

ネット証券のビジネス戦略の方向性と今後の課題

～将来的に成功が期待されるネット金融モデルとは～

内野 逸勢／森 駿介／藤原 翼

要 約

わが国においてネット証券は、商品・取引を多様化することで、口座数・取引量等を大幅に増やし対面証券の脅威となっている。具体的には、インターネット及びスマートフォンの普及により、ブローカレッジの顧客が営業担当者を通じた対面チャネルから、ネットの非対面チャネルへ流出している。昨今では新型コロナの影響があり、この流出を促してきた可能性もある。よって、大手総合証券会社はこれまで以上にネット専用のチャネルの活用を積極化している。

本稿では、わが国のネット証券のビジネス戦略の方向性を探るべく、日本の証券業界におけるネット証券の位置づけとビジネスモデルの多様化の状況、収益向上のためのアライアンスの方向性を検討する。また、欧米でのネット証券の現状と今後の戦略からみえる日本への示唆、新NISA導入を踏まえたマス・マーケットの意味合いの変化についても論じていく。

最後に、日本における携帯キャリアのネット金融への戦略的な参入を含めてネット金融全体を俯瞰し、将来的に成功が期待できるネット金融モデルについて述べていくこととする。

目 次

はじめに ～ネット証券の台頭の背景と今後の課題～

1章 日本の証券業界で台頭するネット証券の戦略と課題

2章 欧米ネット証券の事例と論点整理

3章 新NISA導入を踏まえたわが国のマス・マーケットの変化の方向性（英国の事例を踏まえて）

おわりに ～将来的に成功が期待されるネット金融モデルとは～

はじめに ～ネット証券の台頭の背景と今後の課題～

わが国においてネット証券（＝インターネット証券とスマートフォン証券会社（スマホ証券））は、大手金融機関、SNS等との連携により新規顧客の獲得の費用を相対的に削減できることと、商品・取引を多様化することで、口座数・取引量等を大幅に増やし対面証券の脅威となっている。具体的には、インターネット及びスマートフォンの普及により、ブローカレッジの顧客が営業担当者を通じた対面チャネルから、ネットの非対面チャネル（ネット・チャネル）へ流出している。昨今では新型コロナウイルスの影響があり、この流出を促してきた可能性もある。これらにより、対面かつブローカレッジ中心の中堅の証券会社はネット証券の台頭の影響を受けている。

ただし、ネット証券のビジネスモデルの質、つまり持続可能な事業性を維持できるかは課題が残る。ブローカレッジ型のネット証券は、上述のように新規顧客の獲得コストは低いが、ブローカレッジ手数料競争で、その水準はほぼ最低に近づいており、本業の収益は対面チャネルの証券会社と比べて低く、金利収入に大きく依存する収益構造となっている。加えて、ブローカレッジ手数料を無料化する戦略を採用するネット証券が出てきており、本業の収益性がさらに低くなる可能性が高い。

大手総合証券は、資産管理型中心のビジネスモデルへの移行を進め、その影響を回避している。新NISAの導入の影響により非対面チャネルが伸長していくことに鑑みて、これまで以上にネット専用のチャネルの活用を積極化している。

これらを踏まえて、本稿では、内外のビジネス

モデルの事例から、ネット証券のビジネス戦略の方向性と今後の課題を見ていく。そのために1章では日本のネット証券自体の戦略の多様化と課題、2章では欧米のネット証券の戦略の多様化と事業性の確保の状況、3章では英国のISA市場におけるネット証券の台頭と日本の新NISA導入を活用するネット証券ビジネスの方向性を示した。最後に、日本における携帯キャリアのネット金融への参入を含めてネット金融全体を俯瞰し、将来的に成功が期待できるネット金融モデルを示した。

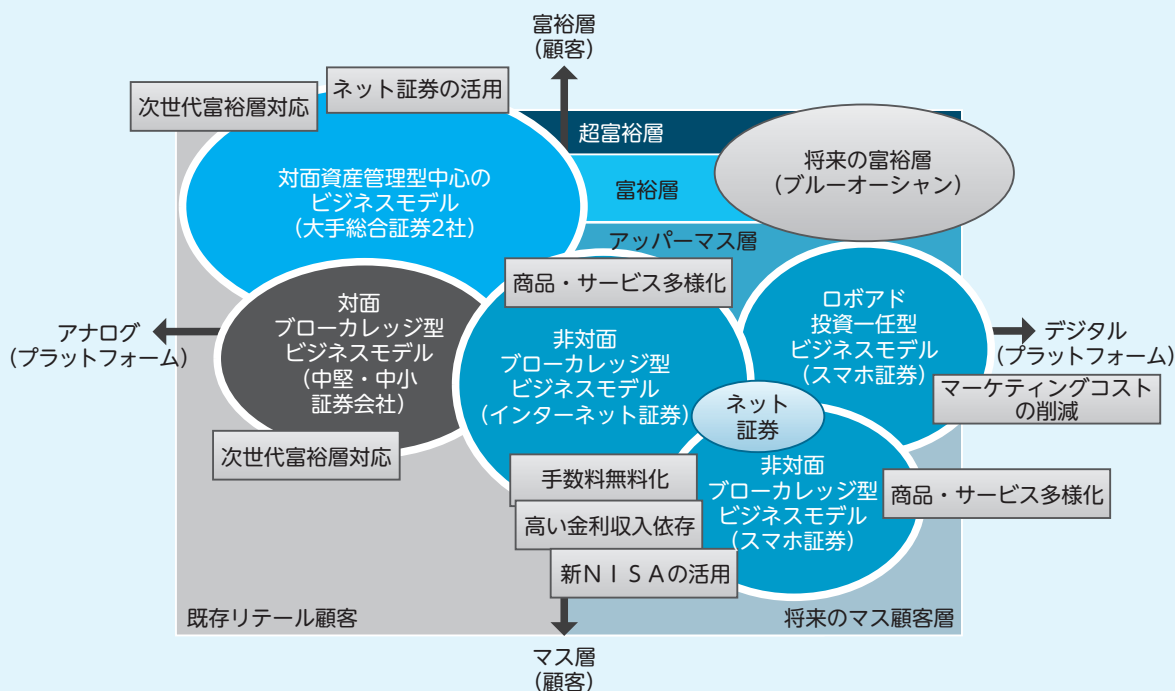
1章 日本の証券業界で台頭するネット証券の戦略と課題

1. 証券業におけるネット証券のビジネスモデルのポジション

図表1では、顧客軸とプラットフォーム軸での証券業態別ビジネスモデルのポジションを示した。大きく対面型証券とネット証券（非対面）に区分される。前者は大手総合証券の「対面資産管理型中心のビジネスモデル」と中堅・中小証券の「対面ブローカレッジ型ビジネスモデル」の2つに分かれる。後者はインターネット証券の「非対面ブローカレッジ型ビジネスモデル」、スマホ証券の「非対面ブローカレッジ型ビジネスモデル」、スマホ証券の「ロボアドバイザー（ロボアド）投資一任型ビジネスモデル」の3つに分類される。

図表1では顧客軸において、デジタルの利用に慣れた次世代富裕層が収益性の高い顧客層（ブルーオーシャン）として掲げられている。既存の富裕層を顧客に有する対面の大手証券会社は、これまで以上に傘下のネット証券を活用することで、このブルーオーシャンを、対面の営業員また

図表1 顧客軸とプラットフォーム軸での証券業態別ビジネスモデルのポジション



(注) 金融資産残高ベースで、超富裕層は5億円以上、富裕層は1億円以上5億円未満、アップパーマス層は3,000万円以上1億円未満、マス層は3,000万円未満。
(出所) 大和総研作成

はウェルスマネージャーが提供するアナログのアドバイスに立脚した資産管理型中心のビジネスに囲い込もうとしている。ただし、対面型の中堅・中小証券会社は、資産管理型中心のビジネスへの移行への対応が不十分なままで、ネット証券の台頭の影響により、収益性が低下してきている。

その一方、ネット証券の既存の顧客層はマス層（世帯金融資産3,000万円未満）やアップパーマス層（同3,000万円以上1億円未満）であり、次世代顧客層も同様と見込まれる。その中でいかにデジタルプラットフォームを最大限活用しながら、収益性の高い顧客層を囲い込み、シェアを拡大することができるかが、戦略上重要となる。上記の収益性の高い顧客層の多くが、新NISAの導入を契機として、貯蓄から資産形成へのシフトを進めれば、顧客数は増える可能性がある。その

一方、ネット証券はそもそも本業での収益性が低く、金利収入に依存している事業体質を抱えている状況で、一部ネット証券による手数料無料化が予定されているなど、本業の持続可能性が構造的に難しい局面を迎えることも想定される。

これらを踏まえて、以下では、証券業界全体と、カテゴリー別(大手総合証券2社、中堅証券10社、銀行系証券3社、インターネット証券5社)に、収益状況を見ていく。

2. 資産管理型中心のビジネスモデルへの移行

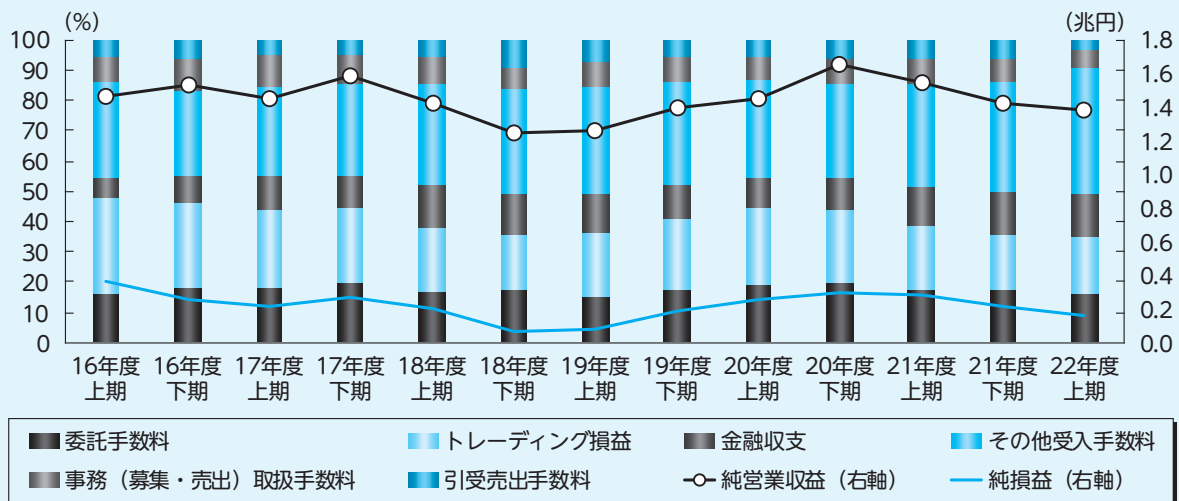
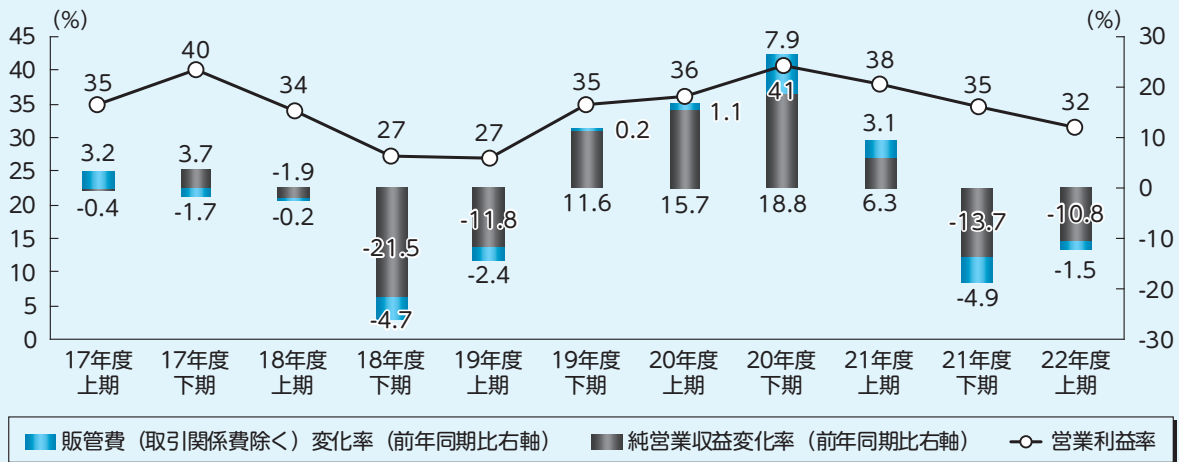
証券業界では、ブローカレッジの委託手数料中心のフロー型ビジネスからファンドラップ、SMA等の残高連動手数料（「その他受入手数料」の中に含まれる）を中心とする資産管理型中心の

トック型ビジネスへシフトしている。このため、営業収益に占める受入手数料が低下する中で、それに則して費用構造を変革しなければならないが、それが手数料の低下に追い付いていない状況になっている。

これについて、東京証券取引所総合取引参加者（22年度上期で86社）の営業利益率（図表2上図）と決算推移（図表2下図）を、半期ごとに見ていく。22年度上期は前年同期比で純営業収益（事業会社の売上高に相当）、純利益とも、各々▲10.8%、▲40.5%と減少している。純営業収益は、

委託手数料（同期の構成比16%）、トレーディング損益（同19%）とともに、各々同▲19.6%、▲20.8%と大幅にマイナスとなった。その一方、その他受入手数料は22年度上期に前年同期比9.0%増加し、その構成比は4割を超えた。販売費・一般管理費（取引関係費を除く。以下「販管費」）は同▲1.5%と小幅減に留まり、純営業収益の落ち込みを吸収できず、純利益は同▲40.5%の大幅減益となった。このため、同期の営業利益率は、直近のピークである20年度下期の41%から10%p t 低下し、32%となった。

図表2 日本の証券会社の営業利益率（上図）と決算推移（下図）



(出所) 東京証券取引所のデータから大和総研作成

図表2下図で16年度上期から22年度上期の純営業収益及びその内訳項目を見ていく。その他受入手数料が16年度上期の33%から上昇し、22年度上期では初めて40%を超えた。その一方で、事務（募集・売）取扱や委託売買にかかる関係費用が削減されず、22年度上期の販管費が16年度上期から横ばいとなったことが営業利益率の低下要因となっている。

一方、1990年度では営業収益のうちわずか5.7%だった「その他受入手数料」は、先述したように4割超を占めるようになった。その中にはM&A関係収益、投資信託の委託者報酬、ラップ関係収益、投資一任契約の運用受託者報酬、アドバイザー／コンサルティング手数料等が含まれている。日本の証券会社全体では「その他の業務」からの受入手数料が有価証券関連業からの手数料収入とほぼ同水準まで増加している。大手証券会社がラップ口座（投資一任契約）や預かり資産に連動した収入に力を入れ始め、本格的にブローカレッジ・ビジネスというフロービジネスから、預かり資産残高連動フィービジネスである資産管理型ビジネスへと移行している。

ちなみに大手総合証券会社¹（2社の単体ベース10頁図表3の4段目）合算の22年度上期の純営業収益は前年同期比▲12%、営業利益が同▲81.5%と大幅に落ち込んだ。世界的な金融引き締めを背景に投資損益の悪化が続き、IB（インベストメント・バンク）需要が枯渇したことが響いた。その内の株式関連のプロダクト（株式新規公開（IPO）、増資等の株式による資金調達）では顧客アクティビティが軟調に推移している。その他受

