

証券業のデジタル・ビジネスモデルについて

佐賀 卓雄

はじめに

ご紹介いただきました日本証券経済研究所の佐賀でございます。よろしく願いたします。

私は今年の春からずっとプラットフォームについて調べており、六月には、アメリカのシリコンバレーに調査に行きました。シリコンバレーに行くのは、ITバブルのとき以来二〇年ぶりですが、その変わり方が非常に激しかったというのが第一印象です。帰国後、プラットフォームという

ビジネスモデルの急速な台頭をどのように評価するかをテーマとして、当研究所の「証券レビュー」の今年六月号に出張報告を書きました。

プラットフォームが登場した直接のきっかけはリーマンショックです。お金のかからない企業形態として、顧客同士をマッチングさせるビジネスモデルが二〇〇八年、二〇〇九年頃から急速に台頭してきました。

今、時価総額でトップ10の企業のうち、七〜八社ぐらいがプラットフォームと分類されています。その中には皆さんよくご存じのGAFAも

入っています。このプラットフォームがこれからどうなるのか、実際にはどのように機能しているのかに関心があり調べています。

一、アメリカの資本市場の変貌

(資本市場の変貌)

リーマンショック以降一一年目になりますがその間アメリカの資本市場にはいろいろなことが起きています。

例えばIPOの減少とM&Aの増加などによる上場企業数の減少があります。九六年ごろに年間五六〇件ぐらいあったIPOの件数は、現在一四〇〜一五〇件と三分の一ぐらいに落ちています。また、上場企業数も九六年には約八〇〇〇社あったのが、現在は約四〇〇〇社に減っています。

業績が順調で企業規模が大きくなっているのに

非上場のままでいる、俗にユニコーンと言われる時価総額がワンビリオン（一〇億ドル）以上の企業が、一五〇〜一七〇社ぐらいあります。今までは考えられないような変貌がアメリカの資本市場では起きています。

投資銀行も含めた伝統的な金融機関は、このような変貌に加え、リーマンショック以降のSIFIS（システムの重要な金融機関）、リビングウイル、ストレステストの導入、自己資本規制の強化、ボルカールールの導入等の規制の強化が大きな圧迫要因となり、以前のように自由に業務の拡大ができなくなっています。投資銀行業務自体が縮小してきています。

ただ、マーケットが縮小しているわけではありません。伝統的な大手金融機関が萎縮している間隙について、新たなシャドーバンキングが台頭してきています。それがプライベートエクイティや

ベンチャーキャピタルです。

例えばシリコンバレーでは、メガベンチャーキャピタルが非常に大きくなっています。日本では、ベンチャー企業に投資してリターンを上げるのがベンチャーキャピタルの業務ですが、アメリカのメガベンチャーキャピタルは業務範囲が広く、アドバイザリー業務から、ファンドを組成して年金基金等から資金を募ることまでやります。リーマンショック以降の規制の強化から外れた部分で、このような新たなプレーヤーが台頭してきているのを見ますと、長期的には、恐らくアメリカの資本市場のプレーヤーの交代につながっているのではないかと考えています。今日の話題とは違いますが、イントロとしてご紹介しておきます。

（大手業者の変貌）

ゴールドマン・サックス（GS）の株式トレーダーは、二〇〇〇年には六〇〇人いましたが、現在は二人に減っています。かわりに、二〇〇人のコンピュータ・エンジニアが運用する自動株取引プログラムが動いています。二〇一八年にはマキー（Maquiee）という自動トレーディングプラットフォームを立ち上げています。トレーディングの分野での機械化、技術的な革新が非常に進んでいます。

また、GSは創業後初めてリテール証券業務に進出しました。「マーカス（Marcus）」というプラットフォームを立ち上げ、マス富裕層向けの金融サービスに本格的に進出し始めました。マス富裕層とは、五〇万ドルから一〇〇〇万ドル、一ドル＝一〇〇円で換算して五〇〇〇万円から一〇億円ぐらいの投資可能資産を持っている層です。さ

らに、GEキャピタル・バンクの預金プラットフォームを買収し、一気に一七〇億ドルの預金を獲得するとともに、その後わずか八カ月で一〇億ドルの預金を獲得しています。

(証券取引の変貌)

各証券取引分野に、新たなプラットフォームが続々と登場してきています。例えばエンジェルネットワークがあります。「エンジェル」とは、ご存じのように、スタートアップよりも前の段階の企業の将来性を見込んで投資する個人投資家です。これをネットワークで結んでプラットフォームをつくり投資を行います。また、ブティック型の投資銀行、非公開株式の取引プラットフォームもでき上がっています。

リテール証券業務でもいろいろな動きがあります。アメリカのリテール証券業務では、個人投資

家のリスクプロフィールやゴールなどのプロファイレリングを行い、相談に乗りながら、いろいろなアドバイスをを行うのが伝統的な顧客アプローチです。特に大手のリテール金融機関では、このアプローチを組織化した「目標ベースの資産管理(Goal Based Wealth Management)」が定着していて、リーマンショック以降もかなり堅調な業績を記録しています。

