

ラップ・アカウントの現状について

二上季代司

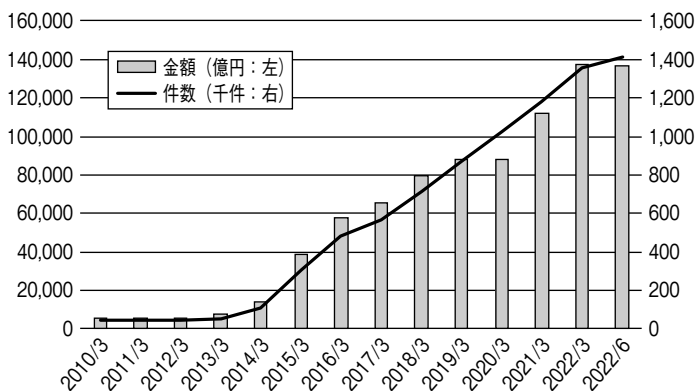
ラップ・アカウントが、わが国にビジネスとして導入されてから二〇年近くになる。当初は大した規模ではなかったが、二〇一四年ごろから増え始め、二〇二二年六月末現在、その残高は一四一万件、一三兆六千億円の規模に成長した（図表1）。

この間、ラップ・ビジネスは、規模の拡大とともにいくつか重要な変化を伴っている。このビジネスを進めている主体や運用対象、仕組みなどが、当初のころと比べて変化しているように思われるからである。

第一に、顧客と投資一任契約を締結している業者（残高を有する業者のみ）は現在、二四社を数えるが、その内訳は、証券会社一四社、信託銀行三行、投資運用会社七社となっている。ちなみに、その件数および金額シェアは図表2のようである。

ラップ・アカウントは、そもそもの成り立ちから、証券会社が投資運用業（投資顧問業）を兼営することではじまったのだが、近年では投

図表1 ラップ業務契約資産（投資一任）残高



(出所) 日本投資顧問業協会「統計資料」より作成

① 資運用会社が主導する割合が増えているのである。しかも、投資運用会社の件数シェアが金額シェアよりも大きいことは、ロットの小さな顧客の獲得に成功していることを意味している。また、図表2で「証券会社」に分類した業者の中には、主たる業務が投資運用業といつてよい業者も複数、含まれている。彼らが要件の厳しい第一種金融商品取引業（以下、第一種業と略）の登録を行っているのは、勧誘などの営業行為や口座管理も行うため、ブローカー・ディーラー業務や引受業務を積極的に行うためではないだろう。これを勘案すると、近年ラッ

図表2 ラップ業務の一任運用契約主体（業態別内訳）

(2022年6月末)

件数		金額 (百万円)	信託銀行 (3行)		
証券会社 (14社)			三井住友信託	69,879	1,049,168
野村	160,348	3,084,243	りそな銀行	96,027	751,071
大和	147,472	2,926,687	三菱UFJ信託	48,102	456,293
SMBC日興	177,604	2,644,286	小計	214,008	2,256,532
ウェルスナビ	343,254	675,407	シェア	15.2%	16.5%
みずほ	26,803	431,191	投資運用会社 (7社)		
UBS SuMi TRUSTウェ ルス・マネジメント	1,463	389,345	ウェルス・スクウェア	20,850	165,096
三菱UFJモルガンスタ ンレー	14,620	268,374	お金のデザイン	118,832	138,253
いちよし	18,571	191,012	東海東京アセットマネ ジメント	9,014	67,061
水戸	9,922	122,796	マネックス・アセット マネジメント	15,688	42,087
楽天	65,545	112,178	sustenキャピタル・マ ネジメント	2,977	2,461
アイザワ	8,398	80,566	フィデリティ投信	683	2,290
FOLIO	54,653	21,101	ニッセイアセットマネ ジメント	116	15
クレディ・スイス	21	13,188	小計	168,160	417,263
スマートプラス	1,101	1,950	シェア	11.9%	3.1%
小計	1,029,775	10,962,324	合計	1,411,943	13,636,119
シェア	72.9%	80.4%	シェア	100%	100%

- (注) 1. 契約残高のある業者のみ。
 2. 「証券会社」は有価証券関連業者で投資一任業を兼ねるもの。
 3. 「信託銀行」は投資一任業を兼ねるもの。

(出所) 図表1に同じ

プ・ビジネスは投資運用業者のほうが積極的といえるのである。

第二の変化は、運用対象が「ファンド」であることである。「ラップ」といえば、いまや「ファンド・ラップ」が通り相場のようになっている。さらにまた、「ファンド・オブ・ファンド」の形式をとる事例が増えており、ファンドの信託報酬が重なりあつて、決して低い運用コストとは言えないという批判も現れている。

