

# 証券投資サービスにおける FinTechの使い倒し ロボアドバイザーと対面チャネルにおける ゴールベースアプローチへの応用を中心に



吉永高士

## CONTENTS

- I FinTechの歴史的基調と本質
- II ロボアドバイザー (1) FinTech新興企業の淘汰
- III ロボアドバイザー (2) 主流を占めるハイブリッド型
- IV 対面投資商品販売会社のデジタルトランスフォーメーション
- V 日本への示唆

## 要約

- 1 米国で2010年代にFinTechブームが始まってから8年が経過し、当初の過剰なまでの期待や恐怖は削ぎ落とされ、地に足の着いた「FinTech観」が徐々に確立されてきている。FinTech新興企業と既存金融機関との二元論的な対立構造としてではなく、前者がBtoBの中で活かされ、後者との共棲関係をチャンスと捉えるシーンが拡大している。
- 2 証券投資サービスにおける代表的なFinTech関連サービスであるロボアドバイザー（ロボアド）分野では、スタートアップ企業によるシェア獲得は2割程度と限定的であり、後発の既存金融機関が圧倒的シェアを維持し、今後も市場拡大を牽引していくことが見込まれる。後者の成長を支えるBtoBのロボアド用プラットフォームの伸びしろも大きい。
- 3 ロボアドの提供方法としては、コールセンターや対面の営業担当者が一定程度のアドバイスを提供するハイブリッド型が、成長を牽引していくと見られる。ハイブリッド型モデルは、既存金融機関の職域チャネルや対面顧客基盤とのシナジーと親和性が高い。
- 4 米国の対面投資商品販売会社においては、ゴールベース資産管理（GBWM）という投資アプローチが90年代半ば以降に普及し、彼らを金融界の勝ち組にすることに大きく寄与した。対面チャネルのデジタルトランスフォーメーション（DX）では、GBWMの構成要素を支える新技術をオープンAPIで連携しながら営業担当者による顧客理解や提案能力、生産性を高めることが意図されている。

## I FinTechの歴史的基調と本質

米国において、2010年代以降に「FinTech」という言葉が従前とは異なる新しい意味を与えられるようになってから8年が経過した。ブーム当初にはスタートアップ（新興）起業家や金融業界当事者、業界オブザーバーらによる根拠なき熱狂や誇大妄想などもまことしやかに語られていたが、過剰なまでにポジティブな期待感や、その逆のディスラプション（既存秩序の破壊）に対する極端な恐怖感については直近2、3年にかなりの部分が削ぎ落とされ、地に足の着いたFinTech観が徐々に確立されてきているように感じられる。

本稿では、米国で1990年代から四半世紀以上にわたり金融サービス業の深化と栄枯盛衰を目の当たりにしてきた筆者の個人的経験に基づく歴史観も踏まえ、「FinTech的なもの」のありようと今後の展望について、主に個人向け証券投資サービス分野におけるロボアドバイザー（ロボアド）と対面投資商品販売のデジタルトランスフォーメーション（DX）を中心に解説し、日本への示唆を考察したい。

米国においても「FinTech」という言葉は90年代以前から存在していたが、それが従前に使われていたケースの9割以上においては、①金融機関向けITベンダーやテクノロジー、または②金融機関のIT関連の業務・投資・インフラ、のどちらか一方や両方を指していた。これに対し、2010年代以降の米国においてFinTechが語られるときには、スタートアップ企業がテクノロジーによって新しい金融サービスや新しい提供の仕組みを提示する文脈の中で使われることが圧倒的となっている。ただし、この8年間を注意深く振り

返ると、多くの人々がFinTechについて語る際の、その潜在性や期待感を巡る認識において、当初の想定が大きく覆された変化が3つあると筆者は感じている。

第1の変化は、エンドユーザーである消費者を直接の顧客対象とするBtoC型スタートアップ企業のシェア獲得、収益採算化、さらには生き残りの難しさがあらためて痛感されたことである。既に今般のFinTechブームに先立ち、SNSなどのソーシャルメディアが台頭していた中で、BtoC型FinTech新興企業の多くは、それまで既存業者が広告出稿量や広告宣伝費の体力勝負で新規開拓を推進する、旧態依然たるマーケティング戦略をとっていたことへのアンチテーゼとして起業されたものである。

しかし、ペイメントなどの一部例外的な分野を除くと、新規顧客開拓コストの高さの壁に跳ね返されてBtoC新興企業が廃業や業種転換、あるいは当初想定していなかった身売りを余儀なくされているFinTechのサブセクターとしては、個人向け貸付、パーソナルファイナンシャルマネジメント、証券投資サービスなどを含む多くの分野がある。これらのBtoC新興企業では、個社の知名度の低さも相まって、既存業者よりもむしろ多くの広告費用を投入した場合ですら、既存業者よりも効果的あるいは効率的な新規顧客開拓ができず、BtoC主体での生き残りや成功を想定した参入当初のビジネス構想の大幅修正や打ち切りを余儀なくされている。

第2の変化は、前述の挫折を経て、スタートアップ企業にとってはBtoCにフォーカスするよりも、既存金融機関向けBtoB分野（既存金融機関におけるリソース調達から最終顧

客へのサービス提供に至るまでのバリューチェーンの一部を担うBtoBtoCやBtoBtoBtoCなども含む)の方が、格段に大きい潜在市場規模や成長機会があるという、極めて当たり前の事実が周知されるようになったことである。

