

⇒ 研究ノート ⇐

株屋はどこも同じか

オンライン・ビジネス・モデルの検証

齋藤達弘

個人投資家がオンライン証券を利用する流れはここ数年の間に急速に進んだ。この論文では、証券ビジネス・モデルのオンラインとオフライン（対面を重視する従来の証券会社）の違いを株式市場がどのように見ているのか、株屋はどこも同じなのかどうかを月次の株式投資収益率を用いて検証する。そして、株式市場はそれらは違うと評価しているという傍証を提示する。

やっぱり「株屋」というのは信用されていない。「株をやっている」と言ったら、田舎では何となく怪しげだ。「貯金しているが、株をやっている」と言ったら、今でも何となくまゆにつばつけて見られるようなところがある。僕たちの田舎ではまちがいないさうだ。

(2009年3月21日、有識者からの意見を聞く会合における麻生太郎総理の発言)

個人投資家がオンライン証券を利用する流れはここ数年ほどの間に急速に進んだ（図1を参照）。現在、オンライン証券大手5社（SBI証券、楽天証券、松井証券、マネックス証券、カブドットコム証券）の株式売買は個人取引の約7割を占めている。高井（2005, 2006, 2009）は、インターネットの普及により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だという。そして、その理由は証券業務がリアルタイムの情報提供や決済など、オンライン化に向いていたからだという。高井（2009）は、オンライン証券の成功要因をさまざまな角度から検証し、先行者が優位であったこと、しかし、早期参入が生き残りを保証しているわけではなく、コア顧客をつなぎ止める施策が重要であったことを見いだしている。

2008年10月、日経平均は過去最大の月間下落率23.8%を記録した。その月、オンライン証券の新規口座開設が急増した（『日本経済新聞』（2008年11月7日付））。しかし、高井（2009）は、オンライン証券業界は、すでに成長期から成熟期に入りつつあると見ている。オンライン証券業界が成熟期に入りつつあるということは、証券ビジネス・モデルとしてのオンラインが確立しつつあると解釈できよう。オンラインとオフライン、異なるビジネス・モデルなのだろうか。それとも、株屋はどこも同じなのだろうか。

この論文では、株式市場が証券ビジネス・モデルのオンラインとオフラインの違いをどのように見ているのか、言い換えると株屋はどこも同じなのかどうかを月次の株式投資収益率（以

