

ネット取引と対面取引

一上季代司

いわゆる「ネット取引」が、個人による株式委託取引の中心的なツールになっていくことは否定できない。さらに、そのネット取引のかんりのシェアをネット專業証券が握っていることを否定する者もない。しかし、個人の株式売買取引のすべてがネット取引に移行してはならないし、ネット取引のすべてがネット專業証券によって握られているわけでもない。ネット取引と対面取引が併存しているということは、「すみ分け」的な要素があるからだろうが、それは何だろうか。

ネット取引で高いシェアを誇るネット專業証券は、本文でみるように利益率が非常に高い。そうであれば、高い利益率に誘引されてもっとネット專業証券への新規参入が増えてもよさそうである。事実、ネット取引への新規参入が止まっているわけではない。しかし、その一方では採算がとれずにネット取引からの退出も続いており、結果として、ネット取引を提供している証券会社数は横ばいなのである。つまり、ネット取引サービスの供給サイドには何らかの参入障壁があり、それが、限られた数のネット專業証券の高い利益率を維持しているように思われる。その参入障壁とは何だろうか。

他方、需要側の投資家サイドからみれば、別の状況がみえてくる。委託売買金額におけるネット取引のウェイトは二〇〇六年以降、二〇%〜三〇%を推移し、出来高の増減と比例しながら上下している。また、ネット專業証券のネット取引におけるシェアは上昇傾向にあったが、二〇〇六年以降、そのテンポは緩慢となり、直近では

八〇％程度で横ばいである。委託売買金額の六〇～七〇％は外人投資家だといわれており、個人投資家だけをとってみればネット取引のウェイトは九〇％前後と思われるが、ネット取引の二割弱はネット專業証券以外の証券会社に発注している。それはなぜだろうか。

ネット取引については、需給両面にわたってなお説明すべき問題が潜んでいるように思われる。以下、みてみよう。

1 ネット專業証券の利益率

いわゆるネット專業証券五社（SBI、楽天、松井、マネックス、カブドットコム）の営業利益ベースのROEとその構成要素を、証券会社二五一社平均と比べてみると、表1のようになる。これによると、ネット專業五社はいずれも全社平均と比べてROEが高く、その主たる要因が売上高営業利益率の高さにあることが分かる（非連結ベース、以下、同様）。

ネット取引の費用構造は、その業務の性格上、人件費、店舗関係費が低い反面、システム関係費用（システム保守、ソフトウェア減価償却、事務関係システム利用料）がかさむ特徴を持っている。売上高利益率が高いということは、純営業収益に対してシステム関係費用を抑えているからか、あるいは逆に現行システムに対して純営業収益を引き上げる工夫をしているかのどちらかである。価格競争（手数料の引き下げ競争）や広告宣伝は、受注を増やす手っ取り早い手段ではあるが、減収要因であり、コスト増加要因でもある。

日本証券業協会は、半年に一度、協会員を対象にインターネット取引の調査を行い、その調査結果を「証券業報」に公表している。それによれば、インターネット取引を手掛けている業者は、新規参入がある半面、退出も

あり、近年、ほぼ六〇社程度と報告されている。つまり、ネット
 専門証券の高い利益率に誘引されて（あるいはネット取引にシフ
 トする顧客を引き留めようと）、ネット取引に新規参入する業者は
 常に現れるが、他方で、同じ数だけの業者がコスト倒れになって
 退出しているのである。つまり、ネット専門証券としてのビジネ
 スモデルには「コア・コンピタンス」(Core Competence)、競合他
 社が決して模倣できない核となる企業能力)が必要のようであり、
 それが参入障壁になっているということだろう。それは何だろう
 か。

ネット専門証券の手数料率は極めて低く、顧客にとつて少しの
 値幅でも利益が得られる機会が多く、それだけ利食い売りも出や
 すい。そこで、わずかな利幅を量で補おうと信用取引を利用する
 顧客が多くなる。わずか專業五社で、買い建（信用取引貸付金）
 は合計一・五兆円、全社合計（三・二兆円）の四七％、売り建
 （信用取引貸証券受入金）では二四〇億円、全社合計（五千億円）
 の四九％を占めている（二〇一四年三月末残高）。信用取引を多用
 するアクティブトレーダーを集めることで、薄利多売を狙うビジネ
 スモデルなのである。

