

# 資産運用における3つのテクノロジー

ウィズダムツリー・ジャパン株式会社 ETFストラテジスト 渡邊 雅史

## 要約

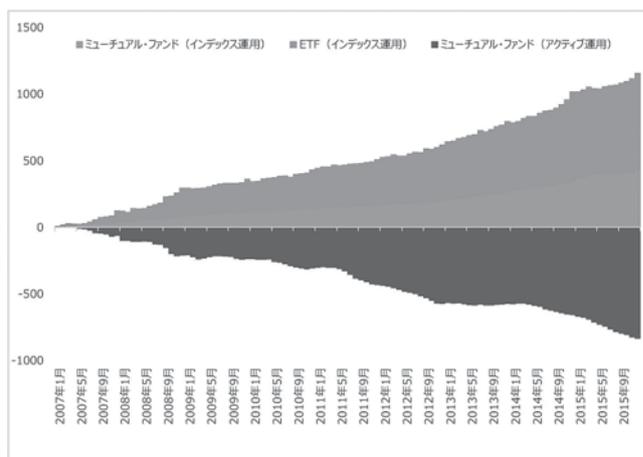
「ETF」「スマートベータ」「ロボアドバイザー」という3つのテクノロジーが資産運用の世界を大きく変えようとしています。これら3つのテクノロジーは複合的に米国のアドバイザーのビジネスモデルを変えてきました。日本でもこれらのテクノロジーは利用可能となっており、個人の資産運用ビジネスの変革を促す可能性があります。一方で、テクノロジーの発展が先に起こり、フィービジネスという文化がまだ根付いていない状況は日本の個人資産運用のチャレンジでもあります。

## はじめに

金融とテクノロジーの融合というFinTechといわれる潮流の中において、ロボアドバイザーに象徴される資産運用におけるテクノロジーの活用が主に米国を中心として進んでいます。個人の資産運用にテクノロジーを用いるということについては、特にITという意味でのテクノロジーという文脈で語られることが多いです。しかし、テクノロジーという言葉をもっと幅広く、「資産運用に登場した新しい技術」という観点から捉えれば、現在「ETF」「スマートベータ」「ロボアドバイザー」という3つのテクノロジーが資産運用の世界を大きく変えようとしています。これらによって、米国における伝統的なアドバイザーのビジネスモデルが大きく転換しつつあります。本稿では資産運用におけるこれら3つのテクノロジーの概要とそれらがどのような変化を個人の資産運用に与えているのかを整理した上で、日本への示唆を検討したいと思います。

### 1. ETF = Investment Product Technology

現在米国においてはアクティブ型の投資信託（ミューチュアルファンド）から資金が流出し、ETFとインデックス型の投資信託へ資金が流入するという構図が顕著となっています（図表1参照）。



図表1：米国籍の米国株ミューチュアルファンドとETFの累積資金流入（十億ドル）

出所：“2016 Investment Company Fact Book” Investment Company Institute

リーマンショックを経て、アクティブマネジャーのパフォーマンスが冴えないなかで、低コストのインデックス運用へのシフトが起こっていることがその一因であると考えられます。しかし、この図からはインデックス運用のツールの中でも投資信託よりもETFのほうが、資金流入が多くなっていることがわかります。これは、ETFという投資ツールとしてのテクノロジー（Investment Product Technology）が投資信託よりも好まれているということだといえるでしょう。

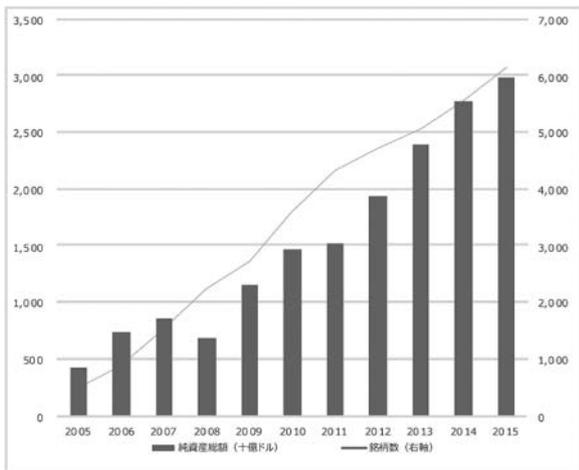
ETFは株式と投資信託の両方の利点を併せ持つ金融商品であると考えられます（図表2参照）。

