Japan Society for Management Information

Journal of the Japan Society for Management Information
Vol.13 No4 March 2005, pp.35-51

論　文

オンライン証券業界におけるパフォーマンスに与える要因分析
—有力専業企業の定量分析—

高井 文子（東京大学大学院）

要旨：オンラインビジネスが急速に広まるにつれて、当該分野を対象とした数多くの研究が行われるようになっている。しかし、具体的な業界やビジネスを取り上げ、そこでの成功要因を定量的に分析した研究はほとんど存在しない。そこで本稿では、急成長が進むオンラインビジネスのなかでも、いちはやくモルタル市場からオンライン市場へのシフトが進んだ証券業界を取り上げ、どのような要因が有力専業企業のパフォーマンスに影響を与えるのかという点に関して、定量的な分析を行った。その結果、(1)先行者の優位性が存在すること、(2)コア顧客が限られているため、口座数を増やすだけではパフォーマンスが向上しないという「規模の不経済」が働いていること、の2点が明らかになった。

キーワード：オンライン証券、インターネット、B to C、先行者の優位

Analysis of the Factors Contributing to Higher Performance in the Japanese Online Securities Industry:
Research Based on a Statistical Analysis of Leading Companies

Ayako TAKAI (The University of Tokyo)

Abstract：Researches on online businesses have dramatically increased, as this line of business has expanded rapidly. However, there are few studies that analyze the success factors of specific industries or specific businesses quantitatively. Therefore, this analysis focuses on the stock trading industry which largely shifted from a "brick-and-mortar" market to an online market earlier than many other rapidly growing online businesses. The present study quantitatively investigates the factors that affect the performance of companies in this industry. The results are that (1) a first-mover advantage does exist, and (2) since the core customers are limited, performance is not improved only by increasing the number of accounts (i.e., there are "diseconomies of scale.")

Keywords：online securities industry, internet, B to C, first-mover advantage

1．はじめに

本稿は、オンライン証券業界を取り上げて、「どのような企業が高いパフォーマンスをあげているのか」という点について、戦略論的な観点から業界の状況や代表的な企業の戦略を検討し、仮説を導出した上で定量的な検証を行うことを目的としている。

この5年程の間に日本でもインターネットの普及が急速に進み、2003年末にはインターネット利用者数は総人口の6割を超えた（総務省、2004）。

2004年2月10日 受付, 2004年9月3日 受理

NII-Electronic Library Service

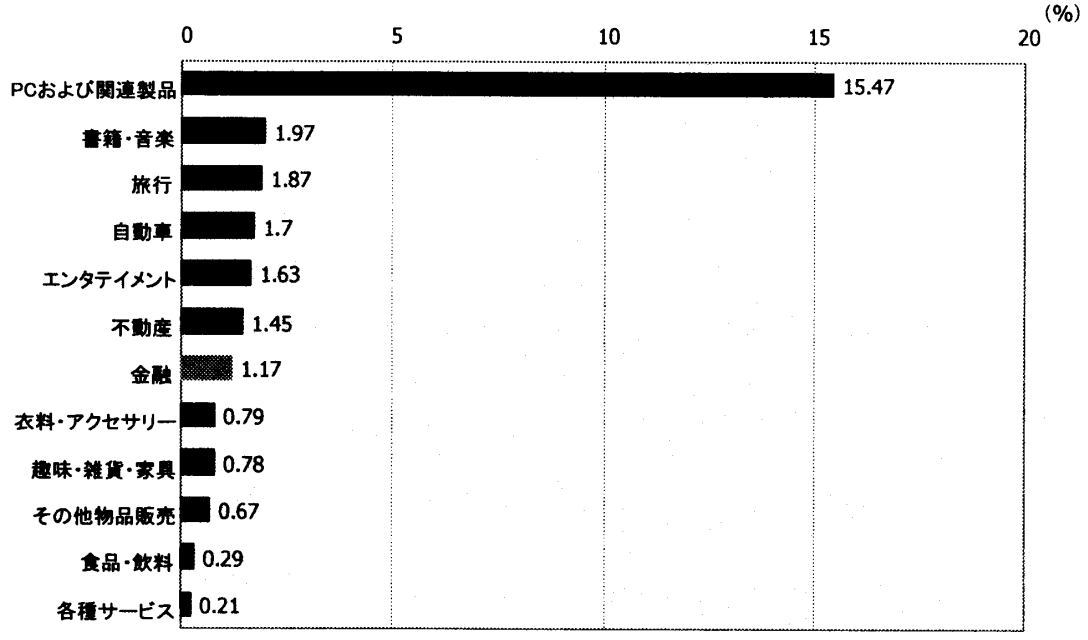
Japan Society for Management Information

また、このように個人のインターネット利用が広がるにつれて、「インターネット市場」も著しい拡大を遂げている。実際、インターネット購買は、既にインターネットの利用目的として「電子メール」・「情報収集検索」・「ニュース等の情報入手」に次ぐ位置を占めており、「過去1年間でインターネットを通じて商品・サービスを購入した個人」の割合も、高齢者も含めた全体で3割を超えている（総務省、2004）。

なかでも、オンライン市場への移行が特に進んでいるのが証券業界である。金融全体でみると、オンライン市場への移行は1.17%に留まっているが（図1）、オンライン証券市場は2004年3月段階で既存市場の約22%（図2）、個人の取引に限ってみると7割を超える規模へと成長を遂げており、既存市場を脅かす存在となっている。

証券業務は、多くのビジネスのなかでも、最もオンライン化に向いている事業である。なぜなら、時々刻々と動く株式情報の提供やリアルタイムの決済などは、証券取引に最も求められる要素でありながら、既存の店舗経由の取引では不可能であったからだ。しかし、通信価格の低下や通信スピードの飛躍的アップ、付帯ビジネスの進化によって、今後は他業界でもビジネスの大部分がオンラインビジネスにシフトする可能性は十分にある。そのため、オンライン証券業界の動きは、他業界にとっても参考になる先行事例だと言えよう。

このように1990年代後半になってオンラインビジネスが急速に広まるにつれて、アカデミックな分野でも、当該分野を対象とした数多くの研究が行われるようになっている。しかしこれらの研究では、単なる事例紹介に留まっていたり、あるいはオンラインビジネスという括りでさまざまな業界を一緒にして議論を行っていることが多い。すなわち、具体的な業界やビジネスを取り上げ、そこでの成功要因を定量的に分析したケースはほとんど存在しないのである。そのため本稿では、定量的な分析を通じてオンライン証券業界における成功要因を明らかにし、この業界の今後の方向性を示すとともに、オンラインビジネスへの移行が進みつつある他の業界への示唆についても論じたいと考える。