また、フィンテック・ベンチャーのロビンフッドは、株式やETFの売買手数料をゼロにするサービスを初めて行いました。これに対抗するために、フィデリティやチャールズ・シュワップといった既存の大手業者も手数料ゼロの投信を提供し始めており、価格競争がこの分野でも激しくなっています。

（ロボアドバイザーの登場）

次に、ロボアドバイザーですが、アメリカで採算に乗っているロボアドバイザー者は一つもありません。独立系のフィンテック・ベンチャーのベターメントやウェルスフロントが最大手ですが、業務単体としては赤字続きの状況です。

既存の大手金融機関はロボアド・ベンチャーを買収して自分の傘下に入れています。自分で始めるよりは買収して進出したほうがコストも時間もかからないことから、積極的に買収戦略を展開しています。これがフィナンシャルプランニングのかなり重要なツールに位置づけられるようになっていきます。

さらに、フィンテック・ベンチャーのシグフィグは、ロボアドバイザーで採算をとるのではなく、B2B、要するに金融機関と提携し、いろいろなサービスやアドバイスを提供することによつ

て存続を図っています。

（デジタルディスラプターの登場）

実はプラットフォーム自体はそれほど強固なビジネスモデルではありません。他のいろいろなビジネスモデルを組み合わせた「プラットフォーム推進型エコシステム」という形をとっているケースが多く、その代表的なものがアマゾンです。アマゾンはもととネットで書籍の小売販売を行っていました。が、サービスをマーケットプレイスやKindleなどいろいろな分野に広げて一つの体系としてエコシステムを築いています。アップルもアップストアがエコシステムのかなり重要な役割を果たしています。

GAF Aはすでに一部金融業務にも進出していますが、今後は、前から言われているように、銀行や証券取引の分野にも進出すると思います。

このようなデジタルディスラプターに対して、既存の業者は、ロボアド・サービスに対抗したように、新設、買収、業務提携の三つのパターンのいずれかの道を選択して戦略的に対応しています。

シリコンバレーにシスコシステムズというルーターの最大手の会社があります。ここは自前で研究開発をしない企業として有名です。亡くなられたスタンフォード大学の青木昌彦さんは自著の中で、シリコンバレーモデルを「研究開発のトーナメント化」と言っています。シスコシステムズは技術の商品化するときに、自前で研究開発をしないで同じようなベンチャー企業に競わせて、自分たちにとって最も役に立つようなベンチャー企業を丸ごと買収します。その際、人も一緒に買収します。現在、シリコンバレーでは、データサイエンスやコンピュータサイエンスの人材が圧倒的に

不足していますから、優秀な技術者も一緒に買収する大企業が結構ふえてきています。

二、金融におけるテクノロジーの活用

（金融におけるテクノロジーの進展）

次に、金融におけるテクノロジーの進展について、見ておきたいと思います。

FinTech1.0から始まり、現在FinTech3.5に至っています。我々がFinTechを目にするようになったのはFinTech2.0あたりからで、ATM、SWIFT、オンラインバンキングなど、日常的に利便を受けているサービスが登場しました。ボルカー元FRB議長が昔、「金融業務における唯一のイノベーションはATMだ」という極端なことを言ったことがあります。そこまで言うのはどう

かとも思いますが、この段階ではATMが非常に大きなイノベーションでした。

FinTech30はリーマンショック以降で、フィンテック・ベンチャーが続々と登場しました。

FinTech35は、現在の状況で、フィナンシャルインクルージョンといって、途上国・新興国の銀行網も何もない地域でも、スマホ決済などの金融サービスの恩恵が受けられるなど、金融の技術革新が進んでいます。アフリカのMペサが代表的な例だと思っています。

（フィンテックのサービス）

フィンテックのサービスは大きく六つの分野に分けられます。①決済、②市場インフラ、③投資・資産運用、④資金調達プラットフォーム、⑤銀行・融資サービス、⑥保険です。すべての分野でフィンテックが登場し発展してきています。

我々証券業界に関係するのは、市場インフラ、投資・資産運用、資金調達プラットフォームだと思いますが、我々の業務の中でもフィンテックが非常に大きな影響を持ち始めています。

リテール証券業の分野でも、フィンテック・ベンチャーが台頭してきています。ロボアドですと、ウェルスフロント、B2B、B2Cでは、ベターメントが大手です。シグフィグも結構有力な業者です。

ケンショー（KENSHO）は、ハーバード大学とMITの出身者が立ち上げたベンチャーで、AIを使ったデータベースの解析で非常に評価の高い会社です。CIAの仕事が重要な比重を占めていると言われています。社名の「KENSHO」は、禅の「見性」をローマ字に直したものです。そういうかなり特殊な業務を行っている会社があります。

三、リテール証券業におけるビジネスモデル

(ビジネスモデルの構築)

リテール証券業におけるビジネスモデルについて考えておきたいと思います。

「ビジネスモデル」という言葉は定義なしに使われることが多いのですが、そもそもビジネスモデルとは何か。簡単に言うと、「利益をあげる仕組み」だと思います。その仕組みはどのようにして成り立っているのか。一橋大学の楠木建さんの本の中に「戦略の個別の要素を超えて、それらが相互につながったパターンの重要性」という文章がありますが、要するに仕組み性が問題だということです。

