

米国のリテール証券ビジネス事情

— 強まる対面営業の優位性 —

福田 徹

一、始めに

今年の三月中旬、ニューヨーク、サンフランシスコに開設されている証券会社の支店を訪問し、米国のリテール証券ビジネスの現状を探るべく、ヒアリングを行った。おりしも、米国の対イラク戦争開戦前夜、ニューヨークでは、オフィスビルに入館するだけでも、厳しいセキュリティ・チェックに晒された。その一方で、街中は、総じて活気に満ちており、戦争に対する警戒、景気停

滞についての気配を感じ取ることは、ほとんど出来なかつた。特に、ニューヨーク、早朝の出勤時間帯のペンシルバニア駅前には、人、タクシー、バスで溢れかえり、その無秩序さは、アジアの大都市のそれを思い起こさせた。また、ミッドタウンの繁華街も、欧州からの観光客が大挙押し寄せており、世界中の言語が飛び交ういつものニューヨークであつた。

訪問先においても、ブームが去つたとは言え、急激な業況の悪化に困惑する証券会社の支店は皆無であり、それぞれのペースを維持しながら、顧

客に対応しようとする姿勢が窺えた。それは、米国において、一世を風靡したオンライン証券会社の地位が大幅に低下している半面、対面営業が見直されていることも一因であるかもしれない。また、今回の全米アナリスト大会では、「投資サ―ビスの主役が、機関投資家から個人へと移行する時代への対応」がテーマの一つとして採り上げられていることに示されるように、リテール証券ビジネスには大きなチャンスがあると、考えられ始めていることも確かである。私見であるが、証券業務の多くでIT化による価格競争が進む中、コンピュータとの置き換えが難しく、人間が付加価値を生む数少ない分野の一つが、顧客との対面営業なのかもしれない。

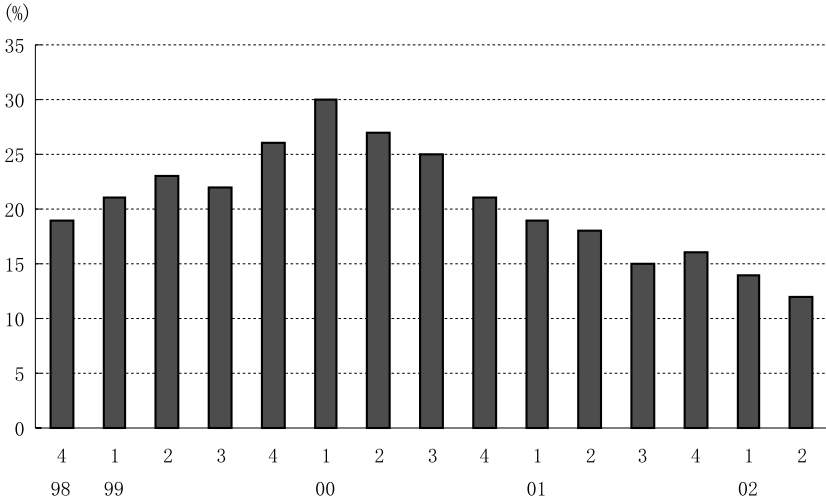
本稿では、オンライン証券会社の動向、訪問した支店でのヒアリングの内容、顧客との信頼性構築の方法の順で、米国におけるリテール証券ビジ

ネスの現状について、書き進めて行こうと思う。

二、存在感低下するオンライン証券会社

米国では、インターネットを利用して取引の仲介を行う、オンライン証券会社による株式売買注文の取次ぎの比率が、ピーク時と比較して大幅に低下している。インターネットによる株式売買注文の取次ぎは、一九九六年始め、E*Tradeによって、開始された。その後、手数料の安さ、利便性の高さ等の優位性から着実に成長を続け、SIAの調査レポートによると、オンライン証券会社を通じた売買注文の割合は、二〇〇〇年第一四半期の時点で、全体の三〇％を占めるまでに至った。但し、それ以降、一貫して減少傾向を示しており、二〇〇二年第二四半期のシェアは、一二％ま

図表1 株式売買注文におけるオンライン取引の市場シェア



(資料) JP Morgan H&Q

(出所) “ONLINE TRADING GOES OFFLINE”, SIA Research Reports

で落ち込んでいる。(図表1) また、1四半期ベ
ースの一口座当りの平均売買件数、一口座当りの
平均資金量も、ピーク時である二〇〇〇年第一四
半期の五・四件、七万八千ドルから、一・八件、
三万四千ドルへとそれぞれ縮小しており、いずれ
も過去に見られない程の低水準となっている。