第三の変化は、ロボ・アドバイザーを利用する業者が増えていることである。ウェルスナビ、お金のデザイナー、楽天、マネックス・アセットマネジメント、FOLIO、SUSTAINキャピタル・マネジメント、スマートプラスの七社はロボ・アドバイザーを利用する業者であるが、これら七社合計の件数シェアは四二・六%、金額シェアでは七・三%となる。平均ロットは一六五万円程度であるが、比較的若い客が多く、安定的に残高が積みあがる可能性がある。ラップ・ビジネスを構成している業務フローのいくつかの局面で、デジタル化が進みコスト低下が可能になったことが、小口の資産形成層を顧客として受容する余地を生んでいるように思われる。そうだとすれば、これも大きな変化だろう。

こうした変化の背景や意味を理解するためには、迂遠のようだが、ラップ・アカウントの成り立ちにいったん戻つてみて、そこから現在に至る過程をたどつてみることも肝要である。

1 ラップ・アカウントの業務フロー

「ラップ・アカウント」という商品が生まれたのはアメリカである。一九七〇年代後半に老舗のブローカーであったE・F・ハットン社が始めたとされる。このサービスがアメリカで拡大し、注目され始めたのは一九八七年のブラックマンデー後であった。手数料自由化以後、売買手数料への依存から脱却したいブローカー業者と、相場

下落時にも資産を防衛しつつ安定的に運用するには確かなアドバイザーが必要だと感じた顧客のニーズとが合致して、ビジネスは急速に拡大していった。

このビジネスを始めたE・F・ハットン社の業務フローをみると、ラップ・ビジネスは、大きく次の三つの工程から構成されていることが理解できる。

第一は、ブローカー（営業員）による金融コンサルタントである。顧客属性の把握とそれにもとづく投資プランの作成が主たる役割で、業務内容はアドバイザー（助言）である。⁽²⁾

第二は、マネージャー・アナリストによるマネー・マネージャー（運用業者）の探索・評価・選別である。アセット・クラス別、投資スタイル別に運用業者を定性的・定量的に評価、ランク付けして運用業者のリストを作成する。営業員は、そのリストの中から顧客の投資プランを実行するうえで最も適切と思われる運用業者を選定し、運用をゆだねる。アメリカには得意分野の異なる運用業者が多数存在しており、その中から顧客の投資プランに最適の運用業者を選定して運用をゆだねていく。⁽³⁾

第三は、運用業者からの売買取引を執行し、顧客口座を管理する工程である。前出のマネージャー・アナリストは一定の期間、運用成果をモニターし査定する。その査定結果を受けて、顧客担当の営業員は、当初の投資プランから乖離する場合、あるいは顧客のニーズが変化した場合には、マネージャーを交代させる。

この一連の工程に含まれるサービスの代価は、その内容からみて投資顧問報酬と取引執行・口座管理手数料からなるが、これを包括して（Wrap）、残高連動の手数料として徴収したので、このサービスは「ラップ・アカウンツ」と呼ばれることになった。

この中で、ラップ・ビジネスの核心的業務にあたるのが第二の工程である。すなわち、顧客の投資プランに最

適な運用業者を探し出して、その運用業者に一任運用をゆだねる工程こそ、業者と運用業者が一体となって、顧客に投資顧問（投資助言・一任運用）のサービスを提供しているのである。

E・F・ハットン社は、包括した手数料のうち、四割は営業員に、残りの六割を実際に運用にあたる投資運用業者と分け合った。運用業者としては顧客の獲得の手間が省けるので、通常よりは安い運用報酬で請け負うことになり、E・F・ハットン社はその残余を享受することになる。

2 わが国への導入

この「ラップ・アカウント」が日本に紹介されたのはアメリカで成長が顕著となった一九九〇年ごろであった。⁽⁵⁾ところが、直後に起こった「証券不祥事」のために、証券会社の投資一任業務は法改正によって禁止となった。ラップ・ビジネスはしばらくお蔵入りとなったのである。これが、再び表舞台に出てくるのは、一九九〇年代末であった。一九九八年金融システム改革法（証取法改正など）により証券会社の専念義務が撤廃されて、投資顧問業の兼業が可能になったのである。ただし、利益相反（投資顧問業とディーラー業務）防止措置として、証券会社が「投資顧問業法上の投資一任業務を行う場合、自己売買記録の開示義務」が課せられたため、事務の煩雑さから、これを取り扱う業者は現れなかった。

その後、改正証取法の施行（二〇〇四年四月）により、「自己売買記録の開示義務は内閣総理大臣の承認を条件に免除」となって障害がなくなった。ラップ・ビジネスはようやく、現実化することになった。

こうして日本のラップ・ビジネスは、アメリカで始まってから約三〇年遅れでスタートしたのだが、この間、不動産、コモディティ、インフラといった証券以外の資産（オルタナティブ）を運用対象とするファンドやデリ

