

## インターネットは証券取引をどう変えるか

—サイバースペースからの挑戦—

佐賀 卓雄

資金力のある企業、テクノロジーやソフトや情

報に年に数十億ドルも投資できる企業に、個人が

まともなぶつかっても、勝負にならない。ミュー

チュアル・ファンドのような投資信託を買う以外

に、個人には方法がない。この結果、ほとんどの

市場がプロの投資家に支配されるようになった。

プロが支配するようになると、個人が重要な参

加者だったころとは、市場の性格が変わってく

る。投資の視野は短くなり、だれもが同じ決定を

くだすようになり、投資のプロセスはかつてな

かったほど自動化されていく。……

情報がもっと安くなり、個人投資家が直接の参

加者として市場にもどってくるまで、こうした流

れが変わることはない。

(Kurtzman, J., *The Death of Money*, 1993: 山

岡洋一訳『デス・オブ・マネー』講談社、六〇—

六一ページ)

はじめに

発注、注文回送、付合せ、取引照合・確認、決

済という一連のプロセスからなる証券取引、また

その前提となる投資情報の流布をシステム化する

試みは、既に数十年の歴史を刻んでいる。しかし、

証券取引の歴史が古ければそれだけ既得権益をめぐる利害関係者の対立が深刻になり、システム化が遅々として進まないという側面がある。アメリカや日本では、利害対立の比較的少ない相場情報流の流布から機械化が進んできたのに対して、一九八〇年代になって新たに創設されたヨーロッパ諸国の派生商品取引所が最初から取引全体をシステム化してスタートする場合が多かったのはこのような事情を物語っている。

しかし、証券市場における機関化の進展を背景に、一九八〇年代以降、証券取引プロセスの全体にわたってシステム化は急激な勢いで進んでいる。具体的には、取引所間の競争を背景にした小口注文の回送システムの発展や、機関投資家のニーズを満たす形で進んできた私設取引所の台頭をあげることができる。これに対して、大手デスクカウンターのPCソフトの利用を別にすれば、

台といわれている。

インターネットは証券取引をどう変えるか

この巨大テクノロジーの出現は証券取引に対しても根源的な影響を及ぼす可能性が強い。数年前から、「サイバー・エクステンジ」、「デジタル・エクステンジ」、「バーチャル・エクステンジ」などの言葉が雑誌記事の中で使われ始め、このテクノロジーの影響に多大な関心が向けられ始めてはいるものの、その内容は必ずしもはっきりしなかった。しかし、証券各社やミューチュアル・ファンドがホーム・ページを設け投資や商品情報を流すにとどまらず、デスクカウンター数社が実際に営業のツールとしてインターネットを利用し始めるに及んでそのインパクトが現実化している。そして、今年二月に、ニューヨークのビール醸造会社(Spring Street Brewing Co.)がIPO用目論見書をインターネットに載せ、一般大衆三、五〇〇人から約一六〇万ドルの資金を集

リテイル取引の分野でのシステム化はこれまではほとんど進展していなかったといえる。

ところが、近年、インターネットを利用した証券取引が開始されるにつれて、これが証券取引全体にわたって大きなインパクトを及ぼす兆候が現れつつある。そこで、ここでは特にインタネット・ブローカーの実態とIPO(新規公開)業務の展開を紹介し、その証券市場への影響について考えてみたい。

## 一、インターネットと証券取引

最近、新聞、雑誌、テレビなどでインターネットという言葉が聞かない日はない。このコンピュータ・ネットワークの集合体であるインターネットの利用者は全世界で約五、〇〇〇万人、それに接続されているサーバーは約四〇〇万

めた。同社は九五年第4四半期の売上高が約二四万ドルの企業で、株式を公開するほどの規模ではないが、ベンチャー・キャピタルに株式を渡したくないため、資金調達に苦労していた。そこで、元証券関係の弁護士であった同社のアンドリュー・クライン社長はインターネットをつうじた資金調達を考えついたという訳である。同社は、それに次いで三月にはインターネット上に自社株の流通市場を創設すべく(同社は非上場企業であり、ピンク・シート市場でも取引されていないため、投資家に流動性を提供することが目的であった)、自社のビール名から採った「ウィット・トレード」(Wit Trade)の開始の認可をSECからえた。

