

生活者に対する投資信託の販売と ファイナンシャル・プランニング

藤波 大三郎

The Sale of Investment Funds to Citizens and Financial Planning

FUJINAMI Daisaburo

要 旨

生活者に対する投資信託販売には、ファイナンシャル・プランニングの活用が望ましい。そして、その多様な技法はライフプランとマーケット、そしてポートフォリオという3つの焦点によって整理可能であり、①ヒアリング、②顧客の実情・ライフプランの認識、そして投資教育、③商品に影響するマーケット、④具体的な個別商品を組み合わせた運用提案、そして、⑤アフターフォローという5つのステップで展開されることが妥当である。

キーワード

ライフプラン マーケット ポートフォリオ

目 次

1. はじめに
2. 投資信託販売の基本的な技法
3. 具体的なケースを想定した検討
4. 本考察への反論について
5. おわりに

【参考文献】

1. はじめに

本稿では、地域の生活者に対する投資信託の販売についてファイナンシャル・プランニングを用いた技法を検討し、その有用性を考察する。

「地域金融を利用者の面からとらえると、(中略)、中小企業、生活者、地方公共団体になると思われる」(家森信善, 2004)。これらの内、中小企業については地域密着型金融であるリレーションシップ・バンキングへの取組がなされ、地方公共団体についてはPFIなどの公民連携への取組が進められている。そして、生活者については、住宅ローン、消費者ローン、資産運用商品、そして保険商品などの金融サービスの提供が取り組まれている。この中で1998年12月から銀行等に取り扱いが解禁された資産運用商品である投資信託の販売について取り上げたい。

わが国の個人金融資産の5割以上は預貯金によって運用されているが、これはオーバー・デポジットと言われる状況である。そのため、「貯蓄から投資へ」という標語で表されるようにわが国は過剰な間接金融中心の金融システムの修正が求められている。しかし、個人金融資産の大半は60歳以上の高齢者またはこれに近い年齢の人々によって保有されていると思われ、こうした人々が直接、資本市場に参加することはリスクが大きいと言わざるを得ない。

そこで、市場型間接金融商品としての投資信託が着目され、銀行等にその販売が解禁となったと思われる。つまり、投資信託の販売はわが国の金融システムの在り方を変えてゆく可能性を秘めていると推察される。一方、高齢化が進むわが国ではその引退後の生活資金を効率的に運用してゆくことが求められ、投資信託はマイルドなりスクで銀行預金より比較的良好なりターンを得る商品として生活者に提供されることが望ましい。

この投資信託の販売については、ファイナンシャル・プランナーが担当することが効果的であると言われてきた。しかし、実際にはファイナンシャル・プランニングの特徴としてのライフデザインとライフプランからの意思決定、個人に対するライフプランをベースとした包括的アプローチ、そして、パーソナルファイナンス論もさほど活用されていないと思われる。その結果、販売担当者は単に資産の増大を目指すいわゆる「投資アドバイザー」となっていると推察される¹。

このような状況を是正し、ファイナンシャル・プランニングが地域の金融ビジネスに活かされ、地域の生活者の厚生を向上することは望ましいことであろう。また、地域金融機関の手数料収益を高めてその財務体質を強くし、結果として地域経済への貢献を高める可能性もある。本稿ではこうした観点から投資信託の販売技法をファイナンシャル・プランニングの観点から考察したい。

¹ 例えば、近年、「売れ筋ファンドのキーワードは、『高利回り資産』と『高金利通貨』と言ってよい」(服部哲也, 2009)と言われる。これは個人の実情、つまりライフプランをベースとしたファイナンシャル・プランニングの観点から見て適切な投資信託が売れていることではないと言えよう。

2. 投資信託販売の基本的な技法

2.1 技法の骨子

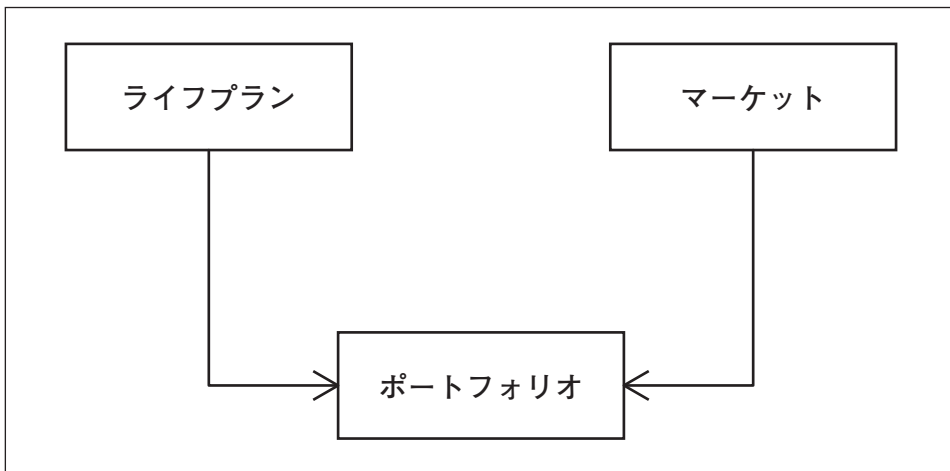
ファイナンシャル・プランニングを用いた投資信託のセールス技法のアウトラインとしては、次のように考えられると思われる。

まず第1にヒアリングにより顧客の一般的な実情を把握してゆく。そして、第2に具体的な運用ニーズと顧客の実情・ライフプランの認識を顧客と共有しつつ、これと合わせて投資啓発、投資教育を行う。第3に個別商品とその商品に影響するマーケットの状況説明を行い、第4に具体的な個別商品を組み合わせた運用提案を行う。そして、第5にアフターフォローを行う、というフローである。

この考え方はウィリアム・シャープによって示された市場、投資家、そしてアセット・アロケーションという基本的なフレームワークと整合的と思われる。シャープは、アセット・アロケーションの情報フロー・チャートとして、資本市場に関わる情報、投資家に関わる情報、そしてアセット・ミックスに関わる情報の流れを提示し、最適なアセット・ミックスは資本市場に関する情報と投資家のリスク態度の双方がインプットされて決定されることを示した(日本証券アナリスト協会、1998)。

この考え方は企業年金運用に取り入れられており、「基金にとっての望ましい政策アセット・ミックスは、年金の年金債務状況抜きには決定することが出来ない」(厚生年金基金連合会、1994)とされている。年金プランを考慮しない年金基金運用はなく、個人の場合も同様であってライフプランのない金融資産運用はないと思われる。

