



中立的な投資アドバイザー制度の 確立のために

千葉商科大学 人間社会学部 教授

伊藤 宏一

確定拠出年金制度とNISAの拡充に伴い、広範な国民が投資に取り組む状況が整備されつつある中、わが国でも国民に対する中立的な投資アドバイスサービスの提供が求められるようになってきた。英米の状況をふまえて、わが国における中立的な投資アドバイザー制度の必要性について論じる。

1. 投資アドバイザーをめぐる議論の現状

2014年NISAが導入され、約824万口の口座

〈目次〉

1. 投資アドバイザーをめぐる議論の現状
2. 消費者に対する金融・投資アドバイスの拡大—英米
3. わが国金融教育におけるアドバイスの位置づけと実践の状況
4. 中立的な投資アドバイザー制度の確立を

開設（金融庁 2014.12.31速報値）がされた。しかし、第7回「NISAに関する意識調査」（2014.11.21野村アセットマネジメント株式会社）によると、NISAの利用意向者率は、アンケート参加者の23%に留まっており、非利用意向者率は69%となっている。投資を実行している口座は61%で、投資実行者は既存投資家を中心であり、また毎月積立投資を実行している割合は13%で、20代や30代の利用が2割となっている。しかし全体としては若年層の口座開設は少ないのが現状である。一般的に多くの人々は投資と投機の区別がつかず、短期的な投機と資産形成のための中長期投資とが区別されていない。また口座開設をしても実際に投資するに至っていない人は、「自分に合った投資商品や金融機関を比較・選択することができない」という声が多いと聞く。そして「中立的な情報提供・アドバイス」を求めている声も大きいと言われている。投資の必要性の動機付け、実際の適切な投資

商品選択と資産形成目的の適切な投資行動のために、何が必要か。それが投資アドバイスサービスである。

投資アドバイスサービスを含む、中立的な金融アドバイスサービスの環境整備については、既に2012年5月の金融審議会答申「我が国金融業の中長期的在り方について」において、次のように指摘されていた。

「さらに、中立的な立場での金融アドバイザーの育成も不可欠である。現時点でファイナンシャル・プランナーの有資格者は数多いが、その大多数は特定の金融機関に雇用され、主として自社商品・サービスのメニューから助言を行うに留まっている。独立系の助言業務が一つの職業として成立し、顧客のライフプランの明確化を手助けしながら、より幅広いメニューに基づいて、金融商品・サービスに関する助言を個人に提供できるような環境の整備が求められる。」

ここでの、個人に対する中立的な金融アドバイスサービスは、貯蓄・ローン・保険などパーソナルファイナンス全般に亘るものだが、投資についてもアドバイスの重要な内容と考えられていることは当然である。公的年金の受給低下の中、国民の資産形成を促すために、2015年度税制改正では、確定拠出年金については公務員等共済加入者と主婦など第3号被保険者への個人型の拡充、NISAに関しては100万円から120万円への投資枠の拡大と、新たな「ジュニアNISA」の創設が予定されている。こうした資産形成の投資が、国

民一人一人に適合的となるためには、金融教育、なかんずく投資教育が必要であり、更に個人個人の状況に即して投資商品を選択するための、投資アドバイスが求められるからである。

この場合、投資アドバイスとは、ライフプランのための資産形成を目的として、投資する消費者のライフプランとそれに基づいたファイナンシャルプランを作成し、そこから導き出される目標収益率とその消費者のリスク許容度を土台として、資産形成のための運用ポートフォリオを構築し、それに適合的な投資商品選択を行うこと、また運用開始後、ライフプランの変更やリバランス等に伴うポートフォリオの修正を行うこと、に対するアドバイスを意味する。

