

# オンライン証券業界にみる黎明期の企業間競争

高井 文子

東京大学大学院経済学研究科

[E-mail: takai@grad.e.u-tokyo.ac.jp](mailto:takai@grad.e.u-tokyo.ac.jp)

要約：本稿では、日本のオンライン証券業界の黎明期を対象に、企業間の差異が生まれていった経緯を、時系列的に記述していく。多くの企業が「新たな顧客が爆発的に増える」という「支配的な通念」にとらわれて激しい手数料引き下げ競争を行っていくなか、自らの信念を貫き、業界リーダーとしての地位を獲得する企業が現れるに至ったプロセスを、主として業界の有力6企業の動きを追うことによって探る。

キーワード：オンライン証券、オンラインビジネス、支配的通念

## 1. はじめに

本稿は、日本のオンライン証券業界を対象に、規制緩和による競争環境の激変という、不確実性のきわめて高い状況のなかで黎明期を迎えた業界において、企業間の差異が生まれていった経緯を、時系列的に記述することを目的としている。

経営戦略論の研究が盛んになったそもそものきっかけは、「なぜ同一産業内で競争する複数の企業間に差異が生まれるのか」という疑問からであった (e.g., Levinthal, 1995)。経営戦略論の研究では、そうした疑問に答えるなかから、1980年代以降、企業に競争優位をもたらす源泉として、主として企業の外部要因に着目する「ポジショニングスクール的な視点」と、主として企業内部要因に着目する「リソースベースドビュー：RBV (Resource-based View of the Firm) 的な視点」との、大きく分けて二つの流れが派生していった (e.g., 加藤, 青島, 2000)。しかし両者とも、基本的には静学的なモデルとなっているという点で限界があった (Foss, 1997; Nelson, 1991)。すなわち、上の二つの視点は、何が結果として企業間のパフォーマンスの差異をもたらすのかについて理論的に精緻に説明してはいるが、そうした差異が形

成された原因やプロセス、メカニズムについてはほとんど何も説明していない。そのため、そうした点に研究の焦点を当てる「動的能力アプローチ (Dynamic Capability-Based View of the Firm)」への関心が高まることとなった (野田, 2001) もの、このアプローチに立脚した研究は、現在のところ未だ発展途上にあり、研究の蓄積はまだまだ乏しいのが実情である。

そもそも、企業の成功は他企業の模倣を呼び、時間を追ってその差は減少していくものであり (Williams, 1994)、特に世界的な規模で激しい競争が繰り広げられる現代において、企業の中核的な資源や能力は、たとえ模倣困難なものであっても他社に流出していく恐れがある (Teece, Pisano & Shuen, 1997)。にもかかわらず、「模倣が容易で、なおかつ黎明期のような不確実性が高い環境において企業間の差異がどのように形成され維持されるのか」といったメカニズムの探求については、正面から論じられることはなかったのである。

オンライン証券業界は、基本的にサービスがインターネットのオンライン上で完結し、各社の提供している商品やサービスがホームページなどにおいてリアルタイムに示され、また有力企業においてはパフォーマンスを公表していることも多いため、他社で成功した戦略を模倣することがきわめて容易な業界である。にも関わらず、実際には、多くの企業が現実とは異なった「支配的な通念」にとらわれて激しい価格競争を繰り広げていく一方で、自らの経験とノウハウに従って、激しい価格競争からは距離を置いて全く別な戦略を一貫してとり続けた企業が、当初2年あまりもの間、他社から戦略を模倣されることもなく、結局は業界リーダーとしての地位を確立するに至ったのである。

本稿でとりあげるオンライン証券業界は、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、既存市場(いわゆるモルタル市場)における大手企業や他業界、あるいは外資系企業など多数の企業が参入して激しい競争を繰り広げるなど、非常に注目が高い業界である。しかしながら、これまで業界の黎明期について記述したケース研究は、ほとんど存在してこなかった。そこで本稿では、オンライン証券業界を対象にとりあげ、その有力6企業の動きを時系列に丹念に追うことにより、「いかに企業間の差異が生まれていったのか」というプロセスを探っていきたいと考える。

## 2. オンライン証券業界

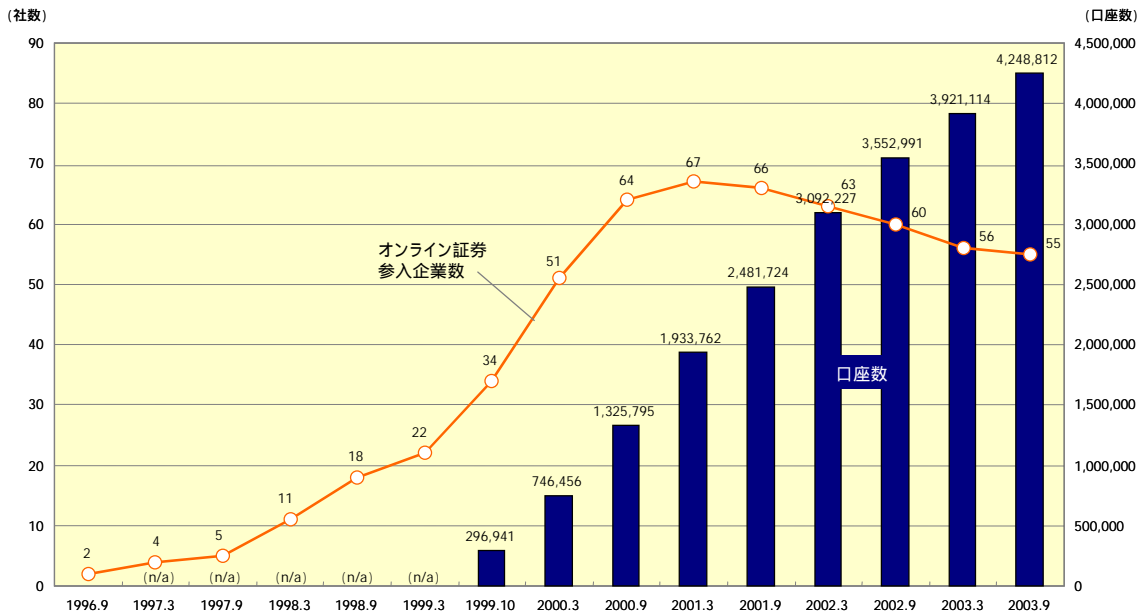
### 2-1. オンライン証券業界の概観：立ち上がりから競争による淘汰まで

日本におけるオンライン証券<sup>1</sup>の歴史は、1996年4月の大和証券の参入によって始まった。

<sup>1</sup> 本稿でオンライン証券会社という場合には、インターネット回線を用いて、個人顧客を対象に、株式・債券・投資信託など有価証券の取引を行う企業を指すことにする。なお、それ以前においては、  
1) 顧客が証券会社から専用の取引用ソフトウェアを購入して、自宅のパソコンにインストールし、



図2 オンライン証券参加企業数と口座数の推移



注) オンライン証券参加企業数の98年3月末以降、口座数の99年10月以降のデータは日本証券業協会のデータ。それ以前は、各社IR資料等より筆者調査。  
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について」、各社IR資料より作成

吉田, 2003)。きっかけの第一は、1998年12月に行われた、証券会社の「免許制」から「登録制」への変更である。<sup>2</sup> これによって、その時期普及が進んでいたインターネット<sup>3</sup> というチャネルを活用し、相対的に投下資源が少なくても参加が可能なオンライン証券事業へと、海外や異業種からの多くの企業が相次いで参加することとなった(高井, 2001)。

続いて、1999年10月に株式委託手数料が完全に自由化され、以前は法律で一律に定めら

ード」サービスが行われ、1990年末には大手4社合計で15-20万の会員数に達したと言われる。

- <sup>2</sup> かつては、銀行や保険会社は免許制であったのに対し、証券会社では登録制がとられており、比較的自由に設立することができた。しかし1965年にいわゆる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年以上にわたって、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加がない状態が続いた。その後、1992年以降の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加が実現し、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。そして、「金融ビッグバン」の一環として1998年12月に免許制から登録制へ正式に移行することで、ようやく自由な参加が実現することになったのである。
- <sup>3</sup> インターネットの人口普及率は、1997年9.2%、1998年13.4%、1999年21.4%、2000年37.1%、2001年44.0%、2002年54.5%（『平成15年版情報通信白書』）と、この時期非常に高い伸びを示していたことが分かる。

## オンライン証券業界にみる黎明期の企業間競争

れていた手数料率を証券会社が自由に決定できるようになったことが、オンライン証券業界の競争に大きな影響を与えた。<sup>4</sup> つまり、これによって、「証券会社間にある違いは規模のみ」と言われた証券業界における競争ルールが、根本的に変更されたのである。

こうした証券業界における制度上の転機に、ちょうどインターネットの普及が重なり、1999年9月には34社だったオンライン証券業界の企業数は、半年後の2000年3月には51社にまで膨らみ、<sup>5</sup> ピーク時には国内の証券会社の約4分の1がオンライン証券事業に参入するまでに至った。この業界に参入した各社は、手数料引き下げや商品ラインアップの拡充、新しい多様な情報サービスの提供などを、毎日のように矢継ぎ早に発表し、熾烈な競争を繰り広げた。その結果、金融全体でみると、オンライン市場への移行は1.17%<sup>6</sup> に留まっているなかで、オンライン証券市場は2003年9月段階で既存市場の約18%、<sup>7</sup> 個人の取引に限ってみると5割を超える規模へと成長を遂げており、これまで大勢を占めていた店舗チャネルを介した市場を脅かす存在となった。しかし、そうしたオンライン市場への移行や口座数の増加という急成長の一方で、業界では合併や撤退による激しい淘汰が進み、企業数はピーク時の2001年3月の67社から、2002年3月の63社、2003年9月には55社へと、大幅に減少していった(図2)。

この業界における黎明期の激しい競争のなかでも、特にポイントとなったのが、有力企業が牽引した過剰なまでの口座数獲得競争であった(高井, 2004)。多くの企業が「新しい顧客が爆発的に伸び、それがメインの顧客になる」という「支配的な通念」にとらわれて一斉に口座数獲得に走り、「企業間の相互作用」によって激しい手数料引下げ競争に陥ってしまい、当初期待していただけた成果を上げられず、後に撤退や合併に追いやられる企業が続出した。また、業界に留まることのできた企業においてもその傷跡は大きく、後に厳しい経営を強いられる結果となった。その一方で、こうした価格競争からは距離を置き、全く別な戦略を一貫してとり続けた企業が、「唯一の勝ち組企業」と言われるまでの成功を収めたのである。

<sup>4</sup> 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、かつての証券取引法では、約定金額100万円以下ならば1.15%など一律に手数料が決められていた(大和総研, 1996)。欧米では早くから手数料の自由化が進んだが、遅れていた日本でも金融ビッグバンの一環として、まず1998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、その1年半後の99年10月の完全自由化によって、証券会社が自由に手数料を決定できるようになった。

<sup>5</sup> 『インターネット取引に関する調査結果(平成15年9月末)について』日本証券業協会(2003年10月31日)。

<sup>6</sup> 『情報経済アウトルック2003年版』経済産業省(2003年5月29日)より、2002年のオンライン市場への移行率として。

<sup>7</sup> 『インターネット取引に関する調査結果(平成15年9月末)について』日本証券業協会(2003年10月31日)。

このように、オンライン証券業界は、急成長している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、その結果淘汰も進んだ業界である。さらに、有力企業を中心に情報公開が進んでおり、また新聞・雑誌等で取り上げられる頻度も高いため、その経緯を比較的研究しやすい状況にある。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のできる可能性が高い業界であると言える。

## 2-2. 分析対象：オンライン証券専業6社

本稿では、現在この業界をリードしているオンライン専業企業6社<sup>8</sup>（表1）を対象に、戦略行動とその結果であるパフォーマンスを、各社の参入時にまで遡って丹念に追っていくことにより、オンライン証券業界の黎明期における競争を分析していく。

分析対象とするオンライン専業の六つの企業は、2003年6月現在、6社合計でオンライン

表1 オンライン専業6社のプロフィール

企業名	オンライン事業への参入	系列・大株主
松井証券	1998年5月	中堅証券会社
イー・トレード証券	1999年10月	外資証券会社系 (米:E*Trade 日:ソフトバンクなど)
DLJディレクトSFG証券	1999年6月	外資証券会社系 (米:DLJ Direct 日:三井住友銀行など)
マネックス証券	1999年10月	他業界 (ソニーなど)
日興ビーンズ証券	1999年10月	大手証券会社系 (日興コーディアルグループ)
カブドットコム証券	2000年2月	他業界 (UFJ銀行など)

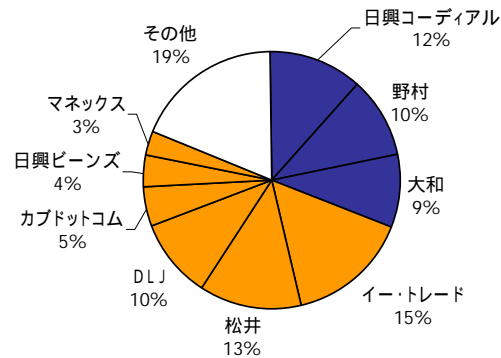
注1) DLJ ディレクト SFG は、2003年11月に楽天株式会社の子会社となったが、本稿の研究はそれ以前を対象時期としているため、過去における系列を記載した。

注2) カブドットコムは、2001年4月、日本オンラインとイー・ウイングが合併して設立。オンライン事業への参入時期は2社のうち、より早い日本オンラインの事業開始時期を記載した。

