進国では富の分布がベルカーブからロングテールへと変化



# 米国のアドバイザーは守備範囲を広げてきた

## 資産運用型アドバイスの発展

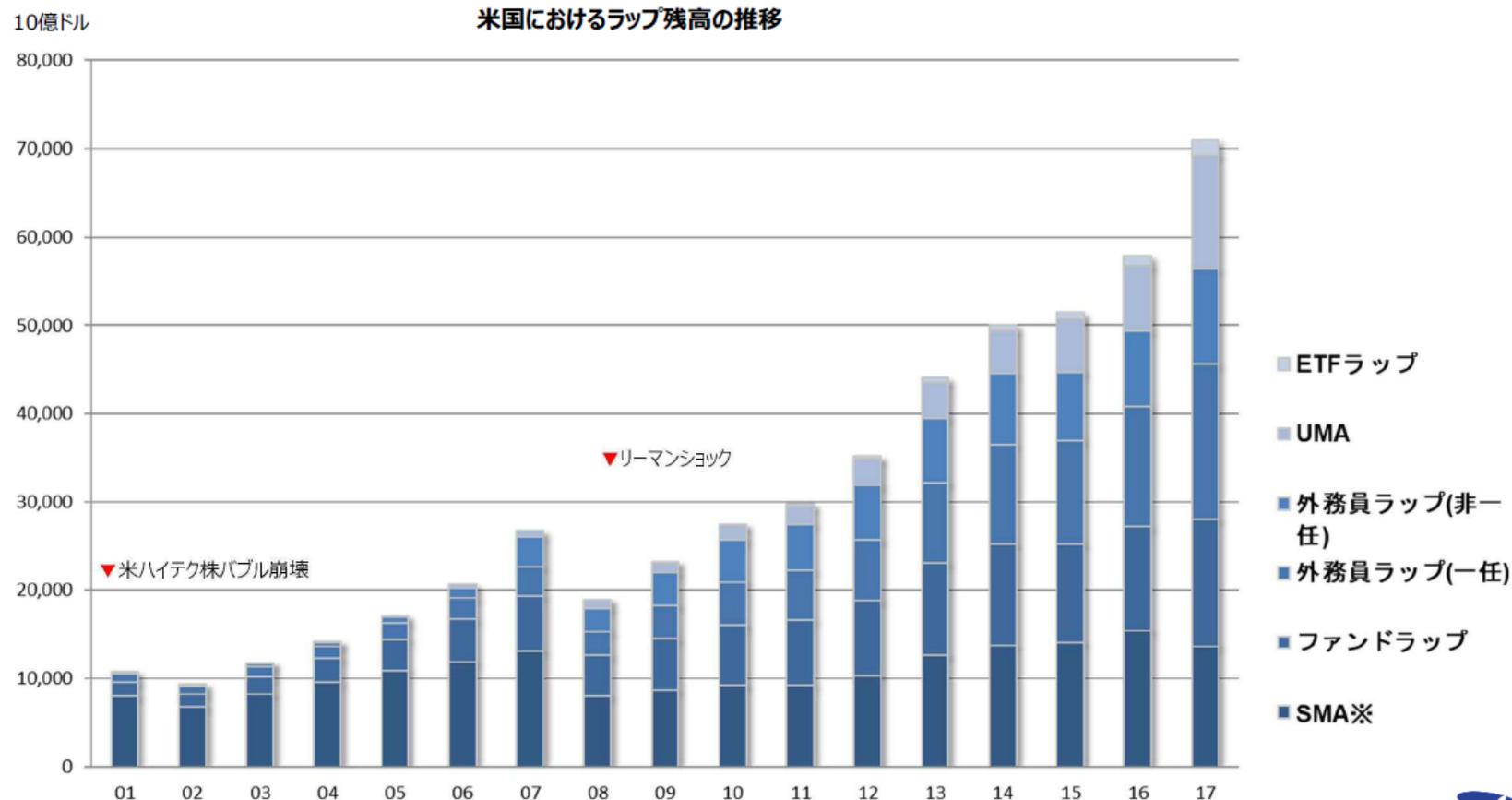


# 米国のラップはゴールベースの普及とともに多様化

米国のラップは種類が豊富。誰にどの程度の裁量を与えるか、どの程度のカスタマイズをするかが異なる

参考) 米国におけるラップ残高の推移

リーマンショック前後の一次的増減を除きほぼ右肩上がりに成長



# 従来型ラップとゴールベースアプローチの違い

	従来型ラップ（リスクベースのアプローチ）	ゴールベースアプローチ
ポートフォリオ構築	特定のレベルのリスクでリターンを最大化 ゴールや時間軸が多様でもポートフォリオは一つ	リスクを最少化しつつ、望ましい結果の実現可能性を最大化。ゴールごとにポートフォリオを構築することもある
リスクの定義	標準偏差	ゴール達成に必要な資金を供給できないこと
リスク管理	分散とヘッジ	分散、ヘッジ、保険、損切水準の設定
パフォーマンス評価	インデックスと比較した投資リターン	ゴール達成までの進捗度

