

投資アドバイスの付加価値と対価のあり方を巡る議論

神山 哲也

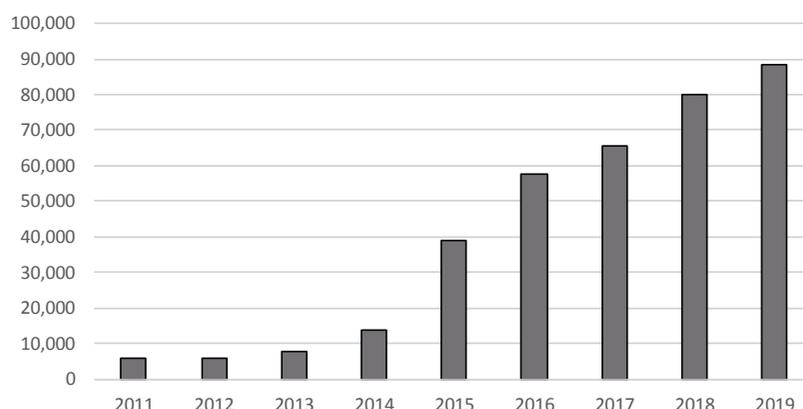
■ 要 約 ■

1. 近年、日本における対面投資アドバイスでは、フィー・ベースの商品・サービスが拡大してきている。米国においても、顧客と投資アドバイザーの長期的な利害一致を図る目的でフィー・ベースにシフトしてきた経緯がある。もっとも、フィー・ベースの場合、それがどのようなサービス・付加価値への対価なのか、という論点が浮上する。
2. 米国における投資アドバイスの定性的な付加価値に関する調査・分析によれば、個人投資家は、投資活動の支援は基礎的条件としつつ、それ以上に、対面ならではの安心感の提供や、目的・ゴール達成のための包括的な支援といったものを、投資アドバイスの付加価値として重視しているようである。
3. また、投資アドバイスの付加価値を定量的にブレイク・ダウンした調査・分析によれば、狼狽売りや高値掴みを防止する行動コーチングや、課税・非課税口座の配分や引出順序のアドバイスなどの税務面での支援が、投資アドバイスの付加価値に占める比率として上位に来ている。他方、アセット・アロケーションなど投資意思決定支援の付加価値は、自動化サービスの登場もあり、必ずしも高くないと捉えられているようである。
4. 日本においても、長寿化や規制の方向性により、投資アドバイスが長期の顧客利益に繋がることが一層求められるようになってきている。そうした中、伝統的な対面投資アドバイスにおけるフィー・ベースへのシフトは不可避であろうし、サービスの付加価値も問われることになろう。その際、米国における議論は一つのベンチマークになるものと考えられる。

I 投資アドバイスとフィー・ベースの手数料体系

近年、日本における対面の投資アドバイスの在り方が改めて問われている。従来、日本の投資アドバイスは売買の都度手数料が発生するコミッション・ベースの手数料体系が主であったが、近年では、ファンドラップや SMA など投資一任契約に基づくフィー・ベースの商品・サービスの残高も拡大してきている（図表 1）。背景には、フィー・ベースの手数料体系を通じて、顧客と投資アドバイザーとの間で、前者の運用資産増が後者の収益

図表1 日本におけるラップ業務の契約金額推移



(注) 各年3月末時点、単位は億円。ラップ業務のほとんどが一任契約のファンドラップ。

(出所) 日本投資顧問業協会より野村資本市場研究所作成

増につながるという利害一致を、顧客・規制当局が要請するようになってきたことがある。

欧米に目を転じると、ウェルスマネジメント・ビジネスにおいて、コミッション・ベース中心からフィー・ベース中心にシフトしてきた歴史がある。特に米国では、証券取引委員会（SEC）の外部有識者委員会が1995年に発表した「報酬慣行に関する委員会報告書」を契機に、フィー・ベースへのシフトが加速化した¹。当時のSECアーサー・レビット委員長は、アドバイザーの報酬がコミッションに連動していることが過度な回転売買を助長しているとして、メリルリンチのダニエル・タリーCEO（当時）を委員長とする「報酬慣行に関する委員会」を設立した。同委員会が調査・議論の結果を取り纏めた同報告書では、証券会社のベスト・プラクティスの一つとして、アドバイザーと顧客の利害を一致させ、長期的な関係を築くためには、残高に応じた手数料体系が望ましい、ということが提示された。加えて、2000年代初頭のITバブル崩壊を受けて、米国大手証券会社が人員を削減して残高の多い上位アドバイザーを中心に残したことで、収益源の安定化を図る必要に迫られたことも指摘できる。

