

米国フルサービス証券会社によるオンライン取引

99 年後半より、ディスカウント・ブローカーの牙城であったオンライン取引市場に、フルサービス証券会社が加わった。本稿は、彼らの健闘ぶりと、オンライン取引導入によるリテール営業戦略の変化について紹介する。

1. フルサービス証券会社によるオンライン取引導入の経緯

米国証券業界では、75 年の手数料自由化以降、リサーチやアドバイスも提供する伝統的なフルサービス証券会社の他に、基本的に注文執行に専念する代わりに手数料を割引くチャールズ・シュワップ等のディスカウント・ブローカーが台頭した。90 年代半ば頃からは、E*トレード等のインターネットを通じたオンライン取引サービスに特化しながら手数料を大幅に割引く業者が登場して、一層の価格破壊が進んだ（1 取引当たりの手数料 0~14.95 ドル）。この間、店舗網も持つ大手ディスカウント・ブローカーは、品揃えやアドバイス機能を充実させ、高めの手数料水準（シュワップは 1 取引 29.95 ドル）を維持してきた。つまり価格帯で見た米国証券業界は、伝統的なフルサービス証券会社と合わせて 3 層構成となりつつあった。

フルサービス証券会社は、歩合制の営業マンを抱えているため、彼らを素通りするインターネット取引導入には慎重であった。インターネットは、あくまで顧客への情報提供のツールとして位置づけようとしたのである。しかし、急速に普及するオンライン取引が無視できない規模（99 年リテール取引の 48%）となっていたこともあり、99 年半ば以降、フルサービス証券会社は、残高手数料制口座にオンライン取引機能を盛り込む方向へ転換した¹。さらにメリル・リンチとモルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターは、これら残高手数料制口座の他に、大手ディスカウント・ブローカー並みの手数料のオンライン専用口座を併設したのである（表 1）²。

¹ 詳細は、大崎貞和・沼田優子「変化する米国総合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』99 年夏号、大崎貞和「米国のインターネット証券取引を巡る新たな動きー予想される更なる拡大と規制強化の兆しー」『資本市場クォーターリー』2000 年冬号参照

² 但し、モルガンスタンレー・ディーンウィッターの場合、全く新しいサービスを創設したわけではなく、独立系のオンライン証券会社を買収して子会社としていたディスカバー・ブローカレッジを本体のサービス体系に改めて組み込むという形でオンライン専用口座サービスを開始した。

表1 米国証券会社のオンライン取引概要

	証券会社の形態	チャネルの形態/口座名	手数料	最低預かり資産
Charles Schwab	ディスカウント・ブローカー 大手	ディスカウント、ただし近年、アドバンス機能を充実	1,000株まで1取引29.95ドル	2,500ドル
Citigroup	銀行(citibank)系 証券会社	ディスカウント	1取引19.95ドル	なし
	フルサービス (Salomon Smith Barney)	フルサービス/Access	預かり資産の0.5 ~1.5%	10万ドル
DLJ Direct	投資銀行のオンライン 独立チャネル	ディスカウント	1取引20ドル、 1,000株以上は1 取引+2セント	なし
E*Trade	オンライン証券会社	ディスカウント	1,000株まで1取引 14.95ドル	1,000ドル
Fidelity	ディスカウント・ブローカー 大手	ディスカウント、ただし近年、アドバンス機能を充実	1,000株まで1取引 25ドル	5,000ドル
Merrill Lynch	フルサービス	ディスカウント/Merrill Lynch Direct	1取引29.95ドル	2万ドル
		フルサービス/Unlimited Advantage	預かり資産の0.3 ~1%	なし
Morgan Stanley Dean Witter	フルサービス。元 Discover Brokerage Direct	ディスカウント/Morgan Stanley Dean Witter Online	1取引29.95ドル (従来は14.95 ドル)	2,000ドル
		フルサービス/Choice	預かり資産の0.3 ~2.25%	5万ドル
Paine Webber	フルサービス	フルサービス/InsightOne	預かり資産の 0.75~1.5%	10万ドル
Prudential	フルサービス	フルサービス/Prudential Advisor	預かり資産の 0.25~1.5%+1 取引24.95ドル	10万ドル

(注)ハイライトは、ディスカウント・チャネル。

(出所)Setton, Dolly. "On-Line Onslaught." *Forbes*, December 27, 1999

よりNRIA作成

2. フルサービス証券会社によるオンライン取引の実績

99年5月、プルデンシャル・アドバイザーというオンライン取引機能付き口座をいち早く導入したプルデンシャルは、2000年初までに同口座残高30億ドル、1万口座を獲得したと発表した。この内、新規顧客比率は30%で、既存口座からの転換が主となっている³。