入手数料の比率は初めて40%を超えてきた。

3. ブローカレッジ・ビジネスで台頭するネット証券

図表3（9頁）において、事業規模や特性に応じた4つのカテゴリ別（大手総合証券、銀行系証券²、中堅証券³、インターネット証券⁴）の四半期決算推移を見ると、22年度上半期の純営業収益・純損益の傾向には各々特徴が見られる。

22年度第2四半期の市場環境を振り返ると、東証部門別売買代金（1日平均）の「個人」は前四半期比1%減の1.35兆円となり、個人の投資家心理は低迷した。これを受け、銀行系証券3社合算の22年度上期の純営業収益は前年同期比▲17%、同営業利益は同▲87%となった（10頁図表3の2段目）。また、中堅証券10社合算の22年度上期の純営業収益は前年同期比▲14%、同営業利益は同▲93%となった（9頁図表3の4段目）。

22年度第2四半期の営業損益ベースでは10社中5社が赤字に陥った。22年10月以降の事業環境も厳しい状況が続いている。リテールでは、株式トレーディング損益（外国株）や委託手数料（日本株）が回復している一方、個人売買代金（1日平均、11月第1週まで）は第2四半期比で横ばいの水準であった。

その一方、同じ個人を顧客とするネット証券の株式委託手数料は増加している。にもかかわらず、インターネット証券5社合算の22年度上半期では純営業収益が前年同期比▲6%、同営業利益は純営業収益が減少する中、販管費が増加し、同▲

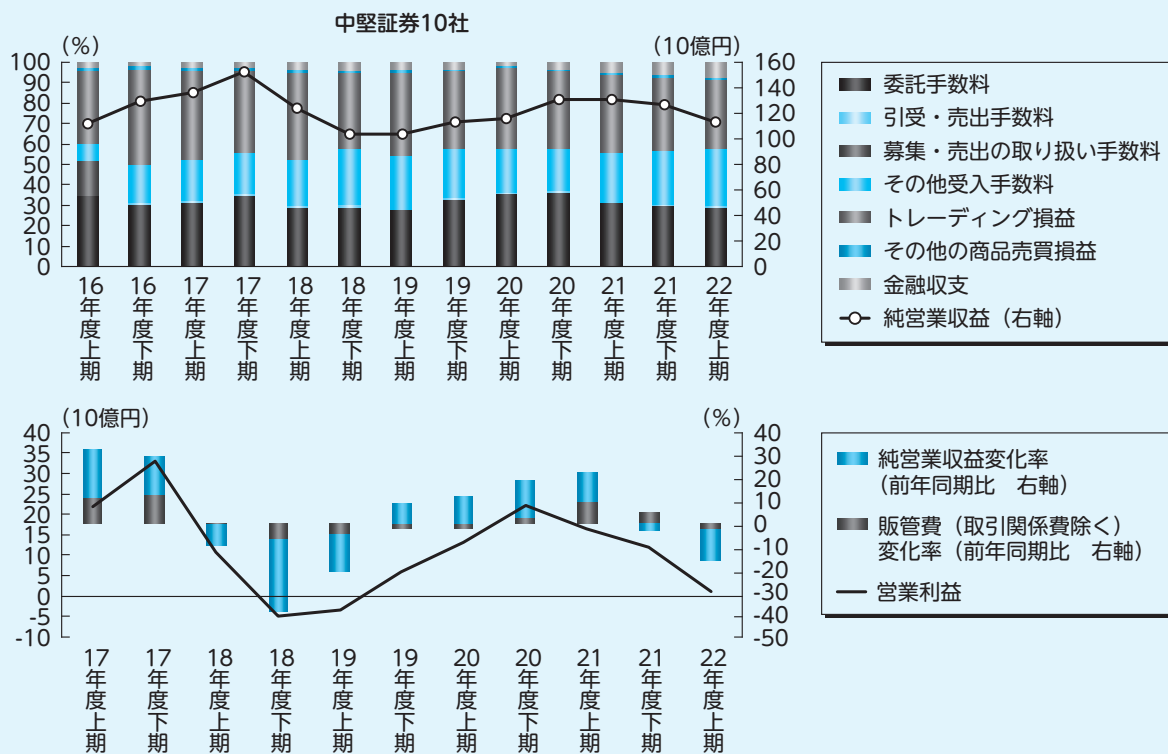
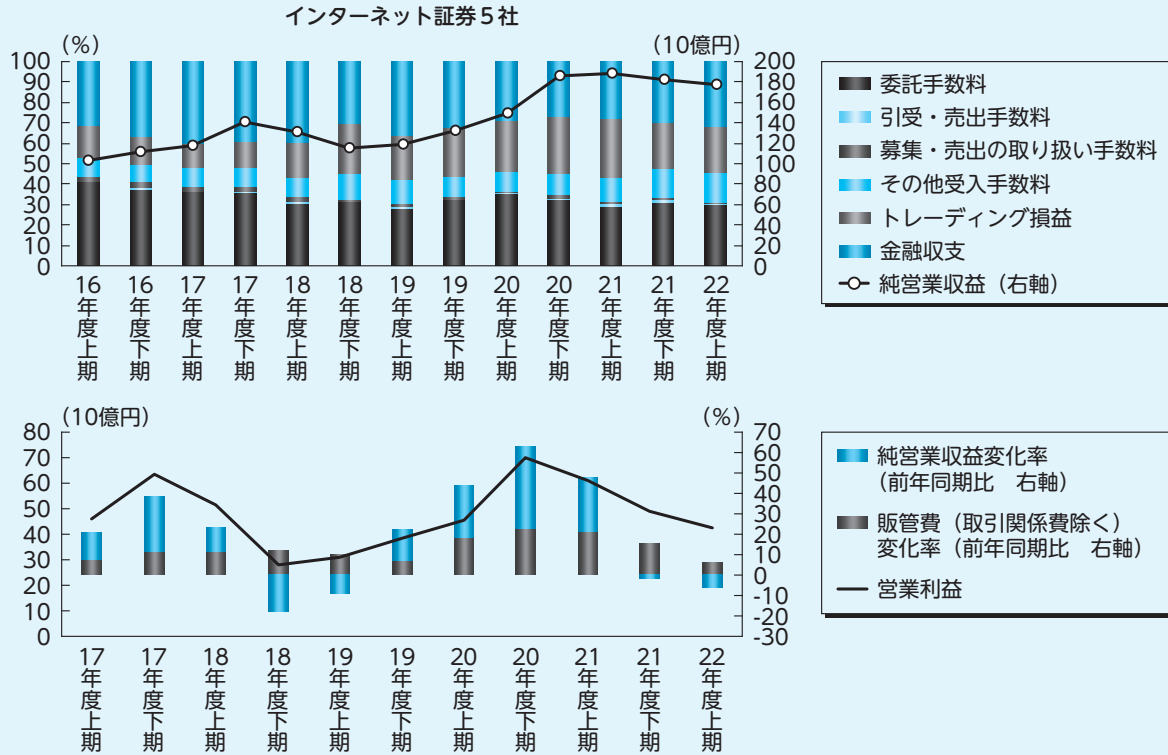
1) 野村証券、大和証券（単体）の2社。

2) S M B C日興証券、みずほ証券、三菱UFJ証券ホールディングスの3社（連結決算ベース）。

3) 岡三証券グループ、丸三証券、東洋証券、東海東京フィナンシャル・ホールディングス、光世証券、水戸証券、いちよし証券、極東証券、岩井コスモホールディングス、アイザワ証券グループ（連結決算ベース）の10社。

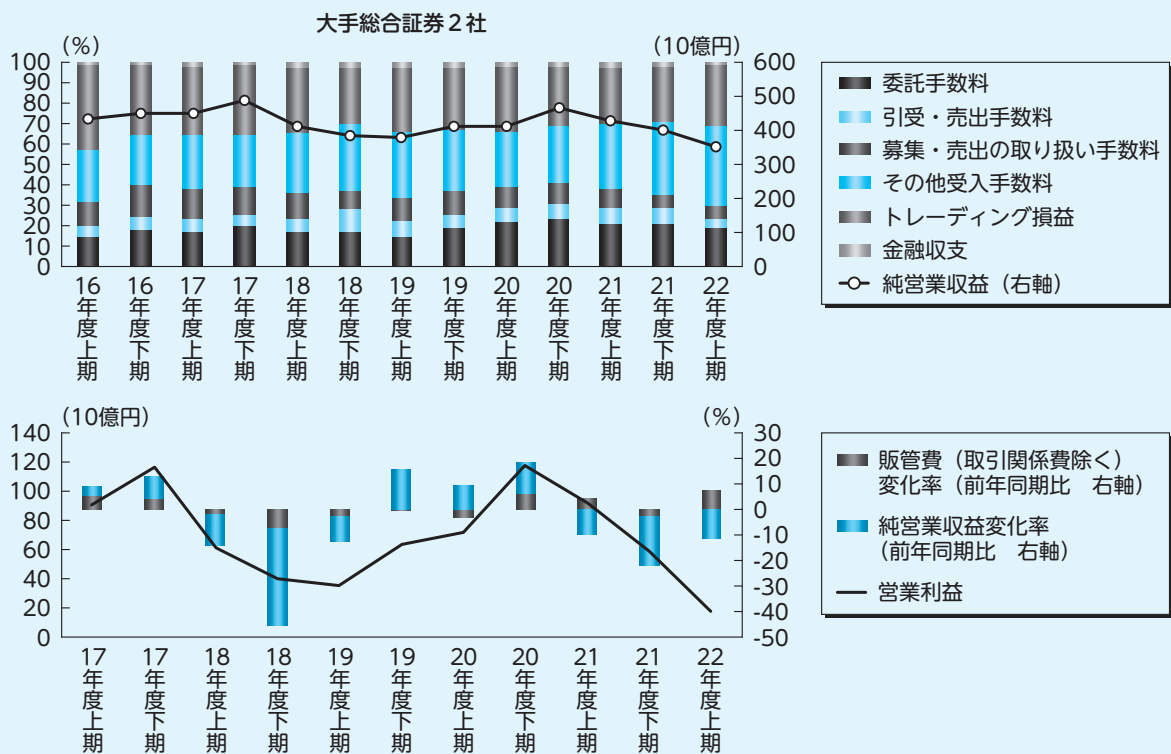
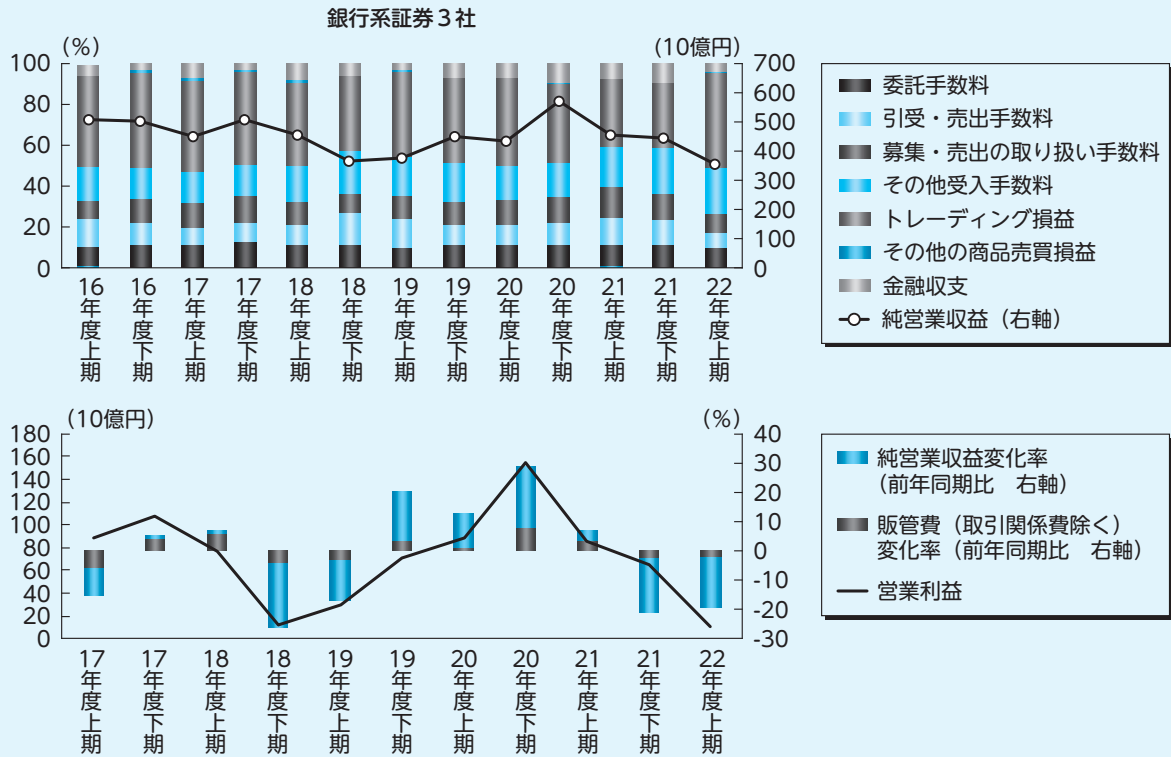
4) S B I証券、auカブコム証券、松井証券、マネックスグループ、楽天証券（連結決算ベース）の5社。

図表3 証券会社のカテゴリー別収益状況：純営業収益の推移（上図）と営業利益の変動要因（下図）



(出所) 各社「業務および財産の状況に関する説明書」等の公開資料から大和総研作成

図表3 証券会社のカテゴリー別収益状況：純営業収益の推移（上図）と営業利益の変動要因（下図）



(出所) 各社「業務および財産の状況に関する説明書」等の公開資料から大和総研作成

30%となった（9頁図表3の2段目）。株式売買代金は増加したものの、無料化対象拡大による委託手数料率の低下により受入手数料は減少してきた。また、インターネット証券の先物・オプションの委託個人売買代金シェアは、引き続き高水準を維持している。信用取引が収益の軸でもあり、金融収支は信用取引買平残の増加に伴い、拡大している。もともと金融収支の比率は3～4割程ある。インターネット証券では一部の会社で暗号資産関連収益の増加が純営業収益の増加に寄与している。

このように、個人投資家がオンラインの利便性に傾注する中、中堅証券会社のコアの強みが何かを示すことができるかが試されているといえよう。

4. 日本のスマホ証券の勃興とそのオーガニック／インオーガニック戦略

スマートフォンが普及し、その中でアプリが充実してきたことから、インターネット証券からの分岐的な戦略として、スマートフォンのアプリを利用したサービスが提供されているとともに、スマホ証券が設立されてきている。改めてスマホ証券を定義すると、「スマートフォンでの取引に特化した、或いはスマートフォンでの取引を前提とした証券会社」であり、「顧客は、パソコンではなく、スマートフォンで口座開設から発注・約定、決済、口座管理、市場情報・会社情報の閲覧などが可能」となる。

図表4は、上記定義からスマホ証券と分類される証券会社とその特性を整理したものである。図表に掲載されている7社は、さらに保有する免許の種類によって、大きく「第一種・第二種金融商品取引業」「投資運用・投資助言」と分類さ

