

インターネットと証券業

佐 賀 卓 雄

要 旨

インターネットは、初めてリテール証券取引に利用されてから数年の間にリテール取引全体の約4割を占めるに至った。そればかりではなく、IPOやアドバイス業務といった、当初は応用が難しいと思われていた業務分野にまで拡大され、証券ビジネスのあり方を根本的に変革しつつある。

店舗や営業マンに頼っていた伝統的な証券会社はチャネル・コンフリクトに悩みつつも、eアドバイスともいわれるビジネス・モデルを構築する方向を模索している。これまでの営業マンを通したアドバイス・サービスをネット上で提供することにより、総合的なサービスをより一層強化しようという戦略である。

他方、低価格を武器にシェアを延ばしてきたオンライン業者も、投資家が価格にあまり反応しなくなるにつれ、サービスの充実をめぐる競争へと移行してきた。システムのグレード・アップはもちろん、多彩な業者との業務提携などの方法によりネット上でリンクを張ることによって、投資家の利便性を高めている。

インターネットは市場の情報化をもたらすことによって、消費者が価格や様々なサービス情報を容易に比較できる環境を作り出した。そのため、消費者の支持をうるためには顧客ニーズを軸にしたマーケティング戦略が不可欠になっている。しかも、ソフト業者、ポータル業者、情報ベンダーなど、あらゆるハイテク企業が競争相手として登場してくる可能性が強い。証券業におけるオンライン・ビジネスも同様であり、競争に勝ち抜くためには顧客セグメントの絞り込みと豊富な品揃えが必要になってこよう。

目 次

はじめに

I. インターネットとリテール証券取引

1. オンライン取引をめぐるアメリカの経験

——価格破壊からサービス競争へ——

2. 手数料自由化とオンライン取引

——日本の現状——

II. インターネット IPO

III. インターネット取引と大手総合証券

IV. 進化するオンライン・ビジネス

1. オンライン・アドバイス
2. パーティカル・ポータル

はじめに

アメリカでインターネットを利用した証券取引が最初に登場したのは、1995年末のことであった。翌年2月にE★トレードが大々的な広告を打って本格的なインターネット取引を開始すると、人々は一取引14.95ドルという、当時としては常識外れの低い手数料に驚かされた。しかし、これは「価格破壊」の前触れにすぎず、その後、それよりも更に安い手数料を提示する業者が相次いだのである。それと同時に、焦点は次第にシステムの使い勝手や提供される情報の質量など、サービスをめぐる競争に移行した。

このような手数料およびサービスをめぐる競争の結果、99年末にはオンライン取引は約1,300万口座に達し、リテール証券取引全体の約40%を占めるに至った。

次いで、インターネットの証券取引への利用は引受業務に及んだ。折からのネット革命の進行を背景に、インターネット関連の企業を中心とした公開ブームが生じていたが、公開引受業務（IPO）をインターネット上で行うインターネットIPOを専門とする業者が登場した。それに続いて、数社が同様の事業コンセプトで参入している。これらの業者はIPOの引受手数料を半分程度に引き下げ、引受業務の分野での価格破壊に火を点けた。

証券取引へのインターネットの利用を推進してきたのは、75年の「メーデー」を契機に登場

3. 業態の融合

おわりに

したデイスカウンターや新興の業者である。こうした新興勢力に対して、メリルリンチなどの大手総合証券は多数の支店や営業マンを抱えていることもあって、インターネット取引には消極的であった。しかし、証券取引におけるインターネットの可能性が広がり、確実なものになってきたため、99年になってメリルリンチ、モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターなどの大手業者も本格的な進出を決定した。大手証券と新興勢力が正面から激突する局面を迎えている。

他方では、インターネットが双方向かつリアルタイムでの広範囲にわたる情報提供を可能にすることから、それを利用した新たなビジネス・モデルが登場している。初期には不可能とみられていたインターネット上でのアドバイスの提供やコンサルティング、またリンクを張ることによってあらゆる商品やサービスを提供する業者が次々に登場している。これらの業者は金融サービス業に止まらず、ポータル業者、コンピュータのハード、ソフト業者、あるいは情報ベンダーなどに及んでおり、あらゆるハイテクや情報関連業者が参入している。

ハイテク分野での変化はドッグイヤーと呼ばれるほど急激であるため、当分は混沌とした時代が続くと思われる。本稿では、アメリカで進行している証券取引におけるネット革命の現状を整理しながら、日本でも昨年10月の手数料自由化を契機に展開している価格・サービス競争、および今後の展望について検討する。

I. インターネットとリテール証券取引

インターネットが最初に証券取引において活用されたのは、リテール取引の分野である。証券取引は高額の金銭の授受がともなうため、初期の段階ではオープン・ネットワークであるインターネットの安全性の問題があり、その将来性については半信半疑の見方が多かったといえる。しかし、本人確認や認証の技術や、システムの性能が向上するにつれて、インターネットを利用した証券取引を不安視する議論はほとんど聞かれなくなった。もちろん、なりすましの防止や注文が殺到したときのアクセスの問題など、依然として解決されるべき課題はあるにしても、インターネット証券取引を根本から否定するものではない。

こうしたシステムの安全性や性能の向上につれ、低い手数料のインターネットを利用したリテール証券取引は爆発的に増加し、現在では主としてサービス内容を競う局面に入っている。

1. オンライン取引¹⁾をめぐるアメリカの経験——価格破壊からサービス競争へ——

アメリカでは1975年の株式売買委託手数料の自由化を契機として、手数料を大幅に割引くディスカウント・ブローカー（以下、ディスカウンター）が登場したことは良く知られている。これらの業者のビジネス・モデルは、それまでの証券会社が店舗と営業マンを使って対面で投資助言、受注、執行、口座管理という一連のサービスを提供していたのに対して、これらのサービスを分解（アンバンドル）し特定のサービス——特に受注と執行——だけを提供す

ることであった。その場合でも、店舗と営業マンを使えば、コスト的に手数料の大幅な引き下げは難しいから、電話がチャネルとして利用された。ただし、音声によるやり取りでは情報提供に限界があるから、必然的にアドバイス・サービスを切り捨てざるを得なかった。したがって、ディスカウンターにとってはチャネル戦略こそ本質的なものであったのである。また、清算、保管については専門業者に外部委託（アウトソーシング）される場合が多かった。

