

ネット・トレーダー向け総合サイトを志向する インターネット証券会社

福田 徹

一、はじめに

一九九八年の登場以来、インターネットを通じて株式取引は爆発的なスピードで急拡大した。これは、既存の株式投資家のみならず、ネット・トレーダーと呼ばれる短期売買を行って利益を稼ぐ新たな投資家層が出現したためである。昨年度におけるインターネットを通じた株式売買は個人投資家全体の九割弱の割合を占めるまでに至り、ほぼ独占といって過言ではない状態にまで膨らんで

いる。ただ、この数字を意地悪く解釈すれば、我が国の株式市場におけるインターネット取引は成長余地がほとんど残っていないところまで飽和してしまったともいえ、インターネット証券会社は手放して喜んでばかりもいられない状況にあると見ることもできる。加えて、シェアの拡大を目指した株式手数料に対する引き下げ競争が激化しており、インターネット証券会社は新たなビジネス・チャンスを開拓すべき時期にあるのかもしれない。

そのために考慮すべき戦略として、二つ挙げる

ことができる。一つは、株式手数料の引き下げ以外の方法を用いることで、主に他社で取引するネット・トレーダーを奪って自社のシェアの拡大を目指す戦略である。もう一つは、インターネット取引が十分に浸透していない投資家層の取り込みである。たとえば、退職後に必要となる資金を運用するために長期投資を希望するような人々である。さて、実際のインターネット証券会社各社に関する最近の動向を眺めると、前者の戦略に重きが置かれているように思われる。特に、ネット・トレーダーが好む短期売買を行いやすい商品の品揃えの充実を図っているようである。具体的には、株式先物・オプション取引や外為証拠金取引なども併せて取り扱うようになったのである。これに伴い、一部のインターネット証券会社では、新たに取引扱う商品からの手数料収入が無視しえない水準になり始めている。また、興味深い

ことに大証の日経平均先物取引や外国為替市場における個人投資家の存在感が増大する現象が現れている。

本稿では、インターネットを通じた株式取引の現状について整理した後、株式先物・オプション取引や外為証拠金取引の状況について解説する。そして、これらの取引をまとめて取り扱うことによってもたらされる証券会社へのシナジー効果を一層高めるための方策を示唆することで、まとめとしたい。

二、インターネット経由の株式取引は飽和状態に

インターネットを通じて株式の売買注文を取り次ぐサービスの登場は、個人投資家にとって衝撃的なものであった。なぜなら、売買手数料率の飛

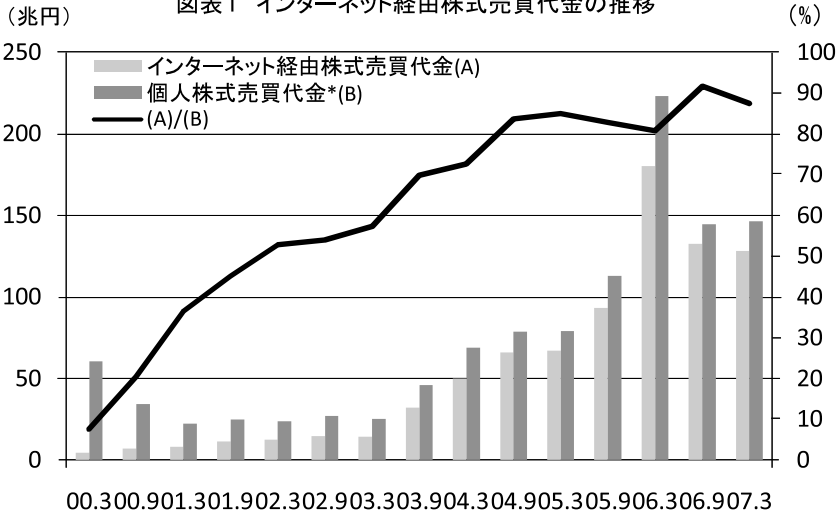
躍的な低下、売買注文の発注や約定の確認が瞬時に可能となったこと、売買板の状況がリアルタイムで監視できるようになったことなど新たなサービスによってもたらされる多くの特長によって、投機的な売買を好む個人投資家の取引アイデアが大きく広がったためである。つまり、これまで証券会社のディーラーのみ可能であった、株式市場において発生する短期的な価格形成の歪みを利用して儲けを生み出すことが、個人投資家にもできるようになったのである。

一九九八年五月、松井証券が我が国で初めて本格的な株式のインターネット取引サービスを開始して以来、それを利用した個人投資家の株式売買代金は急速に増加している。日本証券業協会が調査を開始した二〇〇〇年度下半期のインターネット取引経由の株式売買代金は四・五兆円に過ぎなかったが、二〇〇六年度下半期のそれは一二兆

