

フイソテツク時代の証券業

『証券業界とフイソテツクに関する研究会』報告書を中心に

関 雄 太

一、「証券業界とフイソテツクに 関する研究会」について

(研究会の概要)

二〇一六年一月、日本証券業協会の証券戦略会議において、フイソテツクの進展が証券業界に対して有するインプリケーションについて検討するよう問題提起がなされました。同協会から日本証券経済研究所に対して、新たに研究会を設置してこの問題について調査研究を行うよう要請がなさ

れたことを受け、同年六月、「証券業界とフイソテツクに関する研究会サーベイグループ」が設置されました。私は、このサーベイグループで主査を務めました。サーベイグループでは、年末まで七回にわたって調査研究を重ねた結果を踏まえ、フイソテツクの現状と証券業界へのインプリケーションについて報告書を取りまとめ、二〇一七年一月に日本証券業協会に提出しました。

その後、第二段階として、二〇一七年六月に「証券業界とフイソテツクに関する研究会」が設置されました。研究会では、今年三月まで八回に

わたって調査研究を重ねた結果を踏まえ、フィナンテック時代の証券業の姿について報告書を取りまとめ、先月、日本証券業協会に提出しました。今日は、この第二段階の報告書の内容を中心にお話しします。

なお、これらの二つの報告書は、日本証券業協会と日本証券経済研究所のホームページにおいて公表されています。

(研究会の委員構成)

第二段階の「証券業界とフィナンテックに関する研究会」の委員構成は、資料2ページのとおりです。研究会の座長は、東京大学の柳川範之教授が務められ、私が座長代理を務めました。

柳川教授は、金融契約、法と経済学が御専門で、現在、東京大学金融教育研究センターの「フィナンテック研究フォーラム」の代表を務めて

おられます。

京都大学の岩下直行教授は仮想通貨に造詣が深く、また、早稲田大学の戸村肇准教授は決済システムについて研究されており、いずれも、金融庁の「金融制度スタディ・グループ」のメンバーを務めておられます。このスタディ・グループでは、先月、既存の銀行や証券などの業態を超えて、決済、資金供与、資産運用、リスク移転など、機能別・横断的な金融規制体系を検討する必要がある旨の中間報告が取りまとめられました。両先生には、こうした場での知見も踏まえて、私どもの研究会の議論に参加していただきました。

フィナンテックという言葉のうち、「テック」側を代表する立場で、瀧俊雄マネーフォワード取締役 Fintech 研究所長と福田好郎 NTT データ経営研究所 シニアマネージャーに参加していただきました。瀧さん、福田さんは、いずれも私と同じ野

村総合研究所の流れを汲んでおられる方々です。

瀧さんが役員を務めておられるマネーフォワードは、いわゆる家計簿アプリを提供している我が国でも有数のフィンテック企業です。

日本取引所グループから参加された山藤敦史
フィンテック・ラボ室長は、証券取引においてブ
ロックチェーン（分散記帳技術）を活用する可能
性を探るため、同取引所が進めている実証実験の
責任者を務めておられます。

西村あさひ弁護士事務所の有吉尚哉弁護士は、
金融庁への出向経験がありで金融規制に通じて
おられ、新類型の取引・商品に対する金融規制の
適用についてアドバイスをされたり、クラウド
ファンディングやICO (Initial Coin Offering)
なども含め、金融法制に関わるさまざまなテーマ
で執筆や講演をされています。

シンクタンクからは、大和総研の内野逸勢金融

調査部主席研究員とみずほ総合研究所の大木剛金
融調査部上席主任研究員に参加していただきまし
た。内野さんは、金融機関経営や地域金融など、
幅広い金融分野をカバーしておられ、最近、『F
inTechと金融の未来』を取りまとめられま
した。大木さんは、海外の金融機関の動向に通じ
ておられ、研究会でも、欧米金融機関における
フィンテックの取り組みについてご報告いただき
ました。

日本証券経済研究所の小林陽介研究員には研究
会の幹事を務めていただき、報告書の執筆におい
ても多大な貢献をしていただきました。

なお、資料には掲げておりませんが、研究会で
は、ゲストスピーカーとして、フィンテックビジ
ネスの経営者や既存の証券会社でフィンテックビ
ジネスに携わっておられる経営幹部をお招きし、
各社のビジネスの現状や課題などについてお話を