どのように仕組み性を構築して利益を実現して

いけばよいかを知るためには、仕組みを因数分解して、構成要素間の整合性を分析する必要があります。これには幾つかの手法があると思います。『プランB』という本のビジネスモデルが使えるのではないかと思っています。

何かビジネスモデルを打ち立てるときには、最初に類似した例がないかを探し、次にそれに反する例がないかも探す。つまり、あらゆる事例を集し、それを分析評価することが必要です。その上で最後に、一番重要なのが未踏の信念 (leaps of faith) です。未踏の信念というのは、先行きについて確たる確信はなくとも正しいと経営者が信じ込んでいるような状態をいいます。その信念は、経営者の過去の経験や、遭遇して得た知見などに基づく判断、あるいは見通しについての確信ということなのです。

例が余り適切ではないかもしれませんが、経営

戦略の分野でコダック・モーメントという言葉があります。カメラメーカーのコダックは、デジタルカメラを最初に発明した企業です。ところが、そのときに、主力製品のフィルムカメラ事業が根こそぎ奪われるような製品開発を認めるわけにはいかないということで、経営陣がそのプロジェクトを潰しました。

それから何年か後に日本のメーカー（カシオ）がデジタルカメラを売り出しました。コダックはデジタルカメラを最初に発明しておきながら、その分野で決定的に立ち遅れ、おまけにフィルムカメラも斜陽化し、衰退の道を歩むことになりました。このとき経営者に先見の明があつて、これからはデジタル化が主流になるという判断ができていれば、未踏の信念で経営戦略が成功していた可能性があつたということです。

次の手法は、経済学で言うリスクと不確実性の

違いです。類似例、反例を過去の事例から集めてきて、未踏の信念で実際にやってみてもうまくいかないのが当たり前で、その不確実性を除去したり低減したりできるかということです。

例えば保険業務が問題にする事象はリスクです。生命保険は何億、何十億という事例があり、平均寿命は客観的な確率分布として与えられています。その確率分布に従って保険計理士が保険料の計算をすれば、ほぼ正確に料率が算定できます。繰り返し起きる現象には確率分布が与えられています。これをリスクの状況といいます。

ところが、経営の意思決定はリスクの状況ではありません。一回限りの事象ですから確率分布はわかりません。経済学者でシカゴ学派の創設者であるフランク・ナイトは、リスクと不確実性を分けて、不確実性こそ利益の源泉であると言っていますが、不確実性はどこまでも経営判断について

回る事象です。この不確実性のもとで意思決定をしてビジネスモデルを成功させるには、どういうプロセス、方法があるのか。それを考えるのがビジネスモデルの実際の話だと思います。

結論としては、やってみてだめだったら、やり直せばいいということです。

セブン・イレブンの創業者で、セブン&アイ・グループの鈴木敏文さんは、雑誌のインタビュウや著書の中で、「仮説と検証」ということをしきりに言います。それは、いろいろな仮説を立てて、実際にそれをやってみて検証することです。それによってセブン・イレブンの売り上げは大きく伸びたのだと言っています。ナイトの不確実性のもとでビジネスモデルを考えるとときには、やってみないとわからないということが大前提です。

したがって、最初にプランAを立ち上げても失

敗するのが当たり前なので、プランB、プランCとやっていくことになります。

決済で最大手のペイパルはプランGまでやったと言われています。Aから始まって、失敗を繰り返しながら、Gでようやく軌道に乗ったということとです。

(ビジネスモデルの例)

ビジネスを立ち上げるときには、リテール証券業に限らず、どこの企業でも顧客第一主義、顧客重視と言いますが、実際にこれを経営の中で貫くとなると、漠としたところがあります。

現在、成功しているプラットフォームの中の、自動車配車のウーバー、レストランの予約サイトのオーブンテーブル、宿泊サイトのエアビーアンドビーの三社は、いずれも、顧客満足度などではなく、自分が困ったので、それを解決するために

ビジネスを考えたら、うまくいったというのが実態です。後から「顧客満足度」とか「顧客第一主義」とは言いますが、発端は、自分が当面した問題を解決するためにビジネスを立ち上げたということです。

例えばウーバーの場合、サンフランシスコは坂道が多く、渋滞がひどい。タクシーを呼んでもなかなか来ない。そこで、呼んだらすぐ来るようなサービスを何とか実現できないかということ、一般のドライバーを巻き込んで動員するシステムを立ち上げ、それがお客さんに受けたということです。

オーブンテーブルは、サンフランシスコで結婚記念日のディナーを予約しようと思ってレストランに電話をかけても、なかなかつながらない。そこで、ウェブサイトでレストランと予約客をマッチングさせたのです。日本にも進出していますの

