

投資アドバイス理論の新展開

大庭 昭彦 CMA

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

1. 投資アドバイス理論と個人投資家

現在、プロのアドバイザーが個人向けに行う投資アドバイスビジネスが米国を中心に急速に拡大し、2015年末には運用残高が4.1兆ドル（米国MMIの集計）にもなっている。この投資アドバイスで、顧客である個人がどの程度リスクを取るべきかを提案するには定量的なロジックや理論が使われる。伝統的に投資アドバイスの理論として使われてきたのは米国のハリー・マーコウィッツが1952年に発表した論文をコアとする「現代ポートフォリオ理論」である。マーコウィッツはこの功績によってノーベル経済学賞を受賞した。マーコウィッツの理論ではリスクのある証券への投資成果をリターンやリスクを使った確率的なモデルで定義して、ポートフォリオの銘柄を増やすほどリスクは低減し、その程度は銘柄間の相関に依存することを示した。この関係を基にして「一定以下のリスクでリターンを最大にするようなポートフォリオ」（最適ポートフォリオ）が計算できるようになった。もし投資家が合理的で、前提となる自分の情報を全て正確に表明できるなら、投資アドバイザーの仕事はシンプルである。全ての条件を投資家から聞いて最適化し、結果をアドバイスするだけでよい。

しかし、投資家は合理的でないのが普通で、伝

統的な方法だけではなかなかうまくいかない。『行動ファイナンスで読み解く投資の科学—“お金は感情で動く”は本当か—』（大庭 [2009]）でもサーベイしたようにお金に関わる人間の非合理性は様々であり、アドバイザーが「合理的にはこうだ」というものを提示して自然に任せるだけでは、顧客が合理的な行動を取ることは難しい。そうした実態についての多くの科学的な証拠（エビデンス、いくつか後述）を受けてここ10年程度の間に、自然には人はどのような行動を取り易いか、どうすれば結果的に合理的な行動を取り易いかという研究が進んでいる。その成果の一つがここで紹介するゴールベースのアプローチである。

2. ゴールベースの投資アドバイス

ゴールベースの投資アドバイスでは基本的には、ゴールのリストアップ、ゴールの検討、投資の実行、経過のレビューという手順を踏むことになる（大庭 [2016]）。

「ゴールのリストアップ」では、投資をする目標（ゴール）を全て列挙し、優先順位、投資期間、必要金額、リスク許容度を別々に設定する。妻子のある、家や車を持った40歳の現役サラリーマンであれば図表1のような5種類のゴールを持っていることがあるかもしれない。