伺うとともに、委員との間でディスカッションを行う機会を持ちました。

(報告書のターゲット)

日本証券業協会から問題提起を受けて調査研究を進めるに当たって、どのような証券会社をターゲットとして内容を整理すればよいのかという問題がありました。この点に関しては、同協会より、準大手や地方の証券会社に向けたメッセージをまとめてほしいとの要請がありましたので、この点を意識して報告書を整理しています。

その意味で、最先端のテクノロジーを使ってビジネスを展開しておられる方にとっては、報告書に新しい知見はあまり含まれていないかもしれませんが、他方、証券業界とフィンテックの関わりがどのようなものになるのかに関心がある方、あるいは、これからフィンテックを使って何かに取り

組んでいこうと考えておられる方にとっては、かなりおもしろい報告書になっているのではないかと考えています。

二、全体を通じた所感

(これまでの証券業界とフィンテックの関係)

報告書の内容について詳細に御説明する前に、取りまとめ作業に携わった立場で、報告書の全体を通じた所感を述べさせていただきます。

フィンテックは、フィナンシャル・テクノロジーの略語です。証券業界においては、インターネットが使われるようになった一九九〇年代の終わり頃から、テクノロジーを活用したビッグウェーブがオンライン証券取引として出現しました。大手証券会社、オンライン系証券会社、準大手・地方証券会社を問わず、全ての証券会社が、

このようなテクノロジーの進展を自社のビジネスにおいてどう生かすかを考えて取り組んできました。その意味で、証券業界は、概ね二〇年前からフィンテックへの対応を進めてきたと言えます。

証券業界にとっては、フィンテックと言いますが、これまでから取り組んできたものという意識があり、このため、報告書でも、フィンテックの定義や範囲については改めてきちんとした整理は行っていません。

(フィンテックに対する危機感)

証券業界においては、今から二年ぐらい前まで、レガシーシステムを持たず、新しいテクノロジーを取り入れて、新たな証券ビジネスを作れるスタートアップ企業の方が、既存の証券会社より有利だとの見方が強かったように思います。スタートアップ企業は、既存の証券会社から顧客や

資産を奪うだけの存在と見られ、中小規模の、体力の弱い証券会社は、スタートアップ企業によって淘汰されてしまっただろうと考えられています。

昨年一月に、日本証券業協会の会合でサーベイグループの報告書について説明した際も、出席された経営者の方々は、フィンテックが進展する中で、仕事を守るために、自分たちはどうすればいいのかという強い危機感を持っておられたように思います。

(証券業界の雰囲気の変化)

その後、そのような見方はかなり後退してきているように感じます。と申しますのは、フィンテックの影響を一つ一つ見ていきますと、証券ビジネスのバリュチェーンを作っている、証券会社の顧客や仕事が丸ごと奪われるようなことはな

いことが次第に明らかになってきたためです。

このため、昨年の一年間で、証券業界の雰囲気は、フィンテック企業と組んだり、フィンテックのテクノロジを取り込んだりすることによって、自社のビジネスをよりよいものにしようとする方向に変わってきたように思います。

(非金融業界からの参入の動き)

他方、昨年後半頃から、非金融企業の間で、フィンテックのスタートアップ企業と組んで、証券投資や資産運用の分野に参入しようとする動きが見られるようになりました。例えば、航空会社がマイレージプログラムの一環として富裕層に投資を案内したり、信販会社が証券会社を設立したりするような動きが出てきています。

他方、大手証券会社の間でも、非金融企業との提携やジョイントベンチャーの設立に乗り出さな

どの動きがあります。

このように、各社は、流行だからとか、儲かりそうだからというより、むしろ、自社の目標の達成や課題の解決を図るため、多様な形でフィンテックに取り組むようになってきており、よい意味での競争が起きてるように思います。

(仮想通貨交換業・ICOを巡る動向)