で、オーブンテーブルのサイトを見ていただければと思います。

エアビーアンドビーは、サンフランシスコで家賃も払えないぐらい貧しい生活をしてた人たちが、少しでも収入を得る方法として、エアマットを三つぐらい用意して、宿泊者を募集したのが始まりです。それをシステム化したわけです。

顧客第一主義というのは内容がそれほどあるわけではなく、一応言っておこうかという程度の話だと思いますが、それを達成するためにはプロファイリングという顧客アプローチが不可欠になります。プロファイリングは、アメリカでは歴史が古く、チャールズ・メリルが戦後メリルリンチを再建するために最初に提唱したもので、これが全ての金融機関に普及していきました。最近日本でも、ようやく顧客特性を把握するアプローチに変わってきていますが、日本にはあまりプロ

ファイリングの伝統はないといえます。

プロファイリングの体系は、①顧客のゴールの設定、②そのゴールを実現するためのシナリオの提示、③その手段としてどのようなポートフォリオを組んだらよいかという投資の提案、④モニタリングの四段階に分かれています。最近では、デジタル化の中で、目標ベースの資産運用が特に大手証券の中では定着しています。

四、ロボアドバイザーの台頭

（ロボアドバイザーの特徴）

最近台頭してきているロボアドバイザーの中にも、目標ベースの投資がアルゴリズムとして組み込まれているものがふえています。ロボアドバイザーについて触れておきたいと思います。

ロボアドバイザーの特徴としては、五つあると思います。

す。

①人の関与を極力排除し、AI等を使って質問等を提示して、それに対して答えられたものに基づいて判断すること、②自動リバランス、③手数料は安く、場合によっては無料、④最低預かり資産額が少ないこと、⑤ユーザー・インターフェースの使い勝手がよいことです。

そして、ロボアドバイザーが台頭してきた理由は、三つあると思います。

一つ目は、金融機関に対する信頼の低下です。特に大手の金融機関はリーマンショックのときにバタバタ潰れ、中でも投資銀行は過大なリスクのとり過ぎで経営的に追い込まれました。

二つ目は、ミレニウム世代との相性のよさです。デジタルに対して親近感を持っている世代がロボアドバイザーを出すのを選択することです。

三つ目は、フリー型ビジネスへの変化です。目標ベースの資産管理は基本的に大口の投資家を対象としたフリー型ビジネスです。そうすると、コミッションベースの小口の投資家が残されるわけですが、小口の投資家に対してそれなりの対面的なサービスを提供するとコスト倒れになりますから、人間の介在しない、つまりコストのかからない対応をするということになります。

ロボアドの業者は、一番多いときで約三〇社ありました。それに対する大手業者の対応は三つに分かれます。

一つ目は、自前でシステムをつくる。これはチャールズ・シュワップとバンガードがそうです。

二つ目は、ロボアド・ベンチャーを買収する。これはブラックロックがフューチャーアドバイザーを買収したのが該当します。

三つ目は、現在、一番優位に立っているハイブリッドタイプ、要するに対面サービスとの組み合わせです。以前はコールセンターで対応するケースが多かったのですが、最近は対面サービスを充実させ、対面でのアドバイザー対応に変わってきています。特にバンガードはハイブリッドタイプの最大手の業者です。

（ロボアドと証券業務の役割）

四〇五年前、ロボアドバイザーが登場したときに、AIが発達するほど、営業職は要らなくなるという議論がはまりました。最初に話題にしたのは、オックスフォード大学のオズボーン氏で、「四七%の職業は多分なくなるだろう。AIに駆逐されるだろう」と言いましたが、日本でも野村総研がほぼ同じ試算結果を発表しました。

しかし、実際にはそうはなっていません。歴史

的に見ますと、同じような議論が二回ぐらい起きています。

一回目は、効率的市場仮説が登場してきたときです。効率的市場仮説は、マーケットポートフォリオで運用するのが、リスクとリターンの関係で一番望ましいという考え方です。となると、高い給料を払うファンドマネジャーは要らない、アナリストもマーケットの価格を見れば十分だという話になり、インデックスファンドが登場してきます。

このはしりがバンガードです。ジョン・ボーグ氏がバンガードを立ち上げ、インデックスファンドが台頭しました。立ち上げ時は、ウォール街では「ボーグルの愚行」と言われるぐらいバカにされていました。ところが、これがじわじわと伸びていきました。特に、リーマンショックの後、アクティブ運用ではマーケットに勝てない、それ

よりはインデックス運用のほうがはるかにパフォーマンスがよいということがわかり、バンガードの残高が伸びていったわけです。今やアクティブ運用とパッシブ運用（インデックス運用）の関係が逆転している状況です。

二回目は、インターネットが普及してきた二〇〇〇年前後です。皆がネットで取引するようになり、営業担当者に相談していろいろなアドバイスを受ける必要がなくなるのではないかという議論が起きました。

実際はどうであったかというと、幸いなことに、なくなると言われたものはなくなっています。効率的市場仮説もその後ちょっと陰りが見えて、現在では、マーケットは効率的ではない部分もあるのではないかということが定説になっています。ネット取引の普及も、特にハイネットワースと言われる富裕層が、わざわざ自分でパソコン