	株式	ETF	投資信託
エクスポージャー	—	多様な銘柄/バスケット資産	多様な銘柄/バスケット資産
売買方法	取引所またはOTC	取引所またはOTC	設定または解約の申込
価格	市場価格	市場価格または基準価額ベース	基準価額
取引相手	証券会社	証券会社	販売会社または運用会社
経費率	—	一般的には投資信託より割安	運用手法により様々
流動性	流通市場	流通市場と発行市場	一日一回
取引の柔軟性	指値・成行などの取引手法	指値・成行などの取引手法	基準価額での取引のみ
	OTC	OTC	空売、信用取引不可
	空売の信用取引	空売の信用取引	
売買による市場へのインパクト	有	基準価額ベースでの取引 流通市場での売買の場合は理論的にはない	有
	透明性	—	保有銘柄は日次開示
			保有銘柄の開示は月次・毎季

図表2：株式とETFと投資信託の特徴の比較

投資信託が上場市場で取引されることによって、流動性と取引の柔軟性、透明性とコスト効率の向上が実現され、さらに多様な資産クラスへのアクセスを可能としています。これは今までの投資信託という金融商品の概念を次の段階へ発展させた新しいテクノロジーの出現といえるでしょう。

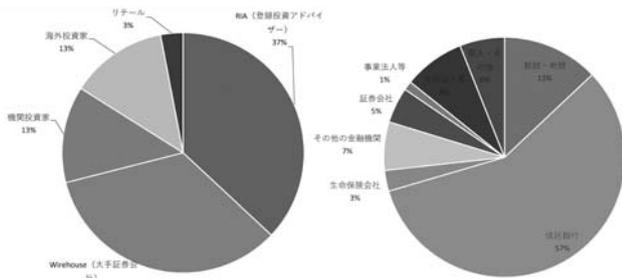
すでにグローバルなETFの残高は3兆ドルを超え、6,000銘柄を超えるETFが世界中の取引所に上場されています（図表3参照）。



図表3：ETF市場の残高と銘柄数の推移

出所：ETF GI

機関投資家から個人投資家までどのような投資家も幅広く利用することができるのがETFの特徴でもあります。米国と日本の投資家層は大きく異なっています（図表4参照<sup>1</sup>）。



図表4：ETF保有者の比較

2015年12月末時点  
出所：“Annual Report on ID-K December 31, 2015” WisdomTree

2015年7月末時点  
出所：“ETF ETN Annual Report 2016” 東京証券取引所

米国はRIA（Registered Investment Advisor）と呼ばれるアドバイザーが大きな割合を占めています。日本では投資顧問業にあたる存在と考えることができますが、顧客との利益相反がないアド

バイザーが、投資家に対して最も効率的な金融商品の一つとしてETFの活用を拡大しているのです。

それに対して日本は、機関投資家（図4の信託銀行の大部分は日銀によるものと推察されます）がETFの利用者のほとんどであり、アドバイザーというチャンネルが無いこともあって、個人投資家の保有割合はまだ6%程度です。

## 2. スマートベータ=Investment Strategy Technology

スマートベータという言葉は資産運用業界ではすでに一般的な用語になりつつあります。

伝統的な資産運用の考え方においては、運用によるリターンは、TOPIXやS&P500のように市場全体を代表するような時価総額加重の指数に連動するインデックス運用による「ベータ」部分と、ファンドマネジャーが市場に勝つために運用するアクティブ運用の超過収益である「アルファ<sup>2</sup>」部分に分かれるという区別が一般的でした。しかし、実はこのアルファ（アクティブリターン）の部分は、あるルールに基づいて運用することでそのかなりの部分が実現可能ではないかということが言われ始めました。

そこで、時価総額加重ではなく、定量的な方法で銘柄の選択やウェイトを決めて透明性の高いルールに則って運用する手法（図表5参照）がスマートベータと呼ばれ、現在急速に普及しています。