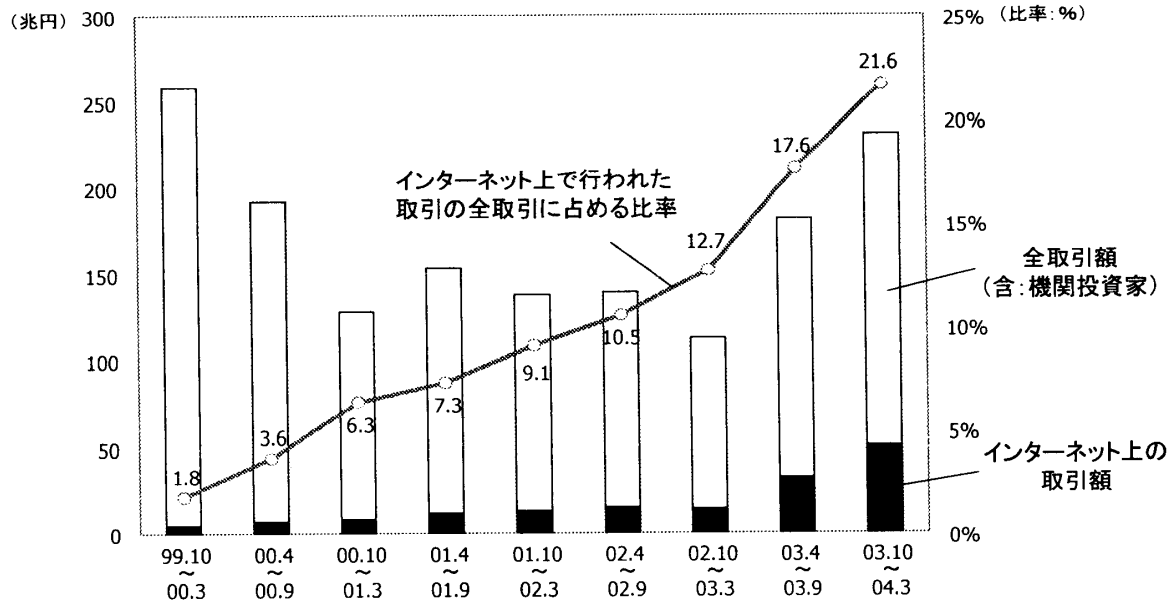


出所）経済産業省「情報経済アウトルック2003年版」より作成

図1 BtoCの電子商取引化率(2002年)

NII-Electronic Library Service

Japan Society for Management Information



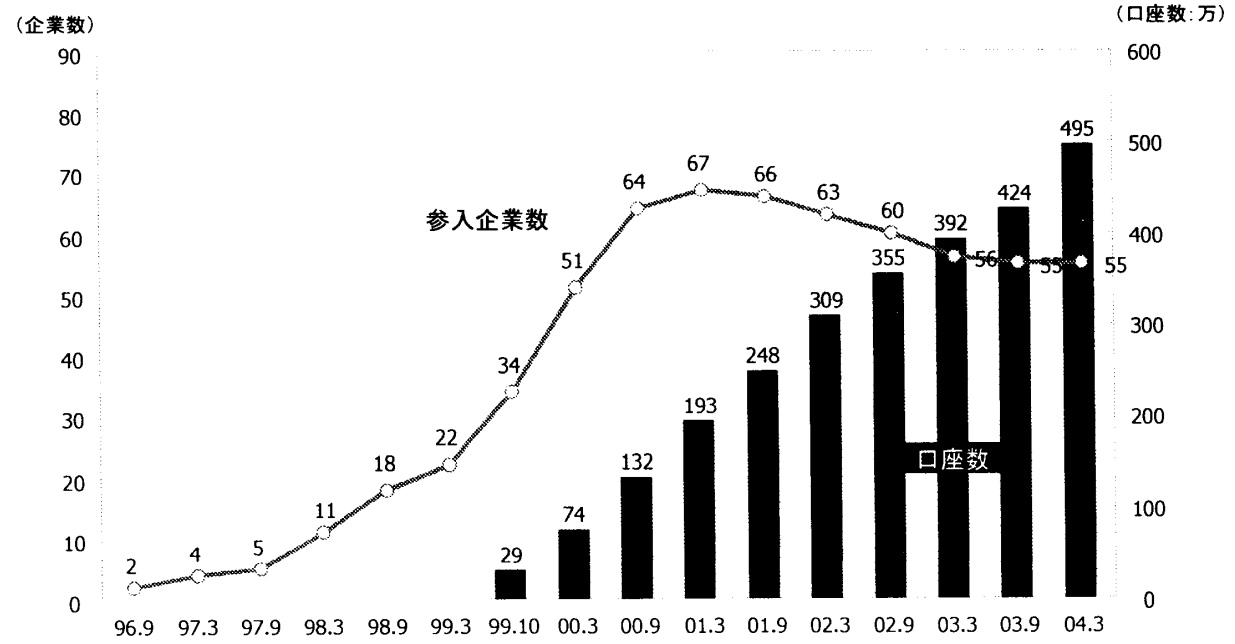
出所）日本証券業協会「インターネット取引に関する調査結果」より作成

図2 オンラインにおける株式取引額と全取引額に占める比率の推移

2. オンライン証券業界の概略

2-1 オンライン証券業界の立ち上がり

日本におけるオンライン証券[1]の歴史は1996年4月の大和証券の参入にさかのぼるが、その後一年足らずの間に日興、野村といった大手証券会社や、いくつかの中堅証券会社が参入し、その後2年間で競争企業数は20社近くにまで増えた。そしてさらに、このタイミングでオンライン証券市場の成長を後押しする二つの出来事が起きた。まず一つ目は、1998年12月の証券会社の免許制か



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」、日経マネー、日経4社データより作成

注）99年3月以前の口座数は不明

図3 オンライン証券の参入企業数と口座数

NII-Electronic Library Service

Japan Society for Management Information

ら登録制[2]への変更であり、もう一つが1999年10月の手数料の自由化[3]であった。これを契機に、海外や異業種からも多くの企業がオンライン専業企業として新規参入し、2001年3月には70社近く（日本証券業協会、2003）にまで競争企業数が増加した（図3）。

また、当初はごく限られた商品しか取り扱われていなかったが、瞬く間に店舗とほぼ同様の商品ラインナップが提供されるようになり、サービス面でも飛躍的な向上が続いた。その結果、株式市場の低迷のなかでも一貫して取引は増加し続け、わずか数年で既存市場に匹敵する市場へと成長した。

2-2 激しい競争と淘汰

しかし、こうして市場が急成長する一方で、参入企業は大きく分けて二つの面で厳しい生存競争を繰り広げることになった（高井、2003）。一つ目は、手数料競争である。この手数料とは、顧客が株式等の売買を証券取引所の会員である証券会社に委託し、これが成約した場合に得られる収入であり、証券会社の最も大きな収入源である。しかし、自由化前の水準から比べると90%も下がった価格帯もあり、また無料キャンペーンを行う企業が出るなど、利益を度外視した消耗戦が続いた。もう一つは、サービス面での競争である。店舗では難しい夜間・休日の取引や、信用取引のサービス、商品ラインナップの充実、あるいは各種検索情報の質や量で競い合い、プロの法人投資家向けと同レベルの情報を提供する企業も出ている。こうした厳しい競争のなかで、周囲から脅威だと目されていたシュワブ東京海上を含め、2001年以降は撤退を表明する企業が相次ぎ、ピーク時から10社以上も減少している。また、市場の寡占化も進んでおり、現在では取引の大半を上位の数社が扱っている。

このように、オンライン証券業界は、急成長が進むオンラインビジネスのなかでもいち早くオンラインビジネスへとマーケットが移行し、また多くの企業が参入して激しい競争を繰り広げ、その結果淘汰も進みつつある業界である。その上、有力企業を中心に情報公開が進んでいる企業も多く、定量的な分析が可能である。したがって、オンラインビジネスのなかでも研究対象として取り上げるのに適しており、また他業界の参考になるインプリケーションを示すことができる可能性が高い業界であると言える。