ディスカウンターのビジネス・モデルが成功するためには、もう一つ重要な条件が必要である。それは証券営業マンからの投資アドバイスに頼らずに、自分で情報を収集、分析し、投資決定を行うことのできる自立的な投資家層の存在である。このような投資家にとっては、高い手数料を払って投資アドバイスから口座管理にいたるパッケージ化されたサービスを受けるよりも、ディスカウンターの提示する格安の手数料が魅力的であったからである。

しかし、アメリカでは70年代後半から80年代前半には自立的な投資家はそれほど多くは存在していなかった。業務や金利が規制されていたため一つの口座ですべての金融サービスを受けることはできず消費者の意識は高くなかったし、金利選好度もそれほど強くなかったのである。ようやく70年代末のインフレ・高金利の時期に、金利の上限が規制されていた預金からMMF（短期投資信託）への大量の資金流入が生じ、メリルリンチが商業銀行との業務提携により決済機能をもつ証券総合口座（CMA）を開発すると、爆発的に普及したのである。また80年代になって401（K）プランが採用され始め、年金加入者の運用自己責任が問われ、採用企業が従業員の投資家教育プログラムを提供し

始めるようになり、資産運用に対する意識や知識が向上してきた。こうした環境の変化がディスカウンターのシェアの上昇に寄与したことは間違いない。現在でも、オンライン取引を利用する投資家は運用資産が多く、アクティブに売買を繰り返すという特徴がみられる（表1参照）。

この間にも、チャールズ・シュワップやフィデリティのような大手業者は電話に代わるチャネルの開発に余念がなかった。アメリカ・オンライン（AOL）などの商用オンラインを利用したオンライン取引、あるいは専用ソフトの開発により投資家に豊富な情報を提供することが可能になっていた。ただし、これは相当のコスト負担を強いることになったから、新規参入の零細なディスカウンターにとっては依然として電話による受注と執行が典型的なビジネス・スタイルであった。また、大手証券会社にとっては、これらの新興勢力は安い手数料に見合ってまともなサービスを提供しない業者であり、自分たちとは異なる顧客層を相手にしているとみていた。

90年代の後半にインターネットの応用可能性

が広がるに連れて、こうした棲み分けは急激に崩れて行くことになった。まず、インターネットを本格的にリテール証券取引に導入したのは、チャールズ・シュワップやクイック・アンド・ライリーといった大手業者のシステムを開発していた業者が立ち上げたE★トレードである。同社は96年2月に一取引14.95ドルという破格の手数料を提示して参入した。これを契機に、より安い手数料を提示する新規参入業者が相次いだのに加え、既存の業者も対抗上、手数料を引き下げざるをえなくなり、大々的な価格破壊が進行した。かくして、一件当たりのオンライン取引の平均手数料は96年初頭には52.89ドルであったが、97年末にはその3分の1以下の約15.95ドルにまで低下した（パイパー・ジャッフリー社調べ）。その後、投資家が価格水準にあまり反応しなくなったために価格競争は一段落し、焦点はサービスの充実をめぐるものに移ってきた²⁾。

この間のシステムの性能の向上もあり、猛烈な価格破壊の進行はオンライン業者のシェアの上昇をもたらした。99年10-12月には、オンライン口座は1,300万口座、オンライン口座を提

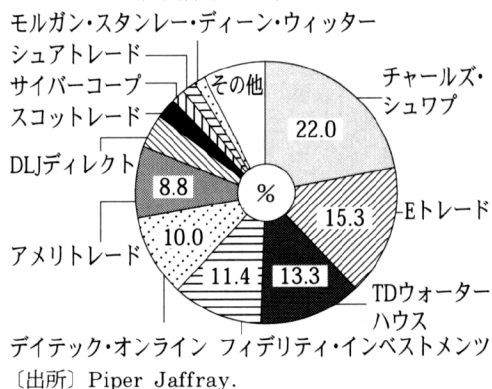
表1 インターネットを利用する株式投資家の特徴

	インターネットでの取引	インターネット以外での取引
株式取引に占める割合	11%	89%
(中位値)		
年齢	41才	48才
家計所得	73,800ドル	65,000ドル
家計の金融資産	229,000ドル	125,000ドル
金融資産に占める株式の割合	127,600ドル	70,000ドル
保有銘柄数	7	2
保有株式ミューチュアル・ファンド数	5	4
個別銘柄の取引回数(1998年)	10	1
ミューチュアル・ファンドの取引回数(1998年)	2	1

注) 1999年末の調査。サンプル数は4,842世帯、株式保有者は2,336人である。なお、家計の金融資産には退職プランを含むが、居住している住居は含まない。

〔出所〕 Investment Company Institute, Securities Industry Association.

図1 オンライン業者のシェア
(売買件数, 99年10-12月)



供している業者は160を数え、リテール取引全体の約40%を占めるに至った。この業務分野は集中度が高く、上位6社で売買件数の8割を占めている(図1参照)(パイパー・ジャッフリー社調べ)。

インターネットは双方向、リアルタイム、そして文字情報だけではなく画像も含めた情報の流布が広範囲にわたるといふ特徴をもつ。したがって、家にいながらにしていとも簡単にクロス・ボーダーの証券取引を行うことができる。価格などの豊富な市場情報や企業情報なども入手できる。手数料が下がり切ってしまうと、投資家はそれにはあまり反応なくなり、提供される情報やサービスの方に関心が向かい、それらをめぐる競争へと移行し始めた。これらは多岐にわたるが、システムの使い勝手、提供される情報の質量、IPO 銘柄の提供、預り資産や取引金額・回数に応じたポイント・サービスの提供といったことで競争が行われている。

2. 手数料自由化とオンライン取引

—日本の現状—

日本でのインターネット取引の導入は意外と

早い。96年4月には大和証券がインターネット取引を開始し、今川証券が同年末にホームページで市場・価格情報を提供し始め翌年初めには取引を開始している。

しかし、手数料が自由化されていなかったため、対面取引とインターネット取引の手数料は同じであり、価格の安さをアピールするというマーケティング戦略が採れず、一部の愛好家や営業マンの勧誘を嫌う投資家に利用されるに止まっていた。しかし、「日本版ビッグバン」の進行とともに、各社がポスト・ビッグバン戦略を模索する中で、一部の中堅業者の中にはオンライン取引に将来の展望を見いだそうとするものも現れ、オンライン取引を導入する業者は徐々に増加した。そして、99年10月の手数料完全自由化と前後して業者および口座が急増するとともに、早くもオンライン取引の手数料は一挙に採算割れ(と思われる)水準にまで低下した。オンライン取引は、99年3月の23社、5万口座から、12月には47社、46万3千口座に急増している(ブルーンバーグ調べ)。また、各社は預り資産や取引回数に応じた手数料や、あるいは会員制などによる格安手数料を提示するなど、工夫に余念がない(主要業者の手数料については、表2を参照)。