こうした世間一般の認識の変化と整合するように、当初はBtoC向けに起業したスタートアップ企業が後にBtoB事業を兼業するようになったり、むしろBtoB主体にポジショニングを転換したり、あるいは後発組が最初からBtoBのみに絞り込んで起業する動きが、証券投資や貸付、保険(InsureTech)などの分野でもマジョリティとなっている。FinTech企業が最終的には身売りなどで企業名や法人格が消えていく場合であっても、その技術が自助努力によるBtoC事業展開に比べ、数十倍や数百倍以上のエンドユーザーに使われる中で生き残りやすいのは、広範な既存業者の営業基盤にBtoBの形でビルトインされる場合であり、それはBtoC事業の兼業を続ける場合でも同様だ。

第3の変化は、上記2点に関連し、FinTechにおけるディスラプト(破壊)やディスラプター(破壊者)の主体や客体についての人々の捉え方である。2010年頃から10年代半ばまでの当初数年間は、多くの起業家や一部のコンサルタントらのプレゼンテーションや事業紹介の冒頭において、「皆さんご承知の通り、いまの銀行のサービスはひどい。それに対して……」といった語り出しとともに、FinTech新興企業や彼らのサービスを、既存金融機関に対するアンチテーゼとして提示することが極めて一般的な光景だった。

しかし、最近ではこうしたナイーブなディスラプト観を示す人々は、皆無に近いほどに

激減した。米国金融界において既存業者を一言で言い表す英単語としては、「Incumbents」がしばしば使われるが、米国で25年以上にわたり金融経営調査を行ってきた個人的経験の中でも、直近2年間ほどこの言葉を頻繁に聞いた時期はなかった。ほとんどの場合、既存業者が絶滅に向かう恐竜への例えにおいては、むしろFinTechを自らのサービス提供の仕組みに取り込んだIncumbentsによる逆襲や、さらなる深化を指すコンテキストで使われていることの方が、現在では圧倒的に多い。大多数のケースにおいて、ディスラプトされるのは第一義的に古い仕組みであり、新しいサービスや仕組みを能動的に使い倒す既存金融機関ではないことが、FinTech起業家にも、また既存金融機関自身にも、現在では広く認識されるようになった。

ここまで述べてきた3点の変化は、2010年代以降の今般のFinTechブームのみに限定されたものではなく、過去にも大きな新技術の台頭時に局所的に何度も見られてきた現象である。たとえば、1990年代半ばにインターネットが本格普及開始してから、BtoCのネット専門銀行やネット専門証券会社が雨後のタケノコのように勃興した際にも、彼らによって既存金融機関のシェアの大部分がいずれ取って代わられるかのような短絡的未来を予想する声が、一時的にせよ、あちこちで聞かれた。

しかし、それぞれ90年代末期の約40社にまで増大した米国のネット専門銀行とネット専門証券会社のうち、前者については1社に、後者については2社にまでほどなくして淘汰されていった。突き詰めていえば、彼らが立ち行かなくなった最大の理由は、新規顧客獲得コストが思いのほか大きく、店舗や営業人

員を持たないことによるコスト構造上のメリットもさほどなかったことと、かつ既存金融機関からシェアを奪うことがほとんどできなかったことである。彼らが淘汰や撤退を余儀なくされる中でも、一部のBtoC先行者が開発した技術は、その後に金融機関向けITベンダーに営業譲渡され、これらベンダーのBtoB向け事業を通じて、大手から中堅・中小規模に至る広範な既存金融機関のネット向けサービスのインフラに組み込まれ、現在もなお使われ続けている。

これらのネット専門業者の栄枯盛衰は、BtoC主体のスタートアップ企業の多くが、直近8年のFinTechブームの中でたどってきた運命にも通ずるものがある。一部分野でのBtoC型スタートアップ企業の撤退を見て、「FinTechは死んだ」というようなことを言う声の時折聞かれるが、それは単に物事を断片的に切り取り、全体感や、よりダイナミックな本質が見えていないだけのことだ。

金融サービスを支える新たなインフラ技術の台頭や、大きな規制緩和などの際に生じた揺らぎや隙間に着目したBtoCのスタートアップ企業による新サービスや、新しい仕組みがその後にBtoBの中でより広範に取り込まれるのは、インターネット本格普及以前から行われてきた、金融サービスが深化する際の不断のプロセスである。それらを歴史的な基本観とした上で、過去との比較において、あえて今般のFinTechブーム時に固有の構造的変化を挙げるならば、クラウド化とオープンAPI連携の存在がある。これにより、スタートアップ企業によるBtoCへの参入のハードルが格段に下がるだけでなく、BtoBにおける既存金融機関のサービス提供や、既存イン

フラとの連携の柔軟度や、オプションが格段に広がったことが指摘できる。

またBtoCでは、スタートアップ企業のみならず、既存金融サービスの構成要素がアンバンドリング（分解）されたものを、サードパーティから部品単位で比較的容易に調達し、リバンドリング（再構成）することで、異業種からの参入がしやすくなっているのも、これらの変化と表裏一体のものとして捉えられる（ただし、アンバンドリングとリバンドリングにより特定のBtoC金融サービス分野への新規参入が容易になることと、既存金融機関の事業基盤への侵食や置換により収益採算的にも持続性のある事業にできるかどうかは別の話であり、その点については依然として、少なからぬ混同があるように見受けられる）。

以下では、スタートアップ企業と既存企業のFinTechを巡るこれまでの攻防や取り組みの具体例として、個人向けの証券投資サービス分野を中心に、これまでの展開と今後の展望について敷衍したい。

## II ロボアドバイザー（1） FinTech新興企業の淘汰

個人向け証券投資分野において、最も代表的なFinTech分野の一つがロボアドバイザーである。ロボアドバイザーとは、基本的にセルフ投資家向けのラップ口座による一任運用サービス（日本における「一任型」ロボアドバイザー）、またはその提供業者のことを指す（ちなみに、利用開始に際して属性情報などを入力した後に、証券口座を通じた投信やETFの分散買付の提案や実行を行うだけのタイプは、日本においては「提案型」ロボアドバイザーとされるが、米国や英

