

インターネット時代の証券経営

佐賀 卓雄

小山理事長 それでは、定刻になりましたので、講演会を始めます。

本日の講師は、当研究所主任研究員の佐賀卓雄さんです。恒例に従って、私から講師の略歴等をご紹介します。

佐賀さんは、小樽商科大学商学部を卒業後、大阪市立大学大学院経営学研究科で博士課程を履修され、小樽商科大学と大阪市立大学の助教を経て、平成四年に大阪市立大学商学部教授に就任されています。その後、平成七年に、同大学から当研究所の主任研究員に移籍され、当研究所を代表する研究者の一人として活躍しておられます。

佐賀さんは、特にアメリカの証券市場及び証券経営についての造詣が深く、この方面の著書としては、平成三年に、東洋経済新報社から『アメリカの証券業―

変貌過程と規制緩和』を、また、一昨年、日本短波放送から『メルリンチの真実―動き出したウォール街の対日戦略』という本を發表しています。また、同じく一昨年、当研究所から出版いたしました『金融市場の変貌と証券経営』と、『図説 アメリカの証券市場』という二冊の本につきましても、佐賀さんは共同執筆者の中で中心的役割を果たしています。

最近わが国の証券市場では、アメリカの後を追うようにして情報通信技術の革新が進んでおり、証券経営におけるインターネットの利用も急速な広がりを見せています。そこで、本日は、佐賀さんに「インターネット時代の証券経営」というテーマでお話しいただくこととしました。ご清聴をお願いします。

それでは、佐賀さん、よろしくお願いします。

ご紹介いただきました佐賀でございます。お手元にレジュメが配付されておりますので、それに従ってお話ししたいと思います。

きょうは、「インターネット時代の証券経営」というタイトルでお話しするわけですから、日本ではどちらかというと、リテール証券取引でのインターネット取引の手数料や口座数の動向について関心が高いようです。しかしアメリカの動きをフォローしていきますと、既にeアドバイスといわれるようなコンサルテーションとかeアドバイス業務のところ、インターネットの利用がかなり活発に行われつつあるということで、インターネットの活用が日本で考えている以上に広がりを持ってきていることが最近の特徴ではないかと思えます。後で、インターネットが証券取引一般に利用されてきたときに、証券経営に対してどういうインパクトを持つのかということをし考

えてみたいと思っております。

基本的に、きょうのお話の前提になっている認識は、インターネットは証券取引のインフラになりつつある、ですから、インターネットを利用するかしないかということじゃなくて、利用しない場合には、競争上かなり不利な環境に置かれるということでもあります。

一、インターネットとリテール証券取引

最初に、インターネットが証券取引でどういふうに利用されてきたかを、少しおさらいしておきたいと思えます。

まず、アメリカでインターネット取引が注目を集めるようになりましたのは、ご存じのように、九六年二月にEトレードという証券会社が、

「ウォールストリートジャーナル」に大々的に広告を打ちまして、本格的にオンライン取引に参入するということがきっかけでした。それを機に、次々とより安い手数料の業者が参入してまいりまして、それとともに、口座数あるいは預かり資産が急激に伸びてきたということになります。

インターネットというテクノロジーがどういう影響を持つかといいますと、コスト面で非常に安いチャネルである。調査によっては支店と比べて一〇〇分の一のコストだといった調査もあるんですが、とりえずインターネットについては、コスト面でかなり安いチャネルであるということがいえるわけがあります。ですから、こういう安上がりのチャネルを使うことによって、手数料を引き下げることができたということでもあります。

その結果、どういう形で手数料が低下していったのかといいますと、まず九七年の第四・四半期

まで急激に下がってきました。九六年の第一・四半期が五二・八九ドル、約五三ドルぐらいだったわけです。これがほぼ一貫して九七年の年末まで下がりました、一五・九五ドルまで下がってくるということですから、大体三分の一弱ぐらいのところまで一気に下がっていきます。その後、横ばいに転じるという形で、このあたりで手数料競争がほぼ一段落したというふうにいわれております(図表1参照)。

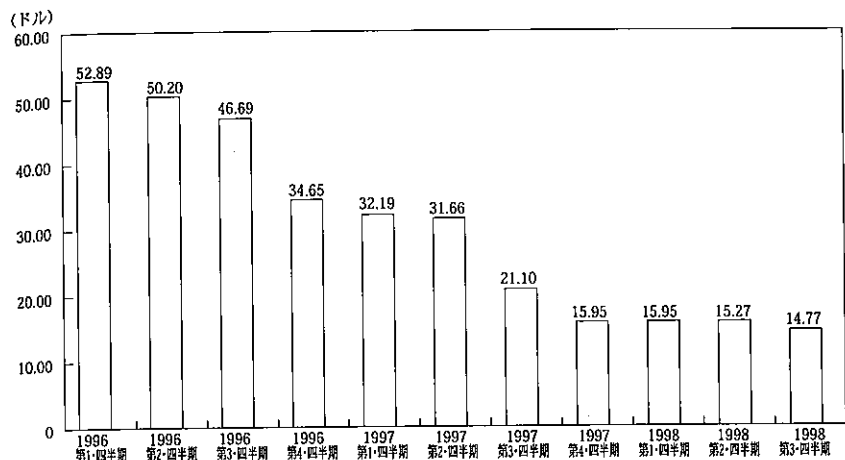
これは平均的な手数料ですが、個別の業者の手数料がどういふふうにならなかっていったかということとです。シュワブはそれほど下がっていないんですが、フィデリティとクイック・アンド・ライリーを見ていただきますと、フィデリティの場合、九六年三月に一八八・一五ドルだったものが、九八年一二月には二五ドルまで下がっている。つまり、約二年半で手数料が七分の一に下

図表2 大手ディスカウント・ブローカーのオンライン取引手数料推移
(株価50ドルで1,000株、成行き注文で取引する場合の手数料、単位：ドル)

	96年3月	97年3月	9月	10月	98年6月	98年12月
チャールズ・シュワップ	39.00	29.95	29.95	29.95	29.95	29.95
フィデリティ	188.15	175.12	28.95	19.95	19.95	25.00
クイック・アンド・ライリー	145.80	26.75	26.75	14.95	14.95	14.95
DLJ ディレクト	150.00	39.95	20.00	20.00	20.00	20.00

(注) 1 フィデリティは97年1月、クイック・アンド・ライリーは96年11月からインターネット取引を開始。
2 DLJ ディレクトは、97年9月、PCファイナンシャル・ネットワークからサービス名を変更。
(出所) 野村総合研究所

図表1 インターネット・ブローカーの平均的な手数料金額の推移



(出所) バイパー・ジャフレー資料より作成

ますます、確かにランニングコストは、今ご紹介しましたようにかなり安いわけですが、実際にはシステム開発費とか宣伝広告費がかさみます。ですから、オンライン業者の収支の計算書を見ると、宣伝広告費はかなり高いという特徴がございます。

シュワップとEトレード、アメリトレード、TDウォーターハウスというオンライン業者を取り上げてみたときに、シュワップは、収益源が多角化しているのが特徴になっております。オンライン業者の中でも一番総合化が進んでいる業者であります(図表3参照)。

また、シュワップの経費の構造は、メリルリンチと非常に似ているんです。これは人件費が一番象徴的でありまして、通常オンライン業者というのは、店舗も少ないし、人員も少ないということ、人件費の割合が少ないわけでありまして。確かに

がっているわけでありまして。

もっと下がりが方が激しいのが、その下のクイック・アンド・ライリーですが、ここは九六年三月に一四五・八ドルだったわけですが、九八年一月には一四・九五ドル、実に一〇分の一の水準まで下がってきている(図表2参照)。このように猛烈な価格の引き下げ競争、価格破壊とも呼べるような状況が、生まれたということでもあります。

このように価格が猛烈に下がっていったら、口座数がふえていくわけでありまして、直近のデータでいいますと、リテール取引の約四割がネット経由で行われているという数字が出ております。そういうふうな形で、リテール取引ではインターネットの利用はごく普通のチャネルの一つになっているといえるかと思えます。