出所) 各社 IR 資料より作成

<sup>8</sup> この6社のうち、日興ビーンズとマネックスは、2004年8月、株式移転により共同持株会社を設立し、経営統合すると発表している(『日興ビーンズ プレスリリース』『マネックス プレスリリース』2004年3月19日)。

図3 個人株式委託売買代金シェア（2003年度第二四半期）



注) 東京・大阪・名古屋の3市場の合計値  
出所) 松井証券 2004年3月期中間期決算報告資料を参考に作成

証券取引シェアの約7割を占めると言われる、業界を牽引する有力企業である。<sup>9</sup> なお、「オンライン専業」とは、それまで証券リテール（個人）取引で主流を占めていた店舗での営業を一切行わず、オンライン上での事業のみを行う企業である。一方、証券大手3社<sup>10</sup>は、前述のとおりオンライン証券業界への参入こそ早かったものの、リテール取引に限ってみると、「オンラインによる取引」と「従来型の店舗営業における取引」との両方を合わせたシェアで、いくつかのオンライン専業企業に負けている（図3）。さらに、6社のシェア合計は、オンライン経由以外の取引を含めた全リテール取引の約52%と、半分以上を占めている。そのため、これら6社のオンライン証券専業企業は、オンライン証券業界だけでなく、証券業界全体においても強い影響力を有していることが理解できる。

### 3. オンライン証券専業6社の参入

#### 3-1. 先行した松井証券

松井証券がオンライン証券事業を開始したのは、1998年5月である。日本最初のオンラ

<sup>9</sup> 『日経金融新聞』（2003年6月6日）。

<sup>10</sup> 野村証券、日興コーディアル証券、大和証券の3社。



イン証券参入となった大和証券の1996年4月から遅れること2年、国内では13番目<sup>11</sup>の参入であった。競争が一気に激化するきっかけとなった「登録制への変更(1998年12月)」や「手数料の完全自由化(1999年10月)」よりは早かったものの、他の既存証券会社と比して、時期的に必ずしも先行していたとは言えない。しかしながら、松井証券は、その時点ではすでに、「営業マンを前提としない証券ブローキング」という独自のビジネスモデルを確立しており、そうしたビジネスモデルを補強する単なるツールとして、新たにインターネットの使用を開始したに過ぎなかった。<sup>12</sup>

松井証券の新たな事業形態の模索は、92年に営業マンによる対面営業の完全廃止を宣言したことから始まる。松井社長が、松井証券入社前に勤務していた日本郵船時代に目の当たりにした規制緩和による競争激化の原体験<sup>13</sup>から、「営業マンのコストは自由化になったときに必ず顧客から否定される」と確信し、4年間かけて営業マンを完全廃止し、コールセンターのみの受注による事業へと転換を図ったのである。<sup>14</sup>対面営業をしていたときは、長野と東京にしか店舗がなかったため、テリトリーはそれらの地域に限定されたが、「コールセンターのみの証券会社」に転換し、また「売り込みをしない」ということでマスコミの話題を呼んだこともあり、全国から顧客が集まるようになった。

そして、この「コールセンター」という窓口に、「インターネット」という新たなラインを付け加えたのが98年5月であった。しかし、半年後には、以前のプロフィットセンターであったコールセンターを廃止し、日本初の「オンライン専門証券」となった。そのことを、松井社長は、「当初は、コールセンターとインターネットを併用しようと考えました。われわれはコールセンターを最初に使い始めた会社でそれで成功していた。したがって、この成功を棄てるべきではないと。さらにネット取引はそんなに早く普及せず、本格的に伸びるのは2001年くらいからだろうと考えていたこともある。その橋渡し役としてのコールセンターです。98年から準備を開始したのだが、半年くらいたって読みを間違えたなと感じ始めた。インターネットはもっと使い勝手のよいもので、一気に広がるという“におい”をかいだ。<sup>15</sup>そこでプロフィットセンターとしてのコールセンターは廃止、サポートセンターとしての機能だけを残せ、と半年前の指示を白紙撤回した。そういう意味では、プロフィットセ

<sup>11</sup> 大崎 (1999, p. 173).

<sup>12</sup> この部分は、「松井証券・松井社長、ネット証券を強烈に説く」『NIKKEI BP リアルインタビュー』(2002年5月31日)の内容を元に、記述した。

<sup>13</sup> この内容については、「特別セミナー ネットストックの未来」『金融国際情報技術展(FIT21)特別セミナー』(2000年9月22日)、松井(2001, 2003)などに詳しく記述されている。

<sup>14</sup> この部分は、「ハーバード大学ビジネススクール ポーター教授の戦略論サブノート 第三回」『週刊東洋経済』(2002年7月27日)の内容を元に、記述した。

<sup>15</sup> 前掲『週刊東洋経済』(2002年7月27日)。傍線部筆者。



## オンライン証券業界にみる黎明期の企業間競争

ンターとしてのコールセンターをやめたのも、大きなエポックメイキングだったと思います」と述べている。このように、松井証券は早くからこのビジネスに賭け、積極的な行動に出たのである。

また、この戦略を実行するに当たって、松井社長は事前の段階で、自社が保有する顧客のデータから日本におけるオンライン証券業界の動向を分析するという、他のオンライン証券には見られない、「実感覚の分析」を行っていたことを強調している。

「静態分析と動態分析を分けて考えなくちゃいけない。ともすると、過去の静態分析だけでシナリオを作りがちなんです。過去の延長線上で展開されるだろうと。違うんです、全然。何が違うかという、投資家の行動が変わるんです。それはまだ世の中の人たち、マスコミやこの業界の人を含めて気がついてないんじゃないか。私のシナリオに確信を持った拠り所は、実はここにあるんです。松井証券は、『インターネットの登場と手数料の自由化が起きて、個人投資家の行動がどういうふうになるか』という生データを持っているんです。この生データを持っているのは、うちだけでしょう。なぜかという、松井証券は1999年にできた会社じゃないんです。1977年にできた会社なんです。中小証券としてずっとブローキング（証券仲介業）をやってきて、お客さんはそれなりにいたんです。2万人。自由化の直前で2万人ですから、その前は5,000人とか6,000人ね。そのお客さんたちが自由化とインターネットの登場でどういうふうになったのか。Aさんという人の行動が実は変わったんです。野村証券でも大和証券でも、膨大なお客さんを持っていますけど、彼らがみんなネットに行っていますか。手数料を安くしてやっていますか。彼らは行動変化を示すデータは持っていませんね。ほかのオンライン証券の多くは、1999年にできた会社ですから、もとのデータを持っていない。今までの延長線上でシナリオを作っても何の意味もないな」ということで、私は別の形でシナリオを書いたんです」<sup>16</sup>

このように松井証券は、オンライン専門証券という未知の世界を歩むにあたって、これまで蓄積したノウハウとデータに基づいて、その後の競争に臨んだのである。

### 3-2. 新規企業の参入

すでに述べたとおり、1998年12月に証券会社の設立が免許制から登録制へと切り替わり、この業界への参入が容易になったことをきっかけに、オンライン専門企業の誕生が相次いだ。つまり、オンライン証券専門企業は、松井証券を初めとする既存の証券会社より遅れて、この業界に入ってきたことになる。

<sup>16</sup> 松井証券 松井社長の発言（前掲『NIKKEI BP リアルインタビュー』2002年5月31日）。傍線部筆者。

DLJ ディレクト SFG 証券 (以下 DLJ) は、松井以外の 5 社のなかで一番早く、1999 年 6 月にオンライン証券の営業を開始した。米国 DLJ ディレクトは、機関投資家と超富裕層をターゲットとしている点ではやや特殊だが、フルサービスを提供する証券会社のなかのオンライン取引部門として、高度なリサーチ能力などで、米国で当時第 7 位の取引シェアを獲得している有力企業であった。<sup>17</sup> 日本への参入にあたっては、住友銀行や IIIJ と合併会社を設立し、当初から積極的に本国でのノウハウの優位性を強調し、手数料自由化に際しても、米国流の手数料体系導入を取引自由化の 3 ヶ月前から発表するなどのアピールを行った。<sup>18</sup>

この手数料設定にあたっては、顧客獲得のために、考慮を重ねたうえでアメリカの水準を超える低い価格帯<sup>19</sup> に決定したことが社長の口から述べられている。「Q: 売買代金が 1,000 万円以下の成り行き注文の手数料を一律 1,900 円としているが、コストを賄えるのか。A: 取引報告書の発行など、一件一件の取引で発生する変動費の部分は 1,900 円で収まる。ただ、バックオフィスの運営費や人件費といった固定費までは無理。この部分は取引件数を増やしてカバーしていくほかない」「手数料はまずは顧客の数を増やすことを念頭に、何十通りものシミュレーションをしたうえで決めた。」<sup>20</sup> このように、同社の手数料設定においては、とにかく口座数を増やすことが第一の目標となっていたのである。

また、同じく外資系証券会社との提携で注目されたイー・トレード証券は、1999 年 10 月の手数料自由化と同時に営業を開始した。米国イー・トレードは、手数料の価格破壊の先駆者として知名度が高く、米国内の取引高ではチャールズ・シュワブに次ぐ二位を維持している企業であった。同社の前身は、大手のディスカウントブローカーのシステム面に深くかかわったシステム開発会社「トレードプラス」であり、1991 年にそこで培ったノウハウを生かしてオンライン証券へと参入し、96 年に格安手数料で口座数を爆発的に伸ばし、急成長を果たした。<sup>21</sup> 日本での参入の際は、委託手数料の自由化というタイミングに合わせ、米国での実績をもとに、情報・セキュリティー・価格など、トータルに完成されたサービスを提供できることをアピールした。<sup>22</sup>

日本の進出に際しては、ソフトバンクと合併企業を立ち上げ、社長にはソフトバンク財務事業本部長を兼務していた北尾吉孝常務が就任した。その後 1998 年 6 月には、中堅証券会

<sup>17</sup> 大崎 (1999, p. 140).

<sup>18</sup> 『DLJ プレスリリース』(1999 年 7 月 21 日).

<sup>19</sup> 米 DLJ の 1998 年末における手数料は、20 ドル (株価 50 ドルで 1,000 株、成り行き注文で取引する場合) であり、当時の為替レート (115.20 円 / ドル) を勘案すると、日本の方が低い手数料であったと言える (大崎, 1999; 日本銀行ホームページ)。

<sup>20</sup> 『日経金融新聞』(1999 年 8 月 10 日). Q、A という記述、傍線部筆者。

<sup>21</sup> 大崎 (1999, p. 118).

<sup>22</sup> 『イー・トレード プレスリリース』(1999 年 10 月 1 日).

## オンライン証券業界にみる黎明期の企業間競争

社の大沢証券を買収し、イー・トレードはソフトバンクグループの金融関連事業の核として積極的な経営を行っていくことを表明した。<sup>23</sup> 1999年10月、取引初日の、競争に臨むにあたっての北尾社長の言葉は、以下の通りである。「既存の証券会社は競争の激化で三年間で三分の一に淘汰される。ウチは一年間で十万口座獲得してみせる。」<sup>24</sup>

この2社は、米国で実績をあげている証券会社の出資をあおぎ、そのノウハウに基づいて日本に参入した企業であるが、残りの4社は、国内系の新規参入企業である。

マネックス証券は、米国の有力投資銀行のソロモン・ブラザーズで実績をあげ、その後移籍したゴールドマンサックスでは最年少の30歳でパートナーとなった<sup>25</sup> カリスマ的人物である松本大氏が、ソニーと協同出資で興した企業である。マネックス証券は、創立当初より変わらない企業理念として、「私たちの生活に欠かせないベーシックな金融サービスを、私たちの視点から私たち自身で作ろう、という考えでゼロからスタートしました。企業でも機関投資家でもない、私たち個人ユーザーこそが、マネックスが目指す新しい金融インフラの主役です。」<sup>26</sup> とうたっているように、これまで日本の証券会社のメイン顧客であった富裕層をターゲットとするのではなく、広く一般層に対してサービスを提供していくことを方針としていた。これを象徴するような言葉として、松本社長は、「松井証券は300万人、マネックスは6,000万人が対象」<sup>27</sup> と、その著書の中で述べている。

次に、日興ビーンズ証券は、3大証券のひとつである日興コーディアル証券を核とした、日興コーディアルグループのオンライン専門企業である。「(分社化したのは)日本でも手数料の自由化が起きたところで、日興証券本体の二百数十万人いる顧客の手数料をどうするか、社内で議論になっていた。オンライン証券の場合...(中略)...既存客とは違うはずだとの結論に至り、別会社化した」<sup>28</sup> と、日興コーディアル証券は大手証券で唯一、ネット専門証券を別会社として切り離した理由を語っている。また、その戦略として「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。(1999年)8月末現在、証券界のネット口座数が計13万程度なのに対し、ビーンズの損益分岐点は30万口座と高い。『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」<sup>29</sup> と、他のオンライン証券と真っ向からの勝負に臨むことを表明している。

<sup>23</sup> 『イー・トレード プレスリリース』(1998年6月3日)。

<sup>24</sup> 『日経産業新聞』(1999年10月4日)。傍線部筆者。

<sup>25</sup> 武田(2000), p. 13。

<sup>26</sup> 「マネックスの理念とサービス」『マネックス証券 ホームページ』。傍線部筆者。

<sup>27</sup> 松井・松本(2001)。傍線部筆者。

<sup>28</sup> 『日経産業新聞』(2001年8月10日)。傍線部筆者。

<sup>29</sup> 『日経金融新聞』(1999年9月27日)。

このように、手数料自由化をきっかけに本格的に市場が立ち上がるタイミングで参入した、DLJ、イー・トレード、マネックス、日興ビーンズの4社は、新たな投資家を積極的に開拓し「最低でも10万口座を獲得する」との目標を掲げて、オンライン証券業界に参入したのである。