このフレームワークには投資家の実情の観点で市場・商品の状況と対等に位置づけられている。個々の生活者の状況と投資とを合わせて考えるという視点があると言えよう。ファイナンシャル・プランニングの立場から言えば、投資家に関わる情報・リスク態度はそのリスク認識、投資知識等も含めてライフプラン、資本市場に関わる情報はマーケット、そしてアセット・アロケーションに関わる情報はポートフォリオと言い直すことができるだろう。これを図に表わせば図表1のような関係になると思われる。



図表1 ライフプラン、マーケット、ポートフォリオの関係

つまり、先述のアウトラインの第1と第2の部分は個人のライフプランに関わる部分であり、第3はマーケットに関する部分である。そして第4はポートフォリオ、すなわち、アセット・アロケーションの部分に相当する。第5は、これまでの流れを繰り返してゆくことになり、ライフプランとマーケットに関する部分に戻り、再び、この流れに沿うことになると思われる。

総論としては以上のようになると思われるが、次にこれらの個々の点についていくつかのポイントを詳細に考察してゆきたい。

2.2 個々の技法とそのポイントについて

ファイナンシャル・プランニングを用いた包括的な投資信託販売の技法の全体像とシャープの考え方を比較して整理したが、次にこれを個々の段階について見てゆきたい。

まず、投資信託のセールスは、先述の通りヒアリングから開始されるのが適切であろうと思われる。金融商品取引法ではいわゆる「適合性の原則」の観点から顧客の状況を厳正にチェックすることが勧誘者の義務とされている。しかし、そうした法規制がなくともファイナンシャル・プランニングの観点からは必要な事である。このヒアリングがなければ、販売担当者はファイナンシャル・プランナーではなく単に資産増大を目指す投資アドバイザーでしかない。また、先に引用したシャープのフレームワークでは投資アドバイザーの役目すら果たせないと思われる。

このヒアリングの契機をいかに作るかについては、「投資信託にご興味がありますか」と言った「まず商品ありき」という発想による質問を避け、顧客の実情・ライフプランについて顧客が答えやすい質問から始めることであろう。例えば、預金金利について「預金金利が大変低いわけですが、どうお感じでしょうか」、と言った質問や、「ご預金の中に5年以上ご使用されない資金があればどうされますか」、と言った質問が妥当ではないか。

こうした質問で重要な点は、イエス、ノーで答えられない質問を用いることであろう。こうした質問をコミュニケーション論では「開かれた質問」と呼び、イエス、ノーで答えるしかない質問を「閉じた質問」という(平木典子, 2007)。「開かれた質問」を用いると多くの情報が得られ、明確な回答を必要とする場合には不適切であるが、会話のオープニングとしては有効であるとされる。その質問への回答への理解を示すことにより顧客を理解しようとしている姿勢を伝えることが最初のポイントと思われる。

ファイナンシャル・プランニングでは個人の援助を行うので心理学の知識も重要であるとされており、この第1のポイントは技法の基本となると思われる²。こうした顧客についての包括的な情報がなければ次のステップには進めないであろう。また、ファイナンシャル・プランニングでもセールススキルでも重要である良好な関係性の構築にも進まない。

こうした点に着目することは違和感を持つかも知れないが、個人金融取引において詳細な顧客の情報を得ることは困難な場合が多い。そのために、勢い、この段階をスキップして商品のセールスに進むことが多い。すると、ファイナンシャル・プランニングの観点からのアプローチは初期の段階で難しくなると思われる。実際、実務的にはこの部分が小さ

² ファイナンシャル・プランニングではこうした心理学的な技法も重要な部分を占めており、日本FP協会では、FPの技能(スキル)は、「専門家としての責任」、「実務」、「コミュニケーション」、「認知能力」の4つに分類されるとし、コミュニケーションの要素を含めている。

くない難関になっていると推察される³。

次に第2に、顧客の実情、ライフプランのヒアリングを本格的に始めるにあたり重要なことは投資目的のおおよその確認であると思われるが、これは予想される運用ニーズを販売する側から示すことが求められる。その契機としては、ライフプラン上の教育、住宅、老後といった人生3大資金ニーズを取り上げれば概ね問題ないだろう。このライフプランについては、地域の特徴、例えば教育費では、地方においては大学進学のためには公立高校で十分である場合が多いが、大都市では私立高校が有利であることが多いなど地域性がある点に留意したい⁴。

なお、ここで注意すべき点は、むやみに当該資金ニーズについての不安を煽り資金運用の必要性を説いてはならないことであろう。人は不安が全くなければ動かないことは事実だが、大きな不安があれば確に対応することも出来なくなる可能性が高い。

適度な不安が最も人を活動的にさせるのであり、例えば、ヨットであれば適度な風が一番であり無風も暴風も良くないと言えよう。恐怖を喚起するようなアプローチは避け、顧客が「コントロール可能な問題」といった意識を持つ程度に留めることが効果的なアプローチであると思われる。

そして、顧客の詳細で包括的な実情・ライフプランの把握であるが、コンプライアンスの観点からも「適合性の原則」を遵守するためには、「顧客熟知義務」つまり、顧客を良く知ることが必要とされており、その観点は運用目的、投資知識、投資経験、そして財産の状況の4点とされている。

こうした詳細なヒアリングを行う時に重要なステップは、なぜヒアリングを行っているかという理由を予め明確に示すことであろう⁵。こうした説明もなく、「金融商品取引法の定めがあるために、この用紙にご記入願います」などと言うことは不適切な技法と思われる。

「適合性の原則」については、平成17年7月14日の最高裁の判決で、「顧客の意向と実情に反して、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど、適合性の原則から著しく逸脱した証券取引を行わせたとときは、当該行為は不法行為法上も違法となると解するのが相当である」とした例がある(香月祐爾, 2011)。

かつては、「適合性の原則」を明確に適用した裁判例が少なく、説明義務の違反という法律構成で個人を勝訴させる裁判が多かったと言われるが、最高裁がこのように判示したことはファイナンシャル・プランニングの観点、つまり包括的視野が投資家保護の観点からも妥当なものであることの一つの根拠となるであろう。

第3に商品と市場の説明、つまりマーケットの分野が挙げられるが、その内容としては、個別商品のリスク、リターン、そしてコストの説明がポイントとなると思われる。リスクとリターンは表裏一体のものであり、ハイリターンにはハイリスクが伴う。そうした考え

³ 顧客のいわば防衛意識を解くには、日本証券業協会の外務員の守秘義務、すなわち秘密漏洩の禁止について説明することも有益かも知れない。顧客にメリットがある有益なサービスを提供するから実情を話せと顧客に求めても顧客は拒絶するであろう。

