

業界再編に動く米国のオンライン証券会社

大崎 貞和

要 約

1. 2005年6月22日、米国のオンライン専門証券会社大手アメリトレードは、TDウォーターハウスを買収することで合意が成立したと発表した。アメリトレードは、TDアメリトレードと改称し、一日当たりの取引件数で業界トップのフィデリティに並ぶことになる。
2. 今回の買収合意の背景には、1990年代後半に急成長を遂げたオンライン証券取引が、2000年のドットコム・バブル崩壊以降、成長の壁に突き当たる中で、規模の利益を実現するための業界再編の気運が高まっているという事情がある。
3. 今回の買収によって、アメリトレードはTDウォーターハウスの店舗網を手に入れ、対面型の投資アドバイス強化を図ることができる。TD側にとっても、アメリトレードにTDブランドを冠し、32%の株式を保有することの戦略的意義は大きい。
4. 日本のオンライン証券取引は、信用取引が中心となっている点で、事業環境が米国とは大きく異なる。しかし、規模拡大を図ろうとする動きもみられ、今後の動向が注目される。

I. アメリトレードによる TD ウォーターハウス買収

2005年6月22日、米国の大手オンライン専門証券会社アメリトレードは、有力な同業会社の一つであるTDウォーターハウスを買収することで合意が成立したと発表した。

アメリトレードは、もともと1971年に大手証券会社のセールスマンだったジョー・リケッツ現会長が独立して、ネブラスカ州オマハで創業した地方証券会社である。1995年7月、全米初のインターネット株式取引サービスを提供していたK.アウフハウザーを買収してオンライン取引に乗り出し、1997年3

月にはオンライン専門証券会社としてはEトレードに次いで二社目となる株式公開を果たした。

その後、2002年9月には同業大手でデイ・トレーダーを主要顧客としたデーテックを買収して規模と顧客層の拡大を図った。現在、口座数は約370万。今回のTDウォーターハウス買収の結果、一日当たり取引件数で業界トップ・レベルとなることが確実視される(図表1)¹⁾。

TDウォーターハウスは、1979年創業のディスカウント・ブローカーであり、現在はカナダの大手銀行トロント・ドミニオン銀行を中核とするTDバンク・フィナンシャル・グループの傘下にある。

図表 1 米国主要オンライン専門証券会社の一日当たり取引件数

	2005年1～3月	2002年7～9月
フィデリティ	243,974	116,170
アメリトレード+TDW	239,000	-
チャールズ・シュワブ	191,000	185,600
アメリトレード	164,000	143,000
スコットトレード	97,000	32,748
Eトレード	88,000	79,274
TDウォーターハウス	75,000	87,350

(注) アメリトレードは2002年9月にデーテックを買収したが、2002年の計数は買収後ベースのもの。
(出所) ダウ・ジョーンズ、ソロモン・スミスバーニー資料より作成

早くから多数の店舗を展開し、オンライン取引に注力しながらも、現在も全米に140支店を有する。しかし、最近では、頻繁に取引する顧客向けの低額手数料サービスなどで実績を伸ばしているフィデリティなどとの格差が広がる状況にあった。

買収完了後、アメリトレードはTDアメリトレードと改称し、TDウォーターハウスの親会社であるTDバンク・フィナンシャル・グループが32%の株式を保有することになる。また、アメリトレードのカナダにおけるオペレーションは、TDバンク側に6,000万米ドルで譲渡される。

現在アメリトレード株式の約34%を保有する創業者一族リケッツ家は、引き続き大株主として留まり、ジョー氏が会長、ピーター（現COO）、トーマス両氏も取締役会メンバーとなる。ジョー・モグリアCEOも留任する。但し、買収から4年後以降、TDバンク側の持ち分比率が45%まで引き上げられる可能性があるのに対し、リケッツ家の持ち分は10年にわたって29%以内に抑えられる。