3. 先行研究

3-1 情報技術と企業経営、そしてオンラインビジネスに関する先行研究

1990年代後半になってインターネットが急速に普及し始めると、インターネットビジネスに人々の関心が集まり、多くの研究が行われるようになった。ここでは、大きく分けて3つのタイプの研究に分類して記述する。

まず第一は、具体的な業界（証券、書店、スーパーマーケット等）のインターネット市場の現況等についての、業界レポートないしその延長線上の研究である。ここでは、本研究に関わるオンライン証券のケースについて述べることにする。

中川（1999）は、オンライン証券は、顧客獲得コストとシステム維持コストがかさむためにそもそも利幅が薄いビジネスであると論じた上で、成功するのはデータベースを用いたマーケティングを計画的に実施し、そのフィードバックを行うことができる一部の企業だけであると予測した。しかし、実際にはその後、手数料の自由化やインターネットの普及が進むにつれて、リテール部門におけるオンライン証券のシェアは飛躍的に拡大することになった。一方、二上は、個人投資家の投資行動の変化を2つ指摘し、その第一にオンライン取引への移行をあげ（二上、2001）、また翌年には、証券業界への新規参入企業のビジネスモデルの類型を試みるなかで、オンライン取引の形態をとる企業の躍進を筆頭にあげている（二上、

NII-Electronic Library Service

Japan Society for Management Information

2002）。

また、伊豆（2001）は、インターネット取引が拡大する現状について、日本・韓国・アメリカの事例を比較し、日本でのオンライン市場の拡大の原因は個人投資家の層の薄さと仲介業者への信任の低さを示す結果であるとした。そのうえで、既存の証券会社としては、仲介業者の機能の強化を図って株式市場の基本的な利便性を維持・向上させることによって、オンライン市場への過度な移行を避けることが重要だと論じている。

しかし、これらの研究は、業界のデータをまとめることによって実務家への示唆を行うものであり、オンライン証券業界における成功要因を体系的に議論するといった試みは、ほとんど行われていない。

第二のタイプは、ポータルサイトや企業ホームページの運営、オンラインゲーム、ネットオークションなど、インターネットの登場によって初めて可能になった新しいタイプのビジネスに焦点を当て、その成功要因について論じる研究である。この分野では、主としてマーケティング論の立場から非常に数多くの研究が行われている（例えば野島、2000 など）が、そのほとんどが本稿の問題関心から外れるため、ここでは割愛する。

第三のタイプは、従来から存在するビジネス（いわゆるモルタル市場が存在するビジネス）について、そのインターネット市場での成功要因について論じる研究である。この分野でも、非常に数多くの研究が行われているが、現象の新しさに理論の方が追いついていない面があり、事例の紹介を行うだけに留まるケースがほとんどである。

こうした傾向に反する数少ない例外としては、たとえば Gulati and Garino（2000）が挙げられる。彼らは、「ネット事業と既存事業との連携が E ビジネスを成功させる」ということを前提とした上で、「両者をどの程度統合したらよいのか」という課題について 3 つの成功企業の事例をもとに比較を行っている。彼らは、その結果を受けて、「統合と分離」を単なる二律背反として捉えるのではなく、「ブランド、マネジメント、業務オペレーション、資本関係」という四つの切り口（あるいはさらにブレイクダウンした項目）ごとに、個々の企業が統合か分離かを決めることで、さまざまな可能性が生まれるということを主張している。また、Kanter（2001）は、既存企業がオンライン事業に取り組む際にほとんどのケースでうまくいかない原因は「変化を阻む組織文化」にあるとの仮説をもとに、変革に成功した「先行グループ」と上手くいってない「後続グループ」との間の比較を行った。その結果、既存企業がオンライン事業で成功を収めるためには、技術的な課題よりも人間的な課題の解決が重要であることが分かったとしている。

ただし、これらの研究は、先駆的な意義は非常に大きいものの、業界ごとの特性には十分な目配りがされておらず、オンラインビジネスという括りでさまざまな業界を一緒にして議論を行っているにすぎない。また、オンラインビジネスを、限られた側面・限られた切り口から議論しているにすぎないため、取り上げられた「成功要因」も非常に限定されている。すなわち、この分野の研究は、未だ端緒についたばかりだと言えよう。

このように、オンラインビジネスに関する先行研究は数多いものの、これらの研究では、単なる事例紹介に留まっていたり、あるいはオンラインビジネスという括りでさまざまな業界を一緒にして議論を行っていることが多い。すなわち、具体的な業界やビジネスを取り上げ、そこにおける成功要因を定量的に分析した事例はほとんど存在しないのである。

そのため以下では、「オンライン証券業界ではどのような企業が高いパフォーマンスをあげているのか」という点について、戦略論的な観点から業界の状況や代表的な企業の戦略を検討しつつ、仮説を導出した上で定量的な検証を行いたいと考

NII-Electronic Library Service

Japan Society for Management Information

える。

4. 仮説導出

ここでは、オンライン証券業界に関する一般的な議論を新聞記事から読み取り、それに戦略論的な観点から検討を加えることを通じて、オンライン証券業界における成功要因等についての仮説を構築していきたいと考える。

4-1 先行者の優位

オンライン証券業界において競争に敗れて撤退していった企業の「敗因」として最もよく語られるのは、「参入が遅すぎたため」というものである。逆に、成功している企業は、競争が激しくなる前に参入して、他社より優位な地位を確保したことにより生き残っていると言われる。

* 国内のある有力オンライン証券幹部はソシエテ、シュワブのネット取引からの撤退を「ネットビジネスで最も重要なスピード感を欠いたため」と分析する。シュワブが東京海上火災保険などと合弁会社を設立し、ネット取引に参入したのが二〇〇〇年春。肝心の日本株の取り扱いはその一年後からだった。国内のライバル各社は、株式売買委託手数料が完全自由化された九九年十月に一斉に顧客獲得競争に突入。シュワブが参入したころにはすでに大勢は決していた。（日本金融新聞：2001/12/14）
* 日経平均株価がバブル後最安値を更新するという逆風が吹き荒れる中、インターネット証券の経営環境も厳しさを増している。昨年秋以降は撤退を表明する証券会社も相次いでいる。今後も株価低迷が続くようだと、淘汰（とうた）・再編の流れが加速する。昨年末以降、日本でインターネット株式取引を手がけていた仏ソシエテ・ジェネラル証券や、米オンライン証券最大手のチャールズ・シュワブと東京海上火災保険の合弁会社、シュワブ東京海上証券が立て続けに業務を停止した。いずれもネット取引の本格スタートから参入が遅れた後発組。激しい顧客獲得争いの中で思うように口座を増やせず、撤退に追い込まれた。（日本経済新聞：2002/02/11）
* 一九九九年十月、シュワブ東京海上証券の設立は業界に驚きをもって受け止められた。会見には米シュワブと東京海上の両トップが出席、「控えめに見て三〜四年で五十万口座」という目標を発表した。折しも手数料自由化の直後だっただけに「黒船来る」と騒がれた。ところが、実際には「黒船」は現れなかった。原因の一つは営業の出遅れだ。当初は九九年十二月の計画だった米国株と投資信託の販売が始まったのは二〇〇〇年四月。既に手数料自由化から半年が過ぎ、松井証券やＤＬＪディレクト、マネックス証券などの先行組は地盤固めを終えていた。しかも日本株の開始は今年四月に入ってから。六十六社のネット証券が入り乱れ、過当な値下げ競争を繰り広げている最中だった。（日経産業新聞：2001/12/11）

