

行動ファイナンスからみた ゴールベース資産管理の優位性

行動ファイナンスの発展により、投資に関する様々なバイアスが次々と体系化されてきた。米国におけるゴールベース資産管理は、アドバイザーがそのプロセスを徹底することでバイアスの顕在化を抑制し、顧客の成功体験の蓄積と共に運用資産残高を伸ばしている。日本においても、ゴールベース資産管理拡大の条件の一つは商品販売からプロセス重視への転換である。

行動ファイナンスが解き明かす 非合理的投資行動

カーネマンとトベルスキーにより創始された行動経済学・行動ファイナンスは、この40年余りで目覚ましい発展を遂げてきた。研究の蓄積により、実際の投資行動が合理的経済人¹⁾モデルから乖離する傾向（バイアス）を次々と体系化している。本稿では投資におけるバイアスの具体例と個人差に関する研究を紹介し、米国におけるゴールベース資産管理（GBWM）²⁾のプロセスにビルトインされたバイアス顕在化抑制の仕組みを考察したい。

バイアスは、認知エラーと感情バイアスの2つに大別される。認知エラーは直観や先入観など不完全な論理に起因するもので、代表例であるアンカリング³⁾はフェアバリューではなく買値や任意の高値・安値など合理的根拠のない値を基準に割高・割安の判断をする傾向を指す。また、親近効果⁴⁾も頻繁に観察されており⁵⁾、直近のメディア報道に触発されて売買する場合などが当てはまる。

感情バイアスは感情の起伏に起因するもので、認知エラーよりも軽減が難しいとされる。例えば、損失回避⁶⁾は相場暴落時の狼狽売りや、投資家が株式より（期待リターン及び想定リスクの低い）債券を選好する理由の一つとされている⁷⁾。自信過剰⁸⁾も感情バイアスの一種で、運よく利益確定が続くなどの経験により自信を強め過剰なリスクを取ってしまう場合などが典型例である。

バイアスには個人差があることが分かっており、特に男女差に関する研究が進んでいる。米ディスカウント証券の取引データを分析したところ、男性の平均資産回転率は女性の約1.5倍に上り、リターンを約2.7%押し下げていたことが分かり、男性の自信過剰傾向が明らかに

なっている⁹⁾。また、双生児を被験者とした実験によって投資行動における個人差の約45%は遺伝的要素で説明できるとしている¹⁰⁾。一方、後天的な要素である大学教育や金融教育と投資行動の関係については研究成果が一貫しておらず議論が続いている¹¹⁾。

行動ファイナンスからみた GBWMの優位性

上記の通り、人間の投資行動にはバイアスが存在し、その個人差もあるがゆえに、投資家が自力で様々なバイアスを排除し、規律ある投資を実践することは難しい。実際、アクティブトレーダーの運用成績は、年率約6.5%もベンチマークのインデックスを下回っていたとの研究もある¹²⁾。営業員が介在しても、コミッション型の場合は推奨内容に彼らのバイアスも含まれ、長期継続的に成功体験を積み上げることは難しいと言わざるを得ない。一方で、米国の対面投資商品販売チャネルにおいて2000年代から広範に普及したGBWMは、顧客及びアドバイザーの非合理的判断が運用成績に影響を及ぼす余地を、以下の3つの仕掛けにより概ね排除することに成功していると筆者は考えている。

(1) 中長期分散投資 投資に伴う感情は、その価格変動の大きさ（リスク）と共に増幅し、値上がりの喜びに起因する自信過剰、値下がりの悲しみを引き金とする損失回避など様々な感情バイアスを誘発し非合理的な売買を引き起こす。リスクの大きい個別銘柄集中投資の対極にある中長期分散投資のメリットは、長期リターンを犠牲にすることなくポートフォリオ全体のリスクを低下させることである。心理的な平穩を確保することで、感情バイアスの顕在化を抑制していると評価できる。

