

## 米国インターネット・ブローカーの動向

米国では、インターネットを通じて注文を集める証券会社、いわゆるインターネット・ブローカーが、急速に勢力を拡大させている。インターネット・ブローカーについては、『財界観測』96年9月号掲載論文「インターネットが変える証券市場」や97年6月に刊行した『インターネット・ファイナンス』（日本経済新聞社）で紹介してきたが、ここでは、それらのフォロー・アップとして、最近の動向を紹介する。

### 1. 定着したインターネット・ブローカー

インターネット証券取引は、チャールズ・シュワブの「ストリート・スマート」などの専用ソフトによる取引やアメリカ・オンライン（AOL）などの商用ネットワークを通じた取引と並ぶ、オンライン取引の一形態として登場した。手数料を割り引くディスカウント・ブローカーは、オンライン取引を重視しており、現在では口座数300万、預かり資産1,200億ドル（約14兆円）とリテール証券市場全体の1%程度に達しているという。

インターネット取引の草分けは、94年の秋から年末にかけて導入された、K. アウフハウザー（現アメリトレード）の「ウェルスウェブ」とハウバーズ社の「ネットインベスター」である。現在では、約30社のディスカウント・ブローカーがインターネット取引サービスを提供し、オンライン取引全体に占める割合も、専用ソフトによる取引を上回ったとみられている（次頁表1参照）。

インターネット取引に対しては、当初、顧客の情報がインターネット上で「盗聴」されるといったセキュリティ面での懸念から、一部の新参業者を中心とする一過性のブームに終わるとの見方もあった。しかし、96年5月にディスカウント・ブローカー最大手のチャールズ・シュワブがサービスを開始してから大手業者の参入が相次いでいる。

昨年後半には、クイック・アンド・ライリー、アメリカン・エクスプレスがサービスを開始した。また、オンライン取引の草分けの一つとして商用オンライン・ネットワークを中心としたサービスを展開し、インターネット取引に対しては否定的とみられていたDLJが運営するPCファイナンシャル・ネットワークも、96年10月からインターネットの利用に踏み切った。

今年に入ってから、投資信託最大手でディスカウント・ブローカーとしても大手のフィデリティやパシフィック・ブローカリッジなどがサービスを開始し、主要なディスカウント・ブローカーのインターネット取引サービスが、ほぼ出揃った。



## 2. 手数料引き下げ競争の展開

インターネット・ブローカーの登場によって、ディスカウント・ブローカー業界では「価格破壊」とも呼ぶべき手数料引き下げ競争が引き起こされた。そのきっかけをつくったのが、5,000株までの上場株の成行き注文については1件当たり14.95ドルという格安の手数料を武器として、96年2月からインターネット取引サービスを開始したEトレード（E\*TRADE Securities）である。

その後、eブローカー（現アメリトレード、1件当たり12ドル）、デーテック（1件当たり9.99ドル）、スコッツデール（口座残高1万ドル以上の顧客については1件当たり9ドル）といった格安サービスが続々と開始された。96年12月には、「手数料なしの株式取引」を謳い文句としたエンパイア・ファイナンシャルが、1,000株以上の成行き注文については手数料無料という過激とも言えるサービスを打ち出した。

しかし、インターネット取引の場合、顧客にとっては、手数料の安さばかりでなく、システムの使い勝手や信頼性、問い合わせなどへの対応の良し悪しといった要素も重要であり、こうした安さだけを売り物としたサービスは必ずしも広範な投資家の支持を得ていない。金融専門誌『バロンズ』が行った総合的な評価によるインターネット・ブローカー・ランキングでも、これらの業者は、いずれも下位に位置づけられている<sup>1</sup>。

一方、業界最大手のチャールズ・シュワブは、96年5月から「eシュワブ」と名付けたインターネットも利用可能なオンライン取引専用口座サービスを新たに導入し、手数料を取引1件当たり39ドルから29.95ドルへと一挙に約10ドルも引き下げた。また、従来的一般口座の顧客に対しても、インターネットを利用した場合手数料2割引というサービスを開始した。

シュワブが、従来の「ディープ・ディスカウンター」並みの手数料を打ち出したことは、大手業者間の手数料引き下げ競争に火を付けた。全国に展開する店舗網やタッチトーン電話による注文受付、専用オンライン・ソフトによる取引などで強みを発揮してきた他の大手業者も、相次いでインターネット取引サービスを導入し、手数料を大幅に引き下げた（表2）。97年9月から10月にかけてシュワブとともに大手三社と呼ばれるフィデリティ、クイック・アンド・ライリーが、相次いでEトレード並みの手数料設定を打ち出した結果、当初、大手の中では異例の低手数料を売り物にしたeシュワブは、むしろ最も手数料の高いサービスとなってしまったわけである。今後のシュワブの対応が注目されよう。