続いて7月に残高手数料制口座アンリミテッド・アドバンテージを導入したメリル・リンチは、年末までに残高630億ドル、26万口座を獲得した。その内訳(残高ベース)は、伝統的口座からの転換が48%、既存の残高手数料制口座(ファイナンシャル・アドバンテージとアセット・パワー⁴)からの転換が38%、新規開設口座が14%であった。また、12月に導入したディスカウント・ブローカレッジ口座のメリル・リンチ・ダイレクトは、残高3億ドル、5,300口座を獲得した。なお、オンライン口座照会、リサーチ入手等が可能な顧客向けサイトのメリル・リンチ・オンライン(95年導入)は、99年末残高2,950億ドル、

³ Iversen, Wesley R. "Full-Service Brokerages Fighting Back." *Financial Service ONLINE*, January/February, 2000

⁴詳細は後述。

顧客数 72 万口座に達しており、同社のオンライン取引に対する潜在的な需要の高さを示唆している。

さらに 10 月、モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターは、取引形態に選択肢がある「アイチョイス」プログラムを導入した。同プログラムは、①伝統的口座（コミッションを徴収）、②残高手数料制口座チョイス（オンライン取引も可）、③独立インターネット・チャネルのディスカバー・ブローカレッジ・ダイレクトを改名したモルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター・オンライン、の 3 本立てとなっている。同社は、オンライン取引の成果を公表するのは時機尚早としながらも、実績は上々であり、新規顧客比率が 7 割と他社に比べて高いことは、前向きに評価出来るとコメントしている⁵。

3. オンライン口座の位置づけ

フルサービス証券会社は、残高手数料制口座とディスカウント口座の 2 種類のオンライン取引口座を用意したが、これらの営業戦略上の位置づけは大きく異なっている。

表 2 は、主要証券会社の顧客 1 人当たり顧客資産を比較したものである。大手・地方証券会社（預かり資産 10 万ドル以上）、ディスカウント・ブローカー大手（同 6~8 万ドル）、インターネット専業業者（同 2~4 万ドル）と顧客の階層による棲み分けが進んでいるようにも見受けられる。しかし実際には、投資資産 100 万ドル以上の富裕層の 10%⁶、メリル・リンチ顧客の 35%⁷が、ディスカウント・ブローカにも口座を開設していることが明らかになっており、顧客側で異なるタイプの証券会社を使い分けていることがうかがわれる。

また、店舗も持つディスカウント・ブローカー大手もアドバイス機能を充実させて、富裕層を積極的に取り込もうとしているなど、証券会社側からも顧客層の違いによる棲み分けを固定化しないマーケティング戦略がとられている⁸。これは、オンライン取引が定番サービス化していく中で、最初に飛びついた①若くて、②情報技術の活用には長け、③金融資産は少ないものの、④取引頻度の高い顧客層、の取り込みが一巡し、今や富裕層を含む一般的な個人がオンライン取引の主要ターゲットとなっているからである（図 1）。フルサービス証券会社によるオンライン取引への参入は、こうした環境変化に対応して、既存顧客向けサービスをより充実するための手段であると言えよう。

メリル・リンチの実績も、こうした状況を裏付けている。アンリミテッド・アドバンテージは、顧客 1 人当たり平均資産が推定 24 万ドルであるのに対し、メリル・リンチ・ダイレクトは、平均資産が 5.7 万ドルである。同社がアンリミテッド・アドバンテージ導入時（99

⁵ 99 年末 4 四半期決算説明会におけるコメント。

⁶ Mcgeehan, Patrick. "Merrill to Alter How It Divides Accounts of Departing Brokers Due to Bias Suit." *Wall Street Journal*, February 27, 1998

⁷ Uzelac, Ellen. "Brokers' Brave New World," *Research*, August 1999

⁸ さらにチャールズ・シュワップは 2000 年、プライベート・バンクの US トラストの買収を発表。

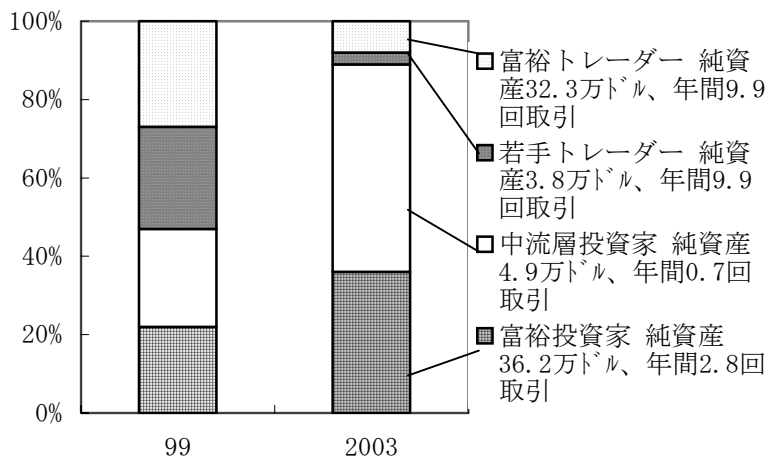
年7月)には、大々的な記者会見を行い、派手なキャンペーンを繰り広げたのに対し、メリル・リンチ・ダイレクト(99年12月導入)のキャンペーンは、2000年3月としたように、力の入れ方には差があるように見える。なお、メリル・リンチ・ダイレクトは、手数料水準こそディスカウント・ブローカー並みであるが、最低預かり資産残高が2万ドルと、他のディスカウント口座に比べてハードルが高い。このことも、メリル・リンチ・ダイレクトが、あくまでメリル・リンチの従来の顧客層として育ちそうな人⁹の早期囲い込み手段と位置づけようとしていることを示唆していると言えよう。