新たな市場が立ち上がったときに、他社に先駆けてそこに参入することで得られる競争優位性のことを「先行者の優位」（first-mover advantage）と言う。戦略論やイノベーション研究の分野では、新市場に早期参入した企業の方が有利である（Foster,1986；Rosenbroom and Cusumano, 1987）という議論と、逆に早すぎる参入は失敗しがちであり、少々遅れた方がよい（Mitchell and Singh, 1993）という議論が存在しているが、「どのような条件の下では新市場に早期参入した企業の方が有利で、どのような条件の下では遅くに参入した企業の方が有利なのか」という問いに答える有用

NII-Electronic Library Service

Japan Society for Management Information

なフレームワークを示したのが、Lieberman and Montgomery(1988)である。この論文では、先行者の優位の源泉として、①技術的先行（先行することによって、技術面でリーダーシップを握って一定期間利益を独占したり、特許を取得したり、より多くの経験を積んだりできる）、②資源の先買（希少な資源を他社に先駆けて占拠できる）、③買い手の切り替え費用（顧客が購入先を切り替えるのにコストがかかる場合、先行して顧客を獲得すると優位に立つことができる）、④ネットワーク外部性（ネットワーク外部性があると先行して顧客を獲得すると優位に立つことができる）、の4つを挙げている。

では、オンライン証券の業界においては、「先行者の利益」は働くのだろうか。オンライン証券業界では、製造業の場合と異なり、生産あるいは製品における技術面でのリーダーシップや、特許の取得が問題になることは少ない。しかし、オペレーションにおいてより多くの経験を積み、さまざまなノウハウの蓄積を図る上では、なるべく早く参入することが有利だと考えられている（比留間・小林、2002）。したがって、このような意味で、技術的先行の面での先行優位性はある程度大きいものと考えられる。

次に、オンライン上で証券業を行うための資源として、圧倒的に重要なのは「情報システム」だと言える。もちろん、業務遂行にはその他の資源（人的資源等）も重要であるが、その影響力は、担当者による営業主体の店舗における業務に比べて圧倒的に小さいと言える。実際に、各種オンラインビジネス評価会社の項目を見ると、コストや販売商品以外のユーザーの関心は、簡便性・安全性など、情報システムに関わる部分が多い[4]。そこで、この業界の情報システムの構築について検討すると、大手証券会社系システム会社のパッケージ製品を利用する企業が主流を占めており、これだけをみると企業間の競争優位の源泉にはならないのではないかと思われる。しかしながら、この業界の黎明期の競争に大きな影響を与えた「定額手数料制」や「信用取引」といった商品・サービスに対応するためには、企業が独自にシステムのアドオンや組み替えを行う必要があり、時間・コストがかかる上に、その対応の巧拙によってサービス上で差が出たという（高井、2004）。したがって、資源面での先行優位性は大きいと結論づけることができる。

では、ネットワーク外部性（このサービスを消費する個人の数が増大するほど、消費者が得られる便益が高まるという特徴）についてはどうだろうか。再びオンラインビジネス評価会社の項目をみると、「機能性・使いやすさ」や「サービスのきめ細かさ」（ゴメス社）、「サービスの豊富さとそれらのバランス」（ストック・リサーチ社）といった、目に見えず、事前には評価しづらい、サービスの質に関わる部分が多く含まれている。そのため、「他の人が利用しているなら安心できる。自分も利用してみよう。」という具合に、広い意味での「ネットワーク外部性」（淺羽、2000）が働きやすい業界だと言える。

最後に、「買い手の切り替え費用（スイッチングコスト）があるかどうか」について検討してみたい。1999年頃には、松井証券や第一証券など一部の証券会社を除いた多くのオンライン証券で、口座管理料は年間数千円程度、サービス利用料が一万円前後かかるというシステムになっており、口座を移動することは一般の利用者にとって簡単に行えるものではなかった。しかし2000年頃には、三大証券会社を除く多くの証券会社が口座管理料を無料化し、サービス料も前年度の取引があれば無料とする、といった条件を設定する企業が多くなった。このように、現在ではかつてに比べて管理料の障壁が低くなっていることは確かである。しかし、それでも依然として口座のスイッチングコストが高いと思われる状況が存在している。

まず一つ目は、口座開設はオンライン上でクリ

NII-Electronic Library Service

Japan Society for Management Information

ックするだけではできず、書類を取り寄せて記入するという、手間のかかる作業を経なければならないということである。また二つ目は、信用取引サービスの開始と普及による影響である。この信用取引とは、一定の保証金（委託保証金）を証券会社に担保として差し入れることで、買付けに必要な資金や売付けに必要な株券等を借りて売買が行えるという取引である。つまり投資家は、信用取引を利用すると、手持ちの資金以上の買付けや手持ちでない株券の売付けを行うことが可能となるので、同じ手持ち資金でも取引の幅が広がるのである。その一方で、信用取引が普及すると、保証金を取引のたびに別の証券会社に移すには手間がかかるので、結果として証券会社と顧客との密着度が高まるものと思われる。そして三つ目は、各社が非常に豊富な商品ラインアップを揃えているため、投資家のポートフォリオが複雑化しており、それによって顧客が証券会社を切り替える際のスイッチングコストが高まっているのではないかということである。

以上により、オンライン証券業界においては、経験の蓄積による技術的先行の効果が高く、資源面での先買効果も大きく、また、買い手の切り替え費用も高いうえに、広い意味でのネットワーク外部性が働く。そのため、「先行者の優位性」が強く働くのではないかと考えられる。したがって、「参入してからの経過期間が長いほど企業のパフォーマンスは向上する」ものと考えられる。

4-2 口座数獲得のための競争

オンライン証券業界においては、口座数を増やすことが一つの成功の鍵であるとして、最も注目すべき指標の一つとして考えられていた。これは、オンライン証券という新しい市場が生まれたことによって、これまで投資活動を行っていなかった若年層などの新規顧客が取り込まれ、売上ひいては利益の拡大が見込めるという業界の通念があったからである。こうした見方から、オンライン証券の競争が激しくなる 99 年頃は、各証券界者間でとにかく口座数を増やす激しい競争が繰り広げられた。

- ✱ 従来は個別相談していた証券マンに気を使うことなく個人が自由に投資を貫ける。このため、証券取引の経験がなかった若い世代や、忙しくて証券会社に足を運べなかったビジネスマンにも証券取引を身近な存在にしている。（日本経済新聞：1999/11/02）
- ✱ ネット取引で格安の手数料を打ち出す動きも目立つ。ネット証券会社の中で日興ビーンズとマネックス証券は一回当たり千円と米国のディスカウントブローカーと呼ばれる証券会社の手数料を下回る。ネット取引は個人投資家の注目を集めるようになっているが、全国証券会社のオンライン取引口座は約十二万とまだそれほど多くはない。ネット取引の定着により、若い世代の投資家を発掘したいとの証券会社の思惑もある。（日本経済新聞：1999/09/27）
- ✱ 「初年度十万口座獲得を目指せ」——。米オンライン証券大手Eトレード社とソフトバンクが合弁で設立したイー・トレード。・・・（中略）・・・手数料引き下げとインターネットの普及が相まって、今年は証券取引の『大衆化元年』になる」。北尾吉孝・ソフトバンク常務はこう語る。米国の五百万口座並みとまではいかなくても、日本も市場が爆発的に拡大するとの期待がある。（日経金融新聞：1999/01/20）