表1 ネット専門証券の収益力（2014年3月期）

	全証券 会社平均	ネット専門5社				
		SBI	楽天	マネックス	松井	カブドットコム
①総資産回転率	3.2%	4.4%	6.3%	7.2%	6.0%	3.3%
②売上高利益率	24.1%	25.6%	29.5%	24.0%	42.1%	31.1%
③レバレッジ倍率	17.9倍	10.6倍	14.7倍	10.3倍	7.8倍	16.3倍
④自己資本利益率 (ROE)	13.6%	11.9%	27.4%	17.9%	19.6%	17.0%
⑤売上高営業利益 率	30.8%	46.9%	52.2%	41.2%	69.9%	54.4%
⑥自己資本営業利 益率 (ROE)	17.5%	21.9%	48.5%	30.8%	32.6%	29.6%

(注) 1) 回転率は「純営業収益÷総資産」、②売上高利益率は「当期利益÷純営業収益」、③レバ
 レッジ倍率は「総資産÷(純資産=自己資本)」、④は①×②×③、⑤売上高営業利益率は
 「営業利益÷純営業収益」、⑥は①×③×⑤

2) なお、総資産、純資産(自己資本)は平残(前年末と当期末の平均)で算出している。

(出所) 全証券会社(251社)平均は日本証券業協会『統計資料』、ネット専門証券5社については各
 社『業務及び財産の状況に関する説明書』より作成。

そうだとすると、そうしたアクティブトレーダーに訴求する独自のサービスやシステムを提供することが成功のカギとなるだろう。松井にみられる「手数料のボックスレート」や「無期限信用取引」、デイトレーダー限定の「一日信用取引」のような価格設定・サービスのイノベーションがそれにあたるだろう。あるいは、勘定系・情報系の取引システムを内製化し、システム費用を抑えながら差別化した商品・サービスを提供する能力も「コア・コンピタンス」の一つであろう。松井を除きネット証券は、母体がIT企業であったり、IT技術に詳しい経営者であったりするのは偶然ではあるまい。

2 ネット証券の預かり資産

しかしこのことは、アクティブトレーダー以外の個人の証券取引が、依然としてネット証券以外の顧客にとどまりうることを裏側から物語っている。たとえば、ネット証券五社の預かり資産をみると、表2 のようになる。

いま、仮にネット証券の顧客がすべて個人だと仮定しよう。『平成二五年度株式分布状況調査』によると個人の株式所有は株数ベースで二四・三％（金額ベースで一八・七％）であるが、ネット証券の株

表2 ネット証券5社合計の預かり資産

年 月		2013年3月末	2014年3月末
[全社ベース]			
株券	(千株)	303,458,919	303,543,917
債券	(百万円)	91,555,440	91,230,061
受益証券	(百万口)	63,494,638	67,860,272
[ネット証券5社ベース]			
株券	(千株)	14,919,639	15,535,538
債券	(百万円)	434,095	462,213
受益証券	(百万口)	2,857,554	3,410,532
全社に占める証券5社のシェア	株券	4.9%	5.1%
	債券	0.5%	0.5%
	受益証券	4.5%	5.0%

(注) 海外株、外債、外国投信も含む
(出所) 表1に同じ

式預かりシェアは五%程度しかないから、個人持株に限定すれば二割強のシェアにとどまる。また、投信についていえば、証券会社だけではなく銀行窓販の預かりもあることから、ネット專業証券の投信預かりシェアはさらに低くなるだろう。

そもそも中長期の顧客資産の取り込みは、回転売買をターゲットにしたこれまでのネット專業証券のビジネスモデルからみると、断絶しているようにみえる。ネット專業五社間では投信預かり残高に大きな格差があり、投信営業において積極、消極の両端に分かれているのも当然のように思われる。そこで、今度は、顧客の側から、ネット取引について考えてみよう。

3 ネット取引と対面取引

前述のように、日本証券業協会は、手数料の全面自由化以後、半年ごとに「インターネット取引に関する調査結果」を『証券業報』に掲載している。この調査によれば、手数料全面自由化直後の二〇〇〇年三月期下半期（一九九九年一月～二〇〇〇年三月）には、株式委託売買金額（信用取引分も含む）のわずか一・八%に過ぎなかった「ネット取引」が〇六年三月期下半期には三一・五%のピークに達し、その後も二〇～三〇%をキープしていることが分かる（図1）。もつとも、ここには投資家別内訳がないが、個人の取引に限定すればもつと高くなるだろう。一説によれば、個人の株式売買の九〇%程度を占めるともいわれている。