例えば...  
バリューストック指数、高配当株指数、低ボラティリティ指数、モメンタム指数などに連動するように運用する

図表5：スマートベータのイメージ

例えば、割安株を発掘するマネジャーは、所謂バリューストック投資の手法をとるわけですが、ある程度の部分は様々な指標で割安株を選ぶルールを決めてしまえば、大部分のリターンの複製が可能かもしれません。また、低リスクの株式への投資が運用上効率的であるという議論もありますが、これもあえてアクティブマネジャーに選んでもらう必

<sup>1</sup> 米国についてはETFのチャンネル別の割合であり、日本についてはETFの保有者ベースでの統計であることに注意。

<sup>2</sup> 厳密には個別銘柄要因から生じた超過収益のみをアルファと呼ぶが、本稿ではアルファをアクティブリターンの意味でも用いる。

要もなく、ルールベースのスマートベータの手法を用いてボラティリティの低い株式のバスケットを構築することで十分に実現可能です。

結果として、従来マネジャーのスキルとされていた部分が、よりコスト効率がよく透明性の高いスマートベータに置き換えられてきているのです。

スマートベータは、ルールが決まっているためその手法の透明性が高く、アクティブマネジャーを高い費用で雇う必要もないことからコストも低廉に抑えることができます。また、様々なアイデアのスマートベータ戦略が開発されることで、それらの組み合わせや切り替えなどによるカスタマイズされた運用の幅も広がっています。

例えばインカムを欲する年配の顧客についても高配当に特化した株式のETFと債券のETFを組み合わせたマルチアセットのインカムポートフォリオを低コストで組むことが可能です。

スマートベータは、特にアクティブ運用に対するディスラプティブ（破壊的な）・テクノロジーともいえ、時価総額加重のパッシブ運用とアクティブ運用に二元化されていた運用戦略における新たな位置づけを作り出しているのです。

### 3. ロボアドバイザー：Investment Advice Technology

個人への投資アドバイスに対するテクノロジーとして登場してきたのがロボアドバイザーです。投資ツールと投資戦略に対してテクノロジーが発達していく中で、それらを駆使してどのようにポートフォリオを組んで提供するかというところにもテクノロジーが入ってきたと考えることができます。

PCやスマートフォンからのプロファイリングのみで、簡単にポートフォリオの提示と運用サービスの提供を受けることができる仕組みは、これまで人間によって行われていた対面のアドバイスに対する挑戦であると当初は考えられていました。そして、このようなサービスは主にコスト意識の高い米国のミレニアル世代などを中心に支持を集めました。

ロボアドバイザーはベンチャー企業が先行していましたが、大手企業も手をこまねいていたわけではありません。例えばFidelityはBettermentやLearnvestと提携していますし、BlackRockはFuture Advisorを買収、さらにCharles SchwabやVanguardは独自でロボアドバイザーのサービスを提供し急速に残高を伸ばしています。提携、買収、自社開発という手段を通じて、ロボアドバイザーへの大手企業の参入は急速に増加しています。

### 4. 資産運用におけるサービスモデルの進化

「ETF」「スマートベータ」「ロボアドバイザー」という資産運用における3つのテクノロジーが変えつつあるのは、伝統的な「対面のアドバイザー」が、「アクティブ運用の投資信託」を「販売」するというビジネスモデルです。

それを「ロボアドバイザー」を用いて、低コストの「パッシブやスマートベータのETF」を使いながら「運用」という仕組みに変えていこうとする試みが今まさに起こっています。

ここで重要なのは、この変化は急に起こったわけではなく、米国では様々な段階を踏んで起こってきたということです。

資産運用におけるアドバイスは幾つかのファンクション（機能）に分けることができます。顧客対応、プロファイリング、ポートフォリオの提案、運用、その投資対象などです。また、それらのサービスをどのような報酬の体系で行うのかということもサービスモデルの進化を考えるに当たって重要です。米国においては、この機能と報酬体系におけるサービスモデルの組み合わせが徐々に変化・進化してきたのです（図表6参照）。

