

講 演 録

「アセットマネジメントとテクノロジー」

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

金融とITの融合としてのフィンテックという
とネットでのサービスやAIといった話が多いの
ですが、本日は、もうすこし幅広い視点から、ア
セットマネジメントすなわち資産運用にテクノロ
ジーがどのように関わってきているか、どのよう
にアセットマネジメントビジネスを変えているの
かという文脈でお話しさせていただければと思
います。

私は現在、ウィズダムツリーというETF（上
場投資信託）のプロバイダーに所属してしま
いますが、長年ETFのビジネスに関わってしま
す。よくこういう場でお話しさせていただくとき
に「ETF is Technology」とよく言っています。
上場投資信託というものも、新しい金融商品とし
てのテクノロジーであるという意味でもありま
す。今回は、もう少し大きな視点から、ファイ
ナンシャルプランニングに関わってくるものも含め

て、アセットマネジメントの世界におけるテクノ
ロジーについての話をさせていただきたいと思
います。

まずは、現在の米国の資産運用業界で何が起
こっているのかということについてです。運用業
界で非常に話題となっていることではあるの
ですが、米国の投資信託の中でアクティブ運用と呼ば
れる、ファンドマネジャーがいい銘柄を選ぶこと
で市場よりも良いリターンを返します、と謳って
いるファンドの実際のリターンを分析すると、そ
の9割近くが長期で見るとベンチマークに負けて
いるという結果が出ています（図表1参照）。ファ
ンドマネジャーが10年間お金を預かって運用し
て、S&P500という一般的な指数に勝てますか
という、ほとんど勝てないというのが実態なの
です。

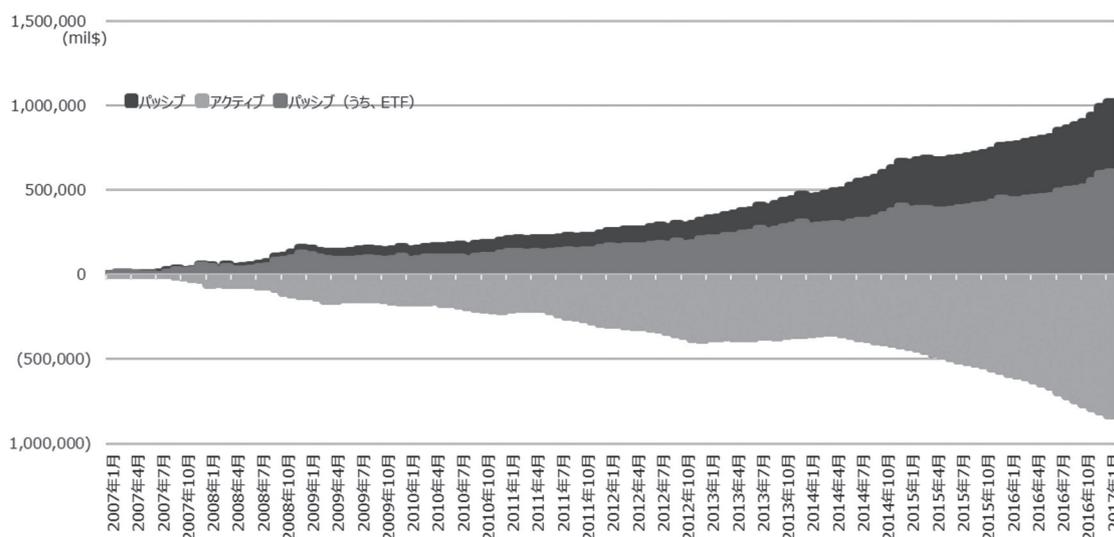
ファンドカテゴリー	比較対象指数	1年 (%)	3年 (%)	5年 (%)	10年 (%)
All Domestic Equity Funds	S&P Composite 1500	90.20	87.41	94.58	87.47
All Large-Cap Funds	S&P 500	84.62	81.31	91.91	85.36
All Mid-Cap Funds	S&P MidCap 400	87.89	83.81	87.87	91.27
All Small-Cap Funds	S&P SmallCap 600	88.77	94.07	97.58	90.75
All Multi-Cap Funds	S&P Composite 1500	91.61	86.13	94.71	90.29
Large-Cap Growth Funds	S&P 500 Growth	95.10	90.32	97.38	98.59
Large-Cap Core Funds	S&P 500	81.25	87.76	92.16	88.21
Large-Cap Value Funds	S&P 500 Value	77.04	82.44	88.78	67.76
Mid-Cap Growth Funds	S&P MidCap 400 Growth	95.56	81.14	88.04	95.21
Mid-Cap Core Funds	S&P MidCap 400	82.48	84.96	87.68	92.31
Mid-Cap Value Funds	S&P MidCap 400 Value	77.78	85.33	81.71	87.21
Small-Cap Growth Funds	S&P SmallCap 600 Growth	90.09	95.26	96.85	94.53
Small-Cap Core Funds	S&P SmallCap 600	90.78	95.56	97.89	89.77
Small-Cap Value Funds	S&P SmallCap 600 Value	83.94	92.06	98.21	90.22
Multi-Cap Growth Funds	S&P Composite 1500 Growth	96.04	92.27	99.06	92.41
Multi-Cap Core Funds	S&P Composite 1500	91.16	93.21	93.37	89.33
Multi-Cap Value Funds	S&P Composite 1500 Value	83.87	77.97	87.50	80.92
Real Estate Funds	S&P US Real Estate Investment Trust	90.53	67.74	89.11	89.16

