

## 「資産運用サービスと投資信託」

商学部教授 阿萬弘行

家計・個人の資産運用のあり方に対しては、高齢化社会で対応すべき重要な経済問題として、近年多くの注目を集めている。政策的には、日本版少額投資非課税制度（NISA）が導入され、また、個人型確定拠出年金制度（iDeCo）もスタートしている。本稿では、これらを背景として、今後の資産運用サービスの在り方についてヒントを提供している、いくつかの最近の経済記事についてレビューする。

金融ジャーナル 2019 年 2 月号は、投資信託ビジネスと銀行業界の関わりについて、「新時代の投信窓販像」として、興味深い特集を組んでいる。その中で、内野論文（「投信ビジネスの販売体制は万全か」）では、家計による投信保有残高が、20 年前と比較すると大幅に伸びてきた一方で、銀行窓口販売は 2009 年のピーク時から伸び悩んでいる状況を指摘している。その理由の一つとして、銀行員の販売インセンティブが十分与えられていない可能性を指摘している。また、銀行と証券の相乗効果の発揮を、収益性向上の鍵の一つとして挙げている。他方で、顧客本位の業務運営が、金融庁によって強く求められている点も確認している。この現状において、販売側のインセンティブと顧客の満足度をどうバランスさせていくかが、金融業界が顧客の信頼を維持しながら、投信ビジネス拡大と両立させるための重要な要素であろう。

永沢論文（「投信窓販 20 年の変遷と今日的課題」）は、投信の銀行窓販拡大に貢献した毎月分配型ファンドについて、問題点を指摘している。理論的に、ファンドの資産価値は分配金流出の分だけ低下する、という点は極めて基礎的な金融リテラシーであり、分配金の多さは必ずしも投資家の利益にならないことはしばしば批判されている。他方で、この間、トータルリターンの通知義務化は、情報開示の上での進展の一つであることを述べている。また、地域金融機関は、大手銀行グループと異なり、ファンドの供給・販売一貫体制をもっていない弱みについて指摘している。顧客目線と金融機関の収益性の双方から、運用会社と販売会社の一体化・分離のどちらにメリット・デメリットがあるか、今後一層議論されるべき課題であろう。森論文（「投信を取り巻く環境変化と課題」）では、投信市場の変遷を解説する中で、家計の長期・分散投資とは相容れないコンセプトとなりうるテーマ型投信の販売推奨を挙げている。他方で、長期投資のメリットと反する分配型投信は近年減少傾向にあり、また、積み立て型投信の顧客数増加という面から、改善の方向性を示唆している。小粥論文（「行政が試す金融業者の自主性」）によると、金融庁がルール・ベースから方向転換し、プリンシプル・ベースにもとづく政策運営を志向する中において、自由度の高い金融業者間の競争

が、顧客本位のサービス充実につながることを期待されている。その意味においては、筆者が指摘するように、批判のあった共通 KPI の導入についても、今後の改善へのプロセスとして考えれば、意義は十分大きい。具体的に、通常ファンドリターンと比較対照するためのツールとして、ファンドの売買タイミングを考慮した「投資家リターン」の活用を挙げている。

岡田・山下論文（「米国の独立系ファイナンシャル・アドバイザーを巡る近年の動向」 野村資本市場クォーターリー22 巻3号 2019年）は、米国における独立系ファイナンシャル・アドバイザー（IFA）の状況について報告している。それによると、IFA には、ブローカー・ディーラーと登録投資顧問業者（RIA）の二つのタイプがあり、前者は売買委託手数料（コミッション）、RIA は残高フィーを報酬体系としている。日本では、金融機関による販売手数料目当ての回転売買推奨が永らく批判的となっており、今後の個人向け資産管理サービスの方向性に対して示唆に富む内容となっている。特に、大手 RIA は、企業体として多くの営業担当者と顧客を抱えている点、小規模の IFA にはインフラサービスを提供する会社（LPL ファイナンシャルなど）が存在している点、それがフランチャイズチェーンを形成している点は興味深い。日本においても、IFA が既存金融機関と併存しうる存在となるためには、単に IFA 業務サービスだけでなく、それをサポートする新たな民間部門が生まれることが重要であろう。

駒村論文（「加齢が金融市場に与える影響—Cognitive Aging の時代と金融ジェンロントロジーの可能性—」証券レビュー59 巻1号 2019年1月）は、高齢化社会における資産運用に関する論考であり、近年注目集めるキーワードである「金融ジェンロントロジー」について解説している。それによると、この分野は、行動経済学の知見を応用できる範囲が広い。人間の意思決定は、熟慮した合理的判断と情動による判断に大きく分けられるが、加齢による認知能力の低下は、情動判断のバイアスを増幅する。たとえば、高齢者はリスクへの感受性が低下する傾向、資産管理能力が衰える傾向、金融リテラシーの低下、自信過剰バイアスの増加を、既存研究からの代表的事例として挙げている。この分野の学問的な発展の重要性を示唆している。