れ、前者は「ブローカレッジ」を中心とするビジネス、後者は「ロボアド」を活用する「投資一任業」のビジネスに区分される。ちなみに、その設立時期は後者に属する2社（「お金のデザイン」と「WealthNavi」）が相対的に早く、それぞれ2013年、2015年である。前者のうちPayPay証券を除く4社は2017年から2019年の期間、つまり「フィンテック」がバズワードとして流行した時期と重なる。

さらに、株主によって、「スマホ証券」ビジネスをオーガニックに成長させたいのか、株主である金融機関のグループ内でそのビジネスを活用したいのかに分類することもできる。

スマホ証券のビジネスを成長させる「パターン」は決まっているといえる。例えばPayPay証券では、国内最大級のキャッシュレス決済サービスである「PayPay」との強固な連携を強みとする。その強みの源泉である「PayPay」というモバイル決済サービスのトップ画面（利用者が多いスーパーアプリ）から利用者にとって利便性が高く、容易に扱える動線を設けることで、以下の3つのフェーズで初心者でも本格的な証券投資ができる体験を可能としている。

- 1) 利用者が親近感を覚えるフェーズ：「PayPay」の利用で貯まるポイントを使った投資疑似運用体験サービス「PayPayポイント運用」を利用。
- 2) 利用者がより充実した投資機会を求めるフェーズ：「PayPay」内のミニアプリでの9つの運用コース（米国ETF、投資信託）の選択（PayPay資産運用）や、「PayPay証券アプリ」内で300銘柄以上の銘柄（米国株・ETF、日本株・ETF、投資信託）の売買。

図表4 主なスマホ証券比較

	LINE証券	CONNECT	PayPay証券	SBIネオモバイル証券	スマートプラス	お金のデザイン	WealthNavi
設立	2018年6月	2019年4月	2013年10月	2018年10月	2017年3月	2013年8月	2015年4月
主な免許	第一種金融商品取引業	第一種金融商品取引業	第一種金融商品取引業	第一種金融商品取引業、投資助言・代理業、投資運用業、金融サービス仲介業	第一種・第二種金融商品取引業、投資運用業	投資運用業、投資助言・代理業	第一種金融商品取引業、投資運用業、投資助言・代理業
株主	LINE Financial、野村ホールディングス	大和証券グループ本社	ソフトバンク、みずほ証券、Zホールディングス	SBIファイナシヤルサービスズ	Finatextホールディングス、大和証券グループ本社	東海東京フィナンシャル・ホールディングス他	柴山和久他
主なサービス内容	現物株式、信用株式、単元未満株、投資信託、FX、CFD、IPO	現物株式、信用株式、単元未満株、米国株式、投資信託、IPO	国内株式、米国株式、投資信託、IPO、CFD	現物株式、単元未満株、投資信託、インフラファンド、IPO、FX	コミュニティ型株式取引アプリ「STREAM」を提供。SNSを重視し、相互に相談可能	ロボアドバイザーTHEOは最大30種類以上のETFから構成されたポートフォリオ	ETFを通じて世界約50か国12,000銘柄に自動で分散投資可能なロボアドバイザーサービス
最低投資金額	1株～ 投信：100円～	1株～ 投信：100円～	1,000円～	1株～ 100円 (定期買付)	—	10万円～	1万円～
手数料	信用取引の売買手数料が約定代金に関わらず無料。現物取引の買付手数料が業界最低水準	国内株式(委託株式)の場合、売買代金に関わらず、一律売買代金の0.033%。手数料上限660円(税込)	スプレッド方式	月間の株式取引約定代金合計額をもとに算出	約定代金や取引回数に関係なく売買手数料が無料	最大1.1%(税込・年率)	預かり資産の1.1%(3千万円を超える部分は0.55%(税込・年率))
口座数	150万 (22年9月時点)	—	32.3万 (稼働率17%) (22年3月時点)	60万 (21年6月時点)	—	11.8万 (22年3月時点) (運用者数)	35.6万 (22年12月時点) (運用者数)
純営業収益 (100万円)	2,664	80	975	405	611	882 (営業収益)	6,529
純損益 (100万円)	▲10,549	▲2,076	▲3,157	▲2,621	▲818	▲48	289

(注1) 純営業収益・純損益は、2022年度の値。なお、WealthNaviの決算期末は12月末、その他は3月末。

(注2) スマートプラスはロボアドバイザー「Wealth Wing」も提供し、預かり資産の0.99%(年率・税込)の他、月額の情報利用料、売却手数料を徴収している。

(出所) 各社「業務および財産の状況に関する説明書」等の公開資料、日本投資顧問業協会から大和総研作成

3) 利用者が高度な投資機会を求めるフェーズ：IPO、CFD(差金決済デリバティブ)。

PayPay証券にとっては、「PayPay」との連携により、一般的なインターネット証券と比較して広告費用など証券口座の獲得単価を非常に低い水準に抑えられることが「最大のメリット」となる。スマホ証券のビジネスモデルは3つのフェーズの

うち、どのフェーズの利用者が大勢を占めるかによって、事業性のフェーズが判断できる。当然ながら、3)のフェーズの利用者が多いほど、事業性が高くなる。

大手総合証券2社が出資しているスマホ証券では、総合証券というブランド力を活用しているが、上記のPayPay証券の事例で示した3つのフェーズは同じ戦略と考えられる。

LINE証券は野村證券というブランド力とLINEというブランド力の相乗効果を狙っていると想定される。基本的にはPayPay証券と同じビジネスモデルであり、第一種金融商品取引業者のスマホ証券は商品・取引の多様化が進むほどインターネット証券とビジネスモデルが重なることとなる。SBI証券がSBIネオモバイル証券を吸収合併するという事例があり、スマホ証券は、その独立性を担保するのであれば、インターネット証券との差別化をこれまで以上に図っていく必要があるだろう。

例えば、投資一任業務を行うWealthNaviは、投資家をリスク許容度の高さに応じて5つに区分し、それぞれのリスク許容度に適する投信のみで組成した5つのモデルポートフォリオを個人に販売している。ターゲット顧客は20代から50代の現役世代であり、同社の営業費用の大部分は営業収益の3分の1を占める広告宣伝費である。このため、SNSとの連携を図るスマホ証券とは異なり、証券口座の獲得費用は大きい。どのモデルポートフォリオも運用成績が芳しくない場合、広告宣伝費を減少させるなどにより費用の多寡の調整を行うなど、費用対効果を高める工夫をしているものの、収益を安定させ持続性の高いビジネスモデルにするにはまだ時間がかかると考えられる。

以上、日本の証券業界の中でのインターネット証券及びスマホ証券の位置づけと、そのビジネスモデルの特性を見てきた。ネット証券はオーガニックに商品・サービス、取引を多様化して収益

性の改善に取り組んでいる。その他にSOR注文⁵の活用、PFOF⁶による手数料の徴収などが収益源の多様化の方法として挙げられているが、PFOFの導入は日本では規制上難しい面もあり、その有効な実現には不透明な部分が残る。

これらを踏まえて、次章では、欧米ネット証券のビジネスモデル事例を挙げ、将来にわたる収益性の改善に有効な戦略という観点から論点整理を行う。そこから日本のインターネット証券及びスマホ証券に有用な要素がないかどうかを見ていくこととする。

2章 欧米ネット証券の事例と論点整理

ネット証券のビジネスモデルのあり方を検討する上で、金利環境や個人投資家による資本市場への参加状況、資産形成に絡む税制優遇制度など、各種環境の違いは大きいものの、海外の事例は参考になるだろう。本章では、米国や欧州のネット証券のビジネスモデルや先行きの戦略の見通しを概観することで、日本への示唆を探っていく。

1. ネット証券の現状（米国）

ここでは、米国のネット証券の代表的な事例として、既存大手のネット証券であるチャールズ・シュワブとEトレード（モルガン・スタンレーが2020年10月に買収完了）、新興の証券会社（ネオ・ブローカー）であるロビンフッドのビジネスモデルを取り上げる。

5) スマート・オーダー・ルーティング (Smart-Order Routing) 注文の略。国内取引所や私設取引所 (PTS) など複数の市場から最良の価格を提供している市場を自動的に選択し、売買を執行する形の注文のこと。市場での気配値を監視していて、最良の気配値を示す市場に注文が出される。例えば、日本では複数の取引施設の価格を利用し、東証での価格と裁量執行との差額を顧客と折半し、収益を得る。

6) ペイメント・フォー・オーダーフロー (PFOF) の略。マーケットメーカーの第三者に注文情報を回送し、注文情報の対価としてリベートを受け取る。

既存大手ネット証券の事例:チャールズ・シュワブ

<多様化が進む収益源>

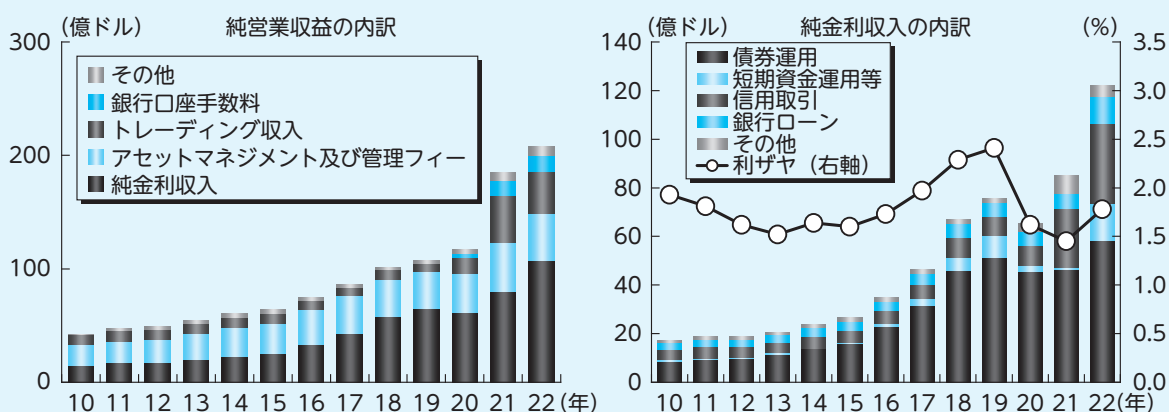
チャールズ・シュワブは、米国最大級の個人投資家向けネット証券である。米国のネット証券会社における口座数の約3割、預かり資産残高の約4割を占めているといわれている⁷。同社の足もとの純営業収益の内訳を見ると、堅調に拡大しているだけでなく、収益源が多様化していることが見て取れる（図表5左図）。

純営業収益の内訳を見ると、2022年において約半分を占めるのが純金利収入である。また、この純金利収入の内訳も多様化している（図表5右図）。MBS（不動産担保証券）や国債・社債といった債券運用からの収益に加えて、信用取引に伴う収益が足もとでは拡大している。なお、これらの債券運用などの元手は顧客の総合証券口座におけるキャッシュである。チャールズ・シュワブを含む多くの米国の証券会社では、投資家の資金の一

部がキャッシュに配分される際に、自動的に銀行口座に預金としてスイープ（入金）させるプログラム（スイープ口座）を導入しており、これを原資として市場運用もしくは融資資金として活用している。スイープ口座に移管された預金は、決済性預金がかなりの割合を占めることから、2022年以降の金利上昇局面でも、このスイープ口座への適用金利は比較的低位で推移しており、それが利ザヤの拡大に寄与している⁸。

アセット・マネジメント及び管理フィーについては、緩やかな拡大が継続しており、2022年には42億ドルとなっている。足もとでは、トレーディング収入が急増していることもあり、以前に比べて、収益全体に占める割合は低下しているものの、直近でも収益全体の約20%を占めている。この勘定項目には、チャールズ・シュワブが提供するミューチュアル・ファンドやETFからの信託報酬、外部の運用会社のファンド等販売に伴う代行手数料、マネージド・アカウントなどアドバ

図表5 チャールズ・シュワブの収益状況



(注1) 2019年10月にオンラインの米国株、ETF、オプション等の売買手数料を無料化。2020年10月にTDアメリカトレードの買収を完了。
 (注2) 左図において、PFOFからの収入は、2017年以前は「その他」、2018年以降は「トレーディング収入」に分類。
 (注3) 右図の利ザヤは、運用資金と調達資金の平均利回りの差分。
 (出所) Charles Schwabから大和総研作成

7) Aite Novarica “The Future of Online Brokerage: The Strong Get Stronger” Sep 2, 2021 を参照。
 8) なお、預かり資産におけるキャッシュを活用する戦略について、顧客が高金利環境に伴う機会を逃している側面があるとの批判もある。もっとも、同社は、より高い利回りの期待できるMMFや債券ファンドも提供している上に、スイープ口座で適用される金利は銀行預金の平均を上回っていると反論している。

イザー主導のサービスからの手数料収入、401(k)のレコード・キーピングに関連する手数料収入などが含まれる。

また、トレーディング収入は、2021年以降に大きく増加している。これは、同じく大手ネット証券だったTDアメリトレードの買収（2020年10月に完了）による影響が同年からフルに反映されたことに加えて、コロナ禍での取引活況を受けた売買手数料の増加やPFOFに伴う収入の拡大、取引当たりの手数料水準が高いデリバティブ取引の占める割合の上昇などが背景にある。

なお、2019年10月1日に同社はオンラインでの米株やETF等の売買手数料の無料化に踏み切ったものの純営業収益全体への下押し圧力は限定的だった。理由としては、同収益全体に占める売買手数料の比率が低かったためである。実際、この比率は2010年の18%から、2019年には5%まで低下している⁹。ここからは、収益源の多様化が売買手数料の無料化に対する耐性をもたらしたと解することができる。

＜IFA向けのプラットフォーム・サービス提供を通じた顧客層の多様化＞

オンラインで取引を行う投資家向けサービスに加えて、同社は米国の独立系ファイナンシャル・アドバイザーであるRIA（投資顧問業者、Registered Investment Advisor）向けのプラットフォーム・サービスを提供することを通じて、富裕層向けにもサービスを展開している。このプラットフォームでは、各種金融商品へのアクセスの提供、ファンド等のデュー・デリジェンス、カストディアン機能など、TAMP（Turnkey Asset Management Platform）と呼ばれるサー

ビスを提供している。さらに、大手証券会社からのRIAの独立のサポートや研修プログラム、リサーチ機能の提供等も行っている。

これらのRIAを通じた富裕層向けのサービスは、シュワブ・ウェルス・アドバイザーと呼ばれている。なお、同社は、顧客層を①マス富裕層、②富裕層、③超富裕層という形で細分化しており、それぞれリテール顧客の預かり資産全体の31%、47%、22%を占めている（2022年末時点）。収益構造と同じく、顧客層も多様化していることが示唆される。

既存大手ネット証券の事例：Eトレード（モルガン・スタンレー）

Eトレード（E*Trade Financial）は、主に短期取引を行う個人投資家向け証券サービスを提供しており、もともとは、独立系の手ネット証券だった。米国のネット証券の中での預かり資産残高では4位（2020年6月末時点：約4,000億ドル）であり、約580万口座を獲得していた。また、同社は、従業員の自社株購入（日本の従業員持株会に類似）やストック・オプション取得といったストック・プランのサービスを顧客企業に提供する職域事業も展開しており、2019年時点で約190万の個人口座・約3,000億ドルの管理資産を獲得していた。