アメリカとは異なり、日本では最初から大和証券や野村証券などの大手業者がオンライン取引に参入しているのが特徴である。このため、オンライン専業を謳う一部の中堅業者や新規参入業者は極めて厳しい競争を強いられている。もう一つの特徴は、手数料自由化とインターネット革命が一挙に押し寄せているため、その衝撃も強烈なことである。現在までの所、オンライン取引の手数料は一挙に最低限の水準に低下したのに対して、対面取引の手数料はわずか

表2 オンライン株式取引手数料の比較

約定代金	10月1日以前 の手数料	野村証券	大和証券	松井証券	岩井証券	今川三澤屋 証券	DLJディレク トSFG証券	イー・トレード 証券	マネックス 証券	日興ビーンズ 証券	オリックス 証券	HIS協立 証券
50万円	5,750	5,000	4,310	3,000	1,500	2,000	1,900	2,500	1,000	1,800	1,400	800
100万円	11,500	9,200	8,620	3,000	1,500	3,000	1,900	2,500	1,000	3,600	1,400	800
200万円	20,500	16,000	15,220	6,000	2,000	6,000	1,900	5,000	2,000	7,200	2,000	800
500万円	47,500	35,800	35,020	15,000	5,000	15,000	1,900	12,500	5,000	18,000	5,000	1,500
1000万円	82,500	60,800	59,370	30,000	10,000	30,000	1,900	25,000	10,000	18,000	10,000	1,500
3000万円	197,500	150,800	137,970	90,000	20,000	30,000	2,900	75,000	30,000	54,000	20,000	2,000
5000万円	272,500	190,800	182,970	100,000	20,000	30,000	3,900	75,000	50,000	90,000	20,000	-
手数料の 計算方式		約定代金の 額により、 手数料率が 異なる。	証券総合口 座サービス 利用の場合 の手数料。 約定代金の 額により手 数料率が異 なる。	約定代金の 0.1%(下限 3,000円)。 ／上限2万 円。	約定代金の 0.1%(下 限1,500円 ／上限2万 円)。	約定代金の 0.3%(下 限／2,000 円／上限3 万円)。	定額手数料 制。1,000 万円超につ いては、売 買代金100 万円毎に50 円の追加。	上限は75,000 円。特定の時 期に売買する 株式について は、売却手数 料は無料。ポ イント・サー ビスおよび JALとの提携 によるマイ レージ・サー ビスあり。	約定代金 100万円ま では、定額。 100万円超 について は、約定代 金の0.1%。 上限10万 円)。	預り資産の 額により異 なる手数料 率を適用 (下限／ 1,000円／ 上限10万 円)。	3月1日から 適用される新 手数料表。約 定代金の日か ら適用0.1% (下限1,400。 ／上限2万 円)。取引回 数、預り資産 額に応じて、 さらに最大30 %引。	クラブ・ブ ルースカイ ネット(年 会費6万 円)の会員 は、一取引一 律500円。

注) 1) インターネット取引による成行注文を1日に1件行った場合の手数料。松井証券は3回までは同じ手数料。

2) 日興ビーンズ証券は、約定代金500万円までは預り資産500-1,000万円(0.36%)、1,000万円以上は1億円以上の顧客(0.18%)として試算。

3) HIS協立証券は1回の注文が約定代金で3,000万円以下。

(出所) 各社のホームページより作成。

な低下に止まっている。しかし、昨年10月以降、オンライン口座と取引が急増しており、大手、準大手業者からの資金流出の兆候もみられる。それが大々的に生じていないのは、株式相場が堅調に推移しているため、投資家が手数料水準に対して寛容なためであろう。したがって、相場次第では、資金流出をきっかけに対面取引の手数料への引き下げ圧力が強まる可能性も高いと思われる。

II. インターネット IPO

インターネットを利用したリテール取引が普及するにつれ、それが持つ双方向性、リアルタイムかつ広範囲な情報の流布という特質から、その証券取引への応用範囲が極めて広いことが認識され始めた。

次の展開はインターネットを利用した資金調達であった。証券市場は不特定多数の投資家が参加する公開市場であるから、そこでは市場参加者に一定のルールが課せられるとともに、資金調達が可能な企業も一定の審査を経たものに限られる。こうして取引の公平性、透明性が維持されるとともに、一定の基準を満たした企業にのみ資金調達の機会が与えられることにより投資家の保護が図られている。しかし、資金調達のニーズをもつ企業からすれば、審査を経て取引所や店頭市場での可能な企業は全体のごく一部であるから、ほとんどの企業は公開市場での資金調達の途を閉ざされている。これらの企業は銀行融資や親戚、知人からの出資や融資、あるいはベンチャー・キャピタルからの出資に頼らざるをえないのである。

しかし、仮に引受証券会社を介さずに直接かつ広範囲に一般の投資家に出資の勧誘を行うこ

とができるとすれば、ほとんどの企業にとって資金調達の途が開かれることになる。また、引受手数料を節約することもできる。もちろん直接に一般の投資家から出資を募る以上、徹底した情報開示が前提になることはいうまでもない。

このような試みは、95年にニューヨークの地ビール会社スプリング・ストリート・ブリューイング社が、1年かけてインターネットを利用して投資家から直接、資金を調達したのが最初である³⁾。これは最初の試みということもありマスコミが挙って取り上げたため、予想以上の成功を収めた。しかし、その後相次いだ試みはそれほど成功していないといわれる。

その理由は、直接募集は引受証券会社が介在しないためコスト的には安くつくものの、引受審査を経ていないため、発行体の信用度のチェックがなされていないこと、価格の妥当性に信頼が置けないこと、また組織された市場がないため投資後の流動性に不安があること、が指摘できる。その意味では、何らかの形で組織された市場と仲介業者の必要性が再認識されたといえる。

