

# 手数料体系の再構築と資産運用パフォーマンスの改善

慶應義塾大学経済学部名誉教授/金融庁金融研究センター長 吉野 直行

金融庁総合政策局リスク分析総括課コンダクト企画室課長補佐 杉本 卓哉

## — 目 次 —

1. 手数料体系はどうあるべきか

2. 実 証

## 1. 手数料体系はどうあるべきか

(吉野)

前半は私から、後半は杉本補佐から発表させていただく。

今日、お話ししたい内容は、「ネット販売」と「対面販売」、ここから「手数料」を見て、一番右にあるように、今日のテーマでもあるが、金融経済教育をしっかり受けている「金融知識のある個人」と「金融知識のない個人」に分け、この中から一番いい手数料体系はどうあるべきかを理論的に説明し、さらに杉本氏から実証分析の結果について説明していただきたい。

資料1頁をご覧ください。モデルとしては、非常に簡単に仲介業者は二つの資産を扱うと考える。「安全資産」と「リスク資産」

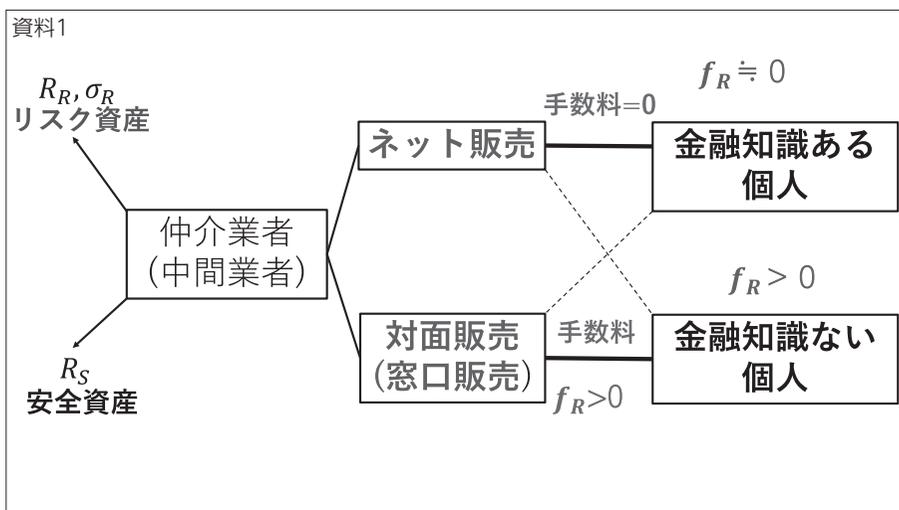
であり、安全資産はリスク( $\sigma$ )はゼロ、リスク資産はリターンが $R^R$ 、 $\sigma$ はそのリスクである、こういう二つの資産を考えながら分析していく。

資料2頁をご覧ください。モデルでは個人の投資家は二つのタイプを仮定している。(1)は金融リテラシーが高いタイプである。この人たちは最適な販売業者を自ら選択して、多くの場合はネット証券を利用する。自らが考え、投資行動を実践に移すことができる。こういう個人を金融リテラシーが高い個人と考える。(2)は、金融リテラシーはない。こういう人たちは、商品選びは販売業者任せにしており、そこには商品選択についての情報の非対称性がある。

資料3頁をご覧ください。販売業者の行動について、手数料収入の最大化を仮定している。販売業者の全体の収入を $f$ とし、「安全資産の手数料」と「リスク資産の手数料」の合計となるが、安全資産とリスク資産の配分比率は、それぞれ、 $(1-\theta)$ 、 $\theta$ である。

式では、「リスク資産からの手数料」は





## 資料2

## 合理性の程度が異なる二つのタイプの個人が投資家

- (1) 金融リテラシーが高く、非常に合理的な個人。投資すべきリスク資産を自ら特定することが可能で、最適な販売業者を自ら選択。2000年前後以降のネット証券会社等の登場により、リテラシーの高い投資家は、自らが最適と考える投資行動を実践に移すことが可能。
- (2) 自ら販売業者や商品を選ぶことが出来るほどの金融リテラシーはなく、金融商品そのものについての知識は乏しく、商品選びは販売業者任せであるものの、一般的な損得の判断程度は行うことが出来る個人を想定し、商品選択について情報の非対称性があり、限られた情報の中で投資判断を行う主体。

## 資料3

## 販売業者の行動

手数料収入( $F$ )の最大化行動

( $\theta$  : リスク資産と安全資産の配分比率)

$$F = (1 - \theta)f_S + \theta f_R = \theta f_R \rightarrow \text{最大化}$$

$f_S$  = 安全資産の手数料 = 0

$f_R$  = リスク資産の手数料 > 0

「 $\theta f_R$ 」、 「安全資産の手数料」は $(1-\theta)f_S$ となる。ここでは「安全資産の手数料収入」は0、リスク資産の手数料収入は $f_R$ としているから、全体の手数料収入はこの式のように配分比率を掛けた $\theta f_R$ だけからなり、販売業者はこれを最大化するように行動すると考える。

資料4頁をご覧ください。投資家の行動については、単純に仮定する。先ほどのように安全資産はリターン( $R^S$ )のみありリスク( $\sigma$ )はゼロである。リスク資産はリターンが $R^R$ で、 $(\sigma^R)^2$ がリスクとする。以上の前提条

件のもとで、投資家の効用関数 $U$ はリスクとリターンから、 $U=R-\beta\sigma^2$ と定義する。ここで $\beta$ は、リターンとリスクの感応度の程度を表し、 $\beta$ の値が大きければリスクをより回避する投資家を表すことになる。

効用関数 $U$ を最大化するように投資家は考え行動して、リターン $R$ はリスク資産と安全資産の配分を、真ん中に式があるが、 $\theta$ と $(1-\theta)$ で配分している。そうすると一番下のように最適なリスク資産への配分比率は、効用関数 $U$ は $\sigma$ の関数で、 $U$ を $\theta$ で微分して

資料4

**投資家の行動のモデル**

安全資産 $\{R_S, \sigma_S=0\}$     リスク資産 $\{R_R, (\sigma_R)^2\}$

安全資産の手数料は $f_S = 0$ と単純化

リスク資産の手数料は、 $f_R > 0$ .