図表1：ベンチマークよりもアンダーパフォームしたファンドの割合

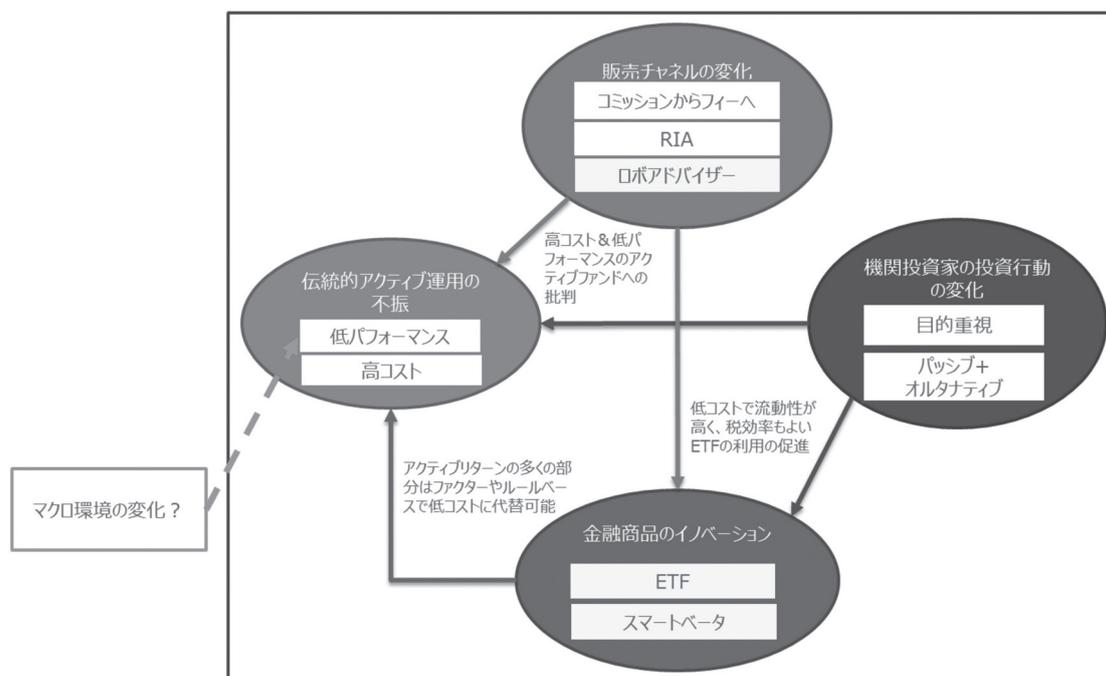
出所：“SPIVA U.S. Score card Mid-Year 2016” S&P Dow Jones Indices

これによって何が起きたかという点、2007年の頭からの米国の投資信託に対するキャッシュフローを見てみると、アクティブファンドへの資金フローがずっと流出になっています（図表2参照）。反対側にはパッシブ型のファンドへの資金フローの流入がほぼ同様に見られています。米国

では「Active to Passive」という言葉を頻繁に目にしますが、まさにそういう状況が起きていることがよくわかります。また、パッシブ運用のなかでも、投資信託（ミューチュアルファンド）よりもETFが選ばれているというのも、もう一つ確認できる重要な点でもあります。



図表2：米国籍のミューチュアルファンドとETFの資金流入（百万ドル）
出所：Morningstar



図表3：全体像の整理と3つのテクノロジー

では、投資資金がパッシブだけに集中しているのかという点も必ずしもそうではありません。あるコンサルティング会社のグローバルの調査によると、業界で「ソリューション」とよばれるところには資金が流入しています。代表的なものが、LDI (Liability Driven Investment) で、負債連動型や負債対応型の運用と呼ばれますが、このような投資家のニーズに合ったソリューションや投資家の負債に対応した運用を提供するようなプロダクトについては、資金が流入しています。アクティブ運用に関しては、勝てないのであればパッシブに変更するかもしれませんが、もし、自分の問題を解決してくれるような運用であればお任せします、という世界に徐々に変わってきているということが、グローバルの動きとしてあるのではないかと思います。

このような状況に関して、資産運用業界というテクノロジーというものがどのように関わってきているのかという全体像の整理をさせて頂いたのがこちらです(図表3参照)。まず一番左の円を見ていただくと、先ほどからお話ししている伝統的なアクティブ運用のパフォーマンスが悪いということがあり、その原因の一つとして高コストがあると言われています。これに対して今度は上の円を見ていただくと、販売チャネルの変化が起こっています。回転売買によってその度にコミッションを取っていくようなビジネスモデルから、資産を預かって、その資産に対して例えば数十ベシスから1%程度のフィーを取るモデルへの転換です。こうすれば、目先の手数料ではなく、投資家の資産が増えることが販売サイドのインセンティブとなります。米国では販売チャネルとしてのアドバイザーがこのような投資顧問型のビジネスに徐々に転換しており、その中でもRIAと言われる登録投資アドバイザーのビジネスが非常に伸びています。そしてその発展形として、最近よく話題になっているロボアドバイザーという、テクノロジーを活かしたやり方が出始めたという状態です。ここまではどちらかというとりテールの話ですが、一方で機関投資家がどういった行動をしているかという点、先ほど申し上げましたソリューション型の運用ということになってきます。それは、目的重視の運用や、アクティブマネジャーに任せるのではなく、パッシブ運用とオルタナティブ、すなわちプライベートエクイティやヘッジファンドなどを組み合わせるといった形態にこちらも徐々に変化してきています。そして、この動きをドライブしたのが下の円ですが、金融商品や運用戦略のイノベーションでして、ETFや後ほどご紹介するスマートベータという運用手法

