

変化する米国総合証券会社のオンライン取引戦略 — ディスカウント・ブローカレッジ業務に乗り出すメリルリンチ —

1999年6月1日、米国の最大手証券会社であるメリルリンチが、7月からインターネットを通じたオンライン取引サービスを拡充し、12月には取引一件当たりの手数料29.95ドルという本格的なオンライン・ディスカウント取引サービスを開始すると発表した。これに先立って、プルデンシャル・セキュリティーズが資産残高ベースの年間手数料と取引一件当たり24.95ドルのコミッションを基本手数料とするオンライン取引サービスの導入を発表したほか、ペイン・ウェバーもオンライン取引機能の提供を打ち出している。ディスカウント・ブローカーによるオンライン取引が個人の株式取引件数の3割以上を占めるなど急拡大する中で、インターネットを通じた取引機能の提供に否定的だったフル・サービス証券会社の姿勢が大きく変化し始めた。

1. メリルリンチのオンライン取引サービス

メリルリンチに代表される米国のフル・サービス証券会社は、自前のアナリストやエコノミストによる高度な投資情報と営業職員（メリルリンチの場合ファイナンシャル・コンサルタントと呼ぶ）による個別化された投資アドバイスをリテール顧客向けに提供し、1975年の手数料完全自由化以後も、チャールズ・シュワブを始めとするディスカウント・ブローカーのような株式売買委託手数料の割引は行ってこなかった。

米国では、1996年以降、ディスカウント・ブローカーによるインターネットを通じたオンライン取引サービスが拡大したことに伴い、価格破壊とも呼ぶべき手数料水準の大幅な低下が生じた¹。オンライン取引サービスはバック・オフィスやコールセンターのコスト削減につながる上、新たに参入したオンライン取引専門会社の場合には店舗網や営業職員を有しないことなどから手数料の大幅な引き下げが可能となったのである。オンライン取引口座数は848万口座（99年3月末）、取引件数は一日当たり49万6千件（99年第1四半期）に達し、個人投資家による株式取引の3割以上を占めるようになった。

こうしたオンライン取引のブーム化にもかかわらず、大手フル・サービス証券会社各社は、従来の手数料体系に大きな変更を加えず、オンライン取引機能の提供に対しても消極的な姿勢をとり続けた。この背景には、低価格のオンライン取引サービスを提供した場合、

¹ 米国のオンライン証券取引サービスについては、大崎貞和『インターネット証券取引の真実』（日本短波放送、1999年）参照。

既存顧客の新サービスへのシフトが生じ、歩合制の報酬に依存する割合の高い営業職員の収入に大きな影響を与える恐れが強いという事情がある。

ところが 99 年 3 月になって、最大手証券会社であるメリルリンチが、限定的ながらオンライン取引サービスの提供に踏み切った²。これは、預かり資産 10 万ドル以上の顧客を対象として資産残高に応じた一定の手数料を支払えば、一定の回数までは顧客が自由に売買発注できるというタイプの口座のみに適用されるサービスであり、対象顧客数は、約 5 万 5 千人とメリルリンチの全顧客の 1%以下に過ぎなかった。

99 年 6 月 1 日にメリルリンチが発表した新サービスは、3 月に導入された資産残高ベースの手数料を徴収する口座を対象としたオンライン取引サービスをより広範囲に拡大するとともに、12 月から取引一件当たりの基本手数料をチャールズ・シュワブと同じ 29.95 ドルに設定した本格的なオンライン・ディスカウント・ブローカレッジ・サービスを導入するというものである（表 1、図 1）。