効用最大化： $U = R - \beta\sigma^2$

リターン： $R = (1-\theta)(R_S - f_S) + \theta(R_R - f_R)$

リスク： $\sigma^2 = \theta^2(\sigma_R)^2$

$$\frac{\partial U}{\partial \theta} = [(R_R - f_R) - (R_S - f_S)] - 2\beta\theta(\sigma_R)^2 = 0$$

$$\text{リスク資産への配分比率： } \theta = \frac{[(R_R - f_R) - (R_S - f_S)]}{2\beta(\sigma_R)^2}$$

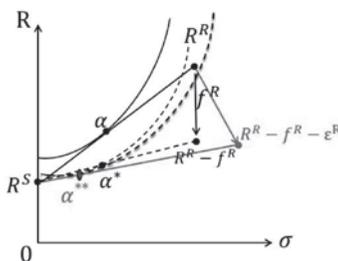
資料5

**複数均衡**

(ア) 金融リテラシーを十分に備えた合理的な個人投資家の場合

投資家側が最適な販売業者を選別できる能力を持ち、ネット販売による購入経路を選択し、手数料は限りなくゼロに近い ( $f_R \approx 0$ )、均衡は、「 $\alpha$ 」を選択。

$$\theta = \frac{[(R_R - f_R) - (R_S - f_S)]}{2\beta(\sigma_R)^2} = \frac{R_R - R_S}{2\beta(\sigma_R)^2} \text{ where } f_S = f_R = 0$$



0 において求めると一番下のような形で、最適な資産配分が理論的に決まってくる。

資料5頁をご覧ください。金融リテラシーの違いにより、投資家の行動がどのように変わるか、見ていきたい。まず、金融リテラシーを十分に備えた個人の場合はネット販売を利用すると考える。ネット販売の場合には手数料はほとんどゼロである。

グラフには、縦軸にリターンと横軸にリスクをとり、右上がりとなるポートフォリオフロンティア線に、三角形の図形を重ねている。直線  $R^R$  はリスク ( $\sigma$ ) ゼロの縦軸上の安全資産のリターン  $R^S$  から始まり、縦軸線上がリスク資産のリターンであり、線上の任意の点から垂直におろして対応する横軸の点がリスクの大きさ ( $\sigma$ ) になる。

合理的な金融リテラシーを備えている人は手数料を取られない形で運用するので、この黒い  $R^S$  と  $R^R$  を結ぶ線と効用関数の接点のところで効用最大化して、安全資産とリスク資産の比率(点  $\alpha$ ) を選びながら行動すると考える。

資料6頁をご覧ください。金融リテラ

シーが不十分な人たちの行動については、あまり自分では資産選択できずに、青いところに書いてあるが、「販売業者側が提示した商品のみを選択肢」とすると仮定する。そうすると販売業者側は、手数料収入 ( $f$ ) を最大化させるように  $f^*$  の分配を考える。手数料収入 ( $f$ ) は安全資産の手数料をゼロと仮定しているため、リスク資産のみの手数料収入 ( $f^R$ ) になる。それを解いていくと、下から3行目の一番右にある  $f^R = \frac{(R^R - R^S)}{2}$ 。これが理論的には手数料収入を最大化させるリスク資産の手数料となる。この場合には一番下の  $\theta^*$  のところが最適な配分になる。

資料5頁に戻ると、この図でいくと  $f^R$  が下がっているが、その分だけ手数料が差し引かれ、 $R^R$  が下に動き、下から2番目の黒い破線のような線になってくる。そうすると金融リテラシーのない個人投資家は、ちょうど破線の黒い曲線の効用関数と、この破線の黒い線が交わる  $\alpha^*$  を選択することになり、金融リテラシーのある投資家の資産選択 ( $\alpha$ ) とは異なる選択をすることになる。

$\alpha$  (金融リテラシーのある投資家) と  $\alpha^*$  (金

資料6

(イ) 金融リテラシーが不十分な個人投資家  
(金融リテラシーが低い個人投資家)

販売業者側が提示した商品のみを選択肢として投資判断を行う

販売側が寡占的な状況となっており、販売業者側が価格支配力を持って手数料を設定、 $\theta$  は  $f_R$  の関数となり、販売業者側は下記式を最大化するよう  $f_R^*$  を設定する。

$$\text{Max: } F = (1 - \theta)f_S + \theta f_R = \theta f_R \quad \text{where } f_S = 0, f_R > 0$$

$$\frac{\partial F}{\partial f_R} = \frac{\partial \theta}{\partial f_R} f_R + \theta = 0 \quad \frac{\partial \theta}{\partial f_R} = -\frac{1}{2\beta(\sigma_R)^2} \quad \text{where } \theta = \frac{[(R^R - f_R) - R_S]}{2\beta(\sigma_R)^2} \quad \dots (1)$$

$$\frac{\delta F}{\delta f_R} = 0 \text{ となる } f_R^* \text{ の値は、} \frac{\delta F}{\delta f_R} = -\frac{1}{2\beta(\sigma_R)^2} f_R + \frac{[(R^R - f_R) - R_S]}{2\beta(\sigma_R)^2} = 0 \quad \dots (2) \quad f_R^* = \frac{R^R - R_S}{2}$$

この場合のリスク資産への配分比率  $\theta^*$  は (図では「 $\alpha^*$ 」)

$$\theta^* = \frac{[(R^R - f_R^*) - R_S]}{2\beta(\sigma_R)^2}$$

資料7

手数料収入の合計値 $F$ は、手数料率 ( $f_R$ ) にリスク資産への配分比率を掛けたもの

$$F = \theta f_R = \frac{f_R[(R_R - f_R) - R_S]}{2\beta(\sigma_R)^2} = \frac{\{f_R(R_R - R_S) - (f_R)^2\}}{2\beta(\sigma_R)^2}$$

手数料収入は、図のように、手数料率 ( $f_R$ ) に応じて最初は増加するが、手数料率が上がるにつれてリスク資産への投資比率が低下するため、投資家側の手取りリターンが徐々に減少し、販売業者の手数料収入を最大化させる「最適な手数料」 (図の $f_R^*$ ) が存在する釣り鐘型の曲線

$$\frac{\delta F}{\delta f_R} = \frac{[(R_R - R_S) - 2f_R]}{2\beta(\sigma_R)^2} = 0$$

therefore  $f_R^* = \frac{R_R - R_S}{2}$

融りテラシーがない投資家) を比べると、 $\alpha^*$  が左に寄ってきている。このことは、金融リテラシーのない投資家は、より安全資産である預貯金に多くの資産を配分することになる。

資料7頁をご覧ください。もう一つ、手数料収入の最大化の点があると申し上げた。右側の釣り鐘型の図のように手数料収入は、横軸が手数料率の $f_R$ で、縦軸の $f$ が全体の手数料収入で、最初は少しずつ手数料の料率を上げていくと手数料収入が上がって

く。あまりにも手数料が上がり過ぎると個人の投資家は (手数料を取られる) リスク資産から逃げていくので、ある点で手数料収入最大点となり、それ以降は手数料が減少するので、このように釣り鐘型になっていると仮定する。

そうすると手数料収入を最大化させる点は、資料7図でいくと $f_R^*$ という点になる。これが一番下に書いてあるように $\frac{R_R - R_S}{2}$ となる。

次に、資料8、販売業者の手数料が開示さ

資料8

(ウ) 販売業者側の手数料が開示されない場合

販売業者側が手数料を開示しなかったり、一部しか開示せず過小に見せようとしたりする場合、投資家側からすると手数料率 ( $f_R$ ) は確率変数となる。

2022年6月30日「投資信託等の販売会社に関する定量データ集」(「FDデータ集」)

投資家は確率変数である手数料 ( $f_R$ ) に、期待値 ( $E[f_R]$ ) 及び分散 ( $(\sigma_f)^2$ ) を想定する

販売業者側の収益最大化が行われた均衡水準での手数料は、

$$E[f_R] = f_R^* = \frac{R_R - R_S}{2}$$

投資家側から見ると、リスク資産自体のリスクに加えて、手数料についてのリスクが追加されるため、リスク資産への投資比率は、次スライド図の「 $\alpha^{**}$ 」点となり、(イ)の「 $\alpha^*$ 」よりもさらに低くなる。

$$\alpha^{**} = \theta^{**} = \frac{[(R_R - f_R) - R_S]}{2\beta \{(\sigma_R)^2 + (\sigma_f)^2\}}$$