モルガン・スタンレーによる買収直前（2019年）のEトレードの収益状況を見ると、純営業収益に占める純金利収入の割合が64%と高いものの、売買手数料の割合は15%とチャールズ・シュワブ（5%）に比べて高い。2017年頃から本格化した売買手数料の引き下げ競争の影響は相対的

9) もっとも、既述のように、2020年以降に売買手数料への依存度が相対的に高いTDアメリトレードの買収による影響がフルに反映されていることに加えて、コロナ禍での取引活況等を受けて、トレーディング収入はむしろ大きく拡大している。

に小さくなかったとみられる。

モルガン・スタンレーは2020年2月20日に130億ドルでEトレードの買収を発表した。モルガン・スタンレーが強みとする富裕層顧客を対象とした対面サービス¹⁰に加えて、投資家自身で売買を行うオンライン・サービス、職域サービス¹¹の三本柱でウェルスマネジメント・ビジネスを強化することが買収の目的となっている。

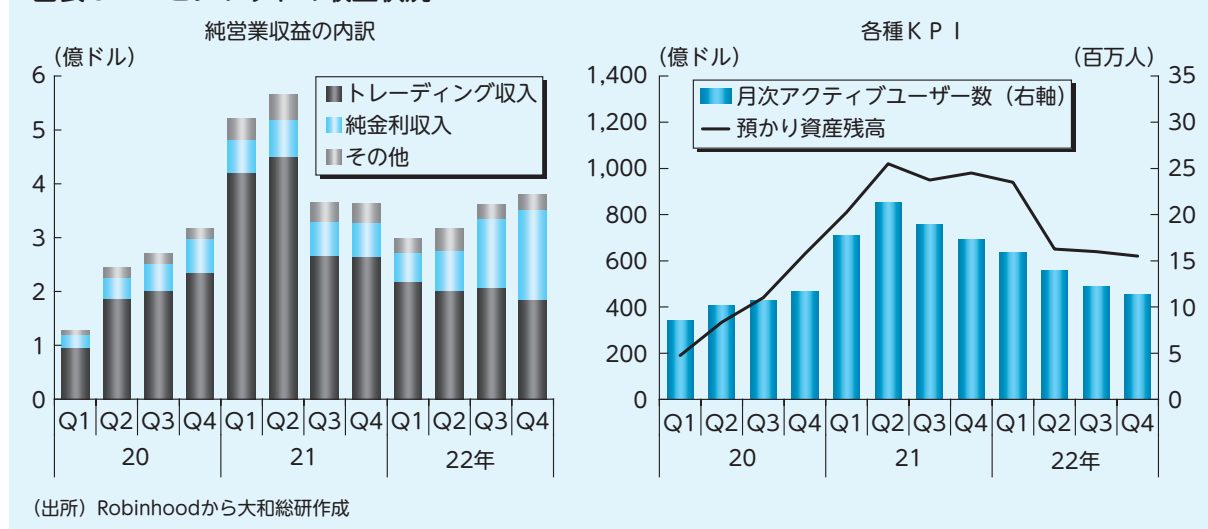
買収によるシナジーがどの程度生じるかは、あるサービスの提供を通じて獲得した顧客が他のサービス（特に対面やオンラインでのサービス）の利用をどの程度拡大させるかに依存する。例えば、対面サービスを利用する富裕層顧客によるオンラインでの取引ニーズを満たすことでより多くの資産の管理が可能になることや、Eトレードの利用を通じて保有資産を拡大させた顧客への対面サービス提供などが期待される。この点については、定量的な情報開示は見られないものの、例えば、職域サービスの顧客に対しては、ストック・

プラン用の口座とともにEトレードの口座も開設させることで、将来的に顧客が自社の株式を売却した場合に自動的にEトレードの口座で管理して歩留まりしやすくするなど、各チャネルの連携を強める取り組みはなされている模様である。

米国ネオ・ブローカーの事例：ロビンフッド

次に、米国のネオ・ブローカーの代表格としてロビンフッドの事例を見てみよう。同社は、売買手数料の無料化に加えて、口座開設や株式等の売買がオンラインで完結できる、ユーザー・インターフェースに工夫があるなど、スマホ証券サービスにおける手続き・取引の「シンプルさ」「分かりやすさ」が投資のハードルを下げ、特に感染拡大期に、多くの投資初心者層を顧客として獲得した。実際、月次で見たアクティブユーザー数は、ミーム株取引や暗号資産取引が盛り上がった2021年前半に2,000万人超まで増加している（図表6右図）。

図表6 ロビンフッドの収益状況



10) モルガン・スタンレーのウェルスマネジメント・ビジネスの詳細については、内野逸勢・森駿介・鳥毛拓馬「米国のリテール金融のパラダイムシフト」『大和総研調査季報』2023年新春号 (Vol.49) を参照。

11) 2019年5月には、顧客企業の従業員が保有する持株やストック・オプションに関する情報管理といった職域事業を手掛けるソリウム・キャピタルを買収している。

ロビンフッドの収益状況を見ると、顧客数の増加と同時期にトレーディング収入を大きく伸ばしていることが分かる（図表6左図）。トレーディング収入の内訳では、株式やオプションのP F O Fに伴う収益に加え、暗号資産取引に係る手数料も大きくなっている。もっとも、2021年後半以降は、これらの商品の売買量やアクティブユーザー数が減少する中で、トレーディング収入も減少傾向が続いている。一方、足もとでは、これを一部相殺する形で純金利収入が増加している。純金利収入の中では、従来は証券貸付や信用取引などトレーディング関連の収益の割合が大きかった。しかし、2022年後半以降は、市場金利の上昇を背景に、短期金融市場や債券市場での運用収益が拡大しており、トレーディング収入以外の収益源の確保が進められていたことが伺える。なお、最終損益については、2020年は黒字転換したものの、2021年以降は8四半期連続での赤字が継続している。

規模は異なるものの、チャールズ・シュワブなどの既存大手のネット証券と収益構造を比較した場合、ロビンフッドは、トレーディング収入への依存度が高いほか、収益源の多様性が低いことが指摘できるだろう。P F O Fの収益は、基本的に取引量に依存しており、株式市場等の活況度によって、大きく左右されることになる。また、SECがP F O Fの取引慣行を見直す規則改正案を2022年12月に公表しており、回送される個別の注文ごとのオークション実施の義務付けや、ブローカー・ディーラーにおける最良執行ルールの導入などが提案されている（パブリックコメントの募集期間は、2023年3月31日まで）。このことから、同社は政策変更リスクも抱えているとい

えるだろう。

2. ネット証券の現状（欧州）

欧州については、ネオ・ブローカーの存在感が足もとで高まっている（図表7）。例えば、統計調査データプラットフォーム提供業者のStatistaによれば、ドイツと英国のネオ・ブローカーのユーザー数は2017年にそれぞれ66万人だったものの、2021年にはドイツが241万人、英国が215万人へと増加している。人口を分母にした比率で見ると、2021年時点ではドイツが2.9%、英国が3.2%となっており、日本（1.7%）よりも高い水準となっている。また、株式投資をする個人が少ない欧州でのネオ・ブローカーの競争は、米国とは性質が異なるとの見方もある¹²。すなわち、欧州のネオ・ブローカーの中には、既存のネット証券から市場シェアを奪うというよりも、投資未経験の個人の投資を促すことを志向する事業者も少なくないとみられている。以下では、欧州のネオ・ブローカーの動向を中心に見ていく。

ネオ・ブローカーの事例①：フリートレード

日本のスマホ証券に最も類似した特徴を持つネオ・ブローカーとして、英国を拠点としたスマホ証券に近いサービスを提供するフリートレードが挙げられる。同社は、元K P M G社員のAdam Dodds氏が2016年に創業したフィンテック企業である。英国では、個人投資家は大手のネット証券であるファンド・プラットフォームと呼ばれる業者を通じて投資を行うケースが少なくないものの、取引ごとに10ポンド超の手数料を徴収する例もあることから、保有資産が少ない個人にとって投資しづらい環境となっているとの見方も

12) Financial Times “Inside the Battle to be Europe’s Robinhood” Oct 1, 2021

図表7 欧州における主なネオ・ブローカー

	設立	顧客数	預かり資産	各種手数料	主な取扱商品	備考
Trading 212 (英)	2004年	200万人超 (23年3月) (注1)	30億ポンド (23年3月) (注1)	株式・ETFの売買手数料はゼロ。CFDで売買手数料を徴収。	株式 ETF デリバティブ	元々はCFDなどのレバレッジの高い金融商品の販売プラットフォーム。2017年にゼロ・コミッションサービスの提供を開始。
Revolut (英)	2015年	2,500万人超 (22年11月) (注2)	—	プランごとに月間の無料取引回数が付与。それを超える取引に売買手数料が発生。口座管理手数料や為替手数料も徴収。	株式 暗号資産 コモディティ	英国を代表するフィンテック企業。主にデジタル銀行・海外送金サービスを提供する金融スーパーアプリを提供。2019年に英国にて株式取引サービスを提供開始。
Freetrade (英)	2016年	140万人超 (23年3月) (注1)	13億ポンド超 (23年3月) (注1)	売買手数料はゼロ。海外株・ファンドの売買時の為替手数料を徴収。その他、有料プランも存在。	株式 ETF 投資信託 SPAC	有料プランではISAや個人年金口座へのアクセスを提供。主な収益源は、海外株・ファンド投資に伴う外貨手数料と有料プランからの手数料。
Bux (蘭)	2013年	100万人超 (23年1月) (注1)	—	株式・ETFは、決済手数料を徴収。このほか、暗号資産などの売買手数料、米国株取引時の為替手数料、サブスクリプション・フィーを徴収。	株式 ETF デリバティブ 暗号資産	オランダ含む大陸欧州8か国でサービスを展開。売買手数料を徴収しないモバイルアプリのサービスに加えて、CFDも提供。ブラックロックと提携し、ETFセービング・プランを提供することを公表。
Scalable Capital (独)	2014年	60万人超 (22年8月) (注1)	100億ユーロ (22年8月) (注1)	取引ごとに売買手数料が発生する無料プラン、もしくは売買手数料が発生しない有料プランが選択可能。	株式 ETF デリバティブ ファンド 暗号資産	ロボアドに加えて、自身で運用判断を行う投資家向けのサービスを提供。セービング・プランでは、2023年1月に100万口座を超えたことを公表。対顧客向けのサービス(B2C)だけでなく、ロボアドサービスをB2Bで提供する事業も展開。
Trade Republic (独)	2015年	250万人<推計> (22年9月) (注3)	—	売買手数料はゼロ。取引ごとに決済手数料で1ユーロ徴収。	株式 ETF デリバティブ 暗号資産	欧州における最初のゼロ・コミッション事業者。PFOFが主な収益源とみられる。ロビンフッドにも出資している米VCのセコイア・キャピタルも出資。ブラックロックと提携し、ETFセービング・プランを提供することを公表。

(注1) 各社のウェブサイト・プレスリリース等での記載内容。

(注2) デジタル銀行・海外送金サービスなど、証券サービス以外を含む値。

(注3) アプリダウンロード状況などをもとにしたWarburg Researchによる推計。

(注4) セービング・プランは、株式やETFの組み合わせや毎月の拠出額を個人投資家が選択し、積立投資を行うサービス。

(出所) 各社資料・ウェブサイト、BrokerChooser、Warburg Researchから大和総研作成

多かった。このような環境を背景に、同社は、英国にて株式・ファンドなどの売買手数料を無料化した。

フリートレードは、本稿執筆時点（2023年3月）において、利用者向けに①ベーシック（無料）、②スタンダード（月額4.99ポンド）、③プラス（月額9.99ポンド）の3つのプランを提供

している。ベーシックプランでも、取引手数料なしで株式やファンドの取引は可能である。しかし、同プランでは取引可能な銘柄数が他のプランに比べて限られるほか、税制優遇口座であるISA（個人貯蓄口座、Individual Savings Accounts）やSIPP（自己投資型個人年金、Self-invested personal pensions）は利用できず、その他の有

料プランへ加入する必要がある。なお、どのプランでも共通して、顧客が海外株・ファンドなどに投資する際には、スポット価格+0.45%の為替手数料が徴収される。

フリートレードは、ユーザーや預かり資産を堅調に伸ばしている（図表8左図）。また、収益状況を見ると、英国では2012年にP F O Fが禁止されたこともあり、米国やドイツのネオ・ブローカーとは異なる収益構造となっている。すなわち、2020年9月期から2021年9月期にかけて収入は大きく増加しているが、収入源は上記の有料プランから得られる月額の手数料に加えて、海外株・ファンドへの投資時の外貨手数料（スポット価格+0.45%を徴収）となっている（図表8右図）。また、直近の税引前損失は▲2,000万ポンド近くとなっており、黒字化には至っていない。創業者のAdam Dodds氏も「長期的に黒字化を

実現するには、規模の拡大が不可欠」と語っている¹³。

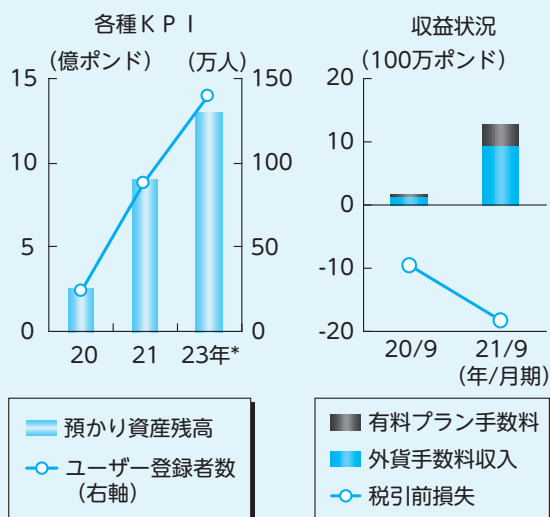
なお、同社は、2023年4月11日から、ベーシックプランで外貨手数料を0.45%から0.99%に変更するなど、一部のプランで外貨手数料の引き上げを行うほか、有料プランの値上げを行うことを公表している。スタートアップに逆風が吹くマクロ経済環境の中で、顧客獲得による成長よりも、持続的な収益獲得のための施策の優先に迫られたのではないかと、との評価も聞かれている。

ネオ・ブローカーの事例②：トレード・リパブリック

トレード・リパブリックは、2015年に創業されたネオ・ブローカーである。ドイツを主な拠点としているものの、海外にもサービス提供を拡大させており、2022年10月時点で、欧州17カ国で利用が可能となっている。取り扱い可能な資産クラスは、株式・ETF・暗号資産・デリバティブと幅広い。他のネオ・ブローカーと同様に、若年層や初心者が主な顧客層となっており、2021年時点で顧客の約70%が35歳未満、約半分が初心者である¹⁴。また、顧客数については、2021年5月の資金調達時には、100万人を超えたことを明らかにしているものの、メディアやアナリストの推計では、足もとで200～250万人に至っているといわれている。最近では、さらなる顧客獲得のために、証券口座のキャッシュ（上限5万ユーロ）部分に年率2%の高金利を適用するサービスを開始している。

