

早稲田大学 IT 戦略研究所

*Research Institute of IT & Management,
Waseda University*

2023 年 3 月

投資一任サービス業界の業績決定要因の研究 ～ロボアドバイザー機能が与えた影響～

下山 貴史 (早稲田大学大学院経営管理研究科)

根来 龍之 (早稲田大学大学院経営管理研究科教授 / IT 戦略研究所所長)

早稲田大学 IT 戦略研究所ワーキングペーパーシリーズ No.68

Working Paper

投資一任サービス業界の業績決定要因の研究 ～ロボアドバイザー機能が与えた影響～

下山 貴史（早稲田大学大学院経営管理研究科）

根来 龍之（早稲田大学大学院経営管理研究科教授 / IT戦略研究所所長）

概要

2022年3月末時点で日本における投資一任サービスの受託件数は約135万件、運用残高は約13兆円に達している。これは2016年3月末時点と比較して前者が約2.8倍、後者は約2.4倍の水準である。この間、投資一任サービスを提供する全ての投資運用業者が一様に業績を伸ばしたのではなく、一部の新興企業が急激に業績を伸ばしていた。

この背景には、投資運用業者によるロボアドバイザー機能に起因する「チャネルのデジタル化」と「バリューチェーン（VC）の分離」が考えられる。具体的には、2016年2月頃からVCの全工程をシステム上で行う「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」が普及している。また、2016年11月頃から投資運用業者が外部の口座管理機関に対する「バックヤード・サービス」として投資運用業務を行い、VCにおいて投資運用業者や口座管理機関以外の第三者が仲介業務を行うケースが登場している。

本研究の目的は、「日本において投資一任サービスを提供する投資運用業者を対象として、各社の業績に影響を与える要因を分析すること」であり、そのために定量研究と事例研究の両方を行っている。定量研究の目的は、「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス及びバックヤード・サービスへの対応が、各社の投資運用の受託件数の増加数に与える影響を分析すること」である。定量研究の仮説として「投資運用の受託件数の増加数に対して、投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス及びバックヤード・サービスへの対応は、ともに正の影響を与える」を設定している。事例研究の目的は、「ウェルスナビとお金のデザインの比較を通じて、両社の違いに影響を与えた要因を分析すること」である。両社とも2016年に「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」をリリースしているが、2021年末時点でウェルスナビが受託件数でも運用残高でもお金のデザインを大きく上回っている。

定量研究の結果、ロボアドバイザー・サービスとバックヤード・サービスの両方に対応しているか、片方だけなのかということ調整変数とすることによって、仮説が支持された。平均値の差の検定により縦断的な変化を分析した結果、サンプル期間中に各対応を導入した4社のうち3社は導入直後に被説明変数が他社よりも大きく増加していた。また、事例研究の結果から以下2つの仮説を導出した。

- 仮説1：初期段階において、ウェルスナビはお金のデザインと比較して技術的な優位性があり、ユーザーである投資家から高く評価されたことが両社のパフォーマンスの差の一要因となった。
- 仮説2：初期段階における両社の提携パートナーのタイプと提携スピードの違いが、両社のパフォーマンスの差に影響を与えた。

以上より、日本において投資一任サービスを提供する投資運用業者の業績に影響を与える要因として、ロボアドバイザー効果、バックヤード効果、これらの導入効果が挙げられる。また、ロボアドバイザー効果をより強化する要素として、サービス提供の初期段階における技術的な優位性と、提携ビジネスの初期段階における提携戦略（提携パートナーのタイプ、提携スピード）が考えられる。

キーワード： 投資一任サービス、デジタル化、デコンストラクション、重回帰分析、提携戦略

<目次>

1. はじめに	4
1.1. 研究の背景	4
1.2. 研究の目的と対象	6
1.3. 研究の方法と論文の構成	7
2. 投資一任サービス業界を取り巻く概況	7
2.1. 投資一任サービス	7
2.1.1. 投資一任サービスのバリューチェーン	8
2.1.2. アクターとライセンスの整理	9
2.2. チャンネルのデジタル化	9
2.3. バリューチェーンの分離	10
2.3.1. 投資運用業者によるバックヤード・サービスの出現	11
2.3.2. 提携パートナーとの連携	12
3. 研究の方法と仮説	13
3.1. 定量研究の目的と仮説	13
3.2. 事例研究の目的	13
4. 定量研究：重回帰分析	14
4.1. サンプル	14
4.2. 分析方法	14
4.3. 被説明変数の設定	14
4.4. 説明変数と制御変数の設定	14
4.5. 基本統計量	15
4.6. 分析結果とモデルの検証	16
4.7. 縦断的な変化の分析	20
5. 事例研究：OUTLIERであるウェルスナビの成功要因	23
5.1. ウェルスナビとお金のデザインについて	23
5.2. 技術的な優位性	25
5.3. 提携パートナー事業の特色	26
5.4. 仮説	30
6. まとめ	30
6.1. 結論	30
6.2. 実務への示唆	31
6.3. 研究の限界と今後の課題	31
謝辞	34
参考文献・URL	34

1. はじめに

1.1. 研究の背景

2022年3月末時点で、日本の投資一任サービスにおける投資運用の受託件数は約135万件、運用残高は約14兆円に達している。これは2016年3月末時点と比較して受託件数が約2.8倍、運用残高は約2.4倍の水準である。投資一任サービスとは、「投資家のリスク選好や運用方針に合わせた運用ポートフォリオを提示し、実際の金融商品の売買から、利益の確定、相場の変動に合わせた資産の再配分までを行うサービス」を指している。

しかし、この間に、投資一任サービスを提供する全ての投資運用業者が一様に受託件数と運用残高を伸ばした訳でない。例えば図表1は、投資一任サービスにおける投資運用の受託件数上位13社（2020年6月末時点）について、2019年6月末と2020年6月末時点の同件数を表している。これをみると1999年以降に設立された新興企業のウェルスナビ、お金のデザイン、楽天証券、FOLIO、ウエルス・スクエアがランクインしており、2020年6月末までの1年間で受託件数を伸ばしている。ウェルスナビ、お金のデザイン、楽天証券、FOLIOは、投資一任サービスのチャンネルをデジタル化した「ロボアドバイザー・サービス」を提供しており、また、ウエルス・スクエアは、外部の口座管理機関に対して投資一任サービスの「バックヤード・サービス」として投資運用業務を行っているという特徴がある。特にウェルスナビについては、他の投資運用業者と比較して極端に投資一任サービスにおける投資運用の受託件数を伸ばしており、同件数ベースでは2020年6月末時点で業界トップとなっている。

新興企業が投資一任サービスにおける投資運用の受託件数を伸ばす一方、伝統的な金融機関であるSMBC日興証券、野村証券、大和証券、三菱UFJ信託銀行、いちよし証券、みずほ証券は、2020年6月末までの1年間で同件数を減少させている。野村証券、三井住友信託銀行、みずほ証券については同期間中に、投資一任サービスにおける投資運用の運用残高までも減少している。これらの伝統的な金融機関は、リアル店舗を有し、主に店頭や顧客の自宅または勤務先において対面で投資一任サービスを提供するという特徴がある。ただし、大和証券については2017年1月以降、投資一任サービスのチャンネルをデジタル化した「ロボアドバイザー・サービス」も提供している。

図表 1 投資一任サービスの受託件数上位 13 社 (2020 年 6 月末時点)

No.	投資運用業者	受託件数 (件)	
		2019 年 6 月末	2020 年 6 月末
1	ウェルスナビ	147,524	214,865
2	SMBC 日興証券	165,812	165,598
3	野村証券	187,659	163,684
4	大和証券	144,259	141,009
5	お金のデザイン	74,444	100,586
7	りそな銀行	--	58,785
6	三井住友信託銀行	71,400	67,515
9	楽天証券	43,263	48,064
8	三菱 UFJ 信託銀行	--	48,192
10	FOLIO	9,743	37,906
12	みずほ証券	15,698	13,989
11	いちよし証券	14,796	14,762
13	ウェルス・スクエア	5,346	8,819

(注) 前年比で受託件数が伸びている場合、数字を赤字で記載している。

(注) 1999 年以降に新設された企業を新興企業として青色で色付けしている。

(出所) 投資顧問業協会「統計資料」より作成。

投資一任サービスを提供する投資運用業者のほとんどは、運用残高に応じた運用管理料を収入源としている。そのため、これらの業者は、各社がターゲットとする顧客セグメントの違いにかかわらず、運用残高を最大化させることを目指していると考えられる。そこで、図表 2 では 2021 年末時点の投資一任サービスにおける運用残高上位 13 社を表している。これより、投資一任サービスにおける運用残高ベースでも、新興企業のウェルスナビとウェルス・スクエアが上位にランクインしていることがわかる。加えて図表 2 において、りそな銀行が第 5 位にランクインしている点も興味深い。りそな銀行が提供している投資一任サービス「りそなファンドラップ」は、同行が口座管理機関と投資運用業者の両方の役割を担っているが、例えば 2019 年 10 月に関西みらい銀行との連携によって提供開始した投資一任サービスの「関西みらい銀行ファンドラップ」では、関西みらい銀行が口座管理機関、りそな銀行が投資運用業者の役割を担っている。つまり、伝統的な金融機関であるりそな銀行も、新興企業のウェルス・スクエアと同様に、外部の口座管理機関に対して投資一任サービスの「バックヤード・サービス」として投資運用業務を行っているという特徴がある。

図表 2 投資一任サービスにおける運用残高上位 13 社 (2021 年末時点)

No.	投資運用業者	運用残高 (百万円)
1	野村証券	3,179,451
2	大和証券	2,925,965
3	SMBC 日興証券	2,628,725
4	三井住友信託銀行	1,011,977
5	りそな銀行	741,791
6	ウェルスナビ	634,464
7	三菱 UFJ 信託銀行	516,155
8	みずほ証券	417,220
9	UBS SuMi Trust ウェルス・マネジメント	378,507
10	三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券	222,861
11	いちよし証券	183,768
12	ウェルス・スクエア	142,479
13	水戸証券	123,483

(注) 1999 年以降に新設された企業を新興企業として青色で色付けしている。

(注) 上記 No.9 は UBS 証券から会社分割によって設立したため新興企業に含めていない。

(出所) 投資顧問業協会「統計資料」より作成。

1.2. 研究の目的と対象

本研究の目的は、「日本で投資一任サービスを提供する投資運用業者について、各社の業績に影響を与える要因を分析すること」である。本研究では、その分析のために定量研究と事例研究の両方を行う。

定量研究では、日本で投資一任サービスを提供する投資運用業者 23 社を対象に、各社が「ロボアドバイザー・サービス」に対応しているか否かということと、外部の口座管理機関に対して投資一任サービスの「バックヤード・サービス」として投資運用業務を行っているか否かということが、各社の投資一任サービスにおける投資運用の受託件数の増加数に与える影響を分析する。

事例研究では、投資一任サービス業界において他の投資運用業者と比較して極端に業績を伸ばしているウェルスナビを **Outlier** とみなし、同社とほぼ同時期に「ロボアドバイザー・サービス」を提供開始したお金のデザインと比較することで、ウェルスナビ独自の成功要因を分析する。

1.3. 研究の方法と論文の構成

定量研究の方法は、2016年6月末から2021年末までの間に投資顧問業協会に登録していた投資顧問業者23社の四半期毎のデータについて、同一の企業であっても観測時点が異なれば別のサンプルとみなし、プーリングデータとして最小2乗法による重回帰分析を行う。また、事例研究の方法は、各社のIR資料等の公開情報をもとに分析を行う。

論文の構成は、先ず、日本の投資一任サービス業界を取り巻く概況を整理し、投資一任サービスにおける「チャンネルのデジタル化」と「バリューチェーンの分離」という2つの概念を設定する。次に、定量研究、事例研究のそれぞれの目的を設定する。そして、それぞれの分析結果を整理する。最後に、結論、実務への示唆、本研究の限界と今後の課題について述べる。

2. 投資一任サービス業界を取り巻く概況

2.1. 投資一任サービス

投資一任サービスとは、「投資家のリスク選好や運用方針に合わせた運用ポートフォリオを提示し、実際の金融商品の売買から、利益の確定、相場の変動に合わせた投資資産の再配分までを行うサービス」を指している。投資一任サービスを提供するための専用口座は一般に「ラップ口座 (wrap account)」と呼ばれている。ラップ (wrap) には「包む」という意味があり、基本的には投資一任サービスの運用管理料に口座管理、投資運用プランの策定、証券売買等にかかる一連のコストが含まれていることや、投資一任サービスが投資運用プランの策定、投資対象の紹介、実際の金融商品の売買、投資資産の再配分、アフターフォロー等を含む包括的なサービスであることを表している。