そこで、自らインターネットを利用して直接的な資金調達を成功させたスプリング・ストリート社のアンドリュー・クライン氏はインターネット上でこの仲介機能を果たす投資銀行ウィット・キャピタルを創業することにしたのである。同社はインターネット上でのIPO（公開引受け）を専門とする証券会社であり、引受けた証券は同社の他、オンライン業者から組織される販売シンジケートが売りさばくという体制になっている。インターネットを利用したIPOの引受手数料は伝統的なその約7%に対して、約4%であるといわれる。

この業務分野にも新規参入が相次いでいる。サンフランシスコに本拠を置く投資銀行であるハンプレクト・アンド・クイスト (H & Q) は、シリコン・バレーを中心としたハイテク企業の引受けに強みを発揮している投資銀行であるが、創業者の一人であるハンプレクト氏は独立し、インターネット IPO を専門とする会社を創業した。また、同じくサンフランシスコに本拠を置くロバートソン・スティーブンスの創業者であるサンディ・ロバートソン、モンゴメリーの前 CEO であるトーマス・ワイズ氏も同様のビジネス・コンセプトに基づく証券会社を創業している⁴⁾。

日本でも、既に学生ベンチャーのスプレッド Mフォーという会社が二回にわたってインターネットを利用した資金調達をおこなっている

他、デー・ブレイン証券がバイメックスと呼ばれる未公開株取引市場を運営している。また、ウィット・キャピタルは三菱商事と組んで日本法人を設立し、業務を開始している。

Ⅲ. インターネット取引と 大手総合証券

証券取引へのインターネットへの活用が拡大、普及するにつれて、それが競争上、極めて強力な武器になることがはっきりしてきた。最初の頃は、それはもっぱら店舗と人員がいらない低コストのチャンネルで、資本力に劣る零細な新規参入業者にとって有力な手段になるとみなされていた。しかし、実際には不断のシステム投資が必要なこと、また広告・宣伝費がかさ

表 3 売買委託手数料の比較

	25ドル×200株 (5,000ドル)	18ドル×500株 (9,000ドル)	14ドル×1,000株 (1万4,000ドル)
フルサービス証券会社 メリルリンチ	129.50 (2.59%)	225.23 (2.50%)	308.28 (2.20%)
ディスカウント・ブローカー チャールズ・シュワップ	89.00 (1.78%)	106.00 (1.18%)	123.60 (0.88%)
フィデリティ・ブローカレッジ	88.50 (1.77%)	106.10 (1.18%)	123.10 (0.88%)
クイック・アンド・レイリー	60.50 (1.21%)	81.50 (0.91%)	94.00 (0.67%)
e・シュワップ	29.95 (0.60%)	29.95 (0.33%)	29.95 (0.21%)
E★トレード	14.95 (0.30%)	14.95 (0.17%)	14.95 (0.11%)
ディテック	9.99 (0.20%)	9.99 (0.11%)	9.99 (0.07%)
<参考>日本の場合(自由化前)			
売買代金	(625,000円)	(1,125,000円)	(1,750,000円)
手数料	7,187円	12,625円	18,250円
手数料(ドル換算)	57.5 (1.15%)	101 (1.12%)	146 (1.04%)

注) 上場株式の売買。手数料の下のカッコ内は手数料率。1ドル=125円で換算

〔出所〕各社資料より野村総合研究所作成

み、思ったほど低コストのチャンネルではないことが明らかになってきた。他方では、それが普及し生活の欠かせない手段という性格が強まるにつれて、単なるチャンネルの一つに止まらず、多様な可能性をもつものであることも次第に認識されてきた。

こうなってくると、大手総合証券としてもその活用について消極的な姿勢を続けると衰退につながることになりかねない。とはいっても、証券営業の伝統的なチャンネルである店舗と営業マンの存在が全面的な戦略の転換を躊躇させた。アメリカの証券会社の場合、営業マンは歩合給で顧客が支払った手数料の約4割前後を収入として受け取る。したがって、顧客がインターネット経由で注文を出すようになれば、バイパスされた営業マンには収入がなくなる。このチャンネル間の矛盾(channel conflict)のため

に、大手総合証券はインターネット取引への本格的な参入ができなかったのである。

むしろ、メリルリンチなどの大手証券は、新規参入やディスカウンターからの転身組の多いオンライン業者に対して、リサーチ部門やシステム・サポートを動員してより高い付加価値を提供することによって差別化しようとした。これがアドバイスやコンサルティングを中心とする資産管理アプローチといわれるものである。そこでは、営業マンがリサーチ部門の支援を受けながら、顧客の資産の運用期間やニーズ、あるいはリスク許容度を把握し(これをプロファイリングという)、それに合ったポートフォリオの提案が行われた。この場合には、アセット・アロケーションを変化させることによって、ポートフォリオ全体のリスク・リターンがどのように変化するかを即座に示す必要が

表4 メリルリンチのオンライン・サービスの内容

①99年7月から導入した資産残高ベースの手数料を徴収する新口座

● 手数料

- ・資産残高に応じた年間手数料を徴収。年間手数料の最低額は1,500ドルで、株式及びミューチュアル・ファンド資産残高の1%、現金及び債券資産残高の0.3%を基準として算出。資産残高が大きくなると手数料率は低下する。

● サービス内容

- ・営業員による個別アドバイスと定期的なパフォーマンスのレビュー
- ・営業員、電話、インターネットを通じた売買発注
- ・個別化されたフィナンシャル・プランニング・サービスである「フィナンシャル・ファンデーション」
- ・証券総合口座であるCMAで支払いができるクレジット・カードで、航空会社のマイレージ・ポイントが獲得できるといった特典の付された「ビザ・シグニチャー・カード」
- ・インターネット上の情報サービスである「メリルリンチ・オンライン」とアナリストなどのリサーチ情報へのアクセス
- ・様々な商品やサービスの購入ができ、「ビザ・シグニチャー・カード」での支払いが可能な「eコマース・リンク」へのアクセス

②99年12月から導入したディスカウント新口座

● 手数料

- ・米国株式については取引一件当たり29.95ドル。

● サービス内容

- ・インターネットを通じた株式、債券、ミューチュアル・ファンド等の売買発注
- ・インターネットを通じた証券総合口座の利用とリサーチ情報へのアクセス
- ・営業員によるアドバイスは得られない