⁴ 地方行政の原理に「ニア・イズ・ベター」の原理と言われる近接性の考え方がある。地域の生活者の実情を適切に理解できるファイナンシャル・プランナーは地域金融機関のファイナンシャル・プランナーであろう。

⁵ 例えば、「資産運用は洋服選びのような面がありお客さまの体形にあった商品をお勧めしなくてはならないので、・・・」と言ったわかりやすい理由説明を行うことが適切と思われる。

を適切に説明することが望ましい。

特に、リスクの説明はそのリスクが表れる「頻度」と表れた場合の「程度」の2点から説明することが適当であろう。リスク・コミュニケーションの研究においては人間のリスク認識はこの2点から行われることが知られており、効果的なリスクの説明には不可欠な観点と思われる。

これを行うことはさして困難なことではないと推察される。なぜなら、「頻度」と「程度」は現代ポートフォリオ理論で用いられる確率の考え方と同じ観点であり、投資信託商品についての標準偏差のデータは多く揃えられているからである⁶。

そして、こうした正確なリスク説明と共にリスクへの対処策・リスク低減策を説明しなくてはならない。これによって顧客の不安が軽減され、行動変容が起こると推察される。また、コストの説明も重要であり商品によってはこのコストが顧客にとって最大の判断基準となるとと思われる。

第4に、投資目的やリスク許容度に合った商品のポートフォリオ提案・説明が行われることが妥当であろう。具体的な商品の提案・説明においては、基本的にはポートフォリオ運用を提案し単一資産での運用は避けて提案を行うことについて今日では大きな異論はないであろう。そして、その提案は、いくつかの案を同時に提示しその中から顧客に選択してもらうようにすることが妥当である。

これはコンプライアンスで言う自己責任の前提である自己決定の確保を支える技法と言えよう。ここにおいて単品セールス、お勧め商品、売れ筋商品的な考え方は不適切であることになる。自己責任を問うためには自己決定が保証されなくてはならず、それは冷静な判断であることが求められる。複数の提案は冷静な判断による自己決定を促進する⁷。

そして、個別の商品の提案にはそのメリット、デメリットを明確に述べてそれら両面と顧客自身の運用ニーズへの貢献度合いを比較して判断してもらうべきと思われる。

こうした投資教育的な説明について、山崎俊輔は、『教育しない方が賢い顧客を作らなくてすむ』と考えるのは誤った判断である。むしろ顧客の成長により、販売側にもレベルアップが求められると前向きにとらえ、ぜひとも投資教育のスキルを自らの提案力向上につなげたい(山崎俊輔, 2010)と述べている。消費者教育としての投資教育は資本市場の機能を強化して市場メカニズムの効率性を高めてゆく。健全な市場経済には消費者への教育が不可欠である。このような観点からもこうした投資教育的説明に取り組むべきと思われる。

ただ、こうした社会的な効果はいわゆる外部経済であって金融機関の販売担当者がこの投資教育を負担することは疑問があるかも知れない。しかし、実際には、ミクロ経済学で言われる「評判」の確立によって金融機関、特に地域の金融機関は長期的に小さくないメリットを得ると推察される。

それでもデメリットの説明を行うことには抵抗のある担当者がいるかも知れない。しかし、先述のリスク・コミュニケーションの研究ではこうしたデメリットの説明をも行う方

⁶ 例えば、国内株式に分散投資を行う投資信託の1標準偏差は年率20%程度であるから、「この投資信託は、確率3分の2位で年間に上下20%程度の値動きがあります」と説明できる。様々な種類の投資信託についても同様であろう。

⁷ こうした提案はなんら不自然なセールス技法ではない。通常の商品の提案であっても複数の選択肢を示すことは行われていることである。

が、情報の出し手への信頼性が高まるとされている。こうした手法は両面的コミュニケーションと呼ばれるが、情報の受け手がテーマについて出し手と反対の態度を取っている場合に有効とされている(吉川肇子, 1999)。

なお、ファイナンシャル・プランナーによる投資教育には懐疑的な意見もある。山崎元は、「金融教育には標準が確立していない。(中略)金融教育を担うべき主体も決まっていない。たとえば、ファイナンシャル・プランナーにしても力不足だ」と指摘する一方、投資信託について、「高コストには疑問があるが、運用の仕組みとして、投信は非常に合理的だ。よい商品が広く認知されると、一気に伸びるだろう」(山崎元, 2009)とも述べている。ファイナンシャル・プランナーとしては、投資教育は自己責任と自助努力が求められるわが国においては重要なミッションであり、また、投資信託は広く生活者に普及することが望ましい市場型間接金融の商品であり、取り組まねばならぬ課題であろう。

そして第5に、販売後のアフターフォローの問題がある。リスク商品販売後はマーケットの状況に応じての投資内容の変更の可否についてフォローしてゆくことが妥当と思われる。前川貢は、「投資は貯蓄とは違う。貯蓄を勧めて放って置かれても恨みに思う人はいないが、投資を勧めて放って置かれると恨みに思う人が多い。投資は値動きがあるので買うときの不安よりも買ったあとの不安のほうが多くなるからだ」(前川貢, 2011)と指摘している。

また、顧客の状況の変化についてもフォローし、それに対応して投資内容を変化させることが重要であろう。市場の変化と顧客の状況の変化の双方のフォロー、更にはポートフォリオへのフォローがあって適切な投資商品のアフターフォローが遂行されると思われる。単なる投資アドバイザーはマーケットとポートフォリオしかフォローしないが、ファイナンシャル・プランナーはライフプランについてもフォローすることが求められる。

こうしたアフターフォローが先述のように優れた評判を生み、結果として信頼される情報源となり、販売の効率を向上させる。

なお、投資の見直しとしてポートフォリオのリバランスを強調する考え方もあるが、リバランスは過去のデータに縛られる面もあり、柔軟な市場の変化に対応出来ない点もあることを指摘しておきたい。少なくとも定時、定額ではなくリターン向上を目指す一定のルールに基づかないリバランスには問題があると思われる。

また、投資の終了についてのフォローが重要であり、資金の使用時期が近付いて来たら、徐々に投資を終了させるような投資終了時期の分散についてのアドバイスが求められる。例えば、ターゲット・イヤー運用のように投資の終了の時期が近づくにつれて株式運用の割合を小さくして債券運用の割合を多くし、最終的には短期金融商品で運用のほとんどを行うような運用手法のアドバイスが求められると思われる。投資の最後の場面は投資成績を左右するのであり、その不確実性への対応は不可欠と推察される。