これと関連して確定拠出年金制度という場面に限定してみると2013年3月、確定拠出年金に関する通知改正が検討され、投資教育の内容に「ライフプランニング」を導入することが定められた。そして投資アドバイザー問題も議論されたが十分な議論の時間が不足し、この問題は先送りされた^(注1)。更に2014年6月4日の社会保障審議会企業年金部会において、日本証券業協会がこの問題を取り上げて説明した^(注2)が、ここでも議論が不十分で、2015年1月16日に公表された同審議会企業年金部会の「議論の整理」でも、一言も言及されなかった。確定拠出年金法においては、加入者に対する事業者の導入時投資教育は「努力義務」、継続教育は「配慮義務」

となっており罰則規定もないため、導入時教育はほぼすべての事業所が実施しているが、継続教育は約3割の事業所が未実施^(注3)という現状であり、こうした中で投資アドバイスを行うことは、事業所に更に負担を強いるため、全体として消極的であることの反映ではないかと考える。

そして資産形成のための投資を重視する政策は、企業型確定拠出年金だけでなく、個人型確定拠出年金とNISAの拡充に及び、自営業者や公務員・主婦にも関わってくるのだから、これら全体を視野に入れて、国民に対する投資教育と投資アドバイスサービスの提供が、国民的課題の一つとして求められる状況になっていると考える。

■ 2. 消費者に対する金融・投資アドバイスの拡大—英米

さてここで米英について、消費者に対する金融・投資アドバイスの意義と動向についてみておきたい。

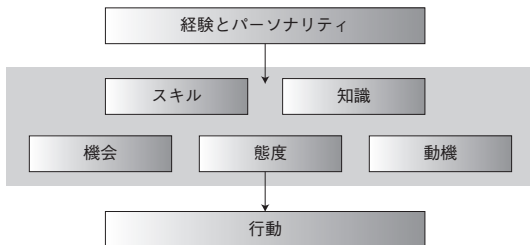
(1) 英国

英国では2011年以来、国民の金融ケイパビリティ^(注4)の向上のための金融教育の一環として「マネーアドバイスサービス」を提供している。これは、2010年5月、当時のキャメロン連立政権が、国民的ファイナンシャル・アドバイス・サービスの創設を行い、英国金融庁(FSA)が担っていた金融教育機能

を「消費者金融教育団体(CFEB)」に移したことに端を発している。当時、CFEBのチーフ・エグゼクティブだったトニー・ホブマンはこう述べた。「FSA金融ケイパビリティ局の甚大な努力のおかげで、国民の金融知識の向上は、短期間のうちに大きな進歩を遂げた…(略)。しかし我々が過去5年間のFSAによる金融ケイパビリティ国家戦略の遂行から学んだことは、人々に情報を提供するだけでは不十分だということだった。我々は人々にアドバイスを与えなければならない。(略)…我々は消費者が望む方法で、望む時に、望むやり方でアドバイスを提供しなければならない」^(注5)として《教育と情報を重視した金融教育のアプローチ》から《アドバイスと行動を重視したアプローチ》へのシフトを宣言した。

そして1年後の2011年4月、CFEBは名称をマネーアドバイスサービスとわかりやすく改称し、利用者無料・中立・独立を基本原則としてサイトを開設し、サービス提供を始めた。他方で、英国政府は21世紀に入って一貫して研究してきた消費者の金融能力についての見解をまとめ、2013年に「英国金融ケイパビリティ戦略」として体系化している。ここでは、消費者の金融ケイパビリティには、知識だけでなく、スキル・知識・機会・態度・動機の5つの決定要因があるとして、以下の図^(注6)を示している。アドバイスは、一般的な知識の個人化やスキルの訓練、ライフプランに基づく動機付けや態度の変更などに関

わっており、個人が行動ファイナンス的歪みを正し適切な金融行動をするために重要な役割を果たしているのである。



この戦略は、実際にマネーアドバイスサービスで実行されている。同サービスは社会人に対する金融教育の中心をアドバイスに置き、サイトでの簡易シミュレーションアドバイス、電話によるアドバイス、対面アドバイス（face-to-face sessions）の3つを柱に中立的なアドバイスサービスを英国全土で展開している。このうち対面アドバイスについては、2011年度は74,000件の実施件数だったが、その後2014年までは毎年10万件以上の実績を上げている。例えば2014年3月末までの1年間で、このサイトにアクセスした消費者は1,650万人、シミュレーションアドバイス実施件数は28万9千件、対面アドバイスは10万2千件であった（注7）。