以上から、米国ウェルスマネジメントにおいては、ファンドラップやSMAなどのフィー・ベースのビジネスが中心となり、コミッションを徴収するブローカレッジは周辺サービスと位置付けられるようになった²。更に、金融危機を経て、投資アドバイザーが市況の変動により機動的に対応できるフィー・ベースのビジネスであるレップ・アズ・アドバイザー、レップ・アズ・ポートフォリオ・マネージャーが急拡大した³。

また、米国におけるフィー・ベースの投資アドバイスの内容面では、長寿化や個人投資

¹ SEC, "Report of the Committee on Compensation Practices," April 10, 1995.

² 詳細は、岡田功太「米国 SMA・ファンドラップの多様化を促した規制と金融機関経営の変遷」『月刊資本市場』2016年5月号（No.369）参照。

³ レップ・アズ・アドバイザー、レップ・アズ・ポートフォリオ・マネージャーについては、星隆祐、岩井浩一「金融危機後に成長が加速する米国マネージド・アカウント業界」『野村資本市場クォーターリー』2014年冬号、同「米国レップ・アズ・アドバイザー・プログラムの仕組みと特徴」同2014年夏号参照。

家の価値観の多様化などを受けて、ゴールベース・アプローチが求められるようになってきている⁴。ゴールベース・アプローチにおいて、投資アドバイザーには、個々人の目標（パーソナル・ベンチマーク）の実現に向けたプランニングやモニタリングが求められ、資産運用では短期の対ベンチマークの相対リターンよりも長期の目標達成に向けた絶対リターンが重視されるようになっている。

もともと、コミッションの場合は個々の取引と1対1で紐づけられるが、フィー・ベースの手数料体系では、例えば、顧客との取引が年間一度も発生しなくとも、手数料が徴収されることになる。加えて、近年は、低水準のフィー・ベース手数料でオンラインの投資一任サービスを提供するロボ・アドバイザーも登場している。そうすると、対面投資アドバイスにおいて、フィー・ベースの手数料はどのようなサービスの対価なのか、フィー・ベースの手数料が支払われる対象となる付加価値は何なのか、という論点が浮上する。また、フィー・ベースのサービスで、アドバイスに基づき個別の投資商品がパッケージ化される場合、アドバイスとプロダクトの対価がより明確に意識されることにもなる。

こうした問題は、実は、フィー・ベース先進国ともいえる米国においても、活発に議論されているところである。そこで以下では、フィー・ベースの投資アドバイス・サービスの付加価値に関する米国における議論をまとめることとする。

II 投資アドバイスの定性的な付加価値

どのような付加価値を以て投資アドバイスのフィー、更にはその水準が正当化されるかについては、様々な観点・切り口から定性的・定量的な調査・分析がなされている。ここでは、まず、ディメンショナル・ファンド・アドバイザーズ及びフィデリティ・クリアリング&カストディ・ソリューションズの定性面からの調査・分析を紹介する。

1. ディメンショナルの個人投資家調査

ディメンショナル・ファンド・アドバイザーズは、新興国債券等のクオンツ運用に強みを持つ米国の資産運用会社であり、米国のフィナンシャル・アドバイザーに高い人気を博している⁵。ディメンショナルは2017年に、米国・カナダ・欧州・オーストラリア・ニュージーランドのアドバイザー会社436社の個人投資家顧客18,967人を対象に、彼らを受ける投資アドバイスに関するアンケート調査を実施した。まず、アドバイザーから受け取る付加価値を一義的にはどのように測定するか、との問いに対する上位4つの回答は図表2上段の通りであった。次に、アドバイザーとの関係において最も重要だと考えるア