表2 主要証券会社の顧客層

	証券会社のタイプ	98年新規獲得口座 万口座	稼動口座数 万口座	顧客資産合計 億ドル	平均顧客資産 万ドル
Merrill Lynch	全国展開証券会社	90.00 **	900 **	12,000 **	13.33 **
Salomon Smith Barney	全国展開証券会社	NA	570	7,700	13.51
Morgan Stanley Dean Witter	全国展開証券会社	45.50 *	400	4,380 *	10.95
Paine Webber	全国展開証券会社	NA	250	3,520	14.08
Prudential	全国展開証券会社	34.32 **	200 **	2,350 **	11.75 **
Edwards Jones	地方証券会社	50.00 ***	300 ***	NA	NA
Everen	地方証券会社	11.91	62	630	10.18
Schwab	ディスカウント大手	100.00	220	1,740	7.90
Fidelity	ディスカウント大手	140.00	200	1,280	6.40
E*Trade	インターネット・ブローカー	35.30	68	152	2.25
Ameritrade	インターネット・ブローカー	20.70	35	149	4.21
Datek	インターネット・ブローカー	10.60	15	37	2.40

(注) *98年11月までの数字。 **97年末の数字。 ***口座数ではなく、顧客数。
平均顧客資産は、顧客資産合計を稼動口座数で割ったもの。
(出所) Registered Representative, March 1999

図1 オンライン投資家層の変容



(出所)Forrester Research (Vinzant, Carol. "How to be a Better Online Investor." *Fortune*, December 20, 1999掲載)

⁹ "Merrill's Discounting Causes Shock Waves." *Registered Representative*, July 1999

4. フルサービス証券会社のオンライン取引口座に対する評価

1) 価格

既存戦略の延長線上にあるフルサービス証券会社の残高手数料制オンライン口座は、従来の残高手数料制口座との比較で、価格水準が吟味される。

メリル・リンチは、従来から残高に応じて付加機能を増やしていくファイナンシャル・アドバンテージ口座、取引頻度の高い顧客向けのアセット・パワー口座等を提供していた。これらに対し、アンリミテッド・アドバンテージ口座は、最高手数料率が1%（預かり資産残高によって減少）と割安感があり、ファイナンシャル・アドバンテージ並みの高機能を標準サービスとして、アセット・パワー同様、取引頻度制限も緩やかで、顧客に有利な商品性となっていることが明らかである（表3）。

これに対して、メリル・リンチよりも一足早くオンライン取引に参入したプルデンシャルは、残高手数料率の上限が高い上に、一取引ごとに手数料を徴収する仕組みとなり、割高感が否めない。

モルガン・スタンレーのチョイス口座も、手数料の上限は2.25%と、メリル・リンチよりは高めである。ただそれ以上に、ディスカウント・ブローカレッジ口座のブランド名を本体と同じに統一したのを機に、手数料を1取引14.95ドルから29.95ドルとメリル・リンチと同水準に引き上げたことが注目を浴びた¹⁰。同社は、その理由として、機能の拡充を挙げているが、元々ディスカウント口座は、低価格志向の顧客を対象としてきたため、どこまで既存顧客を維持できるかが、見守られている。

表3 Merrill Lynchの残高連動制手数料口座

	手数料	最低預かり資産	取引回数	預かり資産10万ドル、株式100%のポートフォリオの場合	
				手数料率	年間取引回数
Unlimited Advantage	0.2~1%、最低1,500ドル	なし	原則制限なし	1.50%	原則制限なし
Financial Advantage	0.75~1.5%	10万ドル	12~75回	1.50%	12回
Asset Power	1.25%~2.25%	10万ドル	52~204回	2.25%	52回

(注)取引回数は、年間手数料に含まれる取引の回数。

(出所) "Merrill's Discounting Causes Shock Waves."