同社は、P F O Fを主な収益源としていることが知られているが、2021年9月期以降は収益関

図表8 フリートレードの業績



(注) 左図は、20年・21年は9月末。23年は、ウェブサイトに掲載されている値（2023年3月確認）。
(出所) Freetradeから大和総研作成

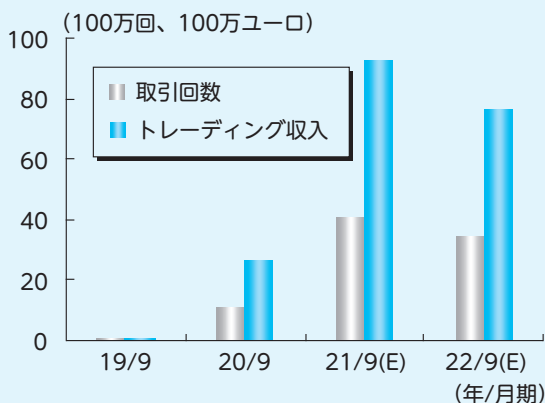
13) Financial Times “Free trading apps – investment freedom or false economy?” Apr 18, 2019

14) トレード・リパブリックからの委託調査であるDIW Econ “Hype or New Normal? Insights into the motives and behavior of a new generation of investors” Feb 9, 2022を参照。

連の情報を開示していない。もっとも、顧客による全ての株式・ETFの取引はハンブルグ株式取引所の電子取引プラットフォームであるLang & Schwarz Exchangeに回送されており、同取引プラットフォームの公表情報を通じて、トレード・リパブリックの収益状況を一部推計することができる。

実際、ドイツのプライベート・バンクであるM.M.Warburg & CO傘下の調査会社の推計¹⁵によれば、同社の取引回数は株式市場が活況だった2021年9月期にピークに達している(図表9)。また、過去のトレード・リパブリックの開示情報を踏まえ、取引当たりのトレーディング収入(取引ごとの決済手数料(1ユーロ)、PFOFに伴う収入など)を2.3ユーロ前後と仮定すると、トレーディング収入は2021年度に約9,300万ユーロに達していたと推計されている。

図表9 トレード・リパブリックの業績



(注) 年度末は9月。2021～22年度は推計値。
(出所) Warburg Researchから大和総研作成

PFOFに依存した収益構造であることから、同社は「ドイツ版ロビンフッド」と評されることがあるものの、同社CEOのChristian Hecker氏はインタビューの中で、PFOFではヘッジファンドに回送していないことに加え、積立投資サービスであるセービング・プラン(Savings plan、後述)を提供していることなど、長期の資産運用プラットフォームを目指している点でロビンフッドとはビジネスモデルが異なると述べている¹⁶。実際、同社の顧客に対して行ったアンケート調査では、72%が投資を行う動機として退職のための長期投資と回答している¹⁷。

大陸欧州でのセービング・プランの普及

大陸欧州では、ドイツを中心に先述のセービング・プランと呼ばれる積立投資サービスの利用が活発化している。セービング・プランとは、個人投資家が株式やETFを組み合わせたプランを構築した上で毎月の拠出額を選択し、積立投資を行うサービスのことである。

ネオ・ブローカーはセービング・プランの主な担い手となっている。例えば、スケラブル・キャピタル(Scalable Capital)は、2023年1月に自社を通じて個人投資家が構築したセービング・プランの本数が100万本に達したことを発表した¹⁸。また、同社は、セービング・プランを通じた投資金額の90%をETFに投資しており、毎月の平均拠出額は470ユーロに上ることも報告している。また、ブラックロックは、ネオ・ブ

15) Trade Republicに出資している独・ネット証券のsinoを分析対象としたアナリスト・レポート(Warburg Research作成、2022年12月2日付)を参照。https://www.sino.de/wp-content/uploads/2022/12/sino_Note_20221202_en0.pdf

16) sifted “We’re nothing like Robinhood, says Berlin-based broker Trade Republic” Feb 18, 2021

17) 脚注14参照。

18) Scalable Capital “Record demand from investors - Scalable Capital surpasses one million ETF and stock savings plans” Jan 1, 2023

ローカーである Bux やトレード・リパブリックと連携して、ドイツ・オランダ・イタリア・フランス・スペイン・ベルギーなどの大陸欧州各国でのセービング・プランの普及を推し進めている。Bux 経由で提供するサービスの場合、投資家は iShares を 10 本まで投資可能であり、固定手数料として月額 1 ユーロを支払う。また、アロケーションを変更する場合は 1 ユーロの手数料を支払っている。加えて、若年層を惹きつけるために月次の最低投資額は 10 ユーロと低めに設定している。

なお、ETF に関する調査・情報発信を行う extraETF のデータをもとに一例としてドイツにおける ETF を通じたセービング・プランの状況を確認すると、2022 年末における残高は、約 850 億ユーロまで拡大しているほか、2022 年における年間拠出額は約 80 億ユーロとなっている（図表 10）。もっとも、これらは、トレード・リパブリックやスケーラブル・キャピタルといった

主要なネオ・ブローカーの数字は反映されていないことから、実際は残高・拠出額ともにさらに大きいことが推測される。また、ブラックロックと extraETF の調査によれば、ドイツで ETF セービング・プランを利用する投資家は、2022 年初時点で 490 万人に上るうえに、2026 年までに利用者は 2,000 万人に達し、運用資産額は 5,000 億ユーロまで拡大するとの推計もなされている¹⁹。このように、ネオ・ブローカーにおいても、積立投資の推進を通じた資産管理型ビジネスを推進する動きが盛んになっていることが分かる。

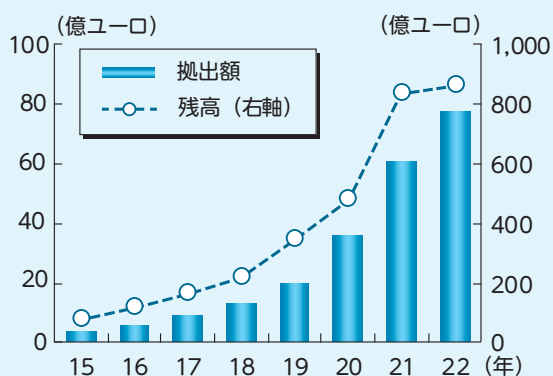
3. 欧米ネット証券の戦略

ここまで、欧米のネット証券の決算データやビジネスモデルの事例を概観することで、株式等の売買手数料の無料化・低下の流れを背景とした、トレーディング収益の下押し圧力が生じていることを確認した。この状況下で、欧米のネット証券はどのようなビジネスモデルを採用しているか、また、先行きどのような戦略が考えられるか、ということについて、先進的な取組みなども踏まえつつ、本章のまとめとして整理したい（図表 11）。

① トレーディング収益のさらなる拡大

米国やドイツのネオ・ブローカーを中心に P F O F を主な収益源とする事業者は存在する。もっとも、P F O F の収益は、基本的に株式市場等の活況度に大きく左右されるほか、政策変更リスクに左右される面が大きいように思われる。特に、後者については、先述の通り、米国では S E C が規制改革案を公表している上に、欧州議会でも E U 全域での P F O F 禁止の是非について議論がな

図表 10 ETF セービング・プランの残高・拠出額（ドイツ）



(注) コメルツ銀行、INGなど金融機関15先の報告を集計したデータ。
(出所) extraETFから大和総研作成

19) ETF Stream “BlackRock: ETFs on European digital platforms to hit €500bn by 2026” Dec 5, 2022

図表11 欧米ネット証券の現在・先行きの戦略例

①トレーディング収益のさらなる拡大
ペイメント・フォー・オーダー・フローの活用
多様な資産クラス（暗号資産、CFD、外貨取引等）やサービス（信用取引、証券貸付等）の取り扱い
②ストック収益の拡大（金利収入、サブスクリプションフィー等）
顧客数の増加（海外展開・高金利の預金サービス提供・税制優遇口座やセービング・プラン普及等）
顧客当たり保有資産の増加（IFAとの連携・職域サービス展開）
金利収入の獲得（銀行口座との連携等）
③他社サービスへの組み込み
B2Bでのスマホ証券サービス提供（SaaS事業）
スーパーアプリ事業者や大手証券への事業売却

（出所）大和総研作成

されている²⁰。ネット証券から見ると、PFOFの活用を通じて、売買手数料の無料化が実現されており、顧客にも恩恵が及んでいるということになるだろうが、規制面での今後の議論の動向は、ネット証券のビジネスモデルを占う上でも注目点だろう。

また、株式やETFのような売買手数料の確保が難しい商品に加えて、手数料の徴収が可能な商品の提供が、収益拡大策として考えられる。例えば、フリートレードは、英国民に対して海外株の取引サービスを提供しており、同社の主な収益源はそれに伴う外貨手数料となっている。また、ネオ・ブローカーの中には、暗号資産やCFDなど、売買手数料の下押し圧力がさほど生じていない商品を提供する先も少なくない。加えて、信用取引や証券貸付など、提供サービスを多様化させるといった選択肢もあるだろう。

もっとも、ネオ・ブローカーが提供する取引アプリを中心に、顧客の取引を過度に促している可能性を懸念する声もある。例えば、Financial Times紙は、ネオ・ブローカーは若年層や初心者の資産形成を促すことができている点はポジティブではある一方、一部のアプリでは、現物株の取引画面でシームレスにCFD取引に切り替えられる画面表示となっている点を問題点として指摘している²¹。また、英国の金融当局であるFCA（金融行為規則機構）は、顧客の取引を過度に促しうる機能を多く含む取引アプリのユーザーほど、リスク許容度以上に高リスクの投資を行っているとの調査を公表している^{22,23}。このほか、ESMA（欧州証券市場監督機構）についても、2023年1月に公表したレポート内で、ネオ・ブローカーの台頭は望ましいとしながらも、リスクの高い商品へのアクセスを容易にすることで、よ

20) Reuters “EU lawmakers set up clash with member states over share trade ban” Mar 1, 2023

21) Financial Times “When ‘commission-free trading’ isn’t (really) free” Feb 20, 2020

22) Financial Conduct Authority “Gaming trading: how trading apps could be engaging consumers for the worse” Nov 21, 2022

23) このような取引アプリ等における画面表示が、家計の金融行動に与える影響については、森駿介「FinTechが家計の金融行動に及ぼす影響」、大和総研レポート（2022年7月27日付）を参照されたい。

りリスクを負う取引行動を投資家に促す可能性への懸念を示している²⁴。投資家保護の観点からは、顧客のリスク特性や投資経験に即した画面表示やサービスの提供が、ネオ・ブローカーにはこれまで以上に求められる可能性がある。

② ストック収益の拡大

売買手数料無料化の流れなどを受けたトレーディング収益の下押し圧力やサービスのコモディティ化を背景に、これまで以上に、ネット証券を含む証券ビジネスにおいては顧客獲得を通じたストック収益の拡大が重要になっている。預かり資産拡大のために、顧客数や顧客当たり預かり資産の増加を目指す施策が講じられている。

欧州のネオ・ブローカーでは、顧客数増加のための施策として、欧州域内でサービスを展開する国・地域の拡大や、高金利の預金サービス提供を通じたマーケティングを図る動きがみられる。また、セービング・プランを通じた少額からの積立投資サービスの推進や税制優遇口座向けのサービス展開は、保有資産の少ない若年層や投資未経験者の顧客獲得に繋がるのみならず、同サービスを通じた長期的な預かり資産の拡大も期待されている。

また、既存大手のネット証券を中心に、顧客当たり保有資産の増加策として、IFAとの連携や職域サービスの提供など、保有資産がより大きい層にアプローチする施策が採られている。例えば、チャールズ・シュワブやフィデリティは、確定拠出年金やストック・プランなどの福利厚生サービスを企業向けに提供することを通じて、将来の富

裕顧客層として企業の従業員をターゲットとしている。

③ 他社サービスへの組み込み

今後の戦略としては、顧客たる投資家と対するB2Cだけではなく、他の金融機関へのネット証券システムの提供を通じたサービス提供の拡大を志向するB2Bの動きも考えられよう。海外のネオ・ブローカーでは、B2Bでブローカレッジ型のスマホ証券機能の提供拡大を図る目立った事例はみられないものの、ロボアド事業者の中には、B2Bでのサービス提供を積極化する動きがある。例えば、チャールズ・シュワブは、自社のロボアドサービス機能を同社のTAMPを通じてRIA向けに開放している。また、ドイツのネオ・ブローカーであるスケラブル・キャピタルは、ロボアドサービスを自社顧客だけでなく、システム提供を通じて大手金融機関の顧客にも提供するB2B事業を展開している。

また、ネット証券におけるトレーディング収入の収益性は低いこともあり、ネオ・ブローカーの若年層の顧客獲得能力やスマホ証券機能に目を付けた大手証券会社や金融スーパーアプリの事業者がM&Aを検討している、という観測報道も近年は散見される。ロボアド業界では、先駆者的なフィンテック企業が既存の大手金融機関等を買収され、ロボアドのサービス提供機能のみが残る「土管化」²⁵の事例が先行してみられた。ネオ・ブローカーについても、他社への事業売却という形での「土管化」が生じる可能性は相応にあるだろう。

24) European Securities and Markets Authority “Costs and Performance of EU Retail Investment Products 2023” Jan 30, 2023

25) 情報通信の分野で「土管」はネットワーク等の通信インフラを意味する用語であり、「土管化」は通信事業者が端末機器やサービスなどの入口・出口の部分に顧客に提供できず、回線のみを提供する状態になること。

3章 新NISA導入を踏まえたわが国のマス・マーケットの変化の方向性（英国の事例を踏まえて）

2章では、欧米のネット証券においても、税制優遇口座の活用や積立投資サービスの提供などを通じて、顧客の獲得や預かり資産の拡大を進める動きが盛んになっていることを確認した。翻って、日本でも令和5年度税制改正によりNISAの大幅な拡充が予定されており、マス層向けの証券ビジネスへのアプローチに変化が生じる可能性があるだろう。本章では、まず新NISA導入による家計行動の変化とそれによる金融機関への影響を考察する。そしてその後、NISA制度の手本となった英国ISAに、金融ビジネスがどのように対応しているかを概観し、日本への示唆を得る。

1. 新NISAによるリテール金融への影響

新NISAのポイント

今回のNISA改正では、制度の恒久化や非課税期間の無期限化が行われた他、つみたて投資枠と成長投資枠の創設、非課税枠の大幅な拡大が特徴的な点として挙げられよう（図表12）。

新NISAは従来をつみたてNISAを引き継ぐ「つみたて投資枠」、従来的一般NISAを引き継ぐ「成長投資枠」を設け、これら2つの枠を併用可とし、一体化した制度となった。つみたて投資枠で購入できる金融商品は現行をつみたてNISAと同じである一方、成長投資枠は一般NISAを基本的に踏襲するものの一部に投資制約が設けられる。具体的には、整理銘柄・監理銘柄、

信託期間20年未満の投信、高レバレッジ投資信託、毎月分配型投信は対象外となる。こうした対象商品の制限は、新たに投資を始める人のNISA利用が増えていくと予想されるなか、投資初心者であっても安心して利用できるように、商品に制限がかけられたものと解釈できる。

また非課税枠については、年間投資枠と累計投資枠の両方において、大幅に拡大された。つみたて投資枠は年間120万円、成長投資枠は年間240万円となり、これらを併用することで年間360万円まで投資可能となった。現行をつみたてNISA（年間40万円）や一般NISA（年間120万円）と比較すると、それぞれ3倍、2倍と拡大されている。