投資一任サービスの例として、ファンドラップやETFラップが挙げられる。ファンドラップとは投資対象が投資信託の投資一任サービスであり、ETFラップとは投資対象がETF (Exchange Traded Fund: 上場投資信託) の投資一任サービスである。ETFは、金融商品取引所に上場している投資信託であり、上場株式と同じように取引できるという特徴がある。

日本では1999年に規制緩和により証券会社による投資顧問業務の兼務が認可されたことを背景として投資一任サービスが登場した。その後2004年4月に、有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律及び同法施行規則が改正され、投資一任サービス促進のための制度整備が行われ、信託銀行による投資一任業務が可能となったこと等によって投資一任サービスが普及し始めた。日本の投資一任サービスの運用残高は、2008年9月のリーマンショックを契機に発展したグローバル金融危機時に伸び悩むが、2013年3月末には過去最高の約7,600億円に達している。それ以降も日本の投資一任サービスの運用残高は、2014年3月末に約1.37兆円、2015年3月末に約3.89兆円、2016年3月末に約5.77兆円と順調に伸びている。受託件数についても、2013年3月末の約5万件から、2014年3月末に約10万件、2015年3月末に約30万件、2016年3月末には約48万件と増加している。2013～16年頃にかけて、日本の投資一任サービスの運用残高と受託件数が増加した背景としては、当局による金融機関に対

する顧客との利益相反の最小化の要請や、ネット証券の台頭による取引手数料のコスト競争の激化という外部要因や、市場変動の影響を受けやすい取引手数料の収入モデルからの脱却を目指す内部要因により、各金融機関が積極的に投資一任サービスを提供していたことが考えられる。

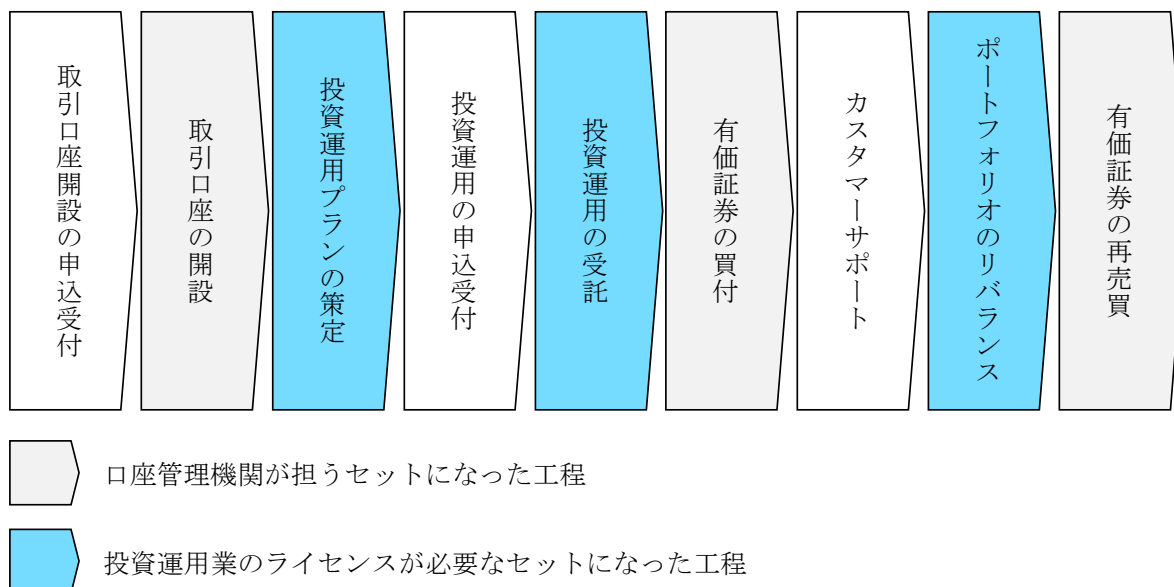
2017年以降も、日本の投資一任サービスにおける投資運用の運用残高と受託件数は急激に伸びている。しかし、この間、投資一任サービスを提供する全ての投資運用業者が一様に業績を伸ばしたのではなく、1999年以降に設立した新興企業の一部が急激に業績を伸ばしていた。

2.1.1. 投資一任サービスのバリューチェーン

投資一任サービスのバリューチェーン（VC）は「取引口座開設の申込受付」、「取引口座の開設」、「投資運用プランの策定」、「投資運用の申込受付」、「投資運用の受託」、「有価証券の買付」、「カスタマーサポート」、「ポートフォリオのリバランス」、「有価証券の再売買」という流れである（図表3）。「ポートフォリオのリバランス」とは投資における資産の比率を再配分することである。

投資一任サービスのVCのうち、「取引口座の開設」、「有価証券の買付」、「有価証券の再売買」は口座管理機関が担うセットになった工程であり、「投資運用プランの策定」、「投資運用の受託」、「ポートフォリオのリバランス」は投資運用業のライセンスが必要なセットになった工程である。口座管理機関と投資運用業者は、同一企業が両方を兼ねることも可能である。一方で、「取引口座開設の申込受付」、「投資運用の申込受付」、「カスタマーサポート」については口座管理機関や投資運用業者以外の第三者の仲介業者が行う場合があり、これらの工程は他の工程とセットになっていないものであると考えられる。なお、口座管理機関が投資運用業者の仲介業務を行ったり、投資運用業者が口座管理機関の仲介業務を行ったりする場合も考えられる。

図表3 日本の投資一任サービスのVC



2.1.2. アクターとライセンスの整理

日本の投資一任サービスの VC に登場するアクターは、「口座管理機関」、「投資運用業者」、「仲介業者」の3者である。各アクターはそれぞれの役割に応じたライセンスを取得する必要がある。

第1に「口座管理機関」は実際に顧客の取引口座を管理するため、登録金融機関または第1種金融商品取引業者が担っている。登録金融機関とは、金融商品取引法上の登録金融機関業務として一定の金融商品取引業務を行う銀行、信用金庫、信用組合、その他預金取扱い金融機関のことである。また、第1種金融商品取引業とは、金融商品取引業の登録が必要な行為のうち、①：有価証券売買・売買の媒介等、②：店頭デリバティブ取引等、③：元引受け、④：PTS業務、⑤：有価証券等管理業務のいずれかを業として行うことを指している。PTS業務とは、私設の証券取引システム運営業務である。

第2に「投資運用業者」は、有価証券またはデリバティブ取引に対する投資として、①：投資法人との契約に基づき、投資法人の財産を運用する行為、②：投資信託の受益証券保有者から拠出を受けた金銭等を運用する行為、③：投資一任契約に基づき、顧客の財産を運用する行為、④：信託の受益権の保有者から拠出を受けた金銭等を運用する行為、または⑤：①～④以外の集団投資スキーム持分の保有者から拠出を受けた金銭等を運用する行為のいずれかを業として行う者のことである。本研究の対象は、投資一任サービスを提供する投資運用業者であり、上記の③を業として行っている者である。

第3に「仲介業者」は、登録金融機関や投資助言・代理業、金融商品仲介業、金融サービス仲介業として登録し、投資一任サービスの VC において「取引口座開設の申込受付」、「投資運用の申込受付」、「カスタマーサポート」を仲介業務として行う者を指している。投資助言・代理業とは、①：投資顧問契約を締結して有価証券の価値等または金融商品の価値等に基づく投資判断について助言する行為、②：投資顧問契約または投資一任契約の締結の代理または媒介のいずれかを業として行うことであり、投資一任サービスの VC に登場する「仲介業者」はこのうち②を業として行っている。また、金融商品仲介業として登録すれば、金融商品取引業の登録を受けなくても、金融商品取引業者または登録金融機関からの委託を受けて、委託者のために有価証券の売買の媒介、市場デリバティブ取引の委託の媒介等を行うことができる。更に金融サービス仲介業は令和2年の金融商品販売法の改正によって創設された新制度であり、簡易な登録制のもとに銀行、保険、金融商品の分野にまたがって金融サービスの仲介を業として行うことが可能である。

2.2. チャネルのデジタル化

2017年以降、日本の投資一任サービス業界において一部の新興企業が急激に業績を伸ばしている要因として、「チャネルのデジタル化」と「VCの分離」といった2つの現象が考えられる。これらは、投資一任サービスの VC における「投資運用プランの策定」の工程をシステム上で行う「ロボアドバイザー機能」の登場に起因する現象だと考えられる。具体的には、ロボアドバイザー機能は「システム上で投資家のリス

ク選好や運用方針に合わせた運用ポートフォリオを提示する機能」のことを指している。

「チャンネルのデジタル化」とは、日本で2016年2月頃から普及した「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」のことを指している。同サービスは、投資一任サービスのVCの全工程をシステム上で行うものである。

日本におけるロボアドバイザー・サービスは「投資運用業者以外によるロボアドバイザー・サービス」と「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」に区別することができる。「投資運用業者以外によるロボアドバイザー・サービス」は、投資家のリスク選好や運用方針に合わせた運用ポートフォリオや個別の金融商品を提示するだけのサービスであり、投資一任サービスではない。同サービスの提供者は、仮に顧客に対して無償で個別性が低い投資情報を提供する場合、金融商品取引法に基づく登録が不要である。ただし、顧客に個別性が高い投資情報を提供する場合には、投資助言・代理業として登録する必要がある。一方、「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」は、「投資運用業者以外によるロボアドバイザー・サービス」の機能に加えて、実際の金融商品の売買から利益確定、相場の変動に合わせたリバランスまでを提供する投資一任サービスであり、同サービスの提供者は投資運用業として登録する必要がある。従って、これらのロボアドバイザー・サービスの違いは、サービス提供者のライセンスであり、本研究の対象は、「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」のみである。なお、一般に「投資運用業者以外によるロボアドバイザー・サービス」を助言型またはアドバイス型、「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」を投資一任型のロボアドバイザー・サービスと呼ぶことがある。

日本で「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」が普及したのは、新興企業のお金のデザインが2016年2月に「THEO（テオ）」というブランド名のサービスをリリースしたことがきっかけだと考えられる。お金のデザインは2013年8月に設立し、2014年9月に投資運用業及び投資助言・代理業、2015年12月に第1種金融商品取引業として登録している。日本初の「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」の提供事例としては、エイト証券が2015年5月に「8 Now!（エイトナウ）」というブランド名のサービスをリリースしている。しかし、エイト証券は2019年にサービスの提供を終了しており、「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」の普及には至らなかったと考える。

「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」の特徴は、対面による投資一任サービスよりも提供者が間接費を抑えることが可能であり、その結果、投資家が支払うコストや最低投資金額を低く設定できる点にある。「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」の提供者はコストバリューを武器に、日常的にインターネットを利用する資産形成層の投資家を中心に顧客化し、業績を伸ばしていると考えられる。

2.3. バリューチェーンの分離

2016年11月頃から日本の投資一任サービス業界では「デコンストラクション」による「VCの分離」が起きている。「デコンストラクション」とは、ボストンコンサ

ルティングループが1990年代後半に提唱したコンセプトであり、「今まで当たり前と思っていた事業の定義と競争のルールが、従来とは異なる視点から捉え直すことで、新しい事業や新しい競争のルールに変わってしまうこと」を表している。

内田(1998)によると「デコンストラクションとは、単なる一企業の話ではなく、業界全体が大きく変わっていく現象であり、それを説明するものである。デコンストラクションの結果、既存業界の中でVCが変化して競争ルールが変わり、今まで盤石とされていた企業が業界リーダーから転落したり、新しく業界に入ってきたプレーヤーが大暴れしたりする原因にもなる。場合によってはビジネスそのものが消失したり、新しいビジネスが生まれたりする非常にインパクトの大きい現象でもある」としている。

2.3.1. 投資運用業者によるバックヤード・サービスの出現

日本の投資一任サービス業界における「デコンストラクション」の一例として、投資運用業者が外部の口座管理機関に対して投資一任サービスの「バックヤード・サービス」として投資運用業務を行っていることが挙げられる。例えばバックヤード・サービスの提供者として、りそな銀行、お金のデザイン、ウエルス・スクエアが挙げられる。

りそな銀行は2017年2月に埼玉りそな銀行及び近畿大阪銀行、2020年10月にみなと銀行、2021年4月に横浜銀行と連携して、りそな銀行がこれらの金融機関に対してバックヤード・サービスとして投資運用業務を行う投資一任サービスをリリースしている。一方、りそな銀行は2017年2月、自らが口座管理機関と投資運用業者の両方を担う投資一任サービス「りそなファンドラップ」もリリースしている。つまり、りそな銀行は直販の投資一任サービスとバックヤード・サービスの両方に対応しているという特徴がある。

