

## 拡大が続く米国のインターネット証券取引

米国では、インターネットなどのオンラインを利用する証券取引が、個人投資家の株式売買の27%を占めるまでに拡大している。こうした中で、手軽に発注できるインターネット取引が個人の投機的な取引を可能にし、市場のボラティリティを高めているとする警戒論が強まっている。一方、激しい競争を生き延びるためのインターネット・ブローカー各社の個性的な戦略や地位を脅かされるフル・サービス証券会社の動向が注目されている。

### 1. 拡大する米国個人投資家のオンライン取引

98年を通じて、米国の個人投資家によるオンライン証券取引は、一貫して拡大を続けた。インターネットなどを通じた取引の件数は、第1四半期の一日平均18万6,300件から第4四半期の33万6,700件へと1.8倍に増加した(図1)。オンラインによる発注は、個人投資家の株式売買注文の27%を占めた<sup>1</sup>。

また、証券会社のオンライン取引口座数は一年間で360万口座増加して年末には730万口座に達した。97年にフォレスター・リサーチが発表した、オンライン取引口座数が2000年には1,000万口座を超えるという予測は大きな反響を呼んだが、実際の増加ペースは、これをはるかに上回っており、99年中にも1,000万口座に達する可能性も出てきた。



(出所) パイパー・ジャフレー資料より作成。

<sup>1</sup> オンライン証券取引の現状について詳しくは、大崎貞和『インターネット証券取引の真実』(ラジオたんぱ、1999年4月)を参照されたい。

■資本市場クォーターリー 1999年春

オンライン取引サービスを提供する証券ブローカーは、70社以上といわれる。銀行によるインターネット上でのミューチュアル・ファンド販売や運用会社による直販などを含めれば、証券取引機能をインターネット上で提供している会社は100社にも達する。

表1 米国の主要インターネット・ブローカー (99年3月現在)