# タリーズ委員会が残高連動手数料が望ましいと提言

- ✓ 現行のコミッションベースの報酬制度は、大多数の証券業者にとって非常に有効であるが、利益相反が存在する。
- ✓ 望ましい報酬制度とは、顧客、証券外務員、証券業者の3者の利害が一致し、長期関係構築を促すものである。
- ✓ いくつかの証券業者で見つかった望ましい制度の貫行は（略）、証券外務員の報酬を、取引が生じるかどうかに関わらずに連動させるのではなく、顧客口座の資産額に連動させるものであった。従って、証券外務員が、顧客に「何もしない」ことを推奨しても、いくらかの報酬を受け取ることになる。

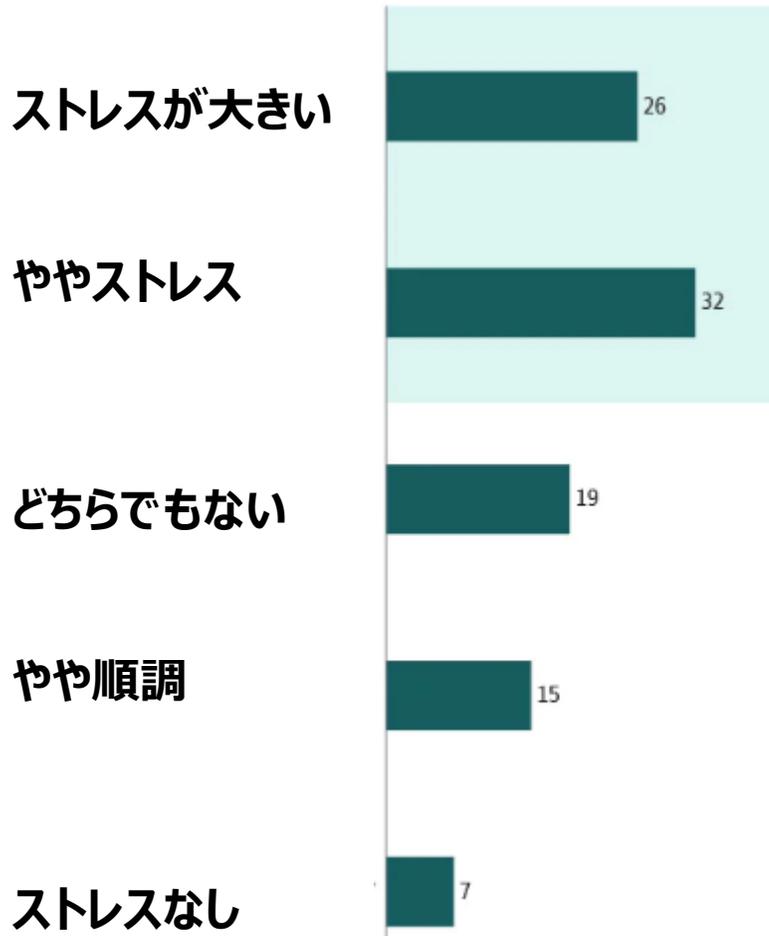
1995

# 残高連動手数料が選ばれるのは現代型アドバイスと親和性が高いため

- ✓ 顧客本位であれば、コミッションでも残高連動手数料でも構わない
  - ✓ ただし、説明責任を果たす必要がある
- ✓ 残高連動手数料が選ばれるのは、銘柄推奨以外にも専門性を要するアドバイスを丁寧に提供しているから。その対価を得ることは当然と捉えられるようになってきた
- ✓ 銘柄推奨以外の「名もないアドバイス」が可視化され、顧客もその対価を支払うことを厭わなくなっている
  - ✓ ただし、顧客にその価値を実感させることが重要

# 金融ストレスを解消できれば、個人の満足度は上がる

老後に向けた資産形成に伴うストレス (%)



アドバイザーが金融状況の安定化に貢献

	アドバイザーがいない	アドバイザーがいる	アドバイザーがいることによる差
住宅状況が安定している	62.7	80.8	18.1
負債が適切に管理できる	60.6	80.3	19.7
自分の金融状況が理解できている	61.7	78.0	16.3
医療費を十分に負担できる	57.8	77.7	19.9
雇用状況やキャリアが安定している	57.2	76.2	19.0
金融状況を長期的に安定させられる	55.1	76.7	21.6
老後に向けた生活設計ができる	54.6	77.5	22.9
金銭面の不測の事態に対応できる	52.9	77.6	24.7
健康上の不測の事態に金銭的に対応できる	52.4	77.7	25.3
平均	57.2	78.0	20.8

