

米国のネット証券にしよう

伊豆 久

はじめに

ネット取引ブームを背景に、前年度（〇六年三月期）のネット証券大手各社の決算は、大幅な増収増益となった。日本のネット証券業では現在もパイの拡大が続いていると言えるであろう。

また、この春には、各社が相次いで手数料の引下げを発表したほか、ジョインベスト証券やGMOインターネット証券など新規参入も続いており、会社間の競争も激しくなる一方である。

ところが、米国のネット証券を見てみると、状況は大きく異なる。

米国の大手ネット証券と言えるのはすでに①シユワブ社、②イートレード社、③フィデリティ社、④TDアマリートレード社の四社に絞られているが、①シユワブ社の中心業務は今では株式売買の取次から資産管理業務に移っており、②イートレード社も銀行業務の比重が高く収益に占める委託手数料の比率は三割を切っている。そして③フィデリティ社が投信大手の子会社であることからすると、日本で言うネット証券と同様に委託手数料を主たる収益源としているのは、結局④TDアマリートレード社一社だけということになる。米国でも、かつては大手投資銀行等のネット取引への参入が試みられたことがあったが、今ではそうしたことを試みる大手証券はない。

米国におけるネット取引はITバブルの崩壊以降低迷が続いているのであって、証券各社はそうした状況の変化にそれぞれの方法で対応してきたのである。それが、シユワブ社の場合は投信の運用と販売を中心とした資産

管理業務への移行であり、イートレード社の場合銀行業への進出であり、その結果、この二社については、もはやインターネット取引による株式委託手数料収入を中心とするという意味での「ネット証券」ではなくなったと言わなければならない。

そのため、日本のネット証券大手五社の収益構成が、どこも七割前後を委託手数料が占めるよく似た形となっているのに対して、米国の大手三社（フィデリティは非公開会社のため本稿では触れることができなかった）の場合は同業種とは言えないほど大きく異なっている。

では米国の（旧）ネット証券は、ITバブル前後の環境の変化にどのように対応してきたのであろうか。以下小稿では、ディスカウント・ブローカーの草分け的存在であったチャールズ・シュワブ社をとりあげ、この一年間の同社の収益構造の変化を見るところから、日米のネット証券の違いについて考えてみたい。

1 チャールズ・シュワブ社の収益構成の推移

図1は、過去一〇年間のシュワブ社の収益の推移を示したものである。

ここからわかるのは、まず、九〇年代後半に急速に収益を伸ばしていたこと、そして二〇〇〇年をピークに、その後は横ばいの状態が続いていることである。

九〇年代後半に収益が急増したのは、ITバブル期の株価の上昇にともなう売買高の増加によって、委託手数料を中心に収益が増加したからである。また同時期はインターネット取引の導入期にあたるため、既存の対面型の証券会社から、ネット取引大手のシュワブ社へと口座を移す投資家も少なくなかったであろう（口座数は九六年の四〇〇万口座から二〇〇〇年末には七五〇万口座へ増加）。

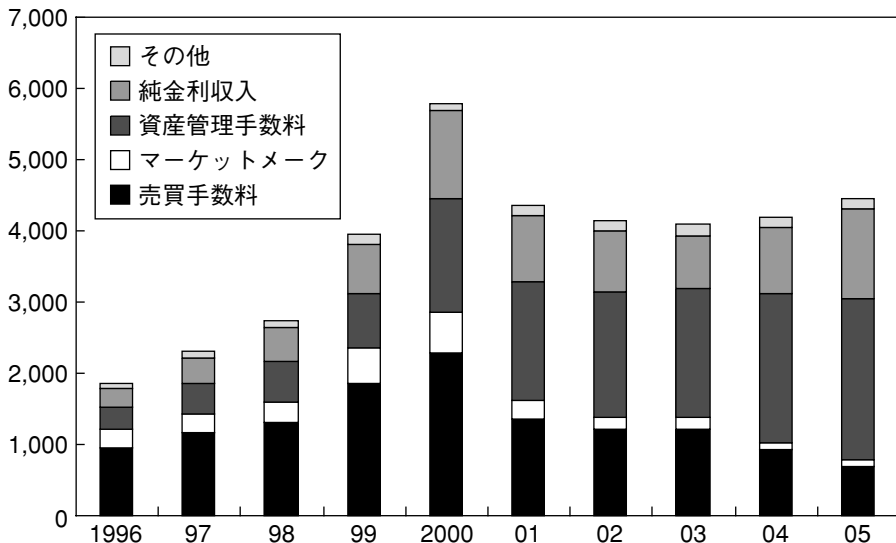
そして、二〇〇〇年に株価がピークをつけ下落すると、
 売買手数料も大幅に減少したのである。