円にまで膨らんでいる。インターネットでの株式取引が可能な口座数についても同様で、二〇〇〇年度末に一九三万口座であったものが、二〇〇六年度末に一一八九万口座となった。当然ながら、個人投資家の株式取引におけるインターネット経由の注文の割合も拡大しており、二〇〇六年度において東大名三市場とジャスダックを合わせた株式売買代金の九割弱を占めるまでに至っている。

なお、インターネットによる株式取引の売買代金が急増した理由は、三つの要因に分解することができる。一つは、対面ベースで株式取引を行っていた既存の投資家層の乗り換えである。もう一つは、ネット・トレーダーのような新たな投資家層の参入である。そして最後の一つは、インターネット経由で株式取引を行う投資家の売買回転率の上昇である。なぜなら、前述した特長によってインターネット取引は短期売買にその優位性を発

図表1 インターネット経由株式売買代金の推移



*三市場合計+JASDAQ(2003年9月期以降)

(出所) 東証、JASDAQ、日本証券業協会のデータに基づき筆者作成

揮するからである。これら三つの要因がいずれもプラスに働いたことが、五年間で五倍強にもなる驚異的な売買代金の急増をもたらした理由といえるだろう。

さて、急拡大を続けてきたインターネットを通じた株式取引による売買代金であるが、今後の動向をどのように捉えるべきであろうか。前述の三つの要因の現状を把握することでその将来を推察しよう。まず、既存投資家の乗り換えであるが、ほぼ終了したと思われる。これは、個人投資家の株式売買代金全体に対するインターネット取引経由の割合の時系列推移を眺めると明らかである。

図表1によると、その割合は二〇〇四年半ばまで拡大傾向を示したが、八〇%を超えた段階でそのペースが急速に鈍ったことがわかる。つまり、対面取引からインターネット取引への移行を望む株式投資家のほとんどが、既に乗りに換えてしまった

ために横這い傾向を示し始めた」と解釈されよう。

また、新たな投資家層の参入も一巡したといえるだろう。二〇〇六年度末のインターネット取引口座数の増加ペースが調査開始以降で最低となる一八・九%（前年同期比）まで低減しているためである。確かに、二割弱の増加率自体は高水準であるように感じられるかもしれない。ただし、既存の投資家が新たな口座を他の証券会社に開く場合が多いものとみられ、本当の新規参入者は少数にとどまると思われる。また、売買回転率が頭打ちになっており、インターネット経由の株式取引の特性を利用した売買手法の導入についても、十分に織り込まれていると解釈されよう。これら三つの要因の現状はいずれもインターネット経由の株式取引が飽和状態になっていることを示唆している」と判断される。従って、今後のインターネットを通じた株式売買代金の増減は、ほぼ株式市場の活

況度合いのみによって決定すると考えられよう。

つまり、インターネット株式取引の優位性に基づく成長の時代は終焉を迎えていると判断される。

三、新たなビジネス・チャンスを探る

インターネット経由の株式取引が飽和状態に近づいたため、インターネット証券会社は新たなビジネス・チャンスを開拓する必要に迫られている。例えば、大手専門インターネット証券会社の収益構造を眺めると、株式取引による手数料収入や信用取引貸付金からの受取利息が営業収益のほとんどを占めていることからわかる。従って、一層の利益拡大や安定を目指すならば、新たな収益源を求めなければならないであろう。

それを実現させるための方策として、異なる顧

客層をターゲットとした二つの戦略が考えられよう。一つはインターネット証券会社の主要な顧客であるネット・トレーダー向けのサービスを充実させることである。もう一つは将来に備えて長期的な余資運用を目的とする投資家向けのサービスを加えることである。前者は、株式のみならず先物・オプション取引、外為証拠金取引などを取り扱うことにより、短期売買志向型の投資家の利便性を向上させて、自社の顧客の囲い込みを図ると同時に他社の顧客を奪うこととする戦略である。それに対して、後者は債券や投資信託、保険などの商品の充実やライフ・プランニング・ツールの提供によって、これまでインターネット証券会社が十分に取り込めなかった長期運用志向の投資家を獲得する戦略といえるだろう。

なお、アメリカのインターネット証券会社の戦略についても同様の傾向があるようだ。著名な投

資家向け週刊誌バロンスでは、「ザ・ベスト・オンライン・ブローカーズ」という表題でインターネット証券会社の評価を毎年行っている。その際、ウェブ部門（ホームページ上から注文を発売）、ソフトウェア部門（特殊なソフトウェアを利用して注文を発売）に分けて順位付けを行っており、前者が幅広い投資家向け、後者がネット・トレーダー向けというイメージになっている。