証券経営という観点からいって、インターネットのリテール取引はどういう特徴を持つのかとい

にアメリートレードとかTDウォーターハウスを見ますと、人件費の割合が約三割弱ぐらいの感じなんです。ところがメリルリンチのような総合証券になりますと、人件費が五割を超えています。シュワップはそれにかなり近い構造になっていて、人件費の割合が四二・五％ということ、ほかのオンライン業者と比べると、人件費の割合がかなり高いような構造になっております(図表4参照)。

それから、もう一つの特徴は、「広告・マーケティング」の費用の割合が高いことです。シュワップとかTDウォーターハウスはそうでもないんですが、アメリートレードと、ここにはちょっと出ていないんですが、Eトレードも、この広告・マーケティングの費用の割合がかなり高いという特徴がございます。

広告・マーケティングの費用が高いというの

は、実は日本でも同じ傾向がありまして、昨年の一〇月に手数料が自由化された前後に口座数が非常にふえて、なかなかシステム対応が追いつかないという状況が見られた業者が幾つかあります。そういう業者の方に伺いますと、一遍広告を打つのをやめると、口座あるいは注文がふえるのが一たん落ちるといいます。それで、見事にこの広告費と口座のふえ方がパレルに動くということを経営者の方から伺ったのですが、これはアメリカでも日本でも同じような傾向があるようであります。

これは、オンライン業者に共通した特徴なんです。証券業者だけじゃなくて、オンライン業者に特徴的な傾向ということ、要するに、広告費をかけるのと売り上げが伸びる、しかし、純益には結びつかないというジレンマがありまして、ここからどうやって抜け出すかという構造的な問題があ

図表3 1998年度の大手ディスカウントブローカーの収益構造(対純収入比率)

	チャールズ シュワップ	Eトレード	アメリート レード	TDウォー ターハウス
委託手数料・決済手数料	47.9%	66.1%	63.5%	66.6%
ミューチュアルファンド関連手数料*	20.4%	n.a.	n.a.	9.6%
自己売買**	10.5%	n.a.	3.8%	n.a.
純金利収入	17.4%	22.8%	27.7%	19.2%
その他	3.8%	11.1%	5.0%	4.6%
純収入	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

*シュワップ以外ではミューチュアルファンド関連手数料が委託手数料・決済手数料に含まれている。

**EトレードおよびTDウォーターハウスでは自己売買益は委託手数料に含まれている。

図表4 1998年度の大手ディスカウントブローカーの経費構造(対純収入比率)

	チャールズ シュワップ	アメリート レード	TDウォー ターハウス	(参考) メリルリンチ
人件費	42.5%	26.7%	29.8%	52.4%
決済・執行費用	3.0%	4.3%	15.5%	3.9%
施設・設備費	7.3%	7.9%	9.2%	4.9%
広告・マーケティング	5.7%	32.3%	5.4%	3.9%
通信	7.5%	9.6%	5.0%	10.0%
償却	5.1%	n.a.	5.4%	1.3%
専門家費用(弁護士・会計士等)	3.2%	n.a.	2.5%	3.1%
その他*	4.6%	18.8%	10.3%	8.5%

*アメリートレードでは償却や専門家費用はその他に含まれる。

るといわれております。

これを非常にシニカルといいますか、手厳しく指摘しているのが、最近翻訳されました『インターネット・バブル』という本です。この中で著者がどういっているかといいますと、仮に一ドル札を九〇セントで売るといふ商売を考えた人間がいる。そうすると当然注文が殺到するから、売り上げはどんどん伸びるけれども、売り上げが伸びるのに沿って赤字もふえるという構造になるだろう。要するに、インターネット関連業者は、まさにこういうことをやっているんだと、かなり厳しい、辛らつな言い方をしているんです。そこまで辛らつな言い方をする必要があるので、どうかというのは別問題ですけども、とりあえず経験的にいうと、広告費と売り上げのジレンマというのは、オンライン業者にとっては、現在までのところ、かなり宿命的なところがあるとい

うことです。ご存じのように、アマゾン・ドット・コムは創業以来まだ黒字になったことのない会社です。このジレンマからどうやって抜け出すかというのが課題ではないかと思えます。

次に、もう一つの特徴というのは、集中度が高いということです。

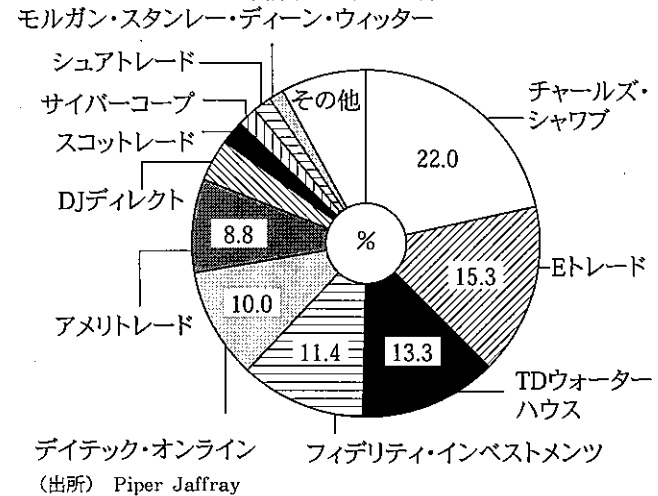
アメリカにはオンラインサービスを提供している業者が昨年の春で一六〇社あるといわれています。ところが一六〇社のうち、図表5を見ていただきますと、六業者で八割のシェアを占めているという極めて高い集中度が特徴になっております。これは日本でも似たような構造になっておりまして、ちなみに日本は、三月の末でオンラインサービスを提供しているのは五二社。オンライン口座の数は七十七万五〇〇〇口座となっております。ここでも、上位十業者で七割のシェアを占めています。ですから、集中度が非常に高いという

のがオンライン取引の大きな特徴の一つだということになります。

それから、先ほど紹介しましたように、九七年の年末ぐらいまでで価格が下がるところまで下がってしまった。その後、今度はサービス競争の方に移ったといわれております。どういう形でサービス競争が行われているかといいますと、一つは、「システムの使い勝手や信頼性」をアピールするような競争の仕方。データックという業者は、成り行き注文は六〇秒以内に執行されなければ手数料は要りませんといっています。ということとで、非常にスピーディーに執行しますというのを売りにしている業者であります。

それから、情報提供です。いわゆるリサーチ会社と提携して、いろんなリサーチ情報を提供するということです。こういう競争は、日本でももう既に始まっております。

図表5 オンライン業者のシェア
(売買件数、89年10-12月)



三番目はIPO銘柄の提供です。アメリカでも、特にインターネット関係のIPO銘柄は、なかなか個人投資家は買うことができませんので、IPOの引き受けを得意とする業者と業務提携しまして、投資家に優先的にIPO銘柄を回してやるというサービスを提供するということとであります。

最後に、その他の付加的サービスです。これは日本でも幾つかの業者がやっていますが、例えばカードのポイントサービスとか、多様なサービス競争の形に移ってきております。

九八年〜九九年の春ぐらいまで、今いったオンライン業者が続々とふえていく、そしてオンライン口座がふえていくという状況であったわけですが、大体そのあたりから、我々が非常に関心があつたのは、大手の総合証券は一体どういうふうに対応するんだろう。これは、大体九八年ぐらい

から関心があつたわけです。そのときの我々の理解は、我々というのは、あるいは別なように考えていた方もいらっしゃるかも知れませんが、少なくとも日常的にいろいろ議論している我々のグループでは、メリルリンチのような大手の総合証券は、いわゆるファイナンシャル・コンサルタントという営業マンを抱えているので、オンライン取引に本格的に出ていくと、このファイナンシャル・コンサルタントの処遇の問題が出てきて、恐らくその問題がクリアされないと、本格的には出ていけないのではないかと。大体去年の春ぐらいまで、そういう議論をやっていました。ですから、去年の春ぐらいまでに書いたものは、そういう書き方になっているんです。今読んでもはつきりとオンライン取引の方には出ていけないだろう、そういう書き方をしております。大方は、そういうふうに見ていたと思います。