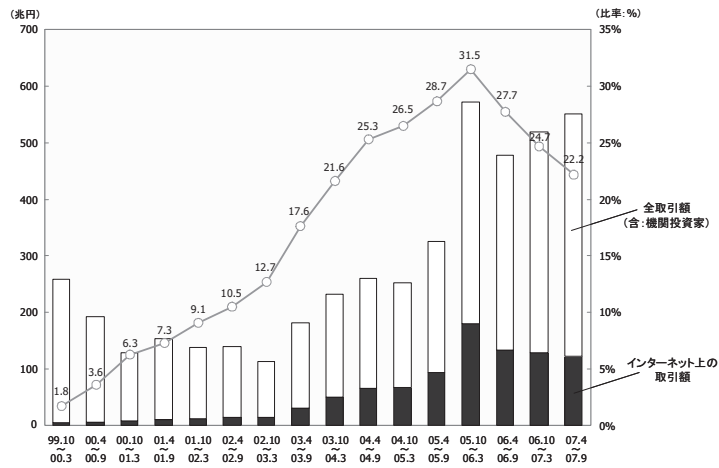


図 1 オンラインにおける株式取引額と全取引に占める比率の推移

高井 (2009, 図 2) を再掲している。

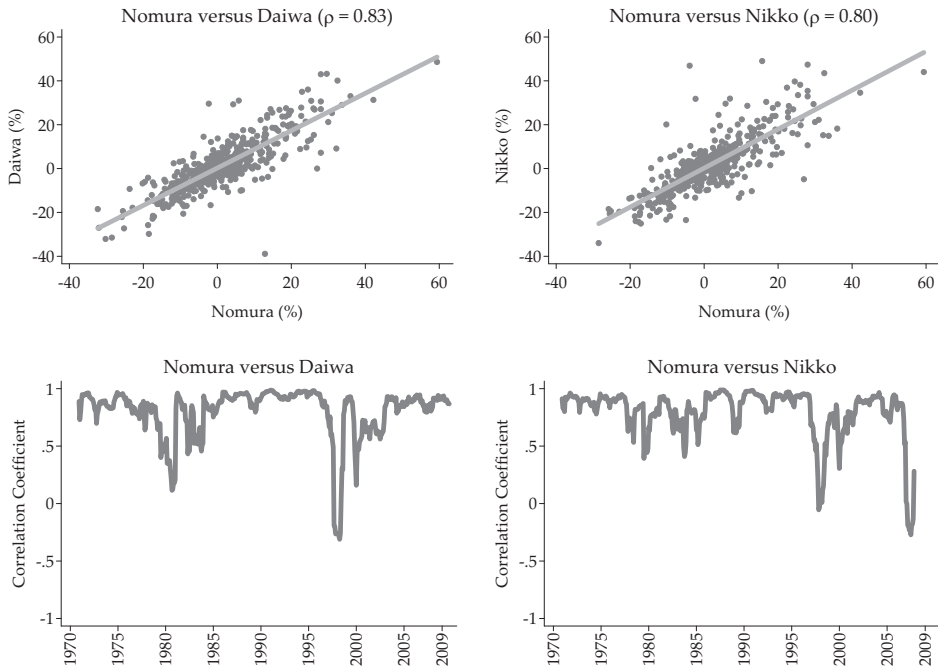


図 2 野村証券, 大和証券, 日興証券の比較

野村証券は 1962 年 3 月から 2009 年 12 月まで, 大和証券は 1970 年 3 月から 2009 年 12 月まで, 日興証券は 1970 年 3 月から 2008 年 1 月までの月次投資収益率を用いている。相関係数は過去 12 か月について月ずらして推定している。

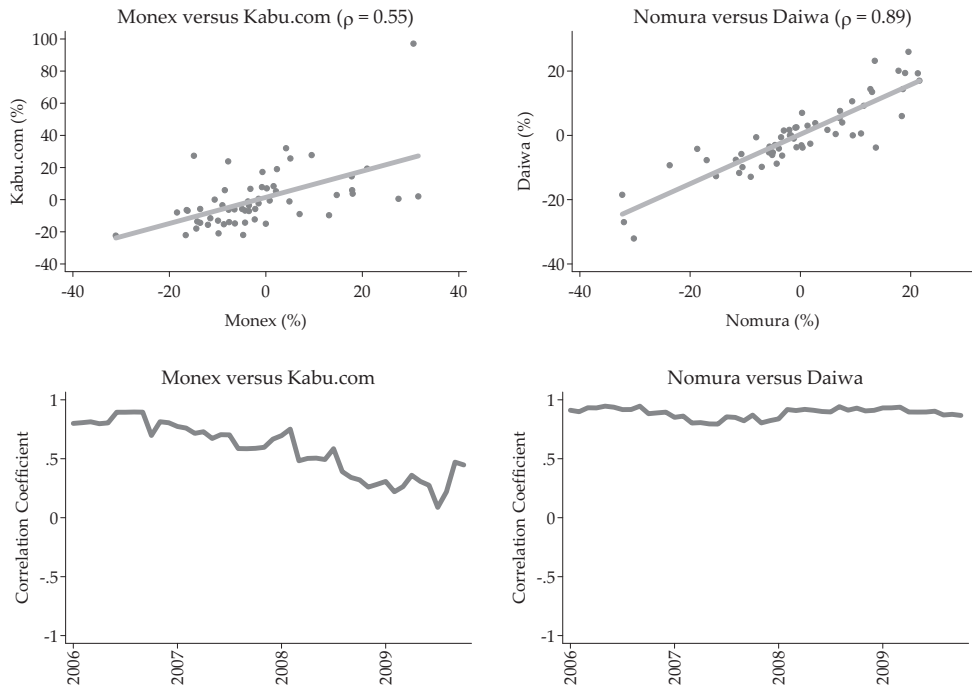


図3 オンライン同士とオフライン同士の比較

野村証券は1962年3月から2009年12月まで、大和証券は1970年3月から2009年12月まで、マネックス証券は2004年9月から2009年12月まで、カブドットコム証券は2005年4月から2009年12月までの月次投資収益率を用いている。相関係数は過去12か月について月ずらして推定している。