〔出所〕メリルリンチ社プレスリリース等より野村総合研究所作成。

表5 「メリルリンチ・ディレクト」の比較広告

	メリルリンチ・ディレクト	シュワップ	フィデリティ	MSDW	E★トレード	DLJ
1. 口座の特徴 当初預け金 (CMA, 及び類似口座) 当初預け金 (退職口座) 支店数 (国内) 24時間電話サポート	2万ドル (CMA) 250ドル 700以上 有	5千ドル(基本), 5千または1万ドル (CMA 類似口座) 千ドル 300以上 有	5千ドル (基本) 3万ドル (CMA 類似口座) 500ドル 80 有	2千ドル (CMA 類似口座預託金) 制限なし 450以上 有	現金 1千ドル, 信用取引の預託金2千ドル (基本) 0 有	1万ドル (CMA 類似口座), 最初の取引を含む (基本) 1 有
2. 取引 取引可能な証券 (オンライン及び電話) オンライン株式取引手数料 (最低) 外務員が支援する取引 気配情報サービス	株式, ミューチュアル・ファンド, 債券 29.95ドル 有 リアルタイム／無制限	株式, オプション, ミューチュアル・ファンド, 債券, 年金, 生命保険 29.95ドル 有 リアルタイム／制限	株式, オプション, ミューチュアル・ファンド, 債券, 年金, 生命保険 25ドル 有 リアルタイム／無制限	株式, オプション, ミューチュアル・ファンド, 債券 29.95ドル (注) 有 リアルタイム／無制限	株式, オプション, ミューチュアル・ファンド, 債券 14.95ドル 有 リアルタイム／無制限	株式, オプション, ミューチュアル・ファンド, 債券, 貴金属 20.00ドル 有 リアルタイム／制限
3. 口座情報 口座の統合情報 残高情報 ポジション情報 取引履歴情報	有 いつでも可 いつでも可 いつでも可	有 一日の取引終了後 いつでも可 いつでも可	有 一日の取引終了後 一日の取引終了後 一日の取引終了後	いつでも可 いつでも可 いつでも可	いつでも可 いつでも可 一日の取引終了後	プレミアム口座のみ いつでも可 いつでも可 一日の取引終了後
4. 調査 調査 S&Pの会社レポート S&Pの株式, 債券, 収益ガイド	有 有 有	有 有 株式ガイド	有 S&P スクリーン	有	有 S&P スクリーン	有 有
5. 資産運用ツール プランニング ミューチュアル・ファンド・スキャナー 株式スキャナー 債券スキャナー ポートフォリオ・トラッカー アセット・アロケーション・ツール	有 有 有 有 有 有 メリルリンチのモデル・ポートフォリオとの比較	有 有 有 有 有 有	有 有 有 有 有	有 有 有	有 有 有	有 有 有
6. オプション・サービス 手形の支払い eショッピング	有 有	有	有			

注) ディスカバーの顧客は2000年3月31日まで, 成行注文14.95ドル, 指値注文19.95ドル。
(出所) メリルリンチ社のホームページより。

あり、システム・サポートが不可欠である。このようにして、大手業者は資本力や人的資源を生かした生き残り策を模索したのである。

しかし、それにしてもオンライン業者との手数料の格差は大きすぎた。取引金額にもよるが、オンライン業者の最大手で手数料が最も高いチャールズ・シュワップですら、メリルリンチの約半分の水準（外務員経由の場合。ネット経由（e・シュワップ）ではそれよりかなり安い29.95ドル）であり、E★トレードやアメリカトレードといった新興業者に至っては10-20分の1の水準であった（主要オンライン業者の手数料水準については、表3を参照されたい）。しかも、アメリカでは株式市場が長期にわたる活況に沸いていたから、営業マンからのアドバイスなしでもそこそこのリターンが得られるような環境が続いていた。そうであれば、投資家は何倍もの高い手数料を支払ってアドバイスを受ける必要性は感じないだろう。

かくして、大手業者はチャンネル・コンフリク

トの解決をめぐる重大な岐路に立たされることになった。つまり、依然としてアドバイスやコンサルティングを必要としている富裕層にフォーカスを絞り込んでいくか、営業マンを犠牲にしてもインターネットを本格的なチャンネルとして導入するかである。特に80年代後半から、フィナンシャル・コンサルタント（FC）による資産管理業務を業務の中心に据えていたメリルリンチの動向が注目された。

大手業者のインターネット取引への対応が明確になったのは、99年の夏から秋にかけてであった。まず、メリルリンチが7月にインターネットによる発注を含む包括的なサービスを提供する「アンリミテッド・アドバンテージ」という口座、そして12月には「メリルリンチ・ディレクト」というオンライン取引サービスを提供することを表明した。また、ペイン・ウェーバーも8月に「エッジ」と名付けられたオンライン・サービスを、モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター（MSDW）も10

表6 モルガンスタンレー・ディーンウィッターの「iチョイス」

顧客は次の三つのタイプの中から自分に合ったサービスを選んで口座を開設できる。

伝統的フル・サービス：

フィナンシャル・アドバイザー（営業員）による専門的アドバイスが得られ、手数料は各取引ごとにチャージされる。インターネット上で口座残高などを参照することが可能。

「iチョイス」：

5万ドル以上の資産残高を有する顧客が口座を開設できるサービス。資産の種類と金額に応じて残高の0.3～2.25%の年間手数料を課し、原則として取引回数に制限はない。最低手数料は1,000ドル。営業員経由、インターネット経由のいずれでも発注可能。

「モルガンスタンレー・ディーンウィッター・オンライン」：

インターネット経由、ワイヤレス・オーガナイザー経由、自動応答電話、コールセンター経由の電話での口頭発注、の三通りの発注が可能。手数料は以下の通り。

インターネット等の場合、1,000株まで取引一件当たり29.95ドル

1,000株を超えると1株につき3セント加算

（例えば、1,500株では取引一件当たり44.95ドル）

電話での口頭発注の場合、1,000株まで取引一件当たり39.95ドル

1,000株を超えると1株につき4セント加算

（例えば、1,500株では取引一件当たり59.95ドル）

〔出所〕同社ホームページ（<http://www.msdw.com/>）より野村総合研究所作成。

月にインターネットの利用を含む「i チョイス」と呼ばれるサービスを開始した(メリルリンチ, MSDW のサービスの内容については、表4、表5、表6を参照されたい)。

これらの措置が伝統的な営業マンによる販売体制にどのような影響を及ぼすのかは現時点でははっきりしないが、アメリカのリテール営業が新たな時代を迎えたことは確かであろう。