しかしその一方で、この業界においては、新規顧客が大量に市場に流入することはなく、実際の市場取引を行っているのは「限られたコア顧客」であり、彼らを囲い込めたか否か、ということが証券会社の勝敗を決めたのではないかとの意見が

NII-Electronic Library Service

Japan Society for Management Information

ある。

★ 岐阜県在住の福島健二氏（仮名、３６）は株式投資経験が豊か。「地元の証券会社に優秀な営業マンがいなかった」ため電話による取引に頼っていたが、今年十月からネット取引を始めた。自営業のため昼間はネットに接続しっぱなし。情報サービスの充実した大手証券会社のページで情報を収集し、注文は手数料が安いＤＬＪディレクトＳＦＧ証券などに出す。（日経 MJ：2001/09/25）

★ 「今後当分は、売買頻度の高いアクティブ・トレーダーの争奪戦になりそうだ」。こう漏らすのは、ネット証券会社、ＤＬＪディレクトＳＦＧ証券の国重惇史社長だ。

手数料の低いネット証券会社。一九九九年十月の手数料自由化以来、各社は値下げ競争を展開し、初心者の取り込みに躍起だったようにみえる。実際、狙いは、既存の利用者と、新しい個人投資家の開拓だった。しかし、結果は芳しくなかった。参入企業が増えて競争が激化した上に、市況の低迷も影響して、個人投資家の市場開拓が容易ではないことがはっきりした。そこで浮上したのが、アクティブ・トレーダーだ。（日経 MJ：2001/09/25）

★ オンライン証券最大手で八月に東証一部に上場した松井証券の企画担当者は、「ネット取引が普及するからといって、新たに株式取引を始める顧客が急激に増えるとは期待していない」と話す。あくまでもアクティブ・トレーダーを主要顧客と想定する同社は一年間で一度も取引のない口座は六千円の手数料を徴収するなどの方法で、稼働口座の比率を一〇〇%に近づけようとしている。ＤＬＪディレクトの国重社長も「株式取引は、そういう"ＤＮＡ"を持っている人でなければやらない」とみる。株取引に関心のある人はパソコンが苦手でもネット取引を始めるが、ネットに興味があっても株に無関心な人は参入しないという。（日経 MJ：2001/09/25）

オンライン取引を行うためには、予め必要な口座を開設する必要がある。したがって口座数＝顧客数となるはずであるが、実際には口座を開設しているだけで、全く取引を行わない顧客もいる。しかも、新聞記事情報等では、今後もそうした顧客が増えていくことが予想されている。つまり、図３で見るように口座数は一貫して増加しているが、その口座数の伸びは、同じ顧客が複数証券会社に口座を持つことなどによる伸びも含まれ、「裾野が広がることに伴う市場の拡大は、思ったよりも少なかったのではないか」というのである。

このようにコア顧客（アクティブ・トレーダー）が限られているとすると、オンライン証券会社では、口座数が増加しても利益は増えない一方で、変動費が増加することでコストが増加し、固定費の回収もままならないという事態に陥ることがあり得る。

以上のように、コア顧客が限られているがゆえに「規模の不経済」（植草, 1982）が生じるとすれば、「口座数が増加するほど企業のパフォーマンスは悪化する」ものと考えられる。

5.分析

5-1 サンプル

本稿の分析においては、(株)金融財政総合研究所の調査による「日本におけるオンライン証券取引の現状」の第１回（2000 年 5 月）～第 18 回（2004 年 8 月）のデータを利用し、このなかで参入から 2005 年 3 月期第一四半期（2004 年 6 月末）まで一貫して、四半期ごとのデータが採取可能な大手オ

NII-Electronic Library Service

Japan Society for Management Information

ンライン専業会社 6 社を対象とした[5]。2004 年 6 月末現在、オンラインで現物株を取り扱っている企業は 40 社前後あるが、株式公開企業であっても、有価証券報告書において店舗等における既存チャネルとオンライン事業とのデータ内訳が公表されている企業はほとんど存在せず、また非公開企業については、データの収集自体が困難であることから、これ以上分析対象企業を増やすことは困難である。ただし、これら 6 社でオンライン証券個人取引の約 7 割を占め（松井証券、2004）、また業界の有力企業として記述される場合にはこの 6 社を採用することがほとんどであるため、上記の仮説を検証していく上で重大な不都合はないものと判断した。ちなみに、表 1 は今回のサンプルとなった企業の基本情報一覧である[6]。

5-2 被説明変数

企業パフォーマンスを代理する被説明変数として、ここでは、大手オンライン専業会社 6 社の、各四半期における「営業利益率」を採用した。

「営業利益」については、2001 年 9 月に、「営業収益から金融費用を除いた数値を純営業収益とし、そこから販売費・一般管理費を引いた数値を営業利益とする」と証券業業界における経理基準が統一されている。すなわちこの数字は、費用を差し引いた後の、本業部分における利益を示していると言える。その上で、事業会社の売上高に相当する「営業収益」に対する比率、すなわち「営業利益率」を、この企業の本業に対する収益性を示すパフォーマンス変数として採用した。

5-3 説明変数

説明変数としては、「参入経過月数」と「口座数」を採用した。「参入経過月数」は、その企業がオンライン取引を開始した月を含め、各四半期末までの経過月数を数えた値である。一方、「口座数」は、大手オンライン専業会社 6 社の毎年の保有口座数の値である。

4-1 節の議論より、「参入してからの経過期間が長いほど企業のパフォーマンスは向上する」もの

表1 サンプル企業の基本情報

企業	オンライン証券事業への参入	系列・大株主	2004年3月期 本決算データ			サンプルとして採用した期間
			口座数	営業収益：百万円（売上高）	営業利益：百万円	
イー・トレード証券	1999年10月	外資証券会社系（米：E＊Trade 日：ソフトバンク）	351,950	14,705	4,802	2000年3月期本決算～2005年3月期1Q
松井証券	1998年5月	中堅証券会社	143,229	25,036	14,277	1999年3月期本決算～2005年3月期1Q
DLJディレクトSFG証券（楽天証券）	1999年6月	外資証券会社系（米：DLJ Direct 日：三井住友銀行）→2003年11月楽天の子会社へ	161,781	10,497	3,671	2000年3月期本決算～2005年3月期1Q
カブドットコム証券	2000年2月	銀行系（UFJ銀行など）	140,292	6,569	2,735	2001年3月期本決算～2005年3月期1Q
日興ビーンズ証券	1999年10月	大手証券会社系（日興證券）→2004年8月マネックスと共同持株会社を設立	108,457	7,275	2,879	2000年3月期本決算～2005年3月期1Q
マネックス証券	1999年10月	独立系（ソニーなど）→2004年8月日興ビーンズと共同持株会社を設立	250,015	7,800	2,597	2000年3月期本決算～2005年3月期1Q

出所）各社財務諸表・IR 資料

NII-Electronic Library Service

Japan Society for Management Information

と考えられる。したがって、「参入経過月数」に関しては、以下の作業仮説が導出できる。

（仮説１）「参入経過月数」は、「営業利益率」に正の効果を及ぼす。

一方、4-2 節の議論からは、オンライン証券業界では「コア顧客」が限られるので、口座数が増加しても、その大半が不稼動口座になってしまい、営業収益の伸びが限られる。その一方で、口座数が増加するに従って確実に変動費負担は増大する。そのため、パフォーマンスは悪化する可能性が高い。したがって、ここからは以下の作業仮説が導出できる。

