

## 寄稿

## 個人向け資産運用事業にみる金融業界の構造的問題（下） ～新規参入事業者による個人向け資産運用事業の取り組み～

日本資産運用基盤 代表取締役社長 大原啓一

金融機能のアンバンドリング及びリバンドリングを通じた「金融サービス」の再定義が加速度的に進んでいる。革新的な金融事業モデルの誕生と成長が期待されるが、そのためには金融業界の構造的問題の克服が必要となる。前回「(上) 地域銀行の個人資産運用事業の苦境」に続き、個人向け資産運用事業を切り口に、業界が抱える構造的問題と取るべき方向性について論考する。

### 一般生活者にとってハードルが高い 「資産運用」機能

"Finance, after all, is not a consumer product or service, valued in itself, like a car or a restaurant meal or clothing. No one gets up in the morning and says "I feel like enjoying some financial services today." " Adair Turner

「金融サービスはそれ自体価値のあるものではない。誰も朝起きて『今日は金融サービスを楽しみたい気分だわ』なんてつぶやいたりしない」 アデア・ターナー（元英国F S A長官）

金融機能は私たち生活者及び事業会社等の経済活動に欠かせない社会インフラの一部であるが、ターナー氏の言葉通り、本来はそれ自身を目的として独立して機能するものではなく、何らかの経済活動を潤滑に進めるための手段として用いられるものである。これは生活者の購買行動に付随する「資金移転（決済）」や企業が設備投資のために銀行から資金を借り入れる「資金供与」をイメージすると分かりやすいだろう。

金融機能の一つである「資産運用」についても、これら2機能と同様に、本来はある主体の具体的な経済活動のための手段として用いられるべきものである。ただ、「資金移転」「資金供与」機能が主たる経済活動に近接した時期に用いられ、当該経済活動の内容についてもそ

の時点である程度確定していることが多いのとは異なり、「資産運用」機能が用いられる多くの場合、経済活動は現在ではなく、将来に予定されており、その内容や時期が現時点では確定していない。また、それとも関連するが、「資金移転」「資金供与」の場合は機能利用に伴う金額が現時点である程度確定している一方、「資産運用」の場合、用いる金融商品が経済活動を行う将来時点でどの程度の評価額になるか現時点では確定していないことが多いという特性も指摘できる。

このような様々な不確定要素が伴うため、「資産運用」機能を利用する際には、目的となる将来の経済活動の内容や時期等をある程度確定させるとともに、具体的な手段としての金融商品の特性を理解し、将来時点の評価額の変動幅や期待値等を見積もるという作業が利用者側で必要となる。

ただ、このような作業を十分な金融知識をもたない一般生活者が自力で行うのは容易ではない。一般生活者による「資産運用」機能の積極的な利用がなかなか進まないのは、このようなハードルの存在によるところも大きいと思われる。

### わが国でも進む新規参入事業者による 取り組み

FinTechと呼ばれる金融機能の新しい提供手段が勃興するなか、個人向け資産運用の分野においても、ロボ・アドバイザーと呼ばれる新しいサービスが広まるなど、一般生活者が「資産運用」機能を利用する際のハードルを低くしようとする取り組みが世界的に多く見られるようになっている。

わが国でもウェルスナビやお金のデザイン、マネックス・セゾン・バンガード投資顧問に代表されるロボ・アドバイザー・サービス運営会社をはじめ、スマートフォンで簡単に株式売買

が可能なサービスを提供するOne Tap Buy、テーマ型投資をうたう証券会社FOLIOなど、スタートアップ企業による新しい資産運用サービスがここ数年次々と誕生し、徐々にではあるがその利用が広がりつつある。また、今年に入ってから、KDDIが大和証券と合弁で資産運用会社を設立するという発表に始まり、LINEと野村証券の合弁証券会社の設立や丸井グループの証券子会社設立など、一般事業会社が個人資産運用事業に参入する動きも相次いで報じられている。

こうしたスタートアップ企業や一般事業会社による個人資産運用事業への取り組みは、これまで資産運用サービスを利用した経験がない生活者層の興味やニーズを喚起することに加え、各社が強みとするUI／UXデザインなどの非金融付加価値を最大限活用することにより、「資産運用」機能に対する利用者の心理的ハードルを大きく引き下げることが期待できる。中国の電子商取引業者最大手のアリババがその利用者向けに資産運用サービスを提供し、成功を収めていることはあまりにも有名な例だが、同様のことは日本においても十分に実現し得ると思われ、新たに参入する事業者の今後の取り組みが注目を集めている。

### 垂直統合型事業運営の限界と今後の展望

しかし、事業運営モデルの観点からは、こうした新しい取り組みの方法について強い問題意識を持たざるを得ない。前回の「(上) 地域銀行の個人資産運用事業の苦境」において、金融業界の構造的問題として高度金融専門性の偏在と硬直的な事業運営モデルの二つを指摘したが、新たな参入事業者の多くがこれら構造的な問題に策を講じることなく真正面から突撃しているように見受けられるのである。

例えば、今年に入ってから新規参入を発表した一般事業会社について考えると、それらの強みは若年層中心の巨大な顧客基盤であり、スマホアプリやクレジットカードなど独自の顧客接点であるという点でいずれも共通している。従来型金融機関が手を出せていない未開拓の顧客基盤に対し、ユニークな切り口でアプローチしようとする事業的な狙いは十分に理解できる。

大原啓一（おおはら・けいいち）

2003年東京大学法学部卒業。10年London Business School金融学修士課程修了。野村資本市場研究所、D IAMアセットマネジメント（現アセットマネジメントOne）等を経て、15年8月にマネックス・セゾン・バンガード投資顧問を創業、17年9月まで同社代表取締役社長。18年7月より現職。



一方、ゼロから証券会社を設立するなど、非競争分野であり、競争優位性があるわけでもない証券バック・ミドルオフィス、システム等まで業務範囲を広げることの意図がいまいち理解できない。こうした分野に対応できる高度金融専門性は限られていることに加え、システム開発・運営の負担は非常に重い。経営リソースは競争の主戦場となる顧客接点での付加価値提供に集中させるというのが、教科書的に推奨される経営戦略ではないのだろうか。

例えば、証券会社設立・運営に必要となる第一種金融商品取引業登録を伴うスキームではなく、顧客接点での付加価値提供に注力できるよう金融商品仲介業や投資助言・代理業等のより軽い負担で設立・運営が可能なスキームを構築し、証券バック・ミドルオフィス、システム等は既存証券会社等に委託をすることなども考えられる。

個人資産運用ビジネスの最大の難点は、少額の預かり金を積み上げる事業モデルであるため、損益分岐点に達するまで長期間の赤字を覚悟しなければならないところにある。本来であれば、競争戦略的な観点のみならず、早期収益化という観点からも、外部機関との連携を含む柔軟なスキームを構築することが求められるはずである。

資産運用サービスが活性化するためには、事業としての成功体験を経験した事業者が増えることが欠かせないと考えている。新しく参入するスタートアップ企業や一般事業会社には、業界の構造的な問題にとらわれることなく、水平分業型事業モデルを前提とする柔軟なスキームを構築し、中国のアリババのようにパラダイムシフトと表現するに足る革新的な資産運用サービス・事業を展開することを期待したい。