

インターネット取引の拡大について

伊豆 久

はじめに

個人の株式取引に占めるインターネット取引のシェアが、五割を超えるようになった（売買代金ベース、〇一年九月）。証券会社の決算を見て、業界全体としては相場の低迷に苦しむなか、インターネット取引に特化した証券会社の健闘が目立つ。

韓国を見ると、ネット取引のウエイトはすでに、個人取引の七割近くに達している。韓国の証券市場では機関投資家のシェアが小さいため、機関投資家を含めた市場全体においてもネット取引の比率が六割を超えている（売買代金ベース、〇一年三月）。

ところが、米国を見てみると、ネット取引のシェアはITバブル崩壊とともにすでに頭打ちとなっており、相場の低迷にもかかわらずネット化がとまらない日本や韓国とは大きく異なる。米国では、ネット取引のある程度を越える部分は、ネットバブルにもなう一時的現象だったということになる。個人投資家のフルサービス証券会社への回帰も伝えられている。

では、韓国と米国という対照的な二国と比較すると、日本におけるネット取引の現状はどう考えればいいのだろうか。以下、拡大続くネット取引について検討する。

表1 インターネット株式取引の推移 (100万円)

	ネット取引口座	ネット取引				
		現金取引	信用取引	ネット合計	委託売買全体に占める割合	個人投資家の売買に占める比率
99年10月	296,941	222,778	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
00年3月	746,456	968,756	196,700	1,165,456	1.9%	9.3%
00年9月	1,325,795	856,438	278,324	1,134,762	3.8%	26.0%
01年3月	1,933,762	1,254,254	570,009	1,824,263	5.8%	40.6%
01年9月	2,481,724	1,006,440	684,323	1,690,763	7.6%	52.2%

(出所) 日本証券業協会、東京証券取引所。

1 ネット取引の現状

日本証券業協会は、半年に一度、ネット取引の状況を発表している(表1)。それによると、ネット取引口座の数は、手数料が自由化された九九年一〇月の二九万余りから、今年九月末には二四八万口座へと急増している。ただし一人の投資家が複数の口座を持っているケースが少なくないと言われ、実際、休眠口座も多いようである。例えば稼動口座の数を公表しているDLJダイレクト証券の場合、同社の〇一年一〇月末の口座数一万余に対して稼動口座は七万弱にすぎない。開設された口座のうち三八%は稼動していないことになる(同社では、過去一年間に預かり資産が存在したか一回以上の取引のあった口座を稼動口座と定義している)。また、ネット証券大手四社(松井、DLJ、イトレード、マネックス)は、ネット取引全体の六一%を占めるが(売買代金、〇一年九月)、口座数の合計は五二万(ネット口座全体の二一%)にすぎない。ネット口座の多くはネット非専業の大手証券で開設されており、その多くが不稼動であると推測される。

売買代金をみると、二〇〇〇年三月一ヶ月間のネット取引(現金+信用)は一兆一六五五億円で、売買代金全体の一・九%に過ぎなかったが、今年九月の一ヶ月間の取引は一兆六九〇八億円で、シェアは七・六%に達した。これは株券委託売買全体に占める比率であるから、母数には機関投資家による売買なども含まれ

る。では、個人投資家に限るとどうであろうか。三市場（東京・大阪・名古屋）と店頭市場における個人の売買代金の合計を計算し、それを一〇〇としてネット取引の比率をみると、〇〇年三月には九・三%であったが、今年九月には五二・二%と五割を上回っている（表1）。個人投資家による株式売買の半分以上が、インターネットを通じて外務員の関与なしに発注・執行されているのである。

2 信用取引の比率

ネット取引の伸びを現金取引と信用取引に分けて見ると（一ヶ月間の売買代金）、現金取引は、九九年一〇月から半年後の二〇〇〇年三月までに四・三倍となったものの、その後は伸び悩むようになり、前調査月に比べて減少する月も出るようになっていいる。半年前と比べて減少したのは〇〇年九月と〇一年九月であるが、それは、株式市場全体の売買代金も減少した月であるから、ネット取引でも現金取引の部分は市場全体の動きとかなり似た動きをすることが推測できる。

対照的にネットによる信用取引は、これまで一貫して伸びており、統計を取り始めた二〇〇〇年三月の一九七六億円から〇一年九月には六八四三億円と三・五倍になっている。ネット取引に占める信用取引の比率（売買代金ベース）も〇〇年三月には一六・九%であったが、今年九月には四〇・五%に上昇している。

個人取引に占めるネット取引の比率を現金取引と信用取引に分けてみると、どちらも伸び続けているとはいえ、現金取引の伸びは鈍化しかけているのに対して、信用取引の伸びはまだ勢いを失っていない。対面取引からネット取引への移行が、現金取引を行なう投資家に関しては落ち着きかけているものの、信用取引を行なう投資家に関してはまだ激しく続いていることがうかがえる。あるいはネット取引を行なう顧客の中で新たに信用取引を始

める投資家が増えているのかもしれない。

3 韓国におけるネット取引の拡大

韓国証券業協会によると、韓国におけるインターネット取引の口座数は今年九月末で四三七万に達している。ちなみに韓国が現在の日本の口座数である二四〇万台を記録したのは〇〇年二月である。