に向かって注文を出すようなことは考えにくく、実際にもありません。そうすると、言われるほど浸食されないのではないか。それが現在の状況だと思っています。

（ロボアドの普及状況）

調査会社の Burmark によると、二〇一七年の時点でロボアドの数は全世界で二五〇を超えています。

大手業者ではフィナンシャル・プランニング・ツールとして定着しています。ロボアドは、単体で収益を上げるというよりは、投資家サービスの中のデジタル化ツールとして使われているのが現状だと思っています。

アメリカにおけるロボアド全体の資産運用額は、二〇一八年末で四二六〇億ドル、一ドル＝一〇〇円換算で四二兆六〇〇億円です。日本は二

〇一八年二月末で一二二〇億円なので、日本とは一〇〇倍以上の開きがあります。

ロボアドの個社の運用資産額では、バンガードと、チャールズ・シュワップのインテリジェント・ポートフォリオが圧倒的にシェアをとつていて、ロボアド・ベンチャーであるベターメント、ウェルスフロンツ、パーソナルキャピタルは、完全に既存の大手業者に食われて、太刀打ちできていない状況です。

（既存業者のロボアド、フィンテック企業への対応）

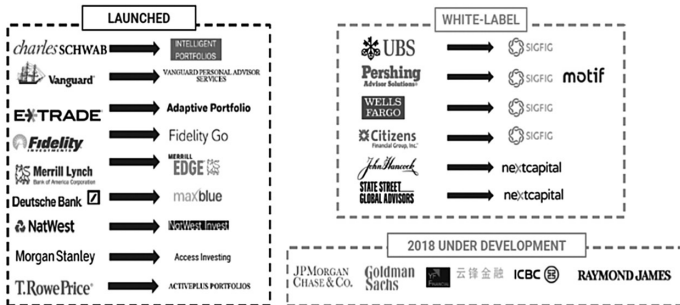
まず、既存業者のロボアドバイザー・サービスへの進出の仕方です。

図表1の「LAUNCHED」は自前で立ち上げたケースで、チャールズ・シュワップ、バンガード、イートレード、フィデリティ、メリルリ

図表 1

既存業者のロボアドバイザー・サービスへの進出

Now, many initially skeptical wealth managers have a robo-advisor strategy



出所:CB Insights[2018],*Fintech Trends to Watch in 2018*

ンチと、大手業者がずらっと並んでいます。「WHITE LABEL」は、相手先の製品を自分のブランドで提供しているケースです。ここで一番使われているのは、技術に非常に定評のあるシグフィグです。日本もロボアドバイザーはありますが、新しいデータをネットで検索しても最新のデータはほとんど出てきませんので、日本ではロボアドバイザーはそれほど関心が持たれていないのではないかと思います。

次に、既存大手業者のフィンテック企業への投資の状況です。

シティ、ゴールドマン、JPモルガン、モルガンスタンレーは、ブロックチェーン、データ分析、保険、パーソナルファイナンス、ウェルスマネジメント、フィナンシャルサービス・ソフトウェア、レンディング、ペイメント、不動産、規制のテクノロジー（いわゆるレグテック）のそれぞれ

れの分野でフィンテック企業に投資しています。この中で各社が共通して投資しているのは、先ほども出てきましたが、ハーバード大学とMITの出身者が立ち上げたケンシヨールです。ケンシヨールは、データ分析の分野で大手金融機関からの評価が非常に高い企業です。

五、ビジネスモデルの構築

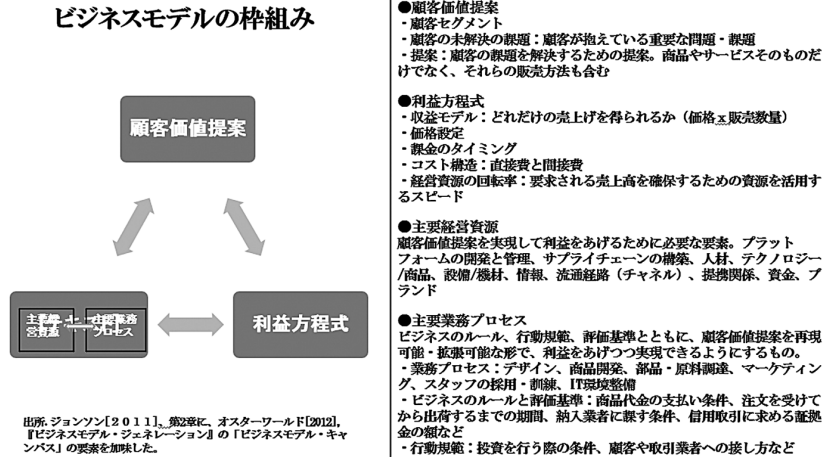
（ビジネスモデル構築の基本）

先ほども言いましたように、ビジネスモデルをつくり上げていくのは大変です。参考になりそうなのが『ビジネスモデル・ジェネレーション』という本の中に出てくるビジネスモデル・キャンパスです。これはビジネスモデルを構成する一から九までの要素について整理するのに非常に適しています。具体的には、①顧客セグメント、②顧客

