

## 再評価されるチャールズ・シュワブ

関 雄太

### 要 約

1. IT バブルの崩壊後、業績と株価の低迷に悩んできた米国大手証券チャールズ・シュワブに対する評価が見直されている。
2. 再評価のポイントとして、同社が 収益構造の改革、コスト削減、ブランド・イメージの回復などへの取り組みを成功させていることがあげられよう。
3. 特に収益の中核が残高フィー型ビジネスに転換しつつあること、SMA（セパレート・マネージド・アカウント）の本格投入によって、よりその傾向を強めようとしていることは注目される。
4. 低価格の証券サービスを提供できる会社というイメージを維持・回復しながらも、アクティブトレーダーやマス・リテール層だけではなく、マス・アフルエント層に対するアドバイスやポートフォリオ提案型のサービスを着実に強化しているシュワブの戦略は、日本の金融機関からも注目を集めよう。

### ・株式市場から再評価されるシュワブ

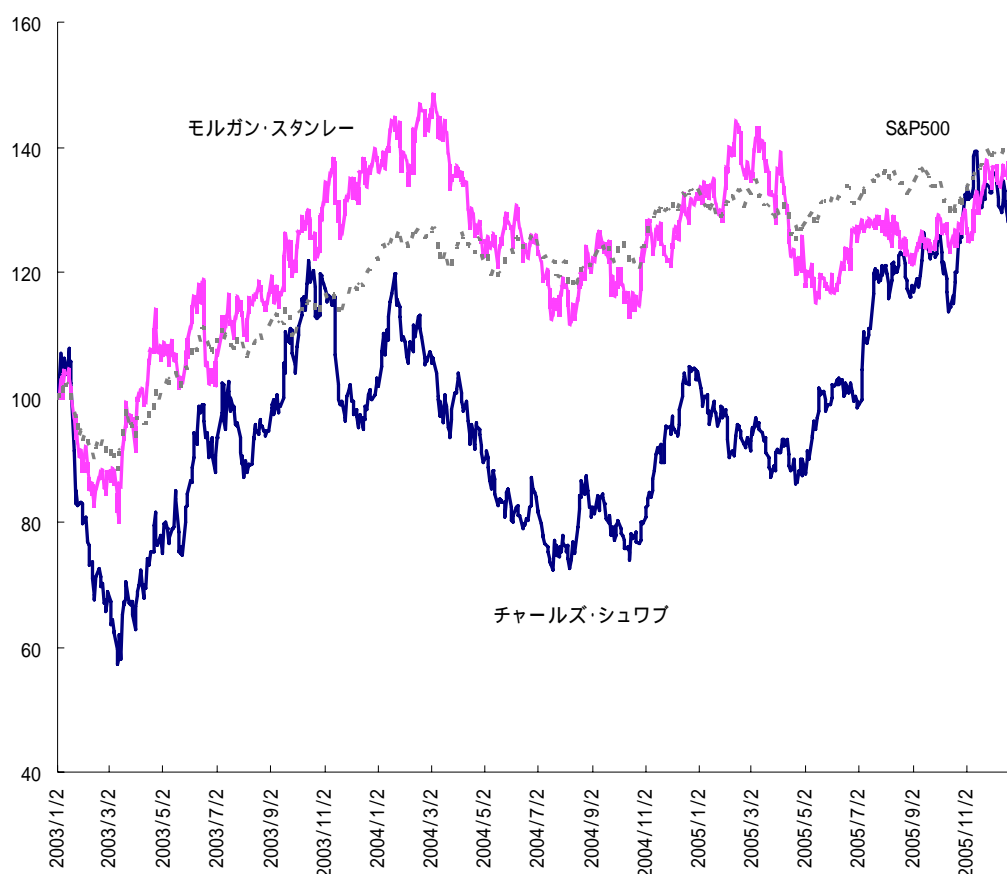
2004 年に業績不振と株価下落に悩まされたチャールズ・シュワブが、2005 年半ば以降、投資家から再び注目を集めている。同社の株価は、2004 年 7 月 19 日につけた安値 8.30 ドルから 2005 年 12 月末（14.67 ドル）まで、77%の上昇を記録し（同じ期間の S&P500 指数の上昇率は 13%）、それ以前の低い評価を相当程度、挽回したといえる（図表 1）。