わが国では、先の確定拠出年金制度に関する投資教育と投資アドバイスの議論のように、依然として《教育と情報を重視した金融教育のアプローチ》に留まっている状況であるが、それが消費者にとって効果的でないことは、英国FSAが21世紀に入って取り組んできた金融ケイパビリティ戦略のための研究

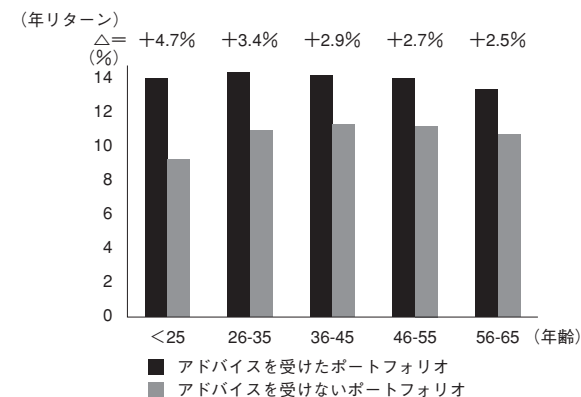
と実践が示しているところである。英国の《アドバイスと行動を重視したアプローチ》に今こそ学ぶべきだろう。

(2) 米国

米国では今日、投資も含めた金融アドバイスがCFP（Certified Financial Planner）を中心に消費者に広範に提供されている。投資については、投資仲介業であるブローカー・ディーラー（BD）とは別に、顧客から運用資産残高に応じてフィーを得る中立的な小規模な登録投資アドバイザー（Registered Investment Adviser-RIA）が多数存在し、SECや州の規制機関に登録して、顧客からの受託者責任を負って投資助言業を行なっている。その際、顧客の投資口座は、カスタムデザインである証券会社が口座設定と管理サービスを行うシステムが確立している。RIAの多くはCFPであり、顧客のファイナンシャル・プランニングを行なって、そのプランを前提にポートフォリオを作成し、さらに個別投資商品のアドバイスを行なっている。最近は、いわゆるロボ・アドバイスと言われるインターネット上のサイトにおけるメカニク的なアドバイスも広がっている。しかしアドバイザーによる対面アドバイスとこのロボ・アドバイスを組み合わせることによって、アドバイス効果があるという議論も行われている（注8）。

ところで日本の確定拠出年金制度の状況とは異なって、米国401（k）においては、ア

(図表) プロの金融アドバイスによるポートフォリオ・リターンへのインパクト
年齢別の401kリターン (2006年)



(出所) SIFMA (注9) より

ドバイス問題は、加入者の分散投資や投資パフォーマンスに関わる重要問題として認識されている。米国証券業金融市場協会(SIFMA)は、401(k)のプロバイダーであるチャールズ・シュワブなどの資料をもとに、オリバー・ワイマン社に依頼し、アドバイスサービスを利用する場合と、そうでない場合の投資家の比較を2010年に行っている。それによると、プロの金融アドバイスを受けた場合は、受けない場合と比較して、全年代平均で3.3%リターンが大きく、貯蓄率も5%から10%高く、資産分散も平均8クラスで、受けない場合の3.7クラスより分散され、またアドバイスをを受けた場合、加入者の投資に関する自信がより高くなっている(注9)、としている。

2014年のシュワブの調査を見ると、資産分散や加入者の投資に関する自信について、同様の結果が示されている。

またこれとは別に、米国最大の401(k)

のマネージド・アカウントのプロバイダーであるファイナンシャル・エンジン社が、「確定拠出年金における助け」の調査を2014年5月に発表している(注10)。同調査では、ターゲット・イヤー・ファンド、マネージド・アカウント、オンライン・アドバイスについて、加入者自身で行わないポートフォリオ変更やリバランスなどをプロによって自動的にし個別アドバイスで変更することを「助け」としており、リーマン・ショックを含む2006年から2012年にかけて、このプロの「助け」によったほうが、そうでない場合と比べると平均3.3%リターンが高い、としている。