バティブを多用するヘッジファンド、上場投資信託（ETF）など、ファンド業界に現れた革新とともに、スタート開始直後から「ファンド・ラップ」が主流となった。投資一任契約のサービスは、最初は運用業者の探索・選定・評価だったのだが、これに代わって運用業者が組成したファンド（投信）の選定に変わったのである。その結果、運用業者を選定する旧来のラップは「コンサルタント・ラップ」と呼称して区別するようになった。

3 「ファンド・ラップ」

ファンド・ラップが主流となった理由は、ファンド・ビジネス業界の拡大発展によって、アセット・クラス別、対象国別、投資スタイル・運用手法別に多様なファンドが数多く出回り、複数ファンドの組み合わせにより分散効果をより一層、高めることができるようになったこと、また得意分野の異なる運用業者の運用力を活用する選択肢が広がり、市場環境に機敏に対応することができるからである。

同様のことをコンサルタント・ラップで行おうとすれば、おそらく富裕層にしか利用できないほどの高額になる恐れがあるが、これが集合投資であるファンドであれば最低ロットはもつと低く抑えることができる。

さらにまたファンドの入れ替えによって容易に投下資産の再配分やリバランスができることもファンド・ラップのメリットである。これがETFであれば、ポートフォリオの構築も、そのリバランスも、なお一層、機動的に行うことができるだろう。これに対し運用業者の交代は、そう頻繁に行えるものではないのである。

しかし他方では、ファンドを利用すると、その信託報酬も加算されることになり、しかも契約の際に明示される投資顧問報酬（運用受託報酬および投資助言報酬）には、ファンド信託報酬が明示されないため不透明であるとの批判があった。ファンド信託報酬を固定した率として明示しにくいのは、ファンドごとに信託報酬が区々で、

期中にファンドの入れ替えを伴うためであると考えられる。結局は、それらのコストを差し引いても十分なリターンが得られるかどうかで顧客の支持が決まることになる。そこで、投資顧問報酬をすべて「成功報酬」にして、リターンが得られない場合には報酬を取らないファンド・ラップを提供する業者も出ている。⁽⁶⁾

【ファンド・オブ・ファンド】

さらに、顧客ニーズに即したポートフォリオを簡便に作れるように「ファンド・オブ・ファンド」以下、FOFと略し」を利用するケースが増えてきた。各社によって細部は異なるが、代表的な事例は次のようである。

例えば、内外の株式、内外の債券、オルタナティブ（不動産、コモディティ等）に投資対象を大括りし、ファンド・ラップ専用のFOFをアセット・クラス別に用意する。例えば株式のFOFでは、大型株、中小型株、グロース株、バリュー株、先進国株、新興国株などファクターの異なるファンドに分散投資するFOFを組成する。こうしたFOFを株式のほかに債券やオルタナティブなどアセット・クラス別に組成しておく。

「指定投資信託」⁽⁷⁾の選定、配分比率の決定、その随時見直しはFOFのリターンを決する重要な作業であり、ラップ・アカウントの元祖であるE・F・ハットン社の例でいえば「マネージャー・アナリスト」の業務に該当する。投資運用業を主業とする業者には、FOFの組成まで行う場合があるが、証券業を主業とする業者には、外部の投資委託業者にFOFを組成させるケースが多い。しかし、その場合でも「投資助言」として当該委託業者に指定投資信託の選定や配分比率を指示する。ファンド・ラップでは銘柄選定と配分比率にこそ、ベンチマークを上回る「超過収益」（アルファ）の源泉があると考えられるからである。

こうして株式・債券・オルタナティブなどアセット・クラス別に組成された複数のFOFを運用対象に、異なった比率で資産配分されたモデル・ポートフォリオが用意される。「モジュール化」された少数のFOFの組み合

わせによってハイリスク・ハイリターンからローリスク・ローリターンまでポートフォリオを作成できるわけである。

他方、顧客属性のヒアリングに基づいて顧客のプロファイルが作成され、そのリスク許容度に基づいて、「保守的」から「積極的」まで複数、用意されているモデル・ポートフォリオが選定され、運用が実行に移される。

【ロボ・アドバイザー】

FOFは、アセット・クラス別にファンドの選定・配分を「モジュール化」しているため、あとはアセット別にFOFの配分比率を加減するだけでリスク許容度に応じたポートフォリオを作成できる。このため比較的簡便であり、多くの業者が利用するようになった。ただ、FOFの組成を外部委託すれば、それにも信託報酬がかかるためコスト高になる恐れがある。

他方、FOFを組成するのではなく多数のファンドに直接、分散投資するやり方もある。とりわけ、ETFは取引所に上場しているために透明性もあり、流動的で組み入れや入れ替えも機動的に行えるのである。しかし、ETFの発展度合いは各国により、あるいはアセット別に区々であつて、作成できるポートフォリオの網羅性という点では、いまひとつ限界がある。にもかかわらず、近年ETFを利用するファンド・ラップが増えた理由の一つは、ETF市場がもつとも発展しているアメリカのマーケット環境が極めてよかつたからであろう。