	伝統的スタイル	フィーの導入	スマートベータの登場	運用のアウトソース	ロボアドバイザーの登場	ハイブリッド
顧客対応						対面アドバイザー／コールセンター
プロファイリング	対面アドバイザー	対面アドバイザー	対面アドバイザー	対面アドバイザー	ロボアドバイザー	ロボアドバイザー
ポートフォリオ提案				ETFストラテジスト		
ポートフォリオ管理						
投資対象	アクティブ投資信託	パッシブETF	パッシブETF	パッシブETF	パッシブETF	パッシブETF
	個別銘柄	アクティブ投資信託	スマートベータETF	スマートベータETF	スマートベータETF	スマートベータETF
		個別銘柄	個別銘柄			
コスト体系	コミッション	フィー	フィー	フィー	フィー	フィー

図表6：サービスモデルの進化

元来米国においても、アクティブ運用の投資信託をコミッション（販売手数料方式）で対面アドバイザーが売るとというのが基本でした。

一つのポイントとしてはフィーベースの報酬体系が導入されたということです。「コミッションからフィーへ」という言葉で表わされることが多いですが、回転売買による手数料ではなく、RIAのように預かり資産に応じたフィービジネスをするアドバイザーが登場しました。顧客の資産の増大に対する利害が一致するため、コスト意識が高くなり、その結果アクティブファンドではなくパッシブのETFを使うようになりました。

とはいえ多様なニーズに対しては、パッシブの

ETFだけでは運用目的を果たせないためスマートベータのETFの活用も視野に入ってきます。

さらに、アドバイザーの中でも顧客とのコミュニケーションが得意な人と運用が得意な人の分化が起こり、ETFのポートフォリオマネジメントだけに特化して、顧客対応重視のアドバイザーから運用部分のアウトソースを受けるような業者(ETF Investment Strategistと呼ばれる)が登場します。

そして、BettermentやWealthfrontのようなロボアドバイザーが出現したのです。ロボアドバイザーの元々の発想はアドバイスからポートフォリオ管理までを全部やっしまおうということでした。

しかし、すべてが自動のロボット運用で本当に大丈夫かという議論が当然ながら出てくることになります。また、そもそも伝統的な顧客は対面のアドバイザーが握っています。そこで、顧客対応の部分というのはむしろ人間にやってもらい、それ以降の部分はロボアドバイザーで行うというモデルが、いまロボアドバイザーを提供している各社が実現しようとしている姿となりつつあります。すなわち対面アドバイザーとのコラボレーションの中で、ロボアドバイザーの位置づけを模索しているのです。

#### おわりに

米国でまさに起こっている資産運用における3つのテクノロジーの潮流は、すでに少なからず日本にも影響を与えていると考えられます。

日本のETF市場の発展はまだまだと見る向きもありますが、実は日本の個人投資家が利用可能な海外のETFは、オンライン証券などで取り扱われている数を見てもすでに非常に多いと考えられます。その中には幾つかスマートベータ型のETFも含まれています。また、ロボアドバイザーもベンチャー企業を中心にすでに立ち上がったり、大手金融機関が提供したりするものも始まってきています。そういう意味では米国と同じような状況になるための素地は整いつつあるように思われます。

その一方で、日本の場合は対面のアドバイザーがフィービジネスで個人へ資産運用サービスを提供するフェーズを経験する前に、すでにこの3つのテクノロジーがまわりに存在する状況になっています。対面のアドバイザーに相談して運用の管理を任せるというフェーズを飛び越えて、ロボアドバイザーを利用した運用の提供というビジネスモデルが普及できるのかどうか、日本の個人の資産運用のチャレンジでもあると考えられます。

米国はアドバイスから運用までをすべてがロボで行うというところから、対面アドバイザーとの協業の方向へと、ロボアドバイザーサービスも舵を切りつつあります。日本でも単純な自動サービスよりも、それを使って対面のアドバイザーからコンサルテーションサービスを受けて、その上でお金の運用を任せるといった流れのほうが、フィービジネスを普及させるプロセスとしてふさわしいのかもしれない。