の登場です。これらが、高コストで低パフォーマンスのアクティブファンドへの批判として使われるようになってきたことで、その循環が起こっているというのが、米国では顕著となっています。また、この動きは徐々に欧州でも起こりつつあると考えられますし、日本もまさに金融庁などはこのような動きを日本でも促したいと考えているのではないのでしょうか。

また、マクロ環境の変化というのが左下にありますが、そもそも、なぜアクティブファンドが勝てなくなったのかというところは様々な議論がありますが、いままでの各国中央銀行の金融緩和などを考えると、マクロ政策の影響が株価に与える影響が個別銘柄の要因よりも大きくなってしまったのではないかというのが言われています。これについてはアカデミックな世界も含めてかなり議論がされています。

さて、このような中で、テクノロジーという文脈からお話しをさせていただくと、3つのテクノロジーというのが、現在、資産運用業界では話題にあがっていると考えています。1つ目は投資信託からその発展形としてのETFへの動き。2つ目がアクティブ運用からスマートベータと呼ばれるルールベースの運用への動き。そして、3つ目が対面のアドバイザーからロボアドバイザーへという動きです。どれもイノベーションとかディスラプティブとかレボリューションなどの最近のはやり言葉を用いて、いろいろなところで語られています。最終的には投資家のリターンを上げるためのテクノロジーであるというふうに私は理解しています。

個別に1つずつお話しさせていただきたいと思います。まずはETFです。これはどういうテクノロジーかという点、投資プロダクト、投資商品、運用商品におけるテクノロジーです。ETFはExchange Traded Fundの略で、日本語では上場投資信託という名前になりますが、簡単に言うと株と投資信託の両方の特徴を持ったものです。投資信託が取引所に上場されていて、自由にリアルタイムで売買ができるというのがETFの基本的な説明となりますが、実はそれだけではなく、よりコストが抑えられるということ、特に取引コストが削減できるということもETFの非常に大きなポイントです。こういったところは、実はアドバイザーだけではなく、機関投資家の資金もETFに呼び込んでいる一つの要因となっています。

図表4は、株式とETFと投資信託のそれぞれの特徴を表したものとなっています。例えばどのようなエクスポージャーを取るのかというところ

	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	運用手法などにより様々
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 OTC 空売り 信用取引	指値・成行などの取引手法 OTC 空売り 信用取引 基準価額ベースでの取引	基準価額での取引のみ 空売り、信用取引不可
売買による市場へのインパクト	有	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～年次

図表4：ETFの特徴

※一般的な場合を説明したもので、すべての事象を網羅しているわけではありません。

については、ETFは投資信託に近く、分散投資が1銘柄でできるという特徴を持っています。一方で、売買方法や価格、取引する場所等については、どちらかというとも株式に近い特性を持っていて、証券会社を通して市場価格で売買するという形になっています。また、経費率、これは日本の投資信託の信託報酬と似たような概念ですが、一般的な投資信託に比べると割安であるということとはよく言われていることかと思えます。

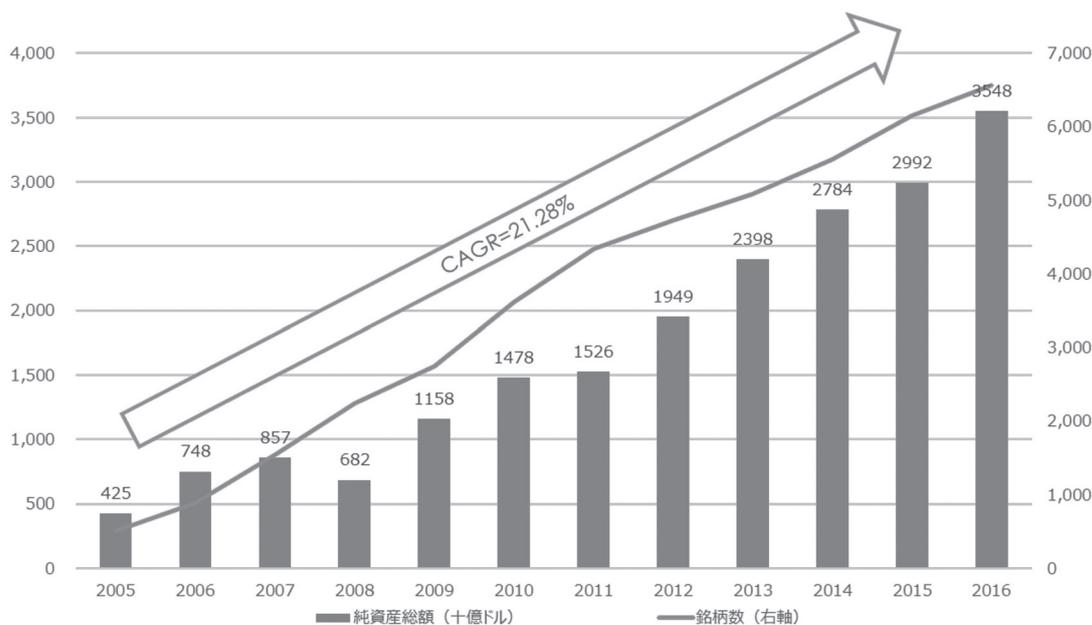
ETFが市場全体に対してどのような役割を持っているのかということに関しては、市場の価格形成への影響といったことがよく論点に上がるのですが、私はETFの役割というのは市場に流動性をもたらすことであると理解しています。それはどういうことかという、例えば債券のETFでお話すると、現在、債券のブローカー・ディーラー、要するに証券会社が持っている債券の在庫が急速に減ってきています。