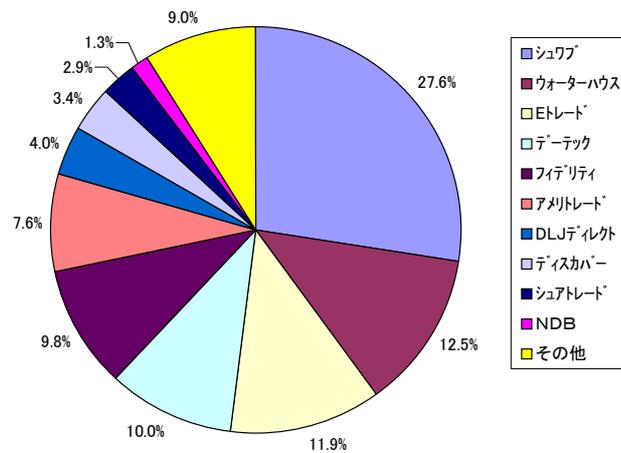
証券会社 (サービス名)	株式委託売買手数料 (チャージ込み)		『バロンス』 のランキング (99年3月)	備考
	1株\$50で700株取引 した場合 (売買代 金約 420万円)	1株\$50で1500株取 引した場合 (売買 代金約 900万円)		
ウォールストリート・エレクトロニカ	店頭成行 \$14.95 その他 \$33.95	店頭成行 \$30.00 その他 \$49.95	★★★	スペイン語画面を提供。
チャールズ・シュワブ (eシュワブ)	\$29.95	\$45.00	★★★	ディスクンター最大手。
アキュトレッド	\$29.95	\$39.95	★★	アメリトレッド・グループの上級サービス。
フィデリティ・インベストメンツ (フィデリティ・オンライン・トレーディング)	\$25.00	\$35.00	★★★	ミューチュアルファンド最大手。
ハウブ・インベストメンツ (ネットインベスター)	\$26.95	\$34.95	★★	インターネット取引の草分け。
DLJ・イレクト	\$20.00	\$30.00	★★★★	大手証券会社DLJの子会社。
ブル・アンド・ベア・セキュリティーズ (eブルベア)	\$19.95	\$29.95	—	97年のバロンス評価では★★。
ウォールストリート・アクセス	\$25.00	\$25.00	★★	
アメリカン・エキスプレス (インベストメント・イレクト)	\$24.95	\$24.95	★★★	クレジットカード大手。
ミューラル・シーハート (シーハート・ネット)	\$14.95	\$24.95	★★★	
トマス・F・ホワイト (コンピュTEL・セキュリティーズ)	成行き \$16.50 その他 \$21.50	成行き \$11.50 その他 \$21.50	—	97年のバロンス評価では★★。
ディスカバー・ブローカレッジ・ダイレクト	成行き注文 \$14.95 その他の注文 \$19.95	\$14.95	★★★★	モルガンスタンレー・ディンウィッターの子会社。
Eトレッド・セキュリティーズ	上場株成行注文 \$14.95 その他の注文 \$19.95	\$14.95	★★★★1/2	ソフトバンクとの合弁で日本進出へ。
ミスター・ストック	成行き注文 \$14.95 その他の注文 \$19.95	\$14.95	★★	オプション取引に強い。
クイック・アント・ライリー (クイックウェイ・ネット)	成行き注文 \$14.95 その他の注文 \$19.95	\$14.95	★★★	三大ディスクンターの一角を占めていた。
ウィット・キャピタル	成行き注文 \$14.95 その他の注文 \$19.95	\$14.95	—	「オンライン投資銀行」の草分け。98年のバロンス評価では★★★★。
ナショナル・ディスクンター・ローカーズ (ウェブ・ステーション)	成行き注文 \$14.75 その他の注文 \$19.75	\$14.75	★★★★	最近シェアを伸ばしている老舗。
J. B. オックスフォード	成行き注文 \$13.00 その他の注文 \$18.00	\$13.00	—	97年のバロンス評価では★★1/2。
ド・レイファス・ブローカレッジ・サービス	\$15.00	\$15.00	—	モンパルクの子会社。
ウェブ・ストリート・セキュリティーズ	\$14.95	\$14.95	★★★★	1,000株以上のナゲック銘柄無料。
エンバ・イア・ファイナンシャル	成行き \$ 9.95 その他 \$14.95	成行き \$ 3.00 その他 \$ 3.00	—	1,000~5,000株の注文は手数料無料だがチャージが加算され3ドル。
アメリトレッド	成行き注文 \$8.00 その他の注文 \$13.00	\$8.00	★★	Eトレッドに続いて株式を公開した。
ジャック・ホワイト	\$12.00	\$12.00	★★	ウォーターハウスが買収し、今後統合へ。
ウォーターハウス・セキュリティーズ (ウェブ・ローカー)	\$12.00	\$12.00	★★★	最近、急速にシェアを伸ばしている。トレント・ミバの子会社。
スコット・ホール・セキュリティーズ (スコットトレッド)	成行き注文 \$7.00 その他の注文 \$12.00	\$7.00	—	
ブラウン・アンド・カンパニー	成行き注文 \$5.00 その他の注文 \$10.00	\$5.00	★★★	チェスマンハタンの子会社。
デーテック・オンライン	\$9.99	\$9.99	★★★★1/2	「デイトレーダー」に人気。
トレディング・ダイレクト	\$9.95	\$9.95	—	
A. B. ワトリ (ワトリ・トレーダー)	\$9.95	\$9.95	★★1/2	上級サービス「アルティメイト」は★★★★1/2の評価。
シュアトレッド	上場株成行注文 \$7.95 その他の注文 \$9.95	\$7.95	★★★★1/2	クイック・アント・ライリー傘下。98年12月に電話対応を強化し手数料引上。