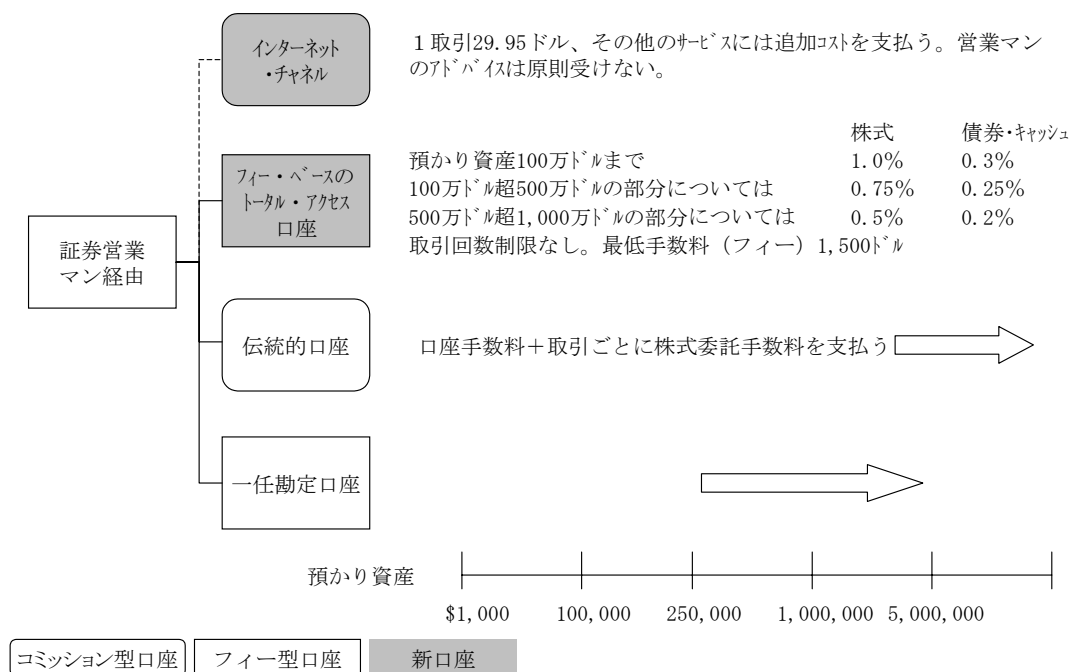
表 1 メリルリンチが導入する新サービスの内容

<p>①99 年 7 月から導入する資産残高ベースの手数料を徴収する新口座</p> <ul style="list-style-type: none">● 手数料<ul style="list-style-type: none">・ 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<ul style="list-style-type: none">・ 営業職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・ 営業職員、電話、インターネットを通じた売買発注・ 個別化されたファイナンシャル・プランニング・サービスである「ファイナンシャル・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 <p>②99 年 12 月から導入するディスカウント新口座</p> <ul style="list-style-type: none">● 手数料<ul style="list-style-type: none">・ 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<ul style="list-style-type: none">・ 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・ 営業職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。

² 大崎貞和「拡大が続く米国のインターネット証券取引」『資本市場クォーターリー』99 年春号参照。

図1 メリリンチの新価格体系



(出所) <http://www.ml.com> より NRI-A 作成。

今回導入される新サービスのうち、12月にスタートするディスカウント新口座は、メリリンチが自社によるサービスの最大のポイントとしてきた営業職員によるアドバイスを伴わないことが明確にされている。自前のアナリストによるリサーチ情報の提供といった特色はみられるものの、フル・サービス証券会社がオンライン・ディスカウント・ブローカーのサービスと正面から競争する初めてのサービスとなる。

2. その他のフル・サービス証券会社の動向

今回のメリリンチによるオンライン・ディスカウント取引サービス導入の発表は、米国の証券業界に大きな衝撃を与えた。しかし、メリリンチの動きは、必ずしも例外的なものではなく、他の大手フル・サービス証券会社もオンライン取引機能の導入へ向けて従来の戦略の転換を図りつつある。

プルデンシャル・セキュリティーズは、メリリンチの発表に先立つ99年5月13日、資産残高10万ドル以上の顧客を対象として、資産残高に応じたアドバイス・フィーを課した上で、売買取引ごとに取引一件当たり24.95ドルを基準とするコミッションを徴収するという新口座サービス「プルデンシャル・アドバイザー」の導入を発表した(表2)。これは、

メリルリンチが 3 月に導入したオンライン取引サービスに個別取引ごとのコミッションという要素を付加したようなサービスである。仮に、株式だけで 10 万ドルの資産残高を有する顧客が「プルデンシャル・アドバイザー」を利用し、毎週 1 回売買を行った場合、取引一件当たりの手数料負担は 53.8 ドル、週 2 回売買すれば取引一件当たり 39.4 ドルとなり、ディスカウント・ブローカーの比較的高級なサービス（インターネットを通じた発注だけでなく電話を通じて外務員と話もできるといったサービス）の手数料水準に接近する³。

