

# 証券リテール営業の「デジタル化」

↳「スマホ証券」↳

二上季代司

ここ数年、あらゆる面での証券取引の「デジタル化」が進んできたが、年初来の「コロナ禍」で、それが加速しそうな勢いである。プライマリー市場では「クラウドファンディング」<sup>(1)</sup>、セカンダリー市場では「アルゴリズム取引」がよく知られているが、それよりもっと身近な存在がリテール向けのネット取引である。そしてこれに加えて近年では、「スマホ取引」が出現し、それが大きく注目されるようになった。スマホ端末だけで証券取引ができる証券会社（いわゆる「スマホ証券」）も現れている。以下では、この「スマホ」証券をとりあげてみたい。

## 1 「スマホ」証券とは何か

「スマホ証券」とは一般的な俗称であって厳密な定義はない。モバイル端末（スマホ）を利用した証券取引サービスを提供する証券会社、というのが一般的なイメージである。それでは、同じく非対面の「ネット証券」と「スマホ証券」はどこが違うのだろうか？

ネット証券大手も、すでに二〇〇〇年代中ごろからモバイル端末を使った証券取引を提供してきた。当時「ケータイ」取引と呼ばれたものがそれである。しかし、「ケータイ取引」を提供してきたネット証券は「スマホ証券」

とは異なる、と筆者は考える。

「ケータイ取引」では、自宅のパソコンで発注した指値注文が約定したか否か、気になる銘柄の株価が指値に達したかどうかを知らせる「アラーム」や株価照会の利用が大部分であって、頻繁な取引には不向きであった。立会時間中は会社員にとつても勤務時間中であるし、なにより頻繁な株価更新には通信料がかかるためであった。他方、ネット取引の大部分は、少数の「デイトレーダー」による頻繁な回転売買によって占められ、彼らにとつても「ケータイ取引」は小さすぎて、使いにくかったと思われる。

つまり「ネット証券」ではサラリーマンにとつてもデイトレーダーにとつても、パソコンが主たるツールであつてモバイル端末（ケータイ）は補完手段に過ぎなかつたと考えられる。ところが、最近の「スマホ証券」はこれとは異なる。

第一に、モバイル端末（スマホ）はパソコン取引の単なる補完ツールではない。口座開設から発注・約定、決済、口座管理、市場情報・会社情報の閲覧までパソコンなしで行えるようになってきている。通信料が安くなったことも時代の変化である。しかしそれだけではない。

第二に、より重要な違いであるが、一株（あるいは一〇〇円）からといった、これまで証券業界が「採算面」から掘り上げることのできなかつた顧客層（若年層、資産形成層・同予備層）をターゲットにしていることである。サービス代価の特徴として「手数料無料」をうたい文句にする業者も出ている。

しかし一株とか一〇〇円といった端数の株式への極少投資は、スマホ証券といえども採算が取れていないはずである。「チリも積もれば山となる」というたとえ話もあるが、独立したビジネスモデルとして確立するのは現状ではむづかしい。にもかかわらず、スマホ証券の参入は増加傾向にある。しかも当初は、ベンチャーファンド

の出資が多かったのだが、近年では大手・準大手証券、ネット証券などの既存証券会社はもちろん通信キャリアやLINE等のプラットフォーム、金融機関などの異業種が資本提携の形で参入している。

出資者は、スマホ証券の将来性についてある種の期待と展望を持っているのだろう。それでは、スマホ証券が一つのビジネスモデルとして確立できるとすれば、その展望と課題はなんだろうか。まず、スマホ証券の現状をみておく必要がある。

## 2 ロングテールを目指す「スマホ証券」

現時点でスマホ証券と認識できる業者を、ディスクロージャー誌に基づいて開業年の順に整理すると図表1のようになる。

先行したのはロボアドバイザーだった。主として世界のETFを投資対象とする投信ラップを、残高一%の年間手数料で最低投資金額10万円から提供するというものだった。対面営業の証券会社の常識では考えられない手数料の安さ、投資金額の低さが目新しかった。

ついで1000円から米国株（のち日本株も加わる）を売買できるOne Tap Buyが現れた。金額指定の株式投資は、大手証券のSMBC日興証券が「キンカブ」の名称で提供しているが、これをスマホ上のシンプルな操作でアメリカ株も購入できるサービスに仕立て直したことに新奇性があった。