一方、カブドットコム証券の前身である2社は、有力と目されていた企業が自由化に合わせてスタートダッシュをきるなか、出遅れた出発となった。

まず、その1社となる日本オンライン証券は、ネット金融進出を図る伊藤忠商事が、第一勧業銀行、マイクロソフト、朝日生命保険などと共同で設立した企業であり、異業種からの参入ということで注目を浴びた。<sup>30</sup>当初は、他社と同じ1999年10月のサービス開始を予定していたものの、実際のサービス開始は、委託手数料自由化より約半年遅れた2000年2月下旬となってしまった。他社が大手証券企業系のパッケージシステムを導入しているなかで、日本オンライン証券では自社でシステム開発を進めていたが、これが予定通りに完成しなかったことが遅れの原因になったと言われる。

このように、同社が情報システムの自社開発にこだわったのは、やや変わった会社の成り立ちと大きく関係していた。それは、証券業界での経験を生かし、オンライン証券会社に関する様々な情報を載せたホームページの主宰者として業界では有名な存在であった臼田氏と、そのページにメールを出したことで意気投合した証券会社のSEだった斎藤氏とが、「本当の証券取引を目指し」<sup>31</sup> 起業を決意し、一年近く出資者を探していたところで伊藤忠と出会い、設立されたという経緯である。

同社では、そうした理念を具体化する戦略として、「顧客である個人投資家に対して、利便性の高いサービスを提供していく」「オンライン証券会社にとって基本業務である株取引の部分で差別化を図っていく」<sup>32</sup> ため、「取扱商品やサービスの柔軟性を確保するために、フロントからバックオフィスの全てのシステムを、自社で開発から運用管理まで手掛ける」<sup>33</sup> ことが重要であると考えていたという。なお目標口座数に対しては、他社に比してやや少ない「年度末までに5~6万口座」<sup>34</sup> との目標を、2001年9月に示している。

一方、イー・ウイング証券は、三和銀行グループのオンライン証券会社として設立され、2000年4月からサービスを開始した。主なターゲットは「投資初心者、インターネット初

<sup>30</sup> 『日経産業新聞』(1999年8月12日)。

<sup>31</sup> 『日経産業新聞』(1999年8月12日)。

<sup>32</sup> 矢野経済研究所(2000, p. 134)。

<sup>33</sup> 矢野経済研究所(2000, p. 134)。

<sup>34</sup> 矢野経済研究所(2000, p. 136)。傍線部筆者。

心者」<sup>35</sup> であり、参入は遅れたものの、2000年9月時点で「年度末までに10万口座、当面は30万口座」<sup>36</sup> と、先行した専門企業と同様、新たな投資家を積極的に開拓する姿勢を示し、強気な「口座数の獲得目標」を掲げた。

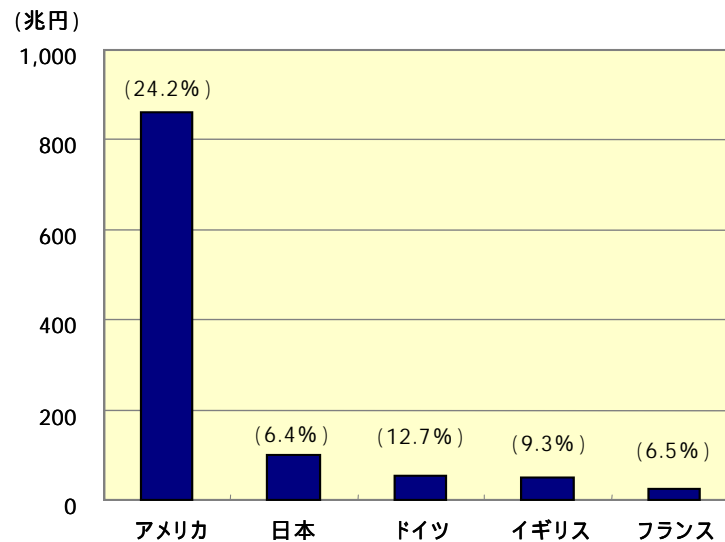
#### 4. 「支配的な通念」による口座数獲得競争

##### 4-1. 「支配的な通念」の形成：期待と株価

アメリカでは、日本より20年以上さかのぼる1975年に、株式委託手数料の自由化が行われており、これを契機に、投資情報やコンサルティング業務はほとんど提供しないかわりに手数料を割り引くという、「ディスカウントブローカー」と呼ばれる新しいタイプの証券会社が誕生し、株式投資は富裕層だけでなく一般に広く浸透していた。一方、日本においては証券会社が長年に渡って、中高年齢者の富裕層をメイン顧客として対面営業を行ってきたことから、アメリカに比べて個人の資産に占める株式の割合は非常に低い水準にあった(図4)。

手数料自由化前の日本の証券会社では、相対的に高い一律の手数料体系の下で、余剰資金のある中高年の富裕層に対し、投資情報の提供や個々の投資家のニーズに合わせた投資アド

図4 主要国における個人の株式保有金額と資産に占める比率(1999年)



出所)『松井証券会社説明会資料』(2001年8月).

<sup>35</sup> 矢野経済研究所(2000, p. 56). 傍線部筆者。

<sup>36</sup> 矢野経済研究所(2000, p. 58). 傍線部筆者。

バイスを行うことによって、良質の顧客をできるだけ多く、そしてできるだけ長く囲い込むことが、重要かつ唯一の勝利のビジネスモデルであった。なお、日本でこうしたモデルが形成されたことには、1965年の証券不況の後、当時の大蔵省が証券会社の経営を安定させるため、ブローカレッジ業務を業務の中心に据えるように、証券各社へ強力な行政指導を行ったことが大きな影響を与えたと言われる。この指導の下で、当時の高度成長を続ける産業界からの旺盛な資金需要に应运えていく土台となる「個人投資家向けの販売力」が、証券業界における競争の決め手となっていったのである（佐賀, 2001）。

この面でも、戦前から全国規模で支店ネットワークを確立していた大手4社は圧倒的に有利な立場を確保し、それに続く準大手・中堅証券も、積極的な支店展開によってリテール販売力を強化していった。一方、そうした業務展開が困難な中小証券は、歩合外務員という雇用形態によって弾力的なコスト構造を維持しつつ、相場をリードする大手4社の系列下に入り、大手の推奨銘柄の販売に関与することで利益をあげることを目指した。

前節で述べたように、92年に対面営業の完全廃止に踏み出した松井証券でも、方針転換前の経営はその例外ではなかった。同社でも、長年に渡って付き合いのある顧客を抱えた歩合外務員による個人営業が、収益のほとんど全てを稼ぎ出していたという。<sup>37</sup> そのため、松井社長が対面営業の完全廃止を宣言した際には、業界からは当然「異端児」として批判や軽蔑を浴び、また社内からは「せっかく開拓した顧客を捨てるのか？」<sup>38</sup> と猛烈な反対が起きた。

ところが、97年頃から本格化したいわゆる「金融ビックバン」の議論のなかで、99年10月からの株式委託手数料の自由化が決定し、いよいよ日本の証券業界にも規制緩和の波が押し寄せることが確実にになると、これまでターゲットとしていなかった富裕層以外の「一般層の個人資産」が、手数料自由化によって、株式へと大量に流れてくるという期待が生まれた。

この機運の高まりのなか、すでに1975年には手数料が自由化され、オンライン化でも先行していたアメリカで、96年以降急速にオンライン証券の口座数がめざましく拡大を遂げたことが、日本の証券界で非常に注目を集めることとなった（図5）。そのデータをもとに比較すると、日本では、手数料自由化直前の99年9月のオンライン証券口座数は13万口座<sup>39</sup>であったが、同年のアメリカ市場では1,300万口座<sup>40</sup>であり、人口や個人の資産構成、金額を考慮してもきわめて規模が小さかったのである。ここで、日本の証券市場に「オンライン

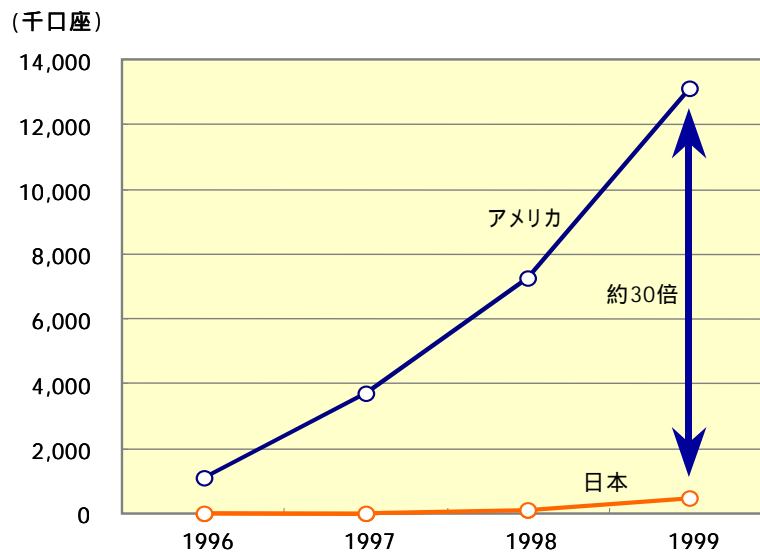
<sup>37</sup> 松井 (2001), p. 47.

<sup>38</sup> 松井 (2001), p. 68.

<sup>39</sup> 『日経金融新聞』(1999年10月21日).

<sup>40</sup> 佐賀 (2000) より、1999年の口座数。

図5 日米におけるオンライン証券口座数の推移



出所) 日本証券経済研究所『正協レポート』(平成12年, 8月)、矢野経済研究所資料より作成

証券の利便性」と「手数料自由化」といった大きな二つの変化が同時に訪れるということで、各証券会社はアメリカの先行事例をもとに、オンライン証券市場の爆発的な伸びを期待することとなった。実際に、この当時は「オンライン証券取引の先進国であるアメリカの軌跡を見ることが大いに役に立つ。...(中略)...国内でも普及が一段と加速するのは間違いない。」<sup>41</sup>など、アメリカにおける1996年以降の顧客急増をとりあげ、「日本でもオンライン証券口座数が急増する」といった記事が、非常に多く書かれている。

さらに、この頃はちょうどいわゆる「ITバブル」が頂点に向かう時期であり、日経平均株価も全体として上昇傾向にあった(図6)。また、この時期にちょうど、さまざまな金融制度改革(いわゆる「金融ビッグバン」の取り組み)が重なったことで、マスコミや各方面で、「今年は証券取引の『大衆化元年』になる。米国の500万口座並みとまではいなくても、日本も市場が爆発的に拡大するとの期待がある。」<sup>42</sup>といったような、爆発的な市場成長の予測が相次いで出されたのである。

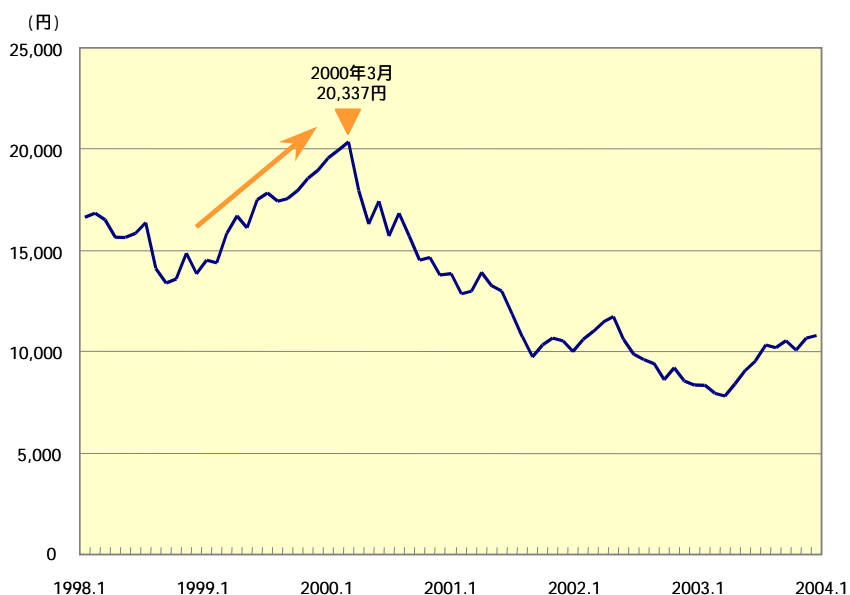
以上をまとめると、日本の証券業界におけるこれまでの顧客は、長きにわたって「中高年

<sup>41</sup> 「オンライン・トレーディング時代の到来」『日経マネー』(1999年11月臨時増刊号)。

<sup>42</sup> 『日経金融新聞』(1999年1月20日)。傍線部筆者。



図6 日経平均株価の推移



注) データは月末値  
出所) 日本銀行ホームページ統計資料より作成

の富裕層」という限られた層であったが、手数料の自由化によって一般層の取り込みが期待されるなか、オンラインというチャネルへの期待が高まった。そこで「アメリカの先行事例」による爆発的な市場の伸びへの期待、そして「IT バブル」という環境の後押しによって、<sup>43</sup> 「顧客が爆発的に増える」という「支配的な通念」が作られたのである。

ここで大手証券会社は、オンライン取引によって、これまでの営業の中心であった「中高年の富裕層」以外の、これまで証券取引の経験がなかったような「一般層」の取り込みを図ろうとした。ただし、あくまでも「中高年の富裕層」が主な収益源である以上、店舗営業ではこれまでと同様に手厚い投資助言などの高度なサービスの提供を続け、99年10月の手数料自由化に際しても、手数料引き下げ幅は最小限にとどめる方針を発表した。<sup>44</sup> さらには、対面営業において取引を行う重要な顧客がオンライン取引も合わせて行う可能性や、オンライン上でも相当の投資情報が得られるといった現状を踏まえると、対面取引とオンライン取