⁴ ゴールベース・アプローチの詳細については、チャック・ウィジャー、ダニエル・クロスビー著／野村証券ゴールベース研究会訳『ゴールベース資産管理入門—顧客志向の新たなアプローチ』、日本経済新聞出版社（2016年5月25日）参照。

⁵ 詳細については、神山哲也「独自の低コスト戦略で台頭するディメンショナル」『野村資本市場クォーターリー』2011年夏号参照。

図表 2 アドバイザーの付加価値に関するディメンショナル調査

アドバイザーから受け取る付加価値を一義的にはどのように測定するか

回答内容	回答比率
安心感 (sense of security/ peace of mind)	35%
自分の財務状況に関する知識 (knowledge of my personal financial situation)	23%
自分のゴールに向けた進捗 (progress towards my goals)	20%
投資リターン (investment returns)	14%

アドバイザーとの関係において最も重要だと考えるアドバイザーの特性

回答内容	回答比率
投資リターン (investment returns)	32%
顧客サービスの経験 (client service experience)	31%
自分と同様な顧客との経験 (experience with clients like me)	26%
サービスの幅 (range of services)	6%

(出所) Dimensional Fund Advisors “Global Investor Insights” 2017 より野村資本市場研究所作成

アドバイザーの特性 (attributes) を選択せよ、との問いに対する上位 4 つの回答は図表 2 下段の通りであった。

この調査から言えることとして、まず、前段の「アドバイザーから受け取る付加価値」についてディメンショナルは、個人投資家は「安心感」をアドバイザーとの関係における様々な要素と結び付けているようであり、投資家が安心感を抱いているということは、アドバイザーが正しい期待値を設定していることの結果だと評価する。また、後段の「アドバイザーの特性」についてディメンショナルは、半分以上の回答者が、顧客サービスの経験と自分と同様な顧客との経験、と回答している点を注目点として挙げる。ディメンショナルが指摘するように、「投資リターン」の選択肢がありながら、アドバイザーの経験に着目した 2 つの選択肢の合計が「投資リターン」を大幅に上回っている点は、特筆に値しよう。

以上から、投資家が重視するのは、投資リターンもあるものの、より重要な要素として、「安心感」と「アドバイザーの経験」があると言えよう。

2. フィデリティが提唱する投資アドバイスの付加価値の序列

フィデリティ・クリアリング&カストディ・ソリューションズは、フィデリティ・インベストメントにおけるサード・パーティーの独立フィナンシャル・アドバイザー (IFA、独立系ブローカーや登録投資顧問 (RIA) など) 向け事業部門である。同社は、IFA 向けにプロダクトやミドル・バックオフィスの支援を提供する一環で、IFA が顧客に対して提供する重要な付加価値は何か、様々な付加価値の優先順位・ヒエラルキーは何か、という

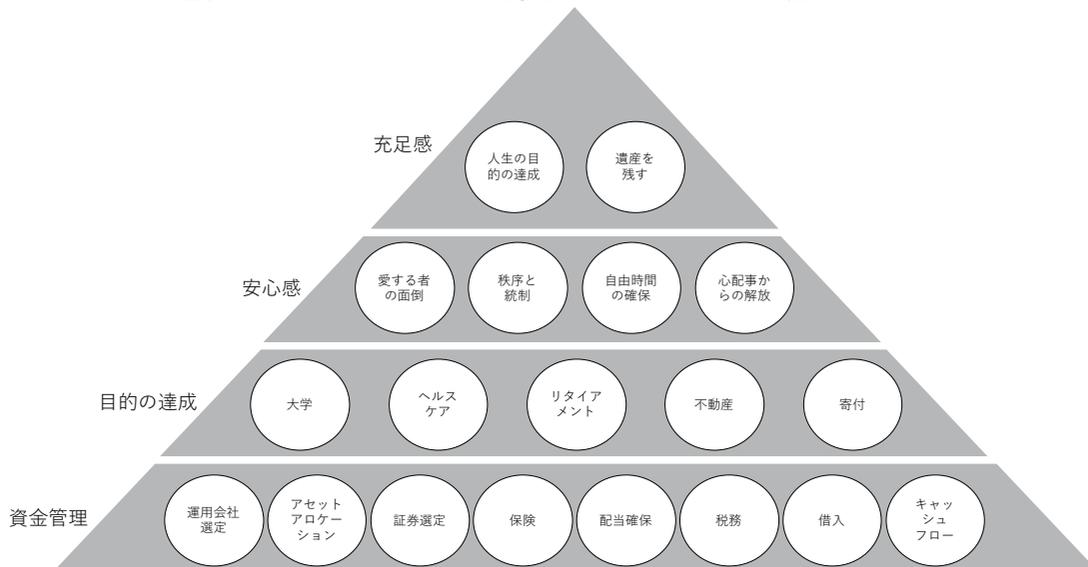
ことに関する考え方を提唱している⁶。これは、IFA が現状提供している付加価値の分析というよりは、投資アドバイスの付加価値に関する「べき論」を示したものである。