売買に占める割合を見ると（売買代金ベース、市場全体に占める割合）、九八年は、一月末で一・三%、二月末でも三・七%に過ぎなかったが、インターネットが本格化した九九年末には四〇・二%に急騰、二〇〇〇年末に六一・五%、今年九月末では六九・三%に達している。ちなみにこれに相当する数字は、日本では前述のように七・六%である（今年九月）。

市場別に見ると、韓国証券取引所（KSE）が六三・〇%、韓国店頭市場（KOSDAQ）が八〇・〇%である。この違いは、個人投資家のシェアの高さをそのまま反映したものである。KSEでの売買に占める個人投資家の比率は今年三月の数字で七一・二%、KOSDAQでは九六・七%に達する。

韓国においてネット取引が市場の中心となった背景について、韓国証券業協会は次のように分析している（The Korea Securities Dealers Association, *Annual Securities Market in Korea*, 2001）。第一にインターネットの普及が急速に進んだことである。周知のように、韓国のIT化は、九七年のアジア危機以降、日本のそれをはるかに上回るスピードで進められた。その効果が証券取引にも現れているのである。第二に、経済自体が、アジア危機によって激しく落ち込んだものの九九年にはV字型の回復が生じ、それが、インターネットと重なって株価の急騰をもたらしたことである。第三に、韓国の証券市場ではすでに述べたように、そもそも個人投資家の比率が高い

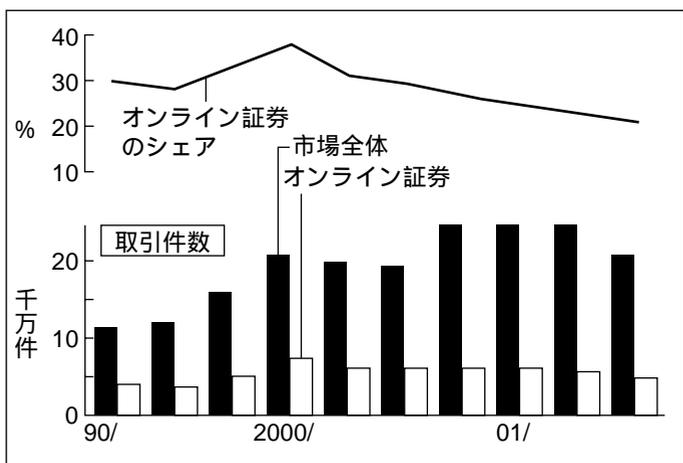
ことが上げられる。そのため、ネット取引の広がり市場全体のネット化を進めることになったのである。第四にフルサービスの証券会社がこぞってネット取引に参入し、マーケティング・手数料の引き下げで激しい競争を展開したことである。

4 米国における対面取引への回帰

他方、米国を見ると、状況は日本とも韓国とも大きく異なる。

図1は、米国株式市場でのネット取引のシェアの推移を示したものであるが、ネット取引はすでにピークを付けたように思われる。ナスダックが最高値をつけた二〇〇一年三月期に三八％に達したが、ITバブルの崩壊にともないシェアは低下、今年七 九月期では一八％にまで下がっている。この統計は、NYSEとナスダックのすべての取引を母数（したがって機関投資家による売買を含む）にしているが、売買代金ではなく取引件数でのシェアを見たものであり、先に見た日本や韓国のシェアとは算出方法が異なる。したがって、単純に比較することはできないが、株価の下落とともにネット取引のシェアが低下するという、日本や韓国には見ら

図1 米国におけるネット取引の推移



(注) ソロモン・スミスバーニー調べ。市場全体はニューヨーク証券取引所とナスダックの合計。
 (出所) 『日本経済新聞』2001年11月8日付。

れない現象が生じていることは間違いないであろう。米国では、ネット取引をやめた、そして対面取引に回帰した（あるいは短期の回転売買をやめた）投資家が増えているのだと思われる。対面取引への回帰について見てみよう。

ネット取引が拡大していた頃から、これはネットバブルの一齣であって株価が調整局面に入れば投資家はアドバイスを求めて外務員のもとに戻ってくるはずだ、というのは、一部で根強く指摘（あるいは外務員によって「期待」）されていたことであつた。市場全体が上昇局面にある時に儲けるのは比較的簡単であり、業者からのアドバイスは不要だと考える人が増えるのも不思議ではない。しかし相場が低迷し始めれば、投資家は一時の自信を失い専門家のアドバイスを求めるようになるだろう。少なくとも、対面取引からネット取引へ移る投資家よりも、ネットから対面へ移る投資家のほうが多くなるはずだ、という予測であり、それがかなりの程度当たつたということになる。