に対してどういう価値を提案するのか、③チャネルをどうするのか、④顧客関係、⑤経営資源をどうするのか、⑥どういう業務をやるのか、⑦一緒にやる取引先やパートナーをどうするのか、⑧どこを収益源にするのか、⑨コスト構造をどうするのかの九つです。また、この本にはいろいろな事例が載っていますので、非常に参考になると思います。ただ、これらをどのように関連づけていくのかに関しては、余り役に立たないのではないかと個人的には思っています。

関連づけの構築に役に立ちそうなビジネスモデルの枠組みは、先ほど挙げた『プランB』と『ホワイトスペース戦略』の二冊の本の中で紹介されています。ビジネスモデル・キャンパスと同じようなことですが、①顧客価値提案、②利益をどうやって上げるかという利益方程式、③主要経営資源、④主要業務プロセスという四つを体系づけて

図表2



考えるということですから（図表2）。これと、先ほどの関連類似例、反例、未踏の信念、仮説と関連付けたビジネスモデル・グリッドが紹介されています（図表3）。

皆さんがよくご存じの例で言うと、トヨタのかんばん方式は、英語で just-in-time、JIT 方式と言ったり、リーン (lean) 生産方式と呼んだりします。lean は「スリムな」「簡潔な」という意味です。この JIT 方式をコンピューターの組み立てに応用した企業がデルです。デルは、build to order, assemble to order、と言われるように、注文を受けてから組み立てる生産方式をとっています。ネットで注文を受けると、東南アジアの部品メーカーにリアルタイムでその注文を流し、四日目には組み立てた製品をお客さんに提供する方式で、一時、非常に大きなシェアをとりました。これはトヨタの生産方式を借りたものです。

図表3

ビジネスモデル・グリッド

ビジネスモデルの要素	関連類似例	反 例	未踏の信念 (leaps of faith)	仮 説
顧客価値提案 ・顧客が抱えている問題・課題 ・解決のための提案				
利益方程式 ・収益モデル ・コスト構造 ・経営資源の回転率				
主要経営資源 ・人材 ・テクノロジー/商品 ・流通経路 ・提携関係 ・資金				
主要業務プロセス ・商品開発 ・スタッフの採用・訓練 ・インセンティブ・システムの 設計 ・行動規範				

出所: ジョンソン[2011], 『ホワイトスペース戦略』 阪急コミュニケーションズ, Mullins J. and Komisar R. [2009], *Getting to Plan B: Breaking through to a Better Business Model*, 山形浩生訳[2011], 『プランB 破壊的イノベーションの戦略』 文藝春秋

このトヨタのリーン生産方式は非常に影響力があり、事業を起こすときにもこれを使えないかということ、シリコンバレーのエリック・リースという起業家が、『リーン生産方式』というベストセラーになった本を書いています。彼はその中で、不確実性の世界では、ともかく余りカネのわからない形で実験的に始めてみて、どこに問題があるかがわかったら、もう一度やり直せばいいといっています。これがシリコンバレーでは有名な起業の方式として定着しています。

(デジタル・ビジネスモデル)

デジタルとは、皆さんご存じのとおり、情報を0と1の電気信号に変換して、その組み合わせで認識することです。そして、「デジタル化」と言うときには、ビッグデータ、IoT、クラウドコンピューティング等々のイノベーションが全部か

図表4

デジタル・ビジネスモデル・フレームワーク

自社の最終顧客について のナレッジ	オムニチャネル ・顧客とのリレーションシップを「手の内に入れる」 ・ライブイベントに対する複数の製品を通じて顧客体験を創造 ・顧客がチャネルを選択 ・統合されたバリューチェーン 銀行、小売、エネルギー企業	エコシステムドライバー ・自社の事業領域において顧客にとっての「目的地」 ・自社製品を統合する製品や、競争相手となり得る企業の製品の取扱い ・最高の顧客体験の保証 ・顧客とのあらゆるやりとりから顧客のデータを取得 ・顧客のニーズと製品・サービスの提供者をマッチング アマゾン、フィリッピ、ウィーチャット
	サプライヤー ・他の企業を通じて販売 ・今後、影響力低下の可能性 ・コアスキル：低コスト製造、漸進的なイノベーション 代理店経由の保険会社、小売店経由の家電メーカー、ブローカー経由の投資信託	モジュラープロデューサー ・「プラグ・アンド・プレー」製品/サービス ・どのエコシステムにも適応可能 ・製品・サービスを常に革新 ペイパル、カベッジ
	バリューチェーン	エコシステム
	ビジネスデザイン	

誰が主要な意思決定（例えば、ブランド、契約、価格、質、参加者、知的財産権、データの所有権、規制）をコントロールしているのか

出所:ウェイル、ウォーナー[2018],『デジタル・ビジネスモデル』日本経済新聞出版社, 23ページ

かわるネットワーク効果が、最も大きな特徴であるといえます。

デジタル化の一番大きなポイントは、情報財について無料（フリー）、完全（パーフェクト）、瞬時（インスタント）な流布、模倣が可能になることで、記録・分析・予測等に関し、パーソナライズしたサービスの提供が可能になり、一気に顧客価値を高めて一人勝ちの世界が出現することだと思います。