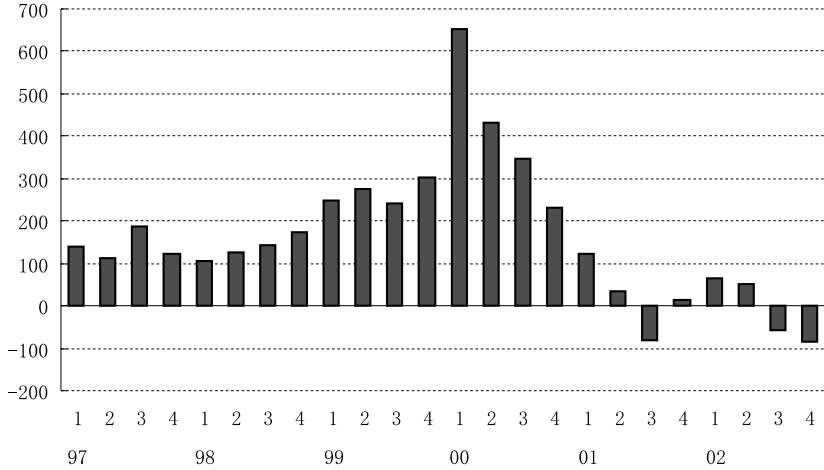
当然のことながら、オンライン証券会社は、収
益面において、大変厳しい状況に置かれている。

SIAが四半期毎にまとめている業態別の統計で
は、オンライン証券会社を含む、デイスカウン
ターの税引き前利益が、二〇〇〇年の一六億六千
万ドルから、二〇〇二年には三千万ドルの赤字へ
と急減していることがわかる。(図表2) 一方、
同期間における、対面営業等フルライン・サービ
スを行う証券会社は、四七億九千万ドルから一五
億三千万ドルへの減少になっており、オンライン
証券会社と比較すれば、それ程厳しい落ち込みを

米国のリテール証券ビジネス事情

図表2 ディスカウンターの税引き前利益推移

(百万ドル)



(出所) "ONLINE TRADING GOES OFFLINE", *SIA Research Reports*

みせている訳ではない。

オンライン証券会社の業績悪化について、いくつかの理由が考えられる。まず、その一つとして、これらの証券会社間の競争が、収益の足を引っ張ったことが挙げられるかもしれない。特殊な技術が必要とされず、設備投資コストがそれほど多くないと言ったこともあり、最も収益を計上した二〇〇〇年には、二〇〇〇社ものオンライン証券会社が乱立していた。その時点で既に、創業者利益が失われ始め、厳しい価格競争に向かって進みつつあったと思われる。E*Tradeの「注文当りの平均手数料を例にとると、二〇〇一年第一四半期の一七・四三ドル（四半期報告書のデータより計算）から、二〇〇三年第一四半期の一一・二五ドル（global brokerage transactions における取引）まで低下している。つまり、それら証券会社の優位性が、IT技術に由来するものであり、

差別化しづらく、付加価値を付け難い、手数料の安さ、確実な執行等であったために、競争による価格低下が促進されることになったと思われる。

また、顧客ニーズの一部分しか満たせなかったことも、指摘されよう。前述した優位性を評価し、これらの証券会社で取引する顧客は、ディ・トリーダーなどの投機的な投資家であり、中長期的な視点を持つ投資家などの幅広い層を取り込めなかったのである。加えて、二〇〇〇年半ば以降の米国株価の下落は、市場からの退出をディ・トリーダーに促すことになり、オンライン証券会社は苦境に追い込まれたのだろう。

三、ビジネス・モデルの転換を始めたオンライン証券会社

このような状況下、オンライン証券会社は、ビ

ジネス・モデルの転換を行っている。これには、大きく分けて三つの方向性があると考えられる。

一つは、規模拡大による経済性の追求であり、ほとんどの主要オンライン証券会社がこの手法を採用している。特に Ameritrade は、Datek を買収するなど、積極性が目立つ。次の被買収大手企業は、TD Waterhouse と見られているが、買い手として、Ameritrade、E*Trade 等の老舗の他、新規参入を狙う Bank of America、H&R Block などの名前が挙がっているようだ。但し、参入障壁がそれ程高くないため、業界再編の一般的な効果とされる、寡占化による価格コントロール力の向上には、あまり結びつかないと思われる。