以上のように5つの段階について見てきた。しかし、投資信託販売にファイナンシャル・プランニングの視点が有効であると言っても、そもそも積極的な金融資産運用に関心を示さない顧客にはどう対応するのが良いのであろうか。つまり、第1の段階で、既にアプローチが困難な顧客にはどのような対応が適切なのであろうか。そうした点を次に検討したい。

2.3 投資信託を保有することの意義について

先述の組み立て、アプローチが投資信託販売に効果的であり、顧客の合理的判断を援助するとしても、そうした商品に関心を示さない生活者も多い。目黒政明は、資金的ゆとりのある顧客に対しては、「投資することに抵抗感を覚えている人の場合、投資の必要性の説明が不十分だと、実際に投資に踏み切ってもらうのは難しい」(目黒政明, 2009)と指摘している。

こうした点については、経済環境の観点と個人のライフプランの2点からの説明・説得が妥当と思われる。まず、個人が投資商品を保有する第一の理由・意義は、日本は構造的に預貯金では高いリターンは期待できなくなった経済環境にあると思われる。

短期金利の水準は基本的には実質GDPの増加率とインフレ率の合計値に左右されると考えられよう。日本の長期的な実質経済成長率は1から2%程度ではないかというのが一般的な予想と思われる。そこへインフレ率を日本銀行が「中長期的物価安定の理解」において想定する値の中心値である1%と予想しても、短期金利の水準は2-3%程度と思われる。

政府は2009年初めに名目成長率を3%とすることを目標としたが、これは妥当な水準ではないかと思われる。つまり、現在のリーマン・ショックによる景気後退からの回復が出来、ゼロ金利時代が終わっても、かつての高度成長、安定成長時代とは異なる低成長時代が続き、それと共に低金利時代が続くと予想されると推察される。少なくとも1年定期預金の金利が5%以上という状況は予想しにくいと思われる。

そこで、こうした低成長を背景とした低金利時代の中で高い収益性のある金融資産運用を考えるのであれば、投資対象を債券や株式投資へ拡大する必要があるだろう。そして地域的にも海外へと範囲を広げなくてはならない。また、運用期間も短期から長期へとシフトすることが求められる。株式への投資はそのリスクに見合う報酬があり、成長性の高い地域への投資のリターンは高い。また、債券投資の期間のリスク・プレミアムも享受しなくては良い収益の投資を行うことは難しいと思われる。

第二の理由・意義としては、これらからの個人ライフデザイン、ライフプランの点からのものが挙げられる。現代において個人は老後、つまり勤労所得が期待できない期間が長期化しその時の生活資金が過去と比較して多く必要となる。平均寿命は過去半世紀で約16歳も伸びておりそのため老後の生活資金が多く必要となったことは間違いない。

60歳代で寿命が尽きた半世紀前の日本人は、「金勘定より健康でまじめに働くこと、お金は預貯金だけで良い」といった勤労重視の生活態度、金融意識ではほぼ十分であり問題は少なかったが、そうした時代は終わったと思われる。「現在の日本人には懸命に働いた現役時代の後20年以上勤労所得のない期間が控えています」と言った表現で勤労所得に加えて財産所得の重要性が増した時代となっていることを顧客に説明することが重要であろう⁸。

このように投資の意義の説明と説得は経済環境、つまり市場の状況と、ライフプランの問題の双方を説明することが望ましいと思われる。これは前掲の図表1のライフプランと

⁸ 山崎俊輔は、「歴史を振り返ってみると、現代ほど、長期にわたって将来設計を求められる時代はなかった」と指摘している。そして、「明治時代には持ち家を取得する必要性すら知識人も意識していなかった。夏目漱石すら生涯賃貸暮らしであったことは有名な話であるし、当時著名な作家の没後に全集を発行したのはその印税により遺児の生計費を捻出させんとする目的があったといわれる」と述べ、「これはライフプランに基づくマネー管理、リスク管理が行われていなかったことを表している」としている(山崎俊輔, 2011)。

マーケットの観点からでもあり、意思決定の流れとしてもその合理性は小さくないと思われる。

無論、これに先述の両面的コミュニケーションを組み合わせることも良いと推察される。例えば、株式投資については、わが国の株式投資は過去20年の長期投資も報われていない、外国通貨建ての投資は為替変動リスクであり収益を挙げていない点などである。こうした反論も示しながら、唱導する意見への理解を獲得することが適切と思われる。

以上のように、ファイナンシャル・プランニングの観点から投資信託販売の技法を検討してきたが、これでは抽象的な部分も少なくないため、次に実際に投資信託を保有している顧客のケースを想定し、販売のポイントを検討してゆきたい。

3. 具体的なケースを想定した検討

3.1 リスク許容度の高い若年層のケースについて

投資信託の販売技法にファイナンシャル・プランニングを取り入れた場合の様々な技法を見てきた。これを具体的な顧客のケースを想定して検討することは、その検討をより深く行えると思われる。

まず、例えば、顧客の属性として20代後半の独身のサラリーマンで保有資産は預金が200万円程度と勤務先の従業員持株会の投資残高30万円程度、そして毎月分配型の外債投資信託を80万円保有していると仮定しよう。

投資信託の投資目的は分配金を毎月の小遣い代わりに受け取ることであり、投資経験・投資知識は従業員持株会に加入していることから株式投資についての知識・経験はある程度あるとする。現状は分配金の額も少し減少し、投資元本は円高で値下がりがしている場合を想定する。この状況での投資信託の販売をファイナンシャル・プランニングの観点から検討する。

このようなケースの場合、顧客は行動ファイナンスで言われる「心理的会計」という考え方を持っていると思われる。「心理的会計」とは、人が自分の心の中でいくつかの勘定を持ち、収入や支出を区分して認識し、行動することを言う。

本ケースでは分配金と投資元本が区分されて感じ取られていると思われる。分配金は毎月の小遣いとして受け取り使ってしまうことが自然とされ、一方、投資元本についてはそのまま維持されることを無意識に期待しているのではないかと推察される。これはサラリーマンが月々の給料で日々の生活費を賄い、年2回のボーナスの使い方を別途考える場合と同じようなことであろう。「金に色はない」と言われるが、心理的には色がついていて区分して取り扱っていると言えよう。

この状況では顧客の中で投資収益について分配金と元本が合算されることはなく分離しているので投資元本の損失だけを問題とするリスク態度を持っていると思われる。そこで、まず、受取り分配金の合計を算出し、投資成果を合算して考えるようにアドバイスを行うことが妥当であろう。そうすると損失額は少し少ないことに顧客は気付くのではないだろうか。