IV. 進化するオンライン・ビジネス

インターネットが単なるチャネルの一つとしての位置づけから多様な応用の可能性が認識されるにつれて、新たなビジネス・モデルが模索され始めた。以下では、オンラインでのアドバイスないしコンサルテーション業務の展開、およびオンライン・マーケティングの進化形態としてのバーティカル・ポータルを紹介し、業態の融合ともいえるべき事態が生じていることを明らかにする。

1. オンライン・アドバイス

インターネットのもつ双方向性を利用すれば、伝統的に営業マンが対面で行っていたアドバイス・サービスのかなりの部分を提供することが可能である。今日では、大手証券会社や投資会社のサイトには「プランニング」というコーナーがあり、そこで提示される質問に順番に答えていくと、顧客プロフィールを把握した上でアセット・アロケーションの提案が行われる。こうしたサービスは元々はフィナンシャル・プランナーとかコンサルタントと呼ばれる専門家が対面で提供していたものであるが、アメリカでは証券会社や投資会社がオンライン上で

提供する標準的なサービスの一つになっている。もちろん、専門家から対面でアドバイスを受けるのと比較すれば、画一的であるのはやむをえないが、資産運用の基本方針を決める役にはたつ。

もっと進んだオンライン・アドバイスの例として、ノーベル経済学賞を受賞したスタンフォード大学のウィリアム・シャープが開設しているフィナンシャル・エンジンというサイト(<http://www.financialengines.com/>)がある⁹⁾。ここでは401(K)プランの加入者を対象に資産運用のコンサルテーション・サービスを提供している。401(K)プランは企業が従業員に対して複数のミューチュアル・ファンド(投資信託)を提供し、プラン加入者はその中からリスク・リターンを勘案していくつかを選択して投資する。しかし、自分の退職後の生活設計にとってその配分が適切であるかどうかを判断するには、資産運用の専門家に相談する必要があるが、それにはコストがかかるため、運用結果を知らされるだけというケースが多い。

このサイトでは、シャープの資産運用理論に基づき、運用パフォーマンスを予測するだけではなく、運用目標に到達するためには運用方法をどう修正すればよいかなどについてアドバイスしてくれる。こうしたサービスはこれまで年金コンサルタントが機関投資家向けに提供してきたものであり、個人の年金加入者にまで利用可能にした意義は大きい。

現在の所、このサービスは401(K)加入者の運用資産だけが対象であり、運用資産全体についてのアドバイスは提供されていない。したがって、教育や結婚のための準備資金など、退職後の生活設計以外を目的とした資産運用相談も対象外である。しかし、こうしたことを目的

とした資産運用に対してもアドバイス・サービスがオンラインで提供されるようになるのも時間の問題であろう。

オンライン上でアドバイスの提供やコンサルティングが可能だとすれば、伝統的な証券会社は、店舗はともかく専門的な知識を身に付けた営業マンの能力を生かすことは可能であろう。システム・サポートやリサーチ部門と協力し、より高度で個性化されたコンサルティングをオンライン上で提供することができるのである。インターネットによる新たなビジネスの展開の現状および将来の可能性を視野に入れば、メリルリンチやMSDWなどの大手業者のインターネット取引への本格的な進出は、インターネットが証券取引においてインフラ的な性格をもち始めたことを意味している。こうなってくると、オンライン上で提供される情報やコンサルティングの内容が問題であるから、大手業者が有する訓練された人的資源は決して重荷とばかりはいえない。活かし方によっては、強力な競争力の源泉に転化するであろう。

2. パーティカル・ポータル

インターネットの大きな魅力の一つは、サイトを自由に移動することによって様々な情報にアクセスできることである。また、様々なサイトを一カ所に集めたり、リンクを張ることによって、消費者に商品情報の提供や展示を行うことができる。これが電子モールである。しかし、消費者の利便性という観点からは、多数の様々な商品がランダムに羅列されても、どこに何があるのか分からず使いがってが悪い。そこで、これらの情報をカテゴリー別に整理するポータル業者が現れる。ポータルとはゲートウェイ（入り口）という意味である。この代表

的な業者はヤフーである。

ポータルが登場したことによって、消費者は自分が求めている情報に簡単にアクセスできるようになった。ここからさらに進んで、顧客や商品のセグメントを絞り込んで、一つのサイトに関連した商品の情報の提供や展示を行う業者が現れた。これをパーティカル・ポータルと呼び、インターネットを利用した最も先進的なマーケティング手法と言われている。この言葉が使われ始めると、ヤフーのような業者はホリゾンタル・ポータルと呼ばれるようになった。

パーティカル・ポータルは、業態縦断的に特定のテーマの下に関連したあらゆる商品やサービスを提供するサイトであり、「究極のディストリビューター⁶⁾」ともいわれる。例えば、インターネット上で自動車を販売している業者を考えよう。インターネットの特徴を活かして競合する多数のメーカーの車種を展示することは容易である。これに止まれば、この業者は自動車ポータルの一つにすぎない。さらに進んで、このサイトを訪れる消費者のことを考えれば、当然、自動車の購入に関心をもっているはずであるから、それにとまって自動車ローン、自動車保険、レンタル、アクセサリ、修理サービスなど、関連する様々な商品やサービスに対するニーズがあるはずである。これらを一挙に品揃えしたサイトを構築してしまうのである。その方法として、業務提携によってリンクを張るということも活用される。ここでのコンセプトは顧客セグメントや商品を特定したうえで、そのあらゆるニーズを満たす品揃えを実現することであり、インターネットのオープン・ネットワークとしての特性がいかに発揮されている。

もちろん、インターネットが利用できるようになる以前でも、特定の目的をもった顧客に、関連した商品やサービスを売り込むことはできた。例えば、住宅を販売する際に、住宅ローン、火災保険、家具、電気製品などを同時に販売するというマーケティングはこれまでに一般的に行われてきた。しかし、この方法では、顧客が訪れる場所にそれぞれの営業担当者を配置する必要がある、空間的および人的な制約、およびコスト負担がともなう。その上、通常は提供される商品やサービスの種類も特定の企業グループのものに限られるという限界がある。

インターネットを利用すれば、これらの限界を容易に克服することが可能である⁷⁾。eコマースを利用する顧客は本来、能動的であるから、こうしたコンセプトに基づくサイトが提供されていることを知れば、それを利用するであろう。また、バーティカル・ポータルはマーケティングの中心に顧客ニーズを置いているから、企業系列などとは無関係に顧客にとって良いと思われれば競合製品でも展示する。