また、今回新たに設けられた累計投資上限額は新NISA全体（つみたて投資枠と成長投資枠の

図表12 新NISAの概要

	新NISA	
	つみたて投資枠	成長投資枠
制度間関係	成長投資枠とつみたて投資枠は併用可能	
投資対象	金融庁に届出された長期投資に向く公募株式投信、ETFのみ	上場株式、公募株式投信、上場REIT、ETF等の全般（注：制限あり）
投資手法	積立投資のみ	自由
制度実施期間（投資可能な期間）	恒久化	
非課税保有期間	無期限化	
非課税枠（投資上限）	年間投資額と累計投資額の両方に上限を設定	
年間上限	120万円（A）	Aとは別枠で240万円
累計上限	1,800万円（B）	
		Bの内枠で1,200万円

（注）整理銘柄・監理銘柄および信託期間20年未満の投信、レバレッジ投信、毎月分配型投信については対象から除外される。
（出所）自由民主党・公明党「令和5年度税制改正大綱」から大和総研作成

合計)で1,800万円、成長投資枠はNISA制度全体の内枠として1,200万円となった。現行制度の実質的な累計投資上限(年間投資額×非課税保有期間)は、つみたてNISAで800万円、一般NISAで600万円であることから、累計投資上限についても大幅な拡大になったと評価できる。

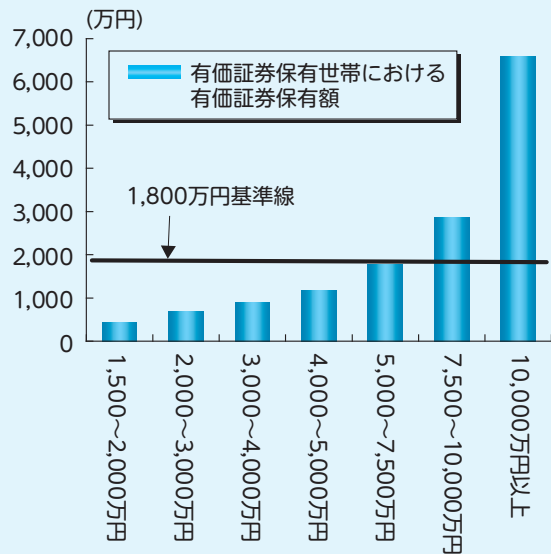
非課税枠は大幅に拡大も基本はマス層向けか

NISA制度の拡充に伴い、NISAを重要視する人の幅が増えるものと予想される。例えば非課税枠が大幅に拡充されたことで、現在ある程度まとまった資産を持っている人にとっても使いやすい制度になったとみられる。そうした中、金融資産保有額を階層で分けてみると、新NISAの累計投資上限である1,800万円が、どの階層の有価証券投資需要を満たすのか、新NISAを活用したサービスのターゲット顧客がどの階層までになるのか、ということは金融機関の関心事項だろう。

図表13では、総務省「2019年全国家計構造調査」を用いて、有価証券を保有している世帯に限定した、平均有価証券保有額を試算している。この試算によれば、世帯金融資産が5,000～7,500万円の階級における、平均有価証券保有額は1,775万円と、ほぼ累計上限1,800万円と一致する水準となっている。あくまで保有額の少ない世帯も含めた平均額であるため、5,000～7,500万円の階級やその下の階級においても、1,800万円では足りないという世帯も存在するだろう。ただし少なくとも、マス層の平均有価証券保有額は基本的にはカバーできる非課税水準であると評価できるだろう。

新NISAは非課税枠が大幅に拡充され、現状

図表13 日本の金融資産残高階級別有価証券平均保有額



(出所) 総務省「2019年全国家計構造調査」から大和総研作成

より幅広い層にとって魅力的な制度となったものの、足元の有価証券保有状況を踏まえれば、制度の主な想定利用者はマス層からアップERMAS層の中間層くらいまでになるのではないかと考えられる。もっとも、富裕層も運用の一部を新NISAで行うということも考えられるだろう。また、現状一般口座で保有している株式・投資信託がNISA口座にシフトしていくことも予想される。

NISA利用層が保有する金融資産

新NISAがマス層やアップERMAS層を中心に利用が進んでいくとみられるなか、これらの顧客層の世帯規模や資産規模も、金融機関の関心事項となろう。

総務省「2019年全国家計構造調査」によれば、本稿でマス層と位置付けている世帯金融資産3,000万円未満世帯の比率は、全体の9割弱である。さらに世帯主の年齢階級で分解すると、現役層(55歳未満)・世帯金融資産3,000万円未満

が全体の4割を超える（図表14）。

また、同調査において世帯分布と世帯金融資産の情報を基に、世帯金融資産3,000万円未満の層が保有する金融資産が、家計の金融資産に占める比率（占有率とする）を求めると、全体の47%と、半数近くを占める。また、有価証券についても同様の処理を施すと、世帯金融資産3,000万円未満が保有している有価証券の比率は25%である。なお、有価証券では世帯金融資産5,000万円以上（世帯比率は5%）で5割ほどを占めている（図表15左図）。

もっとも、このようなアンケートベースの調査は完全に金融資産の保有状況を捕捉しているわけではないが、傾向として、マス層が家計の金融資

産保有の半数を占める一方、有価証券は全体の4分の1ほどにとどまり、マス層においてNISAで「貯蓄から投資へ」を推進する余地は大きいとみられる。

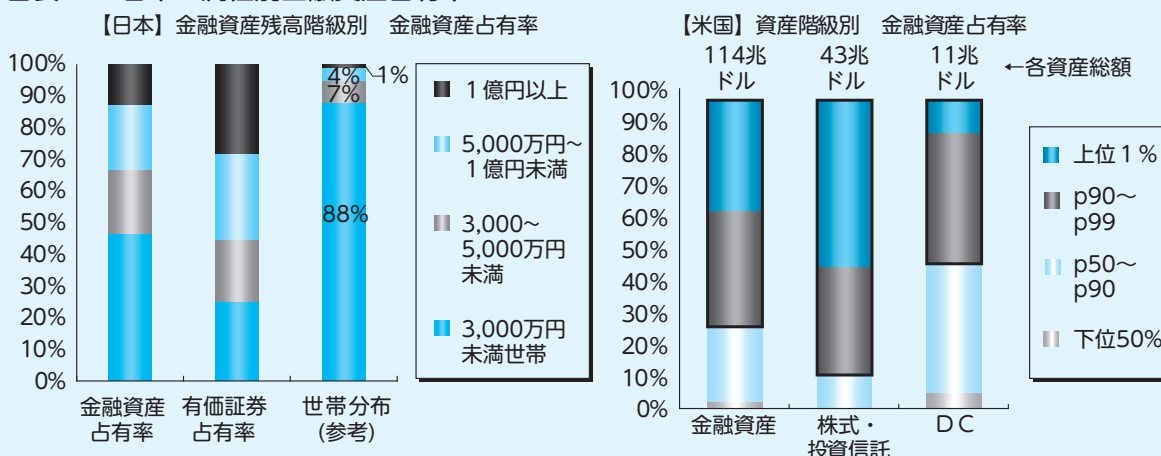
また、図表15（右図）では比較対象として、米国世帯における不動産等も含めた資産階級別の金融資産占有率を示している。同図は、FRB（米連邦準備制度理事会）の“Distributional Financial Accounts”より取得した資産階級別の金融資産占有率を示しており、これによると資産額上位1割が金融資産の7割ほどを保有している。また、株式・投資信託については、資産額上位1%で5割ほどを保有しており、さらに資産額上位1割に広げると、その比率は9割弱となる。

図表14 世帯主の年齢階級別・金融資産階級別世帯分布

		現役層 (55歳未満)	退職前後層 (55～64歳)	高齢層 (65歳以上)	合計
マス層 アッパーマス層 富裕層	3,000万円未満	43.8%	13.3%	31.1%	88.2%
	3,000万円～5,000万円未満	1.5%	1.7%	3.7%	6.8%
	5,000万円～1億円未満	0.7%	1.0%	2.3%	4.0%
	1億円以上	0.1%	0.3%	0.6%	1.0%
合計		46.1%	16.2%	37.7%	100%

（出所）総務省「2019年全国家計構造調査」から大和総研作成

図表15 日米の属性別金融資産占有率



（注）右図の「p*」とは、資産順に世帯を並べたとき下位から*%にあたる世帯のことをいい、*パーセンタイルと呼ぶ。米国は2021年時点。
（出所）総務省「2019年全国家計構造調査」、FRB “Distributional Financial Accounts”、HaverAnalyticsから大和総研作成

ただし、一般的な資産形成層はDC等の年金制度を経由した資産形成が多く、DC資産の半分ほどが資産額下位9割に保有されていることが確認できる。

米国と比較すれば、日本は富裕層への富の集中度が低く、金融ビジネスにおけるマス・マーケットの重要性が高いことが指摘できよう。また米国でもみられるように、マス層においては税制優遇制度を経由した運用が鍵となり、日本においても利便性が向上したNISAがマス層の資産形成の中心になる可能性が指摘できる。

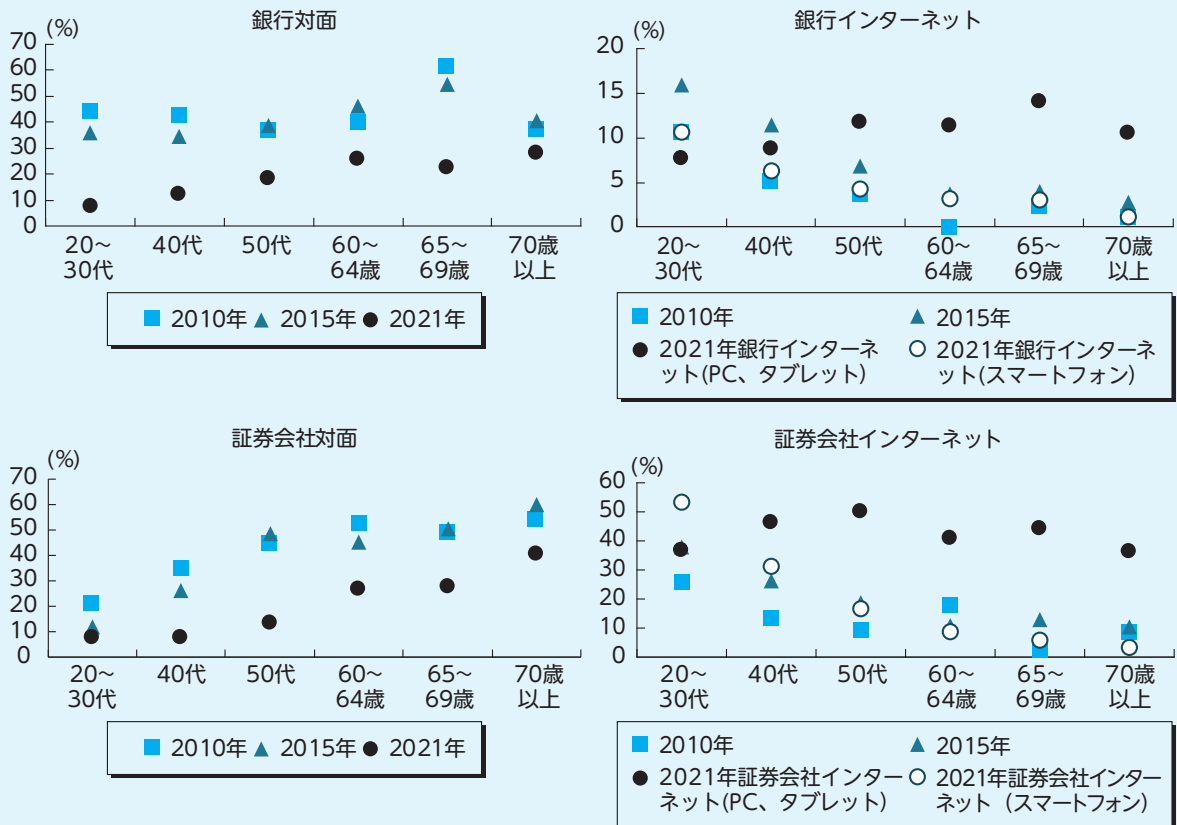
新NISAによりオンラインシフトは加速か

新NISAをきっかけとしてマス層やアッパーマス層を中心にNISAの利用が進んでいくと期待されるなか、足元では投資家のオンラインシフトが進んでおり、新NISA施行後も存在感を高めていく可能性がある。

NISA口座の利用状況を確認すると、2022年末時点でNISA口座数が1,804万口座であったが、各社公表資料をもとに計算すると、ネット証券のSBI証券と楽天証券だけで4割程を占めている。特に、つみたてNISAについては楽天証券だけで口座数の半分以上を占めている。

こうしたオンラインシフトはNISAに限っ

図表16 投資信託の注文方法



(注) ここでの「対面」チャンネルは、店頭取引による購入分を指す。上記の他にも、確定拠出年金(iDeCo)などの選択肢もある。また、回答は複数回答可のアンケートである。
 (出所) 日本証券業協会から大和総研作成

たことではない。図表 16 は年齢階級別の投資信託の注文方法を示している。銀行・証券ともに、2010 年から 2021 年にかけてインターネット取引の比率が上昇傾向、対面の比率は低下傾向にある。年齢層によって、変化の程度にバラつきはあるものの、いずれの年齢層においてもオンラインシフトが起きている。2020 年以降は特に新型コロナウイルスの影響で非対面シフトが加速したと考えられる。証券会社において、若年層でスマホからの注文を行う傾向が顕著である点も確認できる。

また、こうした家計側の動向のみならず、NISAのサービスを供給する金融機関の事業性の観点から、新NISAがオンラインシフトを後押しする可能性を指摘できる。先に指摘したように、世帯数で見たときにマス層が全体の9割弱であるが、マス層の顧客一人当たりの収益性は低いとみられる。特にNISAに関しては、最近はつみためてNISAを経由して口座数が増加傾向にあるが、同制度（新NISAでのつみためて投資枠）で投資をできる商品は、ノーロードかつ信託報酬の低いインデックスファンドが中心であり、顧客一人当たりの収益性が低い。さらに、成長投資枠についても、レバレッジ型の投信や、テーマ型投信に多い信託期間 20 年未満の投信が対象外となることで、売買手数料や信託報酬の高い商品が制限されるものとみられる。こうした点を踏まえれば金融ビジネスの事業性の観点から、人的コストのかかる対面チャネルよりも、ネット・チャネルを用いてNISAを推進することが有効な選択となる。

このように、需要側（家計）と供給側（金融機関）の両面から、新NISAがオンラインシフトをより進めていく可能性が指摘できる。

2. 英国ISAビジネスからの示唆

3章ではこれまで、新NISAにより日本のマス層やアッパーマス層を中心にNISAの利用が進む可能性や、それに伴いオンラインでの取引チャネルが重要性を増す可能性を指摘した。こうした点を踏まえた今後の日本の金融ビジネスの方向性を考察するため、NISA制度の手本となった英国のISAの現状と金融機関の取り組みを概観する。