しかしながら、二〇〇〇年以降のシュワブ社の収益の推
 移は、株価（非売買高）の動きだけでは説明できない。と
 いうのも、株価は〇二年を底に反転しているにもかかわらず
 ず、売買手数料の減少傾向はとまっていないからである。
 他方で、資産管理手数料が絶対額でも収益全体に占めるウ
 エイトでも急速に増大している。

すなわち、シュワブ社は、米国におけるディスカウン
 ト・ブローカー（手数料が安い反面、営業員による推奨・
 アドバイスを行わない証券会社）大手として知られていた
 が、ＩＴバブルの崩壊後、売買仲介業務から資産管理業務
 へとその比重を移してきたのである。現在では、売買関係
 手数料（マーケットメイクを含む）は収益の一八％を占め
 るに過ぎず、半分以上（五一％）が資産管理業務で稼ぎ出
 されている（表１）。

売買手数料への依存度が低下したために、株価が回復し
 ているにもかかわらず収益全体は伸び悩んでいるが、それ

図１ シュワブ社の収入の推移（年度、100万ドル）



（出所）シュワブ社年次報告書（10-K）各年版より作成。以下同社について同じ。

は言い換えれば、株価や売買高に左右されない安定した収益構造を獲得したと
いうことである。

2 売買手数料の推移

売買手数料の推移について少し詳しく見てみよう。

売買手数料は、 $\langle \text{稼動口座数} \rangle \times \langle \text{一稼動口座あたりの年間取引件数} \rangle \times \langle \text{取
引一件あたりの手数料} \rangle$ の三つの項目に分解することができる。九六年を一と
して、それぞれの推移を示したのが図2である。

まず $\langle \text{稼動口座数} \rangle$ （一年間に取引のあった口座の数）と $\langle \text{一稼動口座あた
りの年間取引件数} \rangle$ が、株価とほとんど同じ動きをしていることがわかる。株価の上下に応じて、売買の頻度も
上下するためである。

ところが、 $\langle \text{取引一件あたりの手数料} \rangle$ は、株価に関係なく低下しつづけている。業界内の激しい価格競争、
インターネット技術の発達を背景として、シュワブ社も引き下げを余儀なくされてきたのであり、九六年の一件
あたり六九・五二ドルから〇五年には一五・六一ドルまで四分の一以下に低下している。

以上から、シュワブ社の売買手数料収入の低下は、手数料率の低下が主たる要因であったことがわかる。売買
回転数や口座数の増加に限られるなか、手数料の値下げ競争がストレートに売買手数料の低下をもたらしたので
ある。

売買に関連するもう一つの収益項目として $\langle \text{マーケットメイク} \rangle$ があり、これも二〇〇一年から急速に減少し

表1 シュワブ社の収入構成
(2005年度、100万ドル)

