

ファンドラップの現状と課題について



令和5年9月4日
株式会社資本市場研究所きずな

ファンドラップの現状

ファンドラップは個人向け投資一任契約だが、近年取り扱う証券会社や金融機関が増えている。その主な理由は、個人の投資スタンスに合わせて運用方針を設計・管理するので、資産管理型営業を推進する中で営業員が中長期の運用を目指す個人に薦め易いということがある。

一方、投資による個人資産形成推進を目指すため、顧客本位の業務運営原則強化を販売会社に求める金融行政にとって、販売状況のモニタリングが必要とする商品として、仕組債・外貨建一時払い保険そしてファンドラップがあり、同商品に対しては「契約金額が小口化していく中、顧客にとって投資一任運用に係る報酬とサービスの対価関係が不明確であり、説明が十分になされていない」といった指摘がなされている。

ファンドラップの現状について述べたいが、日本投資顧問業協会の統計資料(投資助言部分は除く)によると、2023年3月末の契約件数は152万件で前年比12.4%増、

契約金額は14兆6,472億円で同6.7%増となっている。なお、契約金額は2022年3月末より約9千億円強増加しているが、その時点での時価ベースとなっており、増加分の8割程度は市場価格増加分と見られる。それ以前の5年程度では毎年1兆~2兆円近い資金流入があったことと比べると、ファンドラップへの資金流入は細っている。

下図は、主に2017年からのファンドラップ推移を示したもののだが、件数は2桁ベースでの増加が続いており、契約金額の増加ベースは2017年度、2020年度、2021年度が2割以上の増加となっていた。1件当たりの契約金額についてみると、2020年3月末に初めて1千万円を割り込んだが、これは新型コロナ禍による市場急落の影響を大きく受けていた。

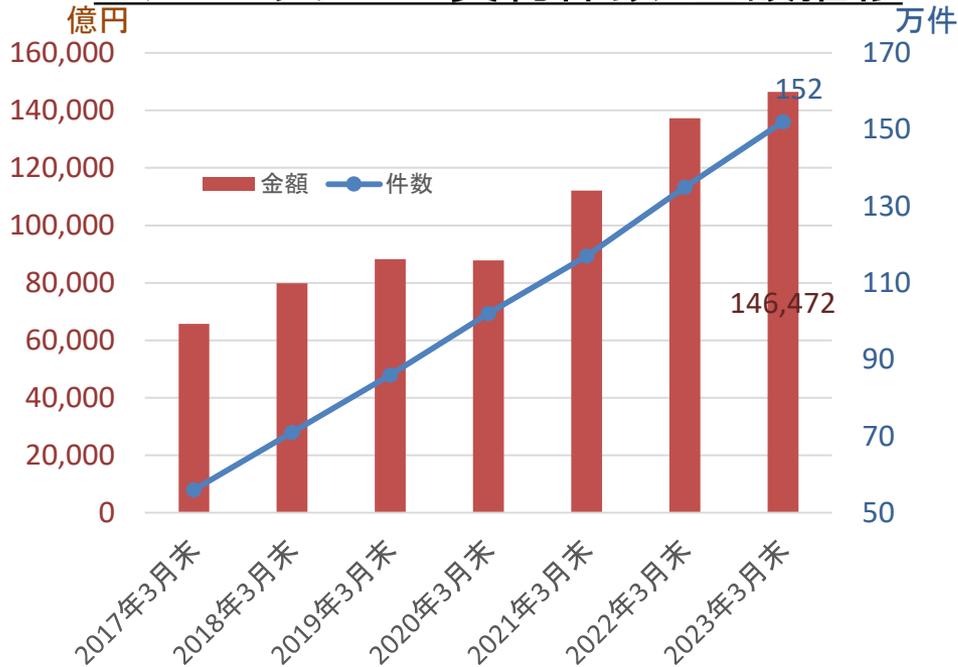
その結果、1千万円未満の契約件数の比率も一旦8割以上となって、その後も7割台半ばで推移してる。