このシステムは、インターネット上の同社のホームページに「伝言板」(bulletin board)の機能をもたせ、売り手と買い手の名前、電話あるい

は電子メールのアドレス、希望株数と希望株価を  
 掲示させる。私設取引所 (PTS) のように売買  
 注文を直接マッチングせず、両者は電話または電  
 子メールで取引条件を交渉し約定する。

同社のインターネット・ファイナンス以来、そ  
 の行動を注目してきたSECは、インターネット  
 上での取引から生じる法的諸問題を検討する間、  
 ウィット・トレードの停止を求めた。そして、三  
 月二二日の同社宛書簡で、投資家保護の観点から  
 いくつかの修正が必要であることを指摘し、それ  
 を条件として基本的に認可の意向を表明した  
 (1996 SEC No-Act LEXIS 435, Spring Street  
 Brewing Company)<sup>(註)</sup>。これまでの例では、SEC  
 が新しいトレーディング・システムの意味を研究  
 するのに数年かかるのが普通であったから、この  
 決定は異例の早さである。SECとしては、イン  
 ターネットを利用したイノベーションを抑制する  
 ということ。

このように、今やインターネットはかつての宣  
 伝の媒体としての利用にとどまっていた段階か  
 ら、証券取引全体に計り知れない影響を及ぼす可  
 能性を秘めるに至ったといえよう。

(註) SECが問題にした諸点について、詳しくは伊豆 久「米國地  
 ビール会社のインターネット・ファイナンスをめぐって」、『証  
 レポート』(日本証券経済研究所大阪研究所、第一五二七号、を参  
 照されたい。

## 二、インターネット・ブロー カーの台頭

証券取引との関係では、インターネットは当初  
 は証券各社がホームページを開設して、市場、企  
 業、商品などの投資情報を流すのに利用されてい  
 った。金融サービス関係では、九四年一月に最初  
 のホームページを開設したのはシカゴ・マーカン

のような印象は与えたくないとの意図が働いたとみ  
 られている (Investment Dealers' Digest (IDD),  
 Apr. 1, 1996)。

さらに、カリフォルニアの代替エネルギー製品  
 の通信販売会社であるリアル・グッズ社 (Real  
 Goods Trading Corp.) 同社は九四年四月よりパ  
 シフィック証券取引所に上場、九五年の一日当り  
 取引高、件数は八五〇株以下、約三・五件で、一  
 七%以上が端株取引であった (同社のSEC宛書  
 簡より)。1996 SEC No-Act LEXIS 566, Real  
 Goods Trading Corp.) は六月にインターネット  
 を通じた増資の認可をSECからえている。かく  
 して、インターネットは公開市場からの資金調達  
 の途を閉ざされていたスタート・アップ段階にあ  
 る企業や小規模企業に新たな媒体を提供すること  
 になり、SECからのインターネット・ファイナ  
 ンスの認可待ちは、今年七月現在、約五〇社に上

タイトル・エクステンジ (CME) であるが、こ  
 の時点ではインターネットの安全性に対する信頼  
 度は低く証券取引の媒体として利用されてはいな  
 かった (Wall Street & Technology, Sep. 1995)。  
 今年六月の時点では、少なくともブローカレッジ  
 会社七〇社がホームページをもち、情報提供、宣  
 伝媒体として利用していた。こうした利用方法  
 は、フルサービスの総合証券では現在でも依然と  
 して一般的である。また、投信 (ミューチュア  
 ル・ファンド) では約九〇社がホームページを開  
 いていた (IDD, June 3, 1996)。この中で、九六年  
 五月に初めてウェブ上でミューチュアル・ファ  
 ンドを販売しはじめたのはデイスカウントリーの  
 ジャック・ホワイト社 (Jack White & Co.) であ  
 るが、それ以外の業者は総じて意欲をみせながら  
 も慎重である。この理由は、各社がそれぞれ最低  
 投資額を定めており、オンラインで株式売買を行

うのと比較してリスクが大きいためといわれる。例えていえば、ウェブ・サイトでのミューチュアル・ファンドの取引はATMをサイバースペースに置くようなものであり、インターネット上での取引の安全性が十分に保証されていない現状ではリスクが大きすぎるということである (IDD, June 3, 1996)。