これはリーマンショック後に金融規制が強化され、在庫としての債券を抱えづらくなったことによります。彼らが在庫を持たないということは、買い手にすぐにその債券が提供できないので、投資家からすると取引コストが上がる、市場から見ると流動性が下がるという話になるのですが、そこを補完したのがETFです。債券ETFの残高は、ブローカーの在庫の減少と反比例するように増加しています。つまり、証券会社で債券を買うので

はなく、市場で債券ETFを買うことで、流動性を確保しながら債券のバスケット取引ができるのです。これは、流動性を高めるといってETFの役割を示していると思います。

実際に、ETFが保有している債券のバスケットを買うときのビッド・アスク・スプレッドと、同じエクスポージャーを持っているETFを取引所で買うときのスプレッドを比較すると、後者のほうが小さくなっていることも散見されます。つまり、現物の債券を買い付けるよりも同じエクスポージャーを持っているETFを買ったほうが、取引コストが安い。こういったことが現在起こっていて、ETFの活用が進んでいます。これをより突っ込んで考えてみると、スプレッドとは、要するに証券会社の取り分です。彼らがスプレッドから収益を得ているのであるとするならば、その証券会社の取り分を減らして投資家に還元しているということが、ETFがやっている経済行為の実態であるとも言えます。

このようなETFですが、現在、グローバルで約6,500銘柄が上場されていて、残高は約3.5兆ドル（400兆円）になっています。金融もしくはアセットマネジメントの業界で、10年に渡って年率20%で伸びているビジネスはおそらくこれぐらいしかないと思うのですが、そのように急速な成長を遂げているビジネスの一つでもあります（図表5参照）。



図表5：グローバルETF市場の残高と銘柄数の整理

(狭義のETFの他に、上場金融商品 (ETP) 全般を含む (重複上場は除く))
出所：ETF GI

No.	ティッカー	名称	上場国	資産クラス	投資対象国/資産	純資産総額 (百万ドル)	経費率 (信託報酬) (%)
1	SPY	SPDR S&P 500 ETF TRUST	米国	株式	米国	208,479	0.09
2	IVV	ISHARES CORE S&P 500 ETF	米国	株式	米国	87,190	0.04
3	VTI	VANGUARD TOTAL STOCK MKT ETF	米国	株式	米国	67,714	0.05
4	EFA	ISHARES MSCI EAFE ETF	米国	株式	先進国 (除く北米)	56,908	0.33
5	VOO	VANGUARD S&P 500 ETF	米国	株式	米国	54,495	0.05
6	VWO	VANGUARD FTSE EMERGING MARKE	米国	株式	新興国	43,797	0.15
7	AGG	ISHARES CORE U.S. AGGREGATE	米国	債券	米国	41,163	0.05
8	QQQ	POWERSHARES QQQ TRUST SERIES	米国	株式	米国	39,657	0.20
9	VEA	VANGUARD FTSE DEVELOPED ETF	米国	株式	先進国 (除く米国)	37,527	0.09
10	IWM	ISHARES RUSSELL 2000 ETF	米国	株式	米国	36,403	0.20
11	1321	NOMURA ETF - NIKKEI 225	日本	株式	日本	34,082	0.22
12	IWD	ISHARES RUSSELL 1000 VALUE E	米国	株式	米国	33,546	0.20
13	IJH	ISHARES CORE S&P MIDCAP ETF	米国	株式	米国	33,111	0.07
14	GLD	SPDR GOLD SHARES	米国	コモディティ	金	32,820	0.40
15	1306	NOMURA ETF - TOPIX	日本	株式	日本	32,172	0.11
16	VNQ	VANGUARD REIT ETF	米国	株式	米国	31,332	0.12
17	BND	VANGUARD TOTAL BOND MARKET	米国	債券	米国	31,273	0.06
18	IWF	ISHARES RUSSELL 1000 GROWTH	米国	株式	米国	30,965	0.20
19	LQD	ISHARES IBOXX INVESTMENT GRA	米国	債券	米国	28,745	0.15
20	EEM	ISHARES MSCI EMERGING MARKET	米国	株式	新興国	26,049	0.69