---

<sup>1</sup> “Surf’s Up”, Barron’s Online, 1997-3-17. なお、デーテックはやや例外である。同社は、もともと「SOESの盗賊」と呼ばれたコンピュータを駆使してナスダック市場における日計り商いを行う証券ディーラーで、技術力に優れており、バロンズの調査でもかなり上位にランクされている。同社の場合、取扱い商品の幅が限られていることや個人投資家にとって馴染みが薄いことなどが、顧客基盤拡大の障害となっているものと推測される。

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
チャールズ・シュワブ <sup>1)</sup>	189.00	29.95	29.95	29.95
フィデリティ	188.15	175.12	28.95	19.95
クイック・アント <sup>2)</sup> ・ライリー	145.80	26.75	26.75	14.95
PCファイナシヤル・ネットワーク	150.00	39.95	20.00	20.00

- 注) 1. シュワブの96年3月はストリート・スマートのケース、他は96年5月に導入したeシュワブ。  
 2. フィデリティは97年1月、クイック・アント<sup>2)</sup>・ライリーは96年11月からインターネット取引を開始。  
 3. PCファイナシヤル・ネットワークは、97年9月からDLJ<sup>3)</sup>イレクトにサービス名称を変更。

このような大手業者間の価格競争をよそに、支店をほとんど持たずに取引1件当たり12～20ドル程度の手数料を売り物にするEトレード級の業者は、過去1年以上手数料をほとんど変化させてこなかった。ロンバード(現ディスカバー・ブローカレッジ・ダイレクト)が1件当たり34ドルからEトレード並みの14.95ドル(成行き注文の場合)に引き下げたのが目立つ程度である。

このクラスの業者は、多くの場合、手数料収入の少なさを取引所上場銘柄を場外で取引する第三市場のマーケット・メーカーやナスダック市場のマーケット・メーカーからのキックバック(オーダー・フロー・ペイメントと呼ばれる)で補っている。ところが、97年1月以降段階的に施行されている証券取引委員会(SEC)の注文執行義務ルールの影響で、マーケット・メーカーの提示する売りと買いのスプレッドが縮小していることから、ブローカーへのキックバックが減少し始めているのである<sup>2)</sup>。このことは、多くのインターネット・ブローカーの手数料の引き下げ余地を狭めているものと考えられる<sup>3)</sup>。例えば、Eトレードが受けるキックバックの平均的な額は、今年第3四半期には、前四半期の取引1件当たり8.18ドルから6.42ドルに低下したとされる<sup>4)</sup>。

しかし、大手業者の手数料が急速に低下してきたことで、このクラスの業者の価格面での優位性は失われつつある。「取引1件10ドル時代」とも呼ぶべき格安手数料の定着が明確になるとともに、インターネット・ブローカーの競争の重点は、システムの使い勝手や性能、提供されるサービスの特色といった質的な部分に移らざるを得ない。

こうした中で、より一層の手数料引き下げによって価格競争力の徹底強化を図ろうとする動きも現れた。97年10月から取引1件当たり8ドルという格安手数料を打ち出したアメ

<sup>2)</sup> 注文執行義務ルールについては、大崎貞和、落合大輔「欧米ベンチャー株式市場の新潮流」『財界観測』97年7月号、126ページ以下参照。

<sup>3)</sup> ちなみに、『バロンズ』のランキングで比較的高い評価を得ながら格安手数料を維持しているデータックは、注文執行義務ルールの施行によって取引が拡大しているECNと呼ばれる電子取引システムの一つであるアイランドを運営している。ECNについては、大崎=落合、前掲論文参照。

<sup>4)</sup> “Reduced payment for order flow puts the bite on on-line discounts”, IDD, 1997-9-1.

リトレードである。同社は、これまで、シュワブの「ストリート・スマート」のような専用オンライン・ソフトでの取引を主軸とするアキュトレード、インターネット取引の草分けの一つであるK・アウフハウザー、Eトレード級の1件当たり18ドルという手数料を設定したセレス、12ドルという格安手数料のeブローカーという四つのオンライン取引サービスを提供してきた。

しかし、格安ブローカーが情報提供などのサービスを強化する中で、それぞれのサービスの特徴が薄れてきたことなどから、97年10月、アキュトレード以外の三つのサービスを統合し、「アメリトレード」ブランドの新たなオンライン取引サービスを開始するとともに手数料を取引1件当たり8ドルとしたのである。

アメリトレードは、有力なクリアリング・ブローカーの一つであり、他社に手数料を支払ってバック・オフィス業務を委託している他の多くの格安ディスカウント・ブローカーよりもコスト競争力は高い可能性がある。また、K・アウフハウザーでは、年間800ドル支払えば月20回まで無料で発注できる(取引1件当たり3.33ドル)というサービスを提供してきた実績があり、8ドルという手数料も必ずしも無理な設定ではないとみることもできる。