こつした現状について、米国の証券外務員自身による報告を聞いてみよう（Rosalyn Reikwa, "Reforming Do-it-yourselfers", *Registered Representative*, Feb. 2001）。ITバブルの崩壊が明らかとなつた昨年四月頃から、フルサービス証券会社外務員への電話が増え始め、ネット専門の証券会社から口座を移す投資家が目立つようになったという。多くの投資家は、フルサービス証券に戻つた理由として、相場の悪化によってアドバイスの必要性を感じたということの他に、ネット専門の証券会社との取引におけるサービスの物足りなさ、個人的サポートの不足をあげている。ちょっとした質問で電話した場合も、長時間待たされたり、十分な回答を得られなかったり、といったことに不満を感じていた投資家が少なくない。インターネットやネット取引の仕組みについてわからないところがあつたり、投資アドバイスというほどではないものの注文を出す前にちょっと外務員と話してみたい、

と思う投資家も多い。外務員との取引に戻ってきた理由としては、相場の悪化よりもこちらのほうが大きいかもしれないと、前述の記事は指摘している。

冷静になって考えてみれば「自分が求めているのはよりよい人生・生活であって、相場のことについても気をとられているのがわずらわしくなってきた」という投資家、あるいは、ブームとなったネット取引をやってみて、これも悪くないと思ったものの、「でも、一日中パソコンの画面を睨んでいるより他にやるべきことがあると気づいて」以前に取引していた外務員のところに戻ってきた投資家は、そもそもネット取引に向いていなかったということかもしれない。しかしながら、こうした投資家が米国では「普通の」個人投資家なのであろう。

また、記事は続けて、ネット取引から戻ってきた投資家の口座には共通の特徴があるという。ポートフォリオに占めるハイテク株の比率が非常に高いのである。それは当然といえば当然で、投資家は債券や投資信託を買うためにネット取引を始めるわけではない。しかし、ハイテクなど特定のセクターの株をしかも高回転で売買することに適した人はそう多くない。モダンポートフォリオ理論やファイナンシャル・プランニングを少し知れば、ブームになっていくセクターへの過度の集中がいかにも危険かはずぐにわかることである。しかしそれも個人では必ずしも簡単なことではない。あるいは、個人の投資家が一人で行うにはやや難しいコールオプションを売ったり、プットオプションを買ったりといったリスクヘッジ戦略も、外務員ならアドバイスすることができる。外務員はそうした投資家教育の役割も担っているのである。

外務員による対面サービスに馴れ親しんできた米国の多くの投資家にとって、材料は豊富に提供されるものすべてを自分でやらなければならないネット取引は、一時的にはともかく、相場が不安定になればなおさら、なじめないものだったのかもしれない。言い換えれば、外務員によるサービスは、割高な手数料を払うに値するも

のとして認知されているのである。

おわりに

では、日本におけるネット取引はこれからどうなっていくのだろうか。

ネット取引で最大のシェアを占める松井証券については、すでに多くが語られているが、日本の証券市場の特徴を考える上でも興味深いのは、同社のネット取引拡大が、手数料の自由化以前から始まっていることである。同社の月間売買額は、九九年一月に二六億円から同年九月には三八七億円へと一五倍になっている。これは、手数料が自由化されていないにもかかわらず、ネット取引へ移行する投資家が一定数存在したことを示している。確かに、松井証券では、当時すでに、保護預り料の無料化（九六年四月）、店頭銘柄の手数料半額化（九七年二月）などが行なわれていたが、そのことが、売買急増の主な原因だったとは考えにくい。それよりも、対面営業ではないという点、外務員からのアドバイスや推奨がないという点こそが大きな魅力として投資家にアピールしたのではないかと思われる。

これは米国には見られない事態である。米国では、対面取引には高い手数料が、ネット取引には格安の手数料が適用され、それは対面取引における外務員からのアドバイスに投資家が付加価値を認めているからにほかならない。しかしながら、九九年の松井証券で見られた同一手数料の下でのネットの急拡大は、日本における対面取引（外務員営業）にマイナスの価値しか認めない投資家が存在したことを意味する。

そうした状況の上にさらに、ネット証券各社の競争もあいまって手数料が大幅に引き下げられ、提供情報の拡充等ネット取引の使い勝手がますます向上すれば、投資家が次々とネット取引へと移っていくのはむしろ当然で

ある。

また、マネックス証券を除くネット証券各社が注力する信用取引も、証券市場の役割が高度成長期のような産業界へのマクロ的な資金供給 から 生き残り企業のミクロ的な選別 へと変化しつつある現状を考えれば、投機的であるとの批判だけでは捉えきれない経済的意味を持ち始めているとも言えるであろう。

しかしながら、韓国に見られるように、市場全体の六割をネット取引が占めるような事態が健全であるとは思えない。企業の選別はそのファンダメンタルズに沿って行なわれねばならず、またそこへの投資家の関与（リスクテーク）は自身の財務的屬性に沿っていなければならない。ここでは、アナリストによる分析や、投資家のフライング・スタート・プランニングを踏まえた上でのブローカーによるリサーチ・レポートの咀嚼・伝達が重要な役割を果たすべきである。そうした機能は完全にはネット化できないのであり、専門的な仲介業者の役割は、証券市場の基本的な機能を維持向上させるためにも不可欠なものではないかと思われる。ネット取引への過度の移行は、個人投資家の層の薄さと仲介業者への信認の低さの裏返しにほかならないのである。

(いず ひさし・主任研究員)