次に、SOR (Smart Order Routing) を利用して手数料ゼロの株式取引をめざす業者が現れる。複数市場を比較して最も有利な値段の市場に回送することにより、メイン市場（東証）の最良気配との差額がえられた場合には、その差益を顧客と折半することで、手数料はゼロにするというのである。

図表1 スマホ証券の概要

お金のデザイン 2014/10開業 決算数値は2019/3	東海東京FH19.46%、谷家 衛18.87% ロボアドバイザー（THEO、10万円から）、ポイント投資 顧客数71,842名、運用残高387.6億円 営業収益2.79億円、営業損失18.2億円。 純財産：60.9億円
ウェルスナビ 2016/1開業 決算数値は2019/12	柴山和久28.59%、SBIHD7.44% ロボアドバイザー（WealthNavi、10万円から） 28万口座、運用残高2,300億円（2020/2） 営業収益15.5億円、営業損失20.6億円。 純財産：52.6億円
One Tap Buy 2016/3開業 決算数値は2019/3	ソフトバンク45.65%、みずほ証券12.75%、東海東京FH7.5% 1,000円から日米株、CFD（10倍レバレッジ）、1株IPO 14.5万口座、預かり（日本株134.8万株、アメリカ株等26.8万株） 営業収益2.36億円、営業損失15.74億円。 純財産：37.7億円
Folio 2017/7開業 決算数値は2019/3	Line F26.07%、甲斐真一郎19.48% テーマ別投資（10万円から）、ロボアドバイザー（10万円から） 預かり（日本株58.2万株） 営業収益は0.11億円、営業損失24.34億円。 純財産：55.9億円
スマートプラス 2018/3開業 決算数値は2019/11	Finatext HD85%、大和証券G本社15% Streamアプリ、プラットフォームBaaS 預かり（日本株369.5万株、投信1.06億円） 営業収益2.16億円、営業損失7.41億円。 純財産：47.7億円
tsumiki証券 2018/8開業 決算数値は2019/3	丸井G100% エポスカード向け積立投資（投信） 預かり（投信1.45億円） 営業収益0.01億円、営業損失3.5億円。 純財産：15.4億円
SBIネオモバイル証券 2019/3開業 決算数値は2019/3	SBI95%、CCC5% ポイント投資、少額（単元未満株）投資、 30万口座（2020/3末、日本経済新聞4/21） —— 純財産：2.5億円
Line証券 2019/8開業 決算数値は2019/12	Line51%、野村HD49% ポイント投資、少額投資（1株、投信は100円から） —— —— 純財産：156.8億円

(注) 1. 上から「大株主」、「業務内容の特徴」、「顧客預かり資産」、「収益状況」、「純財産」

2. 以上のほか、大和証券グループが「CONNECT」を設立（2020/4）、東海東京証券FHもスマホ証券の設立を予定している。

(出所) 各社、直近の「業務及び財産の状況に関する説明書」より作成

このほか、スマホ証券のサービスとして、買い物の際に付与される「ポイント」を支払い代価とする株式投資  
「ポイント投資」、「おつり」で投資する「おつり投資」等のサービスもみられる。

押しなべて共通するのは、最低投資金額の極少化、低手数料（あるいは無料）、おまけ（ポイント）投資等、  
といった手法でできるだけ証券投資の敷居を低くし、顧客層のすそ野を広げ、顧客総数の極大化を図ろうとして  
いることである。IT用語でいえば「ロングテール (Long Tail)」を目標しているのである。実際、スマホ証券  
の顧客口座数は増えている。しかし、ロングテールだけではビジネスは成り立たない。システム投資をはじめコ  
ストもかかっているはずで、増えた顧客総体から得られる収益を増やして、損益分岐点をクリアすること、いい  
かえれば、長くなった尻尾 (Tail) を太くしなければならぬ。

### 3 収益性

では、スマホ証券の収益源はどうなっているのだろうか。

[Fractional Shares]