表 2 プルデンシャルが導入する「プルデンシャル・アドバイザー」の内容

<ul style="list-style-type: none"> ● 手数料 <ul style="list-style-type: none"> ・ 預かり資産残高 10 万ドル以上の顧客が対象となり、資産残高に応じた年間手数料を徴収する。株式資産残高の 1.5%、優先証券、債券等の資産残高の 0.25%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。 ・ 株式取引の場合、取引一件当たり 24.95 ドルの売買委託手数料を徴収。但し、指値注文、ストップ・オーダー、ストップ・リミット・オーダー及び 2,000 株以上の注文については 1 株当たり 1 セントを加算する。 ● サービス内容 <ul style="list-style-type: none"> ・ 資産の時価情報を含む口座情報及びアナリストのオピニオン情報へのアクセス ・ 証券総合口座サービス ・ 24 時間注文入力可能な「プルトレード」オンライン取引サービス ・ 800 社以上をカバーするリサーチ・レポート ・ 予め設定された条件に基づく電子メールでの自動通知サービス ・ リアルタイム株価、市場ニュース、S&P の会社情報など市販の投資情報 ・ ビザ・ゴールド・デビット・カードの利用 ・ 営業職員への投資相談

(出所) プルデンシャル・セキュリティーズ社プレスリリースより野村総合研究所作成。

また、現在のところ詳細は公表されていないものの、ソロモン・スミスバーニー、ペイン・ウェバーも近くオンライン取引サービスの導入に踏み切る見通しである。ペイン・ウェバーの場合、99 年 7 月以降、資産残高ベースの手数を徴収する富裕層向けサービスの利用者に対してオンライン取引サービスを開始するほか、年間 1,200 ドルの手数料を支払えば一定の回数までのインターネットを通じた売買発注、年間 2 回までの営業職員による個別面談が可能という新しいサービスの導入を検討しているという⁴。

このように、資産残高に応じた年間手数料を徴収し、一定回数までの売買注文についてはコミッションを課さないというタイプの口座を中心に、オンライン取引機能を提供していく動きが、フル・サービス証券会社の間では一般的になりつつあると言ってよい⁵。

³ ちなみに、手数料の価格破壊が始まった当時（96 年第 1 四半期）、オンライン・ブローカーのインターネットを通じた証券取引の平均的な手数料は、取引一件当たり 52.89 ドルであった。

⁴ Wall Street Journal, June 4, 1999.

⁵ なお、モルガンスタンレー・ディーンウィッターはディスカバー・ディレクト、DLJ は DLJ ディレクトとそれぞれ子会社を通じてオンライン・ディスカウント・ブローカレッジ業務に既に進出している。

3. オンライン取引戦略転換の背景

最近になって、米国のフル・サービス証券会社がオンライン取引機能の提供に対する従来の姿勢を見直し始めた最大の要因は、言うまでもなく、インターネットを通じたオンライン取引が個人投資家の間で爆発的な広がりを見せていることにある。

当初、フル・サービス証券会社は、ディスカウント・ブローカーが提供するインターネット取引の主要な顧客は、自分たちの伝統的な顧客基盤である富裕層とは異なっており、富裕層は、プロの投資コンサルタントである営業職員によるアドバイスに対して相応の対価を支払うことを当然と考えているという見方をとっていた⁶。

ところが、オンライン取引が普及した 97 年以降、フル・サービス証券会社最大手のメリルリンチの場合でも、オンライン取引機能を提供しないが故に優良顧客が他社へ流出しているとの訴えが、むしろ営業職員から相次いでいたと言われている。同社のリテール部門の責任者であるジョン・ステファンズ副会長が、顧客の動向を把握するために支店行脚をしたところ、同社の 20 年来の顧客の一人から、特に頻繁に取引する銘柄についてはメリルリンチの口座とは別にオンライン証券会社に口座を設けて取引していると打ち明けられ、危機感を募らせたとも伝えられている。

もともとフル・サービス証券会社は、情報メディアとしてのインターネットの活用そのものに対しては、決して否定的ではなかった。顧客による口座残高情報へのアクセスや営業職員と顧客とのコミュニケーションのツールとしての活用については、むしろ当初から積極的に取り組んできたと言える⁷。メリルリンチの場合も、99 年 2 月には傘下のヘッジファンドの破綻によって危機に陥った D. E. ショー・グループのインターネット・テクノロジー部門である D. E. ショー・ファイナンシャル・テクノロジーを買収し、従来、夜間バッチ処理によって更新していた顧客残高情報のリアルタイム更新を実現するなど、オンライン取引専門の証券会社に比べても、技術レベルは低いとは言えない。