れない場合、あるいは一部しか開示されていない場合にはどのように考えるかという、投資家にとって手数料は確率変数になる。つまり、真ん中の式のように $E[f^R] = f^R$ と書いてあるが、手数料が確率変数で、その手数料にも変動があるから、手数料に分散が発生する形になる。

資料5頁に戻って、どのようになるかという、一番下の $\alpha^{**}$ あるいは $\theta^{**}$ が金融経済教育をあまり受けていない投資家にとっての最適な選択すべき点になる。

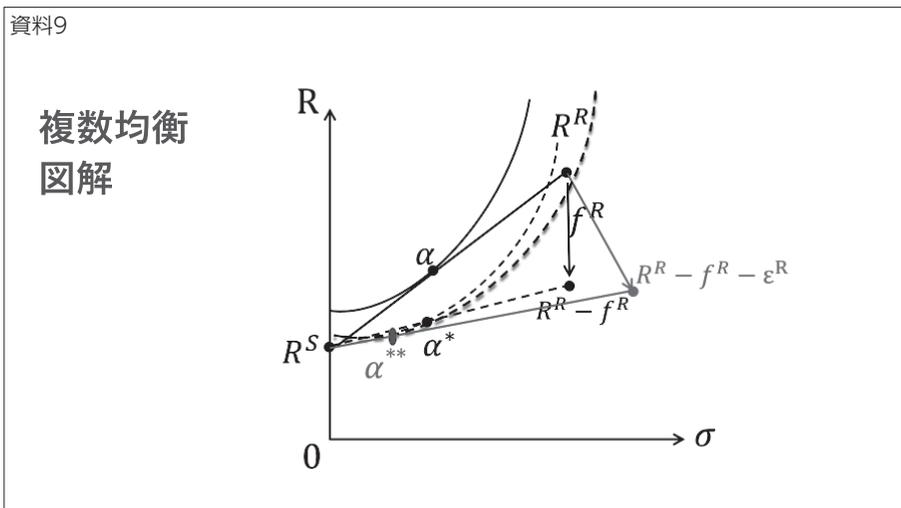
これを資料9図でもう一度説明すると、右のほうに赤い線が右の斜め下に下りている。この場合には $R^R - f^R$ （手数料収入）、そこにさらに手数料は不確実だから、その不確実なところの $\varepsilon^R$ 、この分だけリスクが加わるから、より右のほうの点になってくる。そうするとリターンも少し不確実分だけ下がり、結局、こういう投資家は $\alpha^{**}$ というところで資産を選択することになる。

つまり、日本では金融資産のうち預貯金比率が高かったが、この図でいくと金融リテラシーのある人は $\alpha$ という点を選び、ある程度

リスク資産の比率もある。それに対し、手数料収入の不確実性もあり、しかも金融リテラシーがない人はこの図でいくと $\alpha^{**}$ という点を選び、より安全資産を買うことになってくる。金融リテラシーがなかったことが日本では預貯金を多く保有する行動につながっていたのではないかという結論が導かれる。

資料10頁をご覧ください。さらに金融リテラシーがなく、しかも手数料収入がしっかり開示されずに不確実であるところと、手数料収入がきちんと開示され、それを見ながら行動する場合を比較すると、手数料収入が一番下の式になるが、手数料をきちんと開示していたときのほうが販売業者にとっても手数料収入が大きかったはずであることが、一番下に示されている。 $f^{**}$ は手数料収入に不確実性がある場合。 $f^*$ が一番下の右のところだが、手数料収入がしっかり開示された場合のほうが、手数料収入は高かったはずではないかということになる。

資料11頁をご覧ください。投資家の中で金融リテラシーがある投資家が $\delta$ の比率でいて、金融リテラシーがない投資家が $(1 - \delta)$



資料10

(ウ) 販売業者側の手数料が開示されない場合  
(販売者側も最適点は達成されず)

投資家から見た手数料の不確実性が存在しない (イ) のケースに比べて、投資家にとっての最適な資産配分が行われていないだけでなく、**販売業者側にとっても、手数料収益最大化が達成されず ( $F^{**} < F^*$ )、投資家、販売業者のいずれにも最適な均衡点ではない。**

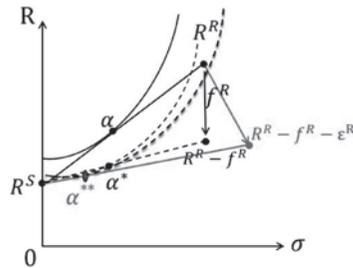
$$F^{**} = \theta^{**} E[f_R] = \frac{f_R^* [(R_R - f_R^*) - R_S]}{2\beta \{(\sigma_R)^2 + (\sigma_f)^2\}} = \frac{\{f_R^* (R_R - R_S) - (f_R^*)^2\}}{2\beta \{(\sigma_R)^2 + (\sigma_f)^2\}} < F^*$$

資料11

<複数均衡>

- (i) 金融リテラシーのある投資家 (比率:  $\delta$ ) (点  $\alpha$  を選択)
- (ii) 金融リテラシーがない投資家 (比率:  $(1 - \delta)$ ) (点  $\alpha^{**}$  を選択)

金融リテラシーのある投資家は、ネット販売を利用し、図の  $\alpha$  の配分を選択  
金融リテラシーに不足する投資家は、対面販売で手数料 ( $f^R$ ) を支払い、事前的には  $\theta^{**}$  ( $\alpha^{**}$ ) を選択



複数均衡でのリターン:  $\delta\{(1 - \theta)R_S + \theta R_R\} + (1 - \delta)\{(1 - \theta^{**})R_S + \theta^{**}R_R\}$   
 複数均衡でのリスク:  $\delta(\theta^2 \sigma_R^2) + (1 - \delta)(\theta^{**2} \sigma_R^{**2})$

**金融リテラシーがあまりない投資家の存在とそれに対する事業者側の対応の結果から、長期間にわたって預貯金比率が高かったという説明も可能。**

の割合であると仮定する。金融経済教育が進めば、一番左の上の  $\delta$  の人たちが増えてきて、金融リテラシーの少ない「 $1 - \delta$ 」がどんどん減ってくることになる。

資料11の右側の図でいくと、金融リテラシーがなく、手数料の開示もない場合には、この図の  $\alpha^{**}$  という赤い点であったが、それが  $\alpha$  に徐々に近づいていくことになるから、預貯金の比率も減っていき、リスク資産の割合も少し増えていくことになる。一番下に書いてあるが、預貯金の比率が高かったということ

は金融リテラシーがない投資家が多かった。もう一つは、リスク資産の手数料は、従来はきちんと開示されてこなかった。手数料の不確実性があったために  $\alpha^{**}$  のところに来ていたのではないかという結論が導かれる。