下、投資収益率と書く)を用いて検証する。¹ 株式市場が「ビジネス・モデルに違いがある」と評価しているのであれば、オンライン証券とオフライン証券の投資収益率にも違いが見いだせるだろう。なお、利用する月次の投資収益率は『株式投資収益率2009年』(日本証券経済研究所編)から採取している。

オフライン

図2は、オフライン証券として野村証券、大和証券、日興証券の3社を取り上げ、野村証券と大和証券、野村証券と日興証券の投資収益率を比較している。

¹ 日本の証券業界については首藤(1987)や二上(1990)を、1997年11月に自社廃業した山一証券については河原(2002)や鈴木(2005)を参照されたい。日興証券(日興コーディアルグループ)は、2008年1月に三角合併方式によりシティグループの完全子会社になり上場廃止になっている。インターネットやオンライン証券が投資家に与える影響についてはBarber and Odean(2002a, 2002b), Bogan(2008), Brown and Goolsbee(2002), Choi, Laibson, and Metrick(2002), Oh, Parwada, and Walter(2008)などを参照されたい。

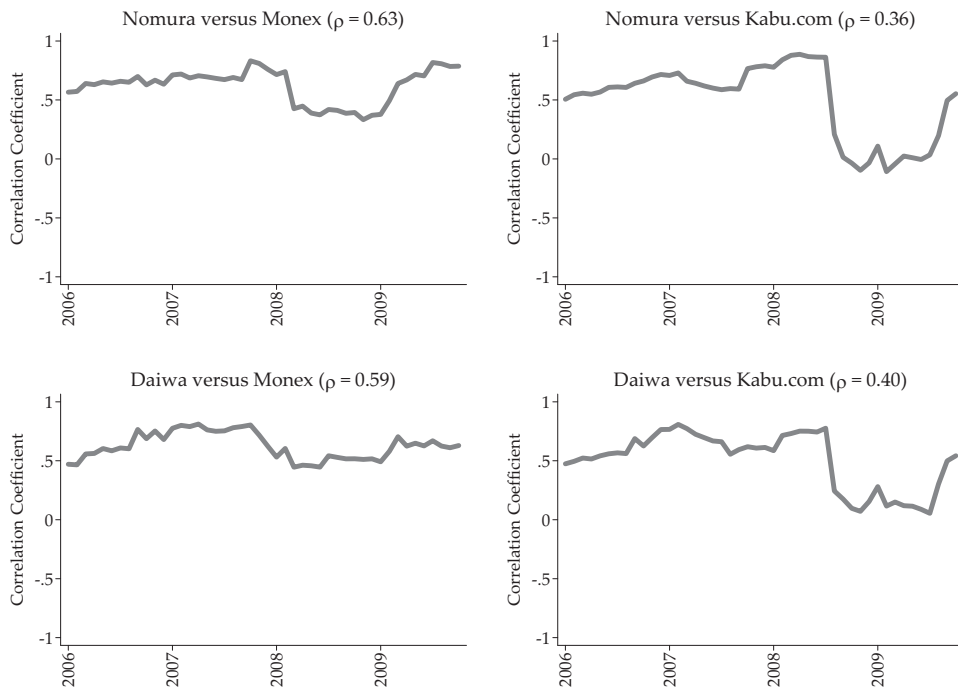


図4 オンラインとオフラインの比較

野村証券は1962年3月から2008年12月まで、大和証券は1970年3月から2008年12月まで、マネックス証券は2004年9月から2008年12月まで、カブドットコム証券は2005年4月から2008年12月までの月次投資収益率を用いている。相関係数は過去12か月について月ずらしで推定している。

上段のグラフは、左が野村証券と大和証券の、右が野村証券と日興証券の投資収益率の散布図である。それぞれ相関係数は0.83と0.80で、当てはめ直線の周りに分布していることがわかる。

下段のグラフは、過去12か月についての相関係数を月ずらしで推定している。1990年代後半に相関係数が極端に低くなっている。これは、山一証券の自主廃業の影響が、野村証券にはプラスに、大和証券と日興証券にはマイナスに働いたためである。このような特異な時期はあるものの、総じて高い相関関係を維持している。つまりは、投資家がポートフォリオを構築するとき、野村証券、大和証券、日興証券の3社の株式はどれも同じで、いずれか1社で十分ということになる。慎重を期するならば、銘柄選択をしなくて3社の株式を時価比率あるいは等金額で購入すればいいだろう。

