

チャールズ・シュワブの経営理念と事業戦略

岡田 功太、下山 貴史

■ 要 約 ■

1. 近年、チャールズ・シュワブの台頭が目覚ましい。同社の預かり資産総額は約 3.7 兆ドルに達し、過去 10 年で約 2.5 倍となった。また、同社の新規証券口座開設数は 2018 年に約 157 万件に達し、過去 10 年で約 2 倍に増加している。同社は、グループ傘下に約 2,000 億ドルの預金を有する銀行も保有しており、これら証券・銀行・資産運用エンティティが連携することで、預かり資産の最大化を目指している。
2. チャールズ・シュワブは、リテール関連事業を中核とする総合金融機関として、「顧客目線に立った経営戦略」という経営理念を掲げ、同社が定義する「好循環」の創出を徹底している。「好循環」とは、①顧客の負担やコストを削減できれば、②顧客から新規資産を預かることが可能であり、③同社の収益が増大し、④同社の株主資本利益率が増加し、⑤新規プロジェクトを運営する支出を増やすことができるという考え方である。
3. チャールズ・シュワブは、「好循環」を機能させるべく、「米国リテール資産」を獲得することを営業戦略上のターゲットとしている。これは、①銀行預金、②資産運用及び証券事業、③確定拠出年金制度、④独立系ファイナンシャル・アドバイザー（IFA）の販売チャネルにおける資産合計と定義される。同社は、その全体をターゲットと見なしており、その中で取引を望む全ての個人が利用可能な価格設定に努めている。
4. チャールズ・シュワブは、「米国リテール資産」を獲得すべく、多面的な営業体制を構築している。インベスター・サービス部門には、電話及び対面サービスを提供する担当者や、独立店舗を運営する担当者が所属している。アドバイザー・サービス部門は、IFA と提携し、個人に間接的にサービスを提供している。各営業担当者は、所属部門にかかわらず、新規の預かり資産を増加させることに対しインセンティブが付与されている。
5. チャールズ・シュワブの各事業は、「米国リテール資産」を獲得し、「好循環」を機能させるべく、あたかも、顧客からの預かり資産を最大化するための「装置」として機能している。同社が、事業を拡大しつつ、今後も「顧客目線に立った経営戦略」を一貫して保持できるのか、チャールズ・シュワブの動向は注目に値する。