単位未満株や一株にみたない端株は取引所では売買できないので、業者の自己勘定で手当てされることになる。  
そこで、この取引の収益は「トレーディング益」として経理処理される場合が多い。もともと、みずから執行す  
るのではなく、これをまとめて執行する業者に取り次ぐ場合のほうが多い。特に、海外の株式やETFの場合は  
米系ブローカーへ取り次ぐケースがほとんどである。

とりわけ金額指定の場合は、必ず端株を伴う。アメリカでは単位未満株 (Odd Lot) と区別して端株を「Fractional  
Shares」と呼ぶ。細かくて件数の多い単位未満株や端株の取引執行はみずから自己勘定で仕切るよりもマーケッ

ト・メーカーに回送し、そこで仕切っている場合が多い。

さらに受注、マーケット・メーカーへの回送、約定後の決済処理等についてシームレスに行うソフトウェアプログラムが開発されているが、近年では、このプログラムをクラウド上におき、API接続<sup>(2)</sup>によって提携先証券会社に共同利用させる業者も現れている。たとえばDrive Wealth社の「Fracker」と呼ばれるクラウドベース、API駆動型のプラットフォームでは、四〇〇〇以上の株式、ADR、ETF、オルタナティブ投資、一万以上の投信が取引可能とされている<sup>(3)</sup>。

つまり、「Fractional Shares」取引の収益力向上のハードルは、システム開発の進展、クラウドやAPI接続の普及などのシステム環境によってある程度、低くすることができるだろう。

#### [SOR]

複数市場を比較して、最も有利な市場に回送することで顧客利益を最大化する執行方法は「Smart Order Routing」と呼ばれる。アメリカは日本のPTSに相当するECNや「ダークプール」等の代替市場が非常に多く、SORを用いた執行も多い。この場合の収益源は、メイン市場（NYSEや東証）における最良気配値と比較して、これよりも良い値段で執行できた場合の差益を顧客と折半することで得られる（経理上は「そのほか手数料」として処理されているようである）。

#### [PFOF]

アメリカの代表的なスマホ証券、Robinhood Securities社の収益源の半分を占めているのがPFOF（Payment For Order Flow）である。直訳すれば「注文回送の代価」ということになるが、リテールホールセラー（retail wholesalers）と呼ばれるマーケット・メーカーが小口の注文を集めるために回送元のブローカーに渡す「リベ

ト」である。<sup>(4)</sup>

ロビンフッド社は、株式、投信、オプションなどの取引を「手数料ゼロ」で執行するのがうたい文句で、顧客口座一〇〇〇万を誇るが、その収益の半分は「P F O F」であり、残りを信用取引金利、顧客データの販売から得ている。<sup>(5)</sup>

「P F O F」は現在のところ、日本のスマホ証券で採用しているところは見当たらない。なにより東証の流動性が高く、圧倒的なシェアを誇っているために、P T Sやダークプールへ回送するインセンティブがアメリカほど大きくない。その意味では、S O Rについても広がる余地が少ないということになるだろう。しかしP T Sやダークプールの取引規模がある一定程度にまでなればS O Rの機会が増え、やがてP F O Fを手掛ける業者が出てくる可能性もあるだろう。

そこで、元に戻って、収益性の観点から再度、図表1をみると、どのスマホ証券もいまのところ営業損益を黒字に転換できていないのである。業者の社歴は浅いが、それでも最初のスマホ証券の開業からかぞえて五年以上が経過している。株主にはベンチャーファンドも散見されるが、そうした株主はそろそろ出口戦略を考える時期に来ている。

しかし最近になると、ベンチャーファンドに代わって通信キャリアやプラットフォーマー、大手・準大手証券等が前面に出てスマホ証券への参入を企図する動きが看守できるのである。

証券投資の敷居を低くし、顧客層の拡大（「Long Tail」）に成功した次の段階では、L2を太くしなければ持続性のあるビジネスとは言えない。では、どのような対策が考えられているのか。ベンチャーファンドと異なる立場にある現業者にとって、どのような「シナジー効果」が期待できるのだろうか。次にそれをみよう。