ただ、さすがに昨年の春にオンライン口座が1000万口座を超えたので、ここまでふえてくると、幾ら何でも大手の業者はこのまま手をこまねいて見ている訳にはいかないのではないかと。一方では思い始めていたわけです。そこで、仮にそういう状況に置かれたとすれば、どういう形で出ていくのかなということ、これも二つの選択肢があるわけです。一つは、本體で出ていく。もう一つは、オンライン子会社をつくって出ていくというやり方です。このどちらが既存の業態に影響が少なくて済むのかということ、当然これは別会社で出ていく方が、給与体系とか昇進の問題とか、いろんな問題がクリアできますので、多分子会社をつくって出ていくのではないかと思っていたわけです。

現実には、例えば後で紹介します、モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターという証券会

社は、ディーン・ウィッターの方にオンライン子会社がありましたので、ここは別会社で最初からオンライン証券会社を持っていたわけです。そういう形で出ていくと、メリルリンチのようなところは、本體へのインパクトはそれほど大きくなくて出ていけるのではないかと。いふうに我々は考えていたわけです。

ところが、昨年の六月ごろに、とうとうメリルがオンライン取引に本格的に参入するというプレス発表をやったわけです。そのとき意外なことに、これは本體で出ていくという決断を下したわけです。大方の受けとめ方は、当時ファイナンシャル・コンサルタントが約一万五〇〇〇名おりましたので、この二万五〇〇〇名のファイナンシャル・コンサルタントは収入が激減して、多分やめざるを得ないんじゃないか、そういうふうに見ていたわけでありませう。

実際、その後ファイナンシャル・コンサルタントが例年以上にやめるということも新聞等では報道されましたけれども、予想されたほどはやめていないというのがあるんです。

もう一つは、先ほどご紹介しました、モルガン・スタンレーの場合、子会社でオンライン証券会社を持っていたんですが、これを本體に吸収するということをやっていたわけです。この二つの動きが、実は我々の議論がちょっと間違っていたのではないかと、少し方向性についての認識がズレていたのではないかと。このことを考え直すきっかけになったように思います。

そのころから、向こうのいろんな金融サービスのホームページを時間の許す限りチェックしていきましたら、どうも日本で見ているのと、随分違った形になっているのだなというのを改めて確認できたわけです。どういふことかといひます

と、実はコンサルテーションとかアドバイスの方向にまでインターネットが応用され始めてきて、むしろネットでそういうコンサルテーション・サービスを提供できるような段階に入ってきている。となると、一つの可能性としては、ファイナンス・シャル・コンサルタントのアドバイスサービスをネットで提供することも不可能ではないということになります。別にファイナンス・シャル・コンサルタントがバイパスされるという側面だけじゃなくて、むしろ彼らの持っているノウハウをネット上で提供する、そういう可能性も開けてくるのではないかということでもあります。これが、我々の見解が大きく変わってきた一つのバックグラウンドになっております。

もう一つ、逆の方から考え直すきっかけを与えたのは、チャールズ・シュワブはもともと店舗が非常に多いところなんです。大体三五〇以上あり

というものがまた見直されてきたのではないかということなんです。これが逆の方向からの見直しを迫った動きであったということです。この大手オンライン業者の『メリルリンチ化』ともいえるべき動き、店舗の見直しという動きが、オンライン業者の中で出てきたということでもあります。

その結果、現在どうなっているかといいますと、これは後でもう少し詳しくご紹介しますが、要するにオンラインで総合的な金融サービスを提供する金融ポータル業者としての指向性が、非常に強くなっているということがいえると思います。その話は、後で詳しくご紹介します。

今アメリカの話を中心にお話ししたんですが、日本はアメリカと比べてどういう特徴があるかといいますと、まず一番大きな特徴は、最初から大手業者が参入しているということだろうと思います。実際、日本では、九六年四月に、大和証券が

ますので、メリルのちょうど半分ぐらいの店舗を持っております。ですからシュワブは、オンライン業者ではちょっと例外的なんです。例えばEトレードは、シリコンバレーに建物一つあるだけで、後は全く、要するにネット上の存在であります。このEトレードが、ウォール街に支店をつくるという動きが出てきたわけです。それから、TDウォーターハウスというオンライン業者は、全米五十州に支店を展開するという動きを見せたわけです。

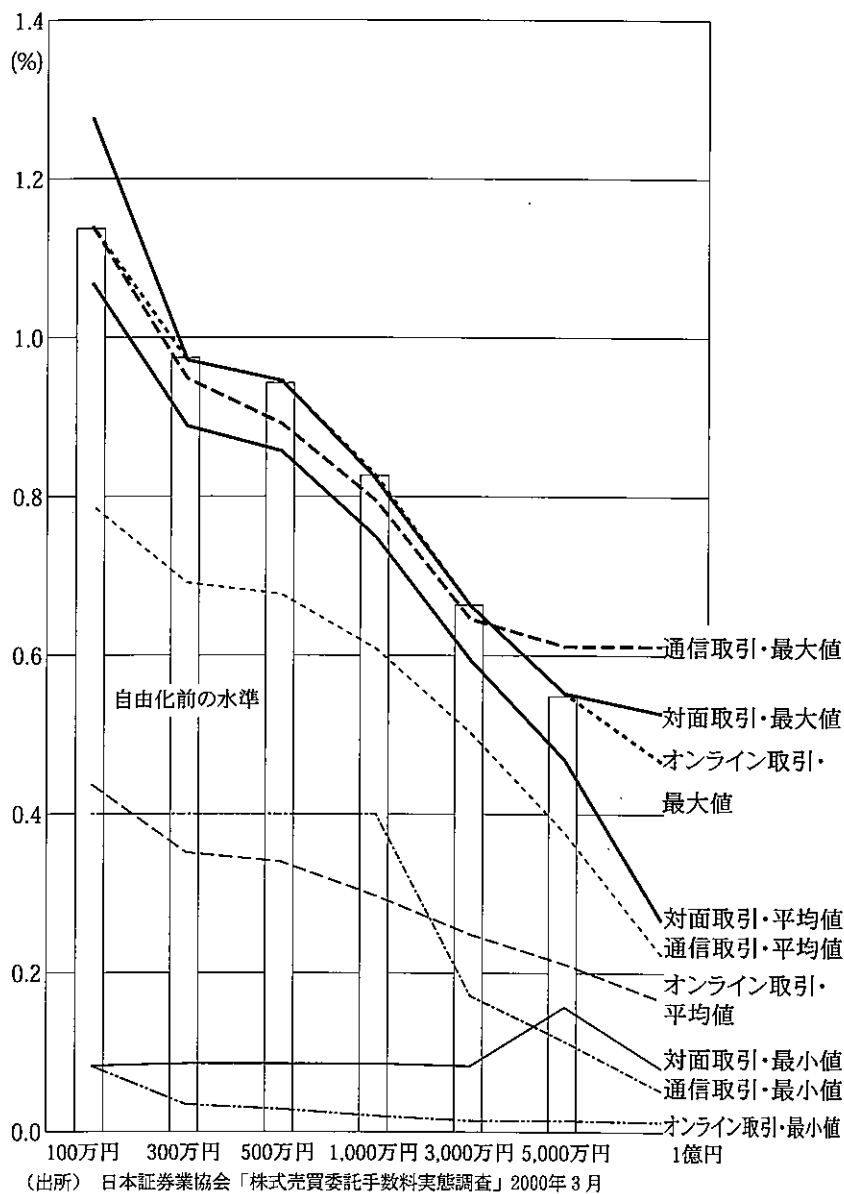
そうすると、我々は、インターネットの利点は、広告費がかかるということはあるんですけども、とりあえず建物、人が要らなくて、コストのかからないチャネルであるというふうに理解していたんですけれども、ある程度ネット取引が普及してくると、そこで一つの壁に突き当たって、そこをブレイクスルーするためには、やはり店舗

オンライン取引を始めております。七月には日興証券が、そして今川証券は、九九年一月から始めております。ということで、中堅業者は一年〜二年遅れるような形でオンライン取引の方に参入していく形になっております。