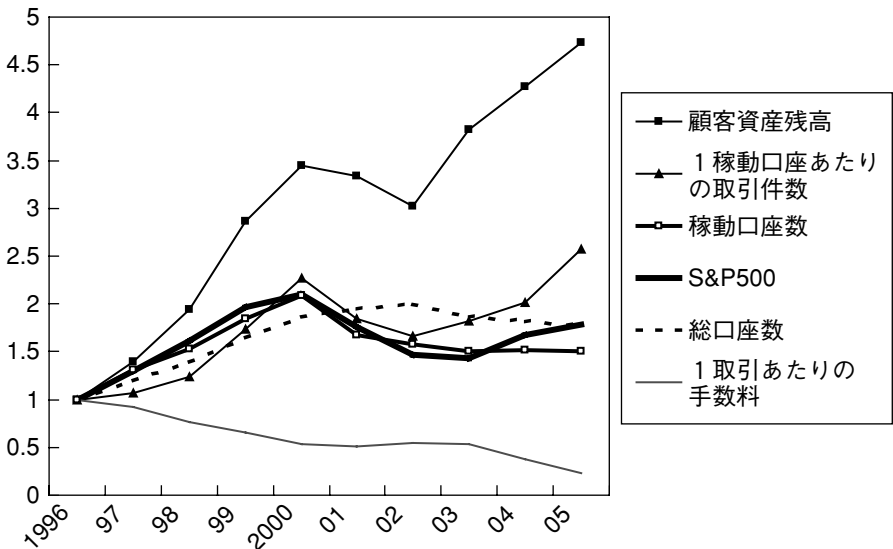
売買手数料	694	16%
マーケットメイク	85	2%
資産管理手数料	2,269	51%
自社投信	911	20%
他社投信	446	10%
その他投信関連	57	1%
資産管理サービス	855	19%
純金利収入	1,257	28%
その他	159	4%
収入合計	4,464	100%

ているが（図1）、これはまた別の理由によるものである。かつてシュワブ社は子会社としてナスダック市場のマーケットメーカー（シュワブ・キャピタル・マーケッツ社）を擁し、自社の顧客注文のみならず他社の注文に対する付け合せもおこなっていた。二〇〇〇年にはナスダックの出来高の八％を扱い、そこからの収益が（債券の値付けによる八四〇〇万ドルを含めて）五億七千万ドル（総収益の九・八％）に達していた。ところがその後、株価呼び値のセント化（一二・五セントから一セント単位へ）、マーケットメイクにおける指値注文の保護などの規制強化策が取られた結果、マーケットメーカーの収益は悪化。一株売買あたりの収益も一・八セントから〇三年には〇・一セントまで低下したため、シュワブ社は〇四年に当該子会社を売却している。

表2 シュワブ社の口座数等

	2005年度
総口座数	7,100,000
稼動口座数	2,719,000
1稼動口座あたりの年間取引件数	18.3
1取引あたりの手数料（ドル）	15.61
顧客資産残高（10億ドル）	1,199.2

図2 シュワブ社の口座数等



(注) 1996年を1として指数化。
稼動口座：直近1年間に取引のあった口座

現在のマーケットメーカー収益は債券の売買に伴うものである。

3 資産管理サービスの提供

こうした売買関連収入の低迷を補ったのが、資産管理収入であるが、それを見る前にチャンネルの収益セグメントを見てみよう（表3）。シュワブ社の顧客は主に個人投資家であるが、同社は、アクセス別に三つに分けた収益と預かり資産の構成を公表している。

へ投資家サービスは、通常の取引のケースで、投資家がインターネットあるいは二九六ある支店（とその営業員）を通じて直接シュワブ社で取引をする場合である。しかし、シュワブ社に特徴的なのは他の二つである。その一つはへ投資顧問で、同社は、個人で仕事をしている投資顧問を組織化しており、カスタディや執行等のサービスを提供することで手数料を得ている。この場合、最終投資家は、シュワブ社の顧客というより投資顧問の顧客であり、そこでより洗練されたファイナンシャル・プランニング等のサービスを得ているのである。機関投資家を含めたより運用額の大きい投資家に対しては、シュワブ社が二〇〇〇年三月に買収した信託銀行へUSTラストが信託サービスやプライベート・バンキングを提供している。

ネット取引にとどまらず支店・外務員を大規模に展開している他、投資顧問や信託銀行サービスを提供している点で、シュワブ社は、ネット証券という範疇を超えていると言つてよいであろう。そして、そうした投資顧問経由や信託銀行からの収益や預

表3 シュワブ社の部門別収益・預かり資産構成
(2005年度)

	部門別収益 (100万ドル)		部門別預かり資産 (10億ドル)	
投資家サービス	2,742	61%	645	54%
投資顧問	803	18%	406	34%
USトラスト	832	19%	148	12%
その他	87	2%	—	—
合計	4,464	100%	1,199	100%