バーティカル・ポータルの例として、オートバイテル (<http://www.autobytel.com/>) があげられる⁸⁾。このサイトでは、新車、中古車の販売の他、自動車ローン、リース、保険といった商品が提供されており、顧客はこのサイトで自動車購入にともなうほとんどの商品やサービスを充足することができる。こうした品揃えは、自動車ローンはチェース・マンハッタンやキーコープといった商業銀行、リースはGE、保険はAIG、といった企業と業務提携することによって実現している。

金融ポータルの例としては、チャールズ・シュワップが92年に提供し始めたワン・ソース

というサービスがある。シュワップは約500種類のノー・ロード、ノー・トランザクション・フィー（販売および乗り換え手数料無料）の投資信託を顧客に提供し始めた。シュワップは投資会社から残高に対して0.25-0.35%の手数料を受け取った。この中には、当然、自社投信の他に競合する他社のものも含まれている。シュワップは顧客にとって良いものであれば、競合他社の商品でもチャンネルに乗せたのである。

このサービスは顧客の支持を得て、残高を順調に伸ばしている。現在、提供される投信は約1,700種類に増加しているが、昨年12月にはインターネット上で1万本以上の投信から顧客の運用ニーズにあった投信を選び出すサービスを開始し、インターネット上での資産運用業務を強化している。ワンソースは「投信のスーパーマーケット」として有名であるが、現在ではE★トレードやフィデリティなどのオンライン業者も同様のサービスを提供している。

こうしたサービスから金融バーティカル・ポータルへの展開は自然であろう。シュワップはリサーチ・レポートについてはCSFB、IPO銘柄についてはH&Q、とそれぞれ業務提携し、フル・サービスの証券会社と変わらない商品・サービスを提供している。同様に、E★トレードはリサーチ・レポートはロバートソン・スティーブンス、IPO銘柄の提供についてはE★オファリングと提携している。また、銀行サービスについても、小切手の振り出し、ATM/デビット・カードの利用などのサービスが提供されている（表7参照）。E★トレードは最近、インターネット専門銀行のテレバンクを買収し、この面でのサービスを充実させようとしている。

表7 主要業者のオンライン口座の概要

業 者	オンライン 口 座 数 (1,000)	オンライン 口座資産残高 (10億ドル)	オンライン 顧客の割合 (%)	オンライン 取引の割合 (%)	顧 客 到達度	顧 客 粘着度	顧 客 獲得費用	1 口 座 当 り 年間取引回数	手数料(ドル) (1,000株 成行)	調査レポート、 IPO 銘柄の提供	銀行サービス		
											小切手 振り出し	ATM/デ ビット・ カード	オンラ イン手 形決済
チャールズ・シュワップ	2,500	219,000	46	65	839	37.0	175	9.3	29.95	CSFB, H&Q	X	X	X
フィデリティ	2,710	152,000	26	55	951	22.7	35	2.2	25.00	リーマン バンクボストンRS	X	X	X
E★トレード	909	21,100	100	95	1,810	41.3	257	22.3	14.95	E★オファリング S&P ウィット・シンジケート	X		
TD ウォーターハウス	750	46,000	40	38	291	38.5	44	16.4	12.00	DLJ	X	X	
DLJ デイレクト	243	11,200	100	80	401	23.1	185	22.5	20.00	ウィット・シンジケート	X	X	
アメリトレード	428	19,500	100	84	403	70.8	178	33.7	8.00	ウィット・シンジケート	X		
メリルリンチ	-	-	0	-	316	14.3	NA	NA	29.95	メリルリンチ	X	X	X
ウィット・キャピタル	26	NA	100	100	NA	NA	3	5.7	14.95	ウィット・キャピタル	X		

注) 1) 「顧客到着度」= 月間閲覧者数 (千人)

2) 「顧客粘着度」= 月間閲覧時間 (分)

3) 顧客到着度、粘着度は1999年5月31日現在、それ以外は1999年3月31日現在の数字。

4) 顧客獲得費用は1999年の広告宣伝予算に基づく (プルーンページのインタビュによる)。

5) メリルリンチのオンライン口座の手数料は1999年12月1日より実施。

[出所] Morgan Stanley Dean Witter [1999].

現状では、日本ではここまで多彩なビジネスの展開はみられないが、いくつかの動きはある。例えば、DLJ ディレクト SFG 証券は投資情報会社のイー・リサーチやフィスコの調査レポートを配信することを始めた。オンライン取引の手数料をめぐる競争が一段落し、サービス競争に移行しつつある現れであろう。また、野村証券、さくら銀行、日本生命保険、三井海上火災の4社は2000年度上期をめどに共同ポータルサイトを構築し、クロス・マーケティングや広告などを行う計画を発表した。一部の外資系銀行や住友銀行も参加の方向で検討しているといわれる。

日本では、依然として業態間の規制があるため、銀行が自分のサイト上で保険を販売することはできない。しかし、リンクを張ることによって幅広い金融商品やサービスを提供することは可能である。テクノロジーの発達で規制を形骸化させている例の一つであろう。

3. 業態の融合

ここ数年のインターネットを利用した金融ビジネスの展開は、ほとんどあらゆる財、サービスが対象になりうることを明らかにしたといえる。とりわけ、金融商品は基本的にデジタル情報の世界であり、一般の財のようにデザインや色彩の好みといったことが問題にならず、受け渡し・決済も口座振替の形で行われるため、ネット・ビジネスとの相性は抜群に良いといえる。消費者は購入から決済、保管に至るまですべてネット上で完結することができる。

また、生産者と消費者とを直接結ぶことによって、伝統的な仲介業者が排除される傾向が強まっている。これまでは消費者は卸・小売業者を経由して財・サービスを購入していたが、

インターネットを利用すれば生産者のサイトに直接アクセスできるようになった。証券業においても、リテール・ブローカレッジ業務では店舗と営業マンが証券を販売し、手数料をえていたが、投資家はオンラインで直接注文を出せるようになり、伝統的な証券営業の姿は大きく変わりつつある。銀行においても同様である。

しかし、このことは仲介機能そのものがなくなることを意味してはいない。市場の情報化が徹底してくると、顧客は競合する財・サービスを容易に比較、検討できるようになるため、顧客ニーズの充足をコンセプトにした新しいタイプの仲介業者が登場してくる。それは、電子モール、(ホリゾンタル・)ポータル、バーティカル・ポータルへと進化を遂げてきた。