この要因については、大手証券会社中心で進んだファンドラップも販売者の裾野が広がり、最近の契約件数の増加がロボアド運用や地方金融機関などが扱う数百万円規模の契約が増えているためと見られる。契約金額の

小口化の進展をみると、1千万円未満の運用金額の平均値が、2016年度では5.3百万円だったが、2020年度には3百万円を一旦割り込み、2022年度では3.2百万円となっている。運用状況についてみると、国内・海外の株式・債券投資を組み合わせたものの運用が金額ベースで8割を占めており、債券や株式投資に特化したものは少ない。

金融庁と日本証券業協会や地銀協会との意見交換会（2023年5月、6月）で示されたファンドラップに関する論点としては、「マス向けに裾野が広がってきているが、現状、投資信託を組み合わせた商品なのか、資産形成のためのアドバイスを継続的に提供するサービスなのか、分かり難いものもある。また、販売会社が提供するサービスの付加価値が分かり難い面もある。」と指摘している。

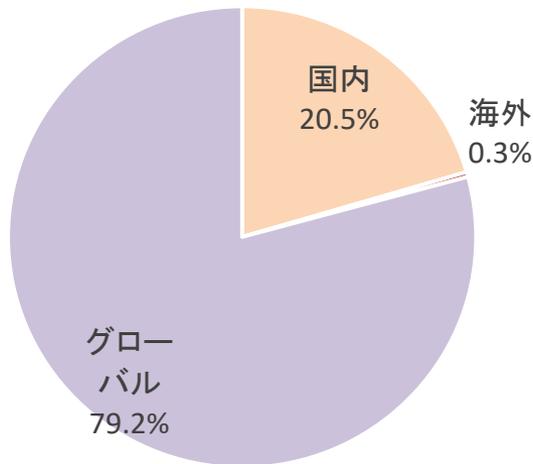
ファンドラップの契約件数・金額推移



1件当たりの契約金額推移

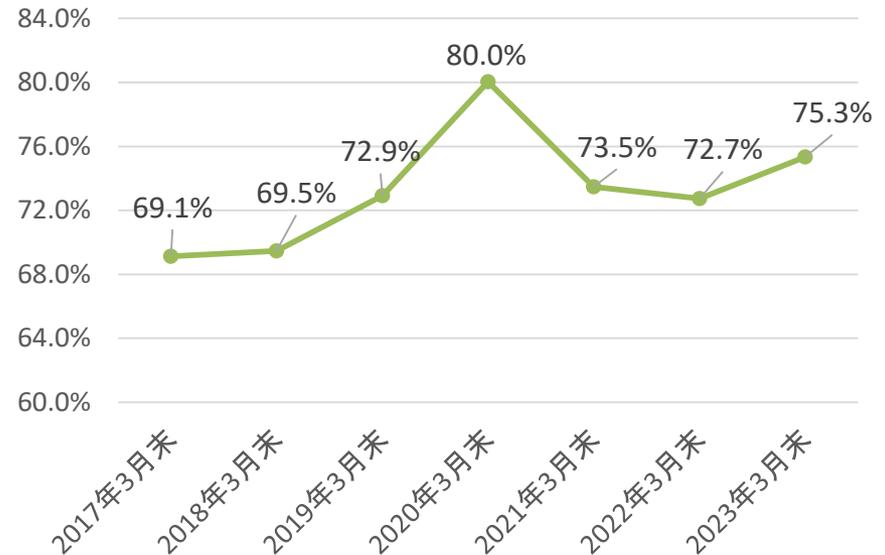


2023年3月末の運用状況



※日本投資顧問業協会統計資料より作成

1000万円未満の契約件数比率推移



ファンドラップ販売の分析について

ファンドラップ販売の状況を見ていきたいが、金融庁が主要な証券会社や金融機関に対してヒアリング実施した「リスク性金融商品の販売会社による顧客本位の業務運営のモニタリング結果について(2022事務年度年)」によると、2021年度金融商品の販売の中でファンドラップは銀行が6%、証券会社が11%のシェアになっている。投資信託に関しては、両方とも50%を超えており、これらの販売傾向は過去5年間で余り変化がない。顧客の預り資産残高ベースでは、銀行が6%、証券が15%を占め。過去5年間で比率は若干増加している。