いずれにせよ、アメリトレードの手数料引き下げは、今後、Eトレードなど大手の手数料引き下げ攻勢にさらされている他の業者にも波及する可能性がある。



### 3. 多様化するサービス

一方、手数料の安さという面以外でのインターネット・ブローカー間の競争も、様々な局面で既に本格化しつつある。

第一は、**システムの使い勝手や信頼性という面での競争**である。例えば、システム力を誇るデーテックは、「60秒以内に成り行き注文が執行されなければ手数料は頂きません」という方針を打ち出した。『バロンズ』などの金融誌が、利用者の立場からシステムのランキングを行っていることも、こうした競争を促進している。

第二は、**情報提供での競争**である。もともとディスカウント・ブローカーは、メリル・リンチのようなフル・サービス証券会社とは異なり、アナリストなど調査、情報部門を抱えていない。しかし、現在では、多くのディスカウンターが、独立の情報会社と提携することで、リアルタイム株価、市場ニュース、個別企業情報など、様々な投資情報を顧客に提供できる体制をとっている。この部分でも特色あるサービスが登場している。例えば、A. B. ワトレイは、上級サービスである「アルティメイト・トレーダー（究極のトレーダー）」の利用者に対して、従来は機関投資家などに利用が限られてきたナスダックのレベルⅡ端末画面（個々のマーケット・メーカーが提示する気配値を見ることができる）を提供している<sup>5</sup>。

第三は、**IPO（株式の新規公開）による株式の売出など、純粋なブローカリッジ業務にとどまらないサービスの提供**である。その先駆けとなったのは、97年1月に発表されたサロモン・ブラザーズとフィデリティの提携である。サロモンが引き受ける証券をフィデリティが販売するとともに、サロモンのリサーチ・レポートをフィデリティの顧客にも提供することなどが取り決められた。その後、同じような趣旨で、チャールズ・シュワブが、CSFB、ハンブレクト・クイスト、J. P. モルガンの三社と提携する一方、Eトレードが、ロバートソン・スティーブンスと提携し、提携先各社が引き受けた株式を販売する体制を整えつつある。

第四は、**付加的なサービス面での競争**である。例えば、英語の苦手な投資家への中国語やスペイン語といった外国語によるサービスを始めた例は少なくない（シュワブ、ウォールストリート・エレクトロニカ、ワイズ、Eトレードなど）。また、クレジット・カードで手数料支払いができる（ジャック・ホワイ）、クレジット・カード会社のポイントや航空会社のマイレージが貯まる（アメリカン・エクスプレス、eブルベア）といった点を特色としているディスカウント・ブローカーもある。

また、各社はブランド・イメージの確立と知名度の向上に力を注いでいる。例えば、従来、PAWWS ファイナンシャル・ネットワークの「証券会社モール」のページにいわば間借りをしていたナショナル・ディスカウント、ジャック・ホワイは、独自ページを作成

---

<sup>5</sup> それでも基本的な手数料は取引1件当たり25.95ドルである。

して自立した。アメリトレードのサービス一本化もブランド・イメージの確立とプレゼンスの強化という点では、同じような方向性を示している。

#### 4. 大手証券会社、銀行のインターネット・ブローカレッジ戦略

インターネット・ブローカーという業態が定着するとともに、大手証券会社や銀行が、インターネット取引を自らの経営戦略の一環として位置づけようとする動きが現れ始めている。

96年12月、大手証券会社ディーン・ウィッターは、『バロンズ』のオンライン取引ランキングでトップに輝いたロンバードを買収した。その後、ディーン・ウィッターは、モルガン・スタンレーと合併してモルガンスタンレー・ディーン・ウィッター・ディスカバリーとなり、97年6月にはロンバードを「ディスカバリー・ブローカレッジ・ダイレクト」と改称した。

一方、大手証券会社DLJは、97年9月、もともと同社の一部門でありながら同社の名前を冠していなかったPCファイナンシャル・ネットワークを「DLJダイレクト」と改称し、グループの一員であることを明示する戦略へと転換した。

銀行の動きも目立つ。97年8月、メロン・バンクは、パシフィック・ブローカリッジ・サービスズを買収し、9月には、フリート・ファイナンシャルが、クイック・アンド・ライリーの買収を決定した。また、10月には、スーパー・リージョナル・バンクとして知られるバンク・ワンが、Eトレードと提携し、共同ホームページの開設やそれぞれの顧客によるサービスの相互利用などを進めると発表した<sup>6</sup>。

(大崎 貞和)

---

<sup>6</sup> Eトレードは、8月には株式の売出しを行い、既に触れた投資銀行との提携、このバンク・ワンとの提携と矢継ぎ早に様々な施策を実施に移している。こうした積極策の背景に、既に触れたフィデリティ、クイック・アンド・ライリーといった大手業者による価格競争の脅威があることは十分に推測できる。