

# 証券リテールビジネスのDX（再論）

二上季代司

総務省『令和三年版情報通信白書』（以下、『白書』と略）によると、「デジタル・トランスフォーメーション（DX：Digital Transformation）」とは、概略、デジタル技術の利用によって「顧客体験の変革」をもたらすような新しい製品・サービス、新しいビジネスモデルの創出、とされる。『白書』はまた、類似の用語として「Digitization（デジタルイゼーション）」や「Digitalization（デジタルイゼーション）」の定義も紹介している。

「デジタルイゼーション」とは、既存の紙のプロセスを自動化するなど、物質的な情報をデジタル形式に変換することをいい、「デジタルイゼーション」とは組織のビジネスモデル全体を一新し、クライアントやパートナーに対してサービスを提供するより良い方法を構築すること、とされる。DXは「デジタルイゼーション」や「デジタルイゼーション」を前提にしているが、それらとDXは異なるという。その理由は、DXの定義に「顧客体験を変革」するような製品・サービスや新しいビジネスモデルの創出という要件を含めているから<sup>(1)</sup>だろう。

それでは、証券業とりわけリテールビジネスにおいてDXに該当する事例を挙げるとすれば、なにが該当するのだろうか？

一般に「DX」が注目されるようになった時期は、二〇一〇年代半ば以降である。ちょうどこのころから証券業界では、デジタル技術を使った新たなサービスとして「ロボット・アドバイザー」、新たなビジネスモデルとして「スマホ証券」が現れ始めた。さらに最近になると「セキュリティ・トークン（ST：Security Token）」と

いった商品も出はじめる。これらは、「あたらしい顧客体験」をもたらしていることは確かである。

ところで、「企業価値を創出し、競争上の優位性を確立」する程度まで進んでいるかと問われれば、なお検討を要するのではないか。とくに「スマホ証券」は、持続可能性のあるビジネスモデルとして確立したと断定できるには至っていない。なぜなら、創業から数年経過しても営業黒字に転換したスマホ証券はないからである。しかし他方では、営業赤字が減少傾向にあり黒字転換が視野に入った業者も出ている。

そこで、以下ではスマホ証券に焦点を当てながら証券リテールビジネスのDXはどのような経路をたどっていくのか、考えてみたい。<sup>(2)</sup>

## 1 ビジネスモデル確立の条件

「スマホ証券」の確立した定義はないが、顧客サイドから見て口座開設、投資情報閲覧、発注・約定、入金金や口座管理など、一連の作業が時間と場所の制約なくモバイル端末の操作で完結できるビジネスモデル、と定義しておこう。これは明らか

図表 1 スマホ専門証券の主要費用

(百万円)

日本証券業協会加盟順	販売管理費	内訳 (%)		営業損益
		取引関係費	人件費	
お金のデザイン	1,878	25.6%	27.8%	-1,145
PayPay証券 (旧One Tap BUY)	2,408	23.8%	18.3%	-1,686
ウェルスナビ	5,058	61.7%	21.6%	-433
FOLIO	1,630	17.9%	40.7%	-1,514
スマートプラス	1,419	30.6%	21.1%	-624
tsumiki証券	489	11.2%	27.8%	-477
SBIネオモバイル証券	3,655	53.5%	7.4%	-3,271
LINE証券	12,825	32.3%	5.9%	-11,609
CONNECT	2,733	N.A.	N.A.	-2,686

(注) 1. このほか、「Siiibo証券」、「Cheer証券」がスマホ専門証券に該当するが、創業後、間がないため決算書は得られていない。また「お金のデザイン」は第1種金融商品取引業をSMBC日興証券に営業譲渡し(2021年8月)、投資運用業に特化している。

2. ウェルスナビは2021年12月期決算。他8社は2021年3月期決算。いずれも単体ベース。

3. 取引関係費、人件費は販売管理費に占めるウェイト (%)