そもそも、チャールズ・シュワブほど、90 年代と 2000 年以降で評価が転換した証券会社は少なかった。シュワブは、ディスカウント・ブローカーとしての成長の第一ステージから、投信スーパーマーケット構想とワンソース（乗り換え手数料なしの投信ラップ口座）によって、リテール投資家からの人気を

確立、1995 年以降はインターネットの普及の波にのってさらに成長拡大を実現した。1999 年には時価総額が 630 億ドルに達してメリル・リンチを抜き、2000 年には米国最古の信託会社である US トラストを買収するなど、最強のリテール証券会社に擬せられるほどの高い評価を得た。

ところが、IT バブルが崩壊すると、オンライン株式取引の量が急縮小し、シュワブは競合他社以上に収益性悪化に悩まざるを得なくなった。その後、2003 年の米国の株式相場好転によって、いったんは回復軌道にのると思われたシュワブの業績と株価は、2004 年に入ると再び下降に向かい、2004 年 7 月 20 日には、デビッド・ポトラック CEO が事実上解任され、創業者のチャールズ・シュワブ会長が CEO を兼務し経営の最前線に復帰するという事態になった。その後、営業店舗

図表1 チャールズ・シュワブとモルガン・スタンレーの株価推移  
 (2003年1月3日終値=100として指数化、2005年12月30日まで)



(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

の閉鎖、2004年8月31日には03年暮れに買収したばかりのサウンドビュー・キャピタル・マーケットツ売却を発表するなど、リストラ策も打ち出したが、シュワブ自身が身売りを迫られるとの厳しい観測まで出た<sup>1</sup>。

この混乱には、いくつかの要因が考えられた。例えば、2004年に入ってオンライン株式取引の回復が速度を緩める中で、オンラインブローカーの間では手数料引き下げ競争が激化し、シュワブより低水準の手数料を実現したフィデリティ、アメリトレード、Eトレード、スコットトレードなどに遅れをとったとみなされた。また、USトラストの買収などをテコに食い込むはずだった富裕層顧客は、リストラを終えたメリル・リンチやスミ

ス・バーニー、UBSなどに囲い込まれ、強みを発揮するのは困難なことが明らかになってきてしまった。いずれにせよ、2004年のシュワブは、ターゲット顧客、あるいは強みのある分野を絞れない中途半端な証券会社という評価に直面していたといえよう。

シュワブが、こうした苦境から評価を逆転させられたのは、下記にみるように収益構造の改革、コスト削減、ブランド・イメージの回復などに対する取り組みが成功したことによるものである。