国、大陸欧州、アジア主要金融センター（日本を除く）においてはロボアドとは見なされていない）。2018年9月末の米国ロボアドによる運用資産残高は約2200億ドルと推定されるが、14年から17年までは、年率約100%増のペースで急速な増大が続いてきた。

ただし、その内訳を見ると、11年頃からロボアド事業にいち早く取り組んできたFinTech新興企業によるものは約400億ドルと、その市場シェアは2割弱にとどまる。これに対し、残りの大部分の運用資産は14年以降に後発参入した既存金融機関らにより積み上げられたものである（図1）。

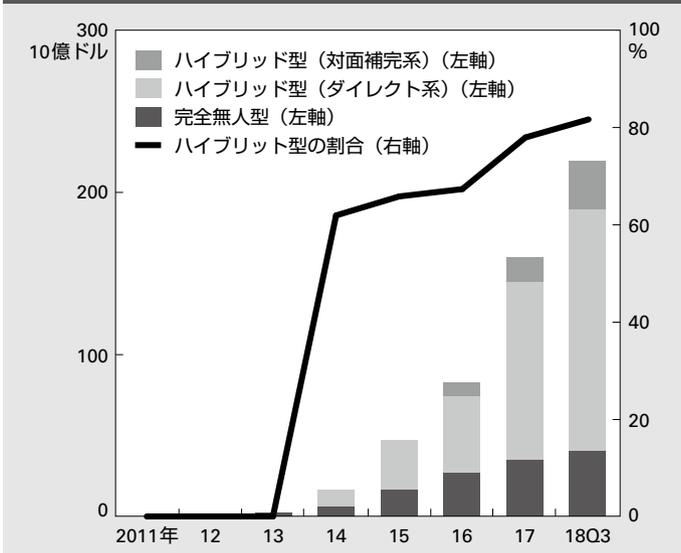
後者の筆頭は、大手運用会社バンガードが非対面のダイレクトチャンネルで提供するロボアドであり、運用資産残高は1150億ドルと、半分以上のシェアを占める。これに大手ディスカウント証券会社チャールズシュワブの330億ドルが続き、両社が現在に至るまで市場拡大の最大の牽引者となってきた。彼らに続き、フィデリティなど、ほかの運用会社のダイレクトチャンネルやほかのディスカウント証券会社の追従も続いており、さらに17年以

降には、対面証券会社や銀行などの対面チャネルによるロボアド参入も相次いでいる。既存顧客やその次世代層が持つ小口口座の戦略的誘導も相まって、遅くとも向こう数年以内に、既存金融機関によるロボアド提供会社は数百社以上にまで広がる見通しだ。

これに対し、FinTechのスタートアップ企業によるBtoCでのロボアド提供社数は、ピーク時の15年末までに延べ30社以上に達したが、その後は数社の追加新規参入の一方で、半数以上が撤退やBtoBへと転換している。事実上開店休業状態のところを除くと10社強にまで減少しているが、18年までに黒字化したところは1社もないのが実情だ。これらのうち、最大手ベターメント（運用資産141億ドル）を筆頭に、ウエルスフロント（同115億ドル）、パーソナルキャピタル（同79億ドル）の3社は一定の残高を積み上げたことで、自力単独路線による黒字化への中期的または長期的な展望も開けてきたと見られている。

これら3社を除くほかのBtoC向けスタートアップ企業の中では、既に既存金融機関らへの身売りや出資受け入れなどにより、BtoBへの事業ウエートを著しく高めたところ（ブラックロックが買収したフューチャーアドバイザーや、UBSが出資したシグフィグなど）や、口座当たり百数十～数百ドル規模の超小口口座を月間20万件ペースで積み上げる一方で、長期間にわたり投資以外の入出金関連手数料や与信事業などでの収益機会を追求するところ（エイコーズやスタッシュなど）では、ロボアド事業の運用資産が積み上がらなくとも、BtoBや証券投資サービス事業以外での収益機会実現を通じた黒字化や、エグジ

図1 米国ロボアドの運用資産残高



ット戦略を目指していくとも見られている。

残りのFinTech新興企業によるBtoCロボアドについては、既に飽和感が見られ始めているBtoB分野へフォーカスを転換することによる生き残りの余地も限られてきている中、既存金融機関への身売りか同業他社への営業譲渡、ないしは廃業による撤退を余儀なくされる場所は少なくないだろう。

FinTech新興企業によるBtoCロボアドがなかなか採算化できず、その多くが淘汰を余儀なくされてきた要因は2つある。

1つは、第1章でも触れた1990年代以降のFinTech的な新興企業の勃興時と同様、顧客獲得コストが今回も想定外に高かったという誤算である。業界関係者へのヒアリングによると、多くのBtoCロボアドでは創業時に1件当たりの顧客獲得コストを60ドル程度と見ていたが、実際にはその10倍以上の750～1000ドルを要していたケースが多いという。現在でも、新規顧客開拓に年間2億ドル前後の費用を充てている大手ディスカウント証券では、新規口座1件当たり200～550ドル程度の費用がかかっているが、彼らよりもブランド力や知名度が大きく劣るBtoCスタートアップ企業が、より多くのコストを新規開拓マーケティングに費やさねばならないという構図はロボアドにも当てはまる。