注：確信度を1～100で評価

# アドバイザーの価値はA + B + C + T

A

積極的なリバランシング : 0.11%

+

B

投資行動コーチング : 2.37%

+

C

カスタマイズ、家族全体のウェルスプランニング : 1.21%

+

T

税の最適化 : 1.22%

= **4.91%** — 2022年のアドバイザーによるアドバイスの価値

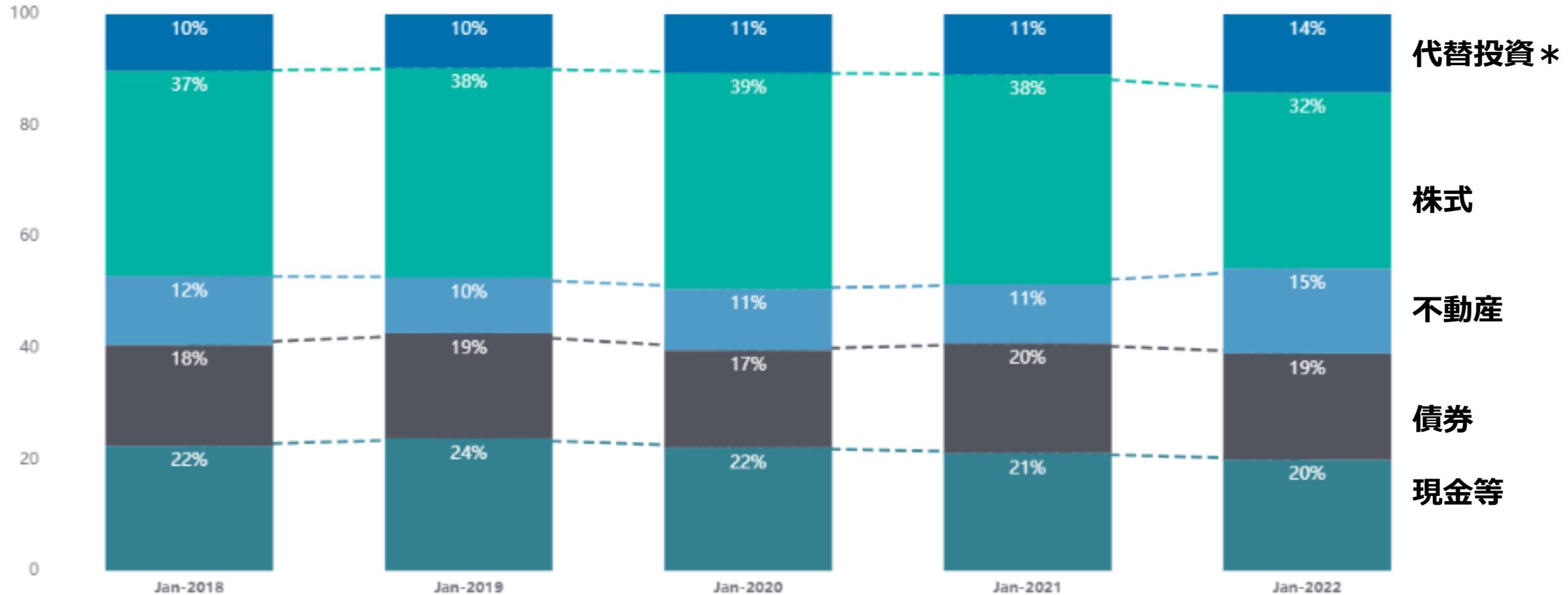
# アドバイザーの価値が可視化された背景

---

- ✓ 2008年の金融危機により、大半の市場で時価上昇が期待できなくなった
- ✓ ネット証券の台頭に対抗するため、対面チャネルは付加価値のあるアドバイスを提供しなければならなかった
- ✓ 時価上昇期待に依存しなくてもすむアドバイス、自ら制御できる投資アドバイスの普及が加速した
  - ✓ ファイナンシャル・プランニング→ゴールベースアプローチへと発展
    - ✓ 預かり資産、運用資産から「アドバイス資産」へ
  - ✓ コスト（ETF、ロボ・アドバイザー）
  - ✓ 税の最適化（アセット・ロケーションや引出戦略、損益通算等）
  - ✓ 説明責任の果たし方が付加価値に