研究会では、仮想通貨交換業やICOの動向についても活発に意見交換が行われました。報告書には十分に書けませんが、ブロックチェーン技術を活用したさまざまな取り組みが進められる中で、通貨、決済、資金調達などの概念そのものに揺らぎが生じていることを強く認識させられました。

仮想通貨については、紙幣やコインの代わりに決済に使う人は限られており、むしろ、金融資産

としてのニーズが強くなっているようです。このため、昨年後半以降、欧米では、金融商品に対する規制の枠組みを仮想通貨交換業やICOに当てはめていこうという動きが出てきています。

なお、報告書には、仮想通貨について、規制は行うべきではないとか、規制の枠組みをどうすべきかなど、意見にわたる記述は含まれていません。報告書の行間も含めて読んでいただければと考えている次第です。

三、証券業とフィンテック

ここから、報告書の主な内容について説明します。まず、第一章の「証券業とフィンテック」について説明します。

(概念図)

資料4ページをご覧ください。ここに掲げた概念図は、証券業のバリューチェーンを構成するパーツを切り分けて、フィンテックがそれぞれのパーツにどのような影響を与えているのかを説明しようとするものです。

図の中央に、サービレイヤーとインフラレイヤーという二つの大きな箱があります。このようにな分け方は、フィンテックが注目されるようになった三、四年前に、サービスとインフラのそれぞれにおいて、フィンテックのスタートアップ企業が置き換えようとしているものは何か、フィンテックというテクノロジーが担おうとしているものは何かを分析する中でしばしば使われたものです。

通常の証券会社は、証券取引所や証券保振替機構と共に、一つの会社の中で、サービスとインフ

ラの二つの分野の業務を行っています。図の右側には、提供される金融商品、金融商品の製造元、資金調達者が置かれ、左側には、個人と機関投資家・法人という二つの資金提供者が置かれています。

(インフラレイヤー)

先ほど、フィンテックのスタートアップ企業によつて、証券業界全体が破壊されるようなことはないだろうと申しました。このような見方は、証券業のバリューチェーンのうち、インフラレイヤーと関係しています。証券業においては、株式・債券の発行、流通、決済など、いずれの分野でも、金融商品取引法などの規制を踏まえたインフラができ上がっています。フィンテックのスタートアップ企業やITプラットフォームが、このようなインフラを別の新しいものに置き換え

ようとしても、それには多大な困難が伴います。このため、インフラレイヤーは、フィンテックの新しいテクノロジーに対して、強い対抗力を持っていると言うことができます。

なお、インフラレイヤーにおきまして、ブロックチェーン、機械学習型AI、ビッグデータ分析などが、既存のインフラを全てひっくり返してしまうのではないかという見方もないわけではありませんが、既存の証券業界のインフラレイヤーが強い対抗力を持っていると申し上げたのは、あくまでも現時点の見方にとどまります。この先、三年、五年が経ったとき、どのようなことが起きるかは、必ずしも十分に見通せているわけではありません。

(サービスレイヤー)

サービスレイヤーにおいては、ビッグバン以

降、さまざまな規制緩和が行われてきたため、競争相手は、必ずしも証券業界の競合他社に限りません。どのようなサービスがよいのかも、証券会社が勝手に決められるわけではありません。この分野では、サービスを選ぶ権利は、顧客やユーザーの方にあります。サービスレイヤーにおいて、フィンテック企業が顧客の信頼や人気を得てしまいますと、既存の証券業界に顧客が戻ってこないこともあり得ます。

米国や英国ではさまざまな革新が起きています。米国におけるロボ・アドバイザーの影響を見るとき、ロボ・アドバイザーが広がったことで、メリリリンチ証券やチャールズ・シュワブ証券の業務が全て破壊されたかと申しますと、そのようなことは起きていません。両社は、ロボ・アドバイザーに対して、さまざまな対抗手段を講じたり、自社の業務に取り込んだりするなどの対策を

講じています。今は、証券会社とフィンテック企業の間で、いろいろと複雑な競争が起きている状況と言えようかと思えます。

四、証券業とフィンテックをめぐるこの一年の動き

第二章では、「証券業とフィンテックをめぐるこの一年の動き」として、主に二〇一七年から一八年の春にかけて起きたことを、規制動向、テクノロジー・サービス動向、市場（インフラ）動向等に分けて整理しています。資料5～6ページをご覧ください。