お金のデザインは、2016年2月の「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」のリリース以降、2018年7月末までの間、自社で口座管理機関と投資運用業者の両方の役割を行ってきた。しかし同社は2021年8月、SMBC日興証券に会社分割の方法で第1種金融商品取引業にかかる事業を承継し、その後はSMBC日興証券が口座管理機関、お金のデザインが投資運用業者の役割を行っている。つまり、お金のデザインは、口座管理機関であるSMBC日興証券に対して、投資一任サービスの「バックヤード・サービス」として投資運用業務を行うようになったと考えられる。ただし、お金のデザインはSMBC日興証券以外の口座管理機関に対しても、このようなバックヤード・サービスを提供している訳ではない。

ウエルス・スクエアは、野村アセットマネジメント、野村ファンド・リサーチ・アンド・テクノロジー、野村総合研究所が2016年1月に共同設立したバックヤード・サービス専門の投資運用業者である。ウエルス・スクエアは2016年11月以降、福岡銀行、山陰合同銀行、FFG証券、きらぼし銀行、静銀ティーエム証券、千葉銀行、常陽銀行、足利銀行とバックヤード・サービスの提供先を拡大している。

これらの投資運用業者は、バックヤード・サービスに対応することによって、外部の口座管理機関の既存顧客にリーチし、投資運用の受託件数と運用残高を増大させることを目指していると考えられる。

2.3.2. 提携パートナーとの連携

日本の投資一任サービス業界における「デコンストラクション」の別例として、投資一任サービスの VC において、投資運用業者や口座管理機関でない第三者が仲介業者として「取引口座開設の申込受付」、「投資運用の申込受付」、「カスタマーサポート」の工程を行うケースが挙げられる。例えば、ウェルスナビ、お金のデザインが、外部の仲介業者に対してこれらの業務を委託している。

ウェルスナビが提供する投資一任サービスの中には、同社が口座管理機関と投資運用業者の両方の役割を担い、外部の仲介業者が投資一任サービスの VC のうち「取引口座開設の申込受付」、「投資運用の申込受付」、「カスタマーサポート」の工程を行っているものがある。ウェルスナビは、このような第三者の提携パートナーとの連携サービスを運営する事業を「提携パートナー事業」と呼び、自社で投資一任サービスの VC の全工程に対応する投資一任サービスを運営する「ダイレクト事業」と区別している。ウェルスナビは 2017 年 1 月に SBI 証券と提携して「WealthNavi for SBI 証券」をリリースして以降、住信 SBI ネット銀行、ANA、ソニー銀行、イオン銀行等、提携先を拡大している。2021 年末時点でウェルスナビの提携パートナー事業は、運用残高ベースで同社全体の約 4 割を占める。

お金のデザインに関しても 2017 年 4 月に、同社が口座管理機関と投資運用業者の両方の役割を担い、山口フィナンシャルグループ傘下の山口銀行、もみじ銀行、北九州銀行が仲介業務を行う連携サービスをリリースしている。その後、お金のデザインも武蔵野銀行、福岡銀行、十八親和銀行、熊本銀行、大垣共立銀行等、提携先を拡大している。

これらの投資運用業者は外部の仲介業者との連携を通じて、提携先の既存顧客を獲得しようとしていると考えられる。前述の投資運用業者による口座管理機関に対するバックヤード・サービスと、仲介業者との連携を比較すると、前者は、口座管理機関が顧客口座を囲い込み、より自社のブランドを前面に押し出して、既存顧客向けにカスタマイズしたサービスを提供できる可能性がある。一方で、後者では、提携パートナーが口座管理機関としての役割を担う必要がないため、提携コストを低く抑えることができる可能性があると考えられる。

3. 研究の方法と仮説

本研究の目的は、「日本で投資一任サービスを提供する投資運用業者について、各社の業績に影響を与える要因を分析すること」である。そのために定量研究と事例研究の両方を行っている。

3.1. 定量研究の目的と仮説

定量研究の目的は、投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス及びバックヤード・サービスへの対応が、各社の投資運用の受託件数の増加数に与える影響を分析することである。

定量研究の仮説として、「投資運用の受託件数の増加数に対して、投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス及びバックヤード・サービスへの対応はともに正の影響を与える」を設定する。投資運用業者はロボアドバイザー・サービスに対応することによって、日常的にインターネットを使用する資産形成層の個人を顧客化できる可能性があり、バックヤード・サービスに対応することによって外部の口座管理機関の既存顧客を獲得できる可能性があると考えためである。

3.2. 事例研究の目的

事例研究の目的は、ウェルスナビとお金のデザインの比較を通じて、両社の違いに影響を与えた要因を分析することである。

ウェルスナビとお金のデザインは、会社設立時期が前者は2015年4月、後者は2013年8月であり、「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」を正式にリリースした時期が前者は2016年7月、後者は2016年2月である。つまり、両社はともに新興企業であり、2016年に「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」をリリースしたことが共通している。会社設立とサービスのリリース時期について、お金のデザインはウェルスナビよりも先発企業であったにもかかわらず、前述のように、2021年末時点ではウェルスナビが運用残高でも受託件数でもお金のデザインを大きく上回っている。

4. 定量研究：重回帰分析

4.1. サンプル

定量研究のサンプルは、2016年6月～2021年末までの間に投資顧問業協会に登録していた投資運用業者23社に関する四半期ベースのデータを使用し、サンプルサイズは406であった。ここで、サンプルからOutlierと判断したウェルスナビと、2019年にサービス提供を終了したエイト証券は除いてある。欠損値についてはリストワイズの方法で除去している。ウェルスナビについては、他投資運用業者と比べて成長率が極端に異なり、事例研究の対象としてその独自の成長要因を探索することにした。

4.2. 分析方法

分析方法は、パネルデータについて同一企業であっても観測時点が異なるデータは別のサンプルとみなし、プーリングデータとして最小二乗法による重回帰分析を行った。

パネルデータの分析方法として、未観測の個体特性を排除して分析する固定効果モデルによる推定法があるが、本研究では、説明変数がサンプル期間中にほとんど変化していないため固定効果モデルを活用しなかった。本研究で想定される未観測の個体特定は、例えば、会社の歴史、ターゲットとする顧客セグメント、利益の源泉、リアル店舗の少なさ等が考えられる。

4.3. 被説明変数の設定

被説明変数については、投資運用業者各社の観測時点間の投資一任サービスにおける投資運用の受託件数の増加数を使用した。投資運用業者の四半期毎のデータについて、ある観測時点とその直前の観測時点の投資一任サービスにおける投資運用の受託件数の差をとることで、各社の観測時点間の受託件数の増加数を計算した。

被説明変数として投資運用の受託件数の合計数や伸びを使用しなかった理由は、サンプル期間の当初から実績がある業者と、サンプル期間中に新しく投資一任サービスをリリースした業者の双方がサンプルに含まれているためである。例えば、合計数を被説明変数とすれば、サンプル期間の当初から実績がある業者が有利となる。また、仮に伸びを被説明変数とした場合、サンプル期間中に新しく投資一任サービスをリリースした業者は、リリース当初の伸びが過度に大きくなってしまいが、増加数を被説明変数とすればそのような現象は起こらない。

4.4. 説明変数と制御変数の設定

説明変数については、第1に投資運用業者によるロボアドバイザー・サービスへの対応のダミー変数（ロボアドバイザー対応ダミー）を使用した。ロボアドバイザー対応ダミーは、投資運用業者が観測時にロボアドバイザー・サービスに対応していないサンプルについて基準カテゴリとして0を割り当て、ロボアドバイザー・サービスに対応しているサンプルに1を割り当てた。ロボアドバイザー対応ダミーが1のカテゴリには、お金のデザインのようなロボアドバイザー・サービス専門の業者と、大和証

券のようにロボアドバイザー・サービスと対面による投資一任サービスの両方を提供する業者の双方が含まれている。

第2に投資運用業者によるバックヤード・サービスへの対応のダミー変数（バックヤード対応ダミー）を使用した。バックヤード対応ダミーは、投資運用業者が観測時にバックヤード・サービスに対応していないサンプルについて基準カテゴリとして0を割り当て、バックヤード・サービスに対応しているサンプルに1を割り当てた。バックヤード対応ダミーが1のカテゴリにも、ウエルス・スクエアのようなバックヤード・サービス専門の業者と、りそな銀行のようにバックヤード・サービスだけでなく、自らが口座管理機関となる投資一任サービスも提供する業者の双方が含まれる。

第3にロボアドバイザー対応ダミーとバックヤード対応ダミーの交差項を使用した。これは、ロボアドバイザー・サービスとバックヤード・サービスの両方に対応する業者の効果を表している。

制御変数については、会社規模による影響を考慮するために、投資運用業者の調整後年間収益額（百万円）の自然対数を使用した。ここで、新興企業の中にはサンプル期間中に年間収益額が百万円に満たない企業が存在していたため、全てのサンプルについて年間収益額に3百万円を加算してデータを調整している。また、このように自然対数をとることは、定量研究において慣行的に行われる手法である。

更に、観測時の市場変動や、新型コロナウイルス感染症のパンデミック、季節性といった外部要因を考慮するために、年ダミー（2017年ダミー、2018年ダミー、2019年ダミー、2020年ダミー、2021年ダミー）と四半期ダミー（4-6月ダミー、7-9月ダミー、10-12月ダミー）を制御変数として使用した。年ダミーと四半期ダミーについては、該当するサンプルに1を割り当て、その他のサンプルについて基準カテゴリとして0を割り当てた。例えば、2020年3月以降の新型コロナウイルス感染症のパンデミックによる効果は、厳密には3カ月間のずれがあるが2020年ダミーと2021年ダミーによって考慮している。

4.5. 基本統計量

基本統計量は図表4のようになった。サンプル期間中、投資運用業者各社の投資一任サービスにおける投資運用の受託件数は3カ月間で平均1,028件増加していた。

図表4 基本統計量

	平均値	標準偏差	度数
投資運用の受託件数の増加数（件）	1,028	2,546	406
ロボアドバイザー対応ダミー	0.283	0.451	406
バックヤード対応ダミー	0.158	0.365	406
ロボアドバイザー対応ダミーとバックヤード対応ダミーの交差項	0.034	0.183	406

4.6. 分析結果とモデルの検証

本研究では図表5のようにモデルを変化させて4回、重回帰分析を行った。

図表5 重回帰分析の結果

	モデル1	モデル2	モデル3	モデル4
	b	b	b	b
定数	486.6 (0.734)	849.3 (1.384)	2301.6 *** (3.540)	632.0 (0.952)
ロボアドバイザー対応ダミー	2281.6 *** (7.202)	1930.3 *** (6.724)		2017.8 *** (6.765)
バックヤード対応ダミー	893.9 ** (2.172)		-199.9 (-0.532)	450.9 (1.223)
ロボアドバイザー対応ダミーと バックヤード対応ダミーの交差項	-1844.8 ** (-2.367)			
調整後年間収益額（百万円）の 自然対数	60.0 (1.331)	29.8 (0.738)	-83.2 * (-1.946)	52.6 (1.164)
2017年ダミー	-297.6 (-0.619)	-169.0 (-0.356)	-54.5 (-0.107)	-245.4 (-0.508)
2018年ダミー	-68.7 (-0.143)	60.9 (0.129)	192.9 (0.381)	-14.6 (-0.030)
2019年ダミー	-1230.6 ** (-2.581)	-1156.5 ** (-2.462)	-974.7 * (-1.934)	-1254.3 *** (-2.616)
2020年ダミー	-1122.7 ** (-2.411)	-1000.0 ** (-2.192)	-792.5 (-1.612)	-1122.2 ** (-2.396)
2021年ダミー	-730.8 (-1.582)	-604.0 (-1.337)	-192.4 (-0.398)	-731.8 (-1.575)
4-6月ダミー	-91.5 (-0.262)	-100.2 (-0.286)	-93.6 (-0.252)	-97.0 (-0.276)
7-9月ダミー	-40.5 (-0.116)	-52.8 (-0.152)	-18.2 (-0.049)	-54.7 (-0.156)
10-12月ダミー	-316.9 (-0.918)	-309.3 (-0.892)	-278.6 (-0.760)	-322.2 (-0.927)
Adjusted R ²	0.126	0.115	0.016	0.116
n	406	406	406	406

(注) 従属変数は、投資運用の受託件数の増加数（件）。

(注) カッコ内はt値。* $p < 0.10$ 、** $p < 0.05$ 、*** $p < 0.01$

図表5のモデル1の結果より、ロボアドバイザー対応ダミーが1%、バックヤード対応ダミーが5%の有意水準とともに被説明変数に対して正の影響を与えていた。一方、ロボアドバイザー対応ダミーとバックヤード対応ダミーの交差項については5%の有意水準で被説明変数に対して負の影響を与えていた。説明変数の係数を比較すると、ロボアドバイザー対応の方がバックヤード対応よりも被説明変数に対して大きな影響を与えていた。また制御変数については、2019年ダミーと2020年ダミーが5%の有意水準で被説明変数に対して負の影響を与えていた。