山口勝業は、「最終的な意思決定は顧客の自己責任で行われるにしても、FPはその決定を支援するために客観的・中立的な判断材料を提供し、顧客に不明な点は十分に説明する

ことで顧客自身が納得して決定できるように導くべきである」(山口勝業, 2004)として、こうした行動ファイナンスの知識の活用を勧奨している。ファイナンシャル・プランナーが合理的な説明を行っても顧客の認知が歪んでいてはその効果も歪むことになる。そうした系統的な歪みを考える行動ファイナンスの活用は重要と思われる。

次に投資額の減少の判断については、やはり、行動ファイナンスにおける「価値関数」を顧客に認識してもらうことが望ましいだろう。

「価値関数」とは人の心は損を得よりも2倍以上に感じるということであり、また損も得もその額が大きくなると、感じ方が鈍感になってゆくという傾向があり、こうした傾向が人の投資損益の認知を歪ませるということを指摘した考え方である。つまり、損失の痛みは得をした場合より鋭く感じるということであり、また、その額があまりに大きくなると今度は鈍感になるとされる。このように人は現実をそのまま見ることは出来ず、無意識にいわば「編集」を行い、現実を認識している。

このような着眼点はファイナンシャル・プランニングの手法の観点からはライフプランの一部、顧客の心理的な実情へのアプローチであろう。ライフプランという概念は広く、生活設計を言うだけでなく、個人の心理的な部分にも着目するべきであろう。行動ファイナンスの知見は個人の行動の適正化という実用面に着目して有用性が高いと思われる⁹。

これらの点をアドバイスした上で今後の対処策を提案することが望ましいであろう。ここでは3つの案を検討してみたい。

まず、第1案として投資の停止である。今までリスクを取って投資をしていたが、損切りをすることで運用を停止して様子見とする案である。「ここまでリスクを取ったのだから」などと顧客は考えるであろうが、損切り、つまりロスカットを行うことを提案することが考えられよう。こうして市場から距離を取れば、顧客の不安も軽減して「ゆとり」が生まれると思われる。この「ゆとり」が、投資に対する冷静な取り組みを生むだろう。市場に投資家として居続けることは重要なことであるが、常に心理的なストレスに晒されることでもある。こうした点を考えることは個人の場合、妥当ではないかと思われる¹⁰。

ただし、従業員持ち株会で勤務先の企業の株式を保有していることから、この株式投資との分散投資を行うために全てを解約することは避けて従業員持ち株会の投資残高と同程度の海外債券投資信託は保有し続けることが適切であろう。こうした個人の実情、ライフプランの観点とポートフォリオの観点からのアドバイスが可能と思われる。

第2案としてバランスファンドへの組み換えがある。顧客の年齢を考えればライフプランの観点から投資目的は人生3大資金である教育資金、住宅資金、老後資金へと変更を推奨し、小遣いを受け取るための毎月分配型は避けることが適切と思われる。

なお、毎月分配型投資信託については、分配金の仕組みが顧客に知られていない場合も多い。今福啓之は、「個別の商品の特徴などは詳細に説明できる担当者でも、分配金を払い出せばその分基準価格が下がるというような投信の基礎的な知識については理解が必ずしも十分でないということがありうる。まして、顧客側ともなると、そうした理解があまね

⁹ 日本FP協会では専門的知識を11の分野に分類(「税制」「保険」「投資」「退職、貯蓄及び所得計画」「法律」「ファイナンス分析」「債務」「経済/規制環境」「社会保障」「行動ファイナンス」「倫理規程/実務)」しており、行動ファイナンスはその知識の一分野となっている。

¹⁰ なお、こうした事を行うためには、金融資産運用をあまりに目的に結びつけない方が良いと思われる。緩やかな目的としておき、柔軟な対応が出来るようにしておくことでこうした投資の停止も可能となる。

く浸透しているか、かなり心もとない」(今福啓之・2009)と約400名の銀行の投資信託販売者へのアンケートを基に述べている。

そして、このバランスファンドへの組み換えは時間をかけて行うことが望ましいと思われる。一度に外債投信を解約すると為替相場の変動を大きく受ける場合もあり、解約の時が円高局面であった場合、顧客は後悔する可能性が高いと推察されよう。そこで、数年の時間をかけて外債投資信託を信託報酬の比較的安価なバランスファンドに切り替えることを提案することが適切であろう。

バランスファンドの方が年率標準偏差は外債投信に比べ3割ほど小さく、リターンは年率1%程度は高いと推察され、リスク、リターン共に改善されることから妥当な案と思われる。

この提案は、マーケット、商品に関する分野からのアプローチであり、また、ライフプラの点からのアプローチでもあり、そして、ポートフォリオの観点も含まれ、最も包括的な視点に立つものと言えよう。

第3の案として長期保有がある。海外債券投資は長期的にみれば、短期の金利水準よりは2%程度高い水準での収益性が見込める。為替相場の決定理論である購買力平価説の考え方を説明し、10年単位の長期的な視点で見れば為替相場は概ね妥当な水準に落ち着く可能性が高いことを説明することが適切と思われる。つまり、為替差益、差損は長期的な投資ではさほど重要な結果をもたらさないという点を考慮した対応策である。

また、少子高齢化が進みわが国全体の貯蓄が減少すれば、輸出は減少して輸入が増えることから円安傾向が生じることが考えられるため、こうした外貨投資を行うことには合理的な根拠があると言うことが許されるであろう。そして、この場合の円安はわが国のインフレによる円安ではないため、実質的に投資成果が高い運用方法と思われる。こうしたアドバイスはマーケットの観点からの提案となる。

以上のように具体的なケースを想定し、様々な説明の技法とその基盤となる知識を考えてみた。次にこうした一般にリスク許容度が高い独身男性とは異なる既婚者のケースを想定して技法を検討したい。

3.2 リスク許容度の低い既婚中年男性のケースについて

一般的に独身の男性の場合、ハイリスクにも耐えられる顧客属性と思われるので、顧客の属性として40代の既婚サラリーマンのケースを想定し、リスク許容度の小さい場合を考えてみたい。

保有資産は預金が300万円程度であり、バランスファンドを80万円保有していると仮定する。ファンドの購入の時には、「これ1本で分散投資ができる」との説明を受けて満期となった定期預金を原資として購入したと想定する。投資経験はこれ以外になく、投資知識はさほどない。住宅ローンの残高は3,000万円とし、現在、別の投資商品を購入したい気持ちがあるが何を購入すればいいかわからず迷っていると仮定しよう。