#### 4 金融サービス仲介業の創設

一つは、個々の客への「クロス・セル」すなわち証券のみならず様々な金融商品の取引仲介などの「重ね売り」による顧客一人あたり収益の拡大である。

これに関連して、今年の三月、「金融商品販売法」等の改正案が国会に上程されたことが注目される。この改正案は、現行の「金融商品販売法」を「金融サービスの提供に関する法律（案）」に改称するもので、「金融サービス仲介業」を「預金等媒介業務、保険媒介業務、有価証券等仲介業務、貸金業貸付媒介業務のいずれかを業として行うこと」と定義し（同法一条）、これを業として行うものに登録義務を課している（同法二条）。さらに情報通信技術を利用して金融サービス仲介業務を行うものは、一定の要件（財産的基礎等）を満たせば、電子決済等代行業を行うことができる（同法一八条）とされる。

現在、金融サービスの仲介業務は、銀行サービスは銀行法上の「銀行代理業」、証券サービスは金融商品取引法上の「金融商品仲介業」、保険サービスは保険業法上の「保険募集人」として、それぞれ業法上の要件が必要であるが、これが「金融サービス仲介業」の登録だけで行えるようになる。<sup>(6)</sup> この結果、同じスマホ端末上から、預金口座残高等の情報取得、決済指図（電子決済等代行業）、住宅ローンなどの借入、証券の売買、保険の購入など、およそマネーに関する包括的なライフ・プランが「ワンストップ」で横断的に行えるようになる。

そして同じプラットフォーム上で多種多様なサービスを提供できるようになると、顧客の多様な取引履歴情報が蓄積され、効果的なマーケティングができるようになる。顧客情報の販売収入も将来的に期待できるかもしれない。

こうした、様々な金融サービスのアプリが一体となった「金融版スーパーアプリ」と「プラットフォーム」の



システム開発は技術的には可能になりつつある。通信キャリアやSIB、楽天、LINE等は、IT技術に通じた人材が豊富なことから、こうした横断的な金融サービスのクロス・セル、取引履歴をはじめする顧客情報の取得とマーケティングへの活用、広告宣伝媒体としてのプラットフォームの価値向上などに商機を見出しているのではないかと筆者にはみえる。

もつとも、システムコスト低減のためには「クラウド化」と「API」がヨリ一層、容易になることが必要だろう。この点、わが国では金融機関とのAPI接続が進んでいないことが課題である。また、資金移動に伴う振替・送金などの手数料が高いことも制約条件である。

## 5 顧客セグメンテーションとソリューションビジネス

ポイント投資や少額投資、積立投資は、証券投資の敷居を低くして口座を長くするのだが、ある程度、顧客資産の蓄積が進んで、収益化が期待できる規模にまで口座が太くなってくると、顧客はアドバイスを求めるようになる。というのは、株式や投信は相場商品であって、値下がりすることもしばしばあるからである。「おまけ」感覚のポイント投資の段階なら、たとえそれがゼロになっても大した痛痒は感じないが、投下した資産残高の規模が膨らむにつれ、相場の下落に伴う評価損すなわち「顧客の痛み」は大きくなる。これ以上、続けるべきか、それとも撤退すべきか、「ナンピン買い」をかけるべきか、悩みと迷いは深まる。そうした時に、アフターケアなしでは「Tail」は太くならない。

このように少額投資の段階と一〇〇万円単位にまで膨らんだ段階とでは、顧客が求めるニーズは違ってくる。顧客の資産規模や置かれた立場に応じて顧客を区分し、真に顧客が求めるニーズを特定して解決手段を提供する。

それが顧客セグメンテーションに基づく課題解決型のビジネス（ソリューションビジネス）である。そしてこのようなソリューションビジネスは、個人顧客の資産形成が進む途上で、幾度となく逢着するだろう相場の激変時にこそその成果が発揮される。つまり相場が下がった時こそアドバイザーの価値が高いのである。

大手・準大手証券がスマホ証券に注目するのもそこに商機を見出しているのではないだろうか。対面営業主体の証券会社の顧客層が高齢化していることがスマホ証券出資の背景にあるのだが、どうみてもこれだけでは採算に合わないスマホ証券のビジネスに一〇〇億円単位の巨額の出資を行って、顧客層の「ロングテール」に注力するのは、営業員のアドバイザー能力という既存資源の共用によって、長くなったテールを太くできるという相乗効果（シナジー）を期待してのことと思われる。