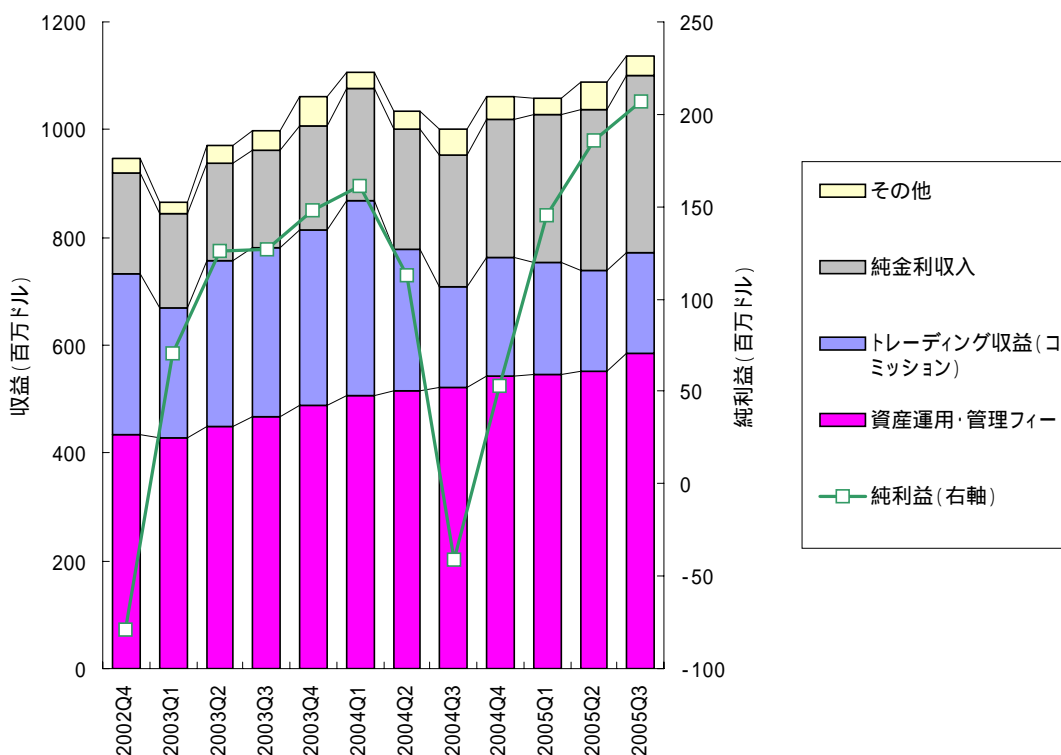
・ 収益構造の変化

まず、四半期毎の収益の内容から、シュワブの変化を見てみる。収益額は、2004年第4四半期以降、継続的な回復が見られるが「資産運用・資産管理フィー」と「純金利収入」が収益増を支えている一方で、トレーディング収益が比重を下げていることがわかる（図表2）。「トレーディング収益 Trading Revenue」とは、シュワブが2005年に入ってから損益計算書で使用しはじめた勘定科目だが、それ以前の損益計算書では「コミッション Commission」と「自己勘定取引 Principal Transactions」の2つの勘定に分かれていた。もともとシュワブの自己勘定取引による収益は、コミッションの10分の1程度しかなかったため、現在もトレーディング収益のほとんどはコミッションと見ることができる。

すなわち、シュワブは、2004年の混乱の前後を通じて、コミッションからフィー収益への依存度を高めてきたといえる。2002年末におよそ1対0.7であった資産運用・管理フィー対トレーディング収益の関係は、直近の2005年第3四半期では1対0.3と格差が広がっている。

ちなみに、シュワブの資産運用・管理フィー（Asset management and administration fees）の源泉は、2004年の年間実績を見る限り、約4割が、自社運用の投信に対する運用報酬、トランスファー・エージェンツ業務収入、投資主管理サービスなどから成る「投資信託サービス」から、約2割が投資信託スーパーマーケットプログラムである「ワンソース」から、残りが「資産運用及び関連サービス」からとなっており、フィー収入の増大といっても、残高フィー型口座への顧客資産のシフトを進めることで生じているとは単純に

図表2 チャールズ・シュワブの四半期収益の推移



(出所) チャールズ・シュワブ決算資料より野村資本市場研究所作成

言い切れない点は、注意を要する。実際、2004年7月のトップ交代以降、シュワブは、オンライン取引手数料を繰り返し引き下げ、小口ながらもアクティブな売買を行う従来からの中心顧客層に対して、積極的なプロモーションを展開してもいるのである。

しかし、趨勢としては、最低預かり金額50万ドルで、最低4000ドル/年もしくは約0.75%の残高手数料を徴収する「シュワブ・プライベート・クライアント」などの展開を通じて「資産運用及び関連サービス」フィーは、フィー収入全体の中で確実に比重を増している(図表3)<sup>2</sup>。

#### ・SMAサービスの本格拡大を目指す

さらに、新たな動きとして注目されるのは、シュワブが2005年10月にSMA(セパレート・マネージド・アカウント)の拡大を発表したことである。

シュワブはこれまでシュワブ・プライベート・クライアントあるいはシュワブの機関投資家部門と取引のある一部の資産運用会社を通じてしか、SMAプログラムを提供してこなかった。富裕層向けサービスと見られてきた米国SMA市場において、シュワブのSMA資産は200億ドル前後と、スミス・バーニーやメリル・リンチからはかなり差をつけられている状況である(図表4)。