フィデリティが提唱する「新たなアドバイスの付加価値の序列 (The New Advice Value Stack)」において、投資アドバイザーは、まず、アセット・アロケーションや運用会社選定など、顧客の資金管理を対顧客関係の入口とする。そのうえで、顧客の目的の達成を支援したり、安心感を与えたりすることを目指す。究極的には、顧客が充足感を得ること、生き甲斐・やり甲斐を感じることを支援することを目指す。即ち、一番下の投資関連サービスの土台がなければ、その上位の付加価値提供はあり得ない。しかし、土台だけでは十分な付加価値を提供したとは言えない、ということを示している (図表 3)。

上記の考え方を打ち出したフォーラムで、約 350 人のウェルスマネジメント会社幹部を対象にフィデリティがアンケート調査を実施したところ、現状でフォーカスしているところとしては、31%が資金管理、40%が目的の達成、23%が安心感、6%が充足感となった。他方、今後注力していきたいところとしては、資産管理が 5%、目的の達成が 31%、安心感が 28%、充足感が 36%という結果となった⁷。現状では投資関連事項が重点的となっている、今後はより高付加価値のサービスにシフトしていきたい、というアドバイザーの認識が表れている。

また、前記ディメンショナルの調査との類似点も注目される。いずれにおいても、アセット・アロケーションなどの投資関連事項は、当然に重要要素とはされているものの、それ以上に、付加価値の源泉としては、投資対象の選定や投資リターンといったものに直接は関係のない要素がより重視されている。例えば、ゆとりある老後や住宅購入など個人の目標 (パーソナル・ベンチマーク) の達成に向けた支援は、ゴールベース・アプロー

図表 3 フィデリティによる投資アドバイスの付加価値の序列



(出所) Fidelity Clearing & Custody “New Advice Value Drivers” (2017年6月29日) より野村資本市場研究所作成

⁶ Fidelity, “Are Advisors Delivering What Investors Value the Most?,” June 29, 2017.

⁷ 前掲注 6 参照。

チとして、フィー・ベースの手数料体系を採用する米国のフィナンシャル・アドバイザーにおいて近年増加している手法となっている。また、「安心感」というキーワードも、ディメンショナルの調査においては、専門家のサポートを受けること自体による安心感、といったニュアンスがより強いものの、フィデリティ、ディメンショナルのいずれにおいても、個人投資家の心理面における負担軽減という点では共通している。

小括するならば、個人投資家が投資アドバイザーへ支払っているフィーは、定性的には、投資活動の支援は基礎的条件としつつ、それ以上に、対面ならではの安心感の提供や、目的・ゴール達成のための包括的な支援への対価と捉えられていると言えよう。

Ⅲ 投資アドバイスの定量的な付加価値

投資アドバイスの定量的な付加価値の測定については、様々な観点からの調査・分析がある。ここでは、その中で比較的包括的なアプローチを採る（複数の要因にアドバイスの付加価値を分解する）調査・分析について比較する。

図表 4 は、インデックス運用を中心とするバンガード、マルチ・マネージャー運用のラッセル・インベストメンツ、投信評価会社のモーニングスター、IFA 支援プラットフォームのエンベストネットが、投資アドバイスの付加価値を個々の構成要素にブレイクダウンしたものである。合計値が投資アドバイスで正当化される手数料率ということになり、4社の平均で約 300bp（ベース・ポイント=0.01%）となる。