また、モデルを変化させてもロボアドバイザー対応ダミーについては1%の有意水準で被説明変数に対して正の影響を与えていた。一方で、バックヤード対応ダミーについては、モデル1のようにロボアドバイザー対応とバックヤード対応の両方を行っているか、片方だけなのかを調整変数とすることによって、被説明変数に対して正の効果がみられた。

制御変数については、2019年ダミーがモデル1及び2で5%、モデル3で10%、モデル4で1%、2020年ダミーがモデル1、2、4で5%の有意水準でそれぞれ被説明変数に対して負の影響を与えていた。この要因として、第1に世界の株式市場の急変が投資家や金融機関の営業員の行動に影響を与えたこと、第2にコロナ禍で金融機関の営業員が対面で顧客に接触することが困難になったことが考えられる。

第1の要因について、2019年と2020年はどちらも世界の株式市場が急激な下落から回復した年であった。2019年は、2018年後半に米中関係悪化の懸念や米政策金利の誘導目標の引上げを受けて急落したダウ平均株価が回復していった年であった。また2020年は、新型コロナウイルス感染症のパンデミックによって2～3月にかけて急落したダウ平均株価が、年末に向けて回復していった年であった。投資一任サービスは、運用ポートフォリオを構築し資産を分散投資しているため、一般に、このような株式市場の急落時における資産の下落率や、その後の株式市場の回復局面における資産の上昇率が、株式市場の平均の変動率よりも小さくなる傾向があると考えられる。そのため株式市場の回復局面において、投資家が、直前の市場の急落時にあまり目減りしなかった投資一任サービスを解約して、より大きなリターンを見込める金融商品に乗り換えたり、金融機関の営業員が投資家に対してそのような乗り換えを勧誘したりしたことが考えられる。

第2の要因は2020年ダミーに影響したと考えられる。コロナ禍により対面で投資一任サービスを提供する金融機関は、投資運用の新規受託件数が減少したと考えられる。実際に、対面で投資一任サービスを提供するSMBC日興証券や野村証券は、2021年3月末までの1年間で投資運用の受託件数が減少している。一方、2021年も新型コロナウイルス感染症のパンデミックは収束していないが、2021年ダミーは被説明変数に対して有意な効果がみられなかった。その理由については、各金融機関においてビデオ会議ツールの活用等、リモートでの営業手法が確立されていったことが考えられる。

また、本研究では、F検定、自由度調整済み決定係数、ダービン=ワトソン比、相関係数、VIF（分散拡大要因）によって重回帰モデルを検証した。F検定の結果について、モデル1、2、4に関しては0.1%、モデル3については10%の有意水準で帰無仮説を棄却した。自由度調整済み決定係数については、モデル1が0.126、モデル2が0.115、モデル3が0.016、モデル4が0.116となった。従って、4つの重回帰モデルの中では、モデル1が最もデータへの当てはまりがよかった。ダービン=ワトソン比については、モデル1が0.675、モデル2は0.658、モデル3は0.581、モデル4は0.660となった。ダービン=ワトソン比の値が2よりかなり小さいことから、誤差項間に正の自己相関があると考えられる。しかし、本研究では被説明変数として、投資運用の受託件数の合計数や伸びでなく、増加数を採用しているため、誤差項間の自己相関についてはあまり気にする必要がないと考えた。相関マトリクスは図表6の通りであり、相関係数が0.8を超えるものはなかった。またVIFの値についても2.6未満となっており、本研究の重回帰モデルに深刻な多重共線性の問題はないと考えた。

以上より、定量研究の仮説「投資運用の受託件数の増加数に対して、投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス及びバックヤード・サービスへの対応はともに正の影響を与える」は、支持された。なお、ロボアドバイザー対応とバックヤード対応の両方を行っているか、片方だけなのかを調整変数とすることについて注記が必要である。サンプル期間中に、これらの両方に対応していた業者はマネックス・アセットマネジメントとお金のデザインの2社であり、上記の片方だけに対応する業者の方がかなり多かった（10社）。また、マネックス・アセットマネジメントは2019年3月から両方に対応しているが、お金のデザインは2021年10月からであることから、両方を行う効果は実際にはほぼマネックス・アセットマネジメントの業績についての評価となっている。

重回帰分析の結果について、投資運用業者はロボアドバイザー対応によって投資初心者や、日常的にインターネットを使用する資産形成層の個人を顧客化することが可能となり、バックヤード対応によって外部の口座管理機関の既存顧客を獲得することが可能となったと考えられる。実際にロボアドバイザー対応しているウェルスナビ及びお金のデザインは、主に資産形成層の個人を顧客化している。ウェルスナビの会社資料によると、同社の顧客の約94%は65歳未満であり、約30%が投資初心者である。また、お金のデザインの会社資料によると同社も主なユーザー層が30～40代の働く世代であり、ユーザーの約61%は投資経験がほとんどなく、約62%は保有資産が1,000万円未満の資産形成層となっている。また前述のように、バックヤード対応しているりそな銀行は2022年11月末で、投資一任サービスの受託件数が約8.5万件、運用残高が約7,000億円に達しており、このうち外部の口座管理機関を通じた運用残高が約47%を占めている。

図表6 相関マトリクス

	投資運用の 受託件数の 増加数 (件)	ロボアドバ イザー対応 ダミー	バックヤード 対応 ダミー	ロボアドバ イザー対応 ダミーと バックヤード 対応 ダミーの 交差項	調整後 年間収益額 (百万円) の自然対数	2017年 ダミー	2018年 ダミー	2019年 ダミー	2020年 ダミー	2021年 ダミー	4-6月 ダミー	7-9月 ダミー	10-12月 ダミー	
Pearson の相関	期間中の受託件数の増加数 (件)	1.00	0.32	0.00	0.00	-0.09	0.05	0.09	-0.11	-0.09	0.03	0.00	0.02	-0.04
	ロボアドバイザー対応ダミー	0.32	1.00	-0.06	0.30	-0.38	-0.03	-0.02	0.01	-0.02	0.12	-0.02	0.00	0.01
	バックヤード対応ダミー	0.00	-0.06	1.00	0.44	-0.37	-0.04	-0.04	0.02	0.06	0.07	-0.02	-0.01	0.01
	ロボアドバイザー対応ダミーとバックヤード対応ダミーの交差項	0.00	0.30	0.44	1.00	-0.24	-0.08	-0.08	0.06	0.04	0.10	-0.02	0.01	0.01
	調整後年間収益額 (百万円) の自然対数	-0.09	-0.38	-0.37	-0.24	1.00	-0.01	-0.02	-0.05	0.05	0.01	0.03	0.02	-0.01
	2017年ダミー	0.05	-0.03	-0.04	-0.08	-0.01	1.00	-0.19	-0.19	-0.21	-0.23	0.00	-0.01	-0.02
	2018年ダミー	0.09	-0.02	-0.04	-0.08	-0.02	-0.19	1.00	-0.20	-0.21	-0.23	-0.01	-0.01	-0.01
	2019年ダミー	-0.11	0.01	0.02	0.06	-0.05	-0.19	-0.20	1.00	-0.22	-0.24	0.00	-0.01	-0.02
	2020年ダミー	-0.09	-0.02	0.06	0.04	0.05	-0.21	-0.21	-0.22	1.00	-0.26	0.00	-0.01	-0.01
	2021年ダミー	0.03	0.12	0.07	0.10	0.01	-0.23	-0.23	-0.24	-0.26	1.00	-0.02	0.00	-0.01
	4-6月ダミー	0.00	-0.02	-0.02	-0.02	0.03	0.00	-0.01	0.00	0.00	-0.02	1.00	-0.34	-0.35
	7-9月ダミー	0.02	0.00	-0.01	0.01	0.02	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	0.00	-0.34	1.00	-0.36
	10-12月ダミー	-0.04	0.01	0.01	0.01	-0.01	-0.02	-0.01	-0.02	-0.01	-0.01	-0.35	-0.36	1.00
有意確率 (片側)	期間中の受託件数の増加数 (件)		0.00	0.47	0.49	0.03	0.15	0.03	0.02	0.03	0.29	0.50	0.34	0.23
	ロボアドバイザー対応ダミー	0.00		0.11	0.00	0.00	0.26	0.34	0.41	0.35	0.01	0.32	0.50	0.42
	バックヤード対応ダミー	0.47	0.11		0.00	0.00	0.22	0.20	0.32	0.11	0.09	0.37	0.41	0.42
	ロボアドバイザー対応ダミーとバックヤード対応ダミーの交差項	0.49	0.00	0.00		0.00	0.05	0.05	0.11	0.19	0.03	0.37	0.42	0.45
	調整後年間収益額 (百万円) の自然対数	0.03	0.00	0.00	0.00		0.39	0.35	0.16	0.16	0.41	0.30	0.37	0.38
	2017年ダミー	0.15	0.26	0.22	0.05	0.39		0.00	0.00	0.00	0.00	0.49	0.41	0.34
	2018年ダミー	0.03	0.34	0.20	0.05	0.35	0.00		0.00	0.00	0.00	0.46	0.38	0.43
	2019年ダミー	0.02	0.41	0.32	0.11	0.16	0.00	0.00		0.00	0.00	0.49	0.41	0.34
	2020年ダミー	0.03	0.35	0.11	0.19	0.16	0.00	0.00	0.00		0.00	0.48	0.43	0.45
	2021年ダミー	0.29	0.01	0.09	0.03	0.41	0.00	0.00	0.00	0.00		0.38	0.50	0.41
	4-6月ダミー	0.50	0.32	0.37	0.37	0.30	0.49	0.46	0.49	0.48	0.38		0.00	0.00
	7-9月ダミー	0.34	0.50	0.41	0.42	0.37	0.41	0.38	0.41	0.43	0.50	0.00		0.00
	10-12月ダミー	0.23	0.42	0.42	0.45	0.38	0.34	0.43	0.34	0.45	0.41	0.00	0.00	
度数	期間中の受託件数の増加数 (件)	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406
	ロボアドバイザー対応ダミー	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406
	バックヤード対応ダミー	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406
	ロボアドバイザー対応ダミーとバックヤード対応ダミーの交差項	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406
	調整後年間収益額 (百万円) の自然対数	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406
	2017年ダミー	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406
	2018年ダミー	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406
	2019年ダミー	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406
	2020年ダミー	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406
	2021年ダミー	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406
	4-6月ダミー	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406
	7-9月ダミー	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406
	10-12月ダミー	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406	406

4.7. 縦断的な変化の分析

重回帰分析では、パネルデータについて同一企業であっても観測時点が異なるデータは別のサンプルとみなして事実上クロスセクションで分析しており、データでは観測されない投資運用業者の特性の違いが影響する可能性を無視している。パネルデータの分析方法として、このような観測されない個体の特性を排除して分析する固定効果モデルによる推定法があるが、本研究では説明変数がサンプル期間中にほとんど変化していなかったため、固定効果モデルを活用しなかった。

そこで、ロボアドバイザー対応とバックヤード対応を導入することによる投資運用業者内の縦断的な変化を分析するために、サンプル期間中に新たにロボアドバイザーまたはバックヤード対応を導入した企業について、その導入前後の投資一任サービスにおける投資運用の受託件数の増加数の変化を他の企業と比較することにした。

まず、サンプル期間中に新たにロボアドバイザー対応を導入した投資運用業者は、大和証券と三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券の2社であった。大和証券は2007年以降、対面の投資一任サービスである「ダイワファンドラップ」を提供しているが、2017年1月に「ダイワファンドラップ・オンライン」というブランド名で「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」を提供開始した。また、三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券も従来から対面の投資一任サービスである「GRAN GOAL」を提供しており、2021年2月に「Mirai Value」というブランド名で「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」を提供開始した。これらの2社についてロボアドバイザー対応の導入による縦断的な変化を分析するために、導入する直前の3四半期と直後の3四半期の平均値を他の企業と比較した。

その結果、大和証券は、ロボアドバイザー対応を導入した後、投資一任サービスにおける投資運用の受託件数の増加数の平均値が約2,135件増加しており、他の企業よりも同平均値が大きく増加していた（図表7）。

図表7 ロボアドバイザー対応による縦断的な変化の分析 (1)