シュワブは今後、最低投資金額(ほとんどの株式運用型で10万ドル、債券運用型では

25万ドル)を満たす顧客すべてに、資産運用会社による一任運用サービスを提供し、投資スタイルの選択などについてシュワブのフィナンシャル・コンサルタント(営業マン)が説明と支援(guidance and assistance)を行う。

このSMA全面展開にあたり、シュワブはマネージド・アカウント・セレクト(外部運用会社(約40社から選択可能)が運用)、マネージド・アカウント・アフィリエイト(チャールズ・シュワブ・インベストメント・マネジメントまたはUSトラストによる運用)の2通りのプログラムを用意した<sup>3</sup>。預かり資産に対して徴収するフィー水準については、の株式ポートフォリオで1.45%、の株式ポートフォリオで1.75%が予定されており(大口顧客や債券ポートフォリオにはディスカウントを適用)、業界平均よりも低く設定されているのが特徴である<sup>4</sup>。

#### ・奏功したリストラ

その他のリストラも、シュワブの収益性回復に貢献した。

シュワブの収益内容のうち、フィー収入同様に拡大が著しい純金利収入は、かつては証券総合口座におけるキャッシュ資産をマネーマーケットで運用して得られる収益が主たる源泉であったが、最近では、信用取引(マージン・ローン)の増加や、2003年4月に設立されたチャールズ・シュワブ・バンクを通

図表3 チャールズ・シュワブのフィー収入の内訳

	2002		2003		2004		2005(1-3Q)	
投信サービスフィー								
自社運用ファンドへの運用報酬	874	49.9%	883	48.2%	870	41.6%	672	39.9%
「ワンソース」フィー収入	264	15.1%	283	15.4%	376	18.0%	328	19.5%
その他投信関連フィー	41	2.3%	50	2.7%	59	2.8%	44	2.6%
資産運用及び関連サービス収入	574	32.7%	616	33.6%	786	37.6%	639	38.0%
資産運用・管理フィー計	1,753	100%	1,832	100%	2,091	100%	1,683	100%

(出所)チャールズ・シュワブ決算資料より野村資本市場研究所作成

図表 4 米国 SMA 市場：スポンサーランキング (2005 年第 3 四半期)

会社	セパレート・アカウント (サードパーティ) 資産(10億ドル)	マネージド・アカウント (全体) 資産(10億ドル)
1 スミス・バーニー	121.5	250.0
2 メリル・リンチ	115.0	267.8
3 モルガン・スタンレー	57.1	130.9
4 UBSフィナンシャルサービス	47.3	114.8
5 ワコビア証券	35.0	99.7
6 チャールズ・シュワブ	21.7	44.1
7 BONY / ロックウッド	15.8	25.9
8 バンク・オブ・アメリカ	14.6	23.0
9 AGエドワーズ	13.4	30.2
10 レイモンド・ジェームズ	9.6	25.9

(注) 「セパレート・アカウント」は、SMA、コンサルタント・ラップ・アカウントとも呼ばれ、ブローカーが投資方針を策定し、具体的な運用は方針に基づいて選択された複数の投資顧問会社に一任されるプログラム。「マネージド・アカウント(全体)」には、フィーベース・ブローカレッジ(一任はされず、取引回数に関わらず残高フィーだけが徴収される口座)などを含む。

(出所) The Cerulli Edge Managed Accounts Edition (2005 4Q)より野村資本市場研究所作成

じたモーゲージローンの増大などにより、収益性(スプレッド)が改善していると見られる。10月10日のウォールストリートジャーナル紙記事では、運用会社 T・ロウ・プライスのアナリストが、シュワブ・バンクに 100 億ドル資金を流入するごとに、シュワブの EPS (1 株当たり利益) 10 セント分、すなわち約 1.29 億ドルの増益が可能と指摘している<sup>5</sup>。