注) 『バロンス』が評価した会社、コム・ストリート・イヤーによる総合評価上位各社を中心に主要業者を選び出した。

(出所) 各社ホームページ等より野村総合研究所作成。

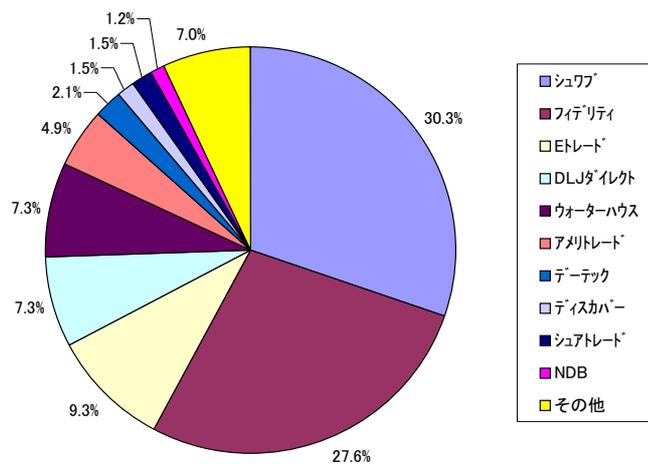
インターネットを通じた証券ブローカー・ビジネスは、上位 10 社でオンライン取引件数の 90%以上を占めるという寡占的な状況が定着している（図 2）。オンライン取引口座数で見ると、業界最大手のチャールズ・シュワブが 220 万口座と全体の 3 割を獲得し、フィデリティ、E トレード、ウォーターハウスといった有力インターネット・ブローカーがそれに続いている（図 3）。

図 2 オンライン取引件数のシェア分布（98 年第 4 四半期）



（出所）パイパー・ジャフレー資料より作成。

図 3 オンライン取引口座数のシェア分布（98 年末）



（出所）パイパー・ジャフレー資料より作成。

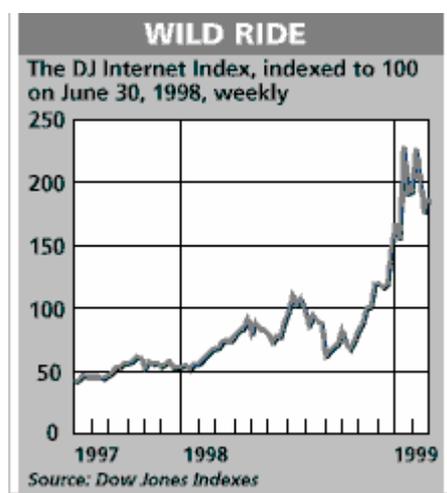
## 2. 過熱化の懸念と規制当局の対応

個人投資家によるインターネットを通じた株式取引の拡大に対しては、折からのインターネット関連株ブームとも相まって、投資に関する経験と知識を十分に有していない個人による投機的な売買の増加や日中の価格変動幅の拡大を招いているとの批判もみられる。また、投資家の無知につけ込む形での、インターネットを利用した詐欺的取引の横行も問題となっている。

### 1) インターネット取引の過熱化をめぐる議論

98年秋以降、米国株式市場では、インターネット関連銘柄の株価が急上昇し、大きな話題となった(図4)。商用オンライン最大手のアメリカ・オンライン(AOL)、インターネット上での書籍販売で知られるアマゾン・ドット・コム、代表的な検索エンジンであるヤフー!などの株価上昇がきっかけとなり、インターネット関連というだけでIPO直後に株価が急騰する銘柄が相次いだ。

図4 ダウ・ジョーンズ・インターネット株価指数の推移



(出所) WSJ Interactive Edition, February 24, 1999.

こうしたインターネット関連銘柄の売買の主役は、インターネット・ブローカーを通じて小口の注文を出す個人投資家であるとされる。投資経験の浅い個人投資家は、些細なニュースにも過敏に反応して一斉に売買するといわれ、こうした投資行動が、株価変動を拡大させる要因になっているとの指摘がなされた。

一方、インターネットを通じて、かつては機関投資家や証券会社に所属するプロのトレ

ーダーでなければ利用できなかったような高度な市場情報、取引機能などを個人が手軽に利用できるようになったことで、市場での取引価格やマーケットメイカーの気配を見ながら一日に何十回もの売買を繰り返して利ざやをかせぐ「デイ・トレーダー」の裾野が一挙に広がった。こうした日計り商いで生計を立てているデイ・トレーダーは 15,000 人ほどといわれ、パートタイムも含めれば数百万人に上るとの見方がある。デイ・トレーダー志願者に取引の方法やコツを教える教室まで開かれているという。