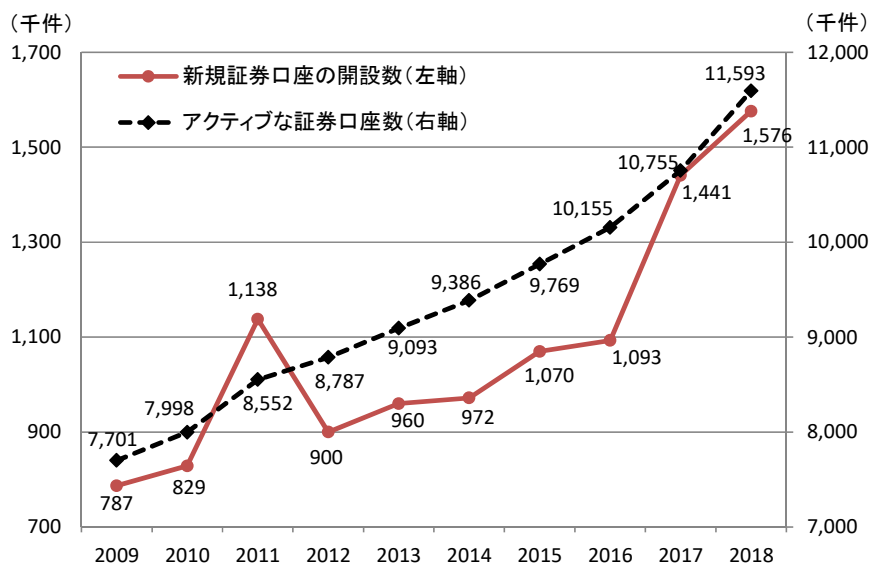
I 銀行・証券・資産運用の包括的なサービスの提供者

近年、米国リテール金融業界において、チャールズ・シュワブの台頭が目覚ましい。同社は、米国の個人投資家に対して、①個別銘柄やETF等の証券取引サービス、②ミューチュアル・ファンドやマネージド・アカウント（ファンドラップやSMAの総称）等の資産運用サービス、③預金口座や証券担保ローン等の銀行サービスを提供している。チャールズ・シュワブの預かり資産総額は約3.7兆ドル（2019年第2四半期末）に達し、過去10年で約2.5倍となり、モルガン・スタンレー等の大手証券会社を上回っている。また、チャールズ・シュワブの新規証券口座開設数は2018年に約158万件で、アクティブな証券口座数は1,160万件に達し、過去10年で約1.5倍に増加している（図表1）。同社は、現在の米国リテール金融業界において、最も成功した金融機関の一つであると言っても過言ではない。

かつて、チャールズ・シュワブは、米国最大級の個人投資家向けディスカウント・ブローカーとして知られていた。しかし、現在は、リテール関連事業を中核とする総合金融機関として存在感を増している。例えば、チャールズ・シュワブのETFの運用資産総額（AUM: Asset Under Management）は約1,150億ドルであり、米国市場において第5位のAUMを有し、2018年の資金流入額が約286億ドルと急成長を遂げている（図表2）。

チャールズ・シュワブは、また、独立系ファイナンシャル・アドバイザー（IFA: Independent Financial Advisor）向けの資産運用サービスを提供しており、約1.8兆ドルのIFAの顧客資産を管理し、20年以上の間、フィデリティと競合関係にある（2019年第2四半期末）。つまり、チャールズ・シュワブは、個人投資家に対して直接的にサービスを提供しているだけでなく、近年増加傾向にあるIFAに対するサービスの提供者でもある。

図表1 チャールズ・シュワブの証券口座数の推移



(出所) チャールズ・シュワブより野村資本市場研究所作成

図表 2 米国のETFスポンサーのAUM別ランキング (2018年末)

	ETF スポンサー名	AUM (10億ドル)	シェア (%)	資金流出入額 (10億ドル)
1	ブラックロック	1,322	39.2	135.4
2	バンガード	855	25.3	84.8
3	ステート・ストリート	567	16.8	-6.0
4	インベスコ	170	5.0	5.0
5	チャールズ・シュワブ	115	3.4	28.6

(出所) ブラックロックより野村資本市場研究所作成

更に、チャールズ・シュワブは、約 2,000 億ドルの預金を有する銀行であり、個人向け銀行業務の領域においても、バンク・オブ・アメリカやシティ・グループ等の大手米銀と凌ぎを削っている (2018 年末)。実際に、チャールズ・シュワブは、システム上重要な金融機関 (SIFI: Systemically Important Financial Institution) に認定されており、連邦準備制度理事会 (FRB) の管轄下にある。

本稿では、チャールズ・シュワブの事業概要、ユニークな経営理念、それを実現するための多面的な営業体制や、販売チャネル及び各営業員の評価体系、純収益の多くを占める金利収入を上げる銀行としての財務戦略等、チャールズ・シュワブが創業以来の 50 年間、ドットコム・バブル崩壊やグローバル金融危機を乗り越えて、リテール金融事業に特化した総合金融機関へと事業を発展させてきた経緯について整理を図る。