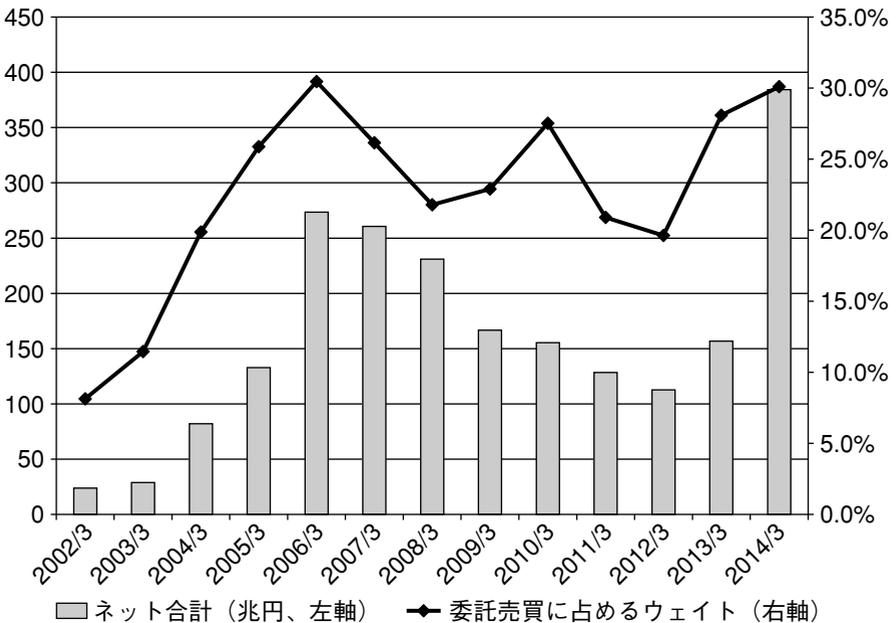
では、このネット取引におけるネット專業証券のシェアはどの程度なのか。先の、日本証券業協会調べのネット取引を通じた株式委託売買金額を分母に、ネット專業証券の委託売買金額を分子にして計算すると、図2のようになる。これによると、ネット專業証券のシェアは二〇〇〇年代前半には急速に上昇したものの、後半ごろか

ら伸び悩み、二〇一〇年代に入ると横ばいで推移していることが分かる。二〇〇〇年代後半に後発ネット專業証券が、手数料引き下げ競争を持ち込んで急速にシェアを伸ばしたが、その多くは先発專業五社のシェアを奪ったものであることが分かる。これをみると、ネット專業証券の売買シェアは八〇％強が限界なのではないだろうか。

ネット專業証券以外でネット取引を手掛ける証券会社の多くは対面取引も手掛けており、こうした業者の数は五〇社程度である。ネット專業五社の個人顧客預かり残高は株式の場合で二割強、投信の場合で数％と推計されるが、逆に見れば、この残りが対面營業証券の預かりということになる。そしてネット取引でも二割弱が対面取引を並行的に行っている業者によるものである。それでは、ネット專業証券以外で取引している顧客のニーズは何なのであろうか？