2021年度の契約金額ベースをみると、大手証券等(7社)が1兆66百億円、主要行(5行)が48百億円、地方銀行(12行)が21百億円、ネット証券(2社)が3百億円となっている。ファンドラップの預り資産と解約率の推移については、下左図に示した。なお、契約額から解約額を差し引いた純資金流入額については、2017年度1.9兆円、2018年度0.9兆円、2019年度0.1兆円、2020年度ゼロ、2021年度1.3兆円の推移となっている。

直近の「資産運用業高度化プログ्रेसレポート2023」でのファンドラップの販売に関する指摘事項と、筆者の補足解説は、次の様なものだ。

- ① 複数の投資信託を組み合わせた商品なのか、アドバイスも含むサービスなのか が明らかではないものも少なくない。

例えば、グローバル運用型のファンドラップとバランス投資型投資信託を比較すると、販売後のサポートがなければ基本的な運用方針の大きな違いはない。重要情報シートなどを活用して、比較商品として、ファンドラップとバランス投資型投資信託の違いを説明することが望ましい。

- ② 顧客が負担する手数料が、どのような付加価値に対する対価なのかの説明が十分されなければならないが、一部では提供付加価値の説明や手数料構造の定義と明確化に向けた取組みが進んではいないものの、業界全体では、説明が十分ではない。

手数料が何の対価なのか明確化する為に、望まれるのは他社との比較が可能となることだ。例えば、投資一任報酬

の内訳として資産運用・ラップ口座の管理・コンサルティング、組入れファンドの信託報酬の内訳として、販売会社分・資産運用会社分・信託銀行分と、サービスと支払先を明確化すべきではないか。

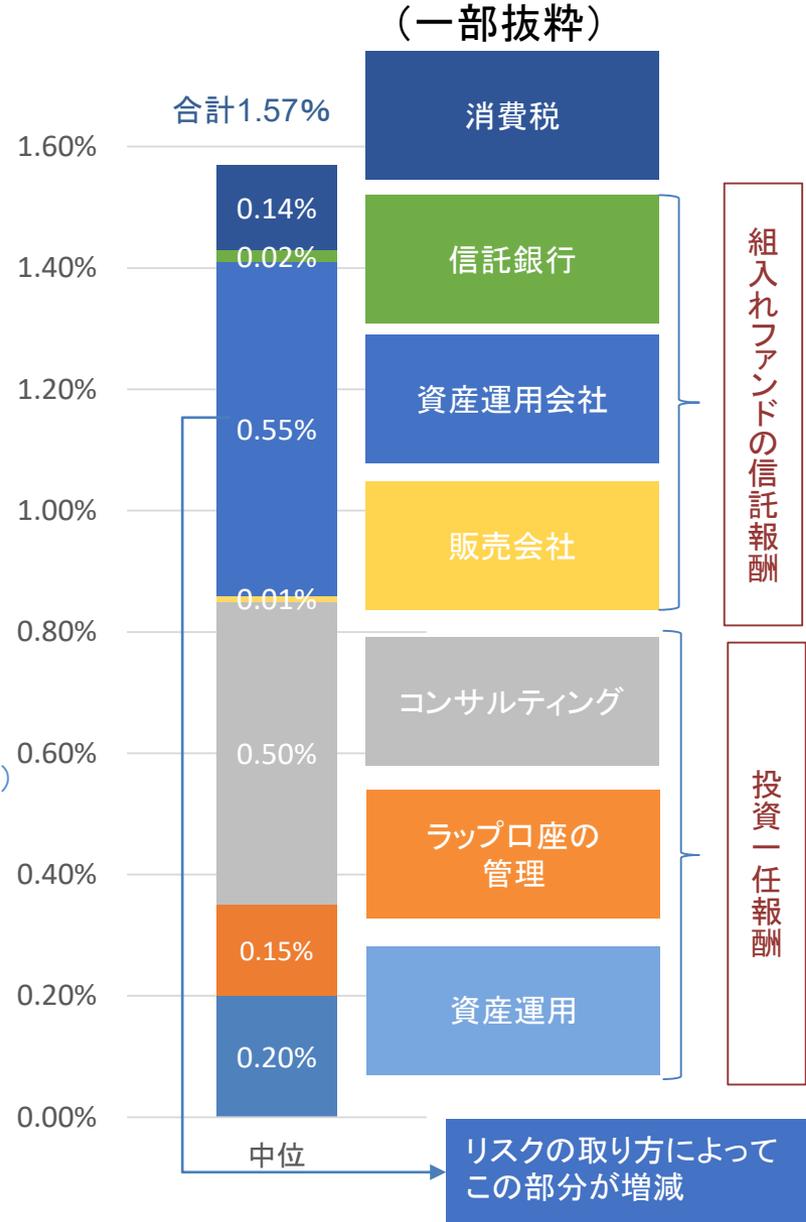
- ③ 運用体制やリスク許容度に応じた運用コース別のコスト控除後のパフォーマンス、手数料の定義・構成等の重要情報が、各社ホームページで公開されていないため、投資家の裾野が広がっているにも関わらず、投資家は、金融機関のサービスの内容を比較することが出来ない。