図表6：世界のETFの残高上位

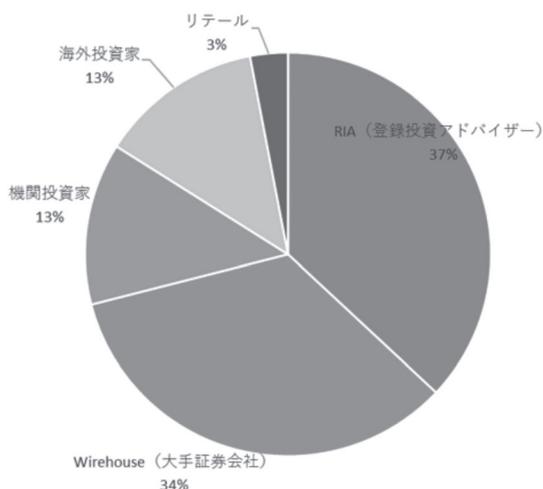
出所：Bloomberg 2016年12月5日時点

図表6は、世界のETFの残高ランキングですが、1番にあるSPYというのは、米国で最初に1993年に上場されたS&P500に連動するETFですが、現在は残高が20兆円を超える額になっている非常に大きなファンドです。皆さんが気になるのは一番右側にある経費率、いわゆる信託報酬ではないでしょうか。ものによっては1桁ベースとなっています。日本のアクティブ型の投資信託の信託報酬を思い浮かべていただければ、コストが非常に低いのが分かります。それに加えて、

残高も多い、流動性も高い、しかもいろんな種類がご覧の通りありますので、投資家からすると非常に選択肢が多様です。こういった新しいETFというテクノロジーが今は投資信託、特にアクティブ型の投資信託からお金を集めているという状況になっています。

日本にもETFはあって、大体日銀が買っているという話に終始してしまうのですが、ここでは、米国との利用者の違いを見てみたいと思います (図表7参照)。左側の米国のものについては、弊

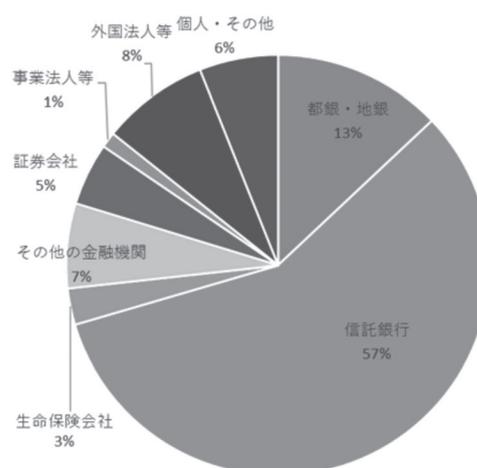
【ウイズダムツリーの米国籍ETFのチャネル別残高割合】



2015年12月末時点

出所：“Annual Report on 10-K December 31, 2015” WisdomTree

【日本国内に上場するETFの保有者別残高割合】



2015年7月時点

出所：“ETF-ETN Annual Report 2016” 東京証券取引所

図表7：ETFの保有者の米国と日本の比較

社のETFの販売チャネルについての集計です。必ずしも市場全体ではないのですけれども、市場全体とはそれほど大きく変わりはないと思っています。やはり注目していただきたいのは、RIAの部分です。投資アドバイザーが運用のために使っている部分というのがだいたい4割ぐらいあり、あと大手の証券会社で売られているものというところも34%あるというのが米国の状況です。翻って日本はどうかというと、日本の場合は実際の保有者の割合を東京証券取引所が出していますので、そのデータになっていますけれども、信託銀行が57%で、これはほとんど日本銀行の買い付け分であると考えられるので、ここは除いて見

ていただくと、実際に個人が保有している部分というのはわずか6%に過ぎないというのが実情です。日本のETFというのは基本的に日銀が6割持っていて、それ以外はほぼ機関投資家という状態になっていますので、個人のETFの活用というところが日本では特に大きな課題になっています。金融審議会の市場ワーキンググループでもこれを何とか増やしていきたいというような議論はされていて、いくつかの方策が出されているところではあります。

次に、投資家の人たちがETFをどのように使っているのかを見てみましょう（図表8参照）。多くの投資家で1番に来るのは、コアのアロケー

	RIA	コンサルタント	保険会社	アセットマネジャー	基金
コア・アロケーション	85%	83%	82%	71%	69%
国際分散	77%	17%	82%	75%	59%
タクティカルな調整	64%	50%	65%	82%	62%
ポートフォリオの補完	64%	33%	65%	75%	52%
リバランス	54%	50%	41%	71%	45%
流動性マネジメント	51%	17%	65%	61%	48%
リスクマネジメント／オーバーレイ	38%	17%	24%	79%	41%
キャッシュマネジメント	23%	17%	41%	54%	48%
トランジションマネジメント	18%	67%	29%	14%	52%
暫定的なベータマネジメント	18%	0%	24%	11%	10%

図表8：ETFの利用方法

出所：“U.S. Exchange Traded Funds Study 2015” Greenwich Associates

ションです。つまり、資産運用の中心となるコアのポートフォリオをつくるために使っているというのがかなりの割合を占めています。もちろんそれ以外にアクセント的に国際分散投資のツールとして使われるケースもありますし、他の金融資産との組み合わせというようなやり方もありますが、コア部分の資産運用をETFで行うというのが、特にRIAでは盛んです。これがETFの現状です。