Registered Representative July 1999, Merrill Lynch資料よりNRIA作成

ただし、これらフルサービス証券会社の価格体系が、大手ディスカウント・ブローカレッジと比べても割安かどうかは、意見の分かれる所である。チャールズ・シュワップの試算によれば、メリル・リンチ・アンリミテッド・アドバンテージの顧客は、年間平均0.8%

¹⁰ 既存顧客の手数料は、2000年3月末まで据え置くと発表。

の手数料を支払うことになると言う。しかし、メリル・リンチの既存顧客は実際には、資産の平均 0.7%の手数料しか支払っていない。従って、アンリミテッド・アドバンテージ口座への移行が有利な顧客は、同社全顧客の 5%未満であると見ている¹¹。

一方、シュワップも近年は、アドバイスを提供する独立系ファイナンシャル・プランナー 5,400 人と提携して¹²、実質的なフルサービスを提供している。しかし、サンフォード・バーンスタイン社は、彼らの残高手数料平均は 2%と、メリル・リンチのアンリミテッド・アドバンテージ口座よりも高いと指摘している¹³。

2) 注文執行

モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターには、94 年より、旧ディスカバー・ブローカレッジ・ダイレクトを通してインターネット取引を行ってきた実績がある¹⁴。しかし、メリル・リンチは 99 年まで、オンライン取引に取り組んで来なかったため、そのシステム開発力は未知数であると見られてきた。

2000 年 3 月 13 日発表のバロンズ社評価によると、注文執行力、使い勝手、安定性・品揃えのいずれを見ても、両社はディスカウント・ブローカーと遜色がないとの結果が出ている(表 4)。もっとも、オンライン取引で先行したディスカウント・ブローカレッジ業者は、システムの不具合やコールセンターの不通等の問題を抱えながらも、取引高の急増に対応すべく、処理能力を拡大し続けてきた。例えばチャールズ・シュワップは、毎月平均 300 人の電話対応係を採用し、約 4,000 人の電話対応係で 330 万人の顧客にサービスしている。現状は、フルサービス証券会社のオンライン口座数を合計しても、シュワップ 1 社に満たない水準と推測されるため、彼らの注文処理能力が真に試されるのは、これからである。

表 4 Barron's社オンライン・ブローカー評価

	注文執行	使い勝手	安定性・ 品揃え	機能	手数料	総合点
National Discount Brokers	5.0	4.5	4.0	4.5	2.0	21.250
DLJ Direct	4.0	4.0	4.5	4.5	2.0	20.125
Merrill Lynch	4.0	4.0	4.5	5.0	1.0	20.125
American Express	4.0	4.0	3.5	4.0	5.0	19.875
Morgan Stanley	4.5	4.0	4.5	4.0	1.0	19.750
AB Watley Watley	4.5	4.0	3.5	3.5	4.0	19.500
E*Trade	4.0	4.0	4.0	4.0	2.0	19.000
Schwab	4.5	3.5	4.0	4.0	1.0	18.625
Muriel Siebert	4.0	4.0	4.0	3.0	3.0	18.500
Wall Street Electronica	4.0	4.0	4.0	3.5	2.0	18.500

(注) 最高点は 5

(出所) Barrons 資料より NRIA 作成

¹¹ Tam, Pui-Wing. "Schwab Throws 1st Punch in Web Slugfest." *Wall Street Journal*, November 1, 1999

¹² 投資顧問業者として登録しているファイナンシャル・アドバイザーがアドバイスを、シュワップが注文執行サービスを提供する。

¹³ Tam, Pui-Wing.

¹⁴ インターネット証券会社ロンバードをディーン・ウィッターが買収し、さらにディーン・ウィッターとモルガン・スタンレーが合併した。

3) ディスカウント口座の競争力

フルサービス証券会社のディスカウント口座は、アドバイスを提供しない口座の中では、高価格帯に属しているため、多機能化を追求しなければ、その水準の妥当性を説明できない。その点、フルサービス証券会社は、アナリスト等の社内資源を利用出来るという利点がある一方で、同時に主力の手数料残高制口座との違いも明確にしなければならないというジレンマがある。

(1) アナリスト・レポートと新規公開引受銘柄の供給

フルサービス証券会社の最大の強みは、自社アナリストのレポートと、自社が引受けた新規公開銘柄を供給出来ることにある(表5)。こうしたリサーチ・引受部門を有しないディスカウント・ブローカーは、リテール部門を持たない投資銀行と提携して、これらのサービスを補っている。またEトレードの場合は、テクノロジー銘柄専門の系列投資銀行Eオファリングからの商品供給を受けている。テクノロジー銘柄を中心とするいわゆるホット・イシューの争奪戦が白熱している現状を踏まえれば、自社もしくは提携会社のリサーチ・引受能力と、これらホールセール業者・部門に対するリテール業者・部門の交渉力が、差別化の大きな鍵となりそうである。

それ以外の市況、ニュース、業績予想とアナリスト動向、簡単な企業レポート等の情報は、フルサービス・ディスカウンターを問わず、それぞれの分野の専門業者から積極的に入手している。従って、個性を競い合うことが出来るのは、せいぜいレイアウト等の使い勝手に限定されそうである。