次に挙げられる方向性は、他業種への参入である。E*Trade は、A T M の運営、オンライン上で、預金、及び住宅、自動車ローンの提供などの銀行業務を行っている。二〇〇三年第一四半期にお

図表3 オンライン証券会社のサービス比較

証券会社名	Scottrade	E*Trade	Ameritrade	Charles Schwab	TD Waterhouse
支店数	180	37	0	370	150
インターネット利用の株式の一売買注文当り手数料(成り行き)	\$7	\$19.99	\$10.99	1000株まで\$29.95、それ以上は、一株につき\$0.03	2500株まで\$17.95、それ以上は、一株につき\$0.01
インターネット利用の株式の一売買注文当り手数料(指値)	\$12	\$19.99	\$10.99	1000株まで\$29.95、それ以上は、一株につき\$0.03	2500株まで\$20.95、それ以上は、一株につき\$0.01
スタッフ利用の株式の一売買注文当り手数料	\$17	\$64.99	\$24.99	最低\$54.95	2500株まで\$45、それ以上は、一株につき\$0.01

(出所) Scottrade のホームページ等を利用し、筆者作成

いては、証券部門が振るわない中、銀行部門からの営業利益が全体の八四%を占めるに至っている。最後の一つは、対面営業への回帰である。いくつかのオンライン証券会社は、支店展開を積極的に行っている。Scottrade、TD Waterhouseは、全米にそれぞれ一八〇、一五〇もの支店を持ち、拡大中である。(図表3) Scottrade を例にとると、一九八〇年に設立され、一九九九年に支店数が一〇〇店舗となった後、積極的な出店に転じており、今年中に二〇〇店舗を超える予定としている。同社のホームページにおいて、「なぜ、Scottrade は、多くの支店を持っているのか?」との質問が記されている。これに対する回答は、「顧客は、コール・センターのスタッフで無く、支店の定められた担当者と繋がりを持つ機会を得ることとに価値を見出している。」としていた。なお、同社の支店を通じての株式売買手数料は、これま

でのものと比して、かなり安くなっている。(図表3) 加えて、多くのオンライン証券会社は、投資アドバイザーの取り込みも行っている。米国の投資家向け週刊誌Barron'sによると、American Trade は、二〇〇〇年一〇月以降、約五〇〇〇人の投資アドバイザーが扱つ五億ドルの顧客資産を、同社の口座に移管させたとしている。この動きは、売買注文取次ぎコストに対する価格破壊が、対面営業にまで及んで来たと解釈されるだろう。但し、オンライン証券会社が行っているビジネス・モデルの転換は、米国のリテール証券ビジネスにおいて、対面営業が多くの顧客のニーズに合致していることを意味しているとも考えられる。そして、オンライン証券会社の収益が堅調に推移する一方、対面営業中心のそれが苦戦を迫られる日本の現状と大きく異なると言えるだろう。次節以降では、米国における対面営業の状況を、今年

三月中旬に行った実地調査を下敷きにしなが
ら、眺めて行く。

四、訪問した証券会社の支店の

戦略

前述した通り、米国のリテール証券ビジネスを調査するに当り、証券会社の支店をいくつか訪問した。これらは、主にニューヨーク、サンフランシスコの大都市、及びその周辺に位置しており、比較的富裕な顧客を対象にビジネスを展開している支店であると考えられる。これらの支店で行つたヒアリングを通して、米国におけるリテール証券ビジネスに関する多くの興味深い内容を知ることが出来た。

最初に、今回訪問を行った証券会社の支店全てにおいて、共通であつたと思われる戦略を紹介し

米国のリテール証券ビジネス事情

図表 4 訪問した証券会社のプロフィール

証券会社名	Edward Jones	Fidelity Brokerage Services	Raymond James	Royal Alliance	Salomon Smith Barney
業態	大手地方証券会社	ディスカウンター	大手地方証券会社	ディスカウンター	大手総合証券会社
支店所在地	ニューヨーク州ブルックリン (住宅地)	ニューヨーク州ニューヨーク (商業地)	ニューヨーク州スカースデール (高級住宅地)	カリフォルニア州ウォルナツクリーク (高級住宅地)	カリフォルニア州サンフランシスコ (商業地)
支店形態	社員による一人支店	社員による営業中心の支店	ICによる営業中心の支店	ICによる営業中心の支店	社員による営業中心の支店
ヒアリングの主な内容	出店地域は、営業担当者が決定。最低給与3万ドルで、それ以上は歩合給。	営業担当者の評価は、顧客からのアンケート、手数料で決まる。顧客とは、年一回面接。	営業担当者が扱う顧客数500～600人、営業担当者が扱う平均預かり資産3500万ドル。	営業担当者の稼いだ手数料に対する戻し率は、最大で9割程度。	CitiBankと共同して、顧客のバランス・シートの負債、資産両方を管理。