なお、各社の分析が同じ切り口を採っているわけではないという点には注意を要する（ブレイクダウンの項目は各社異なる）。また、各社の本業に伴うバイアスの存在も、必ずしも否定できない。そうした各社の相違を前提とした上で、以下では、全体に共通するポイントを中心にみていくこととする。

図表 4 投資アドバイスの付加価値のブレイクダウン

バンガード	アセット・アロケーション 0bp*	コスト効率化 40bp	アセット・ロケーション 0~75bp	トータル・リターン vs インカム 0bp*	リバランス 35bp	引出戦略/順序 0~110bp	行動コーチング 150bp	合計 225~410bp
<small>*付加価値はあるが個々の投資家によって異なりすぎるためゼロ</small>								
ラッセル・インベストメンツ	リバランス 20bp	ビヘイビアの誤り修正 200bp	投資オンリーのコスト 33bp	プランニング/アップデート 75bp	税対応プランニング/投資 80bp	合計 408bp		
モーニングスター	アセット・アロケーション 45bp	アニュイティ・アロケーション 10bp	ダイナミック引出戦略 70bp	債務に応じた最適化 12bp	アセット・ロケーション(引出原資確保) 23bp	合計 159bp		
エンベストネット	プランニング* 50bp	アセット・セレクション/アロケーション 52bp	投資セレクション** 61~67bp	自動リバランス 30bp	税マネジメント 100bp	合計 約300bp		

*定量化は困難なもののアセットロケーションでは50bp

**パッシブで61、アクティブで67bp

(出所) Vanguard, “Putting a value on your value: Quantifying vanguard Advisor’s Alpha” (September 2016)、Russell Investments, “Why Advisors Have Never Been So Valuable: 2017 Value of an Advisor Study” (September 2017)、Morningstar, “Alpha, Beta, and Now...Gamma” (August 28, 2013)、Envestnet/PMC, “Capital Sigma: The Advisor Advantage” (2019) より野村資本市場研究所作成

1. 行動コーチング

本稿で扱う4社の調査のすべてで言及されているわけではないものの、言及されている調査において最も付加価値が高いとされているのが行動コーチング (behavioral coaching) ないしビヘイビアの誤りの修正である (図表4太線丸)。例えば、市況悪化時の狼狽売りや、トレンド・フォローによる高値掴みを防止することなどを指す。こうした行動コーチングは、一般的に、顧客とアドバイザーの契約に明記されているものではなく、また、それを手数料徴収の根拠として個人投資家に説明するのも困難と思われる。しかし、現実には、投資ポートフォリオへの影響度は大きく、特にロボ・アドバイザーなどのオンライン・チャンネルに比して、対面チャンネルならではの付加価値と言えよう。

バンガードによると、アドバイザーが投資家に提供できる最大の付加価値は「行動コーチング」だとする。投資家が当初の投資計画から乖離して、その時々ホットな投資案件に目移りしたり、パフォーマンス悪化時に市場から退出しないよう説得することは、数bp単位ではなく数パーセント単位の付加価値を投資家のポートフォリオに提供するという。バンガードは実証実験として、自身の判断で投資する58,168人のバンガードIRA (個人退職勘定) の投資家における2012年末までの5年間の投資収益率を、同期間のバンガードのターゲット・デート・ファンドの投資収益率と比較した。ここでターゲット・デート・ファンドは、アドバイザーが提供するガイダンスと同様の機能を果たすものとされている。結果、期間中1回でも銘柄入替等の取引を行った投資家は、平均でターゲット・デート・ファンドを150bp下回った。ここからバンガードは、当初の投資計画から乖離しないよう求める投資アドバイスの付加価値が150bpに相当したとする⁸。