NOTE

- 1) 経済的合理性のみに基づいて、利己的に行動すると想定した仮構的人間像。伝統的経済学・ファイナンスの前提となっている。
- 2) プランニング等により特定した顧客のゴールをアドバイザーが中長期分散投資によって実現まで伴走する投資アプローチ。
- 3) 先行する任意の数値（アンカー）によって後の数値の判断が歪められること。
- 4) 直前に与えられた情報を重視し、それ以前の情報は軽視して判断すること。
- 5) 『顧客のバイアスに対処する』（セルリ・アソシエイツ、2021年）。
- 6) 利得を得ることより、損失を回避することを強く望む・優先する傾向。
- 7) Benartziら（1995）。
- 8) 自身の知識や能力に関し、過剰で根拠のない自信を持つ傾向。
- 9) Barberら（2001）。
- 10) Cronqvistら（2014）。
- 11) McCannora（2015）、Bodnarukら（2015）。
- 12) Barber（2000）。
- 13) 『アドバイザーのアルファ』（バンガード、2022年7月）。
- 14) 詳細は『「IFA」と既存金融機関との共存の可能性』（金融ITフォーカス2019年2月号）を参照。
- 15) 2021年末。セルリ・アソシエイツ等より。
- 16) 投資顧問契約（Investment Advisory Contract）に基づく投資顧問料（Investment Advisory Fee）を指す。

(2) 達成確率による進捗管理 GBWMに組み込まれる継続的レビューは、ゴールベースプランニングの一環として家計資産全体を対象とする。そこでは、アドバイザーが預かっているリスク資産だけでなく、銀行預金などの低リスク資産や年金給付などの将来財源も含めて、ゴールの達成確率を定期的に確認する。市況変化に伴うリスク資産の増減のみに着目すれば一喜一憂してしまいがちだが、家計資産全体で見れば短期的な相場変動の影響は大抵の場合、これよりも限定的となる。顧客の注意を達成確率に向けることで、アンカリングや親近効果などの認知エラーが表面化する余地を抑えている。

(3) 投資行動コーチング バイアス顕在化を抑制するメカニズムがプロセスに内包されていても、相場過熱時に興奮して追加投資を望む顧客や暴落時に狼狽売りに走る顧客は少なくない。GBWMを提供するアドバイザーは、過去の強気・弱気相場とその後の調整・反発を丁寧に解説し、ゴールを再認識させながら投資行動に規律を持たせている。異常な市況下でこそ、アドバイザーの真価が発揮されると言っても過言ではない。

上記の通り、GBWMは顧客及びアドバイザーが持つバイアスやその個人特性に関わらず、それらが運用成績へ与える影響を極力排除し、投資によるゴール達成を強力にサポートしている。3つの仕掛けの中でも、投資行動コーチングの価値は特に高く、年率2%の運用改善効果を持つとの試算もある¹³⁾。

GBWMの真価は商品ではなくプロセスにある

米国の対面投資商品販売チャンネルでは、大手証券会社や独立系などの所属¹⁴⁾を問わず大半のアドバイザーが

GBWMを提供しており、ゴールに紐づくラップ残高は遂に10兆ドルを超えた¹⁵⁾。アドバイザーたちは、①顧客ゴールの特定、②ゴール実現シナリオの設定、③実行手段の提案、④継続的レビューという4つの主なプロセスの中でも、特に④を通じて規律ある投資行動へ顧客を誘導し、ゴール達成や満足感・納得感を裏付けに直近20年間にわたり、預り資産を右肩上がりて伸ばしてきた。残高連動のフィー¹⁶⁾に紐づく顧客資産の割合や残高を増やすことに成功したアドバイザーは市況に左右される日銭商売から解放され、顧客資産の増加と共に所得を拡大している。顧客とアドバイザーの利益が一致し、双方が成功体験を積み上げてきたことが、米国におけるGBWM普及の一因であったと筆者は考えている。

翻って、日本の対面投資商品販売チャンネルの現状は、伝統的なコミッション型営業が主流で、預り資産残高が伸び悩んでいる。行動ファイナンスの観点で考察すれば、GBWMの真価は、投資実行手段である商品（ラップ）自体ではなくそのプロセスにある。日本において、対面アドバイザーの伴走と、ある程度の予見性を持った中長期分散投資により、自身及び家族のゴールを達成したいというニーズが米国に劣るとは到底思えない。商品の販売ではなく、GBWMのプロセスを一つずつ固めていけば、日本でも顧客の満足感・納得感と共に資産規模及び金融機関のストック収益が拡大するに違いない。

Writer's Profile



加藤 清也 Seiya Kato

NRIアメリカ
客員研究員
専門は行動経済学
focus@nri.co.jp