(1) 規制動向

（欧州）

欧州におきましては、二〇一五年に第二次決済

サービス指令（PSD2）が採択され、今年一月から、銀行等の決済サービス提供者にオープンAPIが事実上義務付けられました。また、二〇一六年に一般データ保護規則（GDPR）が採択され、今年五月から施行されています。欧州で進んでいるこれらの規制改革には、大きく分けて二つの目標があると認識しています。

一つ目は競争の促進です。欧州の多くの国では、ユニバーサルバンク体制の下、有力な三つないし五つの銀行がほとんどのリテール顧客を押さえ込んでおり、コーポレートファイナンスの分野でも強い競争力を持っています。このため、ユーザにとって便利なサービスにつながるテクノロジが登場しても、使われないままとなってしまう懸念があります。

EUの取り組みは、このような環境の中で、新しい便利なサービスが提供されるよう、大手銀行

に必要な環境整備を求めることによって、安い価格でユーザーフレンドリーなサービスを提供しようとする新興企業を支援しようとするものです。

二つ目は個人データの保護です。大銀行やプラットフォーマーなどが個人データを抱え込むことは、一種の人権侵害に当たるとも考えられます。このため、個人データの所有権を明確にすべきと考えられるようになりました。GDPRにおいては、個人データの所有権は個人に属するものとされ、プラットフォーマーなどは、所有者の承諾を得た上で、それを利用させてもらう立場にあるとされています。

英国では、規制改革を進めるに当たって、レギュラトリー・サンドボックスの取り組みが進展しています。もともと、サンドボックスからインベティブな、あるいは、ディスラプティブなプレーヤーが出てきたかと申しますと、必ずしもそ

うではありません。よい取り組みであるとは思いますが、それ自体が世の中をがらっと変えてしまうようなものではないように思います。

(米国)

米国におきましては、規制のあり方から金融イノベーションやフィンテックにアプローチするという考え方は弱いように思います。むしろ、いろいろなプレーヤーが競争しながらサービスやプロダクトを提供し、顧客に受け入れられればよし、受け入れられなければ、消えていくのもやむをえないと考えられているのではないのでしょうか。

仮想通貨やICOのトークンに関しては、通貨や決済手段というより、投資の対象と位置付けて、公募の金融商品に近い規制の枠組みを当てはめていこうという動きが強くなってきています。もともと、これが日本にも当てはまるのかと申し

ますと、必ずしもそうではありません。米国と日本では、有価証券に対する考え方に違いがあり、これが、仮想通貨取引やICOの議論において先鋭的な形で表れてきているように思います。

具体的に申しますと、米国の証券法や証券取引所法における証券の概念は、包括主義と言われるものです。米国では、不特定多数の人を対象にリスクのある金融商品を募集した場合、投資の対象が何であれ、開示が不十分な場合はとがめを受ける可能性があるという法体系になっています。他方、日本では、金融商品取引法第二条第一項で、『有価証券』とは、次に掲げるものをいう」とされ、第一号から第二〇号まで有価証券とされるものが列挙されています。いわゆる限定列挙主義が採られているわけです。

米国の証券業界では、比較的早い段階から、仮想通貨もICOのトークンも、有価証券と見るべ

きではないかとの声が出ていましたが、米国のSECは、今申し上げたような包括主義的な考え方を背景に、具体的な対応を開始したと考えてよいと思います。今後、このような米国の規制の潮流が、IOSCOでの議論を経て、日本にも及んでくる可能性があるのではないかと考えているところです。

(アジア)

中国では、二〇一六年以降、P2Pレンディングに対して段階的な引き締めが行われ、二〇一七年九月には、仮想通貨取引及びICOの禁止措置が取られました。この間、二〇一七年初めから、ビットコインの大手取引所に対して検査が行われ、その後、ビットコインの引き出しを凍結する措置が講じられました。