(出所) ヒアリング等に基づき、筆者作成

て行きたい。それらのほとんどが、顧客への基本的なサービス内容に関するものである。その中で、私個人が最も印象を受けたのは、顧客に対する資産運用アドバイスのアプローチである。このアプローチは、ポートフォリオを決定する主要因が、相場の見通しで無く、顧客のライフプランであるとするスタンスに立つことである。つまり、投資信託を運用するファンド・マネージャーが相場の見通しに基づいた資産配分を担当し、支店の営業担当者が、顧客の個別情報を利用して、それらをライフプランに適合するように組み合わせる仕事をすると言う分業的な考え方が背景にあると思われる。また、そのような性格を持つポートフォリオを作成するには、プロファイリングを実施し、顧客の資産内容の他、個人のプライベートな情報の多くを知る必要がある。この問題については、ヒアリングを行った支店の営業担当者は

いずれも、情報の提供が顧客の義務であり、実行してくれていると述べていた。そして、二番目として挙げられる共通点は、会社都合による営業担当者の異動が無いことである。これにより、顧客側が望む限り、営業担当者との長期的な関係構築が可能になるのである。三番目の共通点は、顧客が支払う手数料が、一般的にフィー・ベースであることだ。フィー・ベースとは、商品を売買する毎で無く、顧客の預かり資産の規模に従い、手数料を徴収する方法である。この方法により、顧客と営業担当者の利益相反を避けることが出来るとの指摘がなされている。

次に、各社毎に異なる戦略について説明したい。それらは、主に営業担当者の採用に関する選択、及びターゲットとする顧客層等のポジションニングの違いから生ずるものである。まず、IC（インディペンデント・コントラクター、歩合外

務員）中心の Raymond James⁷ Royal Alliance についての特徴を見よう。それらの証券会社では、契約を結ぶ営業担当者として、主に顧客を持っている経験者を選択していると述べている。その一方で、両社とも、営業担当者の稼いだ手数料に対する高い戻し率を強調していた。例えば、Royal Alliance では、最大で九割程度になるそうである。つまり、既に十分な顧客ベースを抱えるICを、高い戻し率をセールス・ポイントに、即戦力として引き抜く戦略と言えよう。また、出店についても、フランチャイズ制をとっており、本社が決定する訳でない。今回訪問した Royal Alliance の支店については、営業担当者が、保険販売、税務相談等を含めた「町の金融コンサルタント」を商っており、証券の売買注文の取次ぎ業者として、同社を選択していると言った。があった。

図表 5



も一つのグループ、Salomon Smith Barney、Fidelity の場合であるが、営業担当者は、社員として雇用されるのが一般的である。そして、Salomon Smith Barney では、預かり資産で五〇万ドル以上となる高額所得者に狙いを定め、親会社である Citibank と共同して、顧客のバランス・シートの負債、資産両方を管理することで、他社との差別化を図っていた。また、両社の営業担当者とも、ヒアリング時において、顧客資産を管理する方法論中心の説明を行っていたことが印象的であった。特に、Salomon Smith Barney の営業担当者のそれは、ファイナンスの講義のようであった。

この中間に位置する形態が、Edward Jones であろう。同社の雇用形態は、社員のみである。一方、出店する地域については、一人支店の営業担当者が決定することになっており、実際のオフィ

スの選定は、本社がサポートしている。我々が訪れた店舗は、花屋の二階にあった。(図表5) また、給与として三万ドルが支払われており、それ以上については、預かり資産からもたらされるフィー・ベースの手数料次第であるとのことであった。つまり、営業担当者の自主性を重んじる一方で、生活に必要な最低限の報酬を保証すると言つ戦略である。