（仮説２）「口座数」は「営業利益率」に負の効果を及ぼす。

5-4 制御変数

上の作業仮説を統計的に検証するにあたって、ここでは制御変数として、「企業ダミー」と、「東証（東京証券取引市場）の一日あたり平均売買高」の二つを導入した。

「企業ダミー」は、説明変数ではカバーされない、企業ごとの戦略の違いや、資源・能力の違いを制御するために導入した。この変数は、マネックス証券以外の企業にそれぞれダミー変数を設定した。また「東証の一日あたり平均売買高」は、各企業の四半期ごとの業績が、同期間の株式市場の平均の売買高によって大きく変動するので、それを制御するために導入したものである。

6. 結果

表２は各変数間の相関係数を示したマトリックスである。また、表３は重回帰分析の結果を示したものである。このうち、モデル１は制御変数のみを入れたベースモデルであり、モデル２はベースモデルに２つの説明変数、すなわち「参入経過月数」と「口座数」を入れたモデルである。

表３からは、モデル１よりもモデル２の方が、回帰式の説明力が向上している（調整済みR^2の値が増加している）ことが分かる。この結果は、本稿の分析で用いた「参入経過月数」と「口座数」

表2 相関係数

	変数	平均	標準偏差	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	営業利益率	-7.346	1,853.183	1.000								
2	口座数	127,660.080	7.414	0.237*	1.000							
3	参入経過月数	34.550	14.276	0.541**	0.477**	1.000						
4	東証の1日あたり平均売買高	1,006,525.140	108,390.266	0.087	0.238*	0.353**	1.000					
5	イー・トレードダミー	0.170	0.377	0.145	0.522**	-0.084	0.005	1.000				
6	カブドットコムダミー	0.130	0.340	-0.058	-0.130	-0.073	0.006	-0.176	1.000			
7	DLJダミー	0.170	0.377	-0.007	-0.051	0.026	0.005	-0.205*	-0.176	1.000		
8	日興ダミー	0.170	0.377	-0.307**	-0.282**	0.084	0.005	-0.205*	-0.176	-0.205*	1.000	
9	松井ダミー	0.190	0.393	0.314**	-0.365**	0.280**	-0.025	-0.218*	-0.188	-0.218*	-0.174*	1.000

** $p > 0.01$　　n=106

* $p > 0.05$

NII-Electronic Library Service

Japan Society for Management Information

表3 回帰の結果 ＜被説明変数:営業利益率＞

	Model 1		Model 2	
	係数	t	係数	t
口座数			-0.001 **	-2.875
参入経過月数			4.245 **	5.704
東証の1日あたり平均売買高	0.00002	1.054	-0.00002	-1.212
イー・トレードダミー	41.353 +	1.782	63.296 **	3.062
カブドットコムダミー	6.126	0.247	-40.604	-1.549
DLJディレクトSFGダミー	16.175	0.697	-37.428	-1.521
日興ビーンズダミー	-33.630	-1.449	-93.908 **	-3.302
松井ダミー	66.663 **	2.946	-53.897	-1.472
定数	-48.776 +	-1.735	-21.314	-0.698
調整済みR^2	0.148		0.416	
F値	4.039**		10.351**	

** p >0.01 n =106

* p >0.05

+ p >0.10

の2つの説明変数が、「営業利益率」に十分な影響を与えていることを示している。

次に、モデル2より、参入経過月数が正に効いていることが分かる。なお、有意水準は1%である。これにより、仮説1が支持されたと言える。

また、モデル2より、口座数が、営業利益率に負の影響を及ぼしていることも分かる。なお、有意水準は1%である。これにより、仮説2も支持されたと言える。

7. 結論とディスカッション

7-1 分析結果の考察

本稿の分析によって、参入時期に関してこれまで巷で言われていた「先発組は有利」「後発組は不利」という仮説について、限定的ながらも検証できたと言えよう。たとえば、シュワブ東京海上は、アメリカでの実績、国内のパートナー企業、手数料体系、サービス等で、イー・トレードやDLJディレクトSFGなどと比較して少なくとも大きく劣っていたとは考えにくい。本稿の分析結果からは、同社が3年以上遅れて市場に参入したこと[7]が、敗退の大きな要因となった可能性が高いと推測される。

また、オンライン証券の黎明期の競争においては、口座数が増えてもパフォーマンスが向上しないという「規模の不経済」が生じていたという結果が得られた。ただし、この分析から示唆されることは、口座数を増やしてはならないということではなく、口座の獲得の際には、絶対数の獲得のみに重点を置かずに、稼働率を上げる施策を併せて行うことが極めて重要だということである。つまり、いかにアクティブ・トレーダーを増やすかということが、パフォーマンス向上の最大の鍵なのである。しかしこの点で、実際の各社の戦略には大きな違いが見られた。

参入企業が多かった1999年から2000年にかけて、マネックス、日興ビーンズ、DLJディレクトSFGなどの企業は、口座数の獲得を目標として、手数料引き下げ競争などを行っていた。それに対し、松井証券は当初より、顧客数を増やすのではなく、その稼働率を上げることが収益拡大につながるとの戦略をとった。

NII-Electronic Library Service

Japan Society for Management Information

✷ 金子昌資・日興証券社長はビーンズについて「ディスカウントブローカーとは一線を画す」と語っていた。ところが、顧客獲得を優先する狙いから、委託手数料は現行比で最大八割引きと大幅に下げた。八月末現在、証券界のネット口座数が計十三万程度なのに対し、ビーンズの損益分岐点は三十万口座と高い。「三年間は赤字覚悟」（須田則雄社長）で、若年層など新たな投資家層の掘り起こしを進めていく。（日経金融新聞：1999/09/27）

✷ マネックス証券は年内二十万口座を目指し、ＤＬＪディレクトＳＦＧ証券も「十万口座突破は確実」（国重社長）という。一月に手数料八百円からという低料金で参入したエイチ・アイ・エス・協立証券（東京・中央）も十万口座が目標。日本オンライン証券の目標は五年後に三十万口座だ。

一方、松井証券やオリックス証券は単なる口座数の拡大よりも、稼働率や取扱高の向上を目指す。（日経流通新聞：2000/02/12）

✷ 他社と同様にバブル崩壊を受けて九二年三月期に赤字に陥った松井は支店を相次ぎ閉鎖。松井社長は「営業マンによる訪問営業を全廃する」と宣言した。同社の営業活動は広告を打つだけになり、電話で注文を受けるスタイルになった。

証券界の常識からすれば極めて消極的な「待ち」の営業だが、証券マンのしつこい営業を嫌う個人投資家に徐々に受け入れられていった。こういう顧客が自分の意思で銘柄を選択する「自立した投資家」になり、いまネット取引を先導する主役になっている。

低コスト体質をつくる思い切った戦略は奏功。九九年九月中間期は売り上げを示す営業収益が三十三億円で経常利益二十億円という、証券界トップクラスの利益率をあげた。さらに、証券業を八十年余り続けてきたノウハウと証券業務を熟知した百五十人の人材は、新興勢力を売買執行能力でリード。ＤＬＪディレクトやマネックスなどの新規参入組は十万口座を一つの目安とし、黒字転換を早くても三年後と見ているのに対し、松井社長は「口座数で五万口座前後、今年四月にも採算がプラスになる」と強気だ。（日経産業新聞：2000/01/21）