(2) 自社投信の扱い

一方、フルサービス会社にとって悩ましいのは、自社投信の扱いである。伝統的に、投信直販会社及びディスカウント・ブローカーは、アドバイスを提供する営業マンを介さない代わりに、ノーロード投信(営業マンの収入となる販売手数料を付与しない)を販売してきた。特に後者は近年、他社投信のノーロード投信を幅広く揃えた投信スーパーマーケットを展開して、急成長を遂げた。従って、フルサービス証券会社もディスカウント口座では、彼らとの競合上、投信スーパーマーケットを導入している。

ところが、フルサービス証券会社の投信スーパーマーケットは、ノーロード投信数が極端に少なく、自社投信はロード投信である。アドバイスの対価と認識されている販売手数料(ロード)を、オンライン・チャネルでも同じように徴収するのは、営業マン・チャネルへの配慮によるものと考えられるが、顧客から見れば妥当性を欠くとの声もある。こうした矛盾を抱えたまま、投信スーパーマーケットの大半をロード投信としているため、投信スーパーマーケット及び自社投信のいずれもが、魅力を欠いたものとなってしまっている。

るとの見方もある。

足元は、個別銘柄がオンライン取引の中心となっていることもあり、メリル・リンチは「顧客からの要望があれば、商品拡大を検討していく¹⁵」という姿勢を貫いている。またモルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター・オンラインは現在、提供ファンド会社一覧表に、自社ブランド投信を掲載していない¹⁶。その一方で、新聞広告等では、残高手数料制のチョイス口座を持てば、同社の自社投信がノーロードで購入出来ることをアピールしている。

¹⁵ Lucchetti, Aaron and Karen Damato. “Merrill Opens Online Fund Supermarket.” *Wall Street Journal*, January 17, 2000

¹⁶ ただし同社が買収した Van Kampen 社は掲載。また、顧客が希望すれば、モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター・ブランドの投信も購入出来るとのことである。

■ 資本市場クォーター 2000年春

表5 多機能型オンライン取引口座

シエア	%	メリル・リンチ	ジュロップ	ファイデリティ	MSDW	E*トレード
		NA	22.0	11.4	1.5	15.3
口座機能						
口座開設時の最低投資額	ドル	総20,000	基5,000、総5,000-10,000	基5,000、総30,000	基2,000	基1,000
個人退職勘定最低投資額	ドル	250	1,000	500	最低額なし	
店舗数	店	700+	300+	80	450+	0
24時間電話サポート		あり	あり	あり	あり	あり
商品						
商品 (オンライン・電話)		株式、投信、債券	株式、オプション、投信、債券、個人年金、生命保険	株式、オプション、投信、債券、個人年金、生命保険	株式、オプション、投信、債券	株式、オプション、投信、債券
投資信託の種類	種	2,400	NA	4,100	5,000	5,000
内ノーロード		530	2,100	2,100	750	1,400
自社投信の販売手数料形態		ポート	ノーポート	ポート及びノーポート	Van Kampen (ポート)のみ	ノーポート
株価情報 (リアル・タイム)		無料	取得回数限定	無料	無料	無料
優先的に提供する新規公開銘柄		自社引受銘柄	H&Q、CSFB	Lehman Brothers	自社引受銘柄	E*Offering
(最低預かり資産)	ドル	10,000ドル	10万ドルもしくは1万ドル以上で年12回取引	500,000ドルもしくはアクティブ・トレーダー	10,000ドル	なし
取引手数料						
1取引の最低株式取引手数料	ドル	29.95	29.95	25	29.95	14.95
人を介した株式取引手数料	ドル	100株まで50ドル	最低39ドル	59ドル	39.95ドル	通常の手数料+15ドル
信用取引金利	%	NA	8.25	8.30	8.25	9.25
注文執行						
取引頻度の高い投資家向けシステム		なし	Velocity	PowerStreet	なし	PowerE*trade
時間外取引		なし	REDIBook	REDIBook	Market XT	Instinet
(時間帯)	PM	なし	4:30-7:00	4:30-7:00	4:30-8:00	4:05-6:30
ワイヤス取引手段				携帯端末、ポケベル	携帯端末	
1取引にかかる時間	秒	NA	9.01	9.63	26.10	15.26
注文執行成功率	%	NA	98.6	98.2	84.0	94.0
口座情報						
一元化された取引情報の閲覧		あり	あり	あり		
残高情報		日中更新	1日の終わりに更新	1日の終わりに更新	日中更新	日中更新
ポジション情報		日中更新	日中更新	1日の終わりに更新	日中更新	日中更新
取引暦		日中更新	日中更新	1日の終わりに更新	日中更新	1日の終わりに更新
リサーチ・ニュース						
アナリスト・リサーチ		自社アナリスト、無料	H&Q、CSFB、1月29.95ドル	Lehman Brothers、無料	自社アナリスト、1銘柄月4.95ドル	S&P、無料
S&P企業レポート		あり	あり	S&Pスクリーン		S&Pスクリーン
S&P株式・債券・業績ガイド		あり	株式ガイド			
ウェブキャスト		Global Investor Network		Powerstreet Webcast	あり	
ツール						
アラナー		あり	あり	あり		
投信スクナー		あり	あり	あり	あり	あり
株式スクナー		あり	あり	あり		
債券スクナー		あり			あり	あり
ポートフォリオ・トラッカー		あり	あり	あり	あり	あり
アセット・プロケーション・ツール		メリルのモデル・アロケーションと比較可		あり		
その他						
電子小切手支払サービス		あり	あり	あり		E*Trade Bank
オンライン・ショッピング		eshopping	Excite shopping		Discover ShopCenter	Travel Center, shop@AOL.com