同様に、フルサービスの総合証券や投資銀行は、情報の面では既にロイターやブルンバーグなどの情報ベンダーの端末から高度なサービスを提供しており、不特定多数の投資家に安価に情報を提供できる点を除けばインターネットの情報媒体としての利点はほとんどない。また、取引システムについても、機関投資家からの受注競争の過程で、既に私設取引所 (PTS) や独自のシステムを構築し終わっており、現段階ではハッカー対策や情報漏れに対する不安など、安全性が十分には担

保されていないインターネットを取引媒体として利用するインセンティブはほとんどないといっよい。

しかし、リテイル取引、とりわけシステム化の推進によって固定費、人件費を節約し、それによって低手数料を売り物にしてきたディスクウンターにとっては事情が異なる。自己のネットワークに投資家のコンピュータをつなぎ、電話ではなくオンラインで人手をへず二四時間注文を受け付けることができれば、大幅な経費の節減になる。したがって、ディスクウンターがオンライン取引を推進してきたのは当然の戦略といえる。

一般にオンライン・ブローカレッジという場合、以下の三つをさしている。第一は、アメリカン・オンライン (American Online) やコンピュータ (CompuServe) のような商業用オンラインが提供するサービスを利用するものである。第

二は、チャールズ・シュワップのストリートスマート (StreetSmart)、フィデリティのオンライン・エクスプレス (On-line Express)、クイック・レイリーのクイック・ウェイ・プラス (Quick Way Plus) のように、ディスクウンターが自社のPC用ソフトウェアを通じてサービスを提供するものである。第三に、インターネットを利用したオンライン・サービスである。

インターネットによる売買は、九五年一月にシカゴのハウ・バンズ (How Banes Investments) 社のディスクウンター子会社ネット・インベスター (Net Investor) が初めて手掛けた (IDD, June 3, 1996)。インターネットを利用した場合、特別のソフトを介しないで (したがってきわめて低い料金で) 不特定多数の投資家に情報の提供を行い、売買を成立させることができる点が前二者のオンライン・ブローカレッジとは異なる。した

がって、どちらかというと中小のディスクウンターによってインターネットが活発に利用され、大手のチャールズ・シュワップ、フィデリティ、クイック・レイリーなどは自社のPC用ソフトウェアによってサービスの提供を行ってきたのである。しかし、ここに来てインターネット・ブローカーからの手数料引下げ圧力が強まっているため、これら大手業者もインターネットによるサービス提供に踏み切るか、計画中である。

表は、野村総合研究所が新聞、雑誌記事から収集した、計画中的のものも含めたインターネット・ブローカーの概要である。ウォール・ストリート・ジャーナル紙 (九六年六月二五日付) によると、インターネット・ブローカレッジのリテイル取引全体に占める割合は一%未満、それ以外のオンライン・ブローカレッジが約四%で、オンライン・ブローカレッジ全体としても五%程度であ

表 オンライン(含インターネット)証券取引

証券会社名	サービスのチャネル			取引対象商品			
	インターネット	商用オンライン	PC用ソフトウェア	株式	債券	マルチプルソフト	個別株オプション
Charles Schwab	○	×	○	○	○	○	○
Fidelity Brokerage (PC用ソフトFOXによるサービス)	×	×	○	○	○	○	×
PC Financial Network (DLJの子会社)	×	○	×	○	○	○	○
Quick & Reilly	×	○	○	○	○	○	○
Accutrade (TransTerraの子会社)	○	×	○	○	○	○	○
Authauser (TransTerraの子会社)	○	×	×	○	○	○	○
Jack White	○	×	×	○	○	○	○
Lombard Institutional Brokerage	○	×	×	○	○	×	○
National Discount Brokers (Sherwood Securitiesの子会社)	○	×	×	○	×	×	○
Net Investor (Howe Barnesの子会社)	○	×	×	○	○	○	○
Pacific Brokerage Services	×	×	○	○	○	×	○
E*TRADE Securities	○	○	×	○	×	×	○
Ceres Securities (TransTerraの子会社)	○	×	×	○	○	○	○
eBroker (TransTerraの子会社)	○	×	×	○	○	○	○