アメリカの場合には、大手業者はつい最近までネット取引の方には出ていきませんでしたので、ある意味では、ネット業者がかなり脅威になった後でメリルのような大手業者が参入していくということ、この辺の競争関係は、日本とアメリカでは随分違います。

それから、オンライン業者がふえてきますと、特に手数料の自由化がほぼ射程に入ってきましたので、自由化後の生き残り策ということで、オンライン專業化志向というものが一部の中堅業者の中で見られるようになります。例えば、今名前が出てまいりました今川証券とか、松井証券、そう

図表6 チャネル別手数料(率)の比較



いう幾つかの中堅業者がオンライン専業化志向をはっきりと打ち出すようになったということでもあります。

ただし、その時点では固定手数料制度であったわけですから、オンライン取引について割安の手数料を設定することができなかったということとで、競争は、専ら非価格競争の形をとっていたということでもあります。

じゃあ、価格が一緒なのに店頭で注文を出さないで、オンラインで注文を出すというのはどういう投資家だったのかといいますと、一つは、近所に店舗がない、あるいは、若い人たちであれば、平日の昼間は仕事をしていて、なかなか店頭まで出向くことができないわけですから、利便性という観点からオンライン取引の方に入っていく投資家の方。それから、当時オンラインサービスを提供していた業者の方が、割と口をそろえてお

しゃっていたのは、外務員のおしゃべりにつき合うのがかなわん、そういう投資家の方がオンラインで注文を出しているということが、指摘されておりました。ですから、価格が一緒なのになぜオンラインなのかといいますと、一つは、今いった利便性という観点から、オンラインの方がいい。もう一つは、アドバイスは要らない、むしろ自分で判断して注文を出したい、そういう自立的な投資家がオンライン取引の方に入っていたということだと思えます。

それで、昨年の一〇月に手数料が自由化されたわけですが、その前後から、ご存じのように、相当数の業者が新規にオンライン取引に入っていました。その結果、大幅な手数料の低下という結果になります。日本証券業協会が、ことしの三月に調査をやっております。図表6はその総括的な図です。棒グラフが自由化前の水準です。例

えば、左側の一番上の黒い線、これが対面取引で最大値ということですから、対面取引で一番高い手数料の業者は、一番左側の一〇〇万円のところを見ていただくと、むしろ手数料を引き上げた業者が何社かあったということですが、それが、一〇〇万円の取引については、その棒グラフより上に黒い線がきている理由であります。そういう例外的なケースはありましたけれども、総じていえば、手数料水準はかなり下がっております。全体的にいいいますと、オンライン取引については、平均して六割の低下、つまり自由化前の四割の水準になっております。それから、店頭での取引は一割減、つまり九割の水準となっております。これが平均の水準であります。

個別のオンライン業者については、図表7に一つの社程度の一覧表をつくっておりますので、それを見ていただければわかると思います。これは、

ことしの四月一日現在で手数料表をつくったんですが、三月ぐらいから手数料を改定した業者が何社かありまして、それで四月一日現在で表をつくり直しまして、こういう数字になっているということであります。

アメリカでもオンライン業者の平均手数料は一五ドルといわれておりますので、単純に円換算しますと、一五〇〇円から二〇〇〇円ぐらいの範囲ということになりますので、日本のオンラインの手数料がいかに安いかわかります。これは、恐らく余程の口座数あるいはトランザクションを確保しないと、黒字にならないような手数料水準だろうと思います。

ただ、オンラインサービスを提供している証券会社の方から聞きましたら、大体二〇人ぐらいのオンライン専門の証券会社であれば、四万口座で採算に乗ると伺っておりますので、大体二〇人と

図表7 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	今川三寶屋 証券	DJLライ フネット証券	イー ト ワード証券	マネックス 証券	日興ビ ジョン 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	2,000	1,000	1,800	1,400	800
100万円	11,500	9,200	8,620	3,000	1,500	3,000	1,900	2,000	1,000	3,600	1,400	800
200万円	20,500	16,000	15,220	6,000	2,000	5,000	1,900	4,000	2,000	7,200	2,000	800
500万円	47,500	35,800	35,020	15,000	5,000	15,000	1,900	10,000	2,450	18,000	5,000	1,500
1,000万円	82,500	60,800	59,370	30,000	10,000	30,000	1,900	20,000	3,200	36,000	10,000	1,500
3,000万円	187,500	150,800	137,970	90,000	20,000	90,000	2,900	60,000	6,200	90,000	20,000	2,000
5,000万円	272,500	190,800	182,970	100,000	20,000	30,000	3,900	60,000	9,200	90,000	20,000	-

約定代金の額により、手数料率が異なる。約定代金の額により手数料率が異なる。

- (注) 1 2000年4月1日現在。
 2 インターネット取引による成行注文を一日に一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。
 3 日興ビジョン証券は、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。
 4 HIS 協立証券は一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。

か三〇人ぐらいのオンライン証券会社であれば、四万〜五万口座で採算に乗るのかなと思います。もちろんこれは手数料水準も関係していますので、例えば一〇〇〇円前後の手数料では、その水準で採算に乗るのかどうかは、少しまた別の問題になります。とりあえず、一挙に低い水準にまで落ちてきたというのが、日本での価格競争の特徴だろうと思います。

店頭取引からの口座流出がどの程度起きているのかということですが、これは正直いって、数字がつかめない状況であります。ただ、今ご紹介しました証券業協会の調査では、店頭での手数料が一番安い業者は、大手三社を除いた資本金三〇億円以上の業者なんです。いわゆる、自由化前に総合証券といわれていたクラスです。このクラスが店頭での手数料が一番安いんです。これを逆に読みかえますと、恐らくこの総合証券のクラスが、

す。

二、インターネットIPO

次に、インターネットIPOの話を簡単に紹介しておきます。

IPOというのは、現在日本でも公開ブームということですが、このIPOをネット上でやってしまおう、簡単にいいますとそういう話であります。これを一番最初にやった会社が、ご存じのように、アメリカのスプリング・ストリート・ブリューイングという地ビール会社です。これは第一号ということで、マスコミがこぞって取り上げまして、見事に成功したというケースであります。

そこで、今や証券マンになってしまいました。が、その社長だったアンドリュー・クラインと

オンライン取引の増加からの影響を一番受けている業者だろうというふうに読み込むことができると思います。ただ、これも実態がよくわからないということはあるんですが、少なくとも口座の流出というのは部分的に生じていて、それが店頭での手数料の引き下げの圧力になっているといえるのではないかと思います。

日本での競争の形態は、手数料は一挙に下がってしまいましたから、このところ情報提供の方にウエートがかかってきているということはいえらると思います。例えば野村証券などは、取引回数だとかそういうものに応じてリサーチ情報を安くするとか、無料にしています。それから、例えば独立系のリサーチ会社と組んでネット上でリサーチ情報を提供する、そういう試みも出てきております。サービス競争については、大体そういった形の競争形態が見られるようになってきておりま

いう人が、インターネット上でのIPOを専業とする証券会社を立ち上げようということをつくったのが、ウィット・キャピタルという証券会社であります。その経緯につきましては、今年の三月になりますが、アンドリュー・クラインさんが書いた『インターネット投資銀行』という本が翻訳されておりまして、それを参考にさせていただきたいと思えます。要するに、IPOのコストが高過ぎるんじゃないかというのが潜在的な不満ということが、その本の中には書かれております。そういう経緯でこのウィット・キャピタルが創業されます。

そこで実際自分の会社の資金調達というのは成功だったんですけれども、いざこれを引受証券会社を介さないでやるということになりますと、いろんな問題が出てまいります。つまり、証券会社の引き受け審査の機能とは何なのかということな

んですけれども、簡単にいいますと、発行体の信用度のチェック、それから価格の妥当性といったものをチェックするのが引き受け審査の意味だろうと思います。

もう一つは、アフターマーケットでの流動性の提供ということで、マーケットメーカーとしての役割ということもありまして、こういうものがすべて欠けてしまうわけです。そうすると、仮に引受証券会社を介さないで発行に成功したとしても、それを買った投資家は、売りたいと思ってもなかなか売ることができないといった矛盾を抱え込むことになります。そこで、じゃあマーケットもつくりうということ、インターネットIPOというようなスキームをつくるわけです。