最近の戦略転換が、顧客の流出を食い止めるために、いわば「背に腹は代えられない」という切迫感から実施に移されたことは確かだが、同時に、この転換が、こうしたインターネット活用における実績を背景に、いわば満を持して行われたという点は見落とされてはなるまい。

また、メリルリンチの場合、今回の発表に先立って、リサーチ・レポートなどアナリス

⁶ メリルリンチ首脳も、こうした観点から、オンライン取引機能の提供は個人投資家による投機的な取引を助長するものであり、投資家の真のニーズに応えるものではないと主張してきた。もちろん、このような見解は必ずしも本音ばかりとは言えず、歩合制収入に依存する営業職員からの反発を恐れていたという事実は否定できない。あるディスカウント・ブローカー幹部によれば、「メリルリンチにとっては、『顧客』とは投資家のことではなく営業職員のことであり、『顧客』のニーズに応えるならばオンライン取引サービスを導入しないのは当然」ということになる。とりわけ、営業職員による取り分がコミッション全体の 3~4 割と相対的に低いメリルリンチの場合、営業職員に歓迎されない経営方針の導入は優秀な営業職員の他社への流出につながる危険性が高いとみられていた。

⁷ 大崎貞和『インターネット・ファイナンス』（日本経済新聞社、1997 年）96 頁以下参照。

ト情報のインターネット上での公開にも踏み切っている（表3）。98年11月には個別銘柄コメントを米国内投資家向けに、次いで99年1月からは海外13カ国の投資家向けにも試験的に提供し始めた。米国での実験は4ヵ月で終了したが、情報を取得するために登録した者は13万人に達した模様である。また、このプログラムがきっかけで新たに口座を開いた顧客も2,000人に及んだとのことである⁸。こうした実験を通じて、インターネット上で高度なリサーチ情報を入手することに対するニーズが十分にあるという手応えをつかんだ上で、今回の新サービス導入が発表されたのである。

表3
インターネット上で提供する主要刊行物

	概要
Global Research Highlights	経済、投資戦略、市場分析等。毎週。
Weekly Economic & Financial Commentary	経済。毎週。
債券インデックス	
US Domestic Index Risk/Return Profile	米国債券市場。毎月。
European Risk/Return Profile	欧州債券市場。毎月。
Global Index Risk/Return Profile	グローバル債券・為替市場。毎月。
機関投資家向け	
Fixed Income Weekly	債券市場。毎週。
Currency & Bond Market Trends	海外金利・為替・債券市場。隔週。
Global Securities Research & Economics	機関投資家顧客及び社内限定。アクセスにはパスワードが必要
個人投資家向け	
Assessing the Investment Climate	政策等。毎週。
Investment Insights	株式市場。特定の業界・テーマに注目。
Fixed Income Digest	債券市場。毎月。
Merrill Lynch Online Research Trial	個別銘柄コメント。試験的に導入したが、本来は顧客向け。

（出所）<http://www.plan.ml.com>よりNRIA作成

3. 新戦略の意義と今後の展望

米国におけるインターネット株式取引の拡大ぶりはすさまじい。1999年第1四半期の一日平均取引件数は、前四半期に比べて47%増となり、過去最高の伸びを記録した。こうした中で、フル・サービス証券会社が何らかのオンライン取引機能の提供に踏み切れることは、いわば必然的であり、問題は導入のタイミングと導入されるサービスの内容だけであったと言える。

その点で、今回のメリルリンチの発表は、時期はさておくとしても、内容という面においては、衝撃的とも言うべきものとなった。12月に導入される新口座は、営業職員によるアドバイスの提供を否定したという点で、正にオンライン・ディスカウント・ブローカーのサービスそのものである。確かに、自前のリサーチ情報が得られるという特色は盛り込まれているが、それすらも、既にDLJディレクト、ディスカバー・ディレクトというフル・

⁸ 現在、リサーチ情報の公開は、既存顧客以外については30日間限定の試験的登録サービスに切り替えており、この期間を過ぎるとタイトルのみしか見られなくするという対応をとっている。これにより、本文も引き続き見たいという投資家が口座を開いて顧客となることを期待している模様である。

サービス証券会社傘下のオンライン・ブローカーが、一定規模以上の資産残高を有する顧客を対象を限定しながらも、既に提供しているサービスである。

メリルリンチ以外のフル・サービス証券会社は、オンライン取引サービスという領域において、そこまで踏み込むことには依然として躊躇している。現在、オンライン取引機能の導入を計画しているプルデンシャル、ペイン・ウェバーは、いずれも営業職員によるアドバイスを全く伴わないサービスの導入には否定的である。