かり資産が全体の半分近くに達しているのである。

表3の預かり資産はチャンネル別であったが、それを商品別に並べ直したのが表4である。顕著な特徴は、株式の比率が四三%しかないことである。そして、四二%は投資信託（その三分の一は自社投信）、一三%は債券が占めている。ここからも、シユワ社の主たる業務が株式売買の仲介というより、投資信託や債券を含む長期投資のサポートにあることがわかる。

すなわち、シユワ社の場合、ネットを使った安い手数料での株式売買の仲介というより、自社の支店や提携先の投資顧問、あるいは信託子会社を使った投資信託を中心とした資産運用サービスの提供を主たるビジネスとしているのである

おわりに

こうしたシユワ社の戦略は、特殊なケースなのだろうか。

日本のネット証券の大手の収益構成は、図3が示すように、どこも委託手数料が七割前後を占めており非常によく似ている。

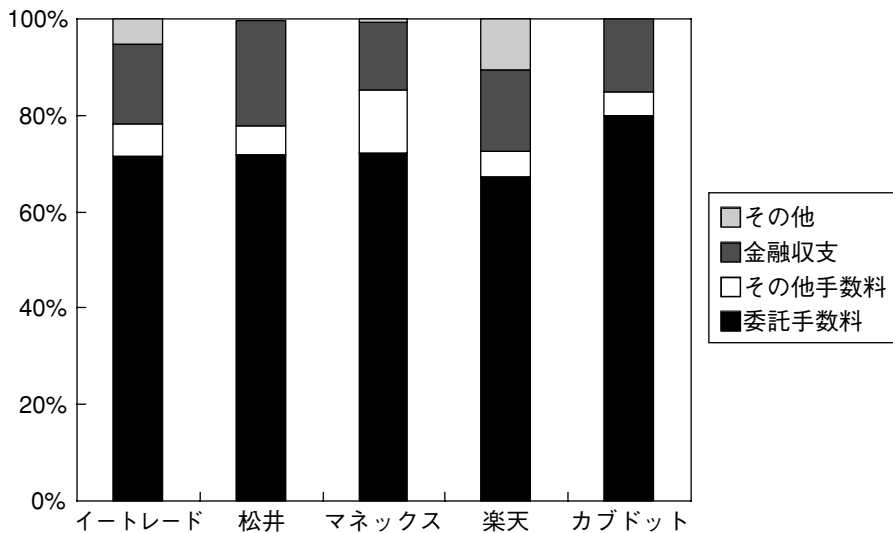
しかし米国の場合、イトレード社は、二〇〇〇年以降銀行業務に進出、今ではそこからの収益が四割を占めており（図4）、大手証券と呼べるところで日本と同様の収入構成となっているTDアメリートレード社のみである（図5）。

では、アメリートレード社はどのような戦略をとってきたのであろうか。低価格でのネット取引サービスの提供

表4 預かり資産
(2005年末、10億ドル)

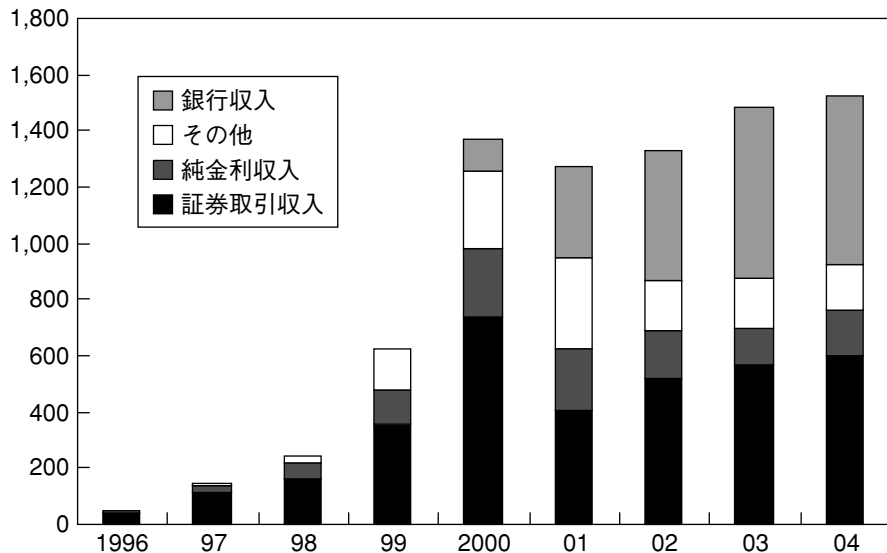
自社投信	166.9	14%
他社投信	337.9	28%
株式	511.8	43%
債券	154.6	13%
現金等	38.4	3%
マージンローン	-10.4	-1%
合計	1,199.2	100%