ネット專業証券は非常に回転の速い売買を繰り返す

図1 株式委託売買におけるネット取引のウェイト（年次ベース）

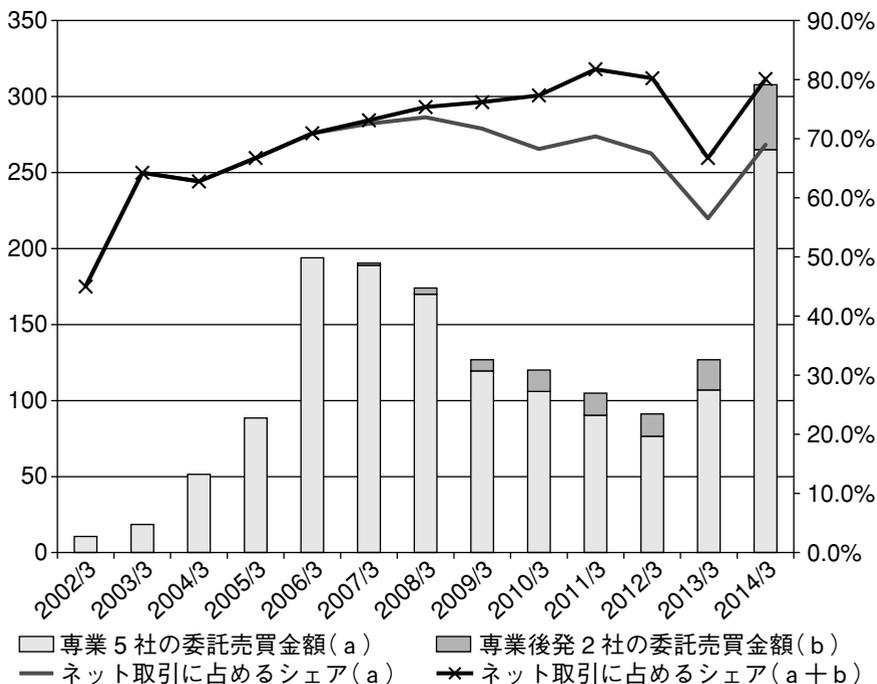


(出所) 日本証券業協会「インターネット取引に関する調査結果」より作成

返すアクティブトレーダーに適した価格設定（手数料表）や信用取引、さらには高度な取引ツールや市場情報等をインターネット経由で提供しているが、そうした価格設定やサービスをさほど必要としない、あるいは、そもそもインターネットを駆使して売買すること自体が不慣れで、高度な取引ツールは使いこなせない顧客もいるということだろう。

中長期の資産形成を目標とする顧客からみれば、日中の株価変動を気にすることも、それに引きずられて売買することは少ない。時に銘柄の入れ換えはしても頻繁ではないから、手数料率がネット專業証券に比べ少々割高でも痛痒には感じない。そもそも手数料競争に引きずられて、ネット取引の平均手

図2 ネット專業証券の株式委託売買金額（兆円）とネット取引におけるシェア（%）



(注) ネット專業5社はSBI、楽天、松井、マネックス、カブドットコム。專業後発2社はGMOクリック、岡三オンライン。
 (出所) 表1および図1に同じ。

数料水準は現状でも、十分低くなっているのである。その反面、高度なチャートや銘柄スクリーンのツールを提供されても、それを自分で使いこなせない顧客も多い。そうした顧客は、評判を聞いてネット專業証券に口座を開いても、売買しないで不稼働口座になっていることが多いのではないだろうか。

そうした顧客にとっては、ネット取引顧客にも営業担当者を割り当てて、困った時には相談してもらえ、体制を整えてくれた方が頼りになって安心なのではないか。ネット取引では、困った時の対応としてコールセンターを置いているが、それはたいてい通信回線事情が悪くて端末から発注できない状況を想定している。そうではなく、アドバイザーはするが、それは聞かれた時だけに対応する、つまりネット取引と対面取引の中間のような営業体制が求められているのではないか。

4 おわりに

預かり残高からみると、ネット專業証券以外に株式を預けている個人顧客は八割近く存在すると思われる。そうした顧客も手数料の安さに魅力を感じてネット取引の口座を開設するケースが多い。しかし、依然として、ネット取引の二割弱はネット專業証券以外で取引を行っているのである。そうした顧客は、やはり何らかのアドバイザー、あるいはコンサルタントを求めているのである。それは何だろうか。目にみえないが、多くの潜在的なニーズが潜んでいるように思われる。

この顧客層は、対面取引とネット取引のいわば境目にあつて、ネット專業証券の一部も顧客ターゲットの対象にしている。ネット專業証券のビジネスモデルからは、そうした顧客戦略は、これまでとは違った発想が必要のように思われる。事実、こうした多角化戦略にネガティブな業者もいるのである。しかしまた、投信営業に注力

し、金融商品仲介業契約先の開拓に熱心な業者もいるのである。それだけに、そうした顧客層のニーズをいち早く見つけて、これに適した戦略を打ち立てた業者が成功のカギを握ることになるのではないか、と思われる。

注

(1) 純利益ベースではなく営業利益ベースで比較した理由は、純利益は営業外損益や特別損益、法人税等、本業以外の要因で大きく左右される可能性があるからである。そこで、本業の収益力をみる場合には営業利益ベースでみた方が適切である。とりわけ前年度は、上場株となった旧東証株（現JPIX株）を売却して特別利益を出し、当期利益をかさ上げた中小証券が多かったのである。

(にかみ きよし・特別嘱託研究員)