年	四半期	大和証券	その他
2016	6	1,529	1,510
2016	9	2,341	1,680
2016	12	-841	788
直前3期平均		1,010	1,326
2017	3	3,715	1,025
2017	6	2,500	987
2017	9	3,220	1,422
直後3期平均		3,145	1,145
平均値の差		2,135	-181

(注) 上記はロボアドバイザー対応導入前後の投資運用の受託件数の増加数(件)の変化を導入企業とその他の企業で比較したものである。

また、三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券についても、ロボアドバイザー対応を導入した後、投資一任サービスにおける投資運用の受託件数の増加数の平均値が約 1,030 件増加しており、他の企業よりも同平均値が大きく増加していた（図表 8）。

図表 8 ロボアドバイザー対応による縦断的な変化の分析（2）

年	四半期	三菱 UFJMS 証券	その他
2020	6	134	395
2020	9	654	412
2020	12	1,116	-34
直前 3 期平均		635	258
2021	3	1,686	338
2021	6	1,323	1,145
2021	9	1,984	1,403
直後 3 期平均		1,664	962
平均値の差		1,030	704

（注）上記はロボアドバイザー対応導入前後の投資運用の受託件数の増加数（件）の変化を導入企業とその他の企業で比較したものである。

（注）三菱 UFJMS 証券は、三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券のことである。

次に、サンプル期間中に新たにバックヤード対応を導入した投資運用業者は、マネックス・アセットマネジメントとお金のデザインの 2 社であった。マネックス・アセットマネジメントは、同社名がマネックス・セゾン・バンガード投資顧問であった 2016 年 9 月に「MSV LIFE」というブランド名の「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」をリリースした。「MSV LIFE」は現在、「ONCOMPASS」というブランド名に変更されている。「ONCOMPASS」は、マネックス・アセットマネジメントが口座管理機関と投資運用業者の両方の役割を担う投資一任サービスである。その後、同社は 2019 年 10 月に、同社が外部の口座管理機関に対して投資一任サービスの「バックヤード・サービス」として投資運用業務を行う「COMPASS+」というブランド名の投資一任サービスを新たに提供開始した。「COMPASS+」では、あかつき証券、岡地証券、静岡ティーエム証券、ソニー銀行、北洋証券等が口座管理機関の役割を担っている。また前述の通り、お金のデザインは 2016 年 2 月に「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」をリリースして以降、2018 年 7 月末までの間、自社で口座管理機関と投資運用業者の両方の役割を担ってきた。しかし、同社は 2021 年 8 月に SMBC 日興証券に対して会社分割の方法で第 1 種金融商品取引業にかかる事業を承継しており、それ以降、お金のデザインが投資運用を行う投資一任サービスでは、SMBC 日興証券が口座管理機関の役割を担っている。従って、お金のデザインも

2021年8月にバックヤード対応を新たに導入したと考えることができる。これらの2社についてバックヤード対応の導入による縦断的な変化を分析するために、導入する直前の3四半期と直後の3四半期の平均値を他の企業と比較した（お金のデザインについてはサンプル期間の都合上、導入直前の2四半期と直後の2四半期の平均値を他社と比較した）。

その結果、マネックス・アセットマネジメントは、バックヤード対応を導入した後、投資一任サービスにおける投資運用の受託件数の増加数の平均値が約135件減少しており、他の企業よりも同平均値が減少していた（図表9）。

図表9 バックヤード対応による縦断的な変化の分析 (1)

年	四半期	マネックス AM	その他
2018	6	234	888
2018	9	266	-6
2018	12	125	181
直前3期平均		208	354
2019	3	33	1,530
2019	6	84	316
2019	9	104	168
直後3期平均		74	671
平均値の差		-135	317

（注）上記はバックヤード対応導入前後の投資運用の受託件数の増加数（件）の変化を導入企業とその他の企業で比較したものである。

（注）マネックス AM は、マネックス・アセットマネジメントのことである。

一方、お金のデザインは、バックヤード対応を導入した後、投資一任サービスにおける投資運用の受託件数の増加数の平均値が約2,637件増加しており、他の企業よりも同平均値が大きく増加していた（図表10）。

前述の重回帰分析の結果では、ロボアドバイザー対応とバックヤード対応の両方を行っているか、片方だけなのかを調整変数とすることによって、定量研究の仮説が支持された。そして、この両方を行う効果は、実際にはほぼマネックス・アセットマネジメントの業績についての評価であった。縦断的な変化の分析の結果でも、重回帰分析と同様にマネックス・アセットマネジメントを除けば、サンプル期間中にロボアドバイザーまたはバックヤード対応を導入した投資運用業者は、その導入後に投資一任サービスにおける投資運用の受託件数の増加数の平均値が他の企業よりも大きく増加していた。

図表 10 バックヤード対応による縦断的な変化の分析 (2)

年	四半期	お金のデザイン	その他
2021	3	1,384	353
2021	6	0	1,212
直前 2 期平均		692	782
2021	9	1,046	1,502
2021	12	4,227	1,536
直後 2 期平均		2,637	1,519
平均値の差		2,637	307

(注) 上記はバックヤード対応導入前後の投資運用の受託件数の増加数 (件) の変化を導入企業とその他の企業で比較したものである。

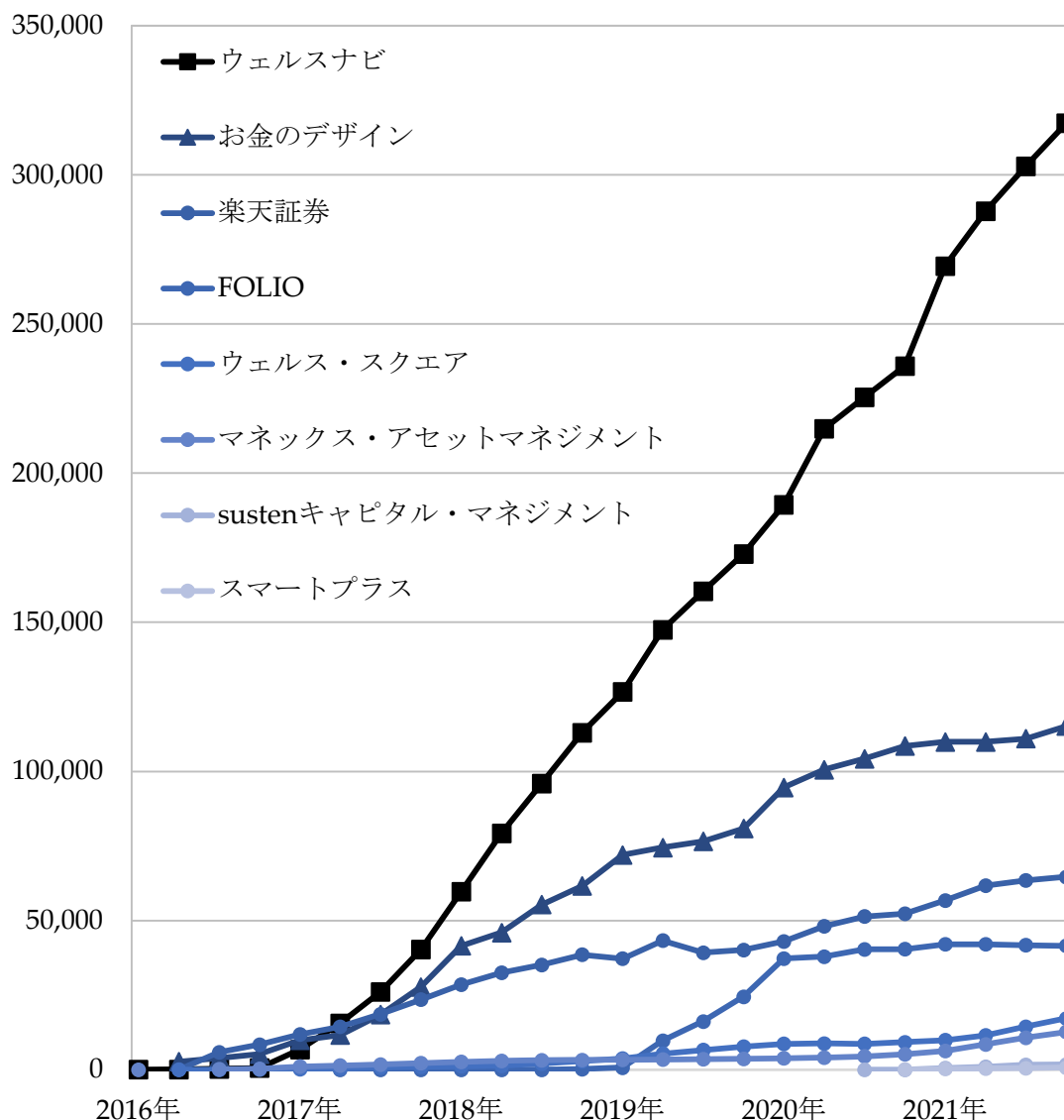
5. 事例研究：Outlier であるウェルスナビの成功要因

5.1. ウェルスナビとお金のデザインについて

本研究の事例研究は、ウェルスナビとお金のデザインの比較を通じて、両社の違いに影響を与えた要因を分析することを目的としている。

図表 11 は、1999 年以降に設立した新興企業の投資運用業者について、投資一任サービスにおける投資運用の受託件数の推移を表している。ウェルスナビは受託件数が突出して伸びており、2021 年末時点で同件数が約 31.7 万件に達している。新興企業の中で 2 番目に同件数が多いお金のデザインでも、その件数は約 11.5 万件である。これほど極端な成長を遂げるウェルスナビだが、実は、お金のデザインよりも会社設立時期もロボアドバイザー・サービスの提供時期も遅い後発企業であった。

図表 11 投資一任サービスを提供する新興投資運用業者の受託件数の推移 (件)



(出所) 投資顧問業協会「統計資料」より作成。

2015年4月に設立したウェルスナビは、「働く世代に豊かさを」というミッションのもと、日本の働く世代をターゲットとし、顧客の老後に向けた資産形成を支援している。ウェルスナビの創業者である柴山 CEO は財務省、コンサルティングファームでの経験があり、次世代の金融インフラを構築したいという思いからウェルスナビを創業した。ウェルスナビのビジョンは「ものづくり」する金融機関である。同社は2016年1月、ロボアドバイザー機能を独自開発することによって「WealthNavi」というブランド名で「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」を招待制で提供開始し、同年7月に「WealthNavi」を正式にリリースしている。「WealthNavi」では、ウェルスナビが口座管理機関と投資運用業者の双方の役割を兼ねており、ウェルスナビはバックヤード対応を導入していない。

これに対して、2013年8月に設立したお金のデザインは、2014年11月に招待制のETFラップを提供開始し、2016年2月に「THEO（テオ）」というブランド名の「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」をリリースしている。お金のデザインのビジョンは「①テクノロジーと金融工学により、お金を将来の不安から希望へと変える。②預金に代わる新しい選択肢を提供することにより、人とお金の新しい関係を創る。③相互信頼関係に基づくパートナーとの価値共創により、社会にインパクトを与えるような変革をリードする。④お客さまと共に「環境・社会問題の解決」を実現するための仕組みを創る。⑤1,000兆円の現預金をグローバル投資へ。新しい日本の成長の形を創る」である。このうち、①、②から、お金のデザインもまたウェルスナビと同様に、金融面で将来の不安を抱えているが、これまで積極的に資産運用を行ってこなかった資産形成層の投資初心者を、主なターゲットとしていると考えられる。

以上より、ウェルスナビとお金のデザインはターゲットとしている顧客セグメントが似ており、会社設立時期はウェルスナビがお金のデザインよりも約1年8カ月遅く、「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」のリリース時期についてもウェルスナビがお金のデザインより約5カ月遅い。しかし、それにもかかわらず前述のように投資一任サービスにおける投資運用の受託件数は2021年末時点で、お金のデザインが約11.5万件であるのに対して、ウェルスナビは約31.7万件に達しており、受託件数ベースで投資一任サービス業界においてトップの企業となっている。投資一任サービスにおける運用残高についても2021年末時点で、お金のデザインは約1,200億円だが、ウェルスナビは約6,300億円に達している。

5.2. 技術的な優位性

ウェルスナビとお金のデザインの違いに影響を与えた要因として、「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」をリリースした初期段階において、お金のデザインと比較してウェルスナビに技術的な優位性があり、それがユーザーから評価されていたことが考えられる。

具体的には、「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」のスマートフォンアプリへの対応のスピードが挙げられる。ウェルスナビは、お金のデザインから約5カ月遅れで同サービスをリリースしたが、スマートフォンアプリへの対応に関しては、ウェルスナビの方がお金のデザインよりiOSアプリもAndroidアプリも早く対応している（図表12）。