FinTech新興企業が低コストの新規顧客開拓の頼りとして期待していたSNSによる拡散といった新手のマーケティング手法も、既存金融機関にとって利用可能なものであり、後者にとっても、かつてはテレビや活字が中心だった広告出稿先のウエートを、ソーシャルメディアやほかのネット広告へ大幅にシフトさせるなど、対抗策はしっかり取っている。

もう1つの要因は、手数料率の設定に関するものである。前述のように、欧米およびアジア主要金融都市におけるロボアドは、基本的にセルフ投資家向けを対象とするラップの一任運用サービスだが、ラップの手数料は残高に対し一定料率の残高連動手数料を投資顧問料として毎年徴収する。現在のBtoCロボアド大手が2010年過ぎに参入した当初は、年間料率を運用残高の0.9%程度に設定していたが、ほどなくして他社が0.25～0.3%程度に設定したのを見て、自らも0.25%へと追隨的に引き下げた経緯がある。

同社では、創業当初は2017年頃までの黒字化を展望したといわれているが、手数料水準の想定が3分の1以下になることで、採算分岐点となる運用資産残高は格段に引き上げられることになった<sup>注1</sup>。同社の場合、1口座当たりの運用資産が3万ドル程度なので、0.25%の残高連動手数料が年75ドルとすると、口座開設に要したコストを回収するだけで10年以上かかる計算になってしまう。知名度向上や営業基盤確立に伴い、顧客獲得にかかわる1件当たりの平均費用や限界費用は逡減していくにせよ、多くのBtoC向けロボアド新興企業は、サービス開始直後からその現実に直面し、運用資産が数百万～数千万ドル規模に達する時点で撤退やBtoB転換などを決断した。

なお、3年ほど前には、2020年頃に米国のロボアド残高がラップ一任運用資産の3分の1程度の2兆ドル強にまで達する、との見通しを特段の根拠もなく示すコンサルタントも一部にいたが、こうした見方が実態からはるかにかけ離れたものであることは、その後の現実の推移が証明している。

### Ⅲ ロボアドバイザー（2） 主流を占めるハイブリッド型

ロボアドの導入で先行してきた米国のロボアドは、「ロボ（ロボット）」という名前の響きを持つニュアンスとは異なり、完全無人で提供されるものの方が少数派である。むしろ「ヒト」のアドバイザーが何らかの形でアドバイスを提供するものが8割を占め、これらは完全無人と有人アドバイスの間に位置するという意味で、「ハイブリッド型ロボアド」と呼ばれる（図2）。ロボアド残高で過半のシェアを持つバンガードのロボアドのすべてと、それに次ぐシェアを持つチャールズシュワブのロボアドの約半分は、いずれもコールセンターにいる営業担当者からアドバイスを受けることができるハイブリッド型（ダイレクト系）である。また、銀行や証券会社が、比較的小口の顧客層に対面営業担当者の時間を必要最小程度に充当しながら、アドバイスを提供し続けるために補完的に用いるロボアドもハイブリッド型（対面補完系）とされ、既存金融機関が提供するロボアドの大多数はそのどちらかに位置付けられる。

一方、FinTech新興企業が提供するロボアドについては、パーソナルキャピタルがサービス開始当初よりハイブリッド型（ダイレクト系）のサービスを提供しているのを例外として、ほぼすべてが完全無人型のみでサービスを提供開始している。しかし、バンガードらのロボアドに急速かつ圧倒的な資金流入が続く中、FinTech新興企業によるロボアド最大手のベターメントでも、2017年からハイブリッド型（ダイレクト系）を追加した。

完全無人型のロボアドの場合、基本的には

インターネットやスマホを通じてプロファイリングから提案、投資実行とリバランス、レビューの循環プロセスがほぼ無人対応で完結する<sup>※2</sup>。これに対し、ハイブリッド型（ダイレクト系）のロボアドは、パソコンやタブレット端末上のビデオチャットツールや画面共有ツールで、コールセンターにいる非対面営業担当者の顔を見ながら、ファイナンシャルプランニングや継続的レビューなどの有人アドバイスも継続的に受けることができる。

ここでいう「アドバイス」には、①ファイナンシャルプランニングによるプロファイリングとゴール（投資資産に紐付けられた、顧客にとっての目標やニーズなど。第IV章で補足）設定の仕上げ、②ゴール実現のための投資計画と中長期アセットアロケーション（資産配分モデル）の提案、③資産配分モデルを構成する銘柄の選択と買付割合の提案、④継続的なレビュー（基本的には年1回程度だが、回数上限はない）時の顧客プロフィールとファイナンシャルプラン（および投資戦略）のアップデート、などが含まれるが、個別銘柄の推奨などは一切行わない。

証券会社や銀行などの提供するハイブリッド型ロボアド（対面補完系）も、サービスの構成内容やプロセスの大枠は基本的に同じだが、口座開設時の相談や定期レビューは電話やビデオチャットだけではなく対面で行うこともある。投資の実行とリバランスと報告については、有人の対面チャネルですら現在はラップの一任運用による自動化を主体に提供されており、その点はハイブリッド型および完全無人型のロボアドでも大きな違いはない。ただし、ハイブリッド型がアドバイスを提供する際には、プロファイリングやプラン

ニング、レビュー時のデータのアップデートにかかわる作業を、できるだけ顧客自身でパソコンやスマホを通じて行ってもらっている。これにより、コールセンターや対面の営業担当者がロボアド利用者に対して充当する時間を必要最小程度（年1時間程度）に抑制することも可能にしている。