(注) 「基」は基本口座、「総」は証券総合口座。
MSDWの基本口座には、証券総合口座のような機能が一部ついている。
市場シェアは取引高ベース、99年第4四半期。Piper Jaffray社調べ。
E*Tradeの基本口座で信用取引を行う場合は、最低投資額は2,000ドル。
Market XTは月曜から木曜まで。時間外取引情報はFortune誌調べ。
1取引時間と注文執行成功率は2000年3月27~31日の数字。Keynote調べ。
注文執行成功率とは、注文執行完了までに通過しなければならないペーシング数×12秒以内に注文執行が完了した比率。
信用取引金利は資産2.5万ドルの場合。Kiplinger誌調べ。
(出所) Merrill Lynch資料他を元にNRIA作成

(3) アクティブ・トレーダー対応機能の充実

前述したようにオンライン口座をいち早く開設した顧客は、取引頻度の高い個人（アクティブ・トレーダー）であり、彼らが現在も重要な顧客と位置づけられていることに、変りない。実際、チャールズ・シュワップは、同社顧客に占めるアクティブ・トレーダーの比率は 1~2%¹⁷であるものの、見過ごせないセグメントであるとの認識から、デイ・トレーダー向けオンライン業者のサイバー・コープを買収した。

このように、ディスカウント口座においては、アクティブ・トレーダー対応の機能も充実させることが不可欠である。この点、モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターは、オンライン証券業者が母体となっていたこともあり、時間外取引、携帯端末取引等は、率先して導入してきた。

これに対して、メリル・リンチのディスカウント口座サイトはシンプルな造りで、オプション取引、時間外取引、アクティブ・トレーダー専用システム、ワイヤレス取引手段等がない。これは、オンライン取引システムの開発では後発となった同社が、予告期日通りにディスカウント口座を導入することを優先させたためのやむを得ない措置との見方もあるが、洗練された投資家にとっては、物足りないものであることは否めない。その一方で、同社のターゲットは長期投資の顧客であると指摘する声もある。

5. オンライン口座がフルサービス証券会社のリテール戦略に与える影響

1) 資産管理型営業の促進

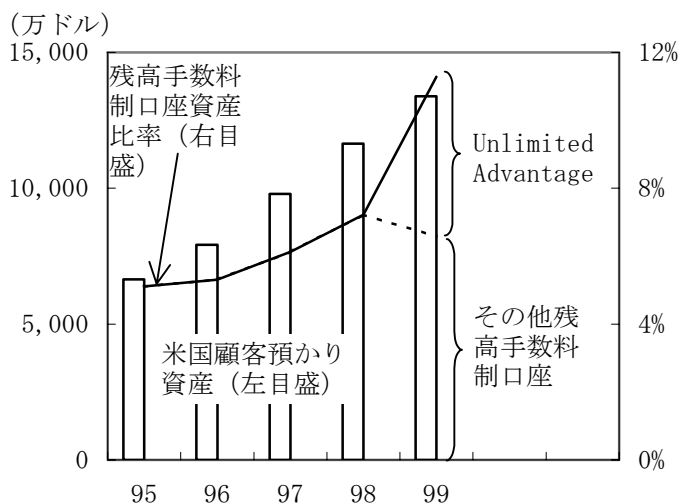
フルサービス証券会社は、70年代の証券総合口座の導入以降、徐々に資産管理型営業を目指すようになり、90年代には投資信託や、ラップ口座その他の残高手数料制口座を活用して、コミッションからフィーへの転換を試みてきた。しかし、歩合制の営業マンにとっては、フィーへの転換が一時的に収入を減少させたり、個別銘柄の選択という付加価値の提供を限定させる¹⁸懸念もあったため、資産管理型サービスの浸透は、必ずしも順調ではなかったようである。