(出所) 各社『業務および財産の状況に関する説明書』より作成。

に「顧客体験の変革」である。こうしたスマホ專業証券は、一〇社ほどあるが、創業から赤字続きの業者が多く黒字転換した業者はまだ現れていない。

図表1はスマホ証券の決算書から抜粋したものである。販管費に占める人件費は低いが、取引関係費のウェイトはおしなべて高い<sup>(3)</sup>。つまり、新規顧客開拓や注文獲得のためのプロモーション・コスト（宣伝広告費、キャッシュバック、ポイント投資費用等）が多いのである。それは、スマホ証券というビジネスモデルそのものから由来する。

### 【プロモーション・コストの負担】

口座開設から始まる一連の手続きは、モバイル端末（スマホ）上の操作だけで完結する。それはデジタル技術によって可能になったのだが、手続きそのものは、顧客が自らの意思でスマホにアプリをインストールすることから始めなければならない。

そのために宣伝広告費をかけて潜在顧客にアピールし、インセンティブ（ポイント投資やキャッシュバックなどのキャンペーン）を与えて口座開設への意欲を喚起しなければならない。このコストは、口座開設後に顧客自らが発注する取引からの手数料収入によってようやくカバーできる。当初はコストの方が先行し、できるだけ多くに働きかけようと思えば、その金額はどうしても大きくなる。

それでは、どうすれば「コストⅡ先行、収入Ⅱ後追い」の関係から脱して損益分岐点をクリアすることができるのだろうか。ちなみに、よく似た先例があった。「ネット証券」である。顧客自ら手続きを行うという意味ではネット証券も同じであり、ネット証券の販管費に占める取引関係費のウェイトは以前はかなり高く、その多くは広告宣伝費である。

ネット証券の場合、このコストをカバーする収益源として大きな意味を持ったのは「信用取引」だった。売買回転を速くして同じ金額の預かり資産で手数料収入を増やし、金利収入を稼ぐのである。しかし、手数料率競争が極度に進んだ今日、回転商いによる増収効果は低下している。なによりスマホ証券がターゲットに置くのは二〇〜四〇代の幅広い若年層であって、少数のデイトレリーダーではない。しかも頻繁な回転売買はスマホのような小さな端末では一般向きではないだろう。この選択をとる可能性は、わが国のスマホ証券の場合、高くないように思う。<sup>(4)</sup>

#### 【アライアンス】

対応策の一つは、事業会社や金融機関などのアライアンスである。自ら開発した取引システム基盤を提携先のパートナーに提供して、その顧客基盤にアクセスするのである。「お金のデザイン」社は、「THEO」の名称で呼ばれる「ロボ・アドバイザー」サービスを提供している。世界の約六千に上るETFを使って顧客の属性と要望にあわせたポートフォリオをアルゴリズムで自動的に作成し運用するというもので、ごく少額（一万円）からの投資一任運用サービスが可能である。

ところで、同社は、二〇二二年八月、第一種金融商品取引業をSMBC日興証券に会社分割によって譲渡し、それまで行っていた証券口座管理はSMBC日興証券に移管され、投資運用業に専念することとなった。「ロボ・アドバイザー」のうち「THEO+」では、提携先<sup>(5)</sup>が同社に対して顧客との投資一任運用契約の媒介（仲介）をおこなっている。提携先にとっては自社の顧客に「ロボ・アドバイザー」サービスを提供できるし、「お金のデザイン」社にとっては、投資一任運用の顧客を増やすことができる。

このように従来のような「垂直統合型」から「水平分業型」へ移行することで、投資運用オペレーション業務

への資源集中を図ろうというわけである。この場合の収支上の論点は、顧客開拓の効果を得的のに、プロモーション・コストと提携先への仲介手数料支払いのどちらの負担が大きいか、ということになるろう。