資料12頁をご覧ください。このモデルの中でどういう形で投資家と販売業者の目線が一致するような手数料体系を考えたいだろうかというので、杉本補佐と一緒に二つ考えた。(1) は販売業者の手数料収入を実績のリターンに何パーセントか掛け、それを手

## 資料12

## 投資家と販売業者の目線が一致する二つの手数料体系

- (1) 販売業者の手数料 ( $f^R$ ) = 期待リターンにリスクを加味したリターンの実績値 ( $E(R_t) \pm \varepsilon_t^R$ )

$$\text{販売業者の手数料収入： } F = (\alpha^{**})\Phi[E(R_t) \pm \varepsilon_t^R]$$

$\Phi$ は、販売業者が投資家から受け取り手数料率。販売業者の手数料収入は、期待リターン $\{E(R_t)\}$ にリスクを加味した ( $\pm \varepsilon_t^R$ ) 実績リターンに依存する。

- (2) 販売業者の手数料が投資家の効用関数と全く同じ「リスクとリターン」に依存

販売業者はリスク資産の販売時に投資家のリスク回避度をヒアリングで聴取

$$\text{販売業者の手数料収入： } F = (\alpha^{**})\Phi[E(R_t) - \beta(\sigma_t^R)^2]$$

リスク資産の運用で、販売業者と投資家の事前的な行動は一致し、同じ目線に立った投資運用となる。

手数料収入とする。つまり、青の中に書いてある  $E(R_t) \pm \varepsilon_t^R$ 、これはリスクの部分があるから、これ全体が実績のリターンになる。だから実績のリターンに何パーセントか掛けた形で、それで手数料収入を徴収する、これが一つのやり方ではないかと考える。

もう一つのやり方は、資料12の下から3行目のところ、手数料が投資家の効用と全く同じ形になることで、一番下から3行目のところ、 $f = E(R_t) - \beta(\sigma_t^R)^2$ となるように設定し、手数料と投資家の目的関数を全く同じ形として、投資家が得られる収益の何パーセントかを手数料として受け取れるとする方法がある。ここでは例えば3%にして手数料収入として受け取ると仮定する。

このような手数料とした場合、 $\beta$ というリスク回避度は分かっているが、これは金融機関の窓口で、それぞれ投資家の方々が、どの程度のリスク回避度があるかをヒアリングすることにより、この $\beta$ の値も分かると仮定した。そうであれば一番下のやり方があるのではないかと。

つまり、投資家と販売業者の目線が一致す

るようにするためには、(1)にあるような実績のリターンに応じた形で何パーセントかを手数料収入として徴収する。もう一つのやり方は、下から3行目の投資家が持っている効用関数と全く同じ形にして、そこから実績をこの数字の中に入れ、その何パーセントかを手数料収入にする。こういうやり方をすれば販売業者と投資家の目線が全く一致することになるというのが、私と杉本補佐の研究結果である。

これからは数値例を使いながら杉本補佐に説明してもらおう。

## 2. 実証分析

(杉本)

資料13~14をご覧いただきたい。非常にざっくりとした試算であるが、家計調査を見ると、投資信託と株式の割合は2020



**資料13** <数値例>

国内の実際のデータを用いて、国内の一般投資家のリスク回避度係数 $\beta$ を試算し、パラメーターの変化によるリスク資産配分比率への考え得る影響を見る。  
家計調査の株式及び投資信託の構成比の2020年と2021年の値の概ね中間の「12%」を、現状のリスク資産への配分比率 $\theta$ とする。

金額 (万円)	貯蓄現在高	うち有価証券	うち有価証券		
			うち株式	うち投資信託	うち債券
2020年	1,791	240	123	80	29
2021年	1,880	295	152	102	33

構成比 (%)	貯蓄現在高	うち有価証券	うち有価証券			株式+投資信託
			うち株式	うち投資信託	うち債券	
2020年	100.0%	13.4%	6.9%	4.5%	1.6%	11.3%
2021年	100.0%	15.7%	8.1%	5.4%	1.8%	13.5%

(出所) 家計調査 (貯蓄・負債編) (総務省)

**資料14**

リスク資産のリターンとリスクについては、下記のTOPIXの時系列データを用いる

	TOPIX (配当込み)
平均リターン (年率) : $R_R$	6.9%
ボラティリティ (年率) : $\sigma_R$	17.0%
分散 (年率) : $(\sigma_R)^2$	2.9%

2002年10月から2022年9月の月次データより。  
(出所) Bloomberg

安全資産利子率 ( $R_S$ ) は単純化のため0%とする。

年が11%、2021年が13%なので、現状リスク資産への投資率は12%と仮定する。

本当はリスク資産には投資信託、株式といういろいろあるが、ここは単純化してTOPIXに置き換え、その20年間の長期時系列からリスク資産のリターンは6%ぐらいとした。

資料15頁をご覧ください。販売業者の手数料は今どれぐらい取られているか。金融庁が公表したいろいろな資料に書いてある。販売手数料と信託報酬の部分があるが、おおむね年率2%前後で、地域銀行と証券会社の

数字を採用して2.1%とした。

資料16頁をご覧ください。こちらを使い、全てがリテラシーのない投資家と仮定をして、先ほどのリスク資産への配分比率 $\theta^*$ が現状だと仮定して、リスク回避度係数の $\beta$ を先ほどの式から6.9ぐらいと算出している。当然、リスク回避度は相対的とかいろいろあるが、それが6.9を固定値であると仮定して、フィーや期待リターンをどれぐらい動かしたら、先ほどの株式+投資信託の配分比率11.9%が変わるのか表にまとめている。 $f^R$ の欄は

**資料15** 販売業者の手数料の年率値 ( $f_R$ ) については、投資信託の手数料から試算する。

まず、信託報酬部分については、金融庁公表の「資産運用業高度化プログレスレポート2022」p.36のアクティブファンドのエクスペンシオ平均の1.54%を用いる。販売手数料部分については、同じく金融庁公表の「投資信託等の販売会社に関する定量データ集」（令和4年6月30日）p.5及びp.6に業態（主要行等、地域銀行、大手証券会社等）別の販売手数料と平均保有期間が公表されている。

これらのデータを元に下記のように年率換算し、信託報酬部分と合算して、販売業者の手数料の年率値を求めた。

	販売手数料 (2021年度) (A)	平均保有期間 (2021年度) (B)	年あたり 販売手数料 (A/B)	信託報酬	年率手数料 合計
主要行等	1.47%	4.6年	0.32%	1.54%	<b>1.86%</b>
地域銀行	1.96%	3.4年	0.58%		<b>2.12%</b>
大手証券会社等	2.37%	3.8年	0.62%		<b>2.16%</b>

「投資信託等の販売会社に関する定量データ集」（令和4年6月30日）p.3にある通り、主要行等と大手証券会社等で投資信託の残高の4分の3を占めるため、 $f_R$ については「2.1%」を採用する。

**資料16** リスク回避度係数 ( $\beta$ ) を試算すると、下記式のように、6.9となる。

$$\beta = \frac{[(R_R - f_R) - R_S]}{2\theta(\sigma_R)^2} = \frac{[(6.9\% - 2.1\%) - 0\%]}{2 \cdot 12\% \cdot 2.9\%} = 6.9$$