さて、我が国における現状についてであるが、今年五月に日本証券業協会から発表された「インターネット取引に関する調査結果」によると、短期売買志向の強い投資家向けサービスを充実させる方向にあるように思われる。図表2を見ると、先物取引、オプション取引、外国為替証拠金取引を取り扱う証券会社数が急増していることがわかる。つまり、ネット・トレーダー向けの総合サイトを志向しているといえよう。一方、国債、普通

図表 2 取扱商品、サービス等の状況（社数）

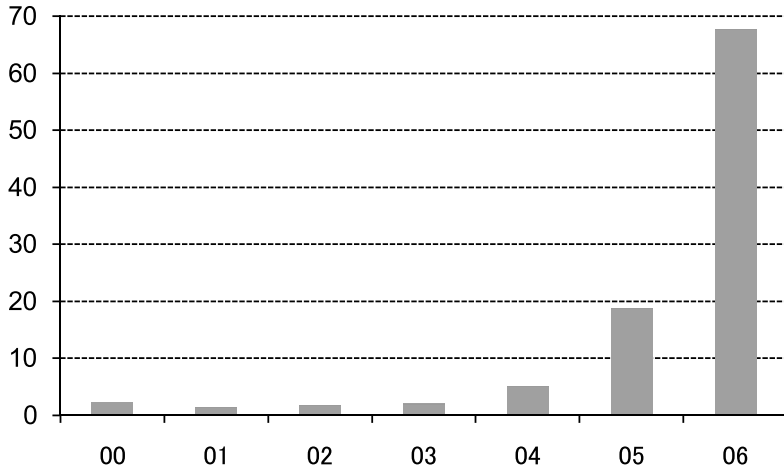
選択肢	01/3	02/3	03/3	04/3	05/3	06/3	07/3
上場株式	61	57	49	47	46	42	47
新規公開株式抽選参加	—	—	—	20	23	22	29
外国株式	12	11	11	13	15	15	18
国債	4	5	10	10	12	15	18
普通社債	1	1	3	3	4	4	8
転換社債・新株予約権付社債	15	15	15	15	15	14	15
外国債券	3	3	3	5	6	8	10
MMF	42	40	29	28	27	23	25
中期国債ファンド	34	25	18	19	12	10	12
MRF	41	42	37	33	32	33	33
上場型投資信託（ETF）	—	50	44	44	39	38	41
不動産投資信託（REIT）	—	40	37	37	38	35	40
ベンチャーファンド	—	16	13	14	16	13	18
国内証券投資信託（上記を除く）	36	33	33	30	27	27	31
外貨建てMMF	10	13	15	15	14	10	12
外国証券投資信託（外貨建てMMFを除く）	7	4	6	8	5	11	13
信用取引	16	21	26	26	26	29	37
先物取引	1	2	3	12	15	17	22
オプション取引	5	6	8	12	15	16	18
株式ミニ投資	9	15	14	14	13	14	14
株券貸借・消費貸借	—	—	—	2	4	2	5
カバード・ワラント	6	8	6	6	5	6	6
保険商品	—	—	—	5	6	4	3
外国為替証拠金取引	—	—	—	14	17	21	26
商品先物取引	—	—	—	1	3	3	6

（出所）日本証券業協会のデータに基づき筆者作成

社債、外国債券については着実に増加しているものの、昨年度末の取り扱い証券会社数自体はそれほど多くない。さらに、国内証券投資信託や保険商品に関しては、取り扱い会社数が横ばいもしくは遞減傾向を示している。この選択の背景には、インターネット取引の優位性が際立つのは、市場で取引が行われて時々刻々と価格が変化する商品であるとのインターネット証券会社の判断がなされているように思われる。一方、運用額が過去最高を更新している投資信託については、対面取引に対する十分な優位性を打ち出せない現状にあるのだろう。前述の日本証券業協会の調査結果によると、インターネットを通じた昨年度における投資信託の販売額は前年比で三割弱の増加となり、株式取引の普及期と比較して爆発的な成長は認められない。ただ、主に大手専業インターネット証券会社が、長期的な観点から注力しているのは確か

図表3 個人による株価指数先物取引の売買代金*

(兆円)