ところが、メリル・リンチのデータを見ると、主力のアンリミテッド・アドバンテージ口座は、同社の従来の資産管理型営業を踏襲するのみならず、その浸透を一気に推進したと言っても差し支えないであろう（図2）。実際、同社は、残高手数料制口座の資産獲得スピードは、アンリミテッド・アドバンテージの導入以降、従来の20倍となったと報告している。

¹⁷ Cybercorp 社買収発表会見より。

¹⁸ これら資産管理型サービスの多くは、運用を投資顧問業者等の専門家に任せる仕組みとなっている。

図2 Merrill Lynchの残高手数料制口座の資産比率



(注) その他残高手数料制口座は、Merrill Lynch Consults、Private Portfolio Group、Merrill Lynch Mutual Fund Advisors
 (出所)Merrill LynchファクトブックよりNRIA作成

2) 白熱する宣伝広告合戦

インターネット取引の普及に伴い、150社を越すオンライン証券業者が乱立したが、スケール・メリットを享受出来るのは、一部の業者に限られるため、今後は淘汰が進むというのが一般的な見方である。そこで従来は、価格優位性を宣伝してきたオンライン専門業者も、一般投資家に一刻も早くブランド名を認知させることを優先するようになり、赤字も辞さずにマーケティング費用を急上昇させた。これらオンライン専門業者の広告は、挑発的なものが少なくない。例えばEトレード広告は、「あなたの証券営業マンがそれ程優れているのであれば、何故彼は未だに働いているのでしょうか？ (If your broker's so great, how come he still has to work?) 」と訴えている。また、対象顧客が情報技術の活用で秀でた個人から、一般投資家へと広がりを見せるにつれ、テレビや新聞広告を利用したオフライン型のイメージ広告が、より重要となっている¹⁹。実際、2億ドル近いメディア予算(2000年)を持つシュワップは、その7割をテレビ広告に投じていると言う。

一方、フルサービス証券会社は、伝統的にマーケティングを営業マンに委ねており、顧客も、証券会社ではなく、営業マンに対する帰属意識が強い。そこで昨今のフルサービス証券会社は、こうした状況を改めるために、よりブランド・イメージの構築を意識した広

¹⁹ Iversen Wesley R. "Planting the Seeds for Online Growth." *Financial Services Online*, November 1999

告に力を入れつつある。このように、証券営業の形態により、広告の特徴にも違いが見られたが、フルサービス証券会社は、オンライン口座を導入するにあたり、ディスカウント・ブローカーを意識した広告も投入し始めている。

モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターは、約3年間で3度、オンライン取引チャネルのブランド名を変更（ロンバードからディスカバー・ダイレクト、モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターへと変更）したが、このことは、競争力低下につながったと見る向きもある²⁰。同社は、99年秋より、アイチョイスの認知度を広める広告を行う一方で、従来のイメージを踏襲するディスカウント口座の広告も継続している。モルガン・スタンレーの2000年度広告予算は、1億ドルを超える模様である²¹。

メリル・リンチは99年3月、「人間の功績（human achievement）」を称えるシリーズを投入したところが、同社も7月よりオンライン取引を導入することとなり、広告戦略を急遽変更しなければならなくなった²²。その後のメリル・リンチは、アンリミテッド・アドバンテージの宣伝を大々的に行う一方で、オンライン証券会社を挑発するような広告も開始した²³。さらに2000年初からは、「デジタル雄牛²⁴」を用いて、eコマースの先駆者としてのイメージをアピールし始めた。こうしたイメージ革新努力も含め、同社が99年に費やした広告費用は、前年比85%増の1.3億ドルであったと報道されている²⁵。なお2000年3月からは、オンライン取引を前面に出した広告に盛込む形で、メリル・リンチ・ダイレクトの宣伝も開始した。

3) 情報発信型店舗の設置

米国フルサービス証券会社の支店（branch）は、一般企業のオフィスと見まがうような空中店舗が多く、顧客が気軽に立ち寄れるような形態とはなっていない。どの顧客にも証券営業マンが担当としてつき、事前にアポイントメントを設定した上で面談を行うのが一般的なためである。従って担当者がつかまらなると、サービスを原則受けられないという不便さがあるものの、顧客情報は担当者に集中するため、より木目細かい対応が可能となる。

これに対して大手ディスカウント・ブローカレッジの店舗は、情報発信地としての色彩が濃く、顧客が自由に入出入り出来る造りとなっており、販促資料も充実している。こうした店舗を伝統的証券会社の支店と区別するために、しばしば投資センター（investment

²⁰ www.gomez.com

²¹ Kahn, Joseph. "Full-Service Brokerage Firms Seek Foothold on Line." *New York Times*, October 21, 1999

²² "Merrill Lynch Feels the Heat and Fires Back." *Financial Services Marketing*, March/April 1999