いま一つの理由は、AI（人工知能）の発展により、多数の銘柄の探索・選定・評価に要するコストと時間を大幅に縮減できるようになったことである。投資の分散効果はできるだけ多種多様な資産を組み入れることができれば、それだけ向上するし、その配分比率を加減することで、多様なリスク・リターン特性のポートフォリオを作成することができる。しかし、それを直接行うことは大変な手間とコストがかかる。前述のように、アセッ

ト・クラス別にF O Fを組成して「モジュール化」する工夫が用いられたのも、そこに一因があったのだろう。A Iの発展は、多数の銘柄へ直接、資産を配分・再配分するための「アルゴリズム」を案出し、人手を介さずシステムの行うことを可能にした。これが「ロボ・アドバイザー（ロボ・アド）」である。

さらに、ロボ・アドで銘柄探索・選定などの時間とコストが縮減できるなら、組み入れ対象をファンドに限ることはなく、直接、個別銘柄を組み入れることもできるはずである。つまり「ファンド・ラップ」以外のラップ商品を提供する「ロボ・アド」の業者も出始めている⁽⁸⁾。

4 直販型ファンド・ラップ

ファンド・ラップの販売は、通常は証券会社である。地域金融機関が金融商品仲介業者として「媒介」の形で投資一任契約を取り次ぐこともあるが、口座管理は証券会社しかできないので、証券会社が一任契約を受任し、F O Fの組成にあたる運用会社には証券会社が指定投資信託証券の選定などの「助言」を行う、というやり方が一般的だったのである。つまり運用業者は、いわば「黒子」であって前面に出ることはあまりなかったのである。ところが、近年、運用業者による直販型のファンド・ラップが現れるようになった。運用業者は、第二種業の登録を行えば、今でも自社組成の投信を直販することができるし、実際、一部の独立系投信委託業者は直販を行っている。それはファンド・ラップでも同様である。しかし、実際にはほとんど、証券会社や金融商品仲介業者（地域金融機関や独立ファイナンシャルアドバイザーなど）が販売にあたっていた。それは、顧客を抱えていたからであるし、契約の際の手続きが煩雑でもあったからである。

ところが、顧客接点（User Interface、UI）という点では、スマホ端末の普及にともない若年層にまで「リー

チ」がとどくようになる。むしろ、潜在顧客ともいべき若年層に対しては、ロットが小さいということもあり、これまで証券会社は顧客として取り込む努力をしてこなかった。若年層に関しては証券会社の優位性はほとんどないに等しい。また契約手続きの煩雑さという点でもスマホ端末から行えるほど手続きの「デジタル化」が進んでいる。営業員が行う顧客プロフィールの作成も、リスク許容度の判定はアルゴリズムで行えるようになり、人手を介する必要性は徐々に低下しているのである。

以上が、運用業者によるラップ・ビジネス「直販」の理由ではないかと思われる。もともと、本文で指摘した諸変化が、傾向として定着するかどうかは、不明確であり、今後も注視する必要があるだろう。

注

(1) 第一種業の登録をしなくても第二種業の登録があれば、自社設定のファンド(投信)を販売することはできし、他の証券会社と仲介業契約を結んでおけば、投資一任契約締結の媒介を通してラップ・ビジネスを展開することは可能である。

(2) アメリカでも、営業員の行う助言(アドバイザー)は投資顧問業に該当するのではないかと議論があるが、証券業の「付随業務」の範囲内というのが一般的な理解である。

(3) 顧客のために運用業者の評価・選定・モニタリングを行うコンサルタント業務は、一九六九年にフランク・ラッセル社が年金基金向けに始めたサービスである。E・F・ハットン社はこれを個人顧客向けに改良したのである。詳しくは拙稿「二極化する米国中小証券の経営戦略」『資本市場』六五号一九九一年一月、同「ラップ・アカウントについて」

『証研レポート』一四七五号一九九一年六月を参照。

- (4) アメリカの営業員（ブローカー）は歩合制で、当時は収入の約四割が戻されていた。
- (5) 前掲（注2）論文を参照のこと
- (6) sustain キャピタル・マネジメントは完全成功報酬型のものである（同社、開示資料より）。
- (7) ファンド・オブ・ファンドに組み入れるファンドは「指定投資信託証券」と呼ばれる。
- (8) スマートプラス社の「Wealth Wing」はビッグ・データ解析を通じて一八銘柄程度に組み入れ銘柄を絞ったインデクス連動型アクティブポートフォリオで、顧客の景況感に合わせて八モデルを用意している（同社、開示資料より）。

（にかみ きよし・特任研究員）