どういう形かといいますと、ウィット・キャピタルが直接このインターネット経由で個人投資家にそれを販売するのが一つのルートです。

者なんですけれども、さっさとやめて自分でインターネットIPOを手がける投資銀行をつくらなければならないわけでありまして。

それから、同じくサンフランシスコですが、ロバートソン・ステイブンスの、これもやはり創業者であるサンデー・ロバートソンという人が独立して、インターネットIPOの投資銀行をつくる。それから、モンゴメリー証券というのがありまして、これもサンフランシスコの代表的な証券会社ですが、このモンゴメリーの前のCEOでありましたトーマス・ワイズという人が、同じくインターネットIPO専門の投資銀行を立ち上げるということをやっているわけでありまして。ですから、シリコンバレーの周辺というのは、成長性が高いベンチャー企業はたくさんありますので、そういうところの公開に特化した、しかもそれをインターネットを使って公開するというコンセプト

もう一つは、eディーラーと呼ばれているオンライン証券会社を販売団に組織しまして、ここを経由して個人投資家に売りましょう。こういうスキーム、仕組みをつくり上げたわけでありまして。ということで、インターネットのIPOについては、いち早くこういう仕組みをつくって、かなりの実績を残したということでもあります。

そうすると、当然新規参入が出てくるのがアメリカの特徴でありますので、特にシリコンバレーからサンフランシスコにかけては、日本でいいますベンチャー型の企業がたくさんありますので、こういうところをインターネットを使って公開していこうと考えるわけがあります。ほかにもあると思いますが、代表的なものとしては、例えばサンフランシスコの投資銀行として有名なハンブルクト・アンド・クイスト、地元では「H&Q」と呼んでいます、このハンブルクトさんが創業

を持った投資銀行が、続々と出てくるわけでありまして。

その結果どういうことが起きているかといいますと、大体IPOの引受手数料は七%が業界標準であるといわれていたわけです。実際引受手数料を事後的にずっと拾っていきますと、七%前後のところまで全部張りついているのです。最近、これは事実上のカルテルではないかと学術論文の中で問題にされているのですが、これがインターネットを使ったIPOではほぼ四%の水準まで下がってきているということで、ここでも価格破壊的な動きが出てきております。

三、オンライン取引のインパクト

今までのことを理屈で少し考えておきたいと思えます。

図表8はインターネットのインパクトを明示したものであります。

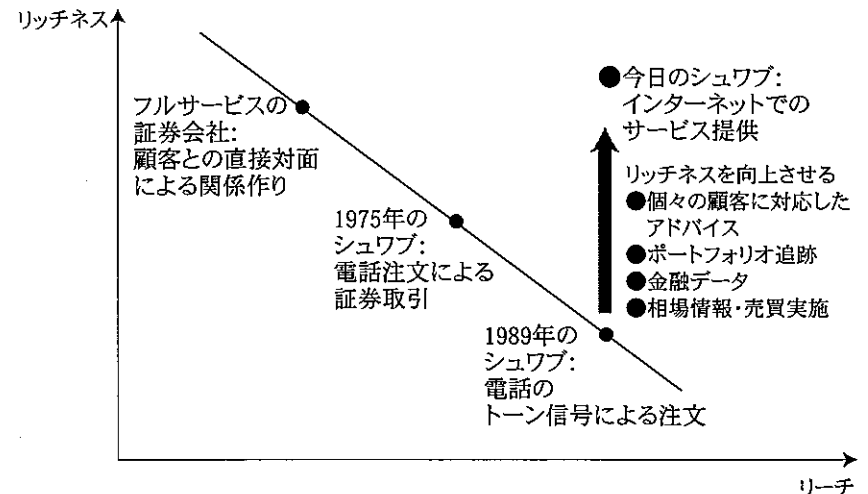
こうグラフにしてしまうと何となく難しそうなことをいっているような感じがしないでもないのですが、いっていることは単純で、「リッチネス」は情報量あるいはサービスと考えてください。「リーチ」は顧客到達度、つまり、どの範囲までお客さんと接触できるかという意味であります。簡単にいいますと、このリッチネスとリーチはトレードオフの関係、つまり二律背反の関係にあることが経験的にわかっているということです。

右下がりの直線を見ていただきますと、フルサービスの証券会社は当然伝統的な店舗展開によってサービスを提供している証券会社ですから、提供されるサービスとか情報の量は豊富です。けれども、店舗を使ってお客さんと接触する

となると、接触できる範囲は限られてきます。つまり、リーチが小さくなる。だから、サービスとか情報とかという付加価値的な部分を充実させようと思うと、どうしても対面的な取引に頼らざるを得ませんから、接触できるお客さんの数が非常に限られてくるという問題があります。ですから、左上のところにポイントが来るわけでありませす。

その下に「1975年のシュワップ」とありますが、チャールズ・シュワップがディスクカウント・ブローカーとして参入していったときに、まずリッチネスを犠牲にしたわけです。どういうことかといいますと、チャネルとして電話を使いまして、まずフェース・ツー・フェースの情報提供はできない、もちろんサービスもできないというところですから、まずここでアドバイスにかかわるサービスはすべてカットしたわけです。そうす

図表8 リッチネス／リーチのトレードオフ関係



(出所) Evans, P. and Wurster, T.S., Blown to Bits, 2000; 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、105ページ。

ると、リッチネスではかなり見劣りがするわけでありませす。

ところが、店頭でフェース・ツー・フェースでサービスを提供するのと比べると、電話を使っていますのでリーチはかなり広がります。だから、リッチネスを犠牲にしてリーチを拡大したのが七五年のシュワップのやり方であったということでありませす。

さらに、八九年には、同じ電話ですけれども、タッチトーンを使って注文を受けることをやってきました。ところが、これは自動音声対応のシステムですから、当然リッチネスはさらに犠牲にせざるを得ないということで、リーチとリッチネスが二律背反関係、つまりトレードオフの関係にあるということが、既存のチャネルを前提にすると、このトレードオフ・ラインの中でどこかのポジショ

ニングをとらざるを得ないということですが。

これがある意味ではチャネルを選択するときのポジショニングの問題になります。つまり、フルサービスの形で手厚くサービスを提供するのかが。その場合にはリーチをある程度犠牲にせざるを得ない。そうじゃなくて、電話のようなものを使ってお客さんとの接触の範囲を広げていくと、当然そこで提供されるサービスはかなり貧相なものになりますので、リッチネスを犠牲にせざるを得ないということ、既存のチャネルを前提にしたときには、トレードオフポイントのどこかにポジショニングをとらざるを得ないということがこれまでの状況であったわけでありませう。

ところが、ここでインターネットが出てきたときにどういうことになったか。最初のころは、インターネットは、非常に俗っぽいといいますと「電話」で、「あれは通信販売の一種でしょう」とい

う人が結構いらっしゃるのです。今でもそう思っ

ている方が結構いらっしゃるのです。確かに最初のころはそうだったと思うのですけれども、現在のインターネットはまさに双方向性、それからリアルタイム性といえますか、そういう情報の伝達の仕方がかつてのチャネルとは全く違うわけでありませう。これを本格的に証券取引に利用していくと、実はトレードオフポイントが上方にシフトするという問題が起きてきます。

その図を見ていただくとわかりますが、現在のチャールズ・シュワップはインターネットでのサービス提供がかなりのウェイトを占めているのですが、インターネットを使いながら、リッチネスをそれほど犠牲にする必要がなくなっているわけです。つまり、個々のお客さんに対応したアドバイスが提供できます、ポートフォリオの追跡もできます、金融データの提供もできます、それか

ら相場情報の提供・売買の実施もできますということ、かつての対面でのサービスと余り遜色のないサービスが提供できる。つまり、リッチネスはかつての伝統的なフルサービスの証券会社と同じような形でできるのですけれども、チャネル面でのリーチ度が拡充されているということで、結局リッチネスとリーチのトレードオフポイントが上方にシフトするということが起きているわけでありませう。