このように、例えば日興ビーンズでは、1999年に 30 万口座を損益分岐点として設定するというように、後から見ると高すぎる目標（2004 年 9 月現在で約 11 万口座）をおいていたことが分かる。このため、おそらくはシステム等への過剰投資が大きな負担となる一方、いわゆる IT 不況の時期と重なったことで、株式市場の低迷によって手数料収入が減少したことが重なり、業績が低迷してしまったのだと思われる。一方の松井証券は、インターネット証券市場はコア顧客が限られているために「規模の不経済」が働く業界であるということを読み、少なくともこの時期に有利な戦略をとっていた（高井、2004; Takai, 2004）。そのため、当初より唯一利益を出し続け、優位に立つことができたと考えられるのである。

なお、以上の議論は、この業界だけでなく、ASP（アプリケーション・サービス・プロバイダ）などのいわゆる B to B のビジネスに対しても有効だと考えられる。すなわち、B to B のビジネスにおいても、「まずはなるべく早い段階で新市場に参入し、その上で、顧客を増やす際には、いかに『稼働してくれるコア顧客』を獲得するか、あるいは『稼働させる仕組み』を構築するかという点に注力すべきである」、といった教訓を示唆していると言えるだろう。

NII-Electronic Library Service

Japan Society for Management Information

7-2 ディスカッション

しかしながら、今回の分析においても、企業ダミー変数がやや強く効いた企業が存在することから鑑みると、こうした「参入の時期」や「口座数」といった要因以外にも、各企業が提供する独自のサービスや、そうした独自のサービスを提供する上でのベースとなる、各企業が有する固有の資源や能力も、パフォーマンスに重要な影響を与えるものと考えられる。

周知のように、最近の戦略論の主流である「資源ベースアプローチ（resource-based view of the firm：RBV）」では、個々の企業は保有する資源の面で異なっており、それが産業内での企業間の競争力の差異の源泉になると考えている（e.g., Wernerfelt, 1984; Rumelt, 1984; Dierickx and Cool, 1989; Peteraf, 1993）。すなわちRBVでは、個々の企業が一定の時間をかけて構築した固有の独自資源や能力は、市場で取引することが困難で、なおかつ他社による模倣や代替も困難であるため、いったんそれをベースに競争優位を打ち立てることができれば、長期的に持続することが可能になると考えるのである。

こうした、オンライン証券業界における企業ごとに固有な資源や能力としては、たとえば松井証券におけるオンライン証券に先駆けた無店舗型営業の能力の蓄積や、イー・トレード証券におけるグループ戦略などがあげられるだろう。

✱ 「証券業界では、野村証券を筆頭としたヒエラルキーが確立しており、なんと競争のない業界かと驚きました。企業の違いは「大きさ」だけ。コスト構造から利益に至るまで、規模に比例するだけでまったく同じなのです。こういう業界で私は何をするのだろうかとずいぶん悩んだ。顧客は、はたして営業マンというコストを求めているのだろうか。もし求めていないとすれば、否定してやろうと考え始めた。したがって松井証券のエポックメイキングは、インターネットを使った時点ではなく、92年に対面営業を廃止すると決めたところから始まります。・・・（中略）・・・ただし、人間相手ですから、対面営業をやめると決めたからといって、すぐにやめるわけにはいきません。92年に宣言して、完全に廃止出来たのは96年くらい。その代わりに打ち出したものが受注のみのコールセンターで、四年間かけてすべての取引を移行しました。もちろん、営業マンの多くはお客を持って他の証券会社に移りました。」（松井証券松井社長、週刊東洋経済：2002/07/27）

✱ 「証券一社だけでは顧客が求めるサービスにこたえることはできない。グループには投資情報サービスを手掛けるモーニングスターや会員制金融サービスのイー・アドバイザー、保険商品比較のインズウェブなどがあり、企業間で相乗効果が働いている・・・（中略）・・・ベンチャーキャピタルのソフトバンク・インベストメントとは株式の新規公開で連携できる。マネックス証券やＤＬＪディレクトＳＦＧ証券は新規公開の主幹事引き受けを始めても、われわれのようにベンチャーキャピタルを持ってはいない。だから、公開企業も後に続かない」（イー・トレード証券北尾会長、日経産業新聞：2001/08/09）

また、この両者においては、信用取引への対応も早く、その面で優位に立っているとも言われている。

✱ インターネット証券大手の二〇〇二年三月期は松井証券やイー・トレードが収益を拡大した。信用取引を利用するなど頻繁に売買する顧客を持っていることが収益を下支えした。株式売買委託手数料の

NII-Electronic Library Service

Japan Society for Management Information

> 引き下げ競争が激しいなか、システム投資などコスト負担が重く、期間のもうけを示す経常損益の黒字化が遅れている証券も目立つ。松井やイー・トレードが増収増益となったのは信用取引に強みを持ち、相場動向にかかわらず活発な売買注文が見込めるからだ。松井の顧客の信用買い残は九百億円と一年間で八割増えたとみられる。（日本経済新聞：2002/4/24）

このようにオンライン証券業界においても、企業ごとに固有な資源や能力が存在しており、その影響で各社のパフォーマンスに差異が見られるのではないかと考えられる[8]。

実際、参入時期が業績に影響する要因の一つであったとしても、同じように早い時期に参入した企業でも、利益を上げられず撤退している企業も多い。また、口座数に関しても同様である。したがって、この業界における企業の成功要因を探るには、企業レベルの戦略や資源・能力にもっと踏み込んだ、より精緻な分析を行う必要があると言えよう。

また、本稿の分析の対象企業が6社に限られている点は、致し方ない面があるにせよ、企業の成功要因を探っていく上では問題がある。生存期間をパフォーマンス指標に採用したり、あるいは各社に詳細なアンケート調査を行うなどの方法を通じて、より多くの戦略変数を組み込んだ、より大サンプルでの分析を行うことが次の課題である。

謝辞

本稿の作成にあたってご指導いただいた、東京大学大学院の新宅純二郎先生、阿部誠先生、清水剛先生、信州大学のダニエル・ヘラー先生、法政大学大学院の近能善範先生に深く感謝申し上げます。なお、データ収集に際しては、(株)金財総研の佐山雅致氏のご厚意により、貴重な資料をご提供いただきました。また、経営情報学会研究発表大会、（財）三菱国際財団「三菱コンファランス」では貴重な発表の場を提供していただき、早稲田大学の根来龍之先生、マネックス・ビーンズ・ホールディングス（株）の南波幸雄氏、一橋大学大学院のディミトリ・リティシェフ先生、韓国カトリック大学の金基燦先生をはじめとして諸先生から有益なコメントを頂戴しました。深く感謝申し上げます。

注

1 本稿でオンライン証券という場合には、インターネットを用いた事業形態を指すこととする。なお、それ以前では、1）顧客が証券会社から専用の取引用ソフトウエアを購入して、自宅のパソコンにインストールし、証券会社のホスト・コンピュータへダイヤル・アップし接続して株式などの売買注文を出すというものと、2）アメリカオンライン（AOL）などの商用オンラインネットワーク上に証券会社が取引用ページを解説するもの、との二つのタイプがあった（大崎、2000）。日本では例えば、大手証券会社を中心に80年代後半より、ゲーム用端末を用いた「ファミコントレード」サービスが行われ、90年末には大手四社合計で15～20万程度の会員数に達したと言われる。