今後の展開としては、次のような点が注目されよう。

第一に、メリルリンチの新サービスが、発表通りの時期にスムーズに開始されるかどうかである。同社は、97年3月にオンライン取引サービス導入の構想を明らかにしておきながら、その後二度にわたって実施を延期してきた。97年の発表は、今回ほどの具体性を帯びたものではなかったとは言えるものの、社内の反発、技術面での課題などから、今回についても円滑な実施を危ぶむ見方もある。

第二に、フル・サービス証券会社のオンライン取引サービスが、顧客にどのように受け止められるかである。

メリルリンチを始めとする大手フル・サービス証券会社は、富裕層向けの取引一任勘定業務を得意としているが、信頼する営業職員に運用を任せきりにしている一任勘定の顧客がオンライン取引サービスの利用を選択するケースは少ないものと考えられる。しかし、その他の顧客の中には、既にディスカウント・ブローカーのオンライン取引サービスを利用している者も少なくないとみられ、今回の新サービス導入によってどの程度まで顧客流出を食い止められるかが注目される。

一方、フル・サービス証券会社が、チャールズ・シュワブを始めとするオンライン・ディスカウント・ブローカーから顧客や注文を奪回するというシナリオも想定されないわけではない。

メリルリンチが3月に導入したサービスやプルデンシャルやペイン・ウェバーが検討しているもののように、資産残高に応じたフィーを徴収するタイプの顧客に対してオンライン取引機能を提供する場合には、既存のオンライン・ディスカウント・ブローカーとの競合は少ないとも考えられる。これに対して、メリルリンチが12月に導入するサービスは、既に触れたようにオンライン・ブローカーのサービスそのものであり、取引一件当たり29.95ドルという価格設定が、最大手オンライン・ブローカーで同価格のチャールズ・シュワブを大いに意識していることは明らかである。このような競合サービスが、どの程度のシェアを獲得できるのだろうか。

もちろん、ディスカウント・ブローカー側も、メリルリンチのディスカウント・サービス開始に先立って、手数料やサービス内容の見直しといった対抗策を打ち出すものと予想されており、見通しは立てにくい。

第三に、フル・サービス証券会社がオンライン取引サービスを提供することが各社の営業職員に与える影響である。オンライン取引サービスの導入によって営業職員のコミッシ

オンから得られる歩合収入が減少することは明らかであり、メリルリンチの試算では、オンライン取引サービスの開始によって営業職員の収入が18~20%減少する可能性があると考えられ、自社株の支給などの補填措置も検討されているという。

しかし、フル・サービス証券会社は、いずれもオンライン取引サービスの導入が営業職員という仕組みの否定であるという見方はとらない。メリルリンチのステファーンズ副会長も、オンライン取引サービス導入とともに、現在14,800人の営業職員を増員し2005年には20,000人にすると述べている。

もっとも、同社は、預かり資産25万ドル以上の重要顧客(Priority Households)口座の獲得を奨励する新しい報酬体系を99年初めから導入しており、逆に、小口顧客しか開拓できない営業職員は、オンライン取引サービスの導入と新報酬体系によって収入が減少し、次第に淘汰されていくことになるものと予想される。経営側としては、自然淘汰によって優秀な営業職員だけを確保し、富裕層への高付加価値サービス提供に専念させた上で、小口顧客を自社のオンライン取引サービスへと誘導できれば、顧客数の増加と収益の向上という二つの目標を同時に達成することができると判断しているのであろう。

しかし、高度な投資アドバイスを売り物にしてきた営業職員が、報酬体系変更による締め付けを嫌ってファイナンシャル・プランナーとして独立を図ったり、全体的な報酬水準の低下によって優秀な人材の確保が困難になったりするような事態もあり得る。極端に言えば、メリルリンチのリテール部門が、チャールズ・シュワブと同じようなディスカウント・ブローカーへと変化していくといった展開の可能性も否定できない⁹。

第四に、メリルリンチのように本体でオンライン・ディスカウント取引サービスを提供するという戦略とモルガンスタンレー・ディーンウィッターやDLJのように子会社を通じて提供するという戦略のいずれが総合証券会社としての業績全体に好影響を及ぼすかという点である。この点については、それぞれの会社の顧客層や営業体制によっても大きく異なる可能性がある。