このリスク回避度係数の試算値を元に、それが固定値であると仮定して、様々な組み合わせの $R^R$ と $f^R$ に応じたリスク資産への配分比率 $\theta$ を示すと下記ようになる。

$\theta$ の変化	$f_R$							
	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.1%	2.5%	3.0%	
$R^R$	5.0%	11.1%	9.9%	8.7%	7.4%	7.2%	6.2%	5.0%
	5.5%	12.4%	11.1%	9.9%	8.7%	8.4%	7.4%	6.2%
	6.0%	13.6%	12.4%	11.1%	9.9%	9.7%	8.7%	7.4%
	6.5%	14.9%	13.6%	12.4%	11.1%	10.9%	9.9%	8.7%
	<b>6.9%</b>	15.9%	14.6%	13.4%	12.1%	<b>11.9%</b>	10.9%	9.7%
	7.0%	16.1%	14.9%	13.6%	12.4%	12.1%	11.1%	9.9%
	7.5%	17.3%	16.1%	14.9%	13.6%	13.4%	12.4%	11.1%
	8.0%	18.6%	17.3%	16.1%	14.9%	14.6%	13.6%	12.4%
	8.5%	19.8%	18.6%	17.3%	16.1%	15.9%	14.9%	13.6%

左から右のほうにいくとfeeが上がっていく。今のリターン6.9%のままだとフィーが下がっても配分比率は11.9%から15.9%ぐらいしか変化しない。今のフィー2.1%のままリターンが8%いったとしても配分比率は15.9%ぐらいというのが、試算から得られたところである。

(杉本)

資料17頁をご覧ください。次は全く別のデータを使い、今回の前提にあった二つの

タイプの投資家という仮定の妥当性の検証をした。金融庁は去年6月、「リスク性金融商品販売に係る顧客意識調査」を行い、その結果の個票をサイト上で全て公表している。どういった調査かという、各個人に今どれぐらい金融資産を持っているか、リスク性商品をどれだけ持っているか。それから、リテラシーに関する四つの質問をしている。例えば、債券の価格は金利が上がると下がるか上がるかなどの質問である。利用している金融機関もネット系か、どこの銀行かまで聞いていて、全

資料17 <データによる検証>

投資家の属性により販売業者への依存の度合いが異なる点について、金融庁が令和3年6月30日に公表した「リスク性金融商品販売に係る顧客意識調査結果」の個票データによる検証を行った。

当該調査では、「今後、リスク性金融商品を追加購入するとすれば、メインで利用している金融機関から購入したいと思いますか。『ぜひ購入したい』を10点、『全く購入するつもりはない』を0点として、11段階から選択してください。」という質問(Q50)を回答者のうちの投資経験者について行っている。

での回答が回答者毎に公表されている。こちらの個票データを使い、冒頭にあった二つの投資家が存在することを検証したものである。

被説明変数には、「リスク性商品を追加購入するとすれば、今メインとしている金融機関から購入したいと思うか」という質問への0点から10点までの11段階の回答を用いた。今使っている金融機関での購入意欲の質問ということで、リスク資産の購入意欲を表しているため、これを被説明変数にした。

資料18頁をご覧いただきたい。先ほど申したとおり、リテラシーの質問への正答率ごとに、どの金融機関を利用しているかがわかる。サンプル数は6,000件ほどある。一番上のバーが全4問正解とした人。一番下が4問とも不正解の人。ブルーがネット証券及びネット銀行で、リテラシーが高いほどネットを利用する傾向があるようである。

資料19頁をご覧いただきたい。先ほどの購入意欲の質問を被説明変数として、説明変数

資料18

この調査では、それぞれの回答者の利用金融機関がネット系か否かの情報が得られるため、ネット利用者を「リテラシーの高い個人」、それ以外を「リテラシーがあまり高くない個人」と想定し、ネット利用の有無をダミー変数とする交差項を導入した重回帰分析により、金融機関側の商品の推奨がリスク性金融商品の購入意欲に与える影響を分析した。

なお、ネット利用とリテラシーの関係は、同調査から下記のようになっている。

資産運用においてメインで利用する金融機関

リテラシー	ネット銀行	ネット証券	その他の金融機関	サンプル数
全4問正解	8.2%	35.1%	56.7%	n=1426
3問正解	12.7%	34.1%	53.2%	n=2646
2問正解	11.8%	26.1%	62.0%	n=1277
1問正解	11.0%	17.6%	71.3%	n=788
全4問不正解	12.3%	14.0%	73.1%	n=629

## 資料19

検証する仮説は「ネット利用者によるリスク性商品の購入意欲は金融機関による提案の質の評価に左右されないが、ネット以外の金融機関の利用者の購入意欲は金融機関の提案の質の評価に依存する」である。被説明変数は冒頭で紹介したQ50の回答（0～10）とし、説明変数は以下の通りで、全て同調査の個票データから。

## i. D：ネット利用ダミー

ネット証券・銀行を利用する場合は「1」、それ以外の場合は「0」。

## ii. A（Asset）：保有金融資産額

同調査のQ3で、リスク性金融商品以外の、預金も含めた金融資産額を尋ねている。下記のように、各回答に数値を割り振った。

0：保有していない（0円）、1：1～300万円未満、2：300～500万円未満  
3：500～1,000万円未満、4：1,000～2,000万円未満、5：2,000～3,000万円未満  
6：3,000～5,000万円未満、7：5,000万～1億円未満、8：1億円以上

保有資産が大きいほど、リスク性金融商品の購入余力は大きいと考えられ、計数は正を仮定している。なお、回答には「答えたくない」との選択肢もあったが、当該回答を行ったサンプルは除外している。

の紹介をする。まず、ネット利用しているかどうかのダミー変数(D)を入れる。次に、この調査では保有金融資産額も聞いている。多いほうがリスク資産を持っているだろうと、係数は正を仮定している。

資料20頁をご覧ください。次に、リスクアパタイト（選好）についての質問がある。こちらの回答も回帰式の説明変数で入れている。また、リスクアパタイトについては、先ほどのネットダミーとの交差項を入れ

ている。そもそもネット利用者のほうが、リスクアパタイトが高い可能性もあり、ネットを利用するかどうかで、そもそもリスクアパタイトそのものが違っている可能性もあるので、その検証のためにダミーの交差項を入れている。

資料21頁をご覧ください。ここは結構クリティカルなところで、この調査では、メインで使う金融機関の評価も聞いており、回答者毎に個別に結果がわかる。Eの

## 資料20

## iii. R（Risk）：Q22のリスクアパタイトについての質問に対する回答

調査のQ22にて、「Q22 あなたは、資産運用に係るリスクとリターンについて、基本的にどのような考えを持っていますか。」との質問を行っており、下記のように各回答に数値を割り振った。

0：決まった考えはない  
1：期待されるリターンは小さいが元本割れの可能性は低い運用  
2：リターン元本割れの可能性とも中程度の運用  
3：期待されるリターンは大きい元本割れの可能性が高い運用