(出所) Wall Street Journal, Barron's 等各種資料より野村総合研究所作成。

を行っている主要証券ブローカー

一日当たり 取扱件数	株式委託売買手数料		会社及びサービスの特色	
	インターネット 経由	その他		
700以上	16,000	1株50 \$100株 まで1件当たり	1株50 \$1,000株 まで1件当たり	ディスカウント・ブローカー最大手。PC用オンライン・ソフトを通じた注文取扱件数もトップ。インターネットを通じた取引には当初慎重だったが、96年5月、e.Schwab サービスのチャネルの一つとして導入に踏み切った。
		PC用ソフトウェア Street Smart		
		\$ 49.50	\$ 189.00	
—	5,000以上	1株50 \$100株 まで1件当たり	1株50 \$1,000株 まで1件当たり	業界大手だが、DOSベースのシステムFOXの後継システム開発に手間取り、インターネットへの対応も遅れた。
		PC用ソフトウェア e.Schwab		
		\$ 29.95	\$ 29.95	
—	5,000	\$ 40.00	\$ 150.00	セキュリティの懸念からインターネットは利用せず、商用ネットワーク AOL, Prodigy でのサービス提供に限定。
不明	不明	\$ 44.00	\$ 145.80	大手ディスカウント・ブローカーだが、インターネットへの対応は遅れ気味。
若干	200	\$ 30.00	\$ 48.00	TransTerra グループの中核会社。個人投資家向けにバスケット取引やプログラム取引のできるPC用オンライン・ソフトを提供。
2,000	—	\$ 34.00	\$ 34.00	リサーチ情報なども比較的豊富に提供する。
200	—	\$ 36.00	\$ 63.00	Security APL の PAWWS を通じてインターネット上でのサービスを提供。96年4月、他社に先駆けてインターネットを通じた投信販売を開始した。
1,200	—	\$ 34.00	\$ 34.00	金融誌バロンズがシステムの使い勝手、サービス内容、コストなどから最良のオンライン・ブローカーと評価。
700	—	店頭株の注文 \$ 20.00 その他の注文 \$ 28.00		PAWWS を通じてサービスを提供。
200	—	\$ 29.00	\$ 29.00	95年1月にインターネット上の取引を開始した草分け。PAWWS を通じてサービスを提供。
—	不明	成行注文 \$ 15.00 その他の注文 \$ 25.00		NYSE 会員のディスカウント・ブローカー。
2,200	5,000	上場株の成行注文 \$ 14.95 その他の注文 \$ 19.95		有力紙への全面広告などで注目され取扱高を飛躍的に伸ばした。オンライン専門ブローカーとしては初めての株式公開へ。
600	—	\$ 18.00	\$ 18.00	リサーチ情報などは提供せず低手数料を売り物にする。
50	—	\$ 12.00	\$ 12.00	業界最低水準の手数を売り物にする。投資家とのコンタクトは電子メールのみに限り、電話の問い合わせにも応じない。

り、現段階では深刻な脅威になっているとはいえない。しかし、バロンズ誌が最良のオンライン・ブローカーと評価したロンバード (Lombard Institutional Brokerage) 社のウェブ・サイトは、一日九四万回のヒット、登録ユーザー一四万五千人を記録し、取引の一五%はインターネット上で行われている。このため、メルル・リンチのような大手フルサービス業者もウェブに対する評価を見直す機運が高まっているが、基本的にはこれまでのコミュニケーション・チャネルを強化するものとしての位置づけである (Wall Street & Technology, July, 1996)。

先に指摘した理由から、近い将来、ディスカウンターのほとんどすべてがインターネット・ブローカーになる可能性が高いから、最低でも現在ディスカウンターが占めているシェア (リテール手数料総額の約一四%) 程度は容易に達成するも

のと思われ、フルサービスを巻き込んだ手数料引下げ競争は一層激しさを増す可能性が強い。

### 三、「デジタル・エクステン ジ」構想

初めてインターネットを通じて資金調達を実現したスプリング・ストリート・ブリューイング社の社長であるアンドリュー・クライン氏は、さらに今年四月には中小企業の公開を目的とするウィット・キャピタル社 (Wit Capital Corp.) を設立して、「デジタル・エクステンジ」構想の実現に向け動き出した。同氏によると、これに対する反応はきわめて大きく、一月足らずのうちにウィット・キャピタル社創業に必要な資金が集まったほか、ウェブを通じた資金調達についての問い合わせが約七〇〇社に達したという (JDD, June