II リテール金融事業に特化した総合金融機関

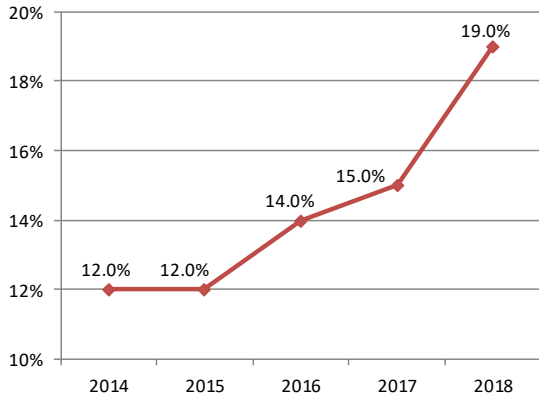
1. 証券及び資産運用事業を行うエンティティの概要

チャールズ・シュワブは、カリフォルニアに本拠地を有する大手金融グループである。純収益 (Net Revenue) は約 100 億ドルに達し、過去 10 年間で約 2.4 倍になった (2018 年末)¹。同社の株主資本利益率 (ROE) は約 19% (図表 3)、希薄化調整後一株当たり利益 (EPS) は約 1.79 ドル (図表 4) とそれぞれ増加傾向にあり、株主に対して高いリターンを提供している。このような良好な実績の背景には、グループ傘下の銀行・証券・資産運用事業を担う各エンティティが互いに連携してサービスを提供することで、新規の顧客預かり資産を獲得してきたことが挙げられる。

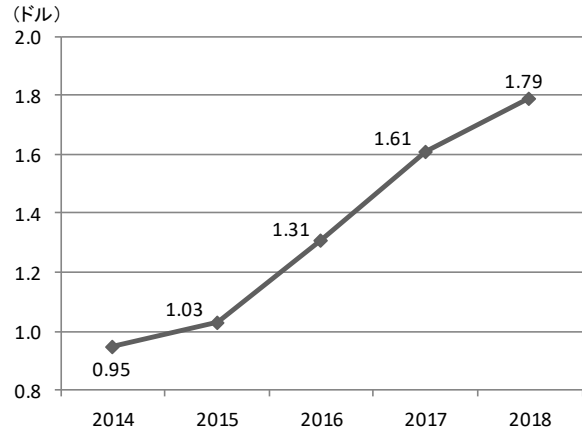
チャールズ・シュワブのグループ持株会社は、1986 年に設立されたチャールズ・シュワブ・コーポレーション (CSC) であり、FRB の監督下にある貯蓄融資持株会社である。CSC は傘下に複数のエンティティを有しており、その中核を成すのが、チャールズ・シュワブ・カンパニー・インク (CS&Co) である。CS&Co は 1971 年に創業したブローカー・ディーラーであり、全米 47 州において 355 支店を構え (2019 年 2 月末時点)、対面及び非対面による証券サービスを提供している。

¹ チャールズ・シュワブの 2018 年の年次報告書を参照。

図表3 ROEの推移



図表4 希薄化調整後EPSの推移



(出所) チャールズ・シュワブより野村資本市場研究所作成

また、CSCは傘下に、チャールズ・シュワブ・インベストメント・マネジメント (CSIM) という、証券取引委員会 (SEC) 登録の資産運用会社を有している。CSIMは、CS&Coが個人投資家に提供するミューチュアル・ファンド及びETFを運用している。前者はシュワブ・ファンズ、後者はシュワブETFと呼称されており、CSIMは、主にチャールズ・シュワブの自社系列商品の運用を担っている。

更に、CSCはCSIMとは別に、チャールズ・シュワブ・インベストメント・アドバイザー (CSIA) という資産運用会社も有している。CSIAは、CS&Coが個人投資家に提供する投資サービスに組み入れる商品の選定や、マネージド・アカウントの運用を担っており、同社の残高フィー型サービスにおける中核的な役割を果たしている²。CSIAのマネージド・アカウントには、CSIMが運用するシュワブ・ファンズ及びシュワブETFに加え、サードパーティーの資産運用会社が運用するファンドが組み入れられている。つまり、CS&Co、CSIM、CSIAは互いに連携していると言える。