* 東証、大証に上場するものの合計値

(出所) 東証、大証が公表したものを筆者が合計

であるが。

続いて次節では、多くのインターネット証券会社が取り扱い始めた株式先物・オプション取引、外国為替証拠金取引の現状を把握しようと思う。

四、株式先物・オプション取引と 外国為替証拠金取引の現状

株式先物・オプション取引、外国為替証拠金取引に関して、市場における現状とインターネット証券会社の収益に対して与える影響について眺めて行きたい。まず、株式先物取引の市場における現状であるが、個人投資家による売買代金がここ数年で急増している（図表3）。東証と大証における株価指数先物取引の二〇〇六年一年間の合計売買代金は、前年比三・六倍の六八兆円にまで拡大した。内訳を見ると、知名度の高い大証の日程

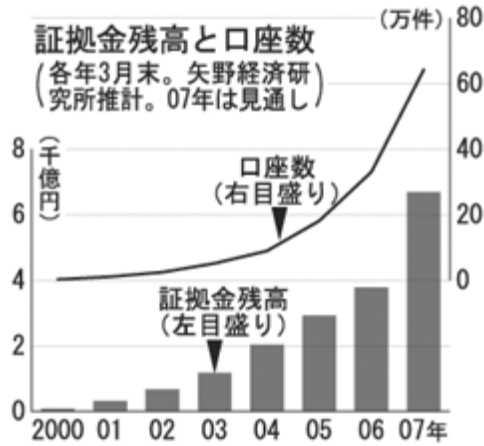
一方、企業収益の観点から株式先物・オプション取引を見ると、売買代金の増大を背景に一部の証券会社にとって無視できない存在になっているようだ。それらの取引について情報開示を行っているSBIイー・トレード証券、カブドットコム証券を例にとると、二〇〇六年度の先物・オプション取引からの委託手数料はそれぞれ、一四億円（同社受入手数料全体の三・二％）、一二億円（同八・〇％）にまで拡大している。証券会社によって取組の姿勢に差異があるが、収益を上げ得る商品として注目されているのは確かであろう。

続いて、外為証拠金取引について論じたい。同取引については、株式先物・オプション取引と異なり、市場規模や売買代金などに関する公的な統計が存在しない。従って、新聞記事に引用される民間機関の調査に基づくものを参考にせざるを得

ない。その中の一つである二〇〇七年三月二〇日付の読売新聞によると、「二〇〇七年三月末の証拠金残高が三七八一億円、口座数が六四万口座まで拡大すると推計される」と述べている。また、「二〇〇六年度の売買代金は二〇〇兆円までふくらみ、東京外為市場での取引量の二～三割程度を占めるとの見方がある」と紹介している（図表4）。なお、二〇〇六年度のインターネット経由の株式取引の売買代金が九九六兆円であるから、その二割程度の規模まで拡大していると判断されよう。

さて、外為証拠金取引が取り扱い業者の収益に与える影響度合いであるが、以下のように試算してみよう。仮に、売買代金が二〇〇兆円、手数料率が〇・〇二％（実際は買値と売値のスプレッドで示される）としよう。そうすると、業界全体で二〇〇六年度に得られた委託手数料は四〇〇億円

図表 4 外国為替証拠金取引の残高と口座数推移



(原典) 矢野経済研究所

(出所) 読売新聞 (2007年3月20日付)

程度となる。ただ、外為証拠金取引を扱う業者が証券会社系、商品先物業者系、短資業者系など立状態になっていないことに加え市場の寡占化が進展していないため、一社当たりの委託手数料はそれほど大きくないかもしれない。情報開示を行っているSBIイー・トレード証券、松井証券、マネックス・ビーンズ・ホールディングスを例にとると、二〇〇六年度の外為証拠金取引からの収益はそれぞれ、一六億円(同社受入手数料全体の三・六%)、一二億円(同四・四%)、一八億円(同七・一%)となっている。

五、一層のシナジー効果を得るために

以上のように、インターネット証券会社がネット・トレーダー向け総合サイトを志向する目的の

一つとして、投資資金をその証券会社に集中させるインセンティブを顧客に与えようとするところがあるだろう。この節ではあらためて、実際にどの程度の効果があるのかイメージするため、顧客が享受する具体的なメリットについて整理する。さらに、既存のメリットだけでなく、制度の変更や新たなサービスの追加によってインセンティブを一層高める方策を提案したい。

まず、顧客が得られるメリットとして最初に挙げられるのは、各証券会社でそれぞれ異なった商品を取引するために相互に送金する必要がなくなる点である。例えば、ある証券会社で取引している商品について追加証拠金が必要になると、他の証券会社にある資金を取り崩して送金するのは、大変手間のかかる作業である。これが、総合サイトとして多くの商品を扱っていけば、その中の証拠金の付け替えによって追加証拠金を補填する

ことができる。一つの総合サイトに取引を集中させれば、証拠金を送金する手間が大きく減じられるだろう。また、それは顧客が全ての商品の取引を一つの総合サイトに集中させるインセンティブを与えることを意味する。