図表12 各社のスマートフォンアプリへの対応時期

企業	サービス名	時期	対応アプリ
ウェルスナビ	WealthNavi	2017年5月	iOSアプリ
		2017年7月	Androidアプリ
お金のデザイン	THEO	2017年12月	iOSアプリ
		2018年12月	Androidアプリ

(出所) ウェルスナビとお金のデザインのIR資料より作成。

この結果、ウェルスナビはスマートフォンを日常的に使用している若年層のユーザーを素早く囲い込むことが可能となり、ウェルスナビに先行者利得があったと考えられる。

5.3. 提携パートナー事業の特色

ウェルスナビとお金のデザインの違いに影響を与えた別の要因として、ウェルスナビが提携ビジネスの初期段階においてネット証券やネット銀行と積極的に提携し、ネットユーザーを囲い込むことに成功したことが考えられる。

実際に、ウェルスナビは、ネット証券やネット銀行との提携を通じて、投資一任サービスにおける投資運用の受託件数と運用残高を拡大させており、ウェルスナビの提携パートナー事業は2021年末時点で、運用残高ベースで同社全体の約4割を占める。例えば、ウェルスナビとSBI証券の連携サービスである「WealthNavi for SBI証券」は2020年8月時点で、ウェルスナビ全体に対して運用残高ベースで約22%、受託件数ベースで約18%を占めている。またソニー銀行との連携サービスである

「WealthNavi for ソニー銀行」は2020年2月時点で、運用残高ベースでウェルスナビ全体の約4.3%を占めている。ウェルスナビがお金のデザインよりも素早く、ネット証券やネット銀行と提携することができた背景には、ウェルスナビの技術的な優位性だけでなく、ウェルスナビとお金のデザインの提携ビジネスの初期段階における提携戦略の違いがあったと考えられる。

ウェルスナビは、自らの事業をダイレクト事業と提携パートナー事業に区別し、後者において提携ビジネスを行っている。ウェルスナビのダイレクト事業では、同社が投資一任サービスのVCの全ての工程を一貫対応している。一方、提携パートナー事業では、ウェルスナビが外部の提携パートナーと連携して、提携パートナーの既存顧客向けにカスタマイズした投資一任サービスを提供する。ウェルスナビの提携パートナーは、投資一任サービスのVCにおいて「仲介業者」として、「取引口座開設の申込受付」、「投資運用の申込受付」、「カスタマーサポート」を行うことがある。また、この時、提携パートナーがインターネット上で仲介業務を行うパターンと、対面で仲介業務を行うパターンがあり、後者は対面でのサービスを含むため、前者よりも割高な料金設定となっている。

ウェルスナビが2017年1月にネット証券のSBI証券と提携してリリースした

「WealthNavi for SBI証券」は、「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」であり、ウェルスナビが初めて提供した外部企業との連携サービスである。同サービスでは、ウェルスナビが口座管理機関と投資運用業者の双方の役割を担い、SBI証券が仲介業者の役割を担う。なお、第6章に後述するように同サービスは、SBIホールディングスがウェルスナビに対して提携解消を申し入れたことによって、2022年11月にサービス提供を終了している。また、ウェルスナビの提携パートナーが対面で仲介業務を行っている事例として、ウェルスナビが2019年10月に石川県金沢市を本拠地とする地方銀行の北國銀行と連携して提供開始した「北國おまかせNavi」がある。「北國おまかせNavi」についても、ウェルスナビが口座管理機関と投資運用業者の双方の役割を担い、北國銀行が仲介業者の役割を担っているが、北國銀行が対面

で仲介業務を行っている点が「WealthNavi for SBI証券」とは異なる。「北國おまかせNavi」のように、「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」に対して、付加サービスとして対面で仲介業務等を行うサービスのことを、一般に「ハイブリッド型ロボアドバイザー・サービス」と呼ぶことがある。

この他にも、ウェルスナビは、ネット銀行の住信SBIネット銀行、ソニー銀行、イオン銀行等と提携しており、2021年12月時点で19社の提携パートナーと連携サービスを提供している。この19社の提携パートナーのタイプ別の内訳は、地方銀行が5行、ネット銀行が4行、事業会社が4社、ネット証券が2社、保険会社が1社、メガバンクが1行、信用金庫が1社、証券会社が1社となっている。2021年末時点では、ウェルスナビの提携パートナーのタイプは地方銀行が最多であるが、ウェルスナビが積極的に地方銀行と提携し始めたのは2019年10月以降である。ウェルスナビが提携ビジネスを開始した2017年1月から2019年8月までの間、同社は11社の提携パートナーと連携サービスをリリースし、この11社のタイプ別の内訳は、ネット銀行が4行、ネット証券が2社、事業会社が2社、保険会社が1社となっている（図表13）。

図表13 ウェルスナビの外部企業との連携サービス（2021年末時点）

No.	リリース時期	提携先	提携先タイプ	サービス名
1	2017年1月	SBI証券	ネット証券	WealthNavi for SBI証券
2	2017年2月	住信SBIネット銀行	ネット銀行	WealthNavi for 住信SBIネット銀行
3	2017年9月	ANA	事業会社	WealthNavi for ANA
4	2017年12月	ソニー銀行	ネット銀行	WealthNavi for ソニー銀行
5	2018年3月	イオン銀行	ネット銀行	WealthNavi for イオン銀行
6	2018年4月	横浜銀行	地方銀行	WealthNavi for 横浜銀行
7	2018年5月	JAL	事業会社	WealthNavi for JAL
8	2018年11月	東急カード	事業会社	WealthNavi for TOKYU POINT
9	2019年1月	auじぶん銀行	ネット銀行	WealthNavi for auじぶん銀行
10	2019年4月	SBIネオモバイル証券	ネット証券	WealthNavi for ネオモバ
11	2019年8月	東京海上日動	保険会社	WealthNavi for 東京海上日動
12	2019年10月	北國銀行	地方銀行	北國おまかせNavi
13	2019年11月	小田急電鉄	事業会社	WealthNavi for ODAKYU
14	2020年4月	東京スター銀行	地方銀行	WealthNavi for 東京スター銀行
15	2020年9月	岡三証券	証券会社	岡三Naviハイブリッド
16	2020年11月	三菱UFJ銀行	メガバンク	WealthNavi for 三菱UFJ銀行
17	2020年11月	浜松いわた信用金庫	信用金庫	夢おいNavi
18	2021年8月	中京銀行	地方銀行	〈中京〉おまかせNavi
19	2021年10月	大光銀行	地方銀行	たいこうNavi

（出所）ウェルスナビのウェブサイトより作成。

従って、ウェルスナビは提携ビジネスの初期段階において、主にネット証券、ネット銀行をターゲットとして、提携先を拡大することを目指していたと考えられる。その理由については、ネット銀行やネット証券のユーザーは日常的にインターネットを使用しており、「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」を利用する可能性が高いことが考えられる。

他方で、お金のデザインも、同社のビジョンで「③相互信頼関係に基づくパートナーとの価値共創により、社会にインパクトを与えるような変革をリードする」を掲げており、2017年4月以降、外部企業との連携を拡大している。お金のデザインが最初に提携した外部企業は、山口フィナンシャルグループ傘下の山口銀行、もみじ銀行、北九州銀行である。山口銀行は山口県下関市、もみじ銀行は広島県広島市、北九州銀行は福岡県北九州市を本拠地とする地方銀行である。例えば、お金のデザインと山口銀行との連携サービスの「THEO+山口銀行」は「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」である。リリース当初、同サービスでは、お金のデザインが口座管理機関と投資運用業者の双方を行い、山口銀行が仲介業者の役割を担っていた。しかし、2021年8月にお金のデザインがSMBC日興証券に対して第1種金融商品取引業にかかる事業を承継したため、2021年末時点では、SMBC日興証券が口座管理機関、お金のデザインが投資運用業者、山口銀行が仲介業者の役割を担っている。

お金のデザインは2017年4～10月までの間に、8行もの地方銀行と提携し連携サービスをリリースしている。お金のデザインは当時、自らの提携戦略について、「対面で金融サービスを提供する金融機関」との提携拡大を目指していた。従って、お金のデザインは提携ビジネスの初期段階において、ネット証券やネット銀行よりも、リアル店舗を有し対面で金融サービスを提供している地方銀行等との提携拡大に注力していたと考えられる。なお、お金のデザインも2017年11月にネット銀行の新生銀行、2018年5月にNTTドコモとも連携していることから、お金のデザインが地方銀行との提携拡大に特に注力していた時期は、2017年4～10月までの約半年間であったと考えられる（図表14）。

図表 14 お金のデザインの外部企業との連携サービス (2021 年末時点)

No.	リリース時期	提携先	提携先タイプ	サービス名
1	2017年4月	山口銀行	地方銀行	THEO+ 山口銀行
2	2017年4月	もみじ銀行	地方銀行	THEO+ もみじ銀行
3	2017年4月	北九州銀行	地方銀行	THEO+ 北九州銀行
4	2017年5月	武蔵野銀行	地方銀行	THEO+ 武蔵野銀行
5	2017年7月	福岡銀行	地方銀行	THEO+ 福岡銀行
6	2017年9月	十八親和銀行	地方銀行	THEO+ 十八親和銀行
7	2017年9月	熊本銀行	地方銀行	THEO+ 熊本銀行
8	2017年10月	大垣共立銀行	地方銀行	THEO+ 大垣共立銀行
9	2017年11月	JAL	事業会社	THEO+ JAL
10	2017年11月	新生銀行	ネット銀行	THEO+ 新生銀行
11	2017年12月	朝日信用金庫	信用金庫	THEO+ 朝日信用金庫
12	2018年2月	沖縄銀行	地方銀行	THEO+ 沖縄銀行
13	2018年3月	筑波銀行	地方銀行	THEO+ 筑波銀行
14	2018年5月	NTTドコモ	事業会社	THEO+ docomo
15	2018年10月	富山第一銀行	地方銀行	THEO+ 富山第一銀行
16	2019年4月	広島銀行	地方銀行	THEO+ 広島銀行
17	2019年4月	SBJ銀行	外資系銀行	THEO+ SBJ銀行
18	2019年10月	山梨中央銀行	地方銀行	THEO+ 山梨中央銀行
19	2019年12月	十六銀行	地方銀行	THEO+ 十六銀行
20	2019年12月	南都銀行	地方銀行	THEO+ 南都銀行
21	2020年1月	東海東京証券	証券会社	THEO+ 東海東京証券
22	2021年1月	佐賀銀行	地方銀行	THEO+ 佐賀銀行

(出所) お金のデザインのウェブサイトより作成。

以上より、ウェルスナビがお金のデザインよりも素早くネット証券やネット銀行と提携し、ネットユーザーを囲い込むことに成功した背景には、ウェルスナビの技術的な優位性に加えて、提携ビジネスの初期段階における両社の提携戦略に違いがあったと考えられる。ここで、初期段階とは、特に両社の提携戦略に違いが見られた2017年1～10月までを指している。この間、ウェルスナビは、自らがターゲットとする顧客セグメントに近い既存顧客を抱えるネット証券やネット銀行を中心に提携拡大を目指したのに対し、お金のデザインは「対面で金融サービスを提供する金融機関」との提携を目指して、地方銀行との提携拡大に注力していたと考えられる。

なお、ウェルスナビやお金のデザインと提携先との関係は、業務上だけのものではなく、資金調達も含む提携であり、両社の資金調達先の違いからもウェルスナビとお金のデザインの提携戦略の違いをみることができる。例えば、ウェルスナビは2016年10月にSBIホールディングス、2018年2月にソニーのコーポレートベンチャーキャピタルであるSony Innovation Fundから資金調達している。他方で、お金のデザ

インは2016年11月に山口フィナンシャルグループ傘下の山口キャピタル、武蔵野銀行傘下のぶぎんキャピタルから資金調達している。

5.4. 仮説

以上より、事例研究の結果から導かれる仮説（ウェルスナビの成功要因）は以下の2つである。

- 仮説1：初期段階において、ウェルスナビはお金のデザインと比較して技術的な優位性があり、ユーザーである投資家から高く評価されたことが両社のパフォーマンスの差の一要因となった。
- 仮説2：初期段階における両社の提携パートナーのタイプと提携スピードの違いが、両社のパフォーマンスの差に影響を与えた。

6. まとめ

6.1. 結論

定量研究の結果から、定量研究の仮説「投資運用の受託件数の増加数に対して、投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス及びバックヤード・サービスへの対応はともに正の影響を与える」は、支持された。なお、ロボアドバイザー対応とバックヤード対応の両方を行っているか、もしくは片方だけなのかを調整変数とすることについて注記が必要であり、この両方を行う効果は実際にはほぼマネックス・アセットマネジメントの業績についての評価となっている。