ラッセル・インベストメンツも、アドバイザーの付加価値で最大のものは「ビヘイビアの誤りの修正」だとする。ラッセルによると、多くの投資家は自身の判断のままに投資をすると、マーケット・トレンドを後追いするため、高値で買って安値で売る傾向があるという。例えば、2009年から2013年にかけて、米株投信はネットで資金流出をみたが、同期間、ラッセル3000指数は16.1%上昇した。同期間、株式市場に参加しなかった投資家は、その分のリターンを享受し損ねたことになる。より長期的には、1984年から2016年にかけて、ラッセル3000指数の年間収益率は10.7%であったが、平均的な個人の株式投資家の年間収益率は8.7%であった⁹。この200bpの差がマーケット・トレンドを後追いする個人投資家の年間コストであり、こうしたコストの要因となる非合理的・感情的な意思決定を避けて長期的な投資計画に沿うようアドバイザーが促すことが、この200bp分の付加価値となるという。

⁸ なお、一度も取引を行わなかった投資家は、ターゲット・デート・ファンドを19bpしか下回らなかった。

⁹ 平均的な個人の株式投資家の年間収益率は、投資会社協会 (ICI) の資金フローのデータに基づいて内部収益率 (IRR) を算出したもの。

2. 税務関連

アドバイザーによる税務面での支援も、各社の分析で共通する投資アドバイスの重要な付加価値と位置付けられている（図表 4 実線丸）。ここでいう税務面の支援は、ポートフォリオにおける税効率の最適化を指し、相続や事業承継といった富裕層向けの周辺サービスは含まない。そうしたサービスは、ここでは投資アドバイスへの対価としてのフィー・ベースの手数料の枠外と捉えられている。

ポートフォリオにおける税効率の最適化支援の代表的なものとしては、バンガード、モーニングスター、エンベストネット¹⁰が挙げる「アセット・ロケーション」がある。アセット・ロケーションとは、通常の課税口座と IRA などの税優遇措置のついた口座との間で税効率が最適になるよう資産を配分する取り組みを指す。例えば、より税効率の低い資産（課税対象となるキャッシュ・フローが生じる可能性の高い債券や高配当株式）は課税額を抑えるべく税優遇口座に、税効率の高い資産（直ちには課税されない値上がり狙いの株式や非課税措置のある米国地方債¹¹）は元々税額が低いので課税口座に配分することが挙げられる。また、税優遇口座間（例えば米国の通常 IRA とロス IRA など）で税効率の最適化を図ることも、アセット・ロケーションに含まれる。アセット・ロケーションによる付加価値として、エンベストネットは 50bp、バンガードは 0~75bp（元々のポートフォリオや所得税階層による）、モーニングスターは 23bp を見込んでいる。

資金の引き出しに係る戦略も、バンガードとモーニングスターが言及するところとなっている。特に、退職後に労働所得がなくなった時、如何に貯蓄を取り崩すか、というところがポイントとなる。バンガードによると、適切な引出戦略を適用するアドバイザーは、退職後の顧客の課税金額を減らして資産寿命を延伸することができ、このプロセスのみでフィー・ベースのアドバイザーの付加価値を説明し尽くすこともできるという。そのうえで、具体的な引き出しの順番を、①最低引出義務（RMD）¹²、②課税口座で保有する資産から生じるキャッシュ・フロー¹³、③課税口座の資産、④税優遇口座の資産、とする。更に、④税優遇口座の資産の引き出しについては、顧客の将来の所得税率が高くなると見込む場合は課税繰延口座→非課税口座、将来の所得税率が低くなると見込む場合は非課税口座→課税繰延口座の順が望ましいとする¹⁴。これにより、最大 110bp の付加価値を提供できるという¹⁵。また、モーニングスターも、課税口座→税優遇口座の順で引き出しつつ、予想寿命に応じて年間引出率を調整することで資金を使い切ってしまうリスクを回避することにより¹⁶、70bp の付加価値を提供できるという。

¹⁰ エンベストネットの分析では、プランニングの中身がアセット・ロケーションだとされている。

¹¹ 米国における地方債の多くは、連邦税及び大半の州税・地方税が非課税。

¹² 70.5 歳到達後に義務付けられる確定拠出型年金資産からの一定の引き出し。

¹³ 再投資して引き出すと短期キャピタル・ゲイン課税が課されるため。

¹⁴ 課税繰延口座は 401(k)や IRA、非課税口座はロス 401(k)やロス IRA など。

¹⁵ 顧客の所得税率が高く、課税口座・税優遇口座の資産規模が同程度の時に最高値に近づく。

¹⁶ モーニングスターは、毎年の引出率を定率とするのではなく予想寿命に応じて調整する戦略を「ダイナミック引出戦略（dynamic withdrawal strategy）」と呼ぶ。