また、コスト削減も進めている。図表 5 にみられるように、顧客資産に対する四半期の収益額の比率は、2003 年第 3 四半期の 0.48%から 2005 年第 3 四半期には 0.40%まで減少したが、同じ期間に支出/顧客資産比率を 0.39%から 0.28%へと、コスト側をより大幅に低下できたことで、税前利益マージンは改善した。コスト削減の大きな部分を占めているのは、キャピタルマーケット部門(サウンドビュー・キャピタル・マーケット)の売却で、シュワブは四半期分だけでも 7000 万ドル強の支出削減効果があったとしている。

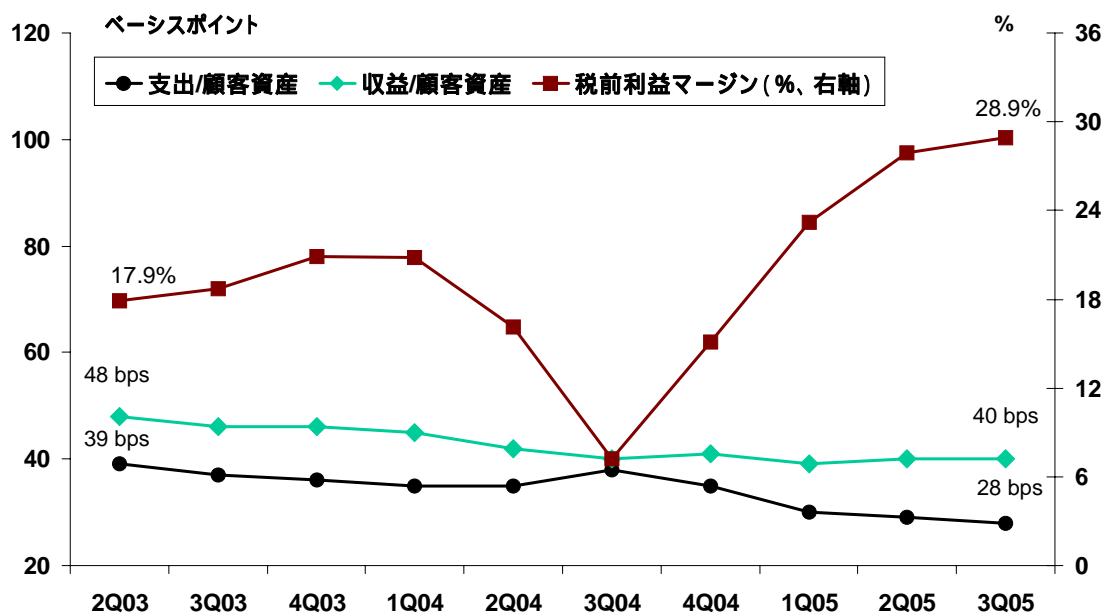
．おわりに

シュワブは、こうした戦略を通じて、低価格の証券サービスを提供できる会社というイメージを維持・回復しながらも、アクティブトレーダーやマス・リテール層だけではなく、マス・アフルエント層に対するアドバイスやポートフォリオ提案型のサービスを着実に広げ、残高フィーを中心に収益成長を実現しようとしているようである。

2005 年 9 月までの 12 ヶ月間におけるシュワブの新規資産流入(ネット)は 675 億ドルと、メリル・リンチ個人顧客部門の同 360 億ドルを大きく凌駕するなど、もともとシュワブのリテール資産獲得には定評があるわけで、切り下げ競争と変動が激しいコミッションではなく、残高フィーを収益の核にできるシナリオが見えてきたことで、市場の評価も復活したと見ることができよう(図表 6 参照)。