このようなインターネット取引の過熱ぶりに SEC、FRB などの当局者は、強い懸念を示している。

98 年 11 月、各州の証券監督機関が加盟する北米証券監督者機構 (NASAA) のフェイギン常務理事は、デイ・トレーダーの過熱ぶりに対して警告を発し、「典型的な個人投資家にとって日計り商いは投資とは言えず、単なるギャンブルだ。もしギャンブルがしたいならラスベガスへ行った方がよい。その方が美味しい食事にありつける。」と述べた。

SEC のレビット委員長は、99 年 1 月 27 日付けで声明を発表し、個人投資家に対して、インターネットを通じた株式投資がどんなに簡単に思えても、通常の株式投資と同じリスクにさらされているという事実を改めて想起するよう促した。声明では、インターネット取引においても注文執行や約定報告の遅れがあり得ること、株価が急激に変動する場合でも指値注文を出すことで予想外の値段で注文が執行されてしまうことを回避できること、マージン取引においては株価が下落すれば「追い証」を要求されること、不慣れた個人投資家がプロの日計り商いを真似ると大きなリスクにさらされること、などを懇切丁寧に説明している。

また、FRB のグリーンズパン議長は、レビット委員長の声明が発表された翌日 28 日の上院予算委員会での証言の中で、インターネット関連銘柄への投資を宝くじに例え、投資対象企業が成功した場合のリターンが非常に大きいと見込まれるために、合理的な期待値以上の投資が行われていると指摘した。

一方、インターネット関連銘柄の多くが取引されている Nasdaq 市場を管理する NASD は、急激な価格変動が生じた場合に取引を停止するといった措置をも視野に入れつつ対応策を検討した。結局、99 年 2 月、相次いで二つの会員通知が発出され、①顧客に対して価格の急激な変動に伴う約定の遅れ、追い証の必要性といったリスクについて十分に説明し理解を得ること、②自動注文執行システムを利用する場合には全ての顧客の注文を平等に取り扱うこと、などが会員証券会社に対して周知徹底された。

こうした中で、SEC は、OTC ブリテンボードで取引されているインターネット関連銘柄のいくつかについて、正確な情報が広く開示されていないことを理由に取引の一時停止を命じた。また、チャールズ・シュワブを始めとする有力インターネット・ブローカーを中心に、一部のインターネット関連銘柄の顧客注文の取扱いを自発的に取りやめたり、マージン取引に必要な証拠金を大幅に引き上げたりする動きが相次いだ。

## 2) インターネットを利用した詐欺的取引への対処

98年10月、SECは23件に上るインターネット上での詐欺的な証券取引行為を一斉に摘発し、44の個人、法人に対する差止訴訟の提起や行政処分決定を行った。これらの多くは、不特定多数に電子メールを送りつける「スパム」（いわゆるジャンクメール）やオンライン上で配布するニューズレター、ホームページなどを通じて、株式に関する虚偽または誤解を生じさせるような情報を流したというものである。Micro-capと呼ばれる小型株を利用したケースが多い。虚偽の情報を流す一方で、自らの持株を売却したり、オプションを行使したりして利益を上げるというのが典型的な手口である（表2）。

SECは、99年2月にも更に4件のインターネットを利用した詐欺的な証券取引を摘発し、発行会社から資金を受け取ってニューズレター上でその会社が発行する株式を推奨した業者など13の個人、法人に対する差止訴訟の提起や行政処分決定を行った。

一方、州レベルの規制当局が、一部のデイ・トレーダーを無免許営業、詐欺的な広告などの疑いで摘発するという動きも現れている。マサチューセッツ州証券監督局は、Nasdaq市場における電子取引ネットワーク（ECN）の一つであるアッテイン（Attain）を運営する大手業者オール・テック・インベストメントを含む4社に対する訴訟を提起した。また、テキサス州証券委員会は、日計り商い業者2社に対して適切な免許を保持していないことを理由として業務停止を命じ、総額10万ドルに上る制裁金を課した。