係数は正を想定。

## iv. DxR：上記Rとネット利用ダミーの交差項

ネット利用者とそれ以外で、そもそもサンプル属性のリスクアパタイトの差が購入行動に影響している場合は、この交差項の係数が有意となる。

## 資料21

## v. E (Evaluation) : Q35の金融機関の商品提案に対する評価

Q35は「金融機関からの提案をどれくらい参考にしたいと思いますか」と尋ね、回答は下記の4段階評価になっている。

- 1: 「大いに参考にする」
- 2: 「ある程度参考にする」
- 3: 「あまり参考にしない」
- 4: 「全く参考にしない」

金融機関の商品提案に関する質が投資意欲に影響するとの仮説を立て、係数は負を想定している。

## vi. Dx E : 上記Eのネット利用ダミーとの交差項

ネット利用者は金融機関の評価に購入意欲が左右されにくいとの仮説を検証する。仮説が正しければ、Eの負の係数を打ち消すように、この交差項の係数は正となり、Eの係数と交差項の係数の和はゼロに近くなると考えられる。

Evaluation ということ、数値が低いほど金融機関からの提案を参考にする。金融機関を信頼しているとすれば、この数値が低いほど金融商品の購入意欲の被説明変数の高さにつながる、この係数は有意に負になるはずである。仮定として、ネットの人はおそらくこれを気にしていないだろうというがあるので交差項を入れ、ネットの方に関しては、この交差項で打ち消され、金融機関の商品提案に関わらず購入しているだろう。対面の方

はむしろEに左右されているのではないかと、ということで、回帰分析を回した。

資料22頁は定式化であり、ネット利用者は真ん中の式で、それ以外は下の式となる。個票データは欠損値のない5,000件を用いた。全部のデータは、金融庁のホームページで、CSV ファイルで見ることができる。

資料23頁をご覧ください。回帰式の各項の結果である。 $\beta_0$ は定数項で、 $\beta_1$ がネットダミーである。ネットのほうが金融機関のり

## 資料22

被説明変数及び説明変数のいずれにも欠損値のない個票データ5,116件を推計対象とした。

また、被説明変数と説明変数については、平均がゼロとなるように調整した。

定式化は下記となる。

$$y = \beta_0 + \beta_1 * D + \beta_2 * A + \beta_3 * R + \beta_4 * (DxR) + \beta_5 * E + \beta_6 * (DxE) + \varepsilon$$

ネット利用者は、

$$y = (\beta_0 + \beta_1) + \beta_2 * A + (\beta_3 + \beta_4) * R + (\beta_5 + \beta_6) * E + \varepsilon$$

それ以外は、

$$y = \beta_0 + \beta_2 * A + \beta_3 * R + \beta_5 * E + \varepsilon$$

となる。

## 資料23

## 推計結果

	係数	標準誤差	t値	P-値
$\beta_0$	-0.96	0.05	-19.85**	0.00
$\beta_1 * D$	2.04	0.08	27.26**	0.00
$\beta_2 * A$	0.11	0.02	6.11**	0.00
$\beta_3 * R$	0.49	0.05	8.96**	0.00
$\beta_4 * (D \times R)$	-0.07	0.08	-0.85	0.40
$\beta_5 * E$	-1.09	0.06	-17.65**	0.00
$\beta_6 * (D \times E)$	0.96	0.09	10.42**	0.00

保有資産額(A)とリスクアベタイト(R)は、両者とも、係数は想定通りの符号で有意。

なお、Rの交差項については有意でなく、ネット利用の有無とリスクアベタイトは関係無いようである。

金融機関の商品提案に対する評価(E)は、想定通りの負の符号で有意となり、係数の絶対値も大きいことから強く影響していると考えられる。

一方で、Eの交差項は正の符号で有意となり、両者の係数の和はゼロに近くなる。

これは、ネット利用者の購入意欲については金融機関の商品提案に対する評価の影響は余りないが、ネット以外の金融機関の利用者については商品提案に対する評価の質が購入意欲を大きく左右するとの仮説を支持している。

スク性商品の購入意欲が高いということで、正で入っている。

保有資産額とリスクアベタイトも係数 $\beta_2$ 、 $\beta_3$ は想定どおりに正の符合で有意となり、資産が多いほど、リスクアベタイトが高いほど、リスク資産の購入意欲が高い。

確認すべき点としては、リスクアベタイトとネットダミーの交差項の係数 $\beta_4$ だが、こちらは有意にならず、ネット利用の有無でリスクアベタイトそのものが違うということで

はないような形である。

最後、今回の仮説のところ、Eの金融機関に対する評価が金融機関からのリスク資産購入に影響しているかというところで、Eの項の $\beta_5$ は有意にマイナスとなり、交差項の $D \times E$ の係数 $\beta_6$ は0.96ということで、 $\beta_5$ と $\beta_6$ を足すと0にかなり近くなるような形となっている。解釈としては、ネット証券を利用する方は、そのネット証券から提案があることはあまりないと思うので、それに関わらず購

## 資料24

## 結論

(1) 現在の販売手数料体系は、「望ましい均衡」には導かない。

(2) 販売業者の手数料が、実際のリスク資産のリターン ( $R \pm \sigma^R$ ) に依存する形、あるいは、投資家の効用関数  $\{E(R) - \beta(\sigma^R)^2\}$  に依存する形に設定されれば、販売業者の手数料を最大化させる投資配分比率は、投資家効用を最大化させる行動と同じ目線になる。

(3) 個人投資家も、金融リテラシーを向上させ、販売手数料体系を把握し、自らが金融商品を選択できる能力を高めていくことが必要。現在は、「金融リテラシーの差」と「情報の非対称性」が存在する複数均衡となっており、預貯金比率が高くなっている。

入している。一方で、対面の金融機関を利用している方は金融機関の商品提案に対する評価に影響される。個人についてはよくリテラシーが低いと言われるが、金融機関の提案のよしあしは見ていることが、ここから示唆されるのではないかということである。

(吉野)

最後まとめると、現行の販売手数料体系は「望ましい均衡」には導かないことが分かった。販売手数料のやり方としては、2番目のところ、実際の実績のリターンに依存する形にするか、あるいは投資家の効用関数と同じ

形で、それに従った何パーセントかの手数料にするということで、投資家と販売業者の目線を同じにする方向になる。

最後は、これまで預貯金が多かったが、それは金融リテラシーが低い人が多かったことと関係がある。それから、手数料の開示が従来はあまりなかった。「リテラシーの差」と一番下から2行目、「情報の非対称性」が預貯金の比率が高くなったことの説明ができるのではないか。それがわれわれの論文である。

これはまだオンゴーイングなので、今日いろいろコメントをいただき、修正していきたい。

(よしの・なおゆき すぎもと・たくや)

## 【コメントと回答】

(コメント) 戸村肇氏

駆け足で私の討論をさせていただく。論文に数学的な部分があったので、私なりにまとめたスライドを使って話をしたい。資料1~2頁をご覧ください。



論文の概要である。論文では、投資家を金融リテラシーのある投資家、そうでない投資家の2種類に分けている。金融リテラシーのある投資家の場合は販売手数料の安い事業者を選ぶので、市場原理が働き、ポートフォリオにバイアスはかからないが、金融リテラシーのない投資家の場合は販売手数料をそのまま受け入れてしまう。証券会社などのメイン金融機関がそれを見越して利潤最大すると、どうしても独占的な販売手数料を設定するのが経済的に合理的な行動になってしまう。その結果、金融リテラシーのない投資家はリスク性資産への投資が過少となるという結果を導いている。