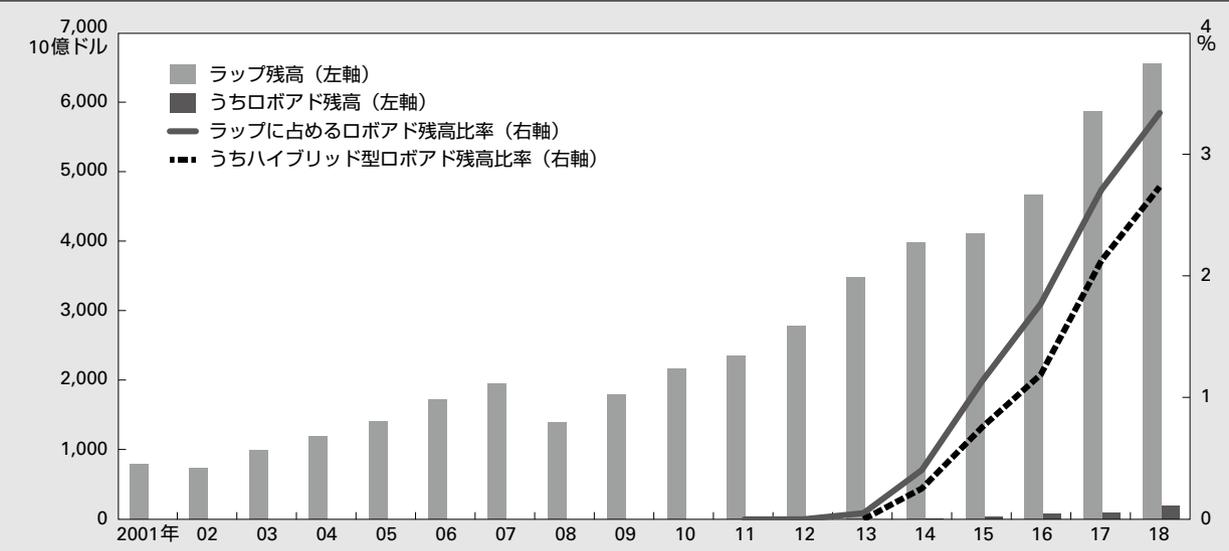
また、相談や提案のプロセスや仕組みもかなり定型化されているので、比較的、経験年数の少ない営業担当者でも、一定以上のクオリティを伴うアドバイスが提供しやすく、かつコンプライアンス面で許容範囲を逸脱したアドバイスや言動をとるリスクも抑制しやすい。その一方で、仮にロボアドを利用する顧客であっても、より複雑で高度な金融ニーズや課題を抱えるケースでは、対面証券会社や銀行、および一部運用会社直販チャンネルの場合では、営業担当者が社内外への専門家との連携によるフルサービスの有人態勢にトスアップして対応する。

ハイブリッド型ロボアドは、完全無人型に比べ、現在だけではなく今後も圧倒的な運用資産を占めていくと考えられているが、その

理由は2つある。1つは、バンガードが先鞭をつけたハイブリッド型（ダイレクト系）においても典型的に見られる、401kを中心とする確定拠出型年金（DC）事業とのシナジーである。米国のDC管理資産残高で第5位のシェアを持つバンガードのような大手運用会社では、加入者が非課税（引出時までの課税所得控除と投資収益課税繰延べ）で積み立てたDC資産を、退職や転職に際して非課税恩典を維持するために、証券会社を中心とする金融機関のIRA（個人退職準備口座）に移管（ロールオーバー）することが多い。

その際に、DC資産管理会社では、自社のダイレクトチャネルであるディスカウント証券部門への誘導に一定以上<sup>注3</sup>成功しているが、こうした資産移管は、従来、自社・他社を含む投信の分散買付やりバランスにより実行されるのが一般的だった。こうした状況下、バンガードでは15年のロボアド正式参入後にはロールオーバー流入分の一部を誘導するだけで、ロボアド市場全体の半分以上のシェアをごく短期間に獲得したが、その勢いは現在もなお衰えていない。バンガードにとっ

図2 米国のラップとロボアドの運用資産残高など



ては、グループで管理するDCプランの加入者は一種の自社チャネルであり、ほかの金融機関との顧客獲得競争に依拠する形でロボアド事業を拡大しているわけではない。

同社に限らず、大規模なDC管理事業とダイレクトチャネルを展開するほかの大手・中堅運用会社やディスカウント証券会社などにおいても、同様の構図による固有のロボアド事業機会があり、バンガードの成功後には彼らによるハイブリッド型（ダイレクト系）のロボアド参入は急速に広がっている。こうした中で、向こう数年以内にDC管理事業とダイレクトチャネルを展開する中堅規模以上の運用会社やディスカウント証券会社らのほぼすべてがロボアドを実装し、その多くはハイブリッド型になると見られている。

ハイブリッド型ロボアドが今後も広範に利用されていくことが確実なもう1つの理由は、対面証券会社や銀行、対面チャネルの営業担当者が、十分な時間がなく抱え切れない比較的小口顧客に戦略的に対応するニーズに基づくものである。

米国の対面投資商品販売チャネルでは、営業担当者が顧客の人生のゴールを特定し、その実現に向けラップを主たる実行手段として伴走し続ける「ゴールベース資産管理」(Goals-based wealth management) モデル(第IV章で補足)が裾野広く普及している。しかし、このモデルでは営業担当者が各顧客に最低でも年5~10時間以上を、個別性の高いニーズの特定や提案などの相談活動とその準備に充当することを前提としている。このため、自分が担当者として抱え切れない顧客はそのまま放置せず、預り資産残高が一定以下の小口顧客や低・不稼働の顧客について