韓国では、二〇一七年九月からICOが禁止さ

れ、同年一二月から仮想通貨の信用取引が禁止されました。

日本では、二〇一七年四月に改正資金決済法が施行され、仮想通貨交換業者の金融庁への登録制度が開始されました。このような取り組みは、一面、日本政府の先進性をアピールする効果があったと言えましょう。

その後、日本では、にわかに仮想通貨交換業者の広告宣伝が活発になり、その後、一年も経たないうちに何百万という口座が開設されたと言われています。同時に、仮想通貨取引が実質的に禁止された中国や韓国の人が、手持ちの仮想通貨を円やドル、又は別の仮想通貨に交換する場を提供する結果になったとも言われています。このことから、私どもは、国際的な規制の動向が、日本の仮想通貨交換業者に大きな影響を与え得ることを強く認識しなければならない時代に入ったと感じま

す。

(2) テクノロジー・サービス動向

(概要)

次に、テクノロジー・サービスの動向についてお話しします。

この報告書では、主としてAPI、人工知能(AI)、ビッグデータ分析に注目しています。もっとも、これらのテクノロジーは日々進化しておりますので、今の段階で、証券業界への影響について確定的なことは言えません。研究会の中で議論されたことをざっくりとまとめたものと受け止めていただければ幸いです。

(API)

日本では、政府の「未来投資戦略二〇一七」において、二〇二〇年までに八〇行程度以上の銀行

でオープンAPIの導入を目指すとのKPIが設定されました。昨年五月に銀行法が改正され、銀行は、オープンAPIの導入に関する方針を作成し公表するとともに、金融庁に報告しなければならぬとされました。

その後、二〇二〇年までという目標は一年も経たないで達成されました。去る六月一五日に発表された「未来投資戦略二〇一八」では、外部接続が困難な九行を除く一三〇行、つまり日本の銀行のほとんどが、オープンAPIの導入を進めていくとの方針を表明したとされています。

なお、実際にオープンAPIを導入している銀行はまだそれほど多くありません。もっとも、家計簿アプリの会社や、一部のロボ・アドバイザーのスタートアップ企業は、既に相当数の銀行とつながっている状況です。また、証券会社がアプリデベロッパーの立場で、銀行のオンラインサービ

ス、デジタルバンキングにサービスを提供するようないことが既に起き始めています。

証券会社のAPIの開放も始まっており、銀行で起きた変革が、証券業界にもかなりの影響を及ぼしてきているように思います。

(モバイル証券会社)

APIだけで証券会社を作ろうという試みもなされています。この会社は、支店も持たず、営業マンも置いていません。オンライン証券会社と異なり、アクティブな取引ツールのようなものも作りません。スマートフォンに簡単にダウンロードできるアプリを作成し、投資未経験者を含む一般の投資家に対して、スマートフォンの上で証券サービスを提供しています。

具体的に申しますと、One Tap BUYという会社があります。彼らが目標としているのは、モバ

イルの上だけで存在する証券会社です。二〇一六年一月にサーベイグループでご報告いただいた際、同社は、三〇から四〇銘柄の米国株式に絞り込み、株価チャートすら見せずに、企業の創業者の顔写真を掲げたり、企業の活動、歴史、経営理念を漫画で紹介したりするだけで、株式の買い注文を引き出すというやり方を探っていました。投資未経験者が感じている投資へのハードルを乗り越えられるよう、投資家が心地よい環境を整えようとして、このようなやり方にたどり着いたようです。

(AI)

AIにつきましては、対話型のチャットボット、画像・音声認識などの技術が投入、検討され始めています。ロボットによる業務自動化(RPA)も含めまして、どちらかと申しますと、サー

ビスや顧客対応の面で、面倒なところ、コスト削減をしたところでこれを使おうという動きが強いように思います。

二年ほど前まで、AIを使って、翌日株価が上がりそうな銘柄を推奨するようなことができなかったのではないかと一言が言われていました。しかし、現状を見ますと、AIやアルゴリズムで常に超過リターンを上げることがそう簡単ではないという見方が浸透してきたように思います。むしろ、顧客からのリクエストに対して、コスト、時間、人手をかけないでサービスを提供するため、AIを活用しようとする方向に変わってきていると思います。

(ビッグデータ分析)