加えて、顧客が保有する有価証券を証拠金代用有価証券として、他の金融商品の取引に利用できることもメリットとして数えられよう。既に制度として確立されている証券取引所で取引される株式信用取引や先物・オプション取引だけでなく、外為証拠金取引についても証拠金代用有価証券の利用を認める証券会社が現れている。今年五月に開始されたカブドットコム証券の外為証拠金取引では、株券を担保にすることができるようになった。このように、様々な金融商品に対して証拠金代用有価証券の利用ができるようになれば、株式や債券を取引する証券会社で他の商品を取引する

インセンティブが高まるため、総合サイトが優位性を持つだろう。

さらなるメリットとして挙げられるのは、総合サイトで顧客が保有する資産を一元化すれば、リスク管理が容易になるという点であろう。言い換えれば、いろいろな証券会社に分散して資産を保有するとその全体像が把握しづらくなると考えられるのである。ただし、保有する資産の種類が多様化すれば、一元化してもリスク管理は困難であるかもしれない。例えば、外為証拠金取引でドルを売り、輸出企業の株式を保有している場合、円ドルレートの変動に対するリスクの大きさを目分量で推測するのは難しい。従って、総合サイトのサービスの一環として、顧客が保有する資産のリスクを多面的に分析するツールを提供することが必要になると思われる。

次に、総合サイトに対する顧客のインセンティブ

を一層高める方策の提案であるが、最も効果的なのは一元的な金融所得課税の導入であると考えられる。商品の税制はそれぞれ異なっており、損益通算することもできないのが現状である。例えば、顧客が保有している株式のポートフォリオを株価指数先物でヘッジしようとした場合、いずれか利益を上げた商品が課税対象となるため、このヘッジされたポジションは税金分だけ必ず損失を計上することとなる。また、特定口座を利用できる商品については簡便に税金への対応ができるが、それ以外の商品についてはそれぞれ個別に処理して申告しなければならない。以上から、多くの商品を対象に分散投資を行うメリットが減じられている状況にあると考えられよう。さらには、総合サイトを利用するインセンティブをも低下させていると判断される。全ての商品に関する税制を同一のものとした上で相互に損益通算が可能となれ

ば、複数の商品に投資した場合の期待投資収益率が向上して、分散投資への志向が強まるだろう。

また、包括的な特定口座サービスが可能となれば顧客の納税コストの低減につながり、総合サイトに対するインセンティブが一層高まるものと期待される。

取引を一つの総合サイトへまとめようとするインセンティブを高めるもう一つの方策として、商品間にまたがるような手数料体系の設計が考えられる。例えば、株式取引、株式先物・オプション取引、外為証拠金取引の手数料を月間ベース合計し、ある金額以上なら顧客に対して支払われた手数料の一部を割り戻すといった方法があるだろう。この場合、特定の総合サイトで種々の商品の取引を集中的に行うと手数料が割安となるため、そこに集約させようとするだろう。このように、総合サイトによって顧客を囲い込む

ためには、手数料体系についても工夫の余地がある。

六、おわりに

ネット・トレーダー向け総合サイトを志向する戦略は、ある程度の効果を上げつつあると見て良いだろう。インターネットを通じた注文を取り扱う証券会社が増加するにつれて、株式先物取引や外為証拠金取引における個人投資家の売買代金は急激に増大している。ただ、他社で取引するネット・トレーダーをどれだけ獲得できたかについては未知数といえるだろう。従って、特定のインターネット証券会社に投資資金を集中させるインセンティブをネット・トレーダーに与えるようなさらなる方策を打ち出していく必要があると考えられる。また、本稿ではほとんどふれなかったが、イ

インターネット取引が十分に浸透していない長期投資を希望するような投資家層を取り込んでいくことも必要である。確かに、収益面での即効性に欠け、対面取引に対する明確な優位性を打ち出しづらいであろう。ただ、相場環境に大きく左右されない収益体質を築くには、この層の取り込みが重要となる。

最後となるが、株式先物取引や外為証拠金取引におけるネット・トレーダーの存在感の高まりを、証券市場の運営という観点からどう解釈すべきだろうか。彼らによってかく乱される市場がまた増えたと懸念を呈する考えもあるだろう。ただ、筆者としてはこの現象を前向きに捉えたい。その理由は、株式だけでなく多くの商品を取引しながらポジションを管理することで、より洗練された投資家が登場することを期待しているからである。そして、その中から一般的な投資家層の資

金運用に資する有能なファンドマネージャーが育てば良いと考える。

(ふくだ とおる・当研究所主任研究員)