は、通常、若手営業担当者やコールセンターに移管している。

ハイブリッド型ロボアドを実装した対面チャネルでは、これらの小口顧客や低・不稼働顧客のすべてを抱えに行くのではない。むしろ、一定程度選別的に、たとえば既顧客を複数世代に跨って世帯・一族単位で深掘りや抱え込んでいく際などに、プライオリティを付けて、子・孫世代が相続・生前贈与前や資産形成前の段階でも、対面の営業担当者が無理なく抱えていくための戦略的な受け皿としてロボアドを使うことが想定されている。米国には対面投資商品販売を行う2000行以上の銀行グループと1300社以上の対面リテール事業を行う証券会社が存在するが、彼らの大多数がこうした次世代対応面での戦略的理由により、ロボアドを実装するのは必至と見られている。

これら対面証券会社や銀行らの販売会社の提供するハイブリッド型のロボアドは、メリルリンチやモルガン・スタンレーなどの一部大手対面証券会社では自社開発したが、UBSやウエルズファーゴなどほかの大手や中堅以下の証券会社や銀行グループでは、サードパーティのBtoB向けロボアドの利用によりサービス導入を行うところが圧倒的に多い。大手や準大手らによる実装が一巡し、今後、さらに裾野広い販売会社によるロボアド導入が広がる中で、サードパーティからロボアド用プラットフォームを調達する割合は9割以上の水準で推移していくことは確実である。

販売会社を実装されるBtoBのロボアドの一部は、今般のFinTechブーム時に創業された独立系スタートアップ企業によって提供されているものの、従前から販売会社向けにラップ用の投資商品販売プラットフォームを提

供してきたアドバイザーソフトウェアやインベストネットらの既存ベンダーのほか、ブラックロックやインベスコ、TIAAなど、大手運用会社らによる販売会社支援や、販売会社向けソリューション事業の一環として提供されていくものも少なくない。これらのベンダーや運用会社らが提供するBtoB向けロボアドは、自社開発したものだけでなく、当初はBtoC向けに創業したスタートアップ企業を買収したものも含まれており、スタートアップ企業の社名やBtoCブランド名が消えた後も、広範な販売会社を通じて広範な個人投資家により着実に使われていくことになる。

また、ロボアドを提供するに際して、投資以外の機能面での必須構成要素である顧客リレーションシップ管理（CRM）ツール、プロファイリングツール、ファイナンシャルプランニングツール、アカウントアグリゲーションツール、資産分析ツール、レポートニングツール、文書管理ツールなどを、最近では自社開発することの方が珍しくなってきた中で、個別のツール同士のAPI連携や、CRMやプランニングツールをハブとした複数ツール間のAPI連携など、BtoBのフレームワークの中でスタートアップ企業と既存業者とが互いに活かし合ったり、健全に競合したりする関係は、組み合わせのダイナミックな多様化とともに続いていくと思われる。

#### IV 対面投資商品販売会社の デジタルトランスフォーメーション

ここまでは、米国における投資商品販売チャンネルのうち、ロボアドを中心にFinTech的な取り組みの現状と展望について見てきた

が、より大きなウエートを占める対面チャンネル本体のデジタルトランスフォーメーション（DX）について、FinTechとのかかわりという文脈で触れておきたい。

前述のように、米国のロボアドは個人向け投資商品であるラップ口座の一任運用の一形態だが、ラップ全体に占めるシェアは4%弱に過ぎず、残りの9割以上は対面チャンネルを通じて提供されている。米国の対面証券会社では、現在、大小の規模を問わず個人向け事業の預り資産の平均3～4割前後がラップ口座で運用されているのが典型的な預り資産構成となっており、これが投資商品販売収益<sup>注4</sup>のうち、ラップを中心とする残高連動手数料の割合が7～8割前後にまで高まっていることが極めて一般的だ。

対面チャンネルのDXについて述べるに当たり、その背景的な基調をなす、ゴールベース資産管理（GBWM）についてあらかじめ説明しておきたい。米国の投資商品販売ビジネスを金融界の勝ち組にしたGBWMの投資アプローチでは、顧客が抱えるさまざまなゴールを包括的に共有してもらい、ラップによる一任運用の中長期分散投資を基本的な投資実行手段としてその実現を図るものである。1990年代半ば以降の過去20余年に、米国の対面証券会社や銀行の投資商品販売の収益が、リーマンショックの前後も右肩上がりが増収増益基調を維持することができた最大の要因は、GBWMアプローチが顧客のゴール実現による満足度や納得感を裏付けに右肩上がりを受け入れられ普及したことである。

GBWMのプロセスは、①顧客ゴールの特定（プロファイリングの究極的な目的として、顧客本人だけでなく配偶者や子・孫その

他に関する複数世代に跨るゴールについてもヒアリングで聞き出し包括的に特定)、②ゴール実現シナリオの設定(ゴール間の優先順位付け、設定水準の調整、運用方針調整、積立・取崩し計画策定などをセットに実現への道筋を精緻化しプランを策定)、③実行手段の提案(中長期分散による投資実行に際して、基本的にはラップを用い残高連動手数料による一任運用契約を中心とする投資手段を提案)、④継続的レビュー(定期または随時に一定頻度以上でゴールへの進捗確認や追加ゴール設定、既存ゴール修正などを実施)、により構成される。このプロセスは、「次に儲かりそう」な個別の投資商品や銘柄の魅力や妙味を営業担当者が熱心に説明し、売買を起こすことで委託手数料(コミッション)をもらう従前の伝統的証券営業とは対照的に、顧客の話を聞きながらゴールの特定と実現を支援することを付加価値として、残高連動(フィー型)手数料を時間経過とともにもらい続ける事業モデルである。

従って、ゴールベース資産管理とは「投資商品を売るのではなく、プロセスを売るものである」という言い方が米国ではしばしばなされる。また、営業担当者が「語る」のではなく、顧客の話を「聞く」ことに主眼が置かれるが、それは顧客がどういう商品が好きそうなのかを付度するためではなく、つまるところ、どういうゴールを抱いているのかを理解するために話を聞くためのものである。