このように、今回の買収は、アメリトレードによるTDウォーターハウス買収という形を取りつつも、新会社がTDというブランドを冠することからもうかがえるように、TDバンクによる米国事業の強化という色彩を併せ持っているのが一つの特色である。

II. オンライン証券会社は規模拡大が課題

今回の買収合意の背景には、1990年代後半に急成長を遂げたオンライン証券取引が、2000年のドットコム・バブル崩壊以降、成長の壁に突き当たる中で、規模の利益を実現するための業界再編の気運が高まってきていたという事情がある。2004年には、オンライン専門大手のEトレードが、TDバンクに対してTDウォーターハウスの買収を持ちかけたものの、影響力を維持したいTDバンク側と折り合わず、断念していた。

2005年5月には、Eトレードが、今度はアメリトレードに対して経営統合を持ちかけた。5月12日にEトレード側が公表した内容に従えば、アメリトレードの株主には新会社の持ち分の47.5%と現金15億ドルが与えられ、経営統合に伴う経費の削減や収入増大によるシナジー効果は6億5千万ドルに達するものと試算された。

このEトレードの提案に対して、アメリトレード側は、経営の独自性を維持したいとして真剣に取り合おうとはしなかった。

伝統的な対面型の営業に比べてコストの低いオンライン取引は、手数料の価格破壊を実現し、折からの株式ブームと相まって急速な普及を遂げた。1990年代終わり頃のドット

コム・バブル期には、ナスダック市場におけるマーケット・メーカーの表示気配のわずかな変化に注目しながら一日に数百回の売買を繰り返す「デイ・トレーダー」も登場し、オンライン専門証券会社の株式取引に占めるシェアは45%から50%に達した。

しかし、バブルの崩壊後は、デイ・トレーダーが姿を消す一方、対面での投資アドバイスと高付加価値のファイナンシャル・プランニングを売り物にする伝統的証券会社が、SMA (separately managed account) などの新サービスを投入してシェアの奪回に動いたこともあり、最近では、オンライン取引のシェアは15%程度に留まっていると推計されている。先の表にも示したように、主要なオンライン専門証券会社の取扱い件数は、最近低価格戦略で攻勢を強めるフィデリティを除けば、三年前とほとんど変わっていないのである²。

こうした中で、多くのオンライン専門証券会社は、インベストメント・センターなどと名付けた小型店舗を出店し、ポートフォリオ・アドバイスの出来るスタッフを配置することで、伝統的証券会社の主要な顧客層への食い込みを図った。しかし、そうした戦略で成果を上げるためには相当な投資が必要である。同時に、規模の利益がより良く発揮できるオンライン取引の規模拡大を図らなければ、収益力の低下につながりかねない。消耗戦に陥る価格競争に歯止めをかけるためにも、ライバル会社との合併や買収が有力な戦略上の選択肢となる。

Ⅲ. 買収合意の評価と展望

Eトレードの提案を一蹴したアメリトレードが、今回自ら買収に動いたことは、上でみたような規模拡大の必要性の高さを示している。また、EトレードよりもTDウォーターハウスとの統合を図る方が、アメリトレード

にとってのメリットが大きいことやTDバンク側が一定の持ち分比率を確保することで、当面の経営上の主導権をアメリトレード側に委ねることに同意したことも、交渉が円滑に進んだ背景として指摘できよう。

アメリトレードは、これまで独立系の投資アドバイザーを組織化するといったことを除いては、基本的に人手を要する対面サービスを排除してきた。今回の買収によってTDウォーターハウスの店舗網を手に入れることで、対面型の投資アドバイスを強化し、取引毎に手数料を課すタイプのサービスだけでなく、残高手数を徴収する投資顧問型のサービスも提供できるようになる可能性がある。今回の買収は、アメリトレードの成長戦略という観点からは的を射たものだと言えよう。