2. グループ傘下の証券エンティティ及び資産運用エンティティの連携

チャールズ・シュワブが、リテール事業中心の総合金融機関であることを如実に示すが、傘下の証券エンティティと資産運用エンティティの相互連携だ。

CS&Coは1992年、顧客に対してミューチュアル・ファンド・ワンソース (MFワンソース) と呼称するサービスの提供を開始した。同サービスは、ファンドの販売手数料及び早期解約手数料が無料であり、顧客がウェブサイト (シュワブ・ドットコム) を通じて

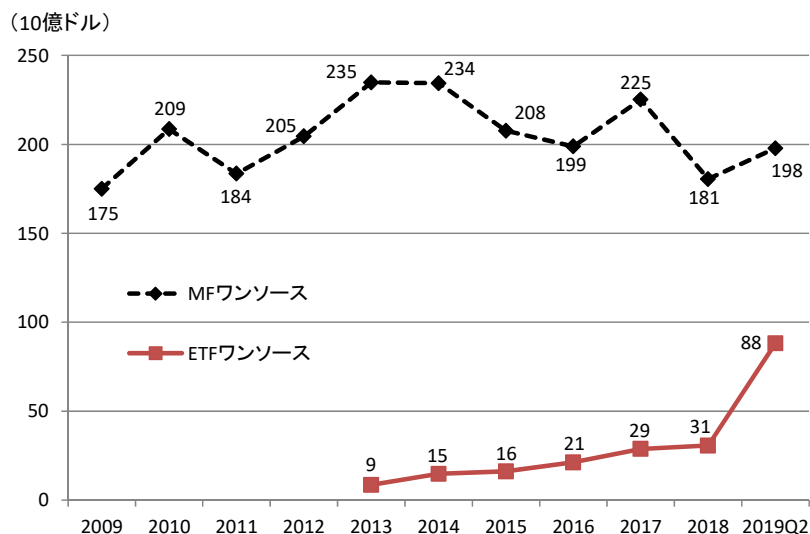
² 詳細は、岡田功太、和田敬二郎「米国 SMA・ファンドラップの拡大を支えた規制と金融機関経営の変遷」『野村資本市場クォーターリー』2015年夏号、同「近年の米国 SMA 及びファンドラップ市場におけるイノベーション」『野村資本市場クォーターリー』2015年夏号 (ウェブサイト版) を参照。

取引する場合についてはスイッチング手数料も無料である。顧客は MF ワンソースを活用することで、約 2,100 本のミューチュアル・ファンドの中から自由に投資対象を選択して運用を行うことが可能であり、同サービスが開始された当初、チャールズ・シュワブは「投信スーパーマーケット」と呼称されていた。MF ワンソースの預かり資産総額は約 1,980 億ドルに達し、チャールズ・シュワブのミューチュアル・ファンドの預かり資産総額のうち、金額ベースで約 14%を占めている（図表 5、2019 年第 2 四半期末）。

MF ワンソースに組み入れられる運用商品については、モーニングスターの格付け、3 年以上の運用実績があること、4,000 億ドル以上の AUM を有すること等の条件を基に CSIA が選定している。これらの運用商品には、CSIM が運用するシュワブ・ファンズと、サードパーティーの資産運用会社が運用するミューチュアル・ファンドが含まれる。チャールズ・シュワブにとって、同サービスの収益源は、主に、シュワブ・ファンズの信託報酬と、サードパーティーの資産運用会社から支払われる資産残高ベース手数料である。資産残高ベース手数料とは、MF ワンソースを利用する投資家が、MF ワンソース経由でサードパーティー資産運用会社の商品に投資している残高に対して上限年率 0.4%である。