デジタル化を取り込んでいくためのビジネスモデルを、『デジタル・ビジネスモデル』の本では、四つのパターンで紹介しています（図表4）。縦軸が「自社の最終顧客についてのナレッジ（部分的または完全）」と、横軸は「ビジネスデザイン（バリューチェーンまたはエコシステム）」です。

縦軸と横軸の交点の左下、つまりナレッジが部

図表5

それぞれのビジネスモデルの強みと弱み

	プラットフォーム	小売/再販	インプット/アウトプット (伝統的企業)
複数の顧客をつなぐ	●	①	○
新市場の発見	●	①	㊦
バリューチェーンの制御	㊦	●	●
顧客体験の制御	①	●	●
ロングテールの提供	●	㊦	○
急成長の可能性	●	①	㊦
管理の複雑さ	●	①	㊦
事例	イーベイ	テスコ	ホンダ

注:表中の丸は、黒塗り部分が多いほど、各ビジネスモデルの優位性が強いことを示す
 出所:Reillier L.C. and Reillier B.[2017],*Platform Strategy*,根来龍之監訳、門脇弘典訳[2019],『プラットフォーム
 勝者の法則』日本経済新聞社、91ページ

分的でビジネスデザインがバリューチェーンである場合はサプライヤーと呼ばれ、伝統的な製造業のビジネスモデルにあたります。左上のナレッジが完全にビジネスデザインがバリューチェーンに属する企業はオムニチャネルと呼ばれます。日本でもよく見られるように、いろいろなチャネルを組み合わせて顧客に提供するというやり方です。銀行、小売業などのビジネスモデルです。

右下は、ナレッジが部分的でビジネスデザインがエコシステムの企業で、モジュラープロデューサーと呼ばれ、ペイパルやカベッジといった企業が該当します。最後の、右上のナレッジが完全にビジネスデザインがエコシステムの企業です。これが完成形で、アマゾン、フィデリティ、ウィーチャットが該当します。『デジタル・ビジネスモデル』では特にプラットフォーム推進型エコシステムドライバーと呼んでいます。ここに移行する

のが一番望ましいのですが、一気にここまで行くのはなかなか難しいです。

一方、図表5は、プラットフォーム、小売／再販、インプット／アウトプット（伝統的企業）の三つのビジネスモデルについて、「複数の顧客をつなぐ」、「新市場の発見」など幾つかの項目の優劣を比較したものです。これによると、プラットフォームといえども、「バリューチェーンの制御」や「顧客体験の制御」といった項目では弱点があります。そうすると、一つのビジネスモデルではなく、ここにある三つ、あるいは二つのビジネスモデルを組み合わせることによって、かなり強力なビジネスモデルができるのではないかと考えられます。アマゾンですでに幾つかのビジネスモデルを組み合わせています。

（ビジネスモデルの再構築）

最後に既存のビジネスモデルを再構築していくポイントを見ていきます。

一つは、トレードオフ関係を前提として認識する必要がありますことです。全ての顧客に上質なサービスを提供するのはそもそも無理です。顧客層を定めて上質なサービスを提供する顧客のセグメンテーションが重要だということです。

三つの例を挙げます。

最初は、LCCのパイオニアであるサウスウエスト航空です。ここは、大規模空港ではなく、地方空港を直接結ぶフライトを格安料金で提供して成功しました。

これに関連する話で、昔、エアドゥが航空会社を立ち上げたときに、JALとANAに対抗して羽田と札幌を結んで飛行機を飛ばしました。これはサウスウエストとは全く発想が違います。羽田と札幌はJALとANAにとってはドル箱路線で

すから、一生懸命潰しにかかります。例えば料金を一時的に下げて、エアドゥを潰した後で引き上げるというようなことをやるわけです。エアドゥは経営に行きづまり、結局、大手航空会社を買収されるという顛末になりました。もっと大手の手の届かない地域を狙うべきだったと思います。

一方で、静岡には、一〇年ぐらい前からフジドリムエアラインズという地方空港と地方空港を結ぶ航空会社があります。要するに大手の手が回らない間隙を狙う。しかも、同社は、客数に合わせて一〇〇人乗りぐらいの小型機を飛ばしています。これのほうがよく採算に乗る可能性が高く、ビジネスモデルとしては数段すぐれていると思います。

二つ目はエドワード・ジョーンズの例です。同社はニューヨークのマンハッタンには最初は出店しませんでした。私が一〇年ぐらい前にマンハッ

タンに行ったときに、エドワード・ジョーンズの店舗は一つもありませんでした。なぜかという、マンハッタンにはメリルリンチを初め大手業者がたくさんいるので、競争しても勝てないからです。

そこで、本社のあるセントルイスから、農村部や地方都市の退職者層を狙って店舗を拡充してきました。ちょうど一万店舗に近くなったあたりで、マンハッタンに初めて店舗を構えました。その時期、私はたまたま行く機会があり、ブローカーに話を聞いたのですが、マンハッタンに出るときには大変な準備が必要だったと言っていました。安易に都市部に出ていけないという戦略的な判断がエドワード・ジョーンズの場合にはあったと思います。