これが実はインターネットのインパクトでありませう、結局かつての、そこに直線を書いてあるライン上にポジショニングをとらなければいけない業者と、ネットを最大限に活用してリッチネスとリーチを新たなトレードオフポイントに引き上げることができた業者が競争すると、既存の業者が負けるのははっきりしているわけです。インターネットが証券取引のインフラになりつつある

というのは、トレードオフポイントが既に上方にシフトしつつあるということでありませう。だから、これを使わないと、そこに書いてある直線のところでポジショニングをとらざるを得ないので、これは「うちはインターネットはやりませう」というような選択の問題じゃないわけでありませう。要するに、インターネットを使わない限りは、このトレードオフポイントを上方に引き上げることができなくなっていますので、結局そういう意味でインフラになりつつあるといっているわけでありませう。

ただし、少数の富裕層に手厚いサービスを提供するプライベート・バンキング的な業務はリーチを広げる必要はない訳ですから、依然として直線の上方にポジショニングをとることにあります。これはこれで他社との差別化になります。

そうすると、通常ネット取引が出てきたとき

に、さっきのメリルリンチの場合もそうですが、今までのブローカレッジの機能は要らなくなるのではないか。ネットで直接投資家に接触できることになると、結局そこでの中間業者は排除されるのではないか。証券取引の場合でいうと、ブローカレッジの業者、ブローカーは排除されるのではないかと見られていたわけでありませう。

ところが、実際はそうじゃないのです。新たな形の仲介業者の台頭が指摘されておりませう。例えば、ナビゲーターとかポータル業者、あるいはインフォメディアリー（情報仲介業者）と呼ばれる新たな仲介業者が重要性を持ってくるような状況になっております。

なぜそういう情報を中心とした仲介業者が出てくるのかといいますと、ネット上で提供される情報が余りにも膨大過ぎて、その情報を整理する業者が必要になってくるということでありませう。こ

れが現在アメリカのネット取引の中で起きていることでもあります。

四、進化するオンライン・ビジネス

次の場面はコンサルテーションとかアドバイスでありまして、代表的には、フィナンシャル・エンジン、チームベストというのが401Kプランの加入者への運用アドバイスを提供する業者であります。

フィナンシャル・エンジンはどういう性格のベンチャーかといいますと、これはスタンフォード大学のウィリアム・シャープが立ち上げているサイトです。彼が中心になりまして、十数人ぐらいの小さな組織ですが、ここでシャープのポートフォリオ理論を使いまして、個人の投資家に運用

サービスを提供している業者であります。しかも、この料金は年間五四・九五ドル、四半期で一四・九五ドルですから、年間六〇〇〇円か七〇〇〇円ぐらいのコンサル料で非常に安いのです。そういう形のアドバイスサービスを提供する業者が出てきている。

チームベストも大体同じようなコンセプトであります。

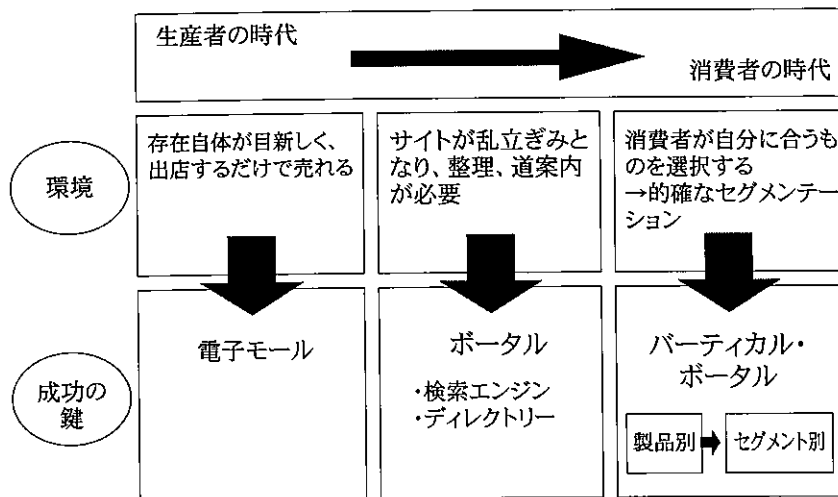
もう一つよく知られている業者としましては、ダイレクト・アドバイスというのがありまして、ここは401Kプランだけじゃなくて、もっと一般的なアドバイス業務を提供しようという業者であります。

ですから、とうとうネットの利用がアドバイスとかコンサルテーションのところまで広がってきて。去年の春ぐらゐまで、アドバイスで付加価値をつけて高い手数料を正当化する業者と、格安の

手数料でもってサービスのある程度切り捨てる業者に二極化していくと見ていたわけでありませう。ところが、今やそういう二極化の動きはむしろ収れんの動きに変わってきているということで、結局オンライン業者もこのコンサルテーションサービスを提供することができるような状況になっております。

そうなると、むしろ変にインハウスでそういうアドバイザーを抱えるよりは、こういう専門の業者に委託しちゃった方がいいんじゃないか。その方がもっと質の高いアドバイスサービスを提供できるのではないかとということで、実はメリルリンチはフィナンシャル・エンジンと契約しているのです。メリルリンチが提供している401Kプランの加入者に対して、フィナンシャル・エンジンからアドバイスサービスを受けてくださいとなっているわけですね。メリルのような大手の業者で

図表9 インターネットを利用したマーケティングの発展



(出所) 末松千尋著『インターネットは金融をどう変えるか』ダイヤモンド社、1999年。

あっても、こういう專業化したコンサルテーションサービスを提供する業者のサービスを利用した方が得であるという動きに変わってきております。

このフィナンシャル・エンジンのサービスは、実は企業も契約して年金の加入者に提供しておりますし、銀行ではステートストリートも契約しているということ、非常に評価の高いコンサルテーションサービスを提供している業者です。

もう一つの動きは、新たな形の仲介業者が登場してくるということですが、これは順序からいいますと、ショッピング・モールからポータル、それからパーティカル・ポータルという形に変わってきております。

図表9は、インターネット関係の本を読んでも、ただとどこでも紹介されていることだと思っておりますが、最初に電子モールのアプローチという

のがあります。要するに、出店を募ってそこで雑多なものを集約したようなサイトを立ち上げてしまふということ、これが電子モールの段階であります。これは、アメリカでいいますと大体三年ぐらい前の状況だと思っておりますが、日本は今のあたりかなという感じです。ですから、日本では、電子モールのアプローチでもアナリストがそこそこもはやしているという状況だと思えます。

実はアメリカではこういうコンセプトはもう廃れておりまして、ここまで一挙に雑多なお店を開いちゃうと、ユーザーは非常に混乱するわけでありまして。つまり、どこに行ったら何が全然的わかりませんから、そういう情報を整理してくれる業者が必要だということになります。これがポータル業者であります。つまり、ヤフーに代表されるような検索サービスを提供する業者が次の段階で出てまいります。

最後の段階は、お客さんのニーズを中心にしてサイトをつくりましょうという業者が出てきます。これがパーティカル・ポータルというコンセプトの業者であります。例えば、車を買うお客さんを考えて、最初の電子モールのアプローチであれば、トヨタとかホンダとか日産とか三菱という自動車メーカーの新車、中古車を一挙にそろえるという形です。そこでとまっていますと電子モールの段階ですが、そこにアクセスしてくるお客さんはどういうニーズを持っているかを考えるわけでありまして。

そうすると、当然車を探しているお客さんですから、彼らがそれに伴って必要なものは何かといえますと、一つは自動車ローン、それから自動車保険、いろんなアクセサリ、修理サービスも必要でしょうということで、自動車の購買に関連し

てさまざまなニーズが考えられます。こういうものを一挙に一つのサイトで提供してしまいましうというのがバーティカル・ポータルの方であり、これはモルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターが、調査レポートの中で「究極のデストリビューター」と呼んでいるアプローチの仕方でもあります。アメリカでは現在、これが最先端のマーケティング手法であるといわれています。

その一つの例として、オートバイテルのサイトがあげられます。このサイトでは、今あげたような物品やサービスがすべて品揃えされています。

これは今自動車を例にとったのですが、金融サービスについて同じようなアプローチをとろうとしているのが金融ポータルです。これは恐らく一番先行したのがチャールズ・シュワップじゃないかと思えます。シュワップの俗に「投信のスー