更に、CS&Co は 2013 年、ETF ワンソースの提供を開始した。仮に、顧客が ETF ワンソースを活用し、シュワブ・ドットコム上で ETF の取引を行う場合、ETF の売買手数料は無料となり、顧客は CSIM が運用するシュワブ ETF を含む約 500 本の ETF の中から、自由に投資対象を選択することができる。ブラックロック等の ETF スポンサーは、ETF ワンソースに参加するにあたって、①資産残高ベース手数料（上限は年率 0.15%）と、②固定プログラム手数料（上限は年間 15,000 ドル）をチャールズ・シュワブに対して支払う。ETF ワンソースは、2019 年第 1 四半期に、対象 ETF を倍増させた結果、預かり資産総額は約 880 億ドルに達している。

図表 5 MF ワンソース及び ETF ワンソースの預かり資産総額の推移



(出所) チャールズ・シュワブより野村資本市場研究所作成

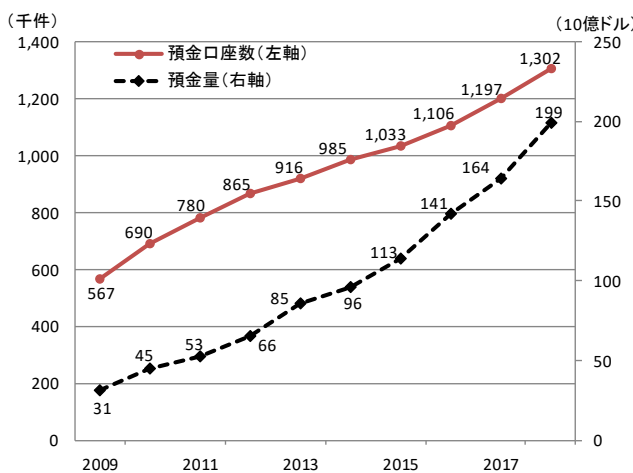
チャールズ・シュワブの新規の預かり資産額は、2016年に約1,260億ドル、2017年に約2,330億ドル、2018年には約1,340億ドルと良好な実績を誇っている。この要因として、上記の通り、チャールズ・シュワブでは、傘下の証券及び資産運用事業が連携していることが挙げられる。

3. 急速に拡大する銀行事業の概要

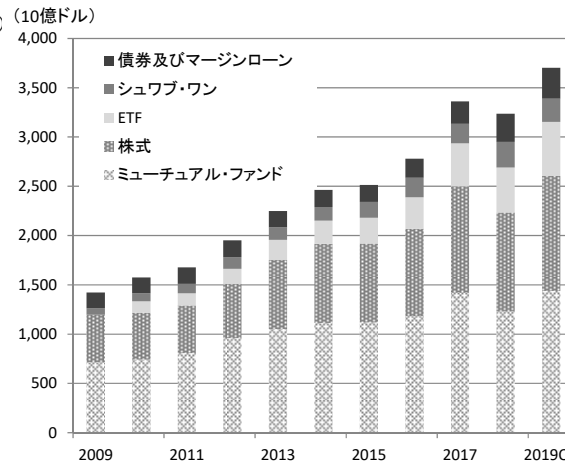
さらに、CSCは傘下にチャールズ・シュワブ・バンク（CSB）を有しており、預金及びローンという銀行サービスを顧客に提供している。CSBは、2003年に米財務省通貨監督庁（OCC）の認可を受けて設立された連邦貯蓄銀行である。同行の預金量は、約2,000億ドル（過去10年間で約6.4倍）であり、銀行口座数は約130万件（過去10年間で約2.3倍）である（図表6、2018年末）。

チャールズ・シュワブの預かり資産総額のうち、約13%は現金である。MFワンソースやETFワンソース等の利用者には現金を管理するニーズがあり、CSBがこれらの顧客に貯蓄先を提供している。CSBは、CS&Co及びCSIMが提供する証券及び資産運用サービスと連動して成長を遂げてきた。チャールズ・シュワブは、1983年からシュワブ・ワンと称するサービスを提供しているが、CSB設立以降は、同サービスでは、CS&Coの証券口座を有する顧客に対して、CSBの預金口座及びVISAカードを一元的に提供している。同サービスの預かり資産総額は、約2,370億ドルと過去10年間で約4倍に増加している（図表7、2019年第2四半期末）。