ビッグデータ分析も同様で、二年ほど前まで、投資判断、予測、投資推奨においてビッグデータ

が使えないかと考える向きが多かったように思います。しかし、最近では、ビッグデータ分析を、投資判断や予測ではなく、顧客への提案の精度や顧客満足度の向上に生かそうという試みが増えてきているようです。

(3) 市場（インフラ）動向

(ブロックチェーンの活用)

次に、市場（インフラ）動向のうち、ブロックチェーンについてお話しします。ブロックチェーンとは、取引記録のブロックをつなぎ合わせていくことで、集中的な管理を行わなくても、権利がどこからどこに権利が移転したかを誰でもきちんとして把握することができる技術です。

これまでJPXや証券会社が行ってきた実証実験を踏まえ、これを今の日本の証券取引で活用するに当たっては、大きく二つの限界があると考え

られるようになってきています。

一つ目として、AさんからBさんへの権利の移転、BさんからCさんへの権利の移転の状況が全て見えてしまうことがあります。証券取引の現場では、機関投資家によるブロックトレードなど、全ての売買手口がわかってしまうのは困る場面もありますので、ブロックチェーンの活用には限界があると言われています。

二つ目として、取引を成立させるには、暗号を解いてブロックをつなぎ合わせていく、プルーフ・オブ・ワークの作業が必要になります。ビットコインなどの仮想通貨取引ですと、この作業に一〇分程度の時間がかかると言われています。このため、一分間に何万回もの取引が行われる上場株式の取引においては、とても間に合わないと言われているようです。

こうした事情もあり、今の証券取引のインフラ

を全てブロックチェーンに置き換えることは困難ではないかと思えます。

（未公開株取引）

他方、ブロックチェーンで情報が全て見えるという状態は、未公開株取引では有利に働く可能性があるように思います。また、ブロックチェーンの限界とされた処理速度についても、未公開株取引であれば、取引が成立するまで一〇分程度かかったとしても、それほど問題にならないように思います。

以上を踏まえれば、この分野ではブロックチェーンはかなり使えますし、社会的にも使った方がよいのではないかと考えられます。例えば、日本証券業協会が進めておられる株主コミュニケーション制度への活用を考えてもよいのではないのでしょうか。

以上のとおり、証券取引におけるブロックチェーンの活用に関しては、限界と可能性がかなり明らかになってきたように思います。

(仮想通貨)

ビットコインを取引されている方はお詳しいと思いますが、ビットコインの発行量には、サトシ・ナカモトが決めた二一〇〇万ユニットという上限があり、そのため、インフレが起きないとされています。しかし、新たなブロックチェーンを作ることで、「ビットコイン〇〇」といった新たな仮想通貨を生み出すことは可能です。このため、仮想通貨業界では、二一〇〇万ユニットという発行上限は、事実上存在しないのも同然と考えられており、仮想通貨の価値の源泉は何かが改めて問われることになっています。また、ICOによってトークンと引き換えに獲得した資金を何に

使うのかという問題もあります。今日の話題からはかなりずれてしましますが、明らかにおかしな面があると言わざるをえません。

(4) 注目すべき動向

報告書では、注目すべき動向として、金融と非金融の融合、及び小口化や無料化など、投資のハードルを下げる取り組みを取り上げています。

五、主なフィンテックと証券業に とつての含意

第三章では、PFM、ロボ・アドバイザー、クラウドファンディング、仮想通貨／ブロックチェーン、オープンAPIという五つの分野にフォーカスする形で、フィンテックと証券業にとつての含意を整理しています。資料7ページを

ご覧下さい。以下では、PFMを中心にお話しします。

(PFM)

PFMとは Personal Financial Management の略で、代表的なものとして家計簿アプリがあります。研究会の瀧委員が役員を務めておられるマネーフォワードは、この分野で二強の一角を占めており、アプリのダウンロード数は六〇〇万件に達しているようです。

PFMは、家計簿アプリのように、個人にとって毎日見たくなるような情報のソースになり得るものです。家計簿は、江戸時代の旗本・御家人が考案したものが、明治以降、家庭を守る主婦によって活用されるようになりました。元来、紙製であった家計簿が、現在では電子化され、スマートフォンの上で利用されるようになりました。