これは他方の極にある選択肢であるが、必ずしも代替的な関係にあるものではない。「垂直統合型」を維持しながら「ライアンス」によって顧客基盤の拡大を意図する補完的な対応もみられるからである。「ウエルズナビ」社も世界五〇か国の一万二千銘柄を対象に一〇万円からの投資一任運用を行う「ロボ・アドバイザー」サービスを提供している。同社はこの運用基盤を一九社（行）<sup>(6)</sup>に提供することで顧客アクセスを拡大しており、同社はこれを「提携パートナー事業」と呼んでいる。

「FOLIO」社も同様に少額から投資一任運用を行える「ロボ・アドバイザー」サービスを提供している。一万円からの「テーマ投資」、一〇万円からの「お任せ投資」、一万円からの積み立て投資も可能な「ROBO PRO投資」などがある。

これと並んで、二〇二一年には「4RAP」と呼ばれる金融機関向けの一任運用基盤をリリースした。4RAPは、ロボ・アドバイザー、ラップ運用などの一任運用基盤システムと一任運用サービスを提供するプラットフォームであり、これを金融機関がシステム接続することにより、自行内にある顧客口座で一任運用サービスを提供することができるようになる。

同社のディスクロージャー誌によれば、販売管理費に占める取引関係費のウェイトは二〇一九年三月に四〇・二%を占めていたのだが、その後、取引関係費は減少していく。これと時期を同じくして、同社は「4RAP」に代表されるような「水平分業型」の業務に注力していった。<sup>(7)</sup>

## 2 新しい商品・サービス

スマホ証券は、セールス・プロモーションとして「広告宣伝」や「無料キャンペーン」を利用するなどネット証券と類似するものがあるが、その提供する商品やサービスは異なる側面がある。ネット証券はこれらのコストを信用取引による売買手数料・金利収入で回収したが、スマホ証券の提供するサービスはロボ・アドバイザーのような少額での一任運用や投信の積立投資、ワンコイン（五〇〇円）での株式投資といったサービスである。一件当たりの手数料収入は極めて少額である。それゆえ、プロモーション・コストを回収する方策は、大量の口座開設と預かり資産を拡大させることに向けられる。

しかし、他方では、証券投資や一任運用をごく少額から提供するというサービスそのものが新しい顧客体験である。それは証券投資の「敷居を低く」して、二〇〇〜四〇〇代の若年層に証券投資による資産形成の機会を幅広く与えることになったからである。こうした少額化が可能になったのはデジタル技術の発展である。

現在、最も普及しているラップ・アカウント型の一任運用は、顧客プロフィールとポートフォリオの作成、アセットごとの運用マネージャー（あるいはファンド）の選択、経過途中での評価とリバランス、という流れになるが、そのそれぞれについてそれなりのコストがかかっている。したがって、あまりに少額のロットでは採算が取れないし、かつては残高五千万円が最低ロットとされた。

とりわけ、最も大きなコストを要するのは、運用マネージャーの成績（パフォーマンス）を収集、評価、選択する作業である。できるだけ多くの運用マネージャーのトラック・レコードを、できるだけ長期間にわたって収集し、これに定性的・定量的分析を加え、顧客の属性と要望に沿って最適なマネージャーを、アセット・クラスごとに選択していくプロセスが、ラップ運用の核心部分を占める。

かつては、この作業はマン・パワーで行われていたのである。ロボ・アドバイザーは、このトラック・レコードの収集、分析・評価を人工知能（AI）で行い、アルゴリズムによって顧客に最適な組み合わせの運用マネージャー（またはETF等のファンド）を自動的に選択、資産配分していく。その結果、コストを大幅に低減でき、少額での運用も可能になったのである。

一方、売買執行における単位未満株取引や金額指定での証券投資、積立投信は、以前から行われているもので、特に新しいわけでもないが、ワンコイン（五〇〇円）といった少額かつ金額指定投資、ポイント投資が日本株のみならず海外株・ETFでも可能といったサービスがスマホ端末から受けられるというのはやはり新奇性に富んでいる。