次のテクノロジーとして、投資戦略としてのテクノロジーということでスマートベータを取り上げさせていただけようと思います。

今、運用業界では、アクティブマネジャーのリターンって本当は何だったんだろうというような議論が盛んにされています。1980年代に市場リターンとマネジャーのリターンを分けましょうということで、ベータとアルファの分解みたいな議論が盛んになっていって、市場平均から出てくるベータのリターンとアルファ、すなわちアクティブマネジャーによるリターンを2つに分解しようというような動きが活発になりました。そして、今何が起きているのかということ、アクティブマネジャーが生んでいたと思われるアルファが本当にアクティブマネジャーのスキルによるものなのかどうかということに非常にフォーカスが当たっています。2000年代に入ると、ある一定のルールに則って獲得できる超過収益ならば、それは別にそのアクティブマネジャーに任せなくても何らかのルールベースで運用することによって、その部分は得られるんじゃないかというような考え方になってきました。例えば割安株を選ぶのが得意なアクティブマネジャーがいたとしても、例えばPBRとかPERみたいな指標で割安な銘柄というのをルールベースで買い付けるような運用方法をしておけば、だいたい同じようなリターンが出せるんじゃないか、そうであれば、後者のほうが圧倒的にコストが安いので、そちらのほうが効率的ではないか、というような議論です。そして、スマートベータという用語がこういう部分やその手法を示すようになり、次第に一般的になってきています。

これはベータ、すなわち市場リターンと、アルファ、つまり運用者のスキルによるリターンのちょうど間にあるような概念になるかと思います。ベータがS&P500やTOPIXのような時価総額加重の運用であるとする、アルファはマネジャーの判断による超過収益のことですが、非時価総額加重のルールベースの運用手法みたいなものをつくり出すことで、リスクリターン特性のかなりの部分を改善できるのではないかというのが

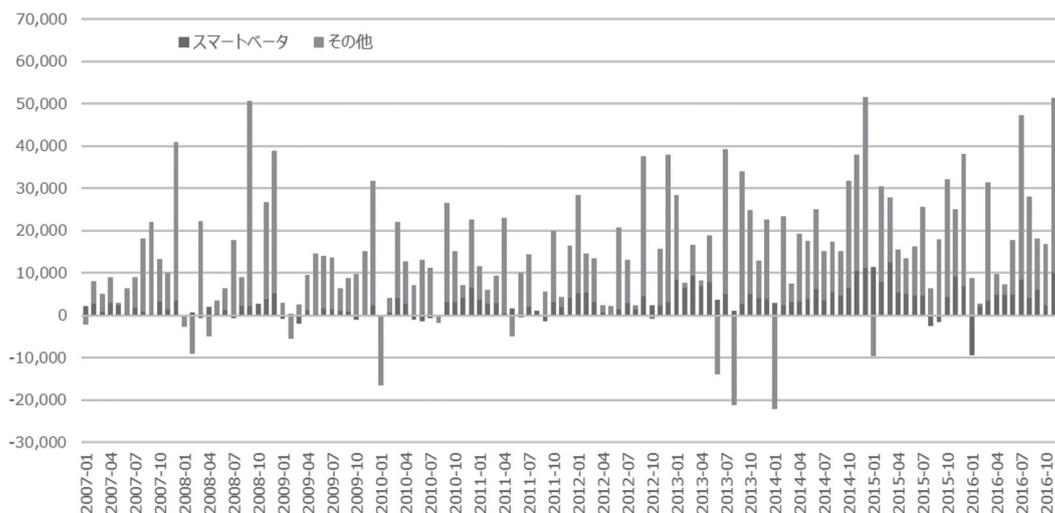
スマートベータの考え方です。現在、非常に多くのスマートベータのファンドやETFが出てきています。例えば、バリューストック、すなわち割安株のものや、高配当株、リスクの低い株だけを集めたものや、株価の勢いがあるモメンタム銘柄だけを集めたETFというようなものが非常に多く出てきています。

弊社で提供している例ですが、高配当株式のものや、ある一定のエクスポージャーを除くものとして為替リスクを除くために為替ヘッジが付いているようなETF、または金融業を除くエクスポージャーだけを提供するとか、もっと進んでオルタナティブ運用のようなロングショート戦略のアルファを提供しようとするものなどもあります。さまざまなスマートベータが登場していますが、これらが何に使われているかということ、先ほど申し上げた目的重視の投資などに利用されています。例えば、高齢者の方でインカムが必要であれば、株式市場全体を買うようなインデックスではなくてインカムに重点を置いたもののほうがいいというようなニーズがあるとすると、高配当株式のETFを買うことで、コスト効率よく目的に沿った投資が簡単に出来ます。このようにスマートベータによって、投資家の目的に対してどういうソリューションを出すかというところの選択肢が非常に増えてきています。

こういったスマートベータ型のETFへの資金流入も非常に多くなってきています（図表9参照）。最近になるほどスマートベータの部分が多く、割合も高まってきているのが確認できます。現在、スマートベータのETFの残高は約70兆円に達しています。