ロボアドバイザー対応またはバックヤード対応の導入による投資運用業者の縦断的な変化を平均値の差の検定によって分析した結果、マネックス・アセットマネジメントを除くと、これらの対応を導入した企業は、その導入直後に投資運用の受託件数の増加数が他投資運用業者よりも大きく増加していた。

また、事例研究では、他投資運用業者と比べて成長率が極端に異なるウェルスナビを **Outlier** とみなし、お金のデザインと比較することによって、ウェルスナビの成功要因について以下2つの仮説が導かれた。

- 仮説1：初期段階において、ウェルスナビはお金のデザインと比較して技術的な優位性があり、ユーザーである投資家から高く評価されたことが両社のパフォーマンスの差の一要因となった。
- 仮説2：初期段階における両社の提携パートナーのタイプと提携スピードの違いが、両社のパフォーマンスの差に影響を与えた。

以上より、日本において投資一任サービスを提供する投資運用業者の業績に影響を与える要因としては、重回帰分析の結果よりロボアドバイザー効果及びバックヤード効果、平均値の差の検定の結果よりこれらの導入効果が考えられる。また事例研究の結果より、ロボアドバイザー効果をより強化する要素として、サービス提供の初期段階における技術的な優位性、提携ビジネスの初期段階における提携戦略（提携パート

ナーのタイプ、提携スピード) が考えられる。提携パートナーのタイプに関しては、自社がターゲットとする顧客セグメントに近い既存顧客を抱える企業と提携することが効果的だと考えられる。

6.2. 実務への示唆

本研究によって、伝統的に対面でサービスを提供してきた投資一任サービス業界では、新興企業であってもインターネットビジネスへの対応と外部企業との提携によって、多数のユーザーを獲得できることがわかった。

また、インターネットビジネスへの対応について、初期段階の技術的な優位性と、提携戦略(提携パートナーのタイプ、提携スピード)が重要となると考えられる。例えば、提携パートナーのタイプは、自社がターゲットとする顧客セグメントに近い既存顧客を抱える企業と提携した方が、そうでない企業と提携するよりも、提携後に顧客を囲い込みやすいと考えられる。

ただし、仮に自社が大手企業である場合、インターネットビジネスへの対応と外部企業との提携によって販路が拡大するプラスの効果だけでなく、自社がターゲットとする顧客セグメント以外のユーザーを獲得してしまう可能性や、自社とはブランドイメージが異なる外部企業と提携することで自社のブランド力が希薄化してしまう可能性に注意する必要があると考えられる。

6.3. 研究の限界と今後の課題

定量研究の限界として、パネルデータについて同一企業であっても観測時点が異なるデータは別のサンプルとみなし、プーリングデータとして最小2乗法による重回帰分析を行っており、未観測の個体特性を考慮していないことが考えられる。本研究で想定される未観測の個体特性として、具体的には会社の歴史、ターゲットとする顧客セグメント、利益の源泉、リアル店舗の少なさ等が挙げられる。パネルデータの分析方法として、このような未観測の個体特性を排除して分析する固定効果モデルによる推定法がある。しかし、本研究では、説明変数がサンプル期間中にほとんど変化していなかったため、固定効果モデルを活用していない。ただし、投資運用業者内の縦断的な変化を分析するために、サンプル期間中に、新たにロボアドバイザーまたはバックヤード対応を導入した4社について、その導入前後の投資一任サービスにおける投資運用の受託件数の増加数の変化を他社と比較している。

定量研究の今後の課題として、将来、更に多数の投資運用業者が新たにロボアドバイザーまたはバックヤード対応を導入したり、より長期のパネルデータを活用したりすることによって、固定効果モデルによる推定法を検討できる可能性がある。

事例研究の限界としては、本研究では公開資料を基に調査を行っており、当事者や投資一任サービスのユーザーに対してインタビュー調査を実施できていないことが挙げられる。

事例研究の今後の課題として、第1にウェルスナビとお金のデザイン双方の当事者やユーザーに対して、本研究で構築した仮説を裏付けるためのインタビュー調査を実施することが考えられる。また、第2に日本の投資一任サービス業界を対象として、

将来、既存企業による「対デジタル・ディスラプター戦略」についても分析できる可能性があると考えられる。

マイケル・ウェイド (2017) によると、「デジタル・ディスラプター」とは、デジタル技術を活用して収益機会をとらえる 15 種類のデジタル・ビジネスモデルによって、従来は「物質的」であった業界においても、現在の企業の提供価値や市場における地位に影響をおよぼす者を指している。デジタル・ディスラプターによる顧客への提供価値は、コストバリュー、エクスペリエンスバリュー、プラットフォームバリューの 3 種類がある。デジタル・ディスラプターがおよぼす影響は、「デジタル・ディスラプション」と呼ばれている。デジタル・ディスラプションのネガティブな側面は、攻撃する業界の市場規模を恒久的に縮小させる「バリューバンパイア（価値の吸血鬼）」が存在することであり、ポジティブな側面は、攻撃を受けることによってバリューベイカンシー（価値の空白地帯）と呼ばれるビジネスチャンスが生まれることである。このようなデジタル・ディスラプションに対して、既存企業は「収穫戦略」、「撤退戦略」、「破壊戦略」、「拠点戦略」といった対応戦略を取ることで自らの競争力を保つことが可能となる。

マイケル・ウェイド (2017) では、このようなデジタル・ディスラプションの一例として、米投資一任サービス業界におけるロボアドバイザー・サービス登場による影響を挙げている。米投資一任サービス業界では、既存企業のチャールズ・シュワブ、ブラックロック、フィデリティが「拠点戦略」を取り、新設、買収、提携といった 3 つの異なるアプローチによって、デジタル・ディスラプションから生まれたバリューベイカンシーを占領しようとしている。

本研究の対象である日本の投資一任サービス業界においても、SBI ホールディングスが 2021 年 8 月、「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」を提供する新興企業の FOLIO を買収し、2022 年 3 月に自らで「SBI ラップ」というブランド名の「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」をリリースしている。「SBI ラップ」では、SBI 証券が口座管理機関と仲介業者の双方の役割を担い、FOLIO が投資運用業者の役割を担っている。つまり、FOLIO は SBI 証券に対して投資一任サービスの「バックヤード・サービス」として投資運用業務を行っている。

それまで、SBI ホールディングスは、日本における「投資運用業者によるロボアドバイザー・サービス」の登場に対して、前述のように、本研究の事例研究の対象であるウェルスナビと提携し、2017 年 1 月に SBI 証券、2019 年 4 月に SBI ネオモバイル証券とウェルスナビとの連携サービスをリリースしている。加えて、実は、SBI ホールディングスは 2017 年 7 月に、お金のデザインとも提携して連携サービスをリリースしていた。しかしその後、SBI ホールディングスは、2019 年 4 月にお金のデザインとの提携関係を解消し、2022 年 11 月にウェルスナビとの提携関係も解消している。

SBI ホールディングスとお金のデザインの提携関係の解消の背景について、日本経済新聞社の 2019 年 4 月 2 日付の記事「お金のデザイン、SBI が提携解消—順次サービス停止へ—」によると、SBI ホールディングス内において、当時、お金のデザインよりもウェルスナビへの傾斜が強くなっていたことが挙げられる。SBI ホールディングスとの提携時期については、ウェルスナビがお金のデザインよりも約半年間早く、

SBI ホールディングスは、先行者利得によって投資運用の受託件数と運用残高を急激に伸ばすウェルスナビとの連携に、グループ内のリソースを集中させたかったのではないかと考えられる。

一方で、SBI ホールディングスとウェルスナビとの提携関係の解消の背景については、ニッキン ONLINE の 2022 年 11 月 25 日付の記事「SBI、ウェルスナビと決別 ロボアドバイザー勢力図に影響」において、SBI 証券の高村正人社長が「ウェルスナビへの送客を止めせざるを得なかった。経済合理性に基づいた経営判断」と述べている。この SBI ホールディングスによる対応は、ロボアドバイザー・サービスの登場によるデジタル・ディスラプションから生まれたバリューベikanシーの占領を目指す「拠点戦略」だと考えられる。

将来的には、このような SBI ホールディングスによる対応戦略が同社の業績にどのような影響を与えたのかということや、日本の投資一任サービス業界において既存企業が、ロボアドバイザー・サービス登場によるデジタル・ディスラプションに対して、どのような対応戦略を取ったのかということについて分析できる可能性がある。

以上

謝辞

本論文の執筆にあたり、定量研究のサンプルや分析方法についてご助言くださいました早稲田大学商学学術院の久保克行教授に深く感謝いたします。

参考文献・URL

- 1) 一般社団法人日本投資顧問業協会 (2021) 『投資運用会社要覧』
- 2) 一般社団法人日本投資顧問業協会 (2020) 『投資運用会社要覧』
- 3) 一般社団法人日本投資顧問業協会 (2019) 『投資運用会社要覧』
- 4) 一般社団法人日本投資顧問業協会 (2018) 『投資運用会社要覧』
- 5) 一般社団法人日本投資顧問業協会 (2017) 『投資運用会社要覧』
- 6) 一般社団法人日本投資顧問業協会 (2016) 『投資運用会社要覧』
- 7) 一般社団法人日本投資顧問業協会 「統計資料」 2016年3月-2021年12月分
(<https://www.jiaa.or.jp/toukei/>)
- 8) 内田和成 (1998) 『デコンストラクション経営革命』 日本能率協会マネジメントセンター
- 9) 内田和成 (2009) 『異業種競争戦略』 日本経済新聞出版社
- 10) 木村真生子 (2021) 「ロボアドバイザー・サービスの課題」 (https://www.yu-cho-f.jp/wp-content/uploads/2021autumn_articles04.pdf)
- 11) 金融庁 (2004年) 「アクセス FSA」 第17号
(<https://www.fsa.go.jp/access/16/200404.pdf>)
- 12) 黒沼悦郎 (2021) 『金融商品取引法入門 (第8版)』 日経文庫
- 13) ニッキン ONLINE (2022) 「SBI、ウェルスナビと決別 ロボアドバイザー勢力図に影響」 2022年11月25日 (<https://www.nikkionline.com/article/73002>)
- 14) 日本経済新聞社 (2019) 「お金のデザイン、SBIが提携解消—順次サービス停止へ—」
2019年4月2日
(<https://www.nikkei.com/article/DGKKZO43176950R00C19A4EE9000/>)
- 15) 日本取引所グループ (2015) 「東証公式 ETF・ETN ガイドブック」 2015年2月版
(<https://www.jpx.co.jp/news/1080/nlsgeu000000k71l-att/nlsgeu000000k7b9.pdf>)
- 16) マイケル・ウェイド (2017) 『対デジタル・ディスラプター戦略』 日本経済新聞出版社
- 17) マイケル・ウェイド (2019) 『DX 実行戦略—デジタルで稼ぐ組織をつくる—』 日本経済新聞社出版
- 18) 三菱 UFJ 信託銀行 (2017) 「日本の個人資産形成におけるラップビジネスの可能性について」 2017年5月号 (https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201705_1.pdf)
- 19) 吉永高士 (2017) 「二種のハイブリッド型ロボ・アドバイザーの侵攻」 Financial Information Technology Focus, 2017.2 (https://www.nri.com/-/media/Corporate/jp/Files/PDF/knowledge/publication/kinyu_itf/2017/02/itf_201702_6.pdf?la=ja-JP&hash=690AD4032B0D867E36A95E0927E88928EBC564AD)
- 20) アイザワ証券グループ株式会社 HP (<https://www.aizawa.co.jp/>)
- 21) いちよし証券株式会社 HP (<https://www.ichiyoshi.co.jp/>)
- 22) 一般社団法人日本投資顧問業協会 HP (<https://www.jiaa.or.jp/>)
- 23) ウェルスナビ株式会社 IR 資料及び HP (<https://www.wealthnavi.com/>)