レポートでは、リスク・リターンのイメージ図だけの情報開示が好ましくない事例として取り上げられたが、コース別のリスク・リターン水準や過去のパフォーマンス数値も示すべきではないか。

なお、ファンドラップの手数料については、2021年のプログレスレポートによると平均で、投資一任受任料が1.0%、ファンドラップ手数料が0.5%、その他組入れファンドの信託報酬が0.7%となっている。また最近のリスク・リターンに

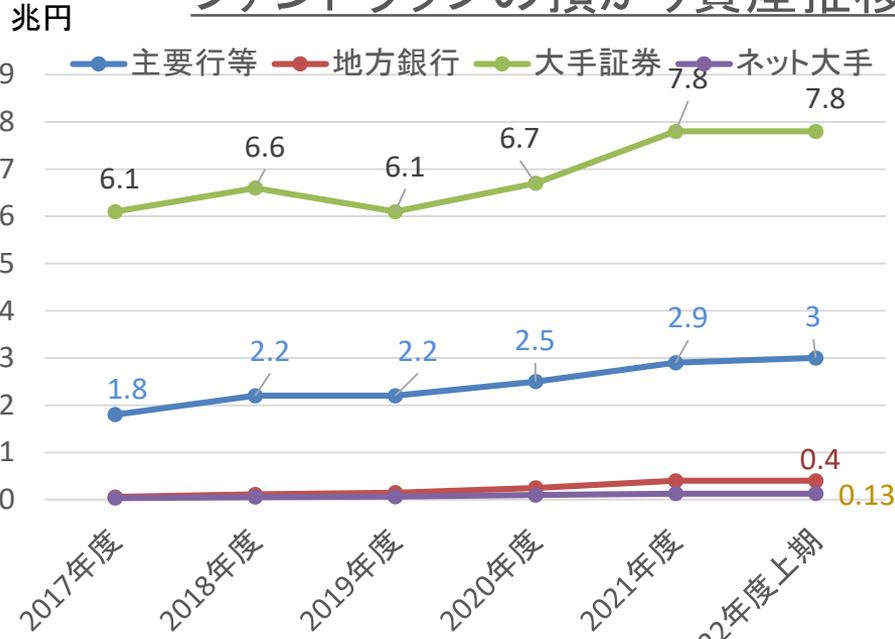
については、2023年のレポート関連委託調査では、全体平均で過去5年間の平均パフォーマンスが年率2.3%、リスクが年率7.4%でシャープレシオが0.31となっている。

ファンドラップ手数料開示の好事例 (一部抜粋)