ここでいうゴールとは、「〇〇万ドル貯める」ことや「元手を〇〇倍にする」ことではなく、また「ベンチマークに勝って高いパフォーマンスを実現する」ことでも、「大勝負に出て結果的に大当たりしたら〇〇を実現す

る」ことでもない。一義的には、顧客が自分や家族・一族や友人、帰属する社会などのために「生前に何をしておきたい」あるいは「死後も支えてあげたり影響を残したりしたい」といった真剣な意思を明確化したものがゴールである。

しばしば日本で初対面の方にこういう話をすると、「米国人と違って日本人はゴールを持たないし、あっても投資商品販売員などには言わない」とか、「米国と違って日本の投資家の大半を占める高齢者はいまだゴールなどないし、富裕層はそもそもゴールなど持たない」などという指摘や反論を頂戴するが、米国でも20年前の出発点では現在の日本と同様、ゴールなど自分でしっかり意識している人も、またそれを投資商品販売の営業担当者に喜んで自分から話す人などほとんどいなかったのが実態である。

しかし、ゴールを共有してもらえる関係をコツコツと、たとえば毎月1件、年間10件、10年間で100件といったペースで、右肩上がりで築き上げてきた結果として、現在までの成功体験が顧客と営業担当者の双方にある。また、その際には、高齢者にはゴールの主体を本人に限定せず、子、孫、帰属社会などを受益者にしたゴールを設定し、富裕層についても富裕層なりのライフスタイルや人生観に裏付けられたゴールというものを切り出す中で、GBWMにまつわる先入観や誤解を少しずつクリアしていった。

このように、聞き出したゴールと、ラップ資産を積み上げていく関係は、相場環境で揺り戻されることはなく、それはリーマンショックのときですら例外ではない。日本人の中には「米国では株価が右肩上がりで上昇した

からうまくいったのだろうが、日本では株価が約20年にわたり右肩下りだったから無理」という反応をされる人も常に一定割合でいる。しかし、人口減少を背景とする低成長を所与とする日本においても、基本的には米国を含む成長国株式をしっかりと組み込んだ中長期グローバル分散投資モデルを前提にすれば、実現を目指すことは可能である。

ここまで述べて、GBWMのプロセスがロボアドによるプロファイリングからプランニング、投資提案・実行、レビューのプロセスに極めて似通っていることにお気づきになった方もおられるであろう。実際、ゴールベースの投資アプローチは、対面チャネルで先行して普及してから、非対面チャネルにも広がっていったものである。現在のハイブリッド型ロボアドはその簡易版であり、無人型ロボアドはその超簡易版である。

GBWMの草創期である1990年代半ばにおいては、ゴールベース投資は大手総合証券を中心とする対面証券会社の一部の営業担当者による自発的または限定的な取り組みだったが、徐々に組織全般的な取り組みとなり、並行して中堅・中小の対面証券会社やプライベートバンクにまでベストプラクティスとして広がっていった。さらに、メガバンクや地方銀行、保険代理店らを含む一層広範な対面チャネルにもあまねく浸透していき、その後ネット専業を含むディスカウント証券や運用会社の直販部門などのダイレクトチャネルにも広がっていった。

その後、2010年以降に立ち上がった米国ロボアド市場においても、提供者のほとんどがゴールベースを基本的な投資アプローチとしており、ロボアド・チャネルに現在流入する

98%以上の預り資産はゴールベースで運用されている<sup>25</sup>。

以上が前置きだが、GBWMが普及した対面投資商品販売会社におけるDXとは、一言でいえば、上記のプロセスをより精緻に、より効果的に、より生産性高く実行していくためのものである。伝統的なGBWMのアプローチは、営業担当者（アドバイザー）が担当顧客に対する属人的理解に基づく関係を最大の拠りどころに、1990年代半ば以降に展開されてきたものだが、そこにおけるDXとは、顧客とのリレーションシップ管理（RM）を統制する営業担当者が、顧客の置かれている状況をより深く理解し、顧客自身も気付いていないものも含めた潜在ニーズをより精緻に切り出し、必要な会話やフォローアップをより適時適切に行い、さらなる満足度や納得感の向上を裏付けとして一層の関係強化を行うことを科学的にサポートするものである。GBWMの各プロセスにおいては、現在、フロント（営業店）現場側だけでも次のような利用シーンにおいてDXが実行または予定されている。

- ①顧客ゴールの特定：プロファイリングと潜在ニーズ特定に際しての顧客分析におけるAI・ビッグデータ解析活用（顧客同意に基づくソーシャルデータ分析も含む）、アカウントアグリゲーションのビルトイン、オンボーディング（口座開設手続き）の省力化、CRMとの連携など
- ②ゴール実現シナリオの設定：より高度で精緻なポートフォリオ分析などとファイナンシャルプランニングツールとの連携、CRMとの連携など
- ③実行手段の提案：ファイナンシャルプラ

ンニングツールで設定したゴールと投資計画とラップ運用ソリューションとの連携

④継続的レビュー：定期および随時の継続的な顧客プロファイルのアップデートと潜在ニーズ特定に際しての顧客分析におけるAI・ビッグデータ解析活用、アカウントアグリゲーションによるポートフォリオ分析などとファイナンシャルプランニングツールとの連携、上記に基づくクロスセルやアップセルのリード（潜在案件）抽出、フォローアップにおける自動文書作成支援、文書保存・更新管理