- 24) SMBC 日興証券株式会社 HP (<https://www.smbcnikko.co.jp/index.html>)
- 25) 株式会社ウエルス・スクエア HP (<https://www.wsquare.co.jp/>)
- 26) 株式会社スマートプラス HP (<https://smartplus-sec.com/>)
- 27) 株式会社お金のデザイン IR 資料及び HP (<https://www.money-design.com/>)
- 28) 株式会社 FOLIO HP (<https://folio-sec.com/>)
- 29) 株式会社 susten キャピタル・マネジメント HP (<https://susten.jp/company/>)
- 30) クレディ・スイス証券株式会社 HP (<https://www.credit-suisse.com/jp/ja.html>)
- 31) 大和証券株式会社 HP (<https://www.daiwa.jp/>)
- 32) 東京東海アセットマネジメント株式会社 HP (<http://www.tfr.co.jp/>)
- 33) 野村証券株式会社 HP (<https://www.nomura.co.jp/>)
- 34) 光証券株式会社 HP (<https://www.hikarishoken.com/>)
- 35) フィデリティ投信株式会社 HP (<https://www.fidelity.co.jp/>)
- 36) マネックス・アセットマネジメント株式会社 HP (<https://www.monex-am.co.jp/>)
- 37) みずほ証券株式会社 HP (<https://www.mizuho-sc.com/index.html>)
- 38) 三井住友信託銀行株式会社 HP (<https://www.smtb.jp/>)
- 39) 三菱 UFJ モルガン・スタンレー株式会社 HP (<https://www.sc.mufg.jp/>)
- 40) 水戸証券株式会社 HP (<https://www.mito.co.jp/>)
- 41) UBS SuMi TRUST ウエルス・マネジメント株式会社 HP (<https://www.ubs-sumitrust.com/>)
- 42) 楽天証券株式会社 HP (<https://www.rakuten-sec.co.jp/>)
- 43) 株式会社りそな銀行 HP (<https://www.resonabank.co.jp/>)

以上

早稲田大学IT戦略研究所 ワーキングペーパー一覧

- No.1 インターネット接続ビジネスの競争優位の変遷：産業モジュール化に着目した分析
根来龍之・堤満(2003年3月)
- No.2 企業変革におけるERPパッケージ導入とBPRとの関係分析
武田友美・根来龍之(2003年6月)
- No.3 戦略的提携におけるネットワーク視点からの研究課題：Gulatiの問題提起
森岡孝文(2003年11月)
- No.4 業界プラットフォーム型企業の発展可能性—提供機能の収斂化仮説の検討
足代訓史・根来龍之(2004年3月)
- No.5 ユーザー参加型商品評価コミュニティにおける評判管理システムの設計と効果
根来龍之・柏陽平(2004年3月)
- No.6 戦略計画と因果モデル—活動システム、戦略マップ、差別化システム
根来龍之(2004年8月)
- No.7 競争優位のアウトソーシング：＜資源—活動—差別化＞モデルに基づく考察
根来龍之(2004年12月)
- No.8 「コンテキスト」把握型情報提供サービスの分類：ユビキタス時代のビジネスモデルの探索
根来龍之・平林正宜(2005年3月)
- No.9 「コンテキスト」を活用したB to C型情報提供サービスの事例研究
平林正宜(2005年3月)
- No.10 Collis & Montgomeryの資源ベース戦略論の特徴
根来龍之・森岡孝文(2005年3月)
- No.11 競争優位のシステム分析：(株)スタッフサービスの組織型営業の事例
井上達彦(2005年4月)
- No.12 病院組織変革と情報技術の導入：洛和会ヘルスケアシステムにおける電子カルテの導入事例
具承桓・久保亮一・山下麻衣(2005年4月)
- No.13 半導体ビジネスの製品アーキテクチャと収入性に関する研究
井上達彦・和泉茂一(2005年5月)
- No.14 モバイルコマースに特徴的な消費者心理：メディアの補完性と商品知覚リスクに着目した研究
根来龍之・頼定誠(2005年6月)
- No.15 <模倣困難性>概念の再吟味
根来龍之(2005年3月)
- No.16 技術革新をきっかけとしないオーバーテイク戦略：(株)スタッフ・サービスの事例研究
根来龍之・山路嘉一(2005年12月)
- No.17 Cyber “Lemons” Problem & Quality-Intermediary Based on Trust in the E-Market: A Case Study from AUCNET (Japan)
Yong Pan(2005年12月)
- No.18 クスマノ&ガワーのプラットフォーム・リーダーシップ「4つのレバー」論の批判的発展
根来龍之・加藤和彦(2006年1月)
- No.19 Apples & Oranges: Meta-analysis as a Research Method within the Realm of IT-related Organizational Innovation
Ryoji Ito(2006年4月)

- No.20 コンタクトセンター「クレーム発生率」の影響要因分析 -ビジネスシステムと顧客満足の相関-
根来龍之・森一恵 (2006年9月)
- No.21 模倣困難なIT活用は存在するか? :ウォルマートの事例分析を通じた検討
根来龍之・吉川徹 (2007年3月)
- No.22 情報システムの経路依存性に関する研究:セブン-イレブンのビジネスシステムを通じた検討
根来龍之・向正道 (2007年8月)
- No.23 事業形態と収益率:データによる事業形態の影響力の検証
根来龍之・稲葉由貴子 (2008年4月)
- No.24 因果連鎖と意図せざる結果:因果連鎖の網の目構造論
根来龍之 (2008年5月)
- No.25 顧客ステージ別目的変数の総合化に基づく顧客獲得広告選択の提案
根来龍之・浅井尚 (2008年6月)
- No.26 顧客コンテンツが存在する製品」の予想余命期間の主観的決定モデルの構築
根来龍之・荒川真紀子 (2008年7月)
- No.27 差別化システムの維持・革新の仕組みに関する研究 -ダイナミックビジネスシステム論への展開-
根来龍之・角田仁 (2009年6月)
- No.28 変革期のビジネスシステムの発展プロセス -松下電気産業の創生 21、躍進 21 中期計画の考察 -
向正道 (2009年10月)
- No.29 インフォメディアリと消費者の満足
新堂精士 (2009年12月)
- No.30 成長戦略としてのプラットフォーム間連携 -Salesforce.comとGoogleの事例分析を通じた研究 -
根来龍之・伊藤祐樹 (2010年2月)
- No.31 ロジスティクスの情報化における競争優位の実現とその維持・強化・革新メタシステム -差別化システム
-競争優位理論の実証分析
木村達也・根来龍之・峰滝和典 (2010年3月)
- No.32 インターネットにおけるメディア型プラットフォームサービスの WTA (Winner Take All) 状況
根来龍之・大竹慎太郎 (2010年4月)
- No.33 ITと企業パフォーマンス-RBVアプローチの限界と今後の研究課題について-
向正道 (2010年5月)
- No.34 ソフトウェア製品の平行プラットフォーム市場固有の競争戦略 根来龍之・釜池聡太 (2010年7月)
- No.35 製品戦略論における出発点の吟味-理念型としての「機能とニーズの融合」視点 (CVP重視型アプローチ)の必要性-
根来龍之・高田晴彦 (2010年10月)
- No.36 データベース市場における新規参入の成否を分けた要因-「スタックの破壊」と既存事業者と異なる「プラットフォーム優先度」-
根来龍之・佐々木盛朗 (2010年11月)
- No.37 規格間ブリッジ-標準化におけるネットワーク外部性のコントロール-
長内厚・伊吹勇亮・中本龍市 (2011年3月)
- No.38 ゲーム産業における「ゲームモデル」の変化-革新的ゲームの成功要因の分析-
根来龍之・亀田直樹 (2011年5月)
- No.39 経営学におけるプラットフォーム論の系譜と今後の展望
根来龍之・足代訓史 (2011年5月)
- No.40 地上波放送局における動画配信ビジネスのチャンネル・マネジメントに関する研究
根来龍之・亀田年保 (2011年6月)

- No.41 ロバストな技術経営とコモディティ化 長内厚・榊原清則(2011年8月)
- No.42 袋小路状態の業界の経営戦略: やるも地獄やらぬも地獄の研究
根来龍之・河原塚広樹(2011年9月)
- No.43 国内のコンシューマ向けISP事業の顧客獲得競争に関する経営者の認識と事業行動 —記述的ケース
スタディー 宮元万菜美(2012年1月)
- No.44 ゲームユーザーの継続期間に関する研究: 満足感・機会損失感・プレイ時間から探る
根来龍之・工敬一郎(2012年4月)
- No.45 グーグル、マイクロソフト、フェイスブックのサービス追加の相互作用
根来龍之・吉村直記(2012年5月)
- No.46 ソーシャルメディアにおける、相互共有性と相互関係性についての研究 — ツイッターのメディア特性の分
析 — 根来龍之・村上建治郎(2012年6月)
- No.47 コンピュータ・ソフトウェアの階層戦術の考察 —VMwareの仮想化ソフトの事例を通じて—
加藤和彦(2012年8月)
- No.48「コミュニティサイトにおける金銭インセンティブ施策等の効果に関する研究 ～クックパッドと楽天レシピの比
較研究～」 太田遼平・根来龍之(2013年4月)
- No.49 Cisco Systems 買収戦略の目的と貢献に関する研究 ～内容分析による考察～
大田幸嗣・根来龍之(2013年6月)
- No.50 検証 ケータイ業界の神話 ～業績向上のための各種施策は本当に効果があったのか～
大熊裕子・根来龍之(2013年10月)
- No.51 コンテンツビジネスリーダーの破壊的イノベーションへの対応 ～音楽、新聞、書籍、テレビに共通するメカ
ニズムの抽出～ 鈴木修太・根来龍之(2014年3月)
- No.52 デザイン価値の創造: デザインとエンジニアリングの統合に向けて
延岡健太郎・木村めぐみ・長内厚(2015年1月)
- No.53 外科手術の術式開発における意味的価値の創造
～高齢者重度大動脈弁狭窄症に対するAntegrade-PTAV術式開発の事例～ 長内厚(2015年8月)
- No.54 B2B2C ビジネスにおける機能的価値と意味的価値の使い分け戦略 ～富士フィルムの経鼻内視鏡のケ
ースの事例～ 小沼麻理・長内厚(2015年8月)
- No.55 IT化による自動車産業のレイヤー構造化 ～自動車産業における3つの「レイヤー戦略モデル」～
中村幹宏・根来龍之(2016年5月)
- No.56 ビジネスモデル転換メカニズムのモデル構築 ～ITベンダーにおけるオンプレミスからクラウドサービスへの
転換～ 岩本晴彦・根来龍之(2018年3月)
- No.57 両利きの経営を行う既存企業のデジタル化対応の困難性～社員の環境認識問題と意識のバラツキ問題
～ 米山敬太・根来龍之(2019年3月)
- No.58 二輪ヘッドライトの技術進化とエコシステムがシェアに与える影響～Adner & Kapoor(2010)仮説の追試～
桑原彩乃・根来龍之(2019年3月)
- No.59 国内ネット系ベンチャーの「早すぎる」海外進出の理由～90年代/2000年代と2010年代の米国進出の
理由の比較事例分析～ 標千枝・根来龍之(2019年3月)
- No.60 IT業界におけるパスワードのライフサイクル～日経コンピュータ誌の記事タイトルの出現頻度分析～
土肥淳子・根来龍之(2019年4月)(2019年6月改訂)

* 本ワーキングペーパーは、本文とAppendixが別ファイルとなっています。

- No.61 Uber の日本参入戦略はなぜ遅れをとったのか ～ロビイングを含めた競争ダイナミクスの事例研究～
安永 修章・根来 龍之(2020年3月)
- No.62 飲食店チェーン店業界の CRM 戦略における PF 活用方針に関する研究～各機能に関する自社保有と PF 活用の選択要因～
相馬 汐美・根来 龍之(2021年2月)
- No.63 アントレプレナーが発信する「ストーリーテリング」は、スタートアップ企業の「資金調達」に影響を与えるか？～Martin(2007)論文の追試を通して～
軸屋 泰隆・根来 龍之(2021年3月)
- No.64 どのような地方紙が部数減少を踏みとどまっているか？ ～地方紙間の部数減少率の違いを説明する要因の探索～
今井 裕治・根来 龍之(2021年4月)
- No.65 アパレル企業の顧客接点のデジタル戦略とプラットフォーム(PF)活用の実態と理由
～EC・OMO 戦略において自社アプリと PF はどのように活用されているか？～
荒木 麻里・根来 龍之(2022年3月)
- No. 66 エコシステム論と戦略グループ論の接点の探索
～コンタクトレンズ・眼鏡業界の歴史的変遷を通じた研究～
相川 寛子・根来 龍之・宮元万菜美(2023年3月)
- No.67 医療情報プラットフォームの比較事例分析～マルチホーミングが与える影響～
柳内 嘉在・根来 龍之(2023年3月)
- No.68 投資一任サービス業界の業績決定要因～ロボアドバイザー機能が与えた影響～
下山 貴史・根来 龍之(2023年3月)

ワーキングペーパーを入手ご希望の方は下記までご連絡下さい。

連絡先: RIIM-sec@list.waseda.jp www.waseda.ac.jp/projects/riim/

RIIM IT戦略研究所
Research Institute of Information Technology and Management

事務局：早稲田大学大学院経営管理研究科 気付
169-8050 東京都新宿区西早稲田1-6-1
連絡先：RIIM-sec@list.waseda.jp
<http://www.waseda.jp/prj-riim/>

WASEDA UNIVERSITY