もっとも、これを機に、オンライン専門会社間の合併や買収が相次ぐとまでは言い切れない。

フィデリティが更なる規模拡大をめざす買収に動くとの憶測もあるようだが、投資信託や年金など資産運用ビジネスを本業とするグループが、そこまで証券ブローカレッジに力を入れるかどうか疑問もある。総合的にみた最大手であるチャールズ・シュワブは、オンライン取引の規模を拡大するというよりは、資産相談アドバイスや富裕層向けサービスを強化することで伝統的証券会社の守備範囲への浸透に注力している。

他方、Eトレードは、今回の合意成立発表後も、アメリトレードに対して新たな条件提示などを行っていると言われるが、大株主であるリケッツ家の同意が得られない以上、株式公開買付(TOB)を行っても成功する可能性は低く、最終的には買収を断念するものと予想される。しかし、新たな対象会社に対して買収や合併を持ちかける可能性は高いものと考えられる。

IV. おわりに

日本でも、2000年以降、オンライン証券取引が急速な普及をみせた。1999年10月の手数料自由化を受けて、手数料の価格破壊が進み、個人の株式取引に占めるオンライン取引のシェアは8割を超えるまでになった。これら全てが、オンライン取引専門の証券会社を通じたものではないが、松井証券を筆頭に、専門証券会社の成長ぶりはめざましい。

米国では、投資判断に必要な情報は提供するが、最終判断は投資家に全面的に委ねるというオンライン専門証券会社の営業スタイルが、株式市場のブームと相まって、高い支持を受けた。しかし、ドットコム・バブルの崩壊で、どんな銘柄を買っても高いリターンが得られるという神話が崩れ去ると、証券投資で中長期的な資産形成、資産拡大を図りたいという投資家は、こぞって対面型の投資アドバイスを求めるようになった。メリルリンチを始めとする大手証券会社が奪われた顧客を回復する一方、独立の契約外務員が注目を浴びるようになった。オンライン専門証券会社は顧客拡大の機会を失い、業界再編が動き始めた。

一方、日本では、オンライン専門証券会社の重要な収益源は、価格破壊の進んだ売買委託手数料よりも、むしろ信用取引に伴う金利収入である。「投機的」と批判されがちな信用取引を活発に行う顧客層は、あくまで限られている。そこで、もう一段の成長を実現するためには、信用取引に関心を示さない、いわば普通の投資家層を取り込むことが重要になる。そのためには、米国の同業者と同じように、伝統的証券会社の顧客を切り崩すことも必要だが、日本の場合、それに加えて（あるいは、それよりも）、投資経験のない、もしくは投資に関心を示さない層を取り込んでいくことが重要になる。

日本でも、昨年8月にマネックス証券と日興ビーンズ証券が合併してマネックス・ビーンズ証券が発足するなど、オンライン専門証券会社が再編によって規模拡大をめざす傾向がうかがわれる。最近のIPO銘柄人気を反映して、各社が抽選の当選率を誇ったり、引受業務への進出を積極化したりする動きをみせていることは、米国のオンライン証券会社が引受業務に強い投資銀行との提携に走った1997年頃の状況を彷彿させる。また、マネックス・ビーンズ証券が銀座に店舗を開設するという数日前の報道は、2001年4月に米国Eトレードがマンハッタンの53丁目に巨大店舗を開設した事実を想起させた。

米国の現象は、日本のオンライン証券会社にとっても無縁ではない。新生アメリトレードの今後の動向とともに、今回の買収劇が日本の業界に与える影響も、大いに注目されるところである。

¹ なお、直接の比較にはなじまないが、日本の大手オンライン専門証券会社である松井証券の一日当たり約定件数は83,169件である（2005年4月）。

² なお、ここでは「オンライン専門」としたが、チャールズ・シュワブやTDウォーターハウスのように百以上の店舗網を有する証券会社も含んでいる点に留意されたい。歩合報酬を受け取る外務員が積極的な営業活動を行う伝統的な証券会社とは異なる形態をとり、主要な注文受付手段がインターネットである証券会社といったニュアンスで「オンライン専門」という言葉を用いている。