<sup>43</sup> カブドットコム証券 執行役員業務統括部長 雨宮猛氏のヒアリングより (2004年3月25日)。

<sup>44</sup> 『日本経済新聞』(1999年8月4日)。

## オンライン証券業界にみる黎明期の企業間競争

引とで手数料の差をつけることは「困難」であり、<sup>45</sup> 対面営業とオンライン取引との手数料の大きな差はつけない体系を出さざるをえないと判断した。<sup>46</sup> すなわち、大手証券会社では、従来からの重要な顧客がオンライン取引に移動して収益が下がってしまう「共喰い現象（カニバリゼーション）」を防ぐため、オンライン取引を拡大するための積極的な行動に出にくい状況にあったのである。また、オンライン証券部門を別会社化せずに参入したほとんどの準大手・中堅会社も、多かれ少なかれこれと同じ状況に陥ったと考えられる。その結果、大手証券会社や準大手・中堅会社のオンライン取引部門は、オンライン証券市場では主役プレーヤーになることは難しかったのである。<sup>47</sup>

一方、オンライン証券専門の各社は、業界への参入こそ大手証券会社より後であったが、「既存顧客へのしがらみ」がなかったため、ここがチャンスと積極果敢な競争戦略に打って出ることが可能であり、瞬く間にオンライン証券市場の主要プレーヤーとなった。しかし逆に、オンライン証券参入企業のほとんどが、「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ばなかったビジネスマン」<sup>48</sup> といった新たな顧客層を、「他社より先に大量に獲得する」ために、現在から振り返ればあまりにも強気すぎる口座数の目標を立て、泥沼の競争を繰り広げることになったのである。

### 4-2. 口座数獲得競争：激しい価格競争

自由化とともに、オンライン専門の各社は競って独自の委託手数料体系を発表し、顧客に積極的にアピールした（表 2）。ただし多くの企業は、設定するターゲット層、すなわち約定金額帯によって、手数料価格が全く異なったり、あるいは預かり資産残高によって段階を設けるなどのバリエーションを設定しつつも、基本的には「約定金額に比例した 1 回あたりの手数料体系」を採用した。<sup>49</sup>

<sup>45</sup> 『日経産業新聞』（1998 年 7 月 24 日）。

<sup>46</sup> Christensen (1997) は、新しい技術が登場し、既存の評価基準では劣っているために当初は評価されないものの、やがて改良が進んで最終的には既存市場の顧客ニーズに応えられるようになる場合に、こうしたイノベーションを「ディスラプティブ・イノベーション（disruptive innovation：分断的イノベーション）」と呼んでいるが、Christensen (2003) は、アメリカの有力オンライン証券会社であるチャールズ・シュワブの例を挙げ、オンライン証券は「分断的なイノベーション」であったと述べている。

<sup>47</sup> 参考までに、大手証券 3 社の 1 回あたりの手数料を記すと、1999 年 10 月、野村：5,000 円・22,800 円、日興：5,750 円・34,500 円、大和：4,310 円・21,820 円、2003 年 4 月、野村：5,000 円・22,800 円、日興コーディアル：4,600 円・22,800 円、大和：2,875 円・14,550 円（各社 50 万円、300 万円の手数料の順）と、のちに紹介する専門 6 社と比べてかなり高い水準にあることが分かる。

<sup>48</sup> 『日本経済新聞』（1999 年 11 月 2 日）。傍線部筆者。

<sup>49</sup> ただし DLJ などは、最低手数料である 1,900 円の約定金額帯を、1,000 万円までとかなり高額に設定していた。このため、一般投資家にとっては、「約定金額にかかわらず 1 回あたり定額」と同様

表2 各社の手数料体系 (2000年4月)

企業名	手数料体系の内容	方式
松井証券	1日の約定回数3回以下かつ、約定代金合計300万円以下は、3,000円 1日の約定回数上限が3回、約定代金合計の上限が300万円増えるごとに 3,000円をそれぞれ加算	約定回数と約定代金による 定額制
イー・トレード証券	約定代金100万円以下は、2,000円 約定代金100万円超は、約定金額×0.2% (最高6万円)	約定金額に比例した 1回あたりの手数料制
DLJディレクトSFG証券	約定代金1,000万円以下は、1,900円 約定代金1,000万円超は、100万円ごとに50円追加	約定金額に比例した 1回あたりの手数料制
マネックス証券	約定代金100万円までは、1,000円 100万円超200万円までは、約定金額×0.1% 200万円超は、約定金額×0.015%+1,700円	約定金額に比例した 1回あたりの手数料制
日興ビーンズ証券	預かり資産に6段階を設け、それぞれの料率を設定 たとえば、預かり資産100万円未満は約定金額×0.48%、100万円以上500 万円未満は約定金額×0.42%	約定金額に比例した 1回あたりの手数料制
日本オンライン証券	約定代金50万円以内は、1,500円 50万円超100万円以内は、2,000円 100万円超は、約定金額×0.2%	約定金額に比例した 1回あたりの手数料制
イー・ウイング証券	約定代金1,000万円以内は、1,500円 約定代金1,000万円超は、100万円ごとに50円追加	約定金額に比例した 1回あたりの手数料制

注) 日本オンライン証券、イー・ウイング証券は、後に合併してカブドットコム証券となる。  
出所) 『日経マネー』(2000年6月号)、各企業 IR 資料より作成

そのなかで松井証券のみが、1回あたりの料金ではなく、約定金額が設定範囲内(松井の場合は300万円)であれば3回まで、すなわち複数回の取引を行っても同じ手数料(3,000円)となる「定額手数料の手数料体系」を発表した。松井証券は、この「約定回数×約定金額合計」のマトリックスで決定される、「国内はもとより海外においても例を見ない」<sup>50</sup> 手数料体系を、「ボックス・レート(範囲料率)」と名付けた。

松井証券は、この体系について、「従来の考え方である手数料体系を抜本的に見直し」「あらゆる面について既存の概念にとらわれないサービスを次々と打ち出していく」<sup>51</sup> と述べるなど、他社に先駆けた先進性をアピールした。その一方で、同社は「1取引あたりの最低手数料は1,000円になります」と「手数料の安さ」についてもアピールしなかったわけではないが、実際には1日の取引が1回のみであれば有力他社より割高となる価格設定を行っていた。例えば、約定代金100万円の取引を3回行う場合、イー・トレードであれば手数料は

のサービスであったと位置づけられよう。また、ジェット証券や千代田証券などは、約定金額帯によって手数料に差を付けず、約定金額がいくらであっても1回あたりそれぞれ1,500円、2,500円との設定を行った。

<sup>50</sup> 『松井証券 プレスリリース』(1999年8月26日)。

<sup>51</sup> 『松井証券 プレスリリース』(2000年7月28日)。

表3 手数料方式と手数料金額の推移

時期 方式	1999年10月			2000年10月			2003年4月		
	1回あたり手数料		定額制	1回あたり手数料		定額制	1回あたり手数料		定額制
	50万円	300万円	300万円	50万円	300万円	300万円	50万円	300万円	300万円
松井証券	-	-	3,000円 (3回まで)	-	-	3,000円 (回数制限無)	-	-	3,000円 (回数制限無)
イー・トレード証券	2,500円	7,500円	-	800円	4,800円	-	700円	1,600円	2,000円 (回数制限無)
DLJディレクトSFG証券	1,900円	1,900円	-	1,900円	1,900円	-	1,900円	1,900円	3,000円 (回数制限無)
マネックス証券	1,000円	3,000円	-	1,000円	2,150円	-	1,000円	2,150円	3,000円 (回数制限無)
日興ビーンズ証券	2,400円	12,600円	-	2,400円	12,600円	-	-	-	2,500円 (回数制限無)
カブドットコム証券	-	-	-	1,500円	1,500円	-	1,500円	1,800円	-

注) 日興ビーンズ証券は、預かり資産残高が100万円以上500円未満の場合の手数料率を記載出所) 各社IR資料により作成

6,000円となるが、松井証券では3,000円となる。しかし、約定代金100万円の取引を1回行うのであれば、イー・トレードでは2,000円となるが、松井では同じく3,000円のままなのである。そのため、こうした松井の手数料体系は、1日に複数回の取引を行う「ヘビーユーザー」を意識した体系であったと言える。

一方、手数料が自由化された1999年10月時点で、松井証券以外の有力企業が提示した手数料額は、すでに採算ラインを割る価格水準に設定されていたと考えられる(表3)。当時、「極力人手を介さずに売買を仲介するのがネット取引の強みとはいえ、『常識的には3,000円が採算ライン』」<sup>52</sup>と見られていたにもかかわらず、イー・トレード、DLJ、マネックス、日興ビーンズの各社の水準は、表3にある通り、すでにその水準を割り込んでいた。また、当初の手数料ですでに、各社とも「3年間の赤字覚悟(日興ビーンズ)」<sup>53</sup>「固定費までは賄えない(DLJ)」<sup>54</sup>と発言していたり、あるいは「我々は安易な値下げ競争に巻き込まれるつもりはない」<sup>55</sup>と表明する企業があったという事情も、上の推論をある程度裏付けている。

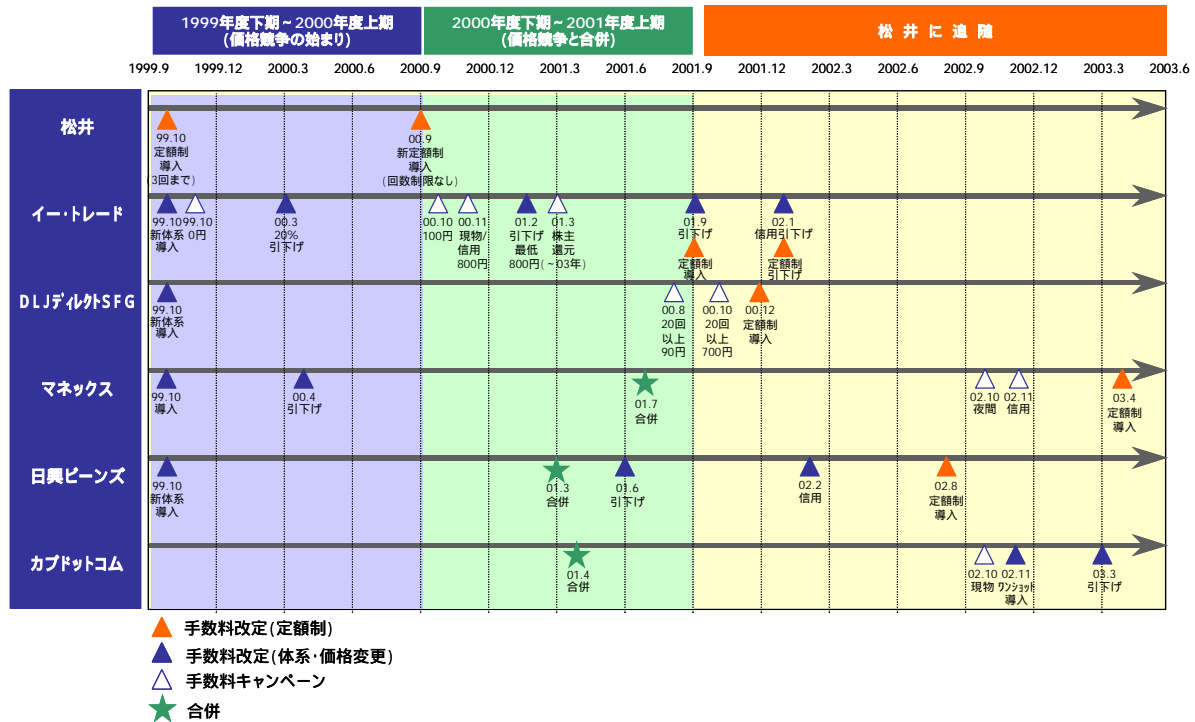
<sup>52</sup> 野村総合研究所 大崎貞和資本市場研究室長の発言(『日本経済新聞』1999年9月27日)。

<sup>53</sup> 『日経金融新聞』(1999年9月27日)。

<sup>54</sup> 『日経金融新聞』(1999年8月10日)。

<sup>55</sup> DLJ社長 国重氏の発言(『日経金融新聞』1999年8月10日)。

図7 6社の手数料に関する戦略と合併



注) 手数料に関する戦略は、現物株に関するもののみ掲載した。  
 出所) 各社 IR 資料、プレスリリース、日経 4 紙記事より作成

しかも、激しい価格競争がすぐに始まることとなった(図7)。まず仕掛けたのが、アメリカでもいわゆる「価格破壊」の口火を切ったイー・トレード<sup>56</sup>である。手数料が自由化された1999年10月、価格体系は変更せずに、期間限定の「手数料0円」キャンペーンという形で、「0円」という究極の手数料設定を行った。これを見て、競争前には「価格競争には巻き込まれない」と述べていたDLJも、「競合他社の状況次第では今後引き下げる可能性はある」<sup>57</sup>とすぐに前言を撤回するなど、価格競争の激化が予想される事態となった。

この後、旅行業という異業種からの参入で注目されたHIS協立が、最低800円という3桁の手数料を打ち出して注目を集めるなか、2000年3月にイー・トレードが手数料体系を