第五に、フル・サービス証券会社の手数料体系への影響である。メリルリンチのオンライン・ディスカウント・ブローカレッジ・サービスやプルデンシャルの「プルデンシャル・アドバイザー」は、注文の執行という行為の対価を営業職員によるアドバイスへの対価とは分離する形で白日の下に曝したとみることにもできる。逆に言えば、通常コミッションとこれらのサービスの注文執行手数料との差額が、営業職員によるアドバイスの対価ということにもなる。この価格が妥当性を帯びたものと受け止められるのか、それとも営業職員によるアドバイスの「価格破壊」が起きるのが注目されよう。

⁹ もっとも、チャールズ・シュワブが、自らを「ディスカウント・ブローカー」ではなく「フル・サービス・ブローカー」と規定している点には注意が必要である。

インターネットを通じた取引サービスの提供がディスカウント・ブローカーの専売特許のようにみなされフル・サービス証券会社がオンライン取引戦略で大きく出遅れた米国とは異なり、我が国においては、99年10月にも実施される株式売買委託手数料の完全自由化以後も米国のフル・サービス証券会社に相当するようなサービスを提供し大幅な手数料割引は行わないものと予想される大手証券会社が、当初から本格的なオンライン取引サービスを提供している。しかも、獲得口座数などの実績に関しても、大和証券、野村証券などが上位を占めるなど、中堅以下の証券会社以上に積極的な取り組みをみせている。

このように、我が国の大手証券会社が、米国フル・サービス証券会社とは異なりオンライン取引サービスの提供に積極的となっている背景には、両者の報酬体系や顧客層の違いがある。

すなわち、米国のフル・サービス証券会社が、歩合給中心の営業職員を多数抱えているのに対し、営業職員の給与体系が月給制中心となっている我が国では、大手証券会社においても、新たな顧客層の開拓や既存顧客へのサービス強化の手段、あるいはバックオフィス業務合理化の手段として、オンライン取引サービスの位置づけを明確化することが容易である。つまり、月給制の営業職員は、自分の顧客がオンライン取引サービスを利用するようになって、自らが管理する取引口座に留まっていてくれる限り、それだけで不満を抱くことはない。

また、専ら運用資産10万ドルを超えるような富裕層が主要な顧客層となっている米国のフル・サービス証券会社とは異なり、我が国の大手証券会社は、各地の支店における窓口対応などを通じて、より幅広い顧客層を抱えている。メリルリンチを始めとする米国のフル・サービス証券会社は、自社の主要顧客はもともとオンライン取引など望んでいないと主張していたが、我が国の証券会社にとっては、自社顧客の一定部分がオンライン取引サービスを選好することは当初から明らかであった。幅広い顧客層の多様なニーズに応えるためには、オンライン取引サービスの早い段階での導入は不可避であったと言うことができよう。

もちろん、手数料完全自由化前の我が国では、オンライン取引を武器とした大幅な手数料割引とそれを梃子としたシェア拡大という戦略を取ることが不可能であったため、中堅以下の証券会社にとっては、膨大なシステム投資を行ってまで積極的に取り組むことが割に合わない分野であったという事情も働いている。

もっとも、手数料完全自由化の実施が近づき、大幅に手数料を割り引くディスカウント・ブローカーへの転身を前提としたオンライン専門証券会社の新規参入などが始まり、この分野での競争が激化する様相を強めるとともに、我が国の大手証券会社のオンライン取引戦略にも方向性の違いが現れつつある。

現在のところ、野村証券、大和証券は、オンライン取引サービスを従来型の店舗網と営業職員を通じた、いわゆる資産管理型の営業スタイルをいわば補完する機能と位置づけており、オンライン取引専門会社の設立といった形はとっていない。これは、メリルリンチ

などとも同じような形態である。

一方、日興証券は、99年5月にオンライン証券取引専門の子会社日興ビーンズ証券を設立したほか、7月には、コンピュータ大手の富士通と合弁でオンライン取引専門の証券会社を設立し、合弁新会社が受け付けた注文の執行を日興ビーンズ証券に委託するなどの提携関係を結んだことを発表した¹¹。この背景には、オンライン取引は従来型のチャネルとは異なる顧客層をターゲットとしたサービスであり、分社化して人事体系等を本体とは別個のものにすることが必要との判断があるものと考えられる。

(大崎貞和・沼田優子)

¹¹ この発表では、日興証券が現在提供しているオンライン取引サービスの今後の位置づけについては明言されていないが、将来的には日興ビーンズ証券への業務移管を進めるものと予想される。