図表6 CSBの預金口座数と預金量



図表7 チャールズ・シュワブの預かり資産総額



(出所) チャールズ・シュワブより野村資本市場研究所作成

CSBは預金口座の他に、プレジド・アセット・ラインと呼称する証券担保ローンも提供している。プレジド・アセット・ラインの返済期限は5年以内であり、借入可能金額は10万～1,500万ドルである。プレジド・アセット・ラインのローン金利は、1か月LIBOR（ロンドン銀行間取引金利）に金利スプレッド（担保資産価値によって変動）を加えた水準であり、借入手数料や口座開設手数料等は無料で、証券担保ローン返済の延滞手数料のみを徴収している。

Ⅲ 営業戦略に反映されるユニークな経営理念

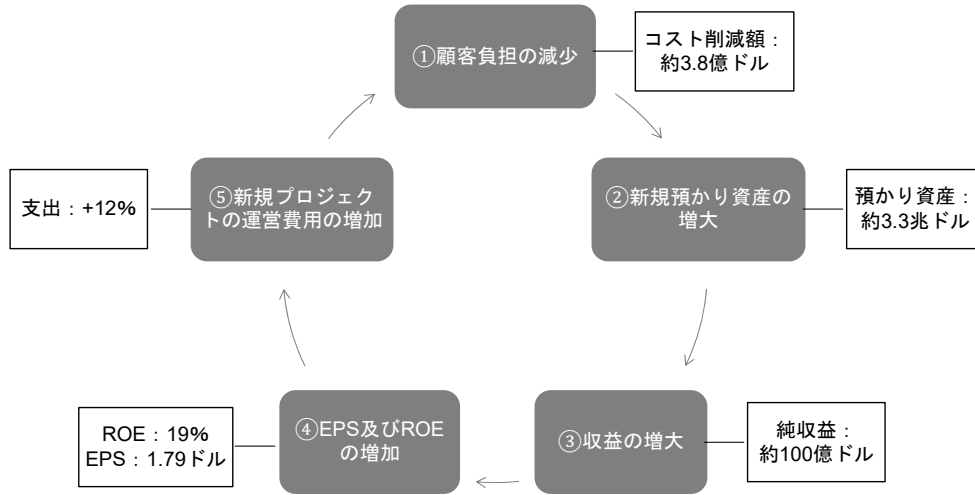
1. 事業のモメンタムを生み出す「好循環」

このように幅広くリテール金融事業を営むチャールズ・シュワブだが、それらは以下で述べるように、特徴的な経営理念に支えられている。チャールズ・シュワブの経営理念は、「顧客目線に立った経営戦略（Through Clients' Eyes Strategy）」である。これは、同社の創業者であるチャック・シュワブ会長が、1971年の創業以来、一貫して掲げてきた哲学である。シュワブ会長は自らの使命について、「経営理念をチャールズ・シュワブの企業文化に反映させること」と述べている。具体的には、「顧客目線に立った経営戦略」を実践すべく、「好循環（Virtuous Cycle）」の創出を徹底することである。

チャールズ・シュワブが定義する「好循環」とは、次の5項目から構成される。①顧客の負担やコストを削減できれば、②顧客から新規資産を預かることが可能であり、③チャールズ・シュワブの収益が増大し、④同社のEPSやROEが増加し、⑤新規プロジェクトを運営する支出を増やすことができる。そのプロジェクトが生み出す新たなアイデアによって、①更に、顧客の負担やコストを削減することが可能であり、②より一層、顧客から新規資産を預かることができる。この「好循環」が生まれている限りにおいては、「顧客目線に立った経営戦略」を実践できているという仕組みである。