三つ目はチャールズ・シュワップの例です。紹介するまでもなく、今や最大手の証券会社です。

特にロボアド・サービスに関しては、先ほど出てきたシュワップ・インテリジェント・ポートフォリオで小口の投資家に対してもレベルの高いサービスを提供しています。シュワップの戦略的な判断の中で私が一番感心したのは、アメリカでも有数のUSトラストという富裕層を顧客とする銀行を惜しげもなく売却したことです。シュワップが抱えている顧客層とは余りにも合わないので顧客層を絞り込むために売却したわけです。

もう一つは、リテール証券業に関して言うと、お金の取引ですので、対面的なサービスはどうしても不可欠であるということです。以前実施した定性調査では、個人投資家が証券投資を行うかどうかの分岐点は、身近に相談できる相手がいるかどうかということでした。また、特に運用資産額が多くなればなるほど間に人を介したサービスの提供が必要不可欠です。これをいたずらに切り捨

てると、恐らく投資家が離れていくと思いますので、これからは対面サービスとデジタルを組み合わせたハイブリッド型が必要ではないかと考えています。これはアメリカの幾つかの業者の成功例から言えることではないかと思っています。

時間がきましたので、これで終わりたいと思います。(拍手)

○増井理事長 アメリカと日本の証券業のデジタル化の進展について、ビジネスへの示唆を織りまぜてお話をいただきました。まだ少し時間がありますので、私から質問させていただきます。

一つは、デジタル化にもいろいろな動きがある中で、アメリカでは方向性として何が成功しそうなのか。その点で感じになっていることはあるでしょうか。

もう一つは、今日のテーマからは外れますが、

中国のデジタル・ビジネスについてはどのような感想をお持ちでしょうか。

○佐賀 一番目の質問は答えるのが難しいのですが、どうもプレーヤーの交代が起きつつあるのではないかということ的印象として持っています。

ファンド関係は、規制が緩いのでいろいろと業務の拡大ができる一方で、銀行は規制が非常に厳しく、思うように展開できなくなっています。

ゴールドマン・サックスなどは、デジタル技術を積極的に取り入れて機敏にいろいろと展開していますので、恐らく単純に衰退していくという話ではないとは思いますが、厳しい状況になってきていると思います。

また、リテール業者も投資銀行業務に比べると業績が好調で、AIを積極的に取り入れながらそのまま進んでいく感じがしています。

もう一つ影響が出てきているのが、フィデュー

シャリー・デューティ規則の採択です。これは二〇一六年に労働省が提案して一旦無効になったのですが、今年の六月にSECがレギュレーション・ベストインタレスト（レギュレーションBI）を採択しました。

大手の業者は、労働省が規則提案したあたりから、その内容についておおよその見当をつけていましたので、雇用や報酬の体系が去年あたりから随分変わってきています。

アメリカの証券会社の労働慣行では、会社をやめるときは移った先の会社に顧客も連れていってしまします。移った先の会社は移籍金のような形で大体年収相当分ぐらいをボーナスとして払います。

しかし、規則の影響で、モルガンスタンレーでは、「客を置いていったら、客から得ていた年間手数料の三倍払う。ただし、ほかの証券会社に

移った後は、これまでの顧客とは一切接触しないこと」を申し合わせて決めています。SECのレギュレーション・ベストインタレストが六月に採択された影響で、大手の業者の中では人事慣行、報酬体系がかなり影響を受け始めてきているという事です。

ただし、SECの規則は裁判にかかっていますので、どうなるかわかりません。訴えられている理由は、ドッド・フランクリン法では、投資顧問業者とブローカー・ディーラーの規制を全く同じにすることになっていますが、今回のSECの規則はブローカー・ディーラーのほうがやや緩くなっているからです。それで「SECはドッド・フランクリン法を守っていないではないか」ということで訴えられている状況です。多分そのあたりでこれから影響が出てくる感じがします。

二番目のご質問の中国については、いろいろな

金融サービスを立ち上げるときに、人口が多いというのは非常に大きい事です。それに尽きるのではないかと思っています。また、紙幣の偽造がすごく多いため、キャッシュを使うのはかなりリスクが高いことから、キャッシュレスが急速に普及するのは当たり前だと思います。日本は紙幣に対する信用が厚いので、なかなか普及しないという面があります。

あとは、中国では、今日お話ししたビジネスモデルも基本的に物まねです。全くゼロからスタートすることはありませんし、イミテーションからイノベーションという形になるのが普通です。イミテーションがそう悪いとは思わないのですが、中国はイミテーションから脱していないのではないかと思います。

○増井理事 佐賀さん、大変興味深いお話をありがとうございました。それでは、このあたりで

今日の「資本市場を考える会」を終わらせていただきます。 (拍手)

(さが たかお・日本証券経済研究所特任研究員)

(本稿は、令和元年十一月二十一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)