図3 日本のネット証券大手5社の収益構成（2005年度）



(出所) 各社決算短信より作成。

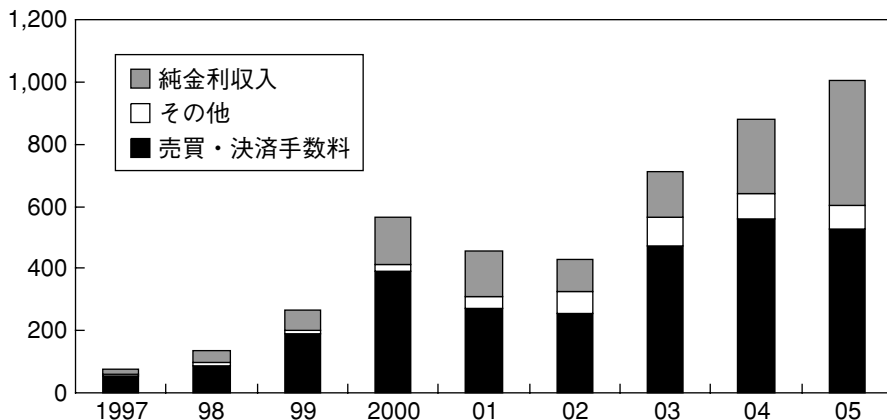
図4 イートレード社の収入の推移（100万ドル）



(出所) イートレード社年次報告書（10-K）各年版より作成。

(注) 「証券取引収入」は委託手数料、マーケットメイク等の合計。

図5 TDアメリトレード社の収入の推移（100万ドル）



（出所）TDアメリトレード社年次報告書（10-K）各年版より作成。

表5 TDアメリトレード社の買収戦略

01年9月、National Discount Brokersを買収（31万9千口座、預かり資産63億ドル）
02年9月、Datekを買収（80万口座、預かり資産110億ドル）
03年6月、Mydiscountbroker.comから個人口座を買収（1万7千口座）
04年1月、Bidwell & Companyを買収（10万口座、預かり資産50億ドル）
04年2月、BrokerageAmericaの個人口座を買収（1万1千口座）
04年10月、JB Oxfordの個人口座を買収（4万5千口座）
05年5月、E*tradeからの買収提案を拒否
06年1月、Toronto Dominion銀行からTD Waterhouseを買収（140店舗、外務員2,600人）

（出所）TDアメリトレード社のウェブサイトより作成。

を中心とする同社にとって規模の拡大が最重要課題であったため、表5が示すように、買収を繰り返すことで生き残りが見られてきた。昨年五月にはイトレード社からの買収提案を拒否し、逆に今年一月には大手ウォーク・ハウス社の買収に成功している。

このように、米国では、資産管理業への転換、銀行業への進出、規模の拡大等とそれぞれが異なった戦略を打ち出してきたのであるが、それに対して、日本の場合、各社が凌ぎを削っているとはいえ、同様のビジネスモデルで数社が並存している状況にある。

こうした日米の違いが、ネット取引ニーズの大きさの違いに由来することは言うまでもない。米国では、二〇〇〇年をピークとするITバブルの崩壊

によって、個人投資家は拡大しかけたネット取引から再び、アドバイザー経由の取引や長期的な資産運用に回帰したとされる。

日本ではどうなるのだろうか。足元では、ライブドア・ショック、新興市場の軟調、さらには村上ファンド・ショックと、ネット個人投資家への逆風が続くが、損失を抱えた投資家が、「結局、投資とはこんなものか」と見切りをつけて再び貯金に戻るのか、それとも長期的な資産運用に方針を転換するのか、長いスパンで考えればそれが証券市場と証券会社のあり方を左右することになるのであろう。

(いず ひさし・客員研究員)