スマホ証券は、こうした小ロットの証券取引の種類、範囲を広げて、これまで証券業界がリーチできなかった潜在顧客層にアクセスすることに成功したのである。

### 3 STO

少額での証券取引は、セキュリティ・トークン（ST）によってさらに拡大する可能性がでてきた。信託受益権や匿名組合契約のような移転しにくい「みなし有価証券」は、機関投資家や富裕層以外はあまりなじみがなく、一般投資家には縁のないもののように思われてきた。

ところが、金融商品取引法が改正され（二〇二〇年五月施行）、ブロック・チェーンのような電子情報処理によって移転できるようになれば、「みなし有価証券」は「電子記録移転権利」と定義されるようになり、にわかに大衆化しうる可能性が出てきた。これが一般に「セキュリティ・トークン」と呼ばれるものである。

今、最も注目されているのが「不動産ST」である。不動産を信託銀行に信託して「受益権」に置き換え、これをブロック・チェーンによって移転できるようにするのである。ブロック・チェーンにはあらかじめプログラムが保存されており、契約は自動的に実行される。<sup>(8)</sup>したがって理論的には、小ロットの取引も可能になる。つまり「一円の不動産」取引も不可能ではなくなる。

信託の器を使えば、所有の対象となる財産は、なんでも「トークン化」できるため、理論的には証券取引の対象は無限に広がることになる。デジタル技術によって「あらゆるモノの証券化」とその「小口化」が可能になる。ちなみに、「トークン」の移転は、「秘密キー」の変更によって行われるが、「電子記録移転権利」の移転には第三者対抗要件が必要である。そこで「トークン」の移転（秘密キーの変更）と「権利」の移転（所有者原簿の変更）を紐づけるシステム基盤の開発が行われている。<sup>(9)</sup>

## おわりに

投資一任運用は、以前は最低ロットが高額で、一部の富裕層や機関投資家しか利用できなかった。これが、①ポータルフォリオ理論を利用したラップ・アカウントによって一般投資家層にまで普及し、②運用マネージャーの代わりに投信を利用することで低額化した（ファンド・ラップ）。そして、③現在ではAI（人工知能）などのデジタル技術を利用することで一挙に低額化が進み、利用者が急速に拡大した（ロボ・アドバイザー）。

第二に、不動産や金銭債権の証券化は、SPC（特別目的会社）の利用によって行われるようになった（一九九八年SPC法の立法化）。賃貸ビルや金銭債権は賃料や金利といった資本収益を生むが、そのためにはテナントや借手の審査、賃料・元利金の取り立てなどの経営機能が必要である。つまりそのままでは資本の「所有」と

「経営」は分離せず、権利の移転（すなわち資本の所有の移転）には別途新たに第三者対抗要件が必要である。SPC法はこうした経営機能をすべて外部に委託することで、初めから経営機能を持たない「株式会社」の設立を認めた。これによって、不動産や金銭債権を裏付けにした有価証券の発行が可能になった。

さらに進んで、ブロック・チェーンはトークンの移転と所有権の移転を紐づけたプログラムを内包することで、所有権の移転が煩雑な手続きなしで実行できることを可能にした。<sup>(10)</sup>これによって、およそあらゆる「モノ」が証券化することができ、しかも一円単位での取引が可能になる。

第三に、スマホ証券の出現によって、いつでも、どこからでも、スマホ上の操作で証券取引を始めることが可能になった。そのビジネスモデルはなお確立途上にあるが、取引基盤（プラットフォーム）を、多数のユーザーを持つ事業会社（通信キャリア、空運・陸運、クレジットカード会社等）や金融機関とシステム接続することで、これらの顧客基盤にアクセスする提携戦略（「水平分業型」）が選択肢として浮かんできている。