英国ISAの現状

英国のISAは、PEP（Personal Equity Plan）という株式非課税制度とTESSA（Tax Exempt Special Savings Account）という預金の非課税制度が統合され、1999年に創設された非課税制度であり、預金を中心とした預金型ISA、株式や投資信託等に投資できる株式型ISA、などがある。ISAもNISA同様、当初は恒久的な制度ではなく、正式に恒久化されたのは2008年である。NISAの制度改正でも基準になったとみられるISAの年間拠出額上限は、1999年の創設当初は7,000ポンドであったが、2017年以降、各ISA制度を合計して2万ポンドになっている。その他にも、株式型ISA・預金型ISAの両制度間の資金移管（2008、2014年）、配偶者によるISAの相続（2015年）等、時間をかけて多くの制度改正が行われてきた。

このように、制度が整えられてきたISA制度は、2021年時点で成人における利用率が5割ほどであり、国民に浸透した制度となっている。ISA経由で保有する株式・投資信託残高が、年金を介さない家計の株式・投信保有残高（英国統計局、Financial Accounts）に占める比率は、

2021年時点で3割を超えている。一方、NISAの資産残高が家計の株式・投資信託残高（日本銀行、資金循環統計）に占める比率は2021年時点で3%ほどであることから、NISAが家計の資産形成の手段として定着していることが分かる。

属性ごとにNISAの利用状況を確認すると、年齢層については利用者の7割弱が54歳以下の現役層である。また、英国のフルタイム労働者の年間収入は2020年時の平均で3万8,600ポンドであるが、NISA加入者は年間収入3万ポンド未満が7割弱を占める（図表17左図）。年間拠出額については、年間拠出上限である2万ポンドを拠出している人が15%に留まる一方で、2,500ポンド未満の拠出が半数を占める（図表17右図）。

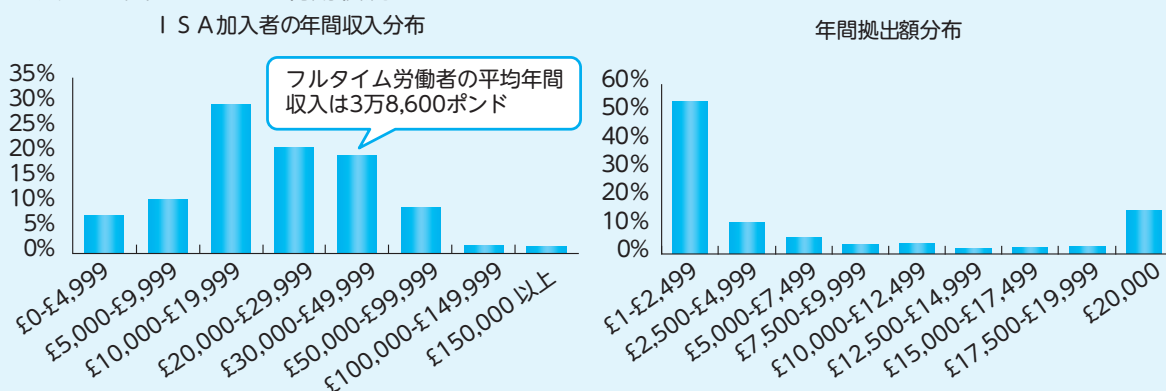
まとまった資金を保有する高齢者がNISAに限度額まで拠出できることや、NISAによる保有資産総額が100万ポンドを超える「NISAミリオネア²⁶」が注目されていること等があるものの、基本的にはNISAもマス層が中心の制度であると考えられる。

D2C型プラットフォームのNISAへの取組み

英国では投資プラットフォームを経由する投資が主流になっており、NISAについてもプラットフォームを経由した取引が主流になっているとみられる。例えば、英国投資協会（The Investment Association）によれば、英国における投資信託販売の5割ほどが投資プラットフォーム経由である。大原他（2020）²⁷によれば、プラットフォーム経由を用いた取引は、投資家が直接プラットフォームを使う経路（以下、D2C型）とIFAを経由してプラットフォームを使う経路（以下、アドバイザー型）があり、上記の割合は、業界では4対6程度とされる。日本のネット証券に近い形態は上記のうち、投資家がオンライン上で直接取引を行うD2C型プラットフォームだと考えられる。

NISA資産を積極的に集めているD2C型プラットフォームの一つがハーグリーブズ・ランズダウン（Hargreaves Lansdown）である。

図表17 英国NISAの利用状況



（注）右図は、稼働口座における分布を示している。NISAの年間収入別加入者数、年間拠出額別加入者数の結果は2019-2020年課税年度。フルタイム労働者の平均年間収入は2020年時点。
（出所）英国歳入関税局、英国統計局から大和総研作成

26) Investing Reviews という投資情報サイトが英国歳入関税局に開示請求をしたことによれば、NISAミリオネアは2,000人存在することが明らかになっている。

27) 大原啓一・沼田優子・野尻哲史『IFAとは何か アドバイザーとプラットフォーマーのすべて』、一般社団法人金融財政事情研究会、2020年12月

2022年のアニュアルレポートによれば、D2C型のプラットフォーム市場のうち、同社は4割のシェアを占めている。また、同社のバンテージ (Vantage) というプラットフォームで管理している資産のうち、4割がISA、3割が個人退職金勘定のSIPP、残りの3割が一般口座となっている。このように、預かり資産の多くをISAが占める。

ハーグリーブズ・ランズダウンは、ISA等の顧客資産を獲得するために、他の金融機関からISA資産等を同社に移管した際、キャッシュバックを付与する取り組みを行っている。例えば、ISAの移管資産が8万ポンド以上の場合、1,000ポンドのキャッシュバックを受けられる。同様のキャッシュバックは他のプラットフォームでもみられ、フィデリティではISA資産の移管により最大500ポンドのキャッシュバックを受けられる。

D2C型プラットフォームの収益構造

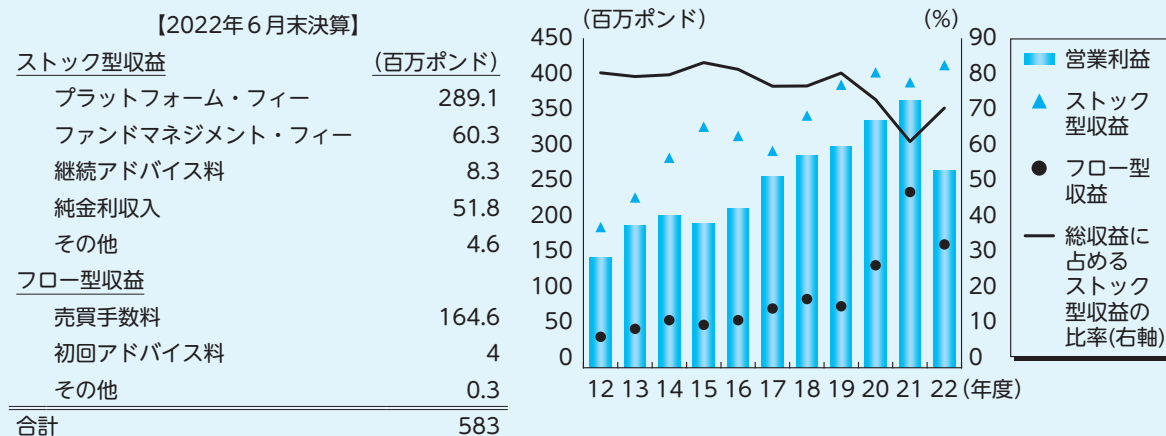
ハーグリーブズ・ランズダウンなどのプラット

フォームがISA資産の獲得に取り組むのは、預かり資産残高を増やすことにより、ストック型収益を増やすことができる収益構造になっているためである。

図表18 (左図) で示しているのが、ハーグリーブズ・ランズダウンの収益の内訳 (2022年6月末、通期決算) であり、図表18 (右図) が収益、営業利益の時系列の動向である。

同社の収益のうち、最も大きな割合を占めているが、プラットフォームの利用フィーであり、収入全体の半数を占める。同社のプラットフォームであるバンテージでは、顧客の資産残高に対して一定比率の利用料がかかる。プラットフォーム・フィーはストック型収益として位置づけられる。また同社が運営しているファンドからの収益が全体の10%、顧客資産の運用による純金利収入が全体の9%を占めており、ストック収益の一角を占めている。また、管理資産の種類ごとの収益率について、同社のファンドに係る収益率 (プラットフォーム・フィーを除く) は、プラットフォーム上の他の管理アセットに係る収益率よりも大き

図表18 ハーグリーブズ・ランズダウンの決算



(注1) スtock型収益は、決算資料における“Ongoing Revenue”や“Recurring Revenue”の項目、フロー型収益は“Transactional Revenue”の項目である。

(注2) 右図の横軸における年度は、各年の6月末決算の結果である。

(出所) Hargreaves Lansdownから大和総研作成

いことが決算では示されている。

なお、ハーグリーブズ・ランズダウンでは投資信託の売買手数料はかからないものの、株式等の売買手数料はプラットフォーム・フィーとは別に徴収しており、全体収益の3割弱と、小さくない比率を占めている。ただし図表18（右図）で見られるように、コロナ禍でフロー型収益が増えており、高いボラティリティを背景に証券取引が活発に行われたことが影響しているとみられる。コロナ禍前の収益の内訳は、ストック型収益が収益全体の8割前後で安定しており、長期的にストック型収益が大半を占める収益構造であるという見方は変わらない。

このような収益構造は他の投資プラットフォームでも確認される。例えば、AJベル（AJ Bell）の2022年9月末の通期決算では、D2C型プラットフォームの収益のうち6割ほどがプラットフォーム・フィーである。AJベルのD2C型プラットフォーム市場でのシェアは2021年時点では6.2%にとどまるものの、AJベル全体で営業利益は黒字を維持している²⁸。他にも、トランザクト（Transact）の2022年決算も確認すると、収益のうちほとんどがプラットフォーム・フィー等のストック型収益で占められている（ただし、トランザクトの決算は、アドバイザー型も含む）。

このように英国のプラットフォームビジネスにおいて、安定したプラットフォーム・フィーを取るビジネス環境が成立している点は、日本のネット証券と異なる点であると指摘できよう。

日本のネット証券への示唆

ISAは英国においてマス層を中心に幅広く利用されている制度であり、英国の金融機関もその

口座の獲得は重要視している。そして英国のプラットフォームにおいて、ISA資産を集めストック型収益を確保している例がみられる点を本章で確認した。ただし、このビジネスモデルが成立しているのは、プラットフォーム・フィーを取ることが消費者に受け入れられている点が大きいため。新NISA制度の充実度はISAに近づいたものの、金融ビジネスとしては、英国のプラットフォームと同じようにNISA資産を集めるだけで収益が安定するとは限らない点には注意が必要だろう。

日本でも、マス層やアッパーマス層を中心にオンラインを経由して投資参加が進んでいくとみられるなか、ネット証券としては収益源の多様化を通して、いかにストック型収益を安定させるかが課題となる。

おわりに ～将来的に成功が期待されるネット金融モデルとは～

欧米の事例から得られた視点

2章で欧米のネット証券の収益源の多様化と収益性の改善の状況を見た。米国やドイツのネオ・ブローカーを中心にPFOFを主な収益源とする会社は存在するが、その収益性は、基本的に株式市場等の活況度に大きく左右されるほか、政策変更リスクに左右される面が大きい。第3章では英国のISA市場におけるネット証券の台頭と日本の新NISA導入を活用するネット証券ビジネスの方向性を示したが、ハーグリーブズ・ランズダウンなどの英国のプラットフォームのようにISA資産を集めるだけで収益性を確保しているビジ

28) AJベルはアドバイザー型のプラットフォームも保有し、2021年のマーケットシェアは6.9%である。

ネスモデルの応用は日本では難しいと考えられる。

欧米の事例でもみられたように、ネット証券の収益性を向上させるためにはストック型収益の拡大、対面証券会社とのアライアンスによる対面への送客による相乗効果、B2Bビジネスへの発展等が日本のネット証券の収益の安定化に寄与することとなろう。そのため、日本におけるネット証券のアライアンスという視点からネット証券のビジネス戦略の方向性と課題を説明していくこととする。

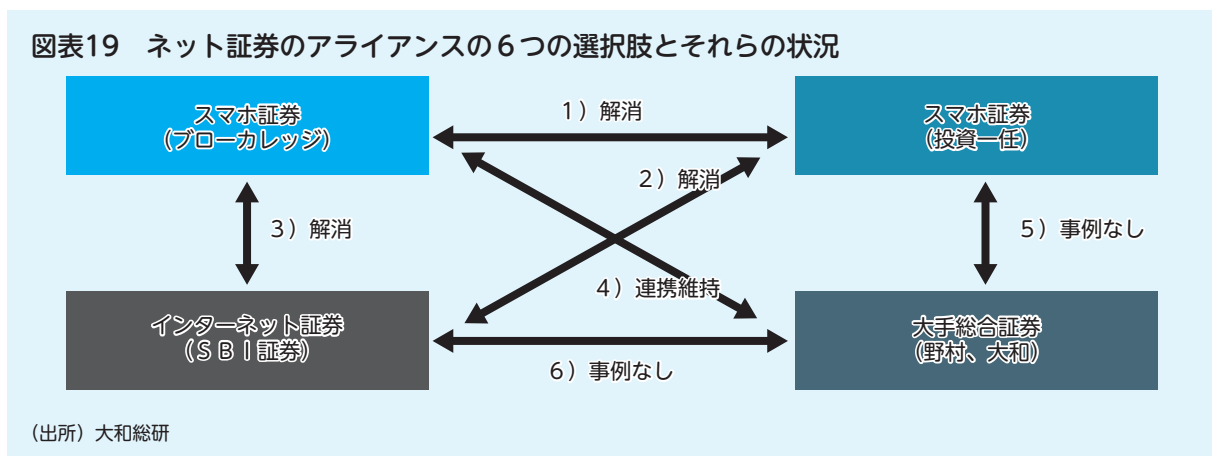
ネット証券のアライアンスにおける収益向上の可能性

日本でも欧米の事例でも、スマホ証券単独での持続的な収益性の維持は、オーガニック戦略（自社単独での戦略）では難しいと考えられるため、他の形態の証券会社との「送客」²⁹を中心とするアライアンス戦略（他社を活用した戦略インオーガニック戦略）が重要となろう。その場合、次の6つのアライアンスの選択肢が考えられよう（図表19）。

- 1) ブローカレッジ中心のスマホ証券と投資一任中心のスマホ証券の連携
- 2) 投資一任中心のスマホ証券とインターネット証券との連携
- 3) ブローカレッジ中心のスマホ証券とインターネット証券の連携
- 4) ブローカレッジ中心のスマホ証券と対面の大手総合証券との連携
- 5) 投資一任スマホ証券と対面の大手総合証券の連携
- 6) 大手総合証券とインターネット証券

1)～4)には実例がある。WealthNaviとSBI証券、SBIネオモバイル証券の連携が1)と2)にあたる。この中で「WealthNavi for SBI証券」は2017年1月から、「WealthNavi for ネオモバ」は2019年4月から提供されてきた。ただし、同連携は、SBI証券側からの申し入れを受け入れた形で、2022年11月に解消された。これにより既存顧客の資産は、WealthNaviの直販事業に引き継ぐこととなったため、WealthNaviの直近の収益には影響