本ケースの場合、財産面における適合性の原則が問題となると思われる。40代の既婚男性の場合、住宅ローンの返済負担や教育資金の準備のためにリスク許容度は低い場合が多い。収入の面ではピークに近いが支出の面でもピークが近く、キャッシュ・フローを考えるとリスク許容度は小さいと思われる。

この点について伊藤伸二は、40代、50代のリスク回避度が60代以上より高いことを、家計調査を基に分析している(伊藤伸二, 2009)。中年期は高齢期よりもリスク許容度は小さいというのが実情であろう。英国のロウンリーは、100年以上前の労働者の生活を分析して貧乏曲線(Poverty Line)が描かれることを示した(坂本武人, 1996年)。これを基に現代の生活に合わせてみても子供の養育費がかかる中年期は家計としては厳しい時期・年齢であり、従って大量のリスク商品の運用をアドバイスすることは適切ではない。

この点からはアドバイスの第1案としてリスク商品の追加購入の回避を提案することが妥当と思われる。これはライフプランの観点からの提案となる¹¹。

また、本ケースの、「別の投資商品も購入したい」という考えの背景はバランスファンドという投資理論上、優れた金融商品についての知識が少ないことがあるように思われる。グローバル分散投資の重要性を丁寧に説明することが適切と推察される。これはライフプランとポートフォリオの観点からのアドバイスであろう。

そして、行動ファイナンスの理論からすれば、本ケースの顧客には「自信過剰」があるのではないかと考えられよう。すでにバランスファンドという十分に分散投資がなされた投資商品を持ちながら、他に何かないかと考える人は、「『自分は勝ち馬を当てることができる』と思っている」(角田康夫, 2001)からではないかということである。

例えば、日本株の価格が上昇している局面では顧客は日本株への投資に興味があるのかもしれない。また、外貨投資に関心があることも考えられるだろう。そして、中国株の上昇等で新興国株式への投資に興味があるのかも知れない。ともあれ、なにかグローバル分散投資より良い投資商品があるのではと思ひながら迷っていると推察される。

しかし、現実には一部の市場の変化に賭けたり、特定の地域への投資に賭けて良い収益を得ることは少ないと思われる。確かに外国為替証拠金取引で莫大な収益を得たり、株価の短期的変動である程度の収益を得ることは可能だろうし、実際にそうした投資家が存在することは報道で知られている¹²。しかし、多くの人がそうできるか、また、長期に亘りそうした投資成果を継続出来るかと言えばそうしたことは多くはないと思われる。本顧客の陥っている「自信過剰」という認識の誤りを説明することが妥当であろう。

これは、マーケットについての市場の効率性の知識と人の経済的な知覚、リスク態度という点で個人の实情、ライフプランからの点という2点からのアドバイスである。中年期になると株式投資について一定の知識があると錯覚している場合が少なくないと思われ、こうした観点は重要と思われる。

アドバイスの第2案としては、バランスファンドの積立投資をアドバイスすることが考えられよう。積立投資を用いる理由は、第1に、この方法であれば短期的な市場変動に惑わされることなく投資を行える点であろう。積立投資は標準的な投資理論からは市場の状況を吟味しないということから不適切な手法とされる。確かにその指摘は当たっていると言わざるを得ないものの、一個人に市場の状況判断は難しい。事実、リーマン・ショックに始まる金融危機と大不況を予見できた人はマーケット・アナリストのような金融知識の

¹¹ 一般に証券投資理論の図書では個人は年齢と共に人的資本が減少してリスク許容度が低下するとされるが、この点は修正されるべきであろう。

¹² 欧米の報道機関は、わが国の個人の小口の外国為替証拠金取引の投資家を「ミセス・ワタナベ」と呼んでいる。ワタナベは、欧米では日本人の代表的な姓とされている。

豊富な者でも少数であった。そこで、積立投資を長期に亘り用いる投資手法がファイナンシャル・プランニング上、有力な手段となると思われる。

理由の第2は、この方法によっていわゆる「順張り投資」ではなく「逆張り投資」が可能となる。一般に市場は「平均回帰」を起こす傾向がある。つまり、平たく言えば、上がったものは下がり、下がったものは上がる傾向があるので積立投資はこの点から有効な投資手法であると思われる。

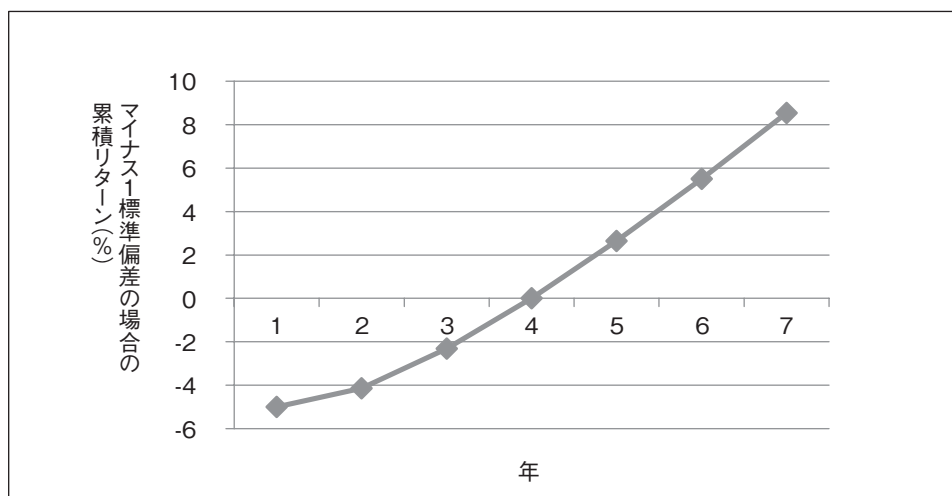
通常、市場が下落基調にある時、追加投資を行なうことは難しいと思われる。逆に上昇基調にある時は楽観的なムードの中で容易に投資を行う場合が少なくないと推察されよう。機械的な積立投資はこうした心理的な問題から投資家を解放し、通常の個人には難易度の高い「逆張り投資」を可能にする。こうして積立投資は行動ファイナンスでは人に「自己規律」を与えるとされる。

理由の第3は、積立投資という投資開始時期の分散は長期投資の効果をより確実にすると思われる。世の中で長期投資の成果として紹介されているデータの多くは投資を始める時期を分散した結果を含んでいる。従って、いわゆる長期投資の効果を得ようとするのであれば投資を始める時期を複数回に分けてゆくことが必要となると思われる。