そして、ETFといった新しい金融商品やスマートベータのような新しい投資戦略をどのように投資家に提供するのかということに登場したのがロボアドバイザーです。これは、まさに投資アドバイザーのテクノロジー化と言えます。最近はこの用語もかなり一般的になってきています。ネットやスマートフォンのアプリでプロファイリングを行い、自分に合ったポートフォリオというのを提示してくれる。さらに、これもものにもよりますが、実際にその運用までをやらせてもらえます。ロボアドバイザーというのは基本的にはコストをかなり重視しますので、コスト効率のいいETFを利用するケースが多いかと思います。

今までは、そして今の日本がまさにこういった状況かと思いますが、対面すなわち人間のアドバイザーが、これは正確に言うとセールスマンなのですが、アクティブ運用のコストの高い投資信託を販売しているというのが基本的な証券も



図表9：米国のスマートベータETFとその他のETFへの月次資金フロー（百万ドル）

出所：Morningstar

しくは銀行のビジネスモデルです。それに対して米国では、ロボアドバイザーがパッシブもしくはスマートベータのETFを利用して運用サービスを提供するという状況が生じています。日本もこういった動きが徐々に起りつつあります。

ポイントは、こういったテクノロジーの活用というものが誰にもっともベネフィットがあるかということです。この答えは投資家であり、基本的に資産運用の業界に起こっているテクノロジーの影響というのは、投資家にメリットのある方向に進んでいるのではないかと思います。

ただし、ロボアドバイザーも単純にロボアドバイザービジネスをそのまま継続しているかというところもそういってもありません。図表10は、米国のロボアドバイザーの預かり資産のランキングです。上から3番目のBetterment、その下のWealthfront、さらに下のPersonal Capitalあたり

が、ベンチャーとして成長して非常に話題を呼んだロボアドバイザーですが、実際に現在ロボアドバイザーの最大手というのはVanguardです。ご存じの方もいらっしゃるかもしれませんが、Vanguardは低コストの投資信託もしくはETFで有名な大手の運用会社ですが、そこが実はロボアドバイザーに参入して一気に資産を集めています。

また2番手は、Schwabですので、米国で言えば大手のネット証券兼アドバイザープラットフォームということになりますが、そういったところも参入してきたことによって、ロボアドバイザーの業界も非常に競争が厳しくなりつつあります。このような中で何が起こったかというところ、この3番手のロボアドバイザーだったBettermentが、ヒューマンアドバイス、要するに人間でのアドバイスというのを提供するという方向に舵を

ロボアドバイザー企業	AUM(百万ドル)
Vanguard Personal Advisor	47,000
Schwab intelligent Portfolio	10,200
Betterment	6,700
Wealthfront	4,348
Personal Capital	2,835
Future Advisor	969
Rebalance IRA	403
Acorns	257
E*Trade Adaptive Portfolio	180
SigFig	114

図表10：ロボアドバイザーの残高ランキング

出所：”ETF Report Feb 2017” ETF.com



	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						
ポートフォリオ管理				ETFストラテジスト		
投資対象		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
	アクティブ投資信託	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	個別銘柄			
報酬体系	コミッション	フィー	フィー	フィー	フィー	フィー

図表11：サービスモデルの変化

切ったということがロボアドバイザー業界でかなり大きなニュースになりました。

Bettermentのサービス体系は、残高によって変動しますが、基本的には25ベースでの運用を、スマートフォンやPCで申し込むようなやり方をしていたのですが、つい先日、Betterment PlusとかPremiumといった、CFPの資格を持ったアドバイザーによる年次の電話相談を受けられる、またはいつでも電話で相談をすることができるという2つのケースがあるのですが、そういうサービスを付随したよりフィーの取れるビジネスを開始しました。さらに言うと、Bettermentと提携しているアドバイザーを別途紹介するようなサービスも提供し始めています。つまり、ロボアドバイザーから、ハイブリッド、すなわち人間とロボが協業するような仕組みに少しずつ業界としては動いてきているのです。

このロボアドバイザーのサービスモデルについては、いくつかの段階を経て今のところに至っています（図表11参照）。初めは対面のアドバイザーがアクティブの投資信託または個別銘柄を選ぶ場合もありますが、報酬の体系はコミッションというところから始まっています。そこにまず、フィービジネスへの転向が起こります。フィービジネスになると、コストの高いアクティブ運用の投資信託で、しかもパフォーマンスが悪いものを選ぶインセンティブはまったくなくなりますので、一部はパッシブのETFなどを利用する形になってきます。そこにさらにスマートベータという考え方が登場すると、仮にパフォーマンスがある程度出ているアクティブマネージャーでも、その

パフォーマンスがある一定のルールに則って運用することで実現できるのであれば、このアドバイザーはそのファンドマネージャーに高いフィーを払う必要はないので、その部分もスマートベータのETFに置き換わるようになります。

そのうち、ポートフォリオの運用だけを請け負うアドバイザーが登場します。彼らをETFストラテジストなどと呼びますが、そういう業者が登場してくることで、対面のアドバイザーは基本的には顧客の管理にフォーカスして、運用自体はETFストラテジストがやるというようなアウトソースモデルができました。そういった中でロボアドバイザーが登場します。当初のロボアドバイザーは顧客対応もネットやスマホでしかできないという形ですので、言ってみれば顧客対応からポートフォリオの管理まで全部一括して請け負うような形でした。しかし、最近では顧客対応に関しては人がやるほうがニーズがあり、現実的であるということで、このあたりは人間の価値というのが見直されつつあり、いわゆるハイブリッドモデルに移行しつつあるというのが現状の形かと思えます。