# 高度な金融商品は資産運用型サービスに内包される

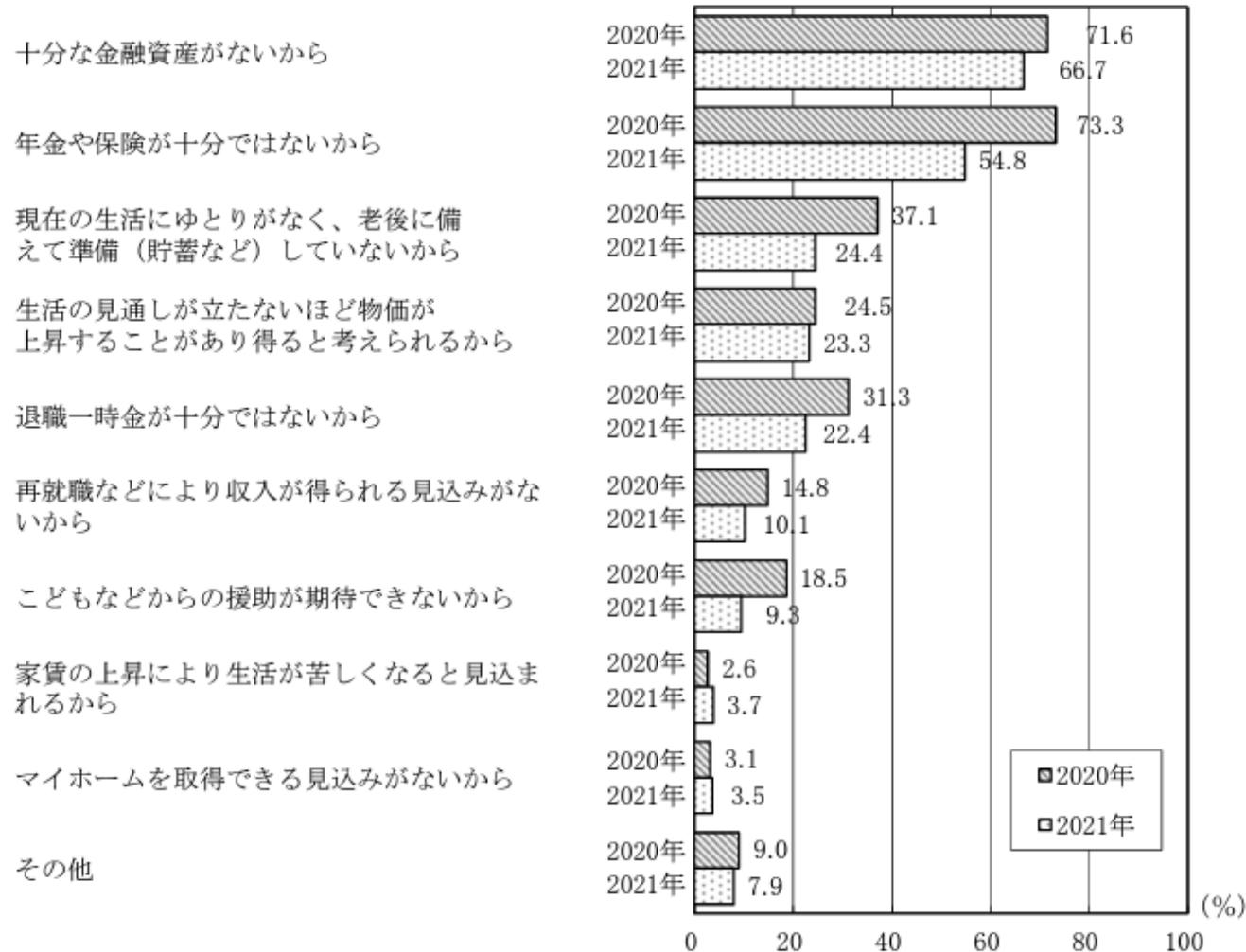
## 米国富裕層のアセット・アロケーション



# 資産運用型アドバイスは日本で根付くのか

## ✓ 老後を非常に・多少心配する家計は77%

### 老後の生活を心配している理由



# 販売慣行の課題の多くはゴールベースアプローチで解決できる

II

A

## 販売会社による顧客本位の業務運営の状況

- 顧客が適切な金融商品を選択するためには、金融商品の販売者・アドバイザー等による適切な勧誘・情報提供や助言が不可欠である。投資信託等の販売会社に対するモニタリング結果においては、重要情報シートによる商品比較が始まるなどの動きがある一方、商品選定や説明のあり方、提案方法等に課題が指摘されている。

販売戦略 態勢整備	顧客の意向確認と提案プロセス	<ul style="list-style-type: none"> <li>ライフプランシミュレーション機能などを備えたツールを活用して、独自のモデルポートフォリオ提案を行っている販売会社もあった。</li> <li>営業現場において、①提案ツールの活用、②顧客の運用資産全体を最適化する意識の定着に課題があり、<b>資産全体の最適なポートフォリオの提案には必ずしも繋がっていない。</b></li> </ul>
	商品選定プロセス	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 営業現場での商品選定 / ② 本部による商品ラインアップの整備             <ul style="list-style-type: none"> <li>営業現場では、重要情報シートの活用を通じた商品比較の取組みが広がっている。</li> <li>顧客に最適な商品を提供するために、<b>明確なプロセスや仕組みを定めた上で商品選定を行い、各顧客に適した商品を提案</b>することが求められる。</li> </ul> </li> <li>③ インデックス投信の一物多価             <ul style="list-style-type: none"> <li>系列資産運用会社と共同で一物多価を解消する動きも見られる。</li> <li>同一インデックス投信が併存する場合には、<b>自社のHPの検索機能の充実、対面・非対面で手数料に差異がある場合には、その明示など、顧客への情報提供の在り方についての検討</b>が望まれる。</li> </ul> </li> </ul>
	フォローアップ	<ul style="list-style-type: none"> <li>長期分散投資の実現のために、販売後においても、①定期的に顧客の意向等の属性の変化を確認し、②顧客の保有資産全体を見ながら、③ポートフォリオの最適化のための提案を行うことが望まれる。</li> </ul>
	業績評価	<ul style="list-style-type: none"> <li>ストック重視を志向する販売会社の中には、預り資産残高(ストック)や顧客基盤の拡大に高い配点を与え、営業現場に動機付けをしているところがあり、特に一部の主要行等では、収益を全く評価しない体系としている。</li> <li>自社の<b>経営戦略と整合的な業績評価体系を整備し</b>、営業現場に対し顧客本位の業務運営を動機付けることが求められる。</li> </ul>
	管理検証態勢	<ul style="list-style-type: none"> <li>顧客本位の業務運営に関する取組みにあたっては、<b>様々な指標を用いて現状を把握し</b>、それを踏まえて今後の取組みの改善に繋げる、事後的な<b>検証態勢(PDCAサイクル)の構築が重要。</b></li> </ul>
個別商品	仕組債	<ul style="list-style-type: none"> <li>コスト開示等の観点で商品説明が不十分であるなど、販売態勢や商品性に関する問題点があり、中長期的な資産形成を目指す一般的な顧客ニーズに即した商品としてふさわしいものとは考えにくい。</li> </ul>
	ファンドラップ	<ul style="list-style-type: none"> <li>契約金額が小口化していく中、顧客にとって投資一任運用に係る報酬とサービスの対価関係が不明確であり、説明が十分になされていない。</li> </ul>
	外貨建一時払い保険	<ul style="list-style-type: none"> <li>運用の側面があるが、他の運用商品との比較説明が行われておらず、顧客のポートフォリオ全体における位置付けが不明確。</li> </ul>