<sup>56</sup> Eトレード証券は、1996年3月、ウォールストリートジャーナル紙に「私たちの低い手数料を比べてみてください」と有力証券会社との比較広告を掲載した。その手数料は、株価・株数によっては、ディスカウント・ブローカー最大手のチャールズ・シュワブの、わずか17分の1になるものであった。詳しくは、大崎(1999)を参照。

<sup>57</sup> DLJ会長 ブレイク・ダーシー氏の発言(『日経金融新聞』1999年10月21日)。

## オンライン証券業界にみる黎明期の企業間競争

見直し、一律 20%の引き下げを行った。この頃の口座数は、イー・トレードが 79,247 (3 月末) DLJ は 51,491 (4 月末) マネックス 51,310 (3 月末) と、イー・トレードは手数料自由化と同時に実施した 0 円キャンペーンによって一歩リードしており、ここで一気に他社を引き離しにかかったと思われる。そこで、間髪入れずにマネックスも、約定金額 200 万円超の比較的高額な取引の手数料を引き下げるとの発表を行った。このとき新聞記事において、「『当社のビジネスモデルは他社にはマネができない』と笑うのはマネックス証券の松本大社長。それは『僕が取材に応じること』。... (中略) ...ネット企業は本当に『収穫逡増』であることを説明する必要がある」<sup>58</sup> と、現在では利益が出ない水準の価格設定であっても、他社が大きな固定費負担となる広告宣伝費に莫大な投資をするなかで、<sup>59</sup> 自らが広告宣伝活動を行い顧客を集めることで、ビジネスが成り立つとの強気なコメントを行っていた。

一方の松井証券は、前述のとおり、手数料が自由化された 1999 年 10 月より、他社とは特徴の異なる「約定回数と約定代金に焦点を当てた」<sup>60</sup> 手数料体系を実施していた。これは他社が採用していた「1 回あたりいくらという仕組み」に挑戦した手数料体系であったものの、3 回までという上限がつけられていた。そこで、2000 年 9 月には、「売買回数を重ねるほど (手数料が) 逡増する仕組みに挑戦する」<sup>61</sup> との理念の実現を追求し、「売買回数無制限で、約定代金 300 万円まで 3,000 円」<sup>62</sup> に変更すると発表した。

### 4-3. 相次いだ企業合併 (2000 年度下期 ~ 2001 年度上期)

2000 年 11 月、後発組の 2 社「日本オンライン証券」と「イー・ウイング証券」が、オンライン証券初の合併を発表した。この合併は、「いずれもネット取引では後発組。直近の口座数はほぼ同じ約 2 万 7 千で業界で十位前後。今年夏以降に業界全体の口座数が伸び悩む中、増加率で上位に入っているものの、規模では先行組に水をあけられた。」<sup>63</sup> と、後発企業が口座数を確保するための選択肢だったと見られる。これを裏付けるものとして、両社それぞれの合併時の発表を見ると、「我々は独自開発したシステムを武器に、株式取引での優位性を高めることに経営資源を集中してきた。今後は株式取引以外の商品やサービスの拡大が必

<sup>58</sup> 『日経産業新聞』(2000 年 4 月 6 日)。

<sup>59</sup> 2000 年 3 月期決算における広告宣伝費をみると、イー・トレードは、14 億円 (営業収益 売上高に対する割合 31%)、DLJ は 7.5 億円 (同 88%) と、非常に多額の広告宣伝費を投じている一方、マネックスは、1.2 億円 (同 19%) と、かなり低い金額、ならびに売上比に抑えられていたことが分かる。

<sup>60</sup> 『日経マネー』(2000 年 6 月号)。

<sup>61</sup> 『松井証券 プレスリリース』(2000 年 7 月 28 日)。

<sup>62</sup> 『松井証券 プレスリリース』(2000 年 7 月 18 日)。

<sup>63</sup> 『日本経済新聞』(2000 年 11 月 16 日)。傍線部筆者。

## 高井 文子

要と考えていたが、単独で取り組むには負担が大きすぎる。三和グループのイー・ウイングは豊富な金融商品を供給できる力がある（日本オンライン証券社長：藤島氏）」<sup>64</sup> 「早く強くなるための合併策だ。当社はネット取引に関するシステムを改良しようとしていたが、日本オンラインは独自にシステムを開発するなど技術力が高い。我々は三和銀行グループの一員で投資信託などの品ぞろえに特色がある（イー・ウイング証券社長：小早川氏）」<sup>65</sup> と、「規模の追求」と、それぞれの強みを生かした経営をするための合併をアピールしていた。

ただし、ターゲットとする顧客層については、「現在のネット証券の顧客は、以前から株式投資を手がけていた経験者が大半だと分析している。…（中略）…足元で既存の投資家を掘り起こしながら、数年先を見据えて布石を打つ必要がある」<sup>66</sup> と、他社が一般層をターゲットとしているなか、株式投資経験者を対象に、商品力と、フレキシブルに対応可能なシステムとを武器に、先行した企業に対抗していく戦略を示した。

これに続いて、2000年12月には2社の合併の発表が続いた。まず、日興証券系の日興ビーンズ（口座数約6万9千）<sup>67</sup> がインターネットトレード証券（口座数約1,300）<sup>68</sup> と2001年3月に、続いて、マネックス証券（口座数約10万）<sup>69</sup> がセゾン証券（口座数約5万）<sup>70</sup> と2001年6月に、それぞれ合併すると発表した。先の日本オンラインとイー・ウイングが対等合併であったのに対して、この二つの合併は、日興ビーンズとマネックスがそれぞれの企業の規模拡大を図るため、インターネットトレード証券とセゾン証券をそれぞれ吸収合併したものであった。<sup>71</sup>

この結果、2000年7月時点では、マネックスは有力専業でイー・トレードに次ぐ17万口座、日興ビーンズとカブドットコムはそれぞれ7万口座台と、合併各社とも口座数を伸ばしたのである。

<sup>64</sup> 『日経金融新聞』（2000年12月6日）。傍線部筆者。

<sup>65</sup> 『日経金融新聞』（2000年12月6日）。傍線部筆者。

<sup>66</sup> 『日経金融新聞』（2000年12月6日）。傍線部筆者。

<sup>67</sup> 日興ビーンズホームページの情報開示欄より、2001年4月のデータを採用。

<sup>68</sup> 『日興ビーンズ プレスリリース』（2000年12月26日）。

<sup>69</sup> 『マネックス プレスリリース』（2000年12月27日）。

<sup>70</sup> 『マネックス プレスリリース』（2000年12月27日）。

<sup>71</sup> この3社の合併は全て商法上の手続きにおいては、合併当事会社のひとつが存続会社、その他の会社が消滅会社（被合併会社）となり、存続会社が消滅会社の財産などを包括的に引継ぐという「吸収合併」である。ここで、「対等合併」「吸収合併」と記述したのは、一般的に用いられる用法に基づいてである。具体的には、合併比率（合併の際、存続会社が消滅会社の株主に対し、その持ち株に応じて交付する株式の割当比率）が「相対的に対等である」場合には「対応合併」、「どちらかが非常に優勢である」場合には、「吸収合併」とした。なお、それぞれの合併における合併比率は、1) イー・ウイングと日本オンラインの合併比率は1対0.97、2) 日興ビーンズとインターネットトレードの合併比率は1対0.05、3) マネックスとセゾンの合併比率は1対0.006であった。



#### 4-4. 口座数獲得競争：激しい価格競争（2000年度下期～2001年度上期）

松井証券の初の手数料体系変更後すぐ、2000年10月には、イー・トレードが「100円キャンペーン」という破格の価格キャンペーンを開始した。<sup>72</sup> さらに、相次ぐ有力企業の合併の発表が2000年11月、12月と続き、合併各社の口座数増加が確実となったことを受け、低価格戦略で口座数を伸ばしてきたイー・トレードは、2001年2月には手数料体系を再び変更し、最低手数料を800円へと引き下げた。<sup>73</sup>

続いて、インターネットトレード証券を2001年3月に合併したばかりの日興ビーンズが、2001年6月に、手数料自由化後初めて手数料の変更を行うと発表した。<sup>74</sup> それは、それまで1,000円だった最低手数料を、イー・トレードよりも低い水準である700円に下げるという積極的なものであった。これは、預かり資産が1千万円以上の顧客が対象という限定的なものであったが、それ以下の顧客でも約定代金20万円までは720円とするなど、手数料を現行より平均で16%下げるという大幅な改訂であった。

一方、DLJは、社長が手数料自由化時のイー・トレードの0円キャンペーンに対して「価格競争も辞さない」とコメントしたものの、実際には、この時点までは他社の低価格攻勢を受けても動かなかった。しかし、ライバル企業が合併や手数料引き下げによって口座数を増加させる一方で、参入2年あまりを過ぎた2001年8月の時点で、DLJはイー・トレードには約4万9千口座、マネックスには約1万8千口座の差を開けられていた。そこで2000年7月初旬に、月の取引が20回以上という限定つきながらも、「約定1回あたり90円」というキャンペーンを8月に実施すると発表した。<sup>75</sup>

こうした動きに対抗して、イー・トレードは、即座にさらなる引き下げを行うと発表した。同社は、2001年7月中旬に、同年9月より、日興ビーンズと同じ「最低手数料を700円」へと引き下げると発表した。<sup>76</sup>

実は、この時点では、「手数料の値下げ競争は限界にまで達している。この夏、ある特定の条件下で、日興証券やシュワブ東京海上証券が手数料ゼロ円キャンペーンを打ち出し、DLJダイレクトが九十円に対抗した。ここまで下がると、もはや顧客獲得競争の材料にならなくなっている」<sup>77</sup> というレベルにまで低下していたと言われる。さらに、この時期にはいわゆる「ITバブル」が崩壊して、日経平均株価が17年ぶりに1万円を割り込むなど証券売

<sup>72</sup> 『イー・トレード プレスリリース』(2000年9月8日).

<sup>73</sup> 『イー・トレード プレスリリース』(2001年1月18日).

<sup>74</sup> 『日興ビーンズ プレスリリース』(2001年5月22日).

<sup>75</sup> 『DLJ プレスリリース』(2001年7月3日).

<sup>76</sup> 『イー・トレード プレスリリース』(2001年7月19日).

<sup>77</sup> 『日経流通新聞 MJ』(2001年9月25日).

買自体が低迷していた（図 6）。そのため、激しい価格競争に突入した各社は、口座数の増加にしたがって約定件数は増えても、株価低迷と極限まで下がった手数料のため、収益増にはつながらない状況に陥っていたのである。

## 5. 松井証券の独自の動き

### 5-1. 松井証券の戦略

一方、松井証券は、他社とは異なった一貫した視点で、商品サービス・料金体系を設計していた。

そのターゲットは「株式投資家」であり、そのなかでも特に、「上級者や富裕層」<sup>78</sup>を狙っていた。その狙い通り、「一ヶ月に数百人の人たちが、野村や大和からうちに移ってきている。彼らのその理由を聞くと、やっとインターネットを使えるようになったからだということだ。その彼らを分析してみると、全員と言ってよいほど、回転率が五倍程度に跳ね上がっていたということだ」<sup>79</sup>という結果が出たことを後に発表している。

ここで出てくる「回転率」とは、松井が早くから注目していた指標である。証券会社の主な業務のひとつである株式ブローカー業務においては、顧客が売買する際に一定の手数料を課すことによって利益をあげる。したがって利益を増やすためには、顧客数を増やすか、取引数を増やすか、少なくともどちらかが必要である。ここで、他社は顧客数を増やすことに着目しているなかで、松井証券だけはその取引率、すなわち「回転数」に着目したのである。

また、松井証券は、これまで株式投資の経験があり、「いくら少額でも、何度行っても文句を言わないシステム」<sup>80</sup>を通じて取引を行うことにメリットを感じる顧客に対して、「信用取引やオプション取引といった、アクティブユーザー向けのメニュー」<sup>81</sup>を用意した。特に信用取引に関しては、同社はオンライン証券に参入した 1998 年 5 月から始めている。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。そうした信用取引について、「ライバル各社が採用した大手証券系システム会社の『出来合い』のシステムは、信用取引には対応できなかった。松井は、業界で初めてネットで信用取引ができるシステム

<sup>78</sup> 矢野経済研究所 (2000), p. 152.