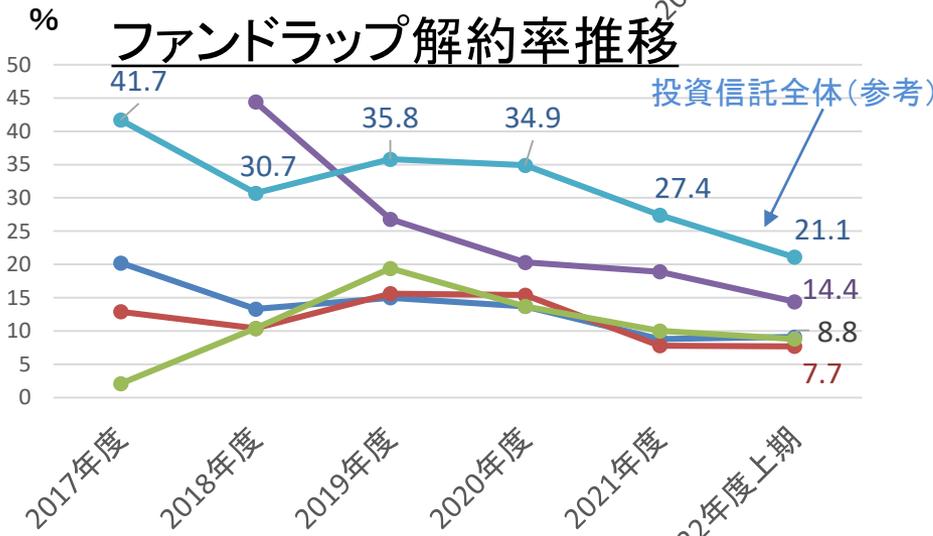


※資産運用業高度化プログレスレポート2023より作成

ファンドラップの預かり資産推移



ファンドラップ解約率推移



※「リスク性金融商品の販売会社による顧客本位の業務運営のモニタリング結果について」より

ファンドラップの各機能と役割

投資による資産形成を行う個人に対して、顧客本位の業務運営原則を強く求められる金融商品取引業者などが期待するビジネスモデルとして、資産管理型営業への取組みがあるが、ファンドラップがその有力な商品と考えられている。

個人投資家の資産運用における投資プロセスとしては、①投資の目的を明確化し、その時期を定めて所謂ゴールを決める。②投資対象・ポートフォリオの選択し、費用を認識して、リスクを理解する。③投資実行として、金融商品を買付け、ポートフォリオを形成実行する。④定期的に資産運用状況を評価する。⑤ゴールに従った視点から、必要なポートフォリオのリバランス(再形成)を行う。と、考えるのが一般的な運用業者の考え方である。

上記の形式を富裕層向けの投資一任契約として提供するのがSMA (Separately Managed Account) であるが、投資対象には株式・債券・ファンドの他、デリバティブやリートなども含む為、現在は大手証券会社や外国証券会社での

取扱いが中心となっている。役割としては、営業員が顧客へのコンサルティングを行い、投資方針を設定、それに従って具体的な投資対象や手法に関して投資助言部門がアドバイスを行い、運用部門が投資一任契約を顧客と締結、投資を実行しポートフォリオを形成する。同契約に定められた期間ごとにポートフォリオのモニタリングを行うが、運用部門がアドバイザーと資産の評価や比較を行った上で、必要な取引を行いポートフォリオをリバランスする。

ファンドラップについては、SMAと基本的な構成要素は変わらないが、投資対象がファンドに限られている。但し、ETFを含むファンドは、投資対象が広がっており、またデリバティブ性の強いものも利用されているので、ファンドだけでも様々なポートフォリオを組成することや、ポートフォリオの小口化が可能になっている。ファンドラップの場合、投資助言部門が行うアドバイスは、顧客に直接助言することはなく運用部門に対して行われケースが多い。