(出典)金融庁「投資信託等の販売会社による顧客本位の業務運営のモニタリング結果について」(2022年6月)

# フォローアップに対する顧客の受け止め方は良好

II

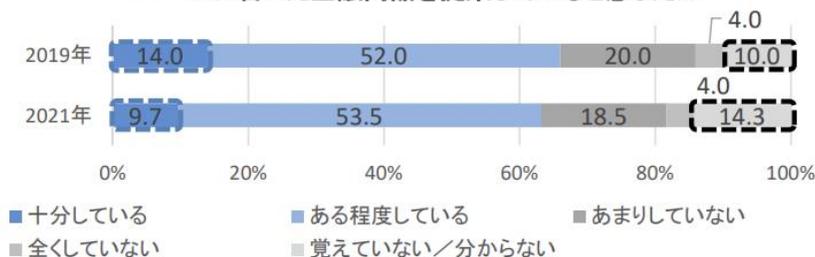
A

## (2)①金融機関からの顧客に対する提案及び他の商品との比較説明

原則1	原則2	原則3	原則4
	原則5	原則6	原則7

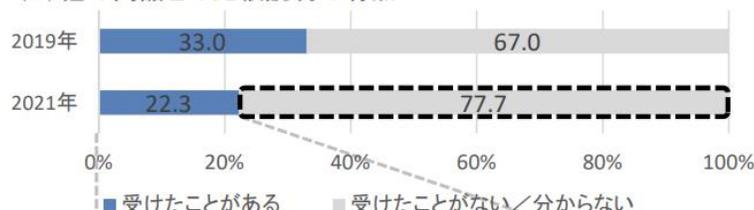
- 金融機関が顧客のニーズに合った金融商品を提供しているか否かについて、「覚えていない/分からない」が増え、「十分している」と感じた割合が減少している。
- また、フォローアップや他の商品との比較説明を受けたことがあると回答した割合は減少した。一方、フォローアップやほかの商品との比較説明に対する顧客の受け止め自体は良好である。
- これらの結果から、金融機関による顧客ニーズに応えるための取組みに十分な改善を見ることは難しい。

ニーズに合った金融商品を提供していると感じたか

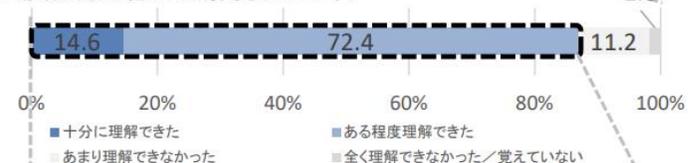


他の商品との比較説明の状況

(1)他の商品との比較説明の有無



(2)比較説明内容の理解度(2021年)

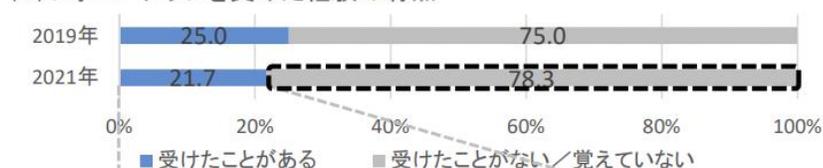


(3)比較説明の有益性(2021年)

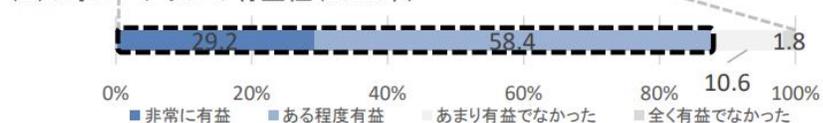


金融機関のフォローアップ

(1)フォローアップを受けた経験の有無



(2)フォローアップの有益性(2021年)



(注1)「ニーズに合った金融商品を提供していると感じたか」の2021年については、回答のうち「提案を受けたことがない」を除いて集計した上で図表を作成している。  
 (注2)「金融機関のフォローアップ」(1)及び「他の商品との比較説明の状況」(2)については、経年比較のため実際の回答を分類し直した上で図表を作成している。  
 (出典)金融庁「リスク性金融商品販売に係る顧客意識調査」(2019年8月・2021年6月)より作成