表2 SECが最近摘発したインターネット上での詐欺的取引の主要な事件

事件名	事件の概要
SEC v. The Future Superstock, et al.	発行会社から資金や株式を受け取って、その事実を伏せたまま、自らがインターネット上で発行するニューズレター上でそれらの銘柄を投資家に推奨した。
SEC v. Steven A.King, et al.	電子メールでしつこく勧誘した銘柄を株価が急騰したところで売り抜け不正に利益を得た。
SEC v. John Wesley Savage, et al.	発行会社から株式やオプションを受け取った上で、その事実を伏せたままそれらの銘柄をしつこく勧誘し、財務状態についても虚偽の情報を流した。
SEC v. Tribble	600万通に上る電子メールでしつこく勧誘を行い、SECオンライン苦情受付センター史上最大の苦情件数を記録。
SEC v. Volmer, et al.	発行会社から資金を受け取って紙形態のニューズレターで不正な投資勧誘を行っていた業者が、新たにホームページを開設して同じような行為を続けた。
SEC v. Vertucci, et al.	証券法上の届出を行わずに株式を募集し、ニューズレター業者に株式やオプションを提供して当該株式への投資を推奨させ、株価上昇時に売却して不正に利益を得た。
In re Scott P. Flynn and Strategic Network	発行会社から資金や株式を受け取って、その事実を伏せたまま、電子メールでしつこく勧誘した。被告は、別の証券詐欺でも有罪が確定している元証券ブローカー。

（出所）SEC資料より作成。

### 3. 注目されるフル・サービス証券会社の動向

#### —インターネット取引機能の導入に踏み切ったメリルリンチ—

インターネット・ブローカー間の競争がますます激化し、各社が独自の生き残り戦略を模索するなかで、これまで経験豊富なセールスマンによる高度な投資アドバイスや自前のアナリストによる投資情報といったサービスを売り物にしなが、手数料の引き下げやインターネット取引サービスの導入を見送ってきたメリルリンチ、ソロモン・ミスバーニーといった大手フル・サービス証券会社の動向が、改めて注目を集めている。

大手フル・サービス証券会社といえども、インターネットそのものに対して否定的であるとは決して言えない。これまでも、各社は、インターネット上のホームページを通じて、口座残高の照会サービス、リサーチ情報や分析ツールの提供などを進めてきた。また、セールスマンと顧客とのコミュニケーションを促進するために電子メールを活用するといった方策も講じている。

なかでもメリルリンチは、98年11月から4カ月間の期間限定サービスとしてアナリストの調査レポートをインターネット上で公開した。このサービスは、同社の顧客向けサイトである「メリルリンチ・オンライン」に登録すれば口座を保有していない人でも利用できるというもので、大きな話題を呼んだ。当初予定されていた2月末の期限後も、サービス期間が延長されたほどである。

99年2月19日、メリルリンチは、傘下のヘッジファンドの破綻によって危機に陥ったD.E.ショー・グループのインターネット・テクノロジー部門であるD.E.ショー・ファイナンシャル・テクノロジーを買収すると発表した。メリルリンチは、この買収によって自社のインターネット・サイトの機能強化を図り、ファイナンシャル・コンサルタント（セールスマン）が提供する知恵と最先端のテクノロジーを合わせた高度なサービスの提供を実現するとしている。

同時に、メリルリンチは、資産残高ベースでの手数料を徴収する口座である「アセット・パワー」及び「ファイナンシャル・アドバンテージ」の顧客を対象として、数週間以内にインターネットを通じた発注機能の提供を開始すると発表した。これらの商品は、資産残高に応じた一定の手数料を支払っておけば、一定回数までは顧客が好きなだけ取引できるという、いわゆる「ラップ・アカウント」から資産配分などのコンサルティング機能を除いたようなサービスである（表3）。大手証券会社にとっては、活発に売買を行う投資家が手数料の安いディスカウント・ブローカーに流れることを阻止するための戦略商品とも言えるだけに、これらの商品の顧客へのインターネット発注機能の提供は、以前から時間の問題とみられていた。

表3 「アセットパワー」と「ファイナンシャル・アドバンテージ」の内容（97年5月時点）

「アセット・パワー」の手数料表

	債券、投信、 キャッシュ	株式/ オプション	年間取引 回数上限
10万～25万ドル	1.50%	2.25%	52回
25万超～50万ドルの部分	1.25%	1.75%	60
50万超～100万ドルの部分	1.00%	1.25%	72
100万超～300万ドルの部分	0.75%	0.90%	96
300万超～500万ドルの部分	0.50%	0.55%	120
500万超～1,000万ドルの部分	0.25%	0.30%	156
1,000万超の部分	0.15%	0.28%	204