パーマーケット」といわれますが、ワンソースというサイトがこの例です。

ざっと数えると七〇ぐらいあるのではないかと思うのですが、それだけの投信会社の投資信託を全部サイトに集めまして、名前のところをクリックしますと、すぐそのサイトに飛ぶわけです。こういう形で大体一〇〇種類の投資信託をそろえているわけがあります。このサイトをつくり上げたのが九三年ごろですので、かなり早い時期にこういうサービスを提供している。

日本でも同じことを考えている方はたくさんいらっしゃるのです。ところが、恐らく日本ではなかなか難しいだろう。実はこのクリックのところまでは日本でもできるわけがあります。その口座の管理とかクリアリングをどうするかという話が裏側であるのですが、ここところが日本ではネックになってしまっているのです。

シュワップは何でこれができたかといいますと、実はNSCC(ナショナル・セキュリティーズ・クリアリング・コーポレーション)というクリアリング組織があります。アメリカでは、こういう証券取引の清算組織が六〇年代のバックオフィス危機のときにできまして、ここが投信のバックオフィス業務についてファンドサーブというシステムを提供しているわけです。だから、シュワップはNSCCの提供するバックオフィスのサービスを利用してこれをやったわけです。いってみれば、バックオフィスのところが共通のインフラとなっていますので、それを利用してこういうものが割と簡単にできてしまうということがあります。

日本はこういう共用のインフラ部分がありませんので、日本でこういう形のサービスを提供するのは難しいだろうということがあります。逆にい

いますと、シュワップが最初に考えついて立ち上げたのですが、共用のインフラ部分はだれでも使えますから、次々と参入するわけがあります。だから、今フィデリティとかE★トレードも同じようなサービスを提供しております。これがアメリカと日本の証券取引の構造のかなり大きな違いといえるのではないかと思います。いずれにしろ、シュワップの場合にもこういう形の金融ポータルの動き、指向性が強くなっているといえると思えます。

図表10はアメリカの業者のオンライン口座の概要を整理したものです。上から三番目のE★トレードが、去年の年末ぐらいにインターネットバンキングをやっているテレバンクという銀行を買収しまして、現在E★トレードバンクと名前を変えております。その結果、既にE★トレードもこういう銀行サービスはすべて提供しています。

図表10 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(千)	オンライン口座開設数(千)	オンライン口座の割合(%)	オンライン取引の割合(%)	顧客到達率	顧客性満足度	顧客獲得費用	一口口座の年間取引回数	手数料(%)	調査レポート、IPC 格付の提供	銀行サービス	
											小切手振り出し	ATM/デビット・カード
チャールズ・シュワブ	2,500	219,000	46	55	839	37.0	175	9.3	29.95	CSPB, H&Q	×	×
ワシントン	2,710	152,000	26	55	951	22.7	35	2.2	25.00	リーマン	×	×
E★トレード	909	21,100	100	95	1,810	41.3	257	22.3	14.95	バノバストRS E★オプティム	×	×
TDウナーク・ハバース	750	46,000	40	38	291	32.5	44	16.4	12.00	S&P	×	×
DJFチャレクト	243	11,200	100	80	401	22.1	155	22.5	20.00	DLJ	×	×
フメリット	428	19,500	100	84	403	70.8	178	33.7	8.00	オンラインバンク	×	×
メリルリンチ	-	-	0	-	316	14.3	NA	NA	29.95	メリルリンチ	×	×
オンライン・キャピタル	26	N/A	100	100	NA	NA	3	5.7	14.95	オンライン・キャピタル	×	×

(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(フルサービス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 Research. ただし、E★トレードは現在は銀行サービスも提供しているので、そのように訂正した。

E★トレードを例に取りますと、銀行サービスだけではなくて、この表で外れている保険のサービスまで提供しております。E★トレードはほとんどの金融サービスを提供しており、アドバイスについても、先ほどご紹介しましたダイレクト・アドバイスと業務提携してアドバイス業務を提供しています。

そういうことで、同じくE★トレードも金融ポータルの指向性をかなり強めている業者だということになります。

最後の「業態の融合」というところですが、ネット上のビジネスのもう一つの特徴は在庫を要らないということであります。例えば、アマゾン・ドット・コムは何百万点という書籍を販売しているわけですが、もちろんそんな在庫を抱えているわけではなくて、注文を受けたときに出版元に連絡しましてそれを送ってもらって、お客さんの

ところに送るといふ仕組みになっているわけであります。基本的に取次業者的なものがなくなっていますから、お客さんから注文を受けたところ、販売元のところに連絡してそれを配送するという業務手順になります。だから、基本的には物販の場合でも在庫の保有の必要がないということですから、ある意味ではだれでもできるわけであります。だれでもできるのであれば、銀行が物品の販売をやったっておかしくないし、証券会社がやったっておかしくないということとで実際やっているわけであります。

例えば、大手の商業銀行でいいますと、シティバンクとかバンクワンといったところはもう既に物販をサイト上で扱っています。メリルリンチは、お客さん向けですけれども、おもちゃから貴金属まで何百万点という商品をショッピングコーナーで扱っています。E★トレードの場合は、書

籍の販売、それから旅行サービスということで、例えば、チケット、ホテル、レンタカーの予約はE★トレードのサイトでできるわけでありませう。こういうふうには業態の壁はほとんどなくなっているのです。基本的にそういうネットワークさえつくれば、だれでもどういうことでもできるという世界に変わってきているわけでありませう。

となると、結局従来までの業態の区分は崩れてしまっていますから、競争関係は非常に錯綜したものになってまいります。図表11は「金融サービスをめぐる競争の構図」ということで、これも非常に流動的ですけども、大体こういう構造になっています。「アタッカー」は攻める方です。「デフェンダー」は伝統的な業者で受ける方でありませう。問題はこの「アームズ・ディーラー」、直訳しますと「武器商人」で武器を売る人という意味ですが、要するに戦うための手段を提供する

人ということですよ。

実はこのアームズ・ディーラーがくせ者でありまして、突然これがアタッカーに変わる可能性があるわけでありませう。左側から「ブローカレッジ」「銀行業」「クレジット・カード」「モーゲージ」「保険」と並べてありますが、この中で名前が一番いっぱい出てくるのはAOLとか下の方には「ファイアー、マイクロソフトで、こういうところはもともと金融サービスとか物流に関係した業者ではないです。むしろ情報ベンダーとか検索サービスを提供していたところですから、昔の考え方でいいますと、何でこんなのが金融サービスのところに出てくるんだという話になるのですけれども、実は簡単にできてしまっているわけでありませう。アタッカーのところを見ていただきますと、これは攻める側ですから、ブローカレッジにはいわゆるオンライン業者が名前を連ねております。銀

図表11 金融サービスをめぐる競争の構図

	ブローカレッジ	銀行業	クレジット・カード	モーゲージ	保険
アタッカー	アメリカン・エクスプレス エディモントン DLJ TDセキュリティーズ ウェイト・キャピタル	バンク・アメリカ バンクワン チェース シフィアグループ ワネースト・ユニオン ウェールズ・ワネーコ	アメリカン・エクスプレス キャピタル・ワン シフィアグループ ワネースト USA ジェネラル・エレクトロニクス MBNA プロビデント	セントラル・モーゲージ カントリーワイド ダイム ジェネラル・エレクトロニクス ノーウェスト・モーゲージ クワンソフ・ミューチュアル モーゲージ・コム	AIG オールステート エグイタブル ジェネラル・エレクトロニクス ハートフォード リソカーン・チンヨナル ネーションワイド プロビデント
デフェンダー	アメリカン・エクスプレス エディモントン DLJ TDセキュリティーズ ウェイト・キャピタル	バンク・アメリカ バンクワン チェース シフィアグループ ワネースト・ユニオン ウェールズ・ワネーコ	アメリカン・エクスプレス キャピタル・ワン シフィアグループ ワネースト USA ジェネラル・エレクトロニクス MBNA プロビデント	セントラル・モーゲージ カントリーワイド ダイム ジェネラル・エレクトロニクス ノーウェスト・モーゲージ クワンソフ・ミューチュアル モーゲージ・コム	AIG オールステート エグイタブル ジェネラル・エレクトロニクス ハートフォード リソカーン・チンヨナル ネーションワイド プロビデント
ファイラー	アメリカン・エクスプレス エディモントン DLJ TDセキュリティーズ ウェイト・キャピタル	バンク・アメリカ バンクワン チェース シフィアグループ ワネースト・ユニオン ウェールズ・ワネーコ	アメリカン・エクスプレス キャピタル・ワン シフィアグループ ワネースト USA ジェネラル・エレクトロニクス MBNA プロビデント	セントラル・モーゲージ カントリーワイド ダイム ジェネラル・エレクトロニクス ノーウェスト・モーゲージ クワンソフ・ミューチュアル モーゲージ・コム	AIG オールステート エグイタブル ジェネラル・エレクトロニクス ハートフォード リソカーン・チンヨナル ネーションワイド プロビデント