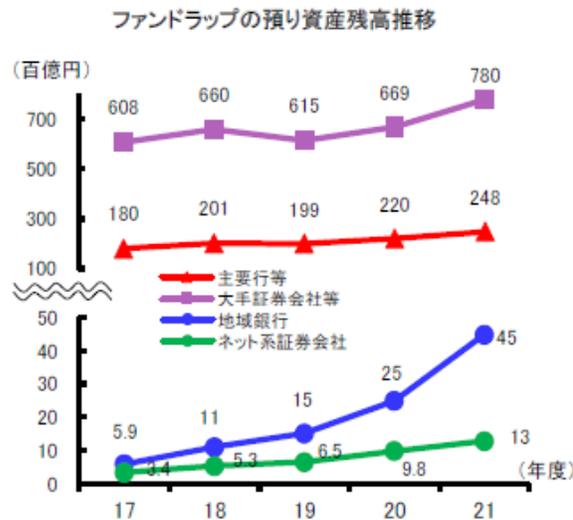
# カスタマイズが進めばコストに対する納得感が高まるのでは？

II A

## (1)①個別商品に関する評価(ファンドラップ)

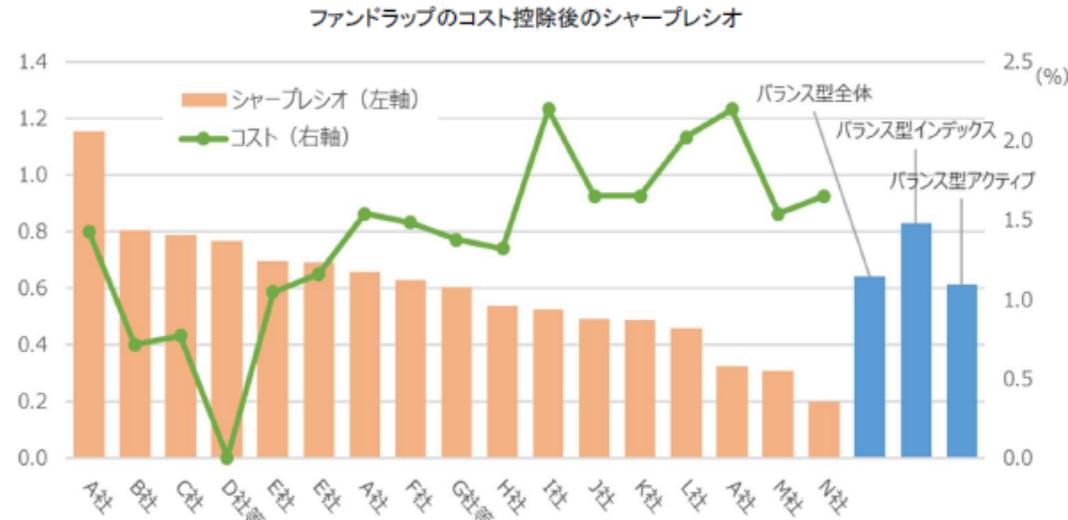
原則1	原則2	原則3	原則4
	原則5	原則6	原則7

- ファンドラップは、「原則」策定時点と比べると、契約最低金額の引き下げが進むとともに、契約件数と金額が大きく増加。特に地域銀行では、取扱いを開始する行が増えたこともあり、伸び率は大きい。
- 運用実績としてコスト控除後の5年間のシャープレシオを見ると、バランス型ファンドに劣るファンドラップが依然として多く、特にコストが高いファンドラップほどパフォーマンスが劣る傾向がある。
- さらに、近年の小口化と定型化により、ファンドラップの特徴である顧客意向に応じたカスタマイズの余地が限定的なものになっていることから、提供されるサービスがその運用資産残高に応じて徴収されるコスト(約1~2%)に見合っているかが課題として指摘されている。