いずれにせよ米国では、投資に関するアドバイスの効果が実証されており、多くの消費者がアドバイスを受けている。

■ 3. わが国金融教育におけるアドバイスの位置づけと実践の状況

英米のように適切な金融行動を重視し、そのためのアドバイスを重視する基本戦略は、英米に留まらず、2012年OECDにおいても採用され、金融教育の国家戦略に関するハイレベル原則において、「消費者の金融知識を向上させるより、むしろ金融行動に影響を与えることを目的とする革新的なツールを、開発し使用し評価するよう奨励すべきである。このためには、ソーシャル・マーケティングの手法や行動経済学および心理学の分野での調査の成果を活用することも考えられる。」とされ、これが2012年ロスカボス・サミットで承認され、国際的に追求されている基本戦略である。我が国でもこれを受け、金融庁金融研究センターは2012年11月に「金融経済教育研究会」を立ち上げ、翌2013年4月に画期的な報告書を公表した。そこでは、「知識の習得に加え、健全な家計管理・生活設計の習慣化、金融商品の適切な利用選択に必要な着眼等の習得、必要な場合のアドバイスの活用など行動面を重視する。」と述べられ、金融リテラシーの4分野として、家計管理、生活設計、金融商品の適切な選択と並んで、「必要な場合のアドバイスの活用」が盛り込まれたのである。2013年6月には同報告書に基づき、金融経済教育推進会議が金融広報中央委員会の中に設置され、作業が開始された。その後

2014年6月には、金融経済教育推進会議が、金融経済教育研究会報告書が示した「最低限身に付けるべき金融リテラシー」に関する項目別・年齢別スタンダード（教育基準）である「金融リテラシー・マップ」を発表した。

これらに基づき、中立的な金融アドバイスの実践として、2014年6月「家計管理と生活設計について考える相談会」が3日間東京で、金融庁・東京都消費生活総合センター・金融広報中央委員会・日本FP協会・全国銀行協会・日本証券業協会等の主催で行われ、21組の相談が行われてCFPが対応し、大変好評だった。また日本FP協会に関しては、2013年から行われている医療介護機関における患者のための相談「金融コンシェルジュ」(金融庁)と共に、生活困窮者に対する家計アドバイス(地方自治体)・専門学校生の就学支援アドバイス(文部科学省)・高齢者が所有する中古住宅の活用アドバイス(国土交通省)などのアドバイス提供が次々と依頼されつつあり、金融に関するアドバイスサービスは、広がりを見せている。

■ 4. 中立的な投資アドバイザー制度の確立を

ところが金融のうち投資に関しては、広範な消費者に対して理論的にも実践的にもアドバイスサービスが求められているにもかかわらず、広がりをみせていない。それは金融商品取引法の問題があるからである。現行の金

融商品取引法上の投資助言・代理業は、事実上、主に富裕層を対象としたものとなっている^(注11)。広範な消費者は、一般に、金融商品の選択にあたって、金融機関や友人等にアドバイスを受けることが多く、自分の生活設計にとって適合的でない投資商品を選ぶことがしばしばあり、また予防的・中立的アドバイスがないために、投資詐欺の被害にあうこともしばしばある。こうしたことを解消し、個々のライフプランに基づいた中長期の資産形成をするための投資アドバイザー制度を確立することは、時代の要請となっている。