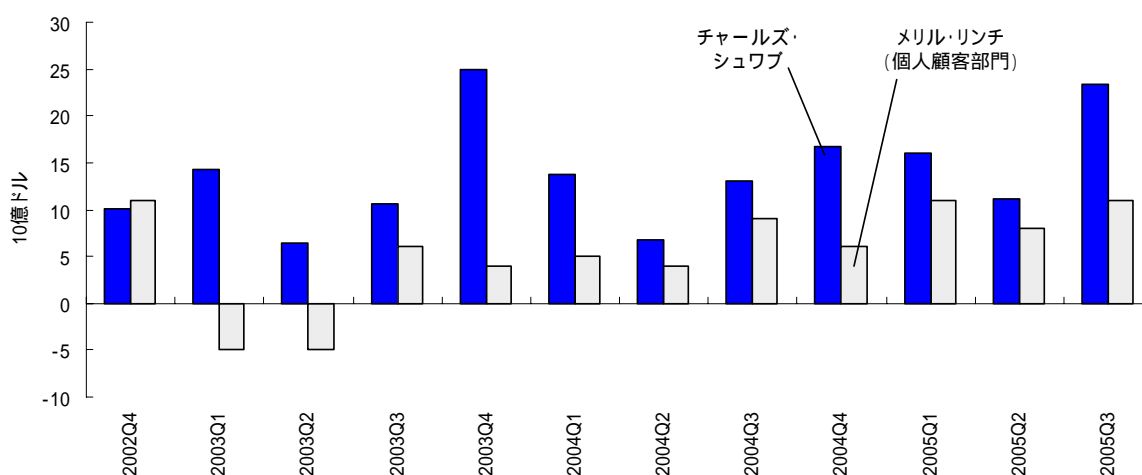
なお、現在、米国のリテール証券業界の中では、混乱から復活したチャールズ・シュワ

図表5 チャールズ・シュワブ：利益率の回復



(出所) チャールズ・シュワブ IR 資料より野村資本市場研究所作成

図表6 シュワブとメリル・リンチ：新規獲得資産の比較



(出所) 両社の決算資料より野村資本市場研究所作成

ブとともに、同じく経営改革に挑むモルガン・スタンレーの行方が注目されている。2004年のシュワブと同様の混乱状態に置かれたのが2005年のモルガン・スタンレーという見方が可能だからである。

特に、全社の中でも収益性の低さが目立つモルガン・スタンレーの個人顧客部門の動向は、2005年6月30日にジョン・マック氏が

CEOに復帰した直後から、注目を集めている。部門売却もありえるとされたが、マック新CEOは8月に、メリル・リンチで個人顧客部門を率いたジェームズ・ゴーマン氏を個人顧客部門ヘッドに迎えることを決め、富裕層顧客へのフォーカスを中心においた、いわばメリル・リンチ流の営業改革を展開するという意図を示した。

個人顧客部門の改革へ向けて、モルガン・スタンレーが乗り越えなければならない課題は、営業マンの再教育、幅広い商品・サービス群の整備、情報システムの改革など多岐にわたるとされ、またゴーマン氏が 2006 年 2 月まで役員に正式に就任できないこと（同氏が競合先への移籍を制限する契約をメリル・リンチと結んでいたため）などから、時間がかかる可能性も高い<sup>6</sup>。

しかし、シュワブやモルガン・スタンレー個人顧客部門の取り組みには、リテール証券ビジネスの競争力を考える上で重要な課題が含まれており、わが国の金融機関にとっても参考になる事例になっていくものと思われる。

---

<sup>1</sup> “Schwab Story: Could the Plot Include a Sale?”, *Wall Street Journal*, 7/22/2004, “Schwab to Shut 16% of Branches”, *Wall Street Journal*, 7/29/2004, “Chuck Schwab’s Mission”, *Bloomberg Markets*, October 2004 など参照。

<sup>2</sup> チャールズ・シュワブの各種個人顧客向けアカウントとサービス・フィーについては、会社ウェブサイト（[www.schwab.com](http://www.schwab.com)）あるいは沼田優子「チャールズ・シュワブの個人顧客拡大策」『資本市場クォーターリー』2003 年秋号を参照。

<sup>3</sup> また、提携する独立フィナンシャルアドバイザー向けにも SMA プログラムを拡大する。シュワブの 2005 年 10 月 5 日プレスリリース参照。

<sup>4</sup> “Schwab Is Seeking to Expand Separately Managed Accounts”, *Wall Street Journal*, 10/10/2005

<sup>5</sup> “Schwab Again Has Wall Street Fans...foe Now”, *Wall Street Journal*, 10/10/2005

<sup>6</sup> “Morgan Stanley Sees Salvation at Higher End”, *Wall Street Journal*, 9/14/2005 など参照。