<sup>79</sup> 松井・松本 (2001), p. 61. 傍線部筆者。

<sup>80</sup> 『読売新聞』(2004 年 3 月 15 日) の「こまかーい株でも、コンピューターは文句言わない。便利だね。」という、松井社長の発言より。

<sup>81</sup> 矢野経済研究所 (2000), p. 149. 傍線部筆者。

## オンライン証券業界にみる黎明期の企業間競争

を独自開発、積極的に売買する顧客層を開拓した」<sup>82</sup> ののである。

また、市場規模とその動向についても、他社とは異なった見方をしていた。松井社長は、「マスコミで 100 万口座、200 万口座だとか言っていますが、馬鹿な話です。一人のお客さんが 4~5 つの口座を使い分けているのは当たり前の話です。結局、日本全体のアクティブな投資家が約 300 万人とっていますが、そうすると 10 分の 1 ぐらい かなと。したがって、20~30 万口座 ぐらいですね。」<sup>83</sup> と他社が手数料引き下げ競争を繰り広げる 2000 年 9 月時点で、顧客はそれほど多く増えないとの見方を示していた。

さらに、イー・トレードの 100 円キャンペーン直後の 2001 年 1 月に、松井社長は「値下げ競争には加わらない。確かに取引回数の無制限化で顧客にとっては実質値下げとなったが、当社のシステムでは一人の顧客が一日何回取引してもうちのコストは変わらない。投資家の行動と心理を熟知したサービスで信用取引を頻繁に手掛ける中高年の投資家層を獲得した。若い顧客ばかり集めて口座数を増やしても損するだけだ」<sup>84</sup> と述べ、その後もマスコミ等で同様の発言を盛んに繰り返していた。このように同社では、価格競争には参戦せず、他社が狙う、「爆発的に増えると見られていた一般の顧客層」を相手にしていないことを表明し、当初の戦略を貫いていたのである。

### 5-2. 他社の松井証券の評価（1999 年度下期～2001 年度上期）

このような松井証券の動きを、マスコミは当時から大きく取り上げており、それはオンライン証券専門各社も十分に承知していた。それにもかかわらず、他社は、松井証券に注目しつつも、ある意味で見くびっており、その戦略に追随する動きを見せなかった。当時、各社は松井証券のことを「上級者や富裕層という一部の顧客をターゲットとしたニッチ企業」としてとらえており、設定価格も他社の「最低手数料」と比較すると割高な 3,000 円であったりすることなどから、DLJ 社長も「トップシェアを目指す DLJ にとってのライバルはチャールズ・シュワブ、Eトレードなどの米国勢と、国内証券では大和、野村とみている」<sup>85</sup> と述べて、当初の想定競争相手から外すなど、「脅威とまではならない」とする見方が大勢だった。

実際、「昨年十月の株式売買委託手数料の完全自由化を機に、個人投資家によるインターネット証券取引が急増している。既存証券や外資、異業種からの新規参入組が約五十社も入

<sup>82</sup> 『日経産業新聞』(2000 年 1 月 21 日)。

<sup>83</sup> 松井証券 松井社長の発言 (前掲『金融国際情報技術展(FIT21)特別セミナー』2000 年 9 月 22 日)。傍線部筆者。

<sup>84</sup> 松井証券 松井社長の発言 (『日経産業新聞』2001 年 1 月 10 日)。傍線部筆者。

<sup>85</sup> 『日経金融新聞』(1999 年 8 月 10 日)。傍線部筆者。

り乱れ、激しい顧客獲得競争を繰り広げるなか、気を吐いているのが中堅証券の松井証券(東京・中央、松井道夫社長)。ほぼ十年前から通信取引に特化して築き上げてきた低コストの軽量経営を強みに、日本のネット金融界で他を一步リードしている。『えっ、松井がここまで伸びてるとは』。大手証券のネット取引担当者は松井証券の躍進ぶりに驚きを隠せない。際立つのは口座数ではなく、実際に手数料収入に結びつく取引件数の大幅な伸びだ。』<sup>86</sup> といった具合に、少なくとも 2000 年の早い段階ですでに、松井証券の躍進ぶりは他社に驚きを与えていた。しかしながら、2001 年になっても、他社は、「オンライン専業は九九%の顧客が株式の売買であり、ニッチ(すき間)だ。松井証券も業績を伸ばしているが、我々はニッチとしてとらえている。主流にはなりえない。大手証券は既存事業とネットの両方を抱えて進める」<sup>87</sup> や、「われわれの競合はネット専業証券ではない。野村証券や大和証券、日興証券といった大手総合証券だ。松井証券は信用取引に焦点をあてた。一日の間で頻繁に売買を繰り返す一部のデイトレーダーを対象にしている。結局、大衆を取れない」<sup>88</sup> といったように、松井は特殊な戦略をとっていると見ていた。

### 5-3. 松井証券の顧客

このように他社の見方は、「ニッチで、主流になりえない」、「一部のデイトレーダーを対象にしている」というものであったが、これに対して、松井社長は以下のように反論している。「マスコミは『松井証券はデイトレーダーを囲い込んでいる』とっているがこれは違う。日本には米国のようなデイトレーダーは皆無に近い。我々の顧客は 50 歳前後が中心で、手数料が 10 分の 1 という実利のために、仕方なくインターネット取引をしているごく普通の投資家である。自己責任で株式投資をしている洗練された投資家ではあるが、デイトレーダーではない。」

「ちなみに年間の回転数は 60 回前後、取引回数は週に 1 回程度である。むしろ、他社の稼働率があまりにも低すぎるのである。インターネットによって株式投資をする人口が爆発的に増えるというのも誤りである。まして、インターネットで若者の株取引が増えるなんて大ウソだ。運用資金がなければ株式投資はできない。我々にはそもそも株式取引のパイを広げようという意識はない。価格革命を起こして大手証券から顧客を奪うだけだ」<sup>89</sup>

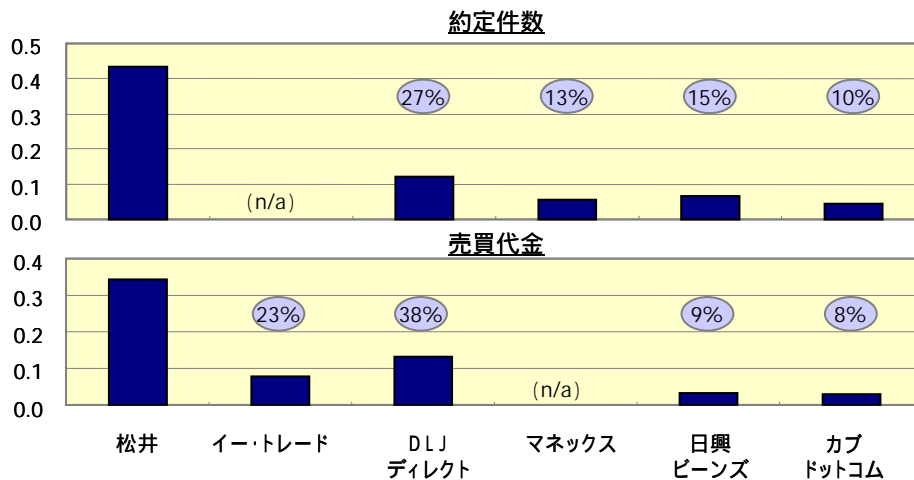
<sup>86</sup> 『日経産業新聞』(2000 年 1 月 21 日)。

<sup>87</sup> 日興ビーンズ証券の初代社長で、当時リテール事業推進協同担当であった須田則雄執行役員の発言(『日経産業新聞』2001 年 8 月 10 日)。傍線部筆者。

<sup>88</sup> イー・トレード証券 会長北尾吉孝氏の発言(『日経産業新聞』2001 年 8 月 9 日)。傍線部筆者。

<sup>89</sup> 「地動説のインターネットビジネス」『一ツ橋アカデミーヒルズ：松井証券 松井道夫社長講演会』(2000 年 7 月 6 日)。傍線部筆者。

図8 1口座あたりの約定件数・売買代金比較（2001年9月）



注1) 2001年9月のデータ。円内の数字は、松井の数値を100%としたときの割合  
 注2) 約定件数・売買代金は、1日あたりのデータに基づいて作成  
 注3) マネックス証券の約定件数は筆者推定。推定方法は、他社の松井・マネックス・日興ビーンズ・カブドットコムの4社の、注文件数と約定件数との2001年度における比率の平均をとり、それをマネックス証券公表の注文件数に乗ずることによって算出。なお、注文件数と約定件数の相関係数は0.91(1%有意)  
 出所) 各社IR資料、プレスリリースより作成

実際に、他社から「ニッチ」や「デイ・トレーダー対象」と言われていた時期であった2001年9月時点の口座数を比較してみると、トップのイー・トレードは16万8千、マネックスが17万8千、DLJが11万1千、日興ビーンズが7万8千、カブドットコムが7万6千である一方、松井証券はそれら後発企業の後塵を拝して6万3千口座に留まっていた。

しかしながら、一口座あたりの一日の約定件数、あるいは一日の売買代金を比較してみると、松井と他社の間には3倍から10倍以上との圧倒的な開きがあった(図8)。

その結果、2002年3月期決算の経常利益率<sup>90</sup>を見ると、松井が19%、イー・トレードが17%、DLJ 1%である一方、カブドットコム 9%、日興ビーンズ 22%、マネックスは44%と、参入から3年を経ても赤字であった。なお、イー・トレードは、株式ブローカレッジ業務では赤字であった<sup>91</sup>ということであるから、事実上、松井のみが利益を出しているといった状況であった。

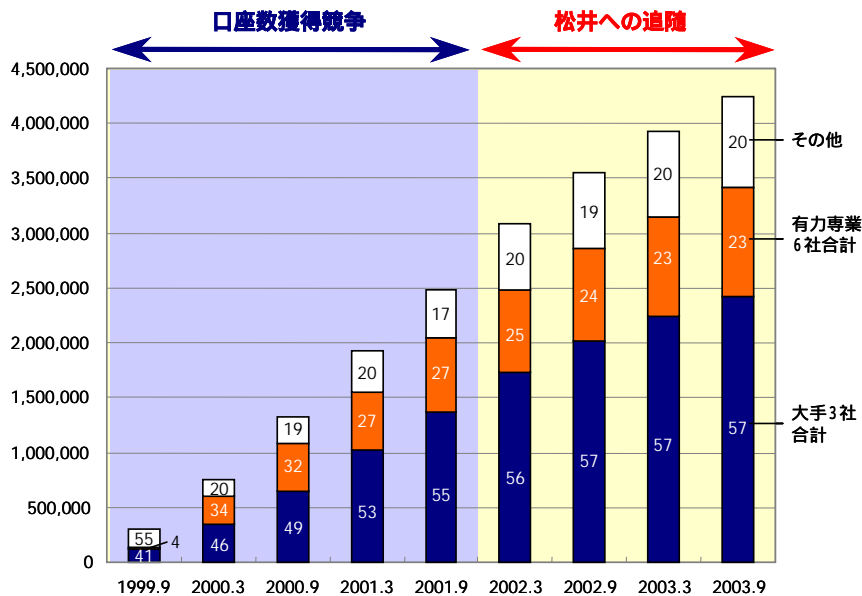
<sup>90</sup> 各社2002年3月期決算IR資料より。

<sup>91</sup> 「『株式の取次業務は赤字』(イー・トレード北尾会長)」(『日経金融新聞』2003年4月24日)。

また、口座数についてみると、本稿でとりあげた6社の合計は、口座数獲得競争をしていた2001年9月までは市場全体の4分の1を超える割合を占めていたものの、その時期でさえ、大手3社の合計が半数を占めていたのである(図9)。<sup>92</sup>

したがって、松井以外の企業は、「支配的な通念」にしたがって「莫大に増える大衆投資家」の取り込みに全精力を傾けていたものの、2年経った時点でも、仮に「莫大に増える投資家」取り込んでいたとしても、その稼働率は利益を出すレベルに達するものではなかった、あるいは、そもそも取り込みは実現できていなかったのである。<sup>93</sup>

図9 口座数の推移と内訳



注1) 棒グラフの数字は、それぞれの時点において、各セグメントが占める割合(出所)証券業協会データ、各社IR資料より作成

<sup>92</sup> 大手3社の1口座あたりの約定件数や売買代金を、本稿でとりあげた6社と比較するならば、図3で示した個人株式委託売買代金シェアと図9を勘案すると、かなり低い数値を示すことが予想される。

<sup>93</sup> 大手3社をはじめとする、オンラインと対面取引(店舗)との両方の営業ラインを有している証券会社においては、対面取引の口座を有している顧客がオンラインにて取引を行いたいと希望する場合、既存の対面取引での口座にオンラインサービスの申し込みをするという簡単な手続きにてできることが多い。例えば野村証券においては、オンライン口座は通常の対面取引の付随サービスとして提供しており、100万口座を達成した2002年6月時点では、既存の対面取引の顧客の約3割がオ

## 6. 戦略的模倣による収斂

### 6-1. 松井証券への追隨（2001 年度下期～）

上述のような圧倒的な業績の格差を突きつけられるなかで、2001 年の後半に入った頃から、他社はようやく松井証券の戦略・ターゲットを真似るようになった。それまで、「一般の顧客層」をターゲットにして、「1 回あたり手数料額の引き下げでアピール」していた各社が、松井証券に倣った定額手数料体系を導入することによって、「信用取引と定額手数料による、稼働顧客の獲得戦略」を打ち出すようになったのである。

「新手数料体系一覧（2001 年 9 月 3 日より適用）…（中略）…この度の手数料体系変更は、極めてアクティブな投資家の方から、株式初心者の方ですべての投資家の皆様に対して魅力ある手数料体系をご提供すべく決定したものであります。…（中略）…、頻繁に株式売買をされる方から多数のご要望を頂いていた手数料定額制を導入致しました。売買頻度の高い方は「アクティブプラン」を、そうでない方は今まで通りの「スタンダードプラン」をご選択頂くことにより、イー・トレード証券はすべての投資家の皆様に対して魅力的な手数料体系をご提供できることとなります。」<sup>94</sup>

「一日何回取引してもワンプライスの定額手数料です。一日の約定金額合計が 300 万円までは、3,000 円で何回でもお取引できます。お取引回数が増えても手数料は一定なので取引コストがかさみません（日興ビーンズ）。」<sup>95</sup>

「『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。」<sup>96</sup> といった具合に、イー・トレードが 2001 年 9 月に定額料金制を導入したのを皮切りに、他社も追隨した。

これは、「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見える。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」<sup>97</sup> ことや、「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」<sup>98</sup> こ