なお、大手証券会社などの様に販売・助言・運用の機能を自社内若しくは自社グループ内で完結させるケースが

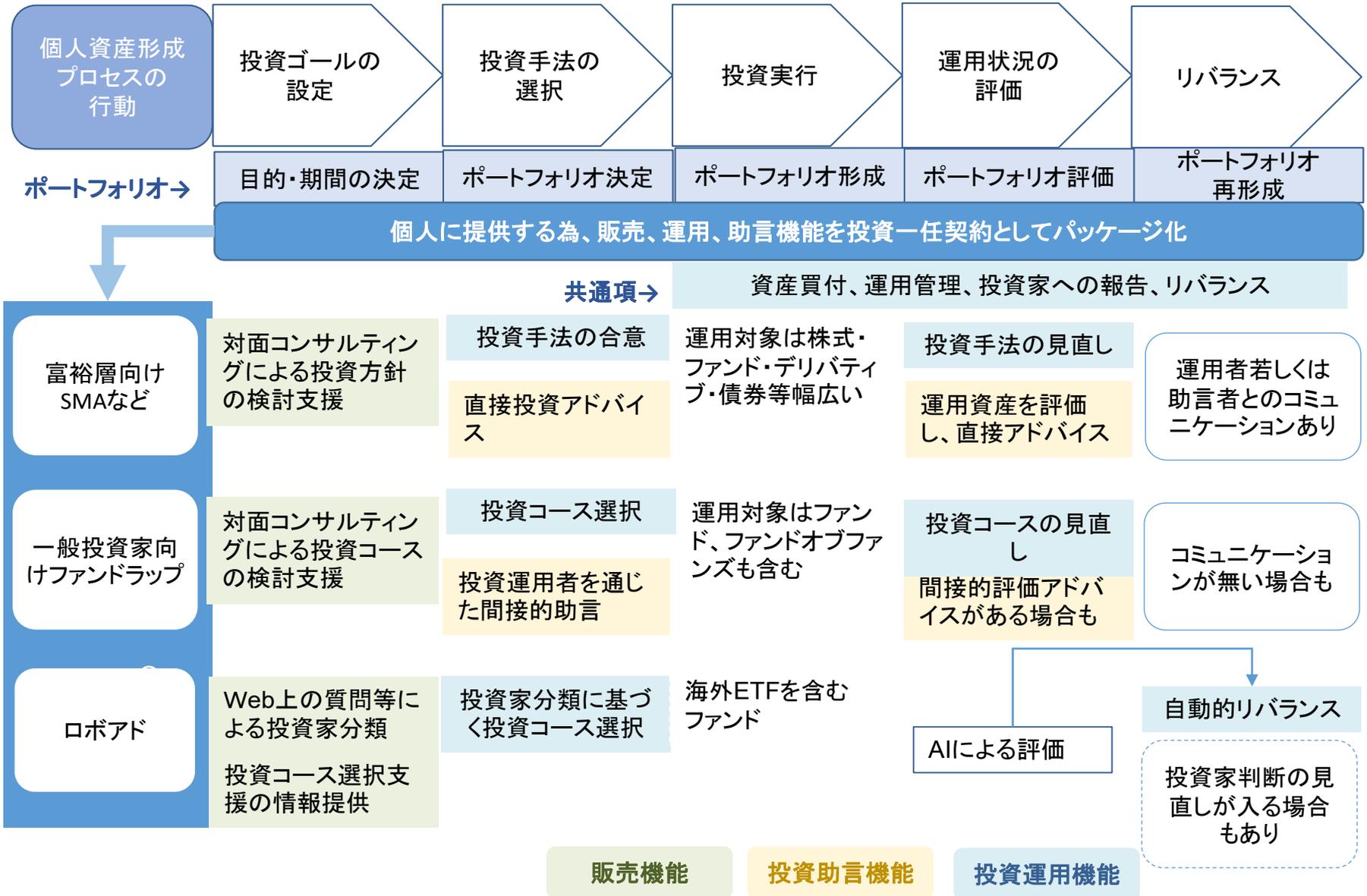
あるが、個人向け投資一任契約を行う運用会社を中核に、投資助言業者が参加して、金融機関や中堅証券会社など販売サイドにファンドラップサービスとして提供することが行われているので、ファンドラップを取扱う販売会社も、現在70社近くまで増加している。なお、投資家と直接投資一任契約を締結する運用会社は、今年3月の時点で24社となっている。