また、この積立投資についてはアセット・アロケーションにあまり注意を払わなくても良いと指摘されている。星野泰平は、1989年12月から2010年6月までのデータでは安定的な債券投資中心の資産配分から積極的な株式中心の資産配分の積立投資であっても、10年間の積立投資では投資成果は投資額の1.3–1.4倍と大差がなかったことを指摘している(星野泰平, 2010a)¹³。

なお、長期投資については議論のあるところであるが、既に知られている通り、連続時間複利表現のリターンは期間に正比例し直線で増加し、リスクは期間の平方根に比例して増加する。仮にバランスファンドに投資するとして、その収益率を5%、標準偏差リスクを10%とすれば、1標準偏差の確率で元本割れを回避するのは4年後となる。これ以降は時間分散から長期投資の効果が出ると思われる。顧客に説明すべき点は、短期的には元本割れリスクは大きく、その後、縮小してゆく点であろう。これを図で表せば図表2のようになる。

¹³ これには投資信託を用いた場合のコスト、つまり信託報酬が勘案されていないので、この値をそのまま実際の資産運用に用いることは出来ないが、貴重な指摘であろう。



図表2 長期投資の効果

4年後という数値の算出は次の式による。元本割れを回避する年数を x とすると

$$5\% \times x = 10\% \times \sqrt{x}$$

となり、これより4年後が算出される。

つまり、リターンは期間に応じて増大し、リスクはその平方根の割合で増大するためこのような式で算出される。福田啓太は、分散投資に長期投資を組み合わせることで、「ITバブル崩壊、リーマン・ショックを含む最悪の10年でも、日米債券株式に25%ずつ分散したポートフォリオはプラスの平均収益を上げている」(福田啓太, 2011)と指摘しているが、これは資産分散と時間分散の効果であろう。年単位の時間軸では経済成長に基づく金融資産の収益性の累積効果が現れると思われる。ダウンサイドリスクは時間の経過と共に小さくなる。

このアドバイスもライフプラン、マーケット、そしてポートフォリオの3つの観点を含んでいると言えるだろう。

アドバイスの第3案としては、内外の株式に広くインデックス運用で分散投資を行う案であろう。リーマン・ショックの後の100年に一度と言われた経済状況でわが国の株価の下落は、年間日経平均株価の変動で見れば、2008年はマイナス42%と大幅であった。これがどのような過程を経て回復してゆくかは、東日本大震災や欧州金融危機もあって現時点でもまだわからないが、投資の開始時期を複数回に分けた上で長期投資の姿勢で臨めば世界経済の回復、そして成長から良いリターンが得られる可能性は小さくない。

リスクについては、「このファンドの投資対象が世界各国の株式市場に分散されていることと為替レートの変動性がリスクを低減させるためです」と述べるができると思われる。海外株式投資信託と言うと一般に国内株式投資信託よりはるかにリスクが高いと考えられることもあるが、標準偏差で見ればそうではない(松前俊顕, 2010)。資産運用の専門家の間では常識と思われることも、一般の個人には知られていない¹⁴。

このアドバイスはポートフォリオの観点からのものと言えよう。インデックスファンドの理論的な部分を説明することはかなり難しいことではあるが、その費用が安価である点を考えると取り上げるべき提案と思われる¹⁴。

以上のように2つのケースを通じて投資信託の販売における様々な手法を検討したが、その大半が、ライフプラン、マーケット、そしてポートフォリオに関係する包括的な提案・アドバイスであると言えよう。こうした点を踏まえて、次にこれまでの考察についての反論について検討を行いたい。

4. 本考察への反論について

本考察への反論としていくつかの点があるだろう。まず第1は、こうした多様な技法はファイナンシャル・プランニングの体系性があるのか、と言う点であろう。

これについては、これまで検討してきた具体的な技法、販売の過程にはCFPボードとFPSBの定義する「ファイナンシャル・プランニング・プロセスの6つのステップ」の全てが含まれていることを指摘したい(日本FP協会, 2008)。それは、まず第1に顧客の状況に注意が払われていることである。ファイナンシャル・プランニングで言う「ステップ1:顧客との関係確立とその明確化」と「ステップ2:顧客データの収集と目標の明確化」が入っているということである。

最初のヒアリングの部分の質問の仕方、工夫からそれは始まると言えるだろう。そして、「適合性の原則」の遵守の観点から顧客の状況についての聞き取り、顧客熟知義務が履行されている。

第2に、「ステップ3:顧客のファイナンス状態の分析と評価」と「ステップ4:プランの検討作成と提示」が含まれており、更に投資全般、投資行動についての知識付与が行われていることである。ここでは標準的な投資理論も行動ファイナンスも共に用いられている。これらは両立しない部分もあるが、個人の資産運用への有用性の観点から取り入れるべきところを取り入れた結果である。

更に第3に、「ステップ5:プランの実行援助」と「ステップ6:プランの定期的見直し」が入っていることである。アフターフォローの観点が入る点はまさに第6のステップである。

こうしたことから、本稿で検討してきた技法はファイナンシャル・プランニングの考え方の中核部分を含んでいる。

第2の反論として、具体的ケースの2例目の第2の提案において積立投資を勧め、そして星野の分析に従って、その分散投資の内容はあまり考えなくてよいのであれば、商品は事実上世界分散型のバランスファンド一つになり適合性の原則は量的な問題だけとなってしまうのではないかと、という点である。確かに世界分散型のポートフォリオで積立投資を行えばそうしたことになるとも言えるかも知れない。しかし、それでも包括的なアプローチが価値を失うことはなく、一人一人の生活者のライフプランに適した商品があると思われる。

¹⁴ そして、このようなタイプの投資信託のリスクについては、「5-6年に一度は年間20%以上の価格下落が起きます」と顧客に説明できるだろう。

¹⁵ 海外の株式に投資を行う投資信託はアクティブ運用の場合、信託報酬が高価である場合が少なくない。そこでインデックスファンドを用いることが適切なアドバイスとなる。

積立投資によって投資信託の商品が一つになり、マーケットからの検討、ポートフォリオからの検討が不要になるとまでは言えない。星野の分析でも資産配分によっては運用成績が良くない場合もある(星野泰平, 2010b)。運用の内容についての適合性の判断は残る。

第3に、包括的アプローチと言うが顧客はそもそもそうしたアプローチを期待していないのではないか、単に資産増大のアドバイスを求めているだけではないか、という点である。しかし、投資を煽る姿勢こそが顧客の立場に立たないことから投資信託の販売を困難にしているのではないか。現代の複雑化する金融情勢を読み解く金融リテラシーを個人一人一人が持つことは困難となっている。こうした問題を補うにはファイナンシャル・プランニングの様々な知見が必要となる。