---

オンライン口座を開設していたという（『日本経済新聞』2002 年 6 月 26 日）。

<sup>94</sup> 『イー・トレード プレスリリース』（2001 年 7 月 19 日）。傍線部筆者。

<sup>95</sup> 『日興ビーンズ プレスリリース』（2002 年 8 月 2 日）。傍線部筆者。

<sup>96</sup> 『日経 MJ』（2001 年 9 月 25 日）。

<sup>97</sup> 『日経 MJ』（2001 年 9 月 25 日）。傍線部筆者。

<sup>98</sup> 『日経 MJ』（2001 年 9 月 25 日）。傍線部筆者。



とが、徐々に他社にも認識されていったからだと考えられる。

一方、カブドットコム証券は、他社と同じような「定額手数料体系」ではなく、2002年11月に「ワンショット取引」という独自の体系を導入した。この体系は、「複数単元の注文を発注し、その約定が複数日にまたがる内出来での約定となる場合、1つの注文として手数料を計算する体系」<sup>99</sup>であり、顧客には「約定が複数日にまたがった内出来となっても、一つの注文として手数料が変わらない」というメリットがもたらされる。したがって、完全なる松井証券のシステムの模倣ではないものの、結果的に複数回取引を行う顧客の便宜を図るという目的が主であるという意味で、松井証券が狙った目的と一致する制度の導入を行ったということが言えるだろう。

このようにカブドットコムを含めた他社は、信用取引・定額手数料制度という組み合わせを、松井証券が導入してから3年を経て順次導入していった。しかし、マネックス証券が信用取引を導入したのは、さらにその後の2002年12月であった。それは実に、松井証券が信用取引を開始してから、4年半以上経っていた。

それまで松本社長は「株式投資の初心者ターゲット」<sup>100</sup>としており、上級者向けである信用取引の導入は行わない方針を強く打ち出していた。それは、他社が導入を進める2001年6月段階に至っても、「少なくとも向こう三年は信用をやらない」<sup>101</sup>と言い切るなど変わらなかった。しかし、2002年になって業績がなかなか回復しないなか、「顧客から導入の要望が強い」<sup>102</sup>「同業他社と同様のサービスを実施したい」<sup>103</sup>と述べ、独自の路線から戦略を大きく変更し、信用取引の導入を発表した。その方向性の変更を証明するかのようになり、わずかその5ヶ月後に「新株式手数料 従来の約定毎手数料に加え、定額手数料が選択できるようになります」<sup>104</sup>と、定額料金制度の導入も決めた。

こうして各社は、アクティブなユーザー層に対するサービスとして松井証券が早くから打ち出していた、「信用取引」と「定額制」の手数料体系という「稼働顧客を獲得する組み合わせ」への対応を、松井証券から遅れること2~3年かかって、ようやく追従するようになったのである。

<sup>99</sup> 具体的には、時価201円の銘柄を3万株、200円の指し値で発注した場合、約定が1万株ずつ3日間に分かれてしまうことがある。この場合、他社であれば1日ごとに手数料を支払うことになるが、カブドットコムの場合はひとつの注文として手数料が計算される（『カブドットコム プレスリリース』2002年11月20日）。

<sup>100</sup> 『日経金融新聞』（2002年6月20日）。

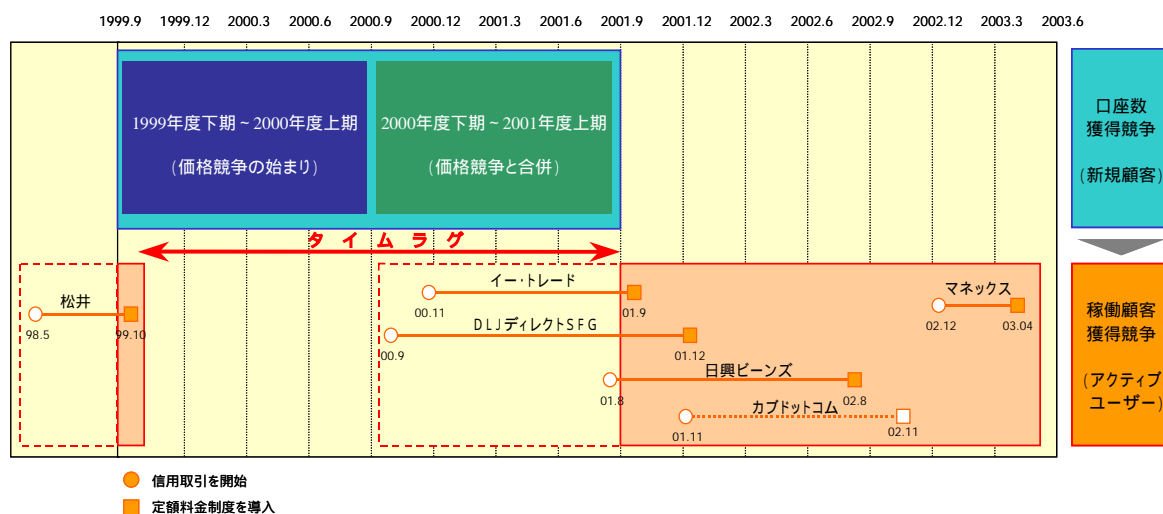
<sup>101</sup> 『日経金融新聞』（2001年6月15日）。

<sup>102</sup> マネックス証券 松本大社長の発言（『日本経済新聞』2002年2月11日）。

<sup>103</sup> マネックス証券 松本大社長の発言（『日経金融新聞』2002年6月20日）。

<sup>104</sup> 『プレスリリース』（2003年3月28日）。

図 10 戦略追従表



注 1) カブドットコムは、松井と同じような定額料金制ではない「ワンショット取引」という独自の体系を導入した。この体系は、松井証券と一致する戦略ではないため点線で記入した。  
出所) 各社 IR 資料より作成

こうした、有力 6 社の戦略をまとめると、図 10 となる。

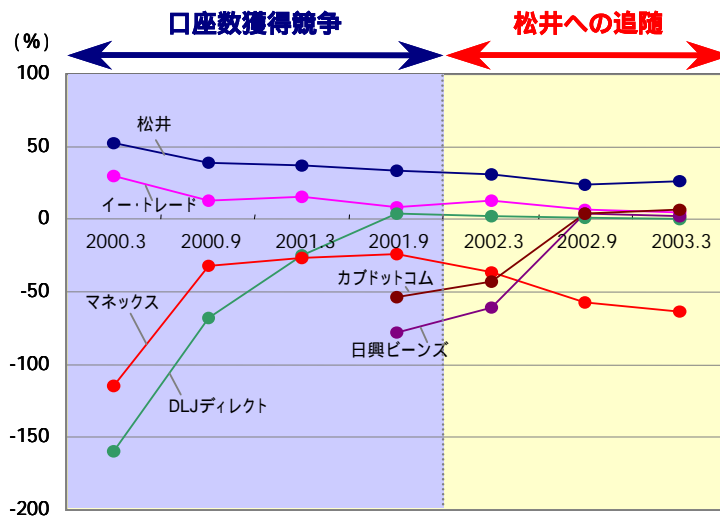
### 6-2. 「タイムラグ」の結果

このように、大衆顧客が増えるという「支配的通念」にとらわれ、1 回あたりの手数料取引額で競争していた各企業では、「松井証券の戦略」に追随したことによって、口座数の増加の勢いは止まったものの、業績は好転することとなった(図 11、図 12)<sup>105</sup> これについて、プライスリーダーとして手数料競争を最も積極的に繰り広げていたイー・トレードも、『『定額制』と『小口の保証金で開始できる信用取引』という松井証券の確立した顧客サービスセット。短期売買客の開拓につながり、イー・トレードの北尾吉孝会長は『これを取り入れた会社から収益が拡大した』と認める』<sup>106</sup> と、これまでの「支配的な通念に沿った戦略」から「アクティブユーザー対応した戦略」への変更の成功を認めている。また、マネックス証券は、「一般の顧客層にこだわって、頑なに信用取引という『上級者向け』とみなしていたサービスへの対応が遅れ、他社が業績を回復するなかで業績の回復で置いて行かれてしまっ

<sup>105</sup> さらに株式市場の回復によって、各社の業績はその後好転することとなる。

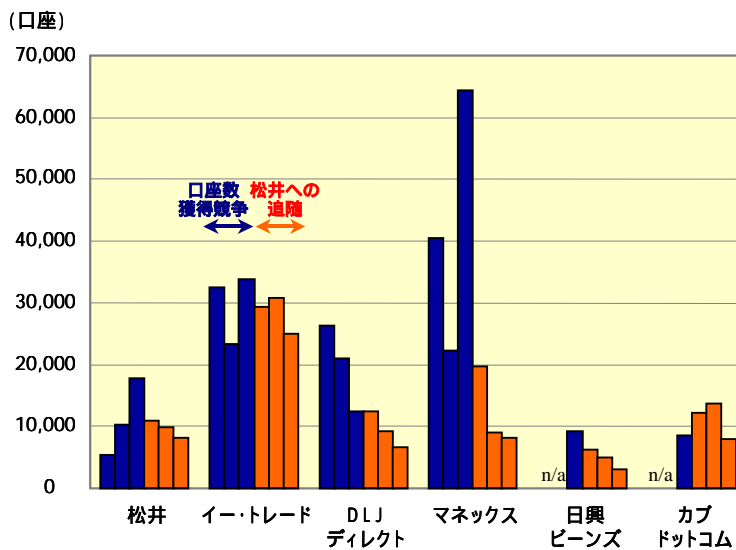
<sup>106</sup> 『日経金融新聞』(2003 年 4 月 24 日)。

図 11 経常利益率



出所) 各社 IR 資料より作成

図 12 増加口座数

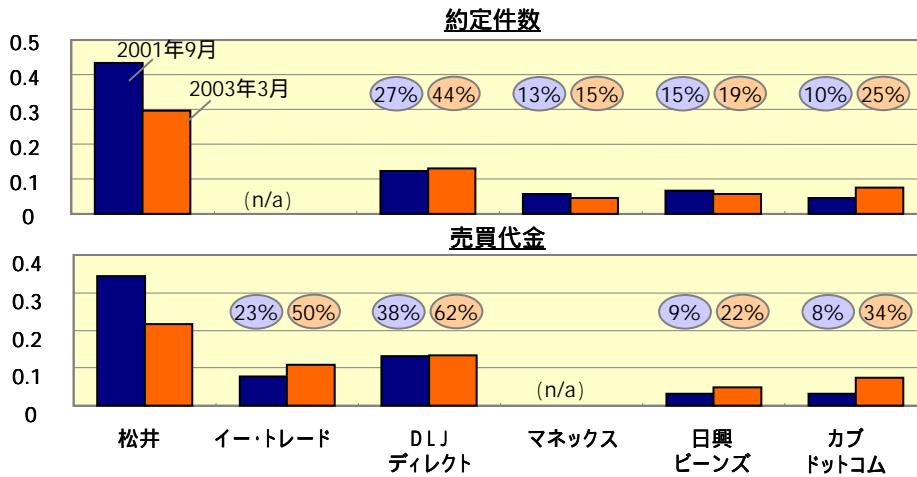


注) 棒グラフは、左より 2000 年 9 月、2001 年 3 月、9 月、2002 年 3 月、9 月、2003 年 3 月までの半年の口座数純増を示す  
出所) 各社 IR 資料より作成

たことについて、「『読みが甘かった』と松本大社長は唇をかむ。」<sup>107</sup> と、他社に比べて対応がさらに 1 年遅れたことが敗因だったと認めている。

<sup>107</sup> 『日経金融新聞』(2003 年 4 月 24 日)。

図 13 1 口座あたりの約定件数と売買代金の比較  
(2001年9月・2003年3月)



注 1) 円内の数字は、松井の数値を 100%としたときの割合。  
 注 2) 約定件数・売買代金は、1 日あたりのデータに基づいて作成。  
 注 3) マネックス証券の約定件数は筆者推定。推定方法は、他社の松井・マネックス・日興ビーンズ・カブドットコムの 4 社の、注文件数と約定件数との 2001 年度、2003 年度それぞれにおける比率の平均をとり、それをマネックス証券公表の注文件数に乗ずることによって算出。なお、注文件数と約定件数の相関係数は 2001 年度 0.91(1% 有意)、2003 年度 0.84(1% 有意)。  
 出所) 各社 IR 資料、プレスリリースより作成。

現在では、イー・トレードや DLJ、マネックスといった各社は、松井証券の戦略に追随することで、同社から顧客を奪い、その結果同社との差を縮めつつある(図 13)。この点に関して、松井社長も「オンライン証券全体を俯瞰すると、イー・トレードや DLJ、カブドットコムなどは、みな松井証券の取り入れたシステムをマネすることで、なんとか生き残ってきた。同じシステムを採用したうえに、手数料を松井より安くするという作戦だ。...(中略) ...具体的にいうと、松井証券が採用したボックスレードを他社も取り入れて、その手数料を下げてきたわけだ。...(中略) ...他社にマネされ、手数料で差をつけられて、有る程度の客が流れていった...(後略)」<sup>108</sup> と述べている。

とはいえ、松井証券は現在においても依然として業績面で圧倒的な優位に立ち、名実ともに業界のリーディングカンパニーとして君臨している。このように、アクティブユーザー対

<sup>108</sup> 松井 (2003), pp. 130-131. 傍線部筆者。

応の戦略に他社が2年以上も追随しなかったことによって、その間に同社は地盤を固めることができたのである。

## 7. まとめと示唆

オンライン証券業界の黎明期において、松井証券がとった「稼働顧客の獲得」という戦略は、その時期における真の顧客ニーズに合致した競争の軸となっていたにもかかわらず、他社は「顧客が爆発的に増える」という「支配的な通念」にしたがって競争を続けてしまった。そのおかげで、松井証券は、少なくとも2年あまりの間、あたかも「複数の企業の集中によって発生した間隙（島本, 2001）」のなかで成長し続けることができた。後から評価すれば、松井が提供したサービスは、黎明期のオンライン証券業界における「ドミナントデザイン」（Abernathy & Utterback, 1978）であったにもかかわらず、当時の「支配的な通念」に反するものであったため、他社は松井の戦略や意図を熟知しつつも、2年余りの間その戦略に追随することがなかったのである。

一般に、企業間の競争においては「戦略の相違が長期にわたって持続することは不自然」であり（野田, 2001）、妨げる条件がなければ、ある企業の成功は他企業の模倣を呼び、企業間の相違は時間を追って減少していく（Williams, 1994）ものである。特に、オンライン証券業界は、基本的にサービスがオンライン上で完結し、各社の提供している商品やサービスがホームページなどにおいてリアルタイムに示され、また有力企業においてはパフォーマンスを公表していることが多いため、他社の戦略の追随をすることはきわめて容易な業界だと言える。

それにも関わらず、この業界において、明らかに成功している松井証券のやり方が2年間という長い間、他社から模倣されなかったのは、非常に興味深い現象であると言える。前述の松井社長の「他社にマネされ、手数料で差をつけられて、有る程度の客が流れていった」<sup>109</sup>というコメントや、図13に示した1口座あたりの約定件数や売買金額の松井の大きな落ち込みと他社の伸びをみると、他社がもっと早く模倣していたならば、黎明期の競争が大きく変わっていた可能性が高いのではないかと考えられる。

では、他社が松井証券の戦略にすぐに追随しなかったのは、いったいどうしてであろうか。ここでは、以下の2点を指摘しておきたい。

まずひとつ目は、松井証券が、先行して有していたノウハウによって、他社が簡単には追随できないような情報システムを独自開発していたことが挙げられる。すでに詳述したとお

---

<sup>109</sup> 松井 (2003), p. 131.