私がいただいたバージョンの論文では手数料の不確実性はまだ加味されていなかったが、手数料の不確実性の視点は気づかなかったと軽い衝撃を受けながら今日の論文の報告を聞いた。

資料3頁をご覧ください。金融リテラシーのある投資家についてのモデルの分析結果は現実と大変整合的だと思う。また、もう一つ重要な点として、金融リテラシーのない投資家に対してはマーケットに任せるだけで

はうまくいかないことも示されている。この点について、論文では従来の手数料体系以外の仕組みで問題を解決できるかどうかを検討されている。

資料4頁をご覧ください。論文で示される解決策で面白い点は、リスク性資産を販売する事業者が顧客のリスク回避度をヒアリングする点である。論文の理論モデルでは、顧客の効用関数、すなわち顧客の利益が、期待利回りとリスクのトレードオフに関する顧客のリスク回避度で決まるので、ヒアリング結果に基づいて各ポートフォリオから得られる顧客の効用関数の値を計算して、それに手数料率を掛ければ、販売側も顧客も同じ利益を共有することができる。その結果、利益相反を防げるという結果になっている。

資料5頁をご覧ください。論文が示す最適な手数料体系と現実を比較すると、現実のロボアドバイザーのサービスと完全に同じではないが、似たようなものが理論的に出てきている。ロボアドバイザーのポイントは、まず顧客にアンケートをとって顧客のリスク回避度を測り、それに基づいてそれぞれの顧客にインデックスETFのポートフォリオを割り当てる点にある。そのサービスに対して手数料を取るのがビジネスモデルだと思う。それに似たサービスを金融リテラシーのない投資家に対する理論的な最適解として論文は導いている。

この結果についてのコメントとして、販売業者がヒアリング結果を反映する金融商品を提案してくれるという顧客からの信頼が必要だろう。この点は論文全体についての最後のコメントでも後で触れる。

資料6頁をご覧ください。これまでは論文の理論面のまとめで、ここからは論文の

実証分析で何が行われているかである。資料6頁の一番上にあるが、個票データを統計的に分析している。特に焦点を当てている質問がリスク性金融商品の購入に対するアンケート結果で、それを被説明変数として回帰分析している。もう少しだけた言葉で申し上げると、どのような投資家が上記の質問に高い点をつけるかについて、資料6頁の3番目の段の下に小さい字で書いてある要因に分解している。

面白いのは、金融リテラシーが高いと思われる利用者は金融機関の商品提案にあまり左右されないが、金融リテラシーが低いと思われる利用者については、金融機関の商品提案への評価が高ければ、それに従った購入をしているという結果が出ている点である。

資料7頁をご覧いただきたい。上の段に書いてあるように、仮に金融機関が顧客からの信頼を得られれば、金融機関からの商品提案を聞くという結果が出ている。実務の方々も顧客からの信頼は大事と思われると思うので、これ自体は新しい結果ではないのかもしれないが、信頼の重要性がきちんと統計分析に出てくる、その証拠がある、エビデンスがあることを示している点が、この論文の面白い点だと個人的に思った。

資料7頁の2番目の点はお約束の、統計分析でよくある平凡なコメントなので割愛する。

資料8頁は全体的感想で、ここからは私の個人的な意見となる。この論文を読んで感じたのは、業界用語を素人が振り回す形で恐縮だが、販売手数料はセルサイドの発想で、論文で提示されている形の手数料はバイサイドの投資助言サービスの手数料である。この論文が示唆しているのは、顧客が混線していて、

それぞれに合うサービスに誘導されていないという問題点である。

その解決策は何かというと、金融リテラシーのない投資家から金融機関は信頼を得ることがカギということが論文の統計分析から出てくる。そういう面白いインプリケーションを持った論文だと思う。

資料9頁をご覧いただきたい。2点質問がある。まず、金融機関が顧客から信頼を得るためには何が必要か。2点目は、金融リテラシーのない投資家を助言サービスに誘導するにはどうすればいいか。二つとも、論文で提示された解決策のもう一つ先の課題をどう解決すればいいかという質問である。

最初の点については個人の意見だが、相手が小口投資家になると、その接点を維持する費用が高くなる。大口投資家であれば、一人担当者を付けてもペイすると思うが、私のような小口の投資家への対人的なサービスはなかなか提供できないと思う。なので、金融機関のサービスの幅をもう少し広げ、スーパープラットフォームになれるとよい。モノを買うときは楽天、Amazon でもいいが、人と人とのマッチングでは金融機関がプラットフォームになるということである。私個人の経験からすると、例えば、建築業者とか、相手の情報が分かりにくく、一方で金融機関が信用情報を持っているような事業者でいい事業者が見つからなくて困ったら、銀行へ行きマッチングしてもらおう。特に不動産絡みの悩みは様々なものがあるので、そういうことで困ったら信託銀行に行く。都市部の住民だったら例えば、池袋のようなターミナル駅にある信託銀行の支店に行く。地方であれば地方銀行の支店に行く。そういう形のリテールサービスを金融機関が提供する中で、投資助言サー

ビスも一体として提供していく。そういう形になると日本の社会としては、困り事をプロに相談しやすくなっていいのではないか。

二つ目の質問については、ロボアドはインデックス投資への顧客の誘導には有効だと思うが、既存の投資信託を売るのではなく、ETFのポートフォリオを自製するのはオーバーサービスではないかと思うこともある。また、資料の9頁の右側の列の最後の丸ポチは安田さんがおっしゃっていた元本割れしない商品を出したらどうかという点に関連する私のアイデアである。

(回答) 杉本卓哉氏

私はいま金融庁のコンダクト企画室というところで、販売会社のフィデューシャリー・デューティー（顧客本位の業務運営）をモニタリングしている。今年の8月までは資産運用高度化室というところで、野尻さんからもご紹介いただいたプログレスレポートにも携わった。今回の論文の着想にあったのが、お気づきになられた方もいると思うが、アカロフのレモン市場の原理である。日本人のリスク資産投資が進まないことのこれまでの議論が、その原因を個人に寄せすぎていると印象があった。個人にリテラシーがなく、個人があまり合理的でないので、投資比率が上がらないという点に集中しすぎているとの感じがあった。個人は、確かにリテラシーはそんなに高くないかもしれないが、かといって、合理的な判断をしていないわけでもない。また、高齢者層などを考えたとき、全員のリテラシーを高めることは恐らく無理で、情報の非対称性がどうしても残ってしまうので、そこに着目した。

資産運用高度化室に在籍していた際、こう

した問題を英国のFCA（Financial Conduct Authority; 英国金融行為規制機構）の方と話す機会があった。向こうでは、対策は既に何かしら行われていて、一つはフィデューシャリー・デューティーのところ。リテラシーのない投資家から手数料を取り過ぎないように、業者を抑制している。米国だと判例法でガーデンバーグ原則がある。英国のFCAのほうはValue for Moneyとか、さらには個人の行動バイアスまでを考えたConsumer Dutyというようなものも言っている。