(注1) ファンドラップを取り扱っている主要行等5行、地域銀行12行、大手証券会社等7社、ネット系証券会社2社を集計。  
(注2) 自社販売ベース。

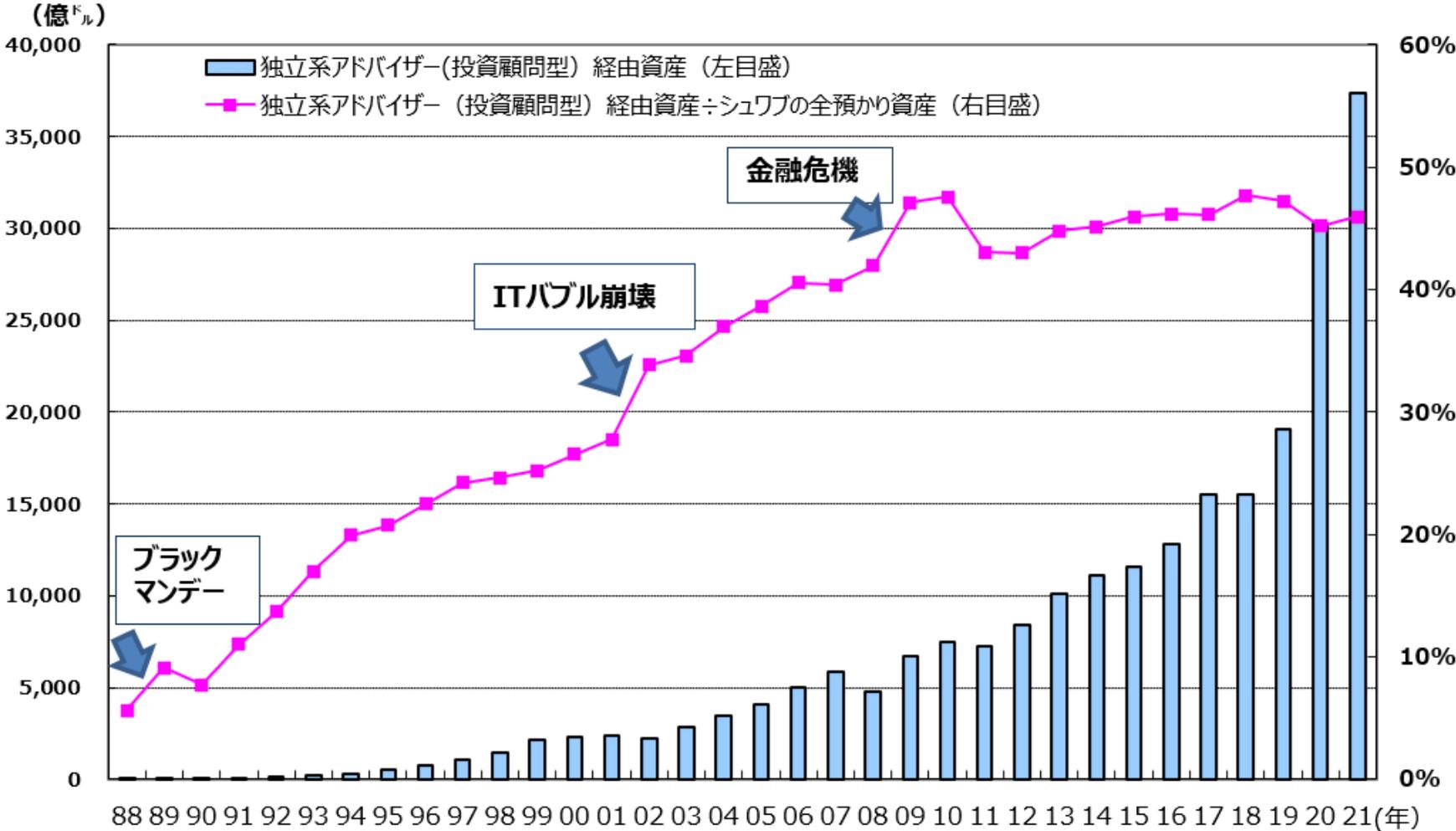
(出典) 金融庁「投資信託等の販売会社に関する定量データ集」(2022年6月)  
金融庁「資産運用業高度化プロセスレポート2022」(2022年5月)



(注1) 同一社名が複数現れるのは、一つの販売会社が複数のファンドラップ商品を扱うこともあるため。  
(注2) ファンドラップで顧客が負担する費用には、①組入れ対象ファンドの信託報酬等、②ファンドラップの手数料、③ファンドラップの投資一任受任料、の大きく3種類がある。販売会社(D社等)によっては、②と③をゼロとし、その代わりに、①の組入れ対象ファンドの信託報酬等から間接的に報酬を得るものもある。なお、本図表中のコストは②と③の合計であり、ファンドラップのシャープレシオは全て、①~③の費用全てを控除した後の数値。