オンライン

図3は、オンライン証券としてマネックス証券とカブドットコム証券を、オフライン証券として野村證券と大和証券を取り上げ、オンライン同士とオフライン同士の投資収益率を同じ期間を対象に比較している。

上段のグラフは、左がマネックス証券とカブドットコム証券の、右が野村證券と大和証券の投資収益率の散布図である。それぞれ相関係数は0.55と0.89である。マネックス証券とカブドットコム証券の相関係数が低い理由のひとつは、マネックス証券の投資収益率が30%前後のときに、カブドットコム証券の投資収益率が、あるときは100%に近く、あるときは0%前後という観察値にある。これらを除いて見ると、ほぼ当てはめ直線の周りに分布していると言える。しかし、右に示す野村證券と大和証券の散布図では、さらに当てはめ直線の周囲に分布している。

下段のグラフは、マネックス証券とカブドットコム証券、野村證券と大和証券、それぞれ過去12か月についての相関係数を月ずらして推定している。これらのグラフを比べると、オンライン同士（マネックス証券とカブドットコム証券）の相関は、オフライン同士（野村證券と大和証券）の相関よりも低いことがわかる。つまり、株式市場はオンライン証券の間には違いがあると評価している。ここでの対象期間はオンライン証券同士の戦略のつばぜり合いが激しかったのではないかと推測する。

オンラインとオフラインの比較

ここでは、オンライン（マネックス証券とカブドットコム証券）とオフライン（野村證券と大和証券）を比較する。

図4はそれぞれ過去12か月についての相関係数を月ずらして推定している。上段が野村證券とオンライン、下段が大和証券とオンラインである。

図3の結果から推測できることであるが、左の上下のグラフと、右の上下のグラフはほとんど同じである。オンラインとオフラインの相関係数は概ね0.4から0.6の間と考えられる。証券会社の投資収益率は株式市場の売買高に大きく依存していることを踏まえて0.4から0.6の間の相関係数を考えると、計測期間が短く、断定的なことは言えないが、株式市場は、オンラインとオフラインは違うと評価していると言えるだろう。

高井（2009）は、オンライン証券業界はすでに成長期から成熟期に入りつつあると見ている。すでに成熟しつつあるのであれば、オンラインとオフラインは異なるビジネス・モデルと言えそうだが、断定するには観察期間が短すぎる。また、証券会社の投資収益率が株式市場の売買高に大きく依存していることを踏まえるならば、局面や売買主体の違いによる検証が必要になろう。

参考文献

- 河原久, 2002, 『山一証券 失敗の本質』 PHP 研究所.
- 首藤恵, 1987, 『日本の証券業 組織と競争』 東洋経済新報社.
- 鈴木隆, 2005, 『滅びの遺伝子 山一証券興亡百年史』 文藝春秋.
- 高井文子, 2005, 「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」『経営情報学会誌』 13(3), 35-51.
- 高井文子, 2006, 「『支配的な通念』による競争と企業間差異形成: オンライン証券業界の事例」『日本経営学会誌』 16, 80-94.
- 高井文子, 2009, 「市場黎明期における生存競争 - オンライン証券業界の分析」『イノベーション・マネジメント』 9, 141-160.
- 二上季代司, 1990, 『日本の証券会社経営 歴史・現状・課題』 東洋経済新報社.
- Barber, Brad M., and Terrance Odean, 2002a, The Internet and the investor, *Journal of Economic Perspectives* 15, 41-54.
- Barber, Brad M., and Terrance Odean, 2002b, Online investors: Do the slow die first? *Review of Financial Studies* 15, 455-487.
- Bogan, Vicki, 2008, Stock market participation and the Internet, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 43, 191-212.
- Brown, Jeffrey R., and Austan Goolsbee, 2002, Does the Internet make markets more competitive? Evidence from the life insurance industry, *Journal of Political Economy* 110, 481-507.
- Choi, James J., David Laibson, and Andrew Metrick, 2002, How does the Internet affect trading? Evidence from investor behavior in 401(k) plans, *Journal of Financial Economics* 64, 397-421.
- Oh, Natalie Y., Jerry T. Parwada, and Terry S. Walter, 2008, Investor's trading behavior and performance: Online versus non-online equity trading in Korea, *Pacific-Basin Finance Journal* 16, 26-43.