2 もともと証券会社は、銀行や保険会社が免許制であったのに対し、登録制がとられており、比較的自由に設立することが出来た。しかし証券恐慌が起きたのをきっかけに、1968年に免許制が導入されると、20年以上に渡って、外資系証券会社による東京支店開設を除くと、証券業務への新規参入がほとんどない状態が続いた。92年以降、いわゆる金融制度改革により、業態別子会社方式による銀行業と証券業の相互参入が実現し、銀行系証券会社が設立されることとなったが、株式ブローカー業務は制限されていた。その後、金融ビックバンの一環として98年12月に免許制から登録制へ正式に移行し、基本的に自由な参入が認められることとなっ

NII-Electronic Library Service

Japan Society for Management Information

た。

[3] 証券会社の収益の大きな部分を占めるのは、有価証券の売買等の媒介・取次ぎ・代理を行う業務である「株式ブローカー業務」であるが、証券取引法では、100万円以下ならば一律1.15%などと手数料が決められていた（大和総研、1996)。欧米では、早くから自由化が進んでいたが、遅れていた日本でも金融ビックバンの一環として、まず98年4月に5千万円超の取引における手数料の自由化が行われ、99年10月から完全自由化となり、証券会社が自由に決定できるようになった。

[4] ゴメス社（URL http://www.gomez.co.jp/)、ストック・リサーチ社（URL http://www.stockresearch.co.jp/) の評価指標より。

[5] ただし、松井証券の2000年3月期については、四半期決算を行っていなかったため、第一四半期・第三四半期のデータは得られなかった。

[6] DLJディレクトSFG証券は、2004年7月、楽天証券と名称変更を行ったが、本稿の分析期間は、2005年3月期第一四半期（2004年6月）までであるため、本稿の記述においては、DLJディレクトSFG証券とした。

[7] しかしながら、イー・トレードの北尾会長が自ら「株式の取次業務は赤字（日経金融新聞、2003年4月24日)」と述べているとおり、個人顧客を対象とした証券会社の本業といえる株式委託売買業務で十分な利益をあげていたのは、松井証券のみと言える。

参考文献

[1] 淺羽茂稿、「ネットワーク外部性と競争戦略」、新宅・許斐・柴田編『デファクト・スタンダードの本質』、有斐閣、2000年、25-40ページ.

[2] 大和総研、『証券ハンドブック』、大和総研、1996年.

[3] Dierickx, I. and K. Cool ., "Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage," *Management Science*, Vol.35, 1989, pp.1504-1511.

[4] Foster, R. N., "*Innovation: The attacker's advantage,*" New York: Summit Books, 1990.（大前研一訳、『イノベーション：限界突破の経営戦略』、TBSブリタニカ、1987年.)

[5] ゴメス社URL、http://www.gomez.co.jp/

[6] Gulati, R. B. and J. Garino, "Get the right mix of bricks and clicks," *Harvard Business Review,* Vol.78, No.3, 2000, pp.107-114.

[7] 比留間雅人、小林喜一郎、「松井証券」、慶應大学ビジネス・スクール　ケース、2002年.

[8] 伊豆久、「インターネット取引の拡大について」、証研レポート、2001年12月号、9-17ページ.

[9] Kanter, R. M., "The ten dradly mistakes of wanna-dots, *Harvard Business Review*, Vol.79, No.1, 2001, pp.91-100.

[10]経済産業省、『情報経済アウトルック2003年版』、2003年.

[11]Lieberman, M. B. and D. B. Montgomery, "First-Mover Advantages," *Strategic Management Journal*, Vol.9, 1988, pp.41-58.

[12]松井証券、『2004年3月期　決算報告資料』、2004年5月12日.

[13]Mitchell, W. and K. Singh, "Death of the lethargic: Effects of expansion into new technical subfields of an industry on performance in a firm's base business," *Organization Science*, Vol.4, No.2, 1993, pp.152-180.

[14]中川慎、「オンライン・ブローカレッジ・ビジネスのマーケティング」、NRI Research NEWS、1999年11月号、5-6ページ.

[15]『日本経済新聞』、1999年9月27日.

[16]『日本経済新聞』、1999年11月2日.

[17]『日本経済新聞』、2002年2月11日.

[18]『日本経済新聞』、2002年7月24日.

NII-Electronic Library Service

Japan Society for Management Information

[19]『日経金融新聞』、1999年1月20日.
[20]『日経金融新聞』、1999年9月27日.
[21]『日経金融新聞』、2001年12月14日.
[22]『日経金融新聞』、2002年5月15日.
[23]『日経金融新聞』、2003年4月24日.
[24]『日経MJ』、2001年9月25日.
[25]『日経流通新聞』、2000年2月12日.
[26]『日経産業新聞』、2000年1月21日.
[27]『日経産業新聞』、2001年8月9日.
[28]『日経産業新聞』、2001年12月11日.
[29]野島美保、「消費者向けインターネット・オークションのビジネス・モデルの分類：米国事例の統計分析」、経営情報学会誌、第9巻、第2号、2000年、49-63ページ.
[30]「ポーター教授の戦略論サブノート　松井証券」、週刊東洋経済、2002年7月27日、124-128ページ.
[31]日本証券業協会、『インターネット取引に関する調査』、2003年.
[32]二上季代司、「最近の個人顧客の動向」、証研レポート、2001年12月号、1-8ページ.
[33]二上季代司、「新規参入業者に見るビジネスモデル」，証研レポート、2002年1月号、1-12ページ.
[34]大崎貞和、『ネット証券取引』、日本経済新聞社、2000年.
[35]Peteraf, M. A., "The cornerstones of competitive advantage: A resource-based view," *Strategic Management Journal*, Vol.14, No.3, 1993, pp.179-191.
[36]Rosenbroom, R. S. and M. A Cusumano, "Technological pioneering and competitive advantage: the birth of the VCR industry," *California Management Review*, Vol.29, No.4, 1987, pp.51-76.
[37]Rumelt, R. P., 'Toword a strategic theory of the firm,' in Lamb, R. B. (ed.), *"Competitive Strategic Management,"* Engwood Cloffs, NJ: Prentice-Hall, 1984, pp.556-570.
[38]総務省、『平成15年通信利用動向調査』、総務省、2004年.
[39]ストック・リサーチ社URL、http://www.stockresearch.co.jp/
[40]高井文子稿、「オンライン証券」、UFJ 総合研究所編『2004年 日本はこうなる』、講談社、2003年、208-211ページ.
[41]高井文子、「オンライン証券業界にみる黎明期の企業間競争」、赤門マネジメントレビュー、第1巻、第7号、2004年7月、333-370ページ.
[42]Takai, A., "The early stage competition in the Japanese online securities industry: Research based on case studies of leading companies," *Annuals of Business Administrative Science*, Vol.3, No.4, October 2004, pp.53-72.
[43]植草益、『産業組織論』、筑摩書房、1982年.
[44]Wernerfelt, B., "The resource-based view of the firm," *Strategic Management Journal*, Vol.5, No.2, 1984, pp.171-180.

高　井　文　子
所　属：東京大学大学院 経済学研究科
　　企業・市場専攻 博士課程
連絡先：〒113-0033
　　東京都文京区本郷7-3-1
電　話：03-5841-5589
E-mail：takai@grad.e.u-tokyo.ac.jp

NII-Electronic Library Service