## オンライン証券業界にみる黎明期の企業間競争

り、松井証券は「営業マンを前提としない証券ブローキング」という独自のビジネスモデルを、1992年から標榜して模索し続けていた。同社では、その間に蓄積したデータとノウハウに基づいて、オンライン証券業界の黎明期で新規参入した他社を尻目に、この業界における競争のひとつの鍵となる情報システムの整備を行っていたのである。

「Q：松井のモデルに他社は追随しないが？ A：当社の社員数百八十人でも人手が足りない。そのモデルを社員三十人足らずのネット証券会社が運営できるのか。システム運営を丸ごと委託する他社の場合、『一取引あたり幾ら』という課金方式なので顧客が十回取引したらコストは十倍。無制限のボックスレート方式では採算は合わない。」<sup>110</sup>あるいは、「信用取引は、少ない資金で大きな取引が出来るため、売買の回転が高まる。ライバル各社が採用した大手証券系システム会社の『出来合い』のシステムは、信用取引には対応できなかった。松井は、業界で初めてネットで信用取引ができるシステムを独自開発、積極的に売買する顧客層を開拓した」<sup>111</sup>といったように、カブドットコム以外の他社が利用していたパッケージシステムにおいては、肝となる定額料金制や信用取引などのサービス・商品をフレキシブルに導入していくということは難しかったのである。さらに、その模倣をしようとするならば、情報システムの改変という、新たな経営資源への投資が必要となる。それは最初のシステム投資の回収に至っていない企業にとっては、経済上合理的な判断とならない(Ghemawat, 1991)ということも、足かせになったと思われる。<sup>112</sup>

もうひとつは、松井証券以外の各社が、「新しい顧客が爆発的に増える」という「支配的な通念」にとられることによって、「松井証券の戦略は一部のニッチ層にしか評価されず、成長が期待され規模も大きい顧客層からは支持されない」と認識してしまい、後で誤りと分かる戦略にこだわり続けてしまったということである。

松井社長はマスコミなどで、「新規顧客はそれほど増えない」「回転数が重要」といったことをたびたび口にしており、当然、他社もそれを認識していた。しかし、松井証券がこの発言の根拠としていた「長年のデータとノウハウ」は、新規参入した他社には無かったため、「支配的な通念」にとられた他社は、このコメントを信じることはなかった。

現実には、ITバブルの崩壊による証券市場の低迷というアン・コントロールな要素も

<sup>110</sup> 松井証券 松井社長の発言（『日経産業新聞』2001年1月10日）。傍線部筆者。

<sup>111</sup> 『日経産業新聞』（2000年1月21日）。傍線部筆者。

<sup>112</sup> 各社の営業報告書において、たとえば「システムへの先行投資が増加したこと等により、当期の業績は営業損失939百万円...（後略）（DLJ：2001年3月期決算）」といったような記述が見られるように、オンライン証券業界には、「委託手数料の引き下げ競争が過熱し、システム投資など固定費負担の回収に時間がかかる」という「業界固有の構造問題」が存在すると言われている（『日本経済新聞』2000年11月15日）。

あって、各社の「莫大に増えた投資家」は、利益を出せるレベルの稼働率に至ることはなかった。あるいは、業界全体の口座数増加は、「大手3社が自社の既存顧客に新たに自社内にオンライン取引向け口座を開設させたことによるものがかなりの数」を占めており、当初期待された「新規投資家の莫大な増加」はなかなか起こらなかった。しかしながら、黎明期の日本のオンライン証券業界においては、顧客数の伸びやその属性などは誰にとっても未知数であり、「現在はそれほど増えていないが、顧客は必ず爆発的に増える」という期待を込めた「支配的な通念」は、なかなか影響力を失うことがなかった。このため、松井の競合他社は「他社より先に顧客を獲得する」という戦略をとり続けたのである。<sup>113</sup>

一方、新規参入が相次いだ1999年10月から2年を経た頃になると、ようやく、オンライン証券市場で勝ち残るための鍵となるのは、松井証券が最初からターゲットとしていた、大手証券会社などで取引経験のある中高年のアクティブな顧客層であることが、次第に明らかになっていった。こうしたアクティブな顧客層は、「いくら少額でも、何度行っても、文句を言われたり強い勧誘を受けたりしないで済む」という、既存の証券会社の店舗を通じた取引では享受できないメリットに魅力を感じる一方で、信用取引やオプション取引といった、既存の証券会社の店舗を通じた取引で享受できるメリットをも求めていたため、そうしたメニューを提供していた松井証券に移動していた。そうした事情を、ようやく他社も正確に理解するようになったのである。

このように、2年を経てようやく、「松井はデイ・トレーダーという特殊なユーザー層を捉えているだけのニッチ企業だ」という見方から、「松井は、オンライン証券の少なくともこの時期の中心顧客であるアクティブなユーザー層を捉えている」という見方への、一種のコペルニクス的な市場観の転換が生じたものの、その時すでに、松井証券とそれ以外との業績の差は、相当な開きとなっていたのである。

このように松井証券は、先行したノウハウを凝縮したシステムを事前に構築していたことによって他社の模倣を防いでいたものの、競合他社がとらわれていた「支配的通念」は、さらにその追従を遅らせることになった。その結果として、松井証券はオンライン証券というきわめて模倣が容易な業界において、1999年度以降一貫して圧倒的なパフォーマンスを享受するだけの礎を築くことができたのである。<sup>114</sup>

<sup>113</sup> 一般的に、特に新たな産業の生成や発展の初期においては、事業の将来性には不確実性が伴うものであるがゆえに、他企業の模倣はすぐには起こらないものである (Rumelt, 1987; Winter, 1988)。

<sup>114</sup> カブドットコム証券は口座数の獲得競争において、初期において合併ということによって達成し、また松井と同じように早い段階で「口座数は増えない」という視点をもっていたことにより独自の視点に基づいて手数料競争に参戦せずに、「信用取引と『ワンショット取引』」という独自のパターンで顧客を獲得した。先行者が優位と言われていた業界において、後発組で唯一成功しているという理



## オンライン証券業界にみる黎明期の企業間競争

---

この業界では、他業界に先駆けて既存市場からオンライン市場への移行が進み、多くの企業が参入して激しい競争を行い、淘汰も進んでいる。今後、ブロードバンド人口の急増などにしたがって他業界でもオンライン化の進展が予想されるなか、様々な示唆に富んだオンライン証券業界における黎明期の競争について、詳細に研究を行うことは重要であると考えられる。そこで、既存研究の検討による分析フレームワークの設定、ならびにデータによる統計的な検討を行うことで普遍化した議論を行っていくことが、筆者の今後の課題である。

### 参考文献

- Abernathy, J., & Utterback, J. (1978). Patterns of industrial innovation. *Technology Review*, 80(7), 40-47.
- Christensen, C. M. (1997). *The innovator's dilemma: When new technologies cause great firms to fail*. Boston: Harvard Business School Press. 邦訳, C・クリステンセン (2000) 『イノベーションのジレンマ: 技術革新が巨大企業を滅ぼすとき』伊豆原弓 訳. 翔泳社.
- Christensen, C. M. (2003). *The innovator's solution: Creating and sustaining successful growth*. Boston: Harvard Business School Press. 邦訳, C・クリステンセン (2003) 『イノベーションへの解: 利益ある成長に向けて』玉田俊平太, 櫻井祐子 訳. 翔泳社.
- 大和総研 (1996) 『証券ハンドブック』大和総研.
- Dierickx, I., & Cool, K. (1989). Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage. *Management Science*, 35, 1504-1511.
- Foss, N. J. (1997). Resources and strategy: Problems, open issues, and way ahead. In N. J. Foss (Ed.), *Resources, firms, and strategies: A reader in the resource-based perspective* (pp. 345-365). New York: Oxford University Press.
- Foss, N. J., Knudsen, C., & Montgomery, C. A. (1995). An exploration of common ground: Integrating evolutionary and strategic theories of the firm. In C. A. Montgomery (Ed.), *Resource-based and evolutionary theories of the firm: Toward a synthesis* (pp. 1-17). Boston: Kluwer Academic.
- Ghemawat, P. (1991). *Commitment: The dynamic of strategy*. New York: Free Press.
- 加藤俊彦, 青島矢一 (2000) 「経営学のイノベーション: 競争戦略論(1)」『一橋ビジネスレビュー』48(1-2), 103-114.
- Levinthal, D. A. (1995). Strategic management and the exploration of diversity. In C. A. Montgomery (Ed.), *Resource-based and evolutionary theories of the firm* (pp. 19-42). Boston: Kluwer Academic.
- 松井道夫 (2001) 『おやんなさいよ でも つまんないよ』日経ラジオ社.

---

由として、「支配的な通念にとらわれた価格競争」に入らなかったということがひとつあったと考えられる。

## 高井 文子

- 松井道夫 (2003) 『みんなが西向きゃ俺は東』実業之日本社.
- 松井道夫, 松本 大 (2001) 『「株式投資」改革宣言』徳間書店.
- Nelson, R. R. (1991). Why do firms differ, and how does it matter? *Strategic Management Journal*, 12, 61-74.
- 野田智義 (2001) 「戦略のダイナミック理論構築を目指して 産业内企業間相違の進化をめぐる一考察」新宅純二郎, 浅羽 茂 編著 『競争戦略のダイナミズム』3章. 日本経済新聞社.
- 大崎貞和 (1999) 『インターネット証券取引の真実』日本短波放送.
- Rumelt, R. P. (1987). Theory, strategy and entrepreneurship. In D. Teece (Ed.), *The competitive challenge* (pp. 137-158). New York: Harper & Row.
- 佐賀卓雄 (2000) 「オンライン証券取引をめぐる最近の動向」『正協レポート』(平成 12 年 8 月), 1-12.
- 佐賀卓雄 (2001) 「証券会社の経営戦略と今後の課題」『正協レポート』(平成 13 年 8 月), 1-10.
- 島本 実 (2001) 「資源の集中による間隙 ファインセラミックス産業の行為システム記述」『組織科学』34(4), 53-66.
- 総務省 (2003) 『平成 15 年版情報通信白書』総務省.
- 高井文子 (2001) 「ビジネスモデル特許戦略」『三和総合研究所 経営戦略ビジネスニューズレター』4, pp. 1-3.
- 高井文子 (2003) 「オンライン証券業界でさぐるネットビジネスの勝敗のカギ」UFJ 総合研究所 編 『2004 年日本はこうなる』(pp. 208-211). 講談社.
- 高井文子 (2004) 『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』(MMRC Discussion Paper Series, MMRC-J-10). 東京大学ものづくり経営研究センター.
- 高井文子, 川村倫大, 黒田裕司, 水上貴央, 吉田知子 (2003) 『事業再構築戦略シナリオ』日本能率協会.
- 武田信二 (2000) 『マネックス証券松本大が語る e に挑む』ワック出版部.
- Teece, D. J., Pisano, G., & Shuen, A. (1997). Dynamic capabilities and strategic management. *Strategic Management Journal*, 18, 509-533.
- Winter, S. G. (1988), On course, competence, and the corporation, *Journal of Law, Economics, and Organization*, 4(1), 163-180.
- Williams J. R. (1994). Strategy and the search for rents: The evolution of diversity among firms. In R. P. Rumelt, D. E. Schendel, & D. J. Teece (Eds.), *Fundamental issues in strategy* (pp. 229-246). Boston: Harvard Business School Press.
- 矢野経済研究所 (2000) 『オンライントレードサービス市場の実態と戦略』矢野経済研究所.

[ 2004 年 5 月 11 日受稿; 2004 年 5 月 25 日受理 ]

**赤門マネジメント・レビュー編集委員会**

編集長 新宅 純二郎

編集委員 阿部 誠 粕谷 誠 片平 秀貴 高橋 伸夫 藤本 隆宏

編集担当 西田 麻希

**赤門マネジメント・レビュー 3巻7号** 2004年7月25日発行

編集 東京大学大学院経済学研究科 ABAS/AMR 編集委員会

発行 特定非営利活動法人グローバルビジネスリサーチセンター

理事長 片平 秀貴

東京都千代田区丸の内

<http://www.gbrc.jp>