（出所）メリル・リンチ

「ファイナンシャル・アドバンテージ」のサービス内容

	ブロンズ	シルバー	ゴールド	プラチナ
運用資産	10万ドル～ 25万ドル	25万ドル～ 50万ドル	50万ドル～ 100万ドル	100万ドル～ 500万ドル
年間手数料	1.50%	1.50%～1.38%	1.38%～1.19%	1.19%～0.84%
年間無料取引回数	12	25	40	50～75
サービス(例)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・VISAカード</li> <li>・リサーチレポート</li> <li>・信用取引金利を0.25%割引</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・オンラインアクセス</li> <li>・ATM取引(年間50回以上)</li> <li>・贈与、相続対策</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・オンラインの小切手の振り出し</li> <li>・ファイナンシャルプランニング</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・信託サービス手数料の割引</li> <li>・各種銀行サービス</li> </ul>

（出所）ウォール・ストリート・ジャーナル

今回のメリルリンチの発表は、大手フル・サービス証券会社による初のオンライン取引サービスとして注目に値するが、従来指摘されてきた大手証券会社のジレンマを解消するものでは決してない。

メリルリンチを始めとする大手証券会社は、歩合報酬制のセールスマンを通じてリテール営業活動を行っている。仮に、全面的にインターネット取引サービスを導入し、顧客がインターネットでの発注を活性化すると、セールスマンにとっては歩合報酬の減少に直結する。他方、会社側は、無理にインターネット取引サービスを導入してセールスマン達を怒らせると、彼らが顧客を抱えたまま他社に移籍してしまい、結果的に多くのビジネスを失うことになるのを恐れている。ベテラン・セールスマンは、顧客との長期的な関係を確立しており、顧客側でも証券会社と取引しているというよりも、セールスマン個人と取引しているという意識が強いといわれている。

このジレンマを解決する方法の一つは、個々の口座の管理をセールスマンに任せたままで、付帯サービスとしてインターネット発注を認めることかも知れない。しかし、担当セールスマン自身が、深夜や早朝にも行われるインターネットでの発注を逐一監視することはできない。従って、実際上は、インターネット注文や問い合わせを専門に取り扱うためのセンターを新たに設けざるを得なくなるものと予想される。そうなると、センターで処



株式売買委託手数料の完全自由化は、99年10月にも実施されるものとみられている。その後は、インターネット取引を顧客獲得の最大の柱としながらディスカウント・ブローカー化を進める証券会社が現れることが確実である。実際、今川証券（99年4月に三澤屋証券と合併）や松井証券、岩井証券などは、以前からそうした方向を明らかにしている。今後は、格安航空券販売のエイチ・アイ・エスの社長が買収した協立証券や「オンラインディスカウントブローカー」を標榜するオリックス証券なども本格的なインターネット取引サービスを展開するものと予想される。

また、海外勢の進出も本格化しつつある。既に、Eトレードがソフトバンクとの合弁会社を設立しており、4月からの営業を予定しているほか、99年3月には、DLJディレクトが、住友銀行、大和証券などと合弁でディーエルジェイディレクト・エスエフジー証券を設立し、6月にも営業を開始すると発表した。最大手のチャールズ・シュワブによる進出も再三マスコミで報じられている。

一方、国内の異業種からの参入も計画されている。99年3月には、ソニーがゴールドマンサックスの顧問と共同でオンライン取引の準備会社であるマネックスを設立した。10月にも本格的な営業を開始する見込みである。また、商社系証券会社もオンライン取引に関心を強めているとされる。

我が国においても、手数料自由化以後は、インターネット証券取引をめぐる価格競争が展開されるであろう。しかし、米国の動向が示しているように、投資家がインターネット・ブローカーに期待しているのは、手数料の低さという価格だけではない。先行する米国のインターネット・ブローカー各社のサービス競争やフル・サービス証券会社の対応は、これから同じような状況に直面しようとしている我が国の証券会社にとっても、大いに示唆に富んでいる。

（大崎 貞和）