二〇二〇年六月に創設された「金融サービス仲介業」制度を利用すれば、デジタル化された取引基盤をアプリケーション・プログラミング・インターフェース（API：Application Programming Interface）に接続することにより、事業会社が自らの顧客に銀行・証券・保険すべてのサービスをワンストップで提供できるようになる。今後は、より使いやすいシステム基盤の開発に専念し、「協業」による水平分業型ビジネスモデルを志向する動きが強まるものと思われる。

#### 注

(1) デジタイゼーションとDXの区別ははっきりしないが、前者は業務プロセスのデジタル化を意味しているようであ

る。より正確に引用すると、『白書』によるDXの定義は次のようである。「企業が外部エコシステム（顧客、市場）の劇的な変化に対応しつつ、内部エコシステム（組織、文化、従業員）の変革を牽引しながら、第三のプラットフォーム（クラウド、モビリティ、ビッグデータ／アナリティクス、ソーシャル技術）を利用して、新しい製品やサービス、新しいビジネスモデルを通して、ネットとリアル両面での顧客エクスペリエンスの変革を図ることで価値を創出し、競争上の優位性を確立すること」（七九ページ）。

- (2) この問題については以前に取り上げたことがある（『証券リテールビジネスのDX』本誌一七二五号、二〇二二年四月）。今号はその再論である。なお関連するものとして「証券リテール営業の『デジタル化』」『スマホ証券』一同一七二〇号、二〇二〇年六月）。また「デジタル技術の活用と証券ビジネスの新奇性」同一七三一号、二〇二二年四月）も参照。

- (3) FOLIOとTsumiki証券の二社は低い。このうちTsumiki証券は丸井グループのカード保有者向けサービスであり、不特定多数の潜在顧客にアピールする必要性は高くないことが理由のようにみえる。なおFOLIOについては本文で述べる。

- (4) なお、米国のスマホ証券ロビンフッド社は、収入の多くを個別株（ETFを含む）オプションのペイメント・フォー・オーダーフロー（PFOF）から得ている（清水葉子「ロビンフッド証券のIPO書類から見る収益状況」本誌一七二八号、二〇二二年一〇月、志馬祥紀「米国株式オプション市場におけるPFOFを巡る議論」その始まりから現在まで」同一七三〇号、二〇二二年二月）。個別株オプションと信用取引はレバレッジ効果の点で類似しているが、スマホ上での操作は、現在のところオプション取引の方がより簡便である。また米国の個別株オプションは大部分、マーケットメイカーが執行しており、その売買スプレッドは厚く、PFOFの絶対額も大きい。日本の個別株オプション

- ンの出来高は少なく、P F O F 慣行も存在しない。スマホ証券を取り巻く事情は日米間で大きく異なるのである。
- (5) 提携先としてはドコモ、J A L、新生銀行のほか、地方金融機関一九行(庫)がある(二〇二二年七月末現在)。
  - (6) 提携先パートナーは証券会社三社、銀行一一行、A N A、J A Lなど五社の計一九社(行)である(二〇二二年二月現在)。
  - (7) なお、二〇二一年八月、同社の親会社(F O L I Oホールディング)はS B Iグループの傘下に入り、同グループの子会社となった。同時に同グループのネット専業S B I証券は「RAP」の導入を決めている。
  - (8) これをスマート・コントラクト(Smart Contract「契約の自動実行」といふ)。
  - (9) 事柄の性格上、システム基盤の開発では信託銀行が最も有利なポジションにあり、三菱UFJ信託銀行の開発したS T発行・管理のプラットフォーム「Prognat」が実用化に入っている。そのほか、Boostry社の共有基盤「Ibet」も実用化の段階に入っている。
  - (10) 産業競争力強化法の改正(二〇二一年六月施行)は、同法が認定した情報システムを使った債権譲渡通知は、確定日付のある証書による通知とみなすという特例を設けて第三者對抗要件が満たされるようにした。これによって、ブロック・チェーンによる所有権の移転は人手を要する手続きなしで自動的に行われる(スマート・コントラクト)ことになった。

(にかみ きよし・特任研究員)