図表19 ネット証券のアライアンスの6つの選択肢とそれらの状況



(出所) 大和総研

29) グループあるいは会社の他の部門で集客した顧客を営業部門に送り実際の売上に繋げること。また、実店舗や地域で集客した顧客を実店舗間で送る、あるいは異なる販売チャンネル（オンラインと実店舗間など）で各々のチャンネルで集客した顧客を送ること。ここでは更に、顧客をお互いに誘導し合い、より大きな商圏を築き、顧客1人ひとりの顧客生涯価値を上げていく「相互送客」の意味を含む。

がない。またSBI証券側に支払っていたレベニューシェアがなくなるため、コストの改善につながった。

次に3)の事例には、同じSBIグループとしてSBI証券とSBIネオモバイル証券の連携があるが、両者は経営統合が決まっている。SBIネオモバイル証券は、若年層・投資初心者をターゲットとし、日々の生活で貯めたTポイントで、簡単に少額取引可能なサービスを提供している。このサービスによって株式投資をより身近なものとし、個人投資家の裾野を広げることを目的に、2019年4月からサービスが開始された。SBI証券はSBIネオモバイル証券で培われた、ポイントを利用した投資サービス展開や若年層・投資初心者向けのマーケティングなどのノウハウを活用し、2019年7月にカルチュア・コンビニエンス・クラブとの提携でTポイントをためる／投資に使うサービスを開始した。このように、SBI証券は、SBIネオモバイル証券の担っていた上記の役割を、自社で担い始めた。さらにその後、SBI証券はグループ戦略として掲げる「オープンアライアンス」のもと、2021年6月に三井住友カードの発行するクレジットカードが決済に使える投信積立サービス、2021年11月にロイヤリティマーケティングとの提携でPontaポイントをためる／投資に使うサービス、2022年2月にNTTドコモとの提携でdポイントをためるサービスを開始した。SBI証券が、「オープンアライアンス」戦略にシフトしたため、SBIネオモバイル証券との連携の意味がさらに薄れていった。そうした事情を背景に、両者の統合は必然的に起きたのだろう。SBI証券自体の戦略としても、「顧客中心主義」の経営理念のもと、顧客利便性の向上に努めるべく、多岐にわたる投資機会（商品）

や投資情報・取引ツールを提供し、多様化を図ってきた。また、「業界最低水準の手数料で業界最高水準のサービス」を提供するべく、「ネオ証券化（オンラインでの国内株式取引の手数料や現在投資家が負担している一部費用の無料化を図ること）」の実現に向けて、各種手数料の引き下げに積極的に取り組んでいる。今年の9月には手数料無料化を予定している。

4)については、LINE証券と野村證券、CONNECTと大和証券グループの連携が挙げられる。前者の「LINE証券」は、野村證券の豊富な経験に基づく商品ラインアップを背景に”投資をもっと身近に、もっと手軽に”をミッションにしたシンプルなデザインと、直感的な操作性が特徴の新たな「スマホ投資サービス」として、2019年8月にサービス提供を開始した。国内株式を1株単位から取引できる「いちかぶ」や、最低100円から投資可能な「投資信託」など、少額から手軽に始められる投資サービスに加えて、他のユーザーの運用成績やリアルタイムで取引履歴の閲覧ができる「マイページ公開機能」などのサービス展開により、投資を始める敷居を下げた。これにより、月間9,200万人以上が利用する「LINE」から投資ができる分かりやすい画面や仕組みが、ユーザーから支持を得て、2022年9月末時点で総口座数が150万口座を突破した。

後者はCONNECTから「大和コネクト証券」への社名変更（2023年5月予定）とともに大和証券グループとの連携を一層強化し、NISAを中心に、これから資産形成を始める若年層や投資初心者への対応を進め、投資を開始・継続し、資産形成につなげるサポートを行なっていくとしている。CONNECTでは、開業当初からNISA

に対応しており、スマホ証券で唯一、NISA・つみたてNISA・iDeCoの全てに対応している。2024年にスタートする新NISAにも全面的に対応する。

上記1)と2)においては、お互いの相乗効果がみられなくなることで提携の解消につながっている。特にSBI証券の事例はオープンアライアンスに戦略をシフトしていることが背景にある。スマホ証券を活用して、ある特定のポイントのノウハウを蓄積した後、他の主力ポイントの発行者にも展開するオープンアライアンス戦略である。デジタルでは規模の拡大が重要である。スマホ証券とインターネット証券の提供する商品・サービスに差がなくなり、これによって両者の顧客がオーバーラップし始めたため、SBI証券がSBIネオモバイル証券を吸収したと考えられる。これに対して4)では、大手総合証券が資産所得倍増計画の新NISA等の利用者の増加を見込んで、オンラインでの利用を促進している。LINE証券は口座数を大幅に増やしているものの、そのために実行している戦略はSBI証券の戦略の範疇にあるため、ネット証券で先行するSBI証券との競争が激化し、将来的に競争上のアドバンテージが不透明になる可能性がある。CONNECTは、大和証券グループ全体で、オンライン、スマホ、対面チャネル間で、総合証券として競争力を有する経営資源であるDBP（デジタル、ブランチ、プロフェッショナル）の送客の好循環を生み出し、若年・中年・高齢者、初心者・中級者・プロ、マス・アッパーマス・富裕層という多様な種類の顧客層を囲い込むことができれば、グループ全体の競争力強化につながろう。SBI証券の戦略との対抗軸として確固たる地位が確保できるかが試される。

日本においては、5)と6)の事例は見当たらない。5)では、WealthNaviは金融資産の多寡を問わず20代から50代の勤労世代をターゲットとした投資一任のビジネスモデルであり、富裕層をターゲットとする大手総合証券の対面でのファンドラップ、SMA等の投資一任の商品サービスを販売する資産管理型中心のビジネスと一定のシナジー効果があると考えられる。ただし、大手総合証券がオンラインで販売するファンドラップとは重複するため、ターゲットとする顧客の区分け、送客の仕組みを工夫する必要がある。

6)に関しては、大手総合証券が資産管理型中心のビジネスモデルにシフトしているとはいえ、対面型のブローカレッジ・ビジネスが主力であることには変わりはなく、既存の富裕層からのニーズも高いと考えられる。このためインターネット証券との相乗効果が見いだせていないと考えられる。ただし、将来的には、既存の顧客の金融資産を相続する次世代顧客が、対面型の取引ニーズを持つ可能性はあまり高くないと想定される。SBI証券が手数料無料化を予定している中、他のインターネット証券はブローカレッジ以外にビジネスを多様化しているとはいえ、現在の収益性を維持するのは困難になってくると考えられる。米国のモルガン・スタンレーがEトレードを買収したような事例が日本においてもみられる可能性はある。

これらの考察を踏まえると、ネット証券同士のアライアンスは商品・サービスおよび顧客がオーバーラップすることが多くなることにつれ解消に向かっている。他方、大手総合証券がスマホ証券（投資一任型を含め）とのアライアンスをいかに有効に活用するかが鍵となっている。

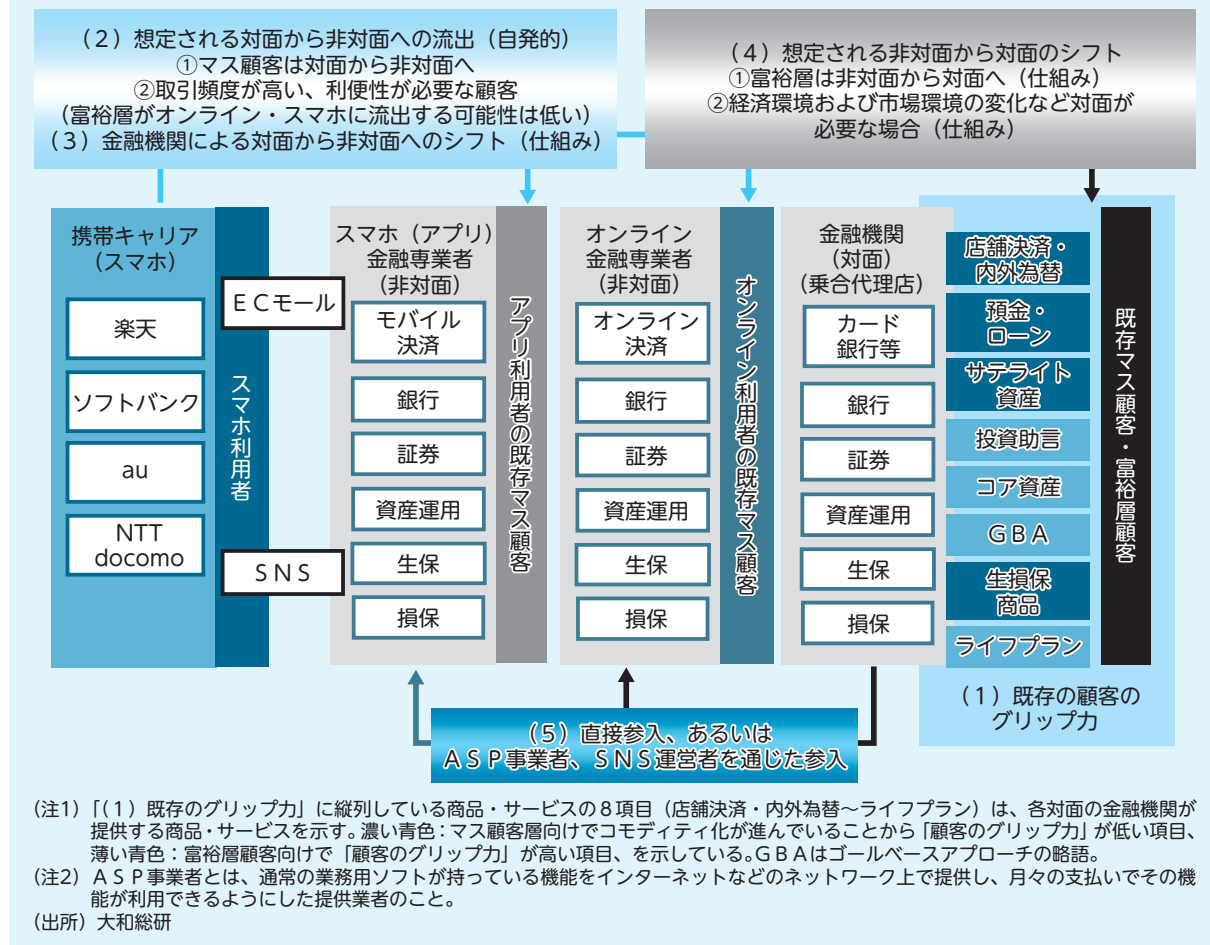
金融以外の他業態を含めたネット金融の位置づけ

なお、日本に特徴的なこととして、ネット証券には携帯キャリア等が資本参加しているため、日本のネット業界全体から金融全体を見る必要がある。図表 20 が示すように、携帯キャリア各社のグループ戦略の中でネット金融の活用が、(例えば EC モールでの決済、SNS での金融商品のマーケティング及び取引等において) 携帯サービスの利用者を金融の顧客として囲い込む上で重要となっている。

対面の金融機関から見ると、現在取り扱う商品・サービスのグリップ力の強弱が重要となる。ただ

し、金融業態別に有するサービスの特性で金融機関のグリップの限界が異なる。その結果としてグリップ力が弱い商品を主力としている金融機関は顧客の流出に直面しやすい(図表 20 中の右下「(1) 既存の顧客のグリップ力」)。金融業態間で相対的に自社の金融の既存の金融商品・サービスのコモディティ化(ネット販売が可能となる)が進めば、グリップ力が弱くなり、既存顧客へのネット・チャネルへの流出が進む(図表 20 中の「(2) 想定される対面から非対面への流出(自発的)」)。その場合、①マス顧客は対面から非対面へ、②取引頻度が高い、利便性が必要な顧客も対面から非対面チャネルに流出が進む。これに該当する金融

図表 20 ネット専業事業・専用チャネルのポジション



業態は銀行・保険が考えられよう。

一方、大手総合証券、資産運用会社のターゲットとする富裕層（業者によるパーソナライズが必要な顧客）はインターネットやスマホに流出する可能性は低いと考えられる。ただし、ネット・チャネルへ誘導する必要のある顧客（カスタマイズできる顧客）がシフトするような仕組みを構築すれば効率化が図れる（図表 20 中の「(3) 金融機関による対面から非対面へのシフト（仕組み）」）。

他方、大手総合証券では、ネットを活用している次世代顧客が将来的に富裕層になる可能性があるため、このような顧客層を非対面から対面チャネルにシフトする仕組みの構築が有効であると考えられる（図表 20 「(4) 想定される非対面から対面のシフト①富裕層は非対面から対面へ（仕組み）」）。図表 20 (4) の②経済環境および市場環境の変化など対面が必要な場合、自身のポートフォリオのリスクに関するマーケットの動向への関心が高まるため、マス層、富裕層問わず専門的な情報を提供する対面チャネルへのニーズが高まる可能性がある。例えば、非対面と対面を合わせたハイブリッド・チャネルの仕組みなどが必要となる。

あるいは、対面の金融機関が図表 20 の (5) に示すように、「直接参入」あるいは「ASP 事業者、SNS 運営者を通じた参入」を戦略的に取り組み、事業化する可能性もあろう。ネット金融機関が自社のネット事業基盤の競争力を高めて B2B 事業に金融 ASP として参入することが非常に有効なビジネスモデルとなると考えられる。

ネット金融が台頭し、携帯キャリアと対等に連携して事業の収益性を改善していく可能性が高い金融業態は、上記 (1) において顧客グリップ力が高い金融業態であり、さらに上記 (5) におい

て金融 ASP としても競争力を維持できる金融機関となろう。既存の金融機関で該当するのは、SBI 証券、大手総合証券 2 社であろう。特に SBI 証券はネット金融の活用がうまく、SBI ネットトレード証券の基盤をオープンアライアンスに活用し、住信 SBI ネット銀行のネオバンクを第一生命ホールディングスに提供している。とはいえ、まだ戦略は最初のステージの段階であり、課題も残る。今後の動向に注目していきたい。

【参考文献】

- ・ Aite Novarica “The Future of Online Brokerage: The Strong Get Stronger” Sep 2, 2021
- ・ DIW Econ “Hype or New Normal? Insights into the motives and behavior of a new generation of investors” Feb 9, 2022
- ・ European Securities and Markets Authority “Costs and Performance of EU Retail Investment Products 2023” Jan 30, 2023
- ・ Financial Conduct Agency “Gaming Trading: how trading apps could be engaging consumers for the worse.” Nov 21, 2022
- ・ 内野逸勢・森駿介・鳥毛拓馬「米国のリテール金融のパラダイムシフト」『大和総研調査季報』2023年新春号 (Vol.49)、pp.42-63
- ・ 大原啓一・沼田優子・野尻哲史『IFAとは何者か：アドバイザーとプラットフォーマーのすべて』、一般社団法人 金融財政事情研究会、2020年12月
- ・ 森駿介「FinTech が家計の金融行動に及ぼす影響」、大和総研レポート (2022年7月27日付)

[著者]

内野 逸勢 (うちのはやなり)



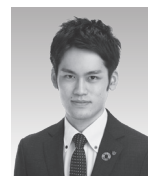
金融調査部
 主席研究員
 担当は、金融機関経営、
 グローバル金融課題

森 駿介 (もり しゅんすけ)



金融調査部
 研究員
 担当は、金融資本市場

藤原 翼 (ふじわら つばさ)



金融調査部
 研究員
 担当は、金融資本市場