実際には、現在のフィンテックと資産運用との関係で言うと、ロボアドバイザーというところにとどまっていません。デジタルでファイナンシャルプランニングからタックスマネジメントまでをやります、というのが過去のロボアドバイザーの延長線上のサービスですが、実はそこだけではなく、Practice Managementといわれる顧客管理だったりコンプライアンスのモニタリングだったりパフォーマンスのレポートिंगだったり、

もっと言うところのフィーの請求といったアドバイザービジネスを全部サポートようなテクノロジーベンチャー企業の出現というのが起こっています。どうしてもロボアドバイザーの「運用」というところにフォーカスが集まっていますが、アドバイザーに対するテクノロジーの提供という考え方で見ると、運用だけではなくて、アドバイザーがより顧客に対して時間が割けるように煩わしいところを全部やってくれるテクノロジー、そういったものが開発されているというのが現状であると思っています。ただ、それが正しい理解であると思いません。

最後に日本への示唆ということで、まずETFとかスマートベータというところでお話しさせていただくと、国内のETF市場というのは6割を日銀が持っている状態であり、機関投資家中心です。あとスマートベータのETFや投資信託というのは日本ではかなり少ないです。一般的なバリュー／グロースと言われるような伝統的なスタイルのETFですら今日本ではないような状態です。ただ、それはプロダクトがないというのが問題ではなくて、使いこなせる人がいないというのが最大の問題であると思っています。米国では、RIAの人たちがそういう運用手法というのを理解して、投資家に提供するというようなビジネスモデルが非常にうまく機能していますので、そこが日本としては一つ大きな論点であると思いません。

一方で日本の投資家の立場から考えると、日本の個人投資家というのは非常に恵まれています。これはなぜかというところ、海外の様々な投資ツールへのアクセスが、日本は比較的オープンです。米国人は基本的には米国に上場しているETFや米国籍の投資信託しか買えないですし、欧州はUCITSの規制の範囲内のものでしか基本的には運用ができません。しかし、日本の個人投資家はネット証券でアメリカに上場している海外のETFを簡単に買うことができます。海外のETFプロバイダーが日本の金融庁に届け出ている銘柄というのはすでに400銘柄ぐらいありますので、海外のETFを買おうと思えば非常に簡単に買うことができるインフラは、実はすでに整っています。

米国のロボアドバイザーのようなサービスを、今日本でもいくつかのベンチャー企業や大手の金融機関が提供し始めていますけれども、米国においては、人間のアドバイザーとの協業の方向に舵が切られているような形になってきており、もう一度ヒューマンタッチや人の役割というのが見直されているような状態です。日本でも証券会社や

銀行の営業の方、もしくは、IFAなどいろいろな形態があるかと思いますが、対面のアドバイザーがロボアドバイザーのツールを使うといったビジネスモデルというのが発展するような可能性というのは十分あるのではないかと考えています。ただし、問題は誰がやるのかというところで、銀行や証券会社がコミッションからフィーのビジネスモデルに本当に転換できるかどうかというのも一つの論点だと思いますし、今出てきているフィンテックの流れの中でロボアドバイザーを提供するようなベンチャー企業がハイブリッドモデルまで進化できるのかどうか、ということもまたもう一つの論点だと思います。

また、米国と比較して、日本における米国の投資アドバイザーのような人は誰なのかと考えたときに、それはいわゆるFPの方なのか、もしくはIFAと呼ばれるような方なのかという議論もあります。IFAという呼び方についても、Independent Financial Advisorの略ではありますが、実態は金融商品仲介業者なので、必ずしも利益相反の関係にないわけではないという問題点もあります。また、投資助言業というライセンスの形態もありますけれども、助言はあくまで助言で、お金を預かって運用することができませんし、投資顧問のライセンスを取ろうとなると、これは日本では運用会社と同じステータスですので、それは非常にハードルが高い。このように、日本で小規模なアドバイザーがフィービジネスをやろうとするとかなりハードルが高いというのは大きな論点だと思います。

ですので、コミッションからフィービジネスへの転換ということをいろいろなテクノロジーを使ってやろうと思っても、最終的にどういうビジネス形態でやるのがいいのかという点はまだ日本では解が出ていないのではないのでしょうか。

私のお話は以上ですが、資産運用におけるフィンテックと言うとロボアドバイザーだけが注目されがちですが、実はETFという新しい金融商品やスマートベータという新しい運用手法もテクノロジー、すなわち新しい技術として今の運用業界を変えていっています。米国がおそらくその先頭を走っていると思いますが、欧州、次に日本ということにも同じような変化の波がすでにやってきていると思います。そういった意味で今後の資産運用業界に是非ご注目いただきたいのと、そういう運用業界の変化が、ファイナンシャルプランニングのビジネスや業界にどういう影響を与えるのかということを考えていただければ私としては幸いです。ご清聴どうもありがとうございました。