3, 1996)。こうした反応を見て、同じような計画を手掛ける目的でウェブ・セキュリティズ (Web Securities) 社やダイレクトIPO (Direct IPO) 社といった企業が設立されている。

フィラデルフィアのウェブ・セキュリティズ社は、「第三勢力にウェブを」 ("world wide web to the third power") を標榜した「デジタル・エクステンジ」を創設し、インターネットや双方向メディア関連会社のIPOを手掛ける計画であるが、将来的には401Kプランや年金プランの資金が参加することに期待している。また、ロサンジェルスダイレクトIPO社は小規模なハイテク会社のIPOを手助けし (具体的には、弁護士、会計士事務所との接触など、従来、引受会社が行っていた機能を同社が行う)、五〇〇万から一千万ドルをインターネットをつうじて調達し、その後、Nasdaq 市場で二千から五千万ドル

の資金調達を実現することをめざしている。これによって、これまでは初期段階のハイテク企業への投資から事実上締め出されていた投資家はその機会を与えることができる。今年夏までには、少なくとも一社のSEC登録を実現し、秋までにインターネット上で株式を売買する予定である (以上については Wall Street & Technology, July, 1996/Business Wire, Apr. 2, 1996/The Recorder, Apr. 30, 1996 など、を参照)。

その他に、これまでは機関投資家向けに限られていたクロッシング・システムをインターネットを利用して個人投資家にも提供しようとする動きがある (JDD, July 8, 1996。これはディスカウンターのジャック・ホワイト社が、取引の活発なNasdaq登録三〇銘柄を対象に計画しているものである)。

以上のように、インターネットの利用は流通市

場にとどまらず、発行市場にまで広がりがつつある。しかし、現在動き始めている計画は、公式に表明されている趣旨から判断すれば、既存の取引所や店頭市場に取って代わることを意図するものではなく、これまでエンジェルやベンチャー・キャピタルが果たしてきたベンチャー企業の初期段階の資金調達を代位する性格が強い。将来的にはともかく、情報インフラの整備、決済システムの安全性、取引ルールの整備などにおいて抜きん出ている既存の取引システムに取って代わる可能性は現状では小さいといえよう。

### おわりに

現時点で、インターネットの証券取引への影響を全面的に評価するのは難しい。何よりも、この巨大なテクノロジーの潜在的な可能性を考えれば、

ば、あらゆる可能性を排除できないからである。しかし、徐々に解決されていくとは思われるが、インターネットを媒体とした証券取引の安全性が十分に解決されていない現状では、さしあたりはその影響も限定的なものにとどまると思われる。

ただし、リテイル取引の分野でのインターネット・ブローカーの台頭は、現在の機関投資家中心の証券市場の構造に対して重要な意義をもつようにおもえる。冒頭に引用したように、逆説的ではあるが情報化社会は情報格差がますます大きくなる世界である。その中で、インターネットは情報劣位に置かれている個人投資家に対して安価な情報アクセスの手段を提供し、機関投資家との情報格差をいささかでも縮小する役割を果たしている。この点、決してその意義を過少に評価すべきではない。

### 【参考文献】

- Gold, H. R. and Carey, T. W., "Getting Wired", *Barron's*, May 6, 1996.
- O'Brien, J., et al., "Web Warriors Redefine the Street", *Wall Street & Technology*, Vol. 4, No. 7, July, 1996.
- Tamasula, D., "Gravity Pulls Wall Street into the Net", *Wall Street & Technology*, Vol. 13, No. 9, Sep., 1995.
- Weisul, K., "The Cyberspace Rush", *IDD*, Feb. 26, 1996.
- Cover Story "Who Will Rule the Internet?", *IDD*, June 3, 1996.
- 新井敏樹「米国証券会社のオンラインブローカレッジの現状」  
日本証券経済研究所ニューヨーク事務所、一九九六年二月  
一三日。
- 淵田康之、西昭仁、大崎貞和「情報スーパーハイウェイ時代の証券市場」、『財界観測』一九九五年三月一日。

(さか たかお・当研究所主任研究員)