家計簿アプリでは、レシートをスマートフォンで写真に撮りますと、自動的に食費、医療費、公共料金などの費目に仕訳してくれます。投資信託や保険なども入れていけば、家計簿の内容はさらに充実したものになります。そして、自分がどのような資産状態にあるのか、保有資産にリスクはあるのか、どうすればもっと貯蓄できるのかなどについて情報を提供してくれます。

このように、PFMは、個人の金融行動の基本を担う機能を提供してくれますので、相当の破壊力を持っていると思われれます。

(証券業の果たすべき役割は何か)

今後の証券業界とフィンテックのかかわりを考えていく上で、これまで証券業界が行ってきたビジネスやサービスが今後とも基本になると考えるか、あるいは、それだけでは顧客のニーズを満た

することができないと考えるかが大きな論点になっていくのではないかと思います。

言い換えれば、フィンテック企業を見て、テクノロジーはたいしたことがない、証券仲介をしているわけではない、株価がわかっているわけでもない、だから証券会社の方が強いという考え方でいくのか、あるいは、フィンテック企業と提携したり、フィンテックのテクノロジーを活用したりすることによって、より顧客に近いところで、顧客のニーズに沿ったサービスを提供しようとするのかの判断が求められることになると思います。ロボ・アドバイザーにしても、クラウドファンディングにしても、今後、証券会社が果たすべき役割をどう考えるかというところに論点が移ってきていると考えています。

六、証券サービスや証券仲介業者の将来的な役割

次に、第四章では「証券サービスや証券仲介業者の将来的な役割」に焦点を合わせて整理しています。資料8～9ページをご覧ください。

（フィンテックとの付き合い方）

規模を追わず、顧客に満足度の高いサービスを地方で展開している証券会社といえども、あるいは、オンラインで手軽にサービスを提供している証券会社といえども、いずれにせよフィンテックと付き合っていくことは避けられません。なぜなら、先にPFMの例で申し上げたとおり、技術がすぐれているから顧客がつくのではなく、サービスに魅力があるから顧客がそれを選ぶという時代

になってきているからです。つまり、「簡単に見られて便利だ」とか、「これで家計簿をつけなくて済む」という事情が、サービスが選択される推進力になっているわけです。

家計簿アプリのダウンロード数が六〇〇万件にとどまっているうちはまだよいのですが、これが六〇〇〇万件、一億件となったときは、サービスを提供しているプレーヤーに膨大なデータが集まってきます。そうしたサービスに顧客のニーズがあるのであれば、証券業界も、契約・提携、インキュベーション、出資、グループ会社化などを通じて、顧客から求められるサービスを提供していくべきではないかと考えられます。報告書では、このようなことも含めて、フィンテックとの付き合い方を整理したところです。

(新市場出現の可能性)

証券業の本業に近いところでは、クラウドファンディング及び仮想通貨・ICOがあります。報告書では、クラウドファンディングについては、証券市場を広げていく観点から問題を提起しており、仮想通貨・ICOについては、証券取引そのものではないかという視点で考え方を整理しています。

(証券業者の役割)

本来、証券業者が得意にしているのは、大きなシステムを持っているとか、取引所の会員権を持っているということではなく、むしろ、データや人材を活用して、価格発見機能やリクスマネー配分機能を発揮していくことだと思います。今後、テクノロジーを活用することによってユーザーフレンドリーな証券市場を作っていくようにし

ている中で、この点における証券業者の役割はますます重要になってくると考えています。

今回の研究会の報告書は、何らかの形で皆様方のビジネスの参考にしていただければと考えて作成したものですので、ぜひお役立ていただければと考えております。私からのお話は以上です。どうもありがとうございます。（拍手）

増井理事長 フィンテックの最新の状況を踏まえ、丁寧にご説明して下さい、どうもありがとうございます。ありがとうございました。

若干お時間がございます。せつかくの機会ですので、御質問等、いかがでございますでしょうか。——すぐにはないようですので、まず私から質問させていただきます。

フィンテックには、今後、さまざまな可能性があると思います。現在は、金融商品取引法に基づ

いて、証券業の枠組みができておりますが、金融庁では、今後に向けて機能別の金融規制体系の議論がなされていると聞いています。今後のフィンテックの動向によつては、証券業に対する規制のあり方にも影響が出てくる可能性があるのでは、うか。