²³ 例えば99年12月20日のウォール・ストリート・ジャーナル紙には、大手ディスカウント・ブローカレッジの宣伝文句「高額の金融資産を持ったり、複雑なポートフォリオを組んだ投資家で、継続的な運用を求める者にとっては、フィーを徴収するファイナンシャル・アドバイザーのサービスが、向いているかもしれません。」を抜粋して両面広告の左側に載せ、右側には一言「アーメン」と記した。

²⁴ 雄牛は同社の象徴である。

²⁵ Gasparino Charles. "Merrill Hopes New Ads Can Integrate Its Image as Full-Service Firm, Leading Online Broker." *Wall Street Journal*, January 3, 2000

center) と呼ぶのも、こうした機能の違いを象徴している。投資センターでは通常、店舗の営業職員は担当制とはなっておらず²⁶、来店顧客は店内の電話やパソコンからも、人を介さずに発注できる。①人の手を借りた取引、②電話の自動対応装置を利用した取引、③インターネット取引と、各チャネルのコストに応じて手数料に差をつけていることも多いため、店内でも機械チャネルで発注する顧客が少なくない。ただし、ディスカウント・ブローカーは、①存在を物理的にアピールした方が顧客に安心感を与える、②口座開設と入金（小切手による）は、店頭で行うことを好む顧客が多い、③富裕層向けには人によるアドバイスが有効であることに気づいたため、投資センター数の増加には、積極的である。

フルサービス証券会社の残高制手数料制口座は、営業マンがアドバイスを提供する場合もあるため、口座開設は原則、営業マン経由である。また担当制であることにも変わりはないため、伝統的支店は、これまで通りの対応を行う。しかし、やはりオンライン専用口座にとっては、情報発信拠点は不可欠であるため、これらの口座の導入により、店舗機能の違いはより曖昧になっていくと予想される。

実際、モルガン・スタンレーは、着々と投資センター導入の準備を進めているようである。同社は、全 450 店舗にオンライン口座専用の顧客サービス係を配置し、2000 年第 1 四半期は、6 都市に投資センターを設置すると発表している²⁷。既にニューヨーク本社 1 階の投資センターには、株価ボードやパンフレット、来店客が自由に触れる端末を置いている。また、同店舗の顧客サービス係は、どの口座が適しているかという相談にのり、チョイス口座と判断した場合には、同ビル内の伝統的支店（branch）の営業マンに顧客を取り次ぐ。

4) 優秀な営業マンの確保

メリル・リンチはオンライン取引への参入を表明した際に、同サービスの導入によって、一部の営業マンの収入が減る可能性を認め、彼らの収入をしばらく補填することも検討すると述べた。しかし、これはオンライン取引により、営業マンの付加価値が低下することを示唆している訳ではない。むしろ、メリル・リンチは前年比 5% 増（1.9 万人²⁸）、モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターは同 13% 増（1.3 万人）と、いずれも営業マン数を増加させた。

特にこれらフルサービス証券会社では、より富裕層を囲い込むことの出来る優秀な営業マンを求めるようになってきている。その結果、伝統的には新規採用者を社内研修によって一流の営業マンとして育ててきた大手証券会社も、他社からの引抜きを積極化させるなど、採用方針を多様化させつつある。それに伴い、①営業マンを引抜く際に「契約料」を支払う、

²⁶ ただし最近では、ディスカウント・ブローカーも富裕層の取り込みに注力し始め、店舗でアドバイスをしたり、担当制を導入している。ただし、これら営業職員の報酬は、コミッションではなく純資産増加額連動にする等、チャネル間の取引の奪い合いを避けるようにしている。

²⁷ Iversen, Wesley R. "Full-Service Brokerages Fighting Back", *Financial Service ONLINE*, January/February, 2000

²⁸ 米国外営業マンを含む。

②営業マンが転職先に顧客を連れていくことに成功した場合は、預かり資産残高の一定料率をボーナスとして支払う、③営業マンの転職後 6 ヶ月～1 年は、歩合の比率を上げる (accelerated payout) など、優秀な営業マン確保のための、報酬形態の工夫も行うようになっている。

6. 終わりに

米国フルサービス証券会社によるオンライン取引は、残高手数料制口座の一サービスとして導入されたため、既存の資産管理型営業戦略の延長として捉えられている。その実績を評価するのは時機尚早ではあるが、方針としては概ね肯定的に受け止められていると言えよう。今後は、オンライン取引口座が、一般の顧客にとっても「定番サービス」となっていくに従い、店舗や宣伝広告のあり方などの微調整を行いながら、既存サービスとの融合をより推進していくことになるだろう。

メリル・リンチとモルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターが導入したディスカウント・ブローカレッジ口座の位置づけは、まだ定まっていないように見える。競合他社と比較しても十分に魅力的な機能を取り揃えつつ、主力の残高手数料制口座との違いを明確に出来るかが、焦点となっていこう。

(沼田 優子)