ロボアドに関しては、構造はファンドラップの一種だが、少し利用者側の個人の考え方が異なっているように思える。例えば、個人がポートフォリオ形成を試験的に行う場合と、将来の資産形成を前提にした積立投資型の中で利用する場合があるので、利用は現在のところ若年層中心になっている。対面的なコンサルティングやアドバイスはないが、投資家属性やQ&Aなどを判定して投資コースを個人に選定させ上で、AIのアルゴリズムでリバランスを含めた運用が実行される。

その他のポイントとしては、ファンドラップ等の投資家資産は投資一口座として運用部門で管理され、定期的な運用報告が行われるが、口座管理・資産の評価・リバランス

に加えて販売部門を支援するための比較情報提供など、販売部門や運用部門のファンドラップ関連業務に係るシステム連携の重要性は増している。

個人の投資プロセスとファンドラップ等の機能概要



ファンドラップ拡大に向けた課題について

個人の資産運用に関わる証券会社や金融機関にとって、長期の顧客資産ポートフォリオ管理に係るファンドラップは、顧客と共にゴールを目指しながら、投資一任契約による長期の収益性も確保できる商品として、資産管理型の営業を進める為の商品戦略の中核になりつつある。そのファンドラップが今後も拡大していく為の課題について考えたい。

まず、第一の課題としてファンドラップの運用機能向上がある。プログレスレポート等では、手数料を差し引いたリスク・リターンの指標であるシャープレシオが、他のアクティブ投信やインデックス投信と比較しても低いことが指摘されている。投資家から見て、他のファンド投資より余分に支払う投資一任契約手数料に対して、期待することは運用者が最適ポートフォリオを組成し、かつ必要な時に投資資産のリバランスを適正に行ってくれることだ。

その為に、投資運用部門と投資助言部門の連携が必須だが、数多くある個別のファンドの中から最適なファンドを選択してポートフォリオを組む為には、そのファンド選択が顧客の為の最良執行で行われることが望ましい。実際の

ファンドラップにおいては、日本株や外国株式、債券といった投資対象ごとのマザーファンドが組成され、そのマザーファンドが最適な既存ファンド(指定投資信託)を買い付けるという構成になる。つまり、投資一任契約手数料がポートフォリオの配分選択とマザーファンドによる既存ファンドの選択が最適に行われて、リバランスが的確に実行されることの対価であれば、顧客にとってメリットがあるということになる。

次の課題としては、助言機能の問題がある。最適なファンドの選択のためには、本来投資可能な資産との比較が必要で、指定投資信託に限らずETFを含むファンドの分析を行った上で、運営機能との連携が行われていくことが望ましい。

例えば、最適な選択ファンドが指定投資信託になれば、その代替投資手段を運用機能に伝えていくことなども望まれる。現状のファンドラップの投資家への機能説明においては、この助言機能の役割の説明が不十分ではないかと考えるが、顧客の資産運用をファンドで最良執行する為のファンド分析手法や運用機能でのファンド選択に係る役割などを、投資家へ分かり易く伝えることが必要だ。

その中核になる考え方として、運用機能と助言機能が連携して顧客の為に最良執行を行うということだが、競争力のある助言機能の育成・整備が、ファンドラップビジネスの競争優位を決していくことになる。

3つ目の課題として、販売機能におけるコンサルティングの在り方がある。運用会社におけるファンドラップ直販が期待ほど伸びていないのは、個人の資産運用における対面営業でのコンサルティングの重要な証左ではないかと考える。個人にとって運用会社の直販でのファンドラップと、ロボアドの違いが分かり難いこともあるし、個人の資産全体に行う販売機能でのコンサルティングの価値は富裕層ほど重要視する。