関 金融制度スタディ・グループにおける検討の状況は、今のところ雲をつかむような話が多く、証券業界や証券会社に対して影響が出るような動きは見えてきていません。

ただ、通貨や決済の概念そのものが揺らいでくることになると、「貯蓄から投資へ」という社会的な目標を達成するため、証券業界が取り組んできた積立投資やNISAの仕組みにも大きな影響が出てくるように思います。この分野には、銀行業界も、カード業界も、保険業界も、大きな関心を持っており、業態を超えた競争が

発生する可能性が出てくるのではないでしょうか。

昨今の金融イノベーションに関しては、「ユーザーがよいと言っているからよい」ということで全てを片付けがちなところがあります。結果的に、これまで証券業者が、反社会的勢力を排除するために水面下で行ってきた取り組みを尊重しないような考え方も一部に見られます。証券業界としては、プロの立場から、「情報開示が必要だ」「顧客資産の分別管理は当然のことだ」といったことをきちんと言っていく必要があります。今後、このような議論が活発に行われるようになっていくのではないかと予想しています。

質問者 A いろいろな会社のカードを持っておりまして、ポイントがたくさんまるのですが、ほとんど使わないままで期限が切れてしまっています。新しい技術を使うことによって、これらのポ

イントに何らかの交換性を持たせ、まずは国内で、できれば海外でも、チャリティーやボランティアの資金として社会貢献のために活用するよ
うなことが考えられないでしょうか。

関 大変重要な、可能性を秘めたお考えのように思います。既にセゾン投信は、ポイントを投信に振り替えるようなサービスを提供しています。なお、第一種金融商品取引業者である証券業者が、あまりにも大量のポイントを発行してしまいますと、負債と認識される金額が増えてしまう事態が生じないとも限りませんので、財務との兼ね合いが常に課題になるかと思えます。

しかし、ご提案のあったような仕組みができませんと、ユーザーの立場からは、非常にわかりやすく、ありがたいサービスになると思います。どこかの会社が、いずれかのタイミングで、どれぐらい便利なサービスを提供してくれるのか、関心を

持つて見守っていきたいと考えています。

質問者B 私は、未公開株取引にフィンテックを活用することには、非常に大きな将来性があると考えています。海外の事例等も含めて、フィンテックと未公開株取引市場についてイメージできるようなものがあれば、ぜひ御紹介いただきたいと思います。

関 まだ明確になっていないところがあります。が、米国のナスダックが、店頭銘柄の決済や記帳においてブロックチェーンを活用する動きがあります。また、オーストラリア証券取引所が、次期システムの更改に当たって、ブロックチェーンを活用することを表明しました。

他方、私が知る限り、クラウドファンディングのプレーヤーで、ブロックチェーンの技術を使って、より安全で信頼性の高い取引システムを作ろうとしているところはあります。投資金額が

さむとか、人材の手当が大変だといった事情があつて、ブロックチェーンの活用は二の足を踏んでいるようなところがあるのかもしれませんが。

増井理事長 その他に何かございますでしょうか。——それでは、時間も少しオーバーしておりますので、このあたりで本日の「資本市場を考える会」を終わらせていただきたいと思います。

関さん、どうもありがとうございました。（拍手）

（せき ゆうた・野村資本市場研究所執行役員）

（本稿は、平成三〇年七月九日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）

関 雄 太 氏

略 歴

1990年慶應義塾大学法学部卒、同年（株）野村総合研究所入社。1999年南カリフォルニア大学マーシャルビジネススクール MBA 修了。同年より資本市場研究部にて金融機関経営、資産運用、投資銀行ビジネス等の調査研究に携わる。2004年1月にNRI アメリカ主任研究員としてニューヨークに赴任。同年4月に新設の野村資本市場研究所に転籍、ニューヨーク事務所長となる。2011年4月、日本に帰任し、同研究所研究部長。2017年4月より現職。