米国の対面投資商品販売会社においても、上記の利用シーンのモジュールすべてが（完成度のレベルは別としても）2018年末で一定の統合性の下に実現に近い段階にあるのは、モルガン・スタンレーなどごく一部の大手に限られている。しかし、モジュール単位でのツールのレベルの改善や、オープンAPIを通じたサードパーティツール間、または金融機関バックオフィスとの統合性の改善は並行して着々と進んでおり、さらに、中堅・中小規模以下の販売会社の利用するインフラにもその波は着実に及んできている。

たとえば、オープンAPIによる連携は、個別金融機関と個別ツールベンダーの間だけでなく、中堅・中小金融機関のバックオフィスや一部ミドルオフィスをサポートする金融機関向けベンダーおよびクリアリング証券会社（他社向けバックオフィスや一部ミドルオフィスを提供する証券会社）が個々のモジュールにおけるツールベンダー（しかも複数先）とオープンAPIを通じた連携を行うことで、イネイブラー（実現推進・仲介者）としての役割を果たしている。

こうしたオープンAPI構造によるサードパーティとの連携による恩恵を享受するのは、大手の対面販売会社においても例外ではない。たとえば、最大手のモルガン・スタンレーでも、CRM、顧客理解のためのソーシャル分析、アカウントアグリゲーション、ポートフォリオ分析、ファイナンシャルプランニングなどにおいて、FinTech新興企業と既存ベンダー双方のサードパーティツールを是々非々で選択し、実装していることを公言している。

米国ではつい10年ぐらい前まで、大手と中堅・中小規模以下の投資商品販売会社のフロント向けプラットフォームの機能には格段のレベル格差があったが、現在ではオープンAPIによる連携とクラウド化に伴い、最新ツールのレベルと統合的実装のハードルは急速に狭まり、大手と中堅・中小販売会社が利用するフロント向けツールの格差は劇的に縮まっている<sup>注6</sup>。

## V 日本への示唆

米国金融業界においては、かつて大手らが自社開発によって競合他社に対する主要な差異化要素としてきたフロント関連システムは、いまやオープンAPI化とクラウド化によりベスト・オブ・ブリードのツールを、統合性高く、中堅・中小規模の販売会社でも容易に利用できる状況が近づいているか、分野によってはそれがほぼ実現している。

一見すると、ほんの少し前まではFinTech的なものとは最も縁遠い存在か、むしろ対極にすら存在するとも見られがちだった対面投資商品販売会社においてですら、現在では自社開発にこだわることなく、優れた技術を

FinTech新興企業のものであろうと老舗の外部ベンダーのものであろうと、柔軟に取捨選択し実装するようになってきている。裏返せば、経営リソースの乏しいFinTechのスタートアップ企業であっても、モジュール単位で真に有用なツールを開発するのであれば、金融機関向けのBtoBサービスとして提供することで生き残ったり、既存ベンダーらへの身売りによって成功裏にイグジットしたりする間口は広がっている。

本来的にFinTech新興企業と既存金融機関は二元論的な対立構造で競争するだけの関係にあるわけではない。さらにいえば、現在の投資商品販売ビジネスにおけるDXにも象徴的に見られるように、従前のオペレーション構造やITインフラに大きな揺らぎが発生している局面においては、新興企業の持つ新しい技術や既存金融機関・ベンダーの持つ資本力や顧客基盤といった経営資源の相互補完性を追求し合うことで、共存共栄の共棲関係が未曾有のレベルで成立しやすくなっている。

既存の枠組みや秩序の揺らぎが次の均衡点に向け収束していく際には、FinTech新興企業や彼らの技術がカタリスト（触媒）の役割を果たすチャンスは一層広がっていくだろう。一方で、既存金融機関や既存ベンダーにとっても、自社にとり有用なFinTech新興企業の画期的な技術が不断に登場し続ける中で、それをユーザーやイネイプラーとして同業他社に先駆けて利用することにより、ケイパビリティ（業務遂行能力）の範囲・深さや生産性を格段に増強できる可能性がある。

同時に、これらのチャンスはそれぞれに賞味期限があり、不作為によって実現し損なう機会費用もまた格段に大きなものとなる。そ

れは米国だけに限らず、日本のFinTech企業や金融機関やベンダーにも当てはまるはずだ。

#### 注

- 1 投信調査会社系のアナリスト推定で、BtoCロボアドが一任運用事業だけで黒字化するためには、400億ドル程度の運用資産が必要であるとの見方がある
- 2 「無人」とはヒトである営業担当者によるアドバイスを提供していないという意味であり、コールセンターによる口座開設サポートや使い方に関する一般的な問い合わせ対応などは行う
- 3 多くの管理会社で対象401k資産の最大5割程度
- 4 ここでは「販売金額に連動する販売時1回限りのコミッション型手数料と継続的に毎年支払われる残高連動手数料の合計」と定義
- 5 2015年にさかのぼると、ゴールベースではなく、「ヘッジファンドの民主化」や投機的売買収益を狙ったBtoCロボアドは5社存在したが、現在までにすべて撤退している
- 6 ただし、たとえばAI・ビッグデータ解析に基づく解析とクロスセル機会抽出の一部を担うネクストベストアクションツールにおいては、モルガン・スタンレーの担当者がリード生成自体よりも、それを顧客対話深化や提案能力を強化するための既存リソースをライブラリー化することの方が差異化要素の大部分を占め、営業担当者が顧客に対し提供できる付加価値の多くを負っているとの指摘を行っていることなどからも、出来合いのサードパーティの解析ツールや手法の実装だけでは画期的なDXは起こせないことが示されている

#### 著者

吉永高士（よしながたかし）  
NRIアメリカ金融・IT研究部門長  
専門は金融機関の経営戦略、オペレーション、制度などの研究  
米国登録金融ジェロントロジスト