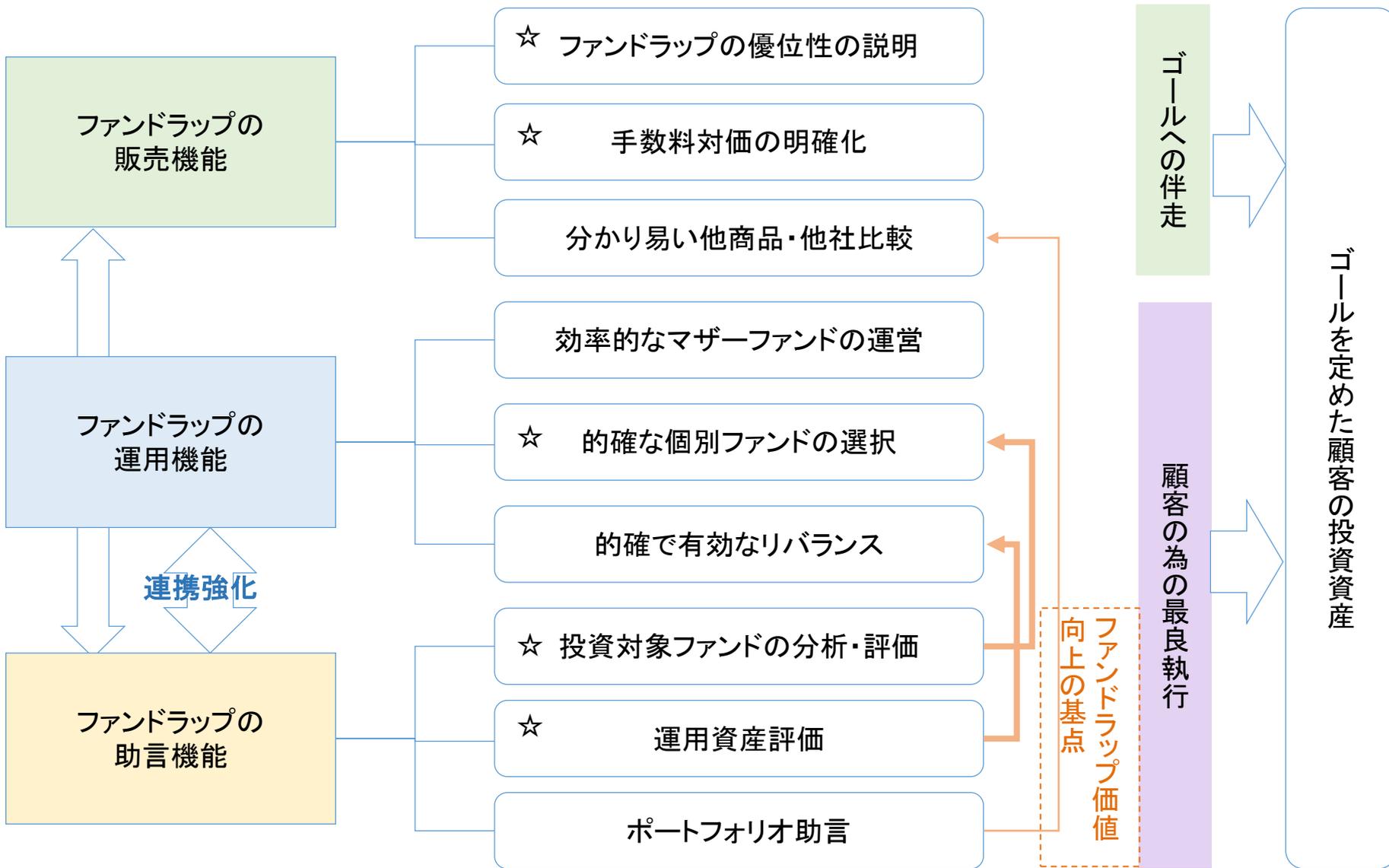
以上、3つの課題は、販売機能・運用機能・助言機能の適正な組合せが重要で、販売会社の内部にない場合は、外部の運用会社や助言会社の最適組み合わせの選択で行うことも可能だ。

今後、証券会社などが個人に対して資産管理型の営業

を進める中で、ファンドラップはその中核となる可能性もあるが、その為には、別途に進めるレベルフィービジネスとの事業戦略上の明確な違いや、上記3つの課題克服の為に社内体制の再整備など必要になっている。

主要な証券会社がフィービジネスからストックビジネスへの転換を表明して久しいが、何か付加価値を生むか認識した上で、“顧客本位の業務運営原則”時代の適した事業戦略の再構築が望まれる。

ファンドラップ拡大に向けた課題



☆は特に重要性が高い課題