行業のところは、先ほどいいましたように、E★トレードはE★トレードバンクがありますので、そういうものが入ってきている。例えば、銀行業のところ、アタッカーにステイタス・ファクトリーがあります、アームズ・ディーラーにもステイタス・ファクトリーが出てきます。だから、実はこのアームズ・ディーラーとアタッカーは重なる部分かなり出てきているわけです。結局アームズ・ディーラーということで、今まではそういう武器とか場所を提供していた業者が自分たちでやるうということになりますと、すぐアタッカーになってしまいうわけがあります。そういうふうな形に変わってきている。

さっきのコンサルテーション・サービスとかアドバイスのところでいっているインテュイットはもともとは家計簿のソフトを提供していた業者ですが、こういうところがアドバイスサービスを提

供する有力な業者になってくるということが起きてきます。そういうことで、ポータル業者あるいは情報ベンダーといわれていた業者が金融サービスとかなり近いところに位置する、場合によっては入り込んでくるという関係が出てきているというのが現在の状況だと思えます。

日本は業態の規制がまだ残っていますので、証券会社が保険を販売することはできません。けれども、銀行が保険をサイト上で売ることができない。実はこれも同じ店舗でやることになりません。規制の問題がありますが、リンクを張ることは今でもできるわけがあります。例えば、共同のポータルサイトみたいなものをつくって、そこで銀行サービス、ローンとか預金とか保険の販売とか証券の販売、投信の販売といったものを一つのサイトからアクセスできるような形は現在でもできるわけがあります。実際そういう試みが幾つか出て

きています。恐らく業態間の規制はほとんど意味を持たなくなるような状況に近い将来に予想されるところということで、そういう意味でも業態の融合が進んでいくだろうと思います。

そうすると、証券ビジネスの中で競争力の源泉は何かということになりますと、結論的な話になります。規模じゃないということです。問題はネットワークを構築する力が競争力を左右する環境に変わってきているのではないかと思います。

これは、実はスピードが非常に要求されます。早い者勝ちで、そういうネットワークとかサイトを立ち上げた方が勝ちということがありますので、そういう意味でもスピードのあるネットワークの構築力が証券経営の競争力の源泉になるという環境になっているのではないかと思います。

以上で終わります。ご清聴ありがとうございました。

質疑応答

小山理事長 ありがとうございます。

時間はもうほとんど残っておりませんが、ぜひご質問なさいという方がおられましたら、ひとつお受けいたしますが、ございますでしょうか。

質問 システムのリスクのことをちょっとお伺いいたしますけれども、いわゆるオーダーを執行する上でトラブルが発生したとか、そういうシステムを利用する上でシステムリスクがかなり大きいというように新聞なんかを見ていると思うんですけれども、いわゆる証券事故、客の注文を受けられども執行をトラブってできなかったとか、そういうものはかなり起こっているんでしょうか。

か。それと同時に、セキュリティの問題でトラブルが発生するというようなことは、その傾向はどのくらいなのでしょう。

佐賀 後ろの方からお答えしますと、セキュリティの問題は現在ほとんどないと思います。最初のころは高額の取引ということで、セキュリティの問題はどうなるのだろうと皆さん疑問に思っていたのですが、このところシステムがかなりよくなっていますので、そういう問題は起きないというのがあります。

それと、日本との一番の違いは、アメリカは今でも支払いは小切手です。ネット上で支払いをやりませんので、逆にアメリカの方が結構人手を残している部分があります。この部分が日本と違ってセキュリティの問題に対する一種のチェックという役割を果たしているように思います。

もう一つ、先ほど途中でE★トレードなんかがあるんですが、通常システムダウンからの損害に対しては弁済義務を負わないという免責条項が入っています。通常口座を開くときにそういう約款があります。免責条項が入っていますので、それを盾に証券会社の方はちゃんとここにこう書いてあるじゃないか、だから、うちは損害賠償の責任はないんですよということもできるわけです。

ところが、アメリカの場合には、唯一訴訟になっているのは、E★トレードが投資家と争っているケースが一件あります。それ以外はすべて弁済しています。どういう趣旨かといいますと、確かに免責条項はあるけれども、それを盾にとって無視することではなくて、あくまで信頼関係が大事だということで、すべて迷惑料という意味で和解金を支払っているケースがほとんどであります。

質問 インターネットを使うというのは、逆にい

ウォール街に店舗をつくるという動きが出てきているというお話をしましたが、これは実は証券取引みたくかなり多額のお金動く場合は、店頭で支払いをしたいというお客さんが多いのですね。そういうものにこたえる形で店舗をつくるという判断もあるということです。

それから、トラブルの問題ですが、結構起きています。例えば、相場が非常に大きく動いたときにはなかなかつながらないで、三時間ぐらい待たされたということはあります。ただ、これもいろいろ解釈の仕方がありまして、普通の証券会社の店頭だってそれぐらい待たされることがあり得るのだからしょうがないじゃないという人もいますし、いやいや、それだったらネットを使っている意味がないという人もいます。

ただ、實際上、その結果どうい問題が起きていくかといいますが、日本の証券会社の場合も例えば、ゲーム感覚で買った、売った、儲かった。

画面上だけで儲かって、逆にいえば、お金が入ってこない限りは投資家はわからない。一方で、インターネットプロパーの集中化が進んでいるということは、いわゆる証券先物みたいなものが昔あったように、実際に注文されていなかった、あるいは突然デフォルトしちゃった、そういうケースのリスクがあると思うんですけども、顧客にしてみれば、画面上の残高で幾ら儲かった、損したというのがわかるだけでお金が動いていない、入ってきていない。そういう面で、デフォルトのたびに問題になったとか、レギュレーション上の規制みたいなものはどういふうになっているんでしょうか。

佐賀 一つは、SIPC（証券投資者保護基金）という組織がありますね。これは、上限が五〇〇万円だったと思います。つまり、デフォルトな

んかで損失を受けた場合にはその金額までは補償
しますということですが。

それから、今おっしゃったような不安を持たれ
る投資家の方が多いですから、オンライン業者だ
けじゃなくて、メリルなんかもそうですが、通常
民間の保険会社と契約しまして、もっと高額な補
償をあらかじめつけている業者がほとんどであり
ます。例えば、チャールズ・シュワップですと、
一口座当たり日本円に換算して二億円ぐらいの補
償金額まで提示しているはずであります。

日本では新聞等で話題になりましたが、松井証
券が初めて民間保険会社と契約したということが
ありますけれども、アメリカの場合には、メリル
リンチが七二年頃に民間の保険会社と契約してい
ます。日本の保険会社がそういうビジネスチャン
スをどうして生かさないかというのも不思議です
けれども、アメリカでは、民間の保険会社と証券

会社が契約して、公的な補償とは別に、それに上
積みした形で投資家保護を図っているのが実態で
あります。だから、仮にそういう事故が起きて
も、投資家がそれで損をこうむることはないとい
うことだと思えます。

小山理事長 それでは、時間も大分経過いたしま
したので、本日の講演はこれで終わります。(拍
手)

(さが たかお・当研究所主任研究員)

(本稿は、平成十二年五月十六日に行われた講演会の
記録で、文責は当研究所にある。)