## 6 終わりに

二〇〇〇年代初頭、ソフトバンクグループがADSLモデムを街頭で無償配布して大量の顧客を獲得し、東西NTTの寡占状態にあったインターネット接続事業に一挙に割って入って地歩を固めたことがあった。これがLong Tail戦略の代表的な成功例である。数年前に始まったスマホ証券の戦略も同様だろう。しかし、それだけではビジネスとして定着したとは言えない。なにより、スマホ証券はシステムコストをカバーできず黒字転換の業者はまだ出現していない。未来の「ユニコーン」への成長を期待して出資に積極的だったベンチャーファンドも最近では出資事例がみられなくなっている。

これに代わって出資者として前面に出てきたのは、①通信キャリアやプラットフォーム、および②対面営業主体の大手・準大手証券である。両者は、いずれも長くなった「Tail」を太くしようと注力するのだが、それぞ

れの強みの違いから、戦略上の重点のおきかたにも特徴がみられるように思われる。

前者は、金融版のスーパーアプリを開発し、横断的な金融サービスを提供できるプラットフォームになることで、収益性を高めようとしているようにみえる。その規制上の制約は、金融商品販売法等の改正により「金融サービス仲介業」が導入されたことでやや小さくなった。次の課題はAPI接続をより容易にし、API接続料と資金スweepに伴う銀行手数料をもっと安くすることであろう。API接続に制約があると情報やシステムの共同利用にも制限が生じ、ひいてはシステムコスト低減の大きな制約になるからである。

後者は、ネット証券やスマホ証券に流れる傾向にある若年層や資産形成層を、みずからスマホ証券を立ち上げることで自社に誘導して顧客層の若年化とすそ野の拡大を図り、ある程度の資産規模になった顧客層に必要とされるアドバイザリーサービスやニーズの高い金融商品を販売してシナジー効果による収益向上を図る戦略である。

もともと、この区分けは相対的なものである。

たとえば準大手証券の東海東京FHは、昨年「お金のコンパス」を立ち上げたが、これは家計簿アプリや金額指定投資、ロボアドバイザー、おつり投資が一体となった新アプリで前者に近い。

他方、ロボアドバイザーのサービスを提供する「フォリオ」と「お金のデザイン」の両社は、金融商品仲介業者と提携し、対面でのアドバイザリーサービスを顧客に提供する戦略を取り始めた（『日本経済新聞』五月二八日付）。スマホ証券自身の経営努力も新しい段階に入ったようである。

注

- (1) 「クラウドファンディング」については本誌、松尾論文を参照。なお、ブロックチェーンを使ったデジタル証券の発行・販売（STO、Security Token Offering）も新たな試みである。
  - (2) API (Application Programming Interface) とは、コンピュータプログラムの機能や管理するデータなどを、外部の他のプログラムから呼び出して利用するための手順やデータ形式などを定めた規約のことである。「Fractional Shares」取引をシームレスに行えるプログラムがクラウド上にあり、それを共同利用するためには、あらかじめAPI接続をしておかなければならない。
  - (3) <https://drivewealth.com/registered-broker-dealers/>
  - (4) リテールホールセラーとPFOFを巡る論点については、本誌、清水論文を参照。
  - (5) <https://www.investopedia.com/articles/active-trading/020515/how-robinhood-makes-money.asp>
  - (6) 詳しくは、金融庁『金融サービスの利用者の利便の向上及び保護を図るための金融商品の販売等に関する法律等の一部を改正する法律案（説明資料）』二〇二〇年三月。なお、従前のような「所屬制」は撤廃されるので、賠償責任を担保させるための保証金の供託が義務付けられる（同法二二条）。
- 〔補記〕文中、「端株」について誤解を招く記述があったので補記しておきたい。二〇〇五年の会社法以来、端株制度は廃止され、これ以前に発行された端株も発行会社の買取りその他の方法により存在しない。現在の「端株」の取扱いは——一例を挙げれば——、証券会社が顧客との共有口座で整数倍の単元株を売買し、顧客には持分に比例した配当金・売買損益を還元するやり方で対応している。

(にかみ きよし・主席研究員)