こうした中、2014年6月、民間で「個人資産形成の拡大に向けての提言」(資産形成支援のあり方を考える勉強会)が発表された。そこでは、我が国の投資信託売買にかかる手数料が高く、販売会社営業員に対するインセンティブが、投資家が負担する販売手数料にあることが指摘されている。そして顧客の残高連動型のフィーを主な収益として、常に顧客の立場に立ってアドバイスを行うと共に、一任による運用を行う米国の小規模な投資助言業者(RIA)の台頭に鑑みて、上限付個人・小規模投資助言業の解禁が提案された。これは適切な提案として評価したい。現行制度では、消費者に対して投資仲介業者つまりIFAとしてアドバイスしているケースがあるが、販売会社から投資商品販売のコミッションを収入源としているため、中立的ではなく、消費者に対して利益相反問題が生じることになる。

わが国では金融商品取引法に基づいて投資助言業の登録を行うためには、厳格な組織構成の要件、資本金の制限などがあり、これらが小規模事業者の参入障壁となっている、と先の提言は指摘しているが、その通りである。預かり資産残高の制限(例えば5,000万円など)やカスタムディ안의整備を行った上で、登録要件を緩和し、小規模投資助言業を解禁し、顧客からの預り資産残高にかかるフィーを収入の柱とすることにより、顧客である生活者の立場にたった投資アドバイスサービスの拡大が期待できる制度が求められている。

そのためには、アドバイスの内容、投資商品の範囲、アドバイザーの資格要件、アドバイザーのコンプライアンス問題、中立性の担保等の問題について詳細に議論し、制度化を図る必要がある。最後に、この投資アドバイスが、顧客のライフプランの作成とファイナンシャルプランの作成から出発し、このプランで示される目標リターンと顧客のリスク許容度を前提に、ポートフォリオを構築し、それに適合的な投資商品を選択し、ライフプランと資産内容の変化に伴って、ポートフォリオの再検討を行う、という一連のプロセスを不可欠とし、顧客第一の倫理要件を必要とする以上、アドバイザーの要件に、個人の金融全体の知識とスキルを包括的に持ち、倫理規定と継続教育規定があり、日本FP協会が自主規制を行っているCFP資格取得が求められることを強調しておきたい。

(注1) 「確定拠出年金 (DC) 制度改革の好機到来」(野村 重紀子『野村 資本市場 クォーターリー』2014autumn)

(注2) 社会保障審議会企業年金部会2014年7月4日
日本証券業協会 資料5-1

(注3) 社会保障審議会企業年金部会2014年11月18日
厚生労働省資料1

(注4) 金融ケイパビリティ概念については、拙論「金融ケイパビリティの地平」(『ファイナンシャル・プランニング研究』No.12 2012日本FP学会)を参照。

(注5) Tony Hobman, From Financial Capability to CFEB : the Road Ahead, Welcome speech, 2010/7, CFEB Cambridge Conference. <https://www.moneyadviceservice.org.uk/>.

(注6) UK Financial Capability Strategy 2013, section 2.

(注7) Annual Review, Directors' Report and Financial Statements for the year ended 31 March 2014 by the Money Advice Service.

(注8) ロボ・アドバイザーの概況については、「米国で拡大する『ロボ・アドバイザー』による個人投資家向け資産運用」(岡田功太『月刊資本市場』2015.2)、ロボ・アドバイザーと人によるアドバイスとの関係については、「ロボ・アドバイザーとFP: 組み合わせれば効果大?」(『FPジャーナル』2015.4 日本FP協会及び米国版FPジャーナル2015.1 FPA)、「米国のロボ・アドバイザーによるヒトとの競争と共生」(吉永高士『Financial Information Technology Focus』2015.3 野村総研金融ITナビゲーション推進部)を参照のこと。

(注9) Standard of Care Harmonization-Impact Assessment for SEC, by Sifma, october 2010.

(注10) Help in Defined Contribution Plans : 2006 through 2012, May 2014 by Financial Engines.

(注11) 2015年2月末現在、我が国の投資助言・代理業者数は、991(金融庁「金融商品取引業者登録一覧」)、2011年1月現在、米国のRIAはSEC登録が11,000、州登録が15,000、合計26,000である(Study on Investment Advisers and Broker-Dealers, 2011.

by SEC)。米国では幅広い個人への投資アドバイスが発達している。