上記以外にも、ラッセル・インベストメンツやエンベストネットは、長期保有や投資期間中に実現益を出さないことなどで課税額を抑え、80bp、100bp の付加価値を提供できるとする。

3. 投資関連

アセット・アロケーションや投資対象選定、リバランスといった、投資意思決定に直接的に関わる事項も、当然に投資アドバイスの付加価値に含まれる（図表 4 点線丸）。例えばモーニングスターは、投資家のリスク選好度だけでなく、リスク・キャパシティ（投資家の人的資本と金融資本の和から導出されるリスクを引き受ける能力）も考慮してアセット・アロケーションを策定することで 45bp、投資家の債務に応じてポートフォリオを最適化すること（ライアビリティ・ドリブン・インベストメント）で 12bp の付加価値を提供できるとする。また、エンベストネットは、アセット・クラスのセレクションとアロケーションで 52bp の付加価値を提供できるとする。

リバランスについても、ラッセル・インベストメンツは 20bp、エンベストネットはシステマティックに毎年リバランスすることにより 30bp の付加価値を提供できるとする。また、エンベストネットによると、運用会社選定においても、アクティブ運用で 67bp、パッシブ運用で 61bp の付加価値を提供できるという¹⁷。

このように、アセット・アロケーションやファンド選定、リバランスの付加価値も認められている一方、前述の行動コーチングや税務関連と比べると、必ずしもその付加価値は高いものとはされていないようにも見受けられる。4 社の調査では、いずれにおいても、投資関連の付加価値が「低い」と明記されているわけではない。しかし、近年においては、アセット・アロケーションやリバランスは、ロボ・アドバイザー等にみられるように、大部分は自動化されており、個人投資家レベルでも、そうしたサービスに直接アクセスできるようになっている。そのため、対面の投資アドバイスにおける付加価値は必ずしも高くないと捉えられているものと考えられる。

IV おわりに

上記でみてきたように、対面の投資アドバイスの付加価値は、定性分析によればアドバイザーの経験や安心感、定量分析によればコーチングや税制面での支援が主であり、それらに次ぐのが、アセット・アロケーションやファンド選定、リバランスなどの投資意思決定の支援、となっている。言い換えれば、何を以て付加価値のある投資アドバイスと言え

¹⁷ アクティブについては、5 資産（国内株・国際株・国内債・国内ハイイールド・国際債）毎のパフォーマンス上位 30%以内のファンドのリターンを 5 資産のグローバル時価総額で加重平均し、各々について 5 資産グローバル時価総額で加重平均した ETF のエクスペンス・レシオを加算した数値の総和で算出。パッシブについては、アクティブ運用と ETF の超過収益率の代数を各々のエクスペンス・レシオとし、その差を 5 資産のグローバル時価総額で加重平均したものの総和で算出。

るかは、投資意思決定の支援の帰結としてある運用パフォーマンスのみではなく、「安心感」や「コーチング」にみられるように、心理面も含めた多様かつ広範囲な投資家に対する支援に依るものと言えよう。

日本においても、欧米同様、IFA やロボ・アドバイザーなどの新たな投資サービスのチャンネルが登場している。また、長寿化によって目先のパフォーマンスを極大化することの相対的重要性は低下しており¹⁸、規制の方向性も、顧客本位の業務運営原則など、フィナンシャル・アドバイザーのサービスが顧客の長期的利益に繋がることを促すものとなっている。そうした中で、伝統的な対面投資アドバイスにおいて、フィー・ベースへのシフトは不可避であろうし、同時に、フィーがどのような付加価値の対価なのかということも、問われることとなろう。その際、米国における投資アドバイスの付加価値を巡る議論は、一つのベンチマークになるものと考えられる。

¹⁸ モシェ・ミレブスキー著／野村証券ゴールベース研究会訳『人生100年時代の資産管理術ーリタイア後のリスクに備える』日本経済新聞出版社（2018年7月24日）参照。