さらに、流通の分野では業態の融合ともいべき状況が生まれつつある。ネット・ビジネスにおいては基本的に在庫の保有の必要がないため、一般の財と金融商品の差がなくなってしまう。仲介業者はネット上で注文を受け、生産者にその情報を伝える。生産者はそれに基づき、消費者に製品を発送する。金融商品の場合には、金融機関に保管されるため、受け渡しは必要がない。したがって、この業務フローは、実際の受け渡しが必要かどうかということを除けば、一般の財でも金融商品でも変わらない。

かくして、アメリカの金融機関の中には、百貨店以上の品揃えで物販を手掛ける業者が登場している。シティコープ、バンクワンなどの大手商業銀行、およびメリルリンチは、小売業者と提携して本格的な物販に進出している。メリルリンチを例にとると、メリルリンチ・ダイレクトで提供されるサービスの一つである「eショッピング」では、450以上の小売業者と提

携し、貴金属から玩具まで800万点以上の商品が提供されている。これらの購入にともなう支払い・決済にはVISAカードが使われ、ポイント・サービスの対象になる。

これらの業務がどれだけ収益に寄与しているのかは明らかではない。しかし、重要なことは、ネット・ビジネスは当初考えられていたよりもはるかに広範囲な応用性をもち、財・サービスの流通のあり方に革命的な変化をもたらしつつあるということであろう。

おわりに

インターネットが証券取引に利用されてから数年の内に、証券ビジネスは根本的な変化を迫られている。当初はせいぜい低コストのチャンネルとみられていたものが、ネット上にリンクを張ることによって、マーケティングの手法そのものを大きく変えたからである。これからもオンライン・ビジネスは進化し続けるであろうが、間違いなくその影響を最も大きく受けるのは証券業も含めた金融サービス業であろう。なぜなら、金融取引は本質的にデジタル情報の世界であり、一般の財と異なり受け渡し、決済、保管が口座の振替で可能であるため、ネット取引との相性が良いからである。

インターネットの応用範囲も広がっており、eアドバイスのように、ネット上でコンサルティングやアドバイス・サービスを提供する試みも始まっている。多数の営業マンを抱えた伝統的な証券会社は、そのノウハウや人材を活用することによって、より高度なサービスを提供する途が開けるであろう。その意味で、昨年から相次いでいる大手証券会社のインターネット取引への本格的な参入は、オンライン証券ビ

ジネスが新たな段階に突入したことを示していると思われる。

注

1) 厳密に言えば、オンライン取引は3つのタイプを含む。一つは、アメリカ・オンライン(AOL)のような商用オンラインを利用するものである。二番目は、業者が独自に開発したシステムや専用ソフトを利用するものである。インターネットは公衆回線を利用するため、情報伝達の速度が遅く、スピードが要求される機関投資家向けの取引システム、およびECN(電子取引システム)はすべて高速の専用回線を利用したものである。最近では、個人投資家についても、ディ・トレーダー向けに同様のシステムが提供されている。三番目がインターネットである。

ここでは、主としてリテール取引を対象にしているため、インターネットを利用したオンライン取引を念頭に置いている。

- 2) この間の経緯と現状については、大崎[1999]が詳しい。
- 3) 詳しくは、大崎[1997]、序章、を参照されたい。
- 4) IPO業務およびサンフランシスコの投資銀行については、忽那[1999]を参照されたい。
- 5) このサイトのサービス内容については、鴨志田[2000]、186-89頁も参照されたい。
- 6) Morgan Stanley Dean Witter [1999], p. 4.
- 7) この理論的な説明として、Evans and Murster [2000]がある。彼らは「リッチネス/リーチのトレードオフ」というキー・コンセプトを駆使して、オンライン取引の影響を説明する。つまり、伝統的なチャンネルである店舗や営業マンに頼っていれば、顧客には充実したサービス(リッチネス)を提供できる一方、顧客到達度(リーチ)には限界がある。かつての電話のようなチャンネルを利用してリーチを広げようとする、サービスの質を下げざるをえないのである。したがって、各業者はこのトレードオフ・ポイントの中から戦略的なポジショニングを採らざるをえない。

ところが、テクノロジーの発展は、このトレードオフ関係を解消、あるいはポイントを上方に移動させる。つまり、リッチネスを維持したまま、リーチを広げることができるようになるのである。このような状態に到達すると、テクノロジー(ここではインターネット)を利用するかどうかではなく、それを活用しなければリッチネスとリーチのいずれでも見劣りするものになりかねない。これが、インターネットが証券取引のインフラになりつつあるという意味である。

- 8) このサイトについては、鴨志田[2000]、41-45頁を参照されたい。

参考文献

Christensen, C. M [1997], *The Innovator's*

- Dilemma*, 伊豆原弓訳『イノベーションのジレンマ』翔泳社, 2000年。
- Evans, P. and Wurster, T. S. [2000], *Blown to Bits*, ボストン・コンサルティング・グループ訳『ネット資本主義の企業戦略』ダイヤモンド社, 2000年。
- Monroe, A. [1999], "Charley's Web", *Investment Dealers' Digest*, June 21.
- Morgan Stanley Dean Witter [1999], *The Internet and Financial Services*, Aug.
- Securities and Exchange Commission [1999], *On-Line Brokerage: Keeping Apace of Cyberspace*, Nov.
- The Banker [2000], "The Future Online Financial Services", Jan.
- Tully, S. [1999], "Will the Web Eat Wall Street ?", *Fortune*, Aug. 2.
- 鴨志田 晃 [2000], 『金融eービジネス革命』日刊工業新聞社。
- 末松千尋 [1999], 『インターネットは金融をどう変えるか』ダイヤモンド社。
- 大崎貞和 [1997], 『インターネット・ファイナンス』日本経済新聞社。
- [1999], 『インターネット証券取引の真実』ラジオ短波。
- [2000], 「米国のインターネット証券取引をめぐる新たな動き」, 『資本市場クォーターリー』(野村総合研究所資本市場研究部) 2000年冬号。
- , 沼田優子 [1999], 「変化する米国証券会社のオンライン取引戦略」, 『資本市場クォーターリー』1999年夏号。
- 忽那憲治 [1999], 「米国のベンチャー・ファイナンスのダイナミズム」, 『正協レポート』(東証正会員協会), 5月。
- 沼田優子 [2000], 「金融ポータル構築に乗り出した米国大手金融機関」, 『資本市場クォーターリー』2000年冬号。

(当所東京研究所主任研究員)