五、顧客との信頼を形成する メカニズムとは

これまで見てきた米国のリテール証券ビジネスの現状において、注目すべきことが二点ある。一つは、オンライン証券会社が取り込んだ顧客は、ディ・トレーダーのような投機家であり、本業をもちながら、将来設計のための資産形成を考え

ざるを得ない投資家で無かつたことである。もう一点として、人口の比率のほとんどを占める後者の信頼を勝ち得たのは、対面営業であり、その後には、顧客との利益相反を弱めるメカニズムが工夫されていたことが挙げられよう。以下で、そのメカニズムについて説明して行く。

まず、前述したフィー・ベースの手数料体系が挙げられる。次に、営業担当者を選別するメカニズムである。ここで、一般的な投資家像を思い浮かべよう。彼は、本業が忙しく、将来のための投資について十分な知識を得るための時間が無いとする。このような条件の下、アドバイスをしてくれる専門家を選択するための基準を考える。当然のことながら、彼自身は、専門家のスキルを直接的に推し量ることが出来ない。よって、その基準となるのは、これまでの行動で得られた専門家の評判であろう。そして、もう一つの基準は、不誠

実な対応をした場合に、専門家が失う効用の大きさであろう。米国において、投資家は、両基準を利用していると思われる。前者の基準が、働いていることを示す事實は、いずれの証券会社の支店においても、新規顧客のほとんどが、紹介によるものであると説明があったことである。後者については、専門家が地元コミュニティの一員であること等によって、担保されているのかもしれない。また、営業担当者の出身が、教師、牧師、軍人等多様であり、最初の顧客が、前職の人間関係に基づくことも、示唆に富むと思われる。例えば、Royal Allianceの営業担当者は、海軍出身であり、その人脈から出発し顧客を増加させたこと述べていた。一方、顧客ベースのない場所で、営業をスタートさせたEdward Jonesの営業担当者は、セミナーを開き、パンフレットを配るなどして、勧誘に努めた結果、四年経った現在におい

て、ようやく新規顧客の九割までを、紹介によって得られるようになったと語っている。

また、相場見通しに基づく資産配分の変更に關与しないとすることも、営業担当者が、彼の評判を傷つけるリスクを未然に回避する効果があるものと思われる。相場見通しは、往々にして外れるものだし、一般的な投資家は、それ程興味がある訳でない。但し、実際問題として、長期的な観点で投資を行ったとしても、引退生活に入る直前に、目標とした資金を必ず得られると言い切れるのではないが。

最後になるが、ITを利用した、コンプライアンスの徹底も重要だろう。支店内で担当者を置くことが難しいEdward Jones、Raymond James、Royal Alliance各社は、本社のシステムでリアルタイムに売買注文をチェックし、疑問な点があれば即座に担当者を派遣するとしていた。

六、終わりに

米国における株式投資の歴史は長い。現在の投資家と営業担当者の関係は、お互いにとって、多くの経験を踏まえた上での、心地の良い均衡状態なのだろう。現在、日本は、それを模索する状況にあると思われる。一九八〇年代まで、株価が上昇基調を続けており、営業担当者は、それに適応していたのだろう。しかしながら、株価動向が不透明になり、過去の方法論は通じなくなっている。一方で、低金利、公的年金に対する不安から、リテール証券ビジネスの潜在的な需要は大きいと考えられ、新たな方法論が必要とされている。加えて、それは、直接金融システムを発展させるためのマクロ的な要請でもあるだろう。一般的な投資家を呼び戻すために、米国の現状から学

ぶことが出来るものは、少なくないと思われる。

また、日本において、投資家教育が叫ばれて久しい。それに必要なことは、銘柄を選別する手法などでは無く、株式、債券等金融商品についての性格と、ライフプランの中での位置づけに関する基本的な知識の取得にあると思われる。加えて、信頼に足る担当者を探し出す方法なのかもしれない。

〈参考文献〉

佐賀卓雄「アメリカにおけるリテール証券営業の現状について」月刊資本市場二〇〇三年五月

証券経営研究会編、『証券会社の組織と戦略』日本証券経済研究所、二〇〇一年

青木昌彦著、瀧澤弘和、谷口和弘訳『比較制度分析に向けて』

NIIT出版、二〇〇一年

“ONLINE TRADING GOES OFFLINE.” *SIA Research Reports*, Oct.25, 2002

Erin Arvedlund, “Discount Dealmaking.” *BARRON'S*, May12, 2003

(ふくだ とおる・当研究所主任研究員)