チャールズ・エリスは、「運用はそれ自身の理由に基づいてなされるべきであり、投資家の年齢など個人的な理由を持ちだすべきでない」と言うが、一方でエリスは、「市場に合わせるべきは投資家のあなたであって、市場はあなたには合わせてくれない」(Ellis, Charles, 1998)と述べている。

やはり、マーケットとポートフォリオの観点だけでは個人の資産運用には不十分であり、生活者のライフプランに着目することが重要である。また、生活者が気がつかないのであれば気づきを起こし、リスク態度と行動の変容を起こしてゆかなくてはならないのであり、リスク・コミュニケーションの発想とアプローチが求められると思われる。

5. おわりに

生活者に対する投資信託の販売は包括的アプローチに基づいて行われることが重要である。投資アドバイスは単に資産の増大だけでなく、ライフデザインとライフプラン、そして生活者個人の心理面、リスク態度も含めた生活者個人の実情を考慮した内容であることが妥当である。

先に引用したエリスの言葉のように、市場は個人の事情に合わせてはくれない。それゆえ、市場とライフプランの間、そしてポートフォリオの間を調整してゆくことがファイナンシャル・プランニングに依拠した投資信託の販売において求められる。市場の状況ばかりを受け入れては、生活者個人の生活には有用とはならない投資もある。そこでは投資の停止が必要な場合もあるであろう。また、長期投資の効果の試算でみたように生活者個人の金銭面の安定を目指すファイナンシャル・プランニングの立場からは、5年以上使用しないような資金を株式や債券の分散投資で運用すべきであろう。

ここで示した投資信託販売の多様な技法は、ファイナンシャル・プランニングを活用した構成となっていると思われる。多岐に亘る着眼点と技法はライフプランとマーケット、そしてポートフォリオという3つの焦点によって整理可能であり、①ヒアリング、②顧客の実情・ライフプランの認識、そして投資教育、③商品に影響するマーケット、④具体的な個別商品を組み合わせた運用提案、そして、⑤アフターフォローという5つのステップで展開され得る。こうした技法により適切な投資信託の販売が可能となり、また、その効率性も向上することは間違いない。

地域金融では生活者の金融ニーズは中小企業、地方公共団体と共に小さくない。ファイナンシャル・プランニングの技法を活かした金融資産運用商品としての投資信託の提供は、

地域の生活者の金融ニーズを満たすものである。ライフプランを考える時には、教育に係る費用、住宅価格など地域の実情に精通し、地域密着型金融を展開する地域金融機関に属するファイナンシャル・プランナーのサービスの方が、大手金融機関の画一的な情報提供サービスより優れているに違いない。

ファイナンシャル・プランニングという包括的アプローチに基づいた投資信託の販売、つまり市場と投資家のライフプラン、そしてポートフォリオを視野に入れた投資信託の販売が行われることが望ましく、そうした技法に関する研究が進展し、地域の生活者の厚生が向上することを期待したい。

【参考文献】

- 家森信善(2004)『地域金融システムの危機と中小企業金融』千倉書房：16頁。
- 伊藤伸二(2009)「相対的リスク回避度の適合性判定への応用」『ファイナンシャル・プランニング研究』No.8、日本FP学会：13頁。
- 今福啓之(2009)「投信解禁から10年、販売サイドの課題浮き彫りに」『週刊金融財政事情』第60巻第11号、金融財政事情研究会：12頁。
- 香月祐爾・小川進・岡野正明・萩田吉彦(2011)「投資信託等の販売勧誘と金融機関の説明義務(上)」『銀行法務21』第55巻第1号、経済法令研究会：6頁。
- 角田康夫(2001)『行動ファイナンス』金融財政事情研究会：123頁。
- 吉川肇子(1999)『リスク・コミュニケーション』福村出版：51-52頁。
- 厚生年金基金連合会(1994)『厚生年金基金 資産運用の手引き』：68頁。
- 坂本武人(1996)『新しい家庭経済学 第2版』法律文化社：266-268頁。
- 日本FP協会(2008)『FP総論』：37頁。
- 日本証券アナリスト協会編榊原茂樹＝青山護＝浅野幸弘著(1998)『証券投資論第3版』日本経済新聞社：467-468頁。
- 服部哲也「最新投信市場」『KINZAIファイナンシャル・プラン』Vol.22 No.299、きんざい：16頁。
- 福田啓太(2011)「マネーコンサルタントのための資産運用実践講座 第1講義」『ファイナンシャル・アドバイザー』第13巻第4号、近代セールス社：50頁。
- 星野泰平(2010a)「『積立投資』の3つの効用とポイント」『Journal of Financial Planning』Vol.12 No.129、日本ファイナンシャル・プランナーズ協会：6頁。
- 星野泰平(2010b)「半値になっても儲かる「つみたて投資」」講談社：178-191頁。
- 前川貢(2011)「いま販売会社に求められる投資家対応」『ファイナンシャル・アドバイザー』第13巻第4号、近代セールス社：14頁。
- 松前俊顕(2010)「グローバル株式投資への移行—ホームカンントリーバイアスのコスト—」『証券アナリストジャーナル』第48巻第9号、日本証券アナリスト協会：5-15頁。
- 目黒政明「顧客属性に応じた対応シミュレーション」『KINZAIファイナンシャル・プラン』Vol.22 No.299、きんざい：16頁。
- 平木典子(2007)『自分の気持ちを伝える技術』PHP研究所：96-97頁。
- 山口勝業(2004)「行動ファイナンス：個人投資家のファイナンシャル・プランニングへの応用」『ファイナンシャル・プランニング研究』Vo.4、日本FP学会：28頁。
- 山崎俊輔(2010)「投資教育のポイント」『KINZAIファイナンシャル・プラン』Vol.22 No.307、きんざい：15頁。
- 山崎俊輔(2011)「個人の老後資産形成を実現可能とするための退職給付制度の視点からの検討と提言」『ファイナンシャル・プランニング研究』No.10、：37頁。
- 山崎元(2009)「投信が普及しないのは業界の努力不足」『週刊金融財政事情』第60巻第33号、金融財政事情研究会：22頁。
- Ellis, D, Charles(1998), *Winning The Loser's Game*, The McGraw-Hill Companies, Inc.(鹿毛雄二訳(1999)『敗者のゲーム』日本経済新聞社：192-198頁)。