# 日本への示唆 1 : 資産運用型アドバイスの浸透は長期戦

チャールズ・シュワブの独立系アドバイザー経由資産



(注) 事業部門の買収・売却等により、データは一部連続していない。  
 (出所) チャールズ・シュワブ社資料

# 長期戦を乗り越えた米国証券業者・アドバイザーの対応策

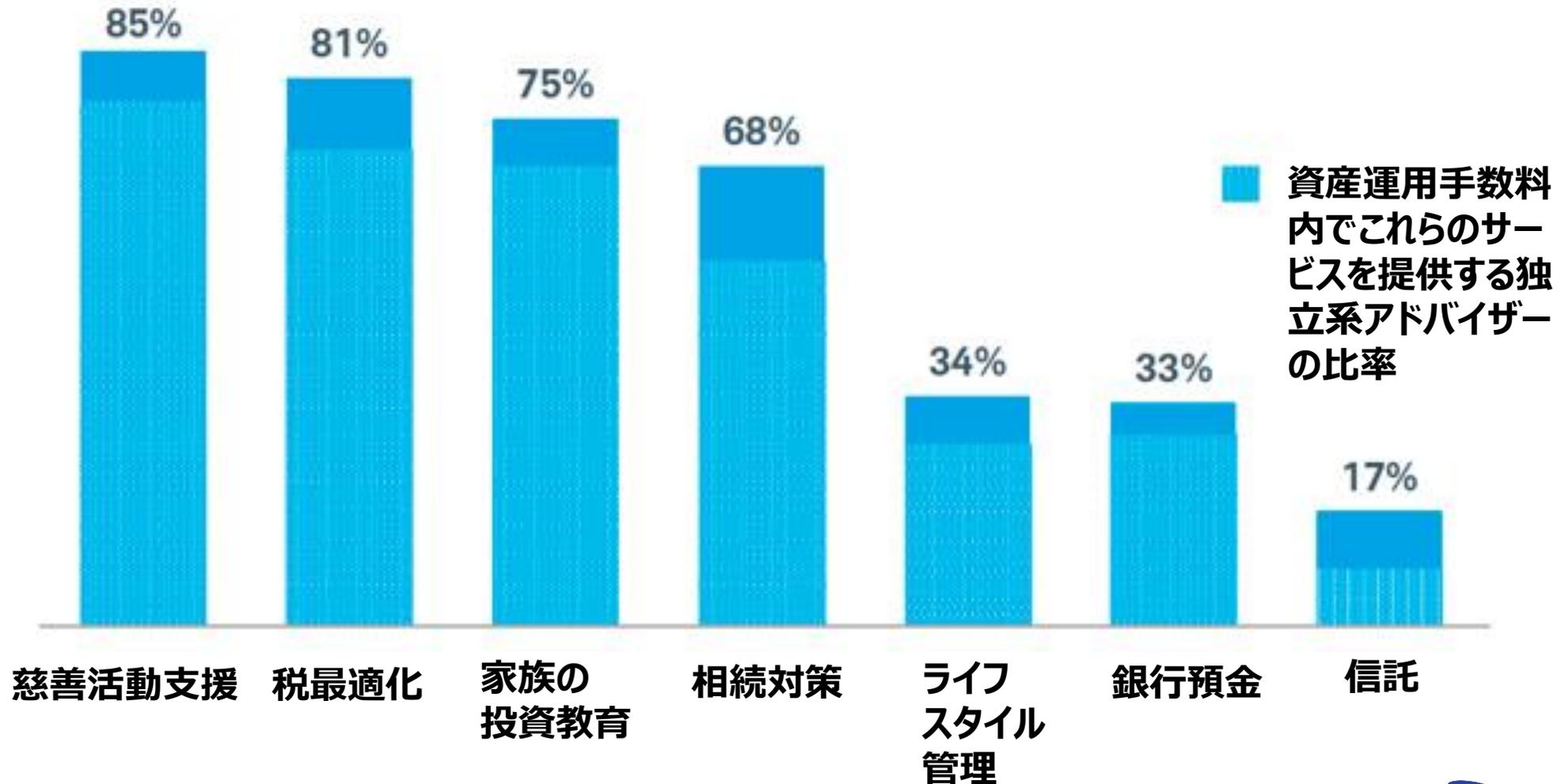
## 金融機関

- ✓ 個人投資家が育つまでの対策をとる
  - ✓ 社内リソースの事業化
  - ✓ BtoCの前にBtoB
- ✓ 外部資源を活用し、身軽に参入
  - ✓ 分業体制を構築
  - ✓ ただし将来の拡張可能性は視野に置いておく

## アドバイザー

- ✓ アドバイスの中身は柔軟に入れ替える。場合によっては投資以外のアドバイスも視野に
- ✓ 説明責任を伴う法人性資金の取り込みに注力
- ✓ 投資商品の保有目的の違いを丁寧に説明してゴールベース型に移行
- ✓ コミッション型商品との併用も許容（ただし保有目的の違いは明確にする）
- ✓ 上昇相場の時こそ地道な啓蒙活動を行う
- ✓ ラップの新規性（投資一任、残高連動手数料、ポートフォリオ型運用、ゴールベース）を一つずつ克服

# 独立系アドバイザーが提供する銘柄推奨以外のサービス



出所 : Charles Schwab. (2022). RIA Benchmarking Study.

# 日本への示唆 2 : 検証型投資家の育成

	アドバイザーに依存しない	アドバイザーに依存する
投資に積極的	<b>自助努力型</b> 投資判断を行う際には、自ら情報収集を行う	<b>検証型</b> 投資判断を行う際には、自ら情報収集を行う。複雑な投資判断を行う時、自分の判断を確認したい時には、アドバイザーに相談する。最終的な判断は自分で行う。資産管理・モニタリングツールが必要
投資に消極的	<b>無関心型</b> 自ら情報収集を行わない。アドバイザーの提案に耳を傾けない。リスク回避的な場合も多い	<b>お任せ型</b> 自ら情報収集を行わない。投資判断とモニタリングをアドバイザーに依存する。アドバイザー（人及びロボ）の専門性に対する信頼が高い



デジタルに精通した  
お任せ型  
検証型志向も合わせ持つ。最も先駆的

# 日本への示唆3：卓越したアドバイザーの育成

卓越したアドバイザーとは：  
銘柄の目利きができること？  
資格を持っていること？

できなければ他者と連携

資格はあった方が良い。特に現代ポートフォリオ理論を理解、実践できることが重要

顧客の最善の利益に資する行動をすること  
顧客の理念・ゴール等を知り、共感できること  
対応が早いこと  
顧客を「金融に積極的に関わろう」という気にさせるアドバイザー

普通のアドバイザー

# 日本におけるアドバイス元年？

## 資産運用型アドバイス + 顧客本位

一億総株主社会  
老後の資産形成等のゴールに向けた投資  
保守的なプロ（つまり年金）の運用を踏襲  
顧客本位な形態（カスタマイズした形態）で提供

## 日本の個人の従来型 投資

投資は富裕層の特権  
儲かる銘柄への単品投資  
パフォーマンス至上主義  
投資初心者も上昇相場を期待して、売買の頃合いを見計らう投資

---

**ご清聴ありがとうございました**

**office@ynumata.com**