FCAの人がはっきりと言っていたのは、最初はFCAも開示などにより業者間の競争が起こることを期待してしたが、それはもう諦めたとのこと。この個人との情報の非対称性は埋まりようがないので、業者のほうに顧客目線のようなものを義務づけるしかないということを書いていて、これを今FCAではやっている。

日本はどこまでルール化するかという議論がある。例えば、今回の分析で示した理論的なモデルと、つみたてNISAの手数料の上限設定は、ある意味、整合的である。つまり、業者が利益最大化するための手数料の自由度を奪ってしまったという文脈でも位置づけられるのではないかと思っている。

(回答) 吉野直行氏

一つだけコメントすると、安田先生が提案した、初期に元本割れしない投資制度はすごくいいが、過去にアメリカで違ったコンテキストで「コア預金」がバブルの後に出された。コア預金というのは、国債だけで運用する預金で元本割れしない、全額絶対安全なものである。ところが、それは結局、消滅してしまった。それは、景気がよくなるとほかの商品

で運用したほうがリターンがいいため。コア預金とは別の預金があり、景気が回復すると別のほうはどんどん上がっていく。結局、コア預金からみんな資金が引き上げられてしまった。それでまたコア預金でないところに移ると、バブルとかいろいろあり、結局は損をする。その繰り返しである。

アメリカでは元本保証の商品がいろいろなときに出てきたが、景気がよくなるとみんななくなりゼロになった。そういう経験がある。だから、こういう元本保証されるような商品はすごくいいが、いつまでも続くわけではないような気がする。

# 「手数料体系の再構築と 資産運用Performanceの 改善」へのコメント

戸村 肇

早稲田大学政治経済学術院教授

2022年11月5日 信託経済コンファレンス

## 論文概要(1)ポートフォリオ理論にお ける金融商品販売手数料の影響

金融リテラシーのある投資家の場合

金融リテラシーのある投資家は、販売手数料  
の安い事業者を選んでリスク性資産を購入。

事業者間競争により超過利潤が消失。

金融リテラシーのある投資家向けの販売手  
数料が限界まで下がる。

金融リテラシーのある投資家は最適なポー  
トフォリオ選択を実現。

# 論文概要(1)ポートフォリオ理論における金融商品販売手数料の影響

## 金融リテラシーのない投資家の場合

金融リテラシーのない投資家は、メイン金融機関が提示する販売手数料をそのまま受け入れる。

メイン金融機関は、独占的な販売手数料を設定して利潤最大化。

過大な販売手数料の分、リスク性資産の純利回りが減少し、投資家のポートフォリオが安全資産へシフト。

金融リテラシーのない投資家のリスク性資産への投資が過少になる。

2

## コメント(1)

ネット証券登場後の売買手数料引き下げ競争と整合的な結果。

⇒金融リテラシーのある投資家向け市場は、参入障壁を下げれば社会的に効率的な取引を実現できる。

金融リテラシーのない投資家に対する「市場の失敗」を証明。

⇒論文では従来の販売手数料以外の課金システムの有効性を検討。

3

## 論文概要(2) 金融リテラシーのない投資家と販売事業者の利益相反の防止

リスク性資産を販売する事業者が顧客のリスク回避度をヒアリング。



販売手数料をポートフォリオの期待利回りとリスク(利回りの分散)の関数として設計すれば利益相反を防げる。

- 販売手数料 = 定率 \* (期待利回り - リスク回避度 \* リスク)
- (期待利回り - リスク回避度 \* リスク)は、顧客の効用関数。

4

## コメント(2)

ロボアドバイザーのサービスに似ている。

- 例: アンケートで利用者のリスク回避度を1~5などのいくつかの値に振り分け、リスク回避度の値ごとに用意してあるインデックスETFのポートフォリオを割り当てる。顧客からは1%の手数料を徴収。

「ヒアリング結果を反映した金融商品を販売事業者が提案してくれる」という投資家からの信頼が必須。

- 販売事業者のフィデューシャリーデューティー遵守をどう確保するかが課題。

5

## 論文概要(3)実証分析

金融庁「リスク性金融商品販売に係る顧客意識調査結果令和3年6月30日」の個票データ分析。

「今後、リスク性金融商品を追加購入するとすれば、メインで利用している金融機関から購入したいと思いませんか。」(点数:1~10)

どのような投資家が上記の質問に高い点をつけるかについて、回帰分析。

・説明変数: ネット証券・銀行の利用の有無、保有金融資産額、リスク許容度、金融機関の商品提案についての評価

結果: ネット証券・銀行の利用者の購入意欲については、金融機関の商品提案に対する評価の影響は余りない。ネット以外の金融機関の利用者については、金融機関の商品提案に対する評価の質が購入意欲を左右する。

6

## コメント(3)

手数料の安いネット金融機関を使わない利用者を「金融リテラシーのない投資家」と解釈すれば、これらの投資家には、信頼できる金融機関からの商品提案が効くという結果。

傾向スコアマッチングなどで説明変数の内生性を排除して、推計結果の頑健性を確認するのが望ましい。

・「リスク性資産を買いたいから、手数料の安いネット証券・銀行をメインの金融機関として利用する」という内生性バイアスが存在する可能性。

7

## 全体的感想

販売手数料はセルサイドの発想。

論文で提示されている解決策はバイサイドの投資助言サービス。

バイサイドのサービスが必要な一般投資家が、セルサイドのサービスを使っていることが問題。(その結果、割高なサービスへの誘導を恐れて潜在的な顧客も資産運用に消極的に。)

それぞれの金融リテラシーに応じたサービスに一般投資家を誘導することが必要。

論文から得られるインプリケーションは、「金融リテラシーのない投資家から金融機関が信頼を得ることが鍵」。

8

## 質問

金融機関の金融商品提案が顧客からの信頼を得るためには何が必要か

- 金融機関が不特定多数の小口投資家と個別に対話しようとする、総費用が高くなる。
- 就職、結婚、家計簿、住宅購入・リフォーム、マンション管理、子育て、転職、介護など、ライフイベントに寄り添うリテールサービスと一体で投資助言サービスを提供する等？
  - 利益を出しながら、顧客との接点を増やす。
  - 困り事をプロに相談しやすい社会の形成。
  - この場合、金融機関の業務範囲規制の緩和が必要になる可能性。
- 一般投資家に対する金融機関のフィデューシャリーデューティー遵守を現状で確保できているか？課題は存在するか？

金融リテラシーのない投資家を投資助言サービスに誘導するにはどうすればよいか

- インデックス投資への顧客誘導にロボアドは有効なチャンネル。
- 一方、ロボアドでのETFポートフォリオ生成は必須か？アンケート結果に応じた既存の投資信託商品の推奨を自動化すれば十分？
- ロボアドの利用にもある程度の金融リテラシーは必要。投資助言がなくても買いやすい、元本割れしにくい商品を作るべきか？
  - インフレ率が恒常的に高まらないと難しい。
  - NISA改編時にインデックス投資用口座制度を作って、政府がポイント付与する等？(現在の住宅ローン控除の代わりに、定額のエコポイントを定期的に口座保有者に付与すれば新たな財政負担はない。)

9