現在、チャールズ・シュワブの「好循環」は良好な実績を誇っている（図表8）。提供する商品及びサービスを低コスト化したことによって、2017年2月から10月にかけて顧客が負担するコストが約3.8億ドルも減少し、その結果、預かり資産、純収益、ROE及びEPSが増大したことで、2018年の新プロジェクト運営のための支出額は、2017年比で12%増加している。今後、更に、顧客負担を軽減できる可能性がある。

図表 8 チャールズ・シュワブの「好循環」の実績



(出所) チャールズ・シュワブより野村資本市場研究所作成

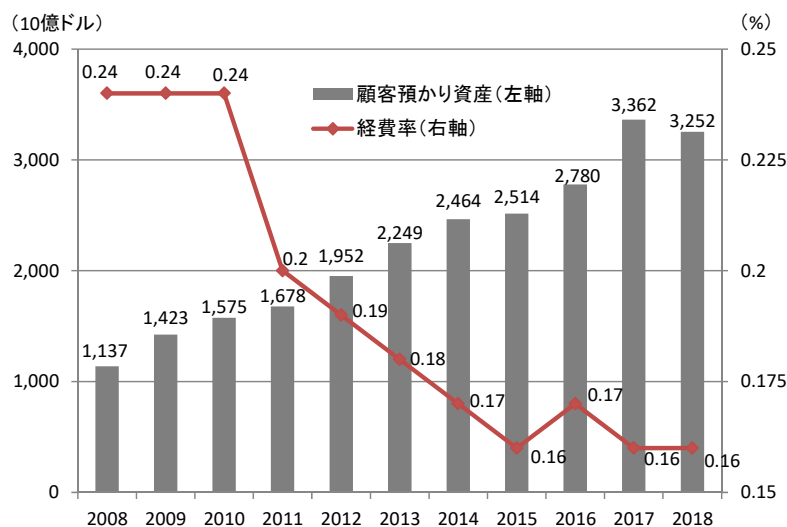
2. 「顧客目線に立った経営戦略」に沿って軌道修正を図った経営陣

かつて、チャールズ・シュワブの「好循環」が機能しなかった時期があった。シュワブ氏が2003年に同社のCEOを辞任し、デイビッド・ポトラック氏が経営の舵取りを任された。ポトラック氏のCEO就任はドットコム・バブル崩壊による業績悪化の時期だったが、その際、同氏は売買手数料の値上げに踏み切り、業績を回復させることを企図した。しかし、売買手数料を引き上げたことで、むしろ、顧客離れが発生し、チャールズ・シュワブの収益はより一層悪化した。

同社の取締役会は即座にポトラック氏をCEOから解任し、再びシュワブ氏が、再建を図るべくCEOに就任した。その際、シュワブ氏は取締役会において、「(チャールズ・シュワブの)収益が約40%減少したにも関わらず、取締役会の議題では役員報酬を15～20%削減するとしている。この差額はどの様に調整するのか」と指摘した。すなわち、収益の減少と同程度に役員報酬を減少させなければ、市場から信頼を失って顧客離れを食い止めることができず、顧客の負担を軽減させるような新たなプロジェクトの運営も困難になる。「好循環」が機能しなくなり、事業モメンタムは向上しない。シュワブ氏は軌道修正を図るべく、2004年以降、再び売買手数料等を削減した³。

³ 過去のチャールズ・シュワブの事業の詳細は、沼田優子「独立系アドバイザーから見た米国の個人向け証券市場—2009年1月のチャールズ・シュワブ調査より—」『資本市場クォーターリー』2009年春号、同「米国リテール証券業における新しいビジネス・モデルの台頭—金融危機下で実質的な増収増益となったチャールズ・シュワブとRIA—」『資本市場クォーターリー』2009年冬号、長島亮「独立系アドバイザーの拡大により成長を遂げるチャールズ・シュワブ」『資本市場クォーターリー』2007年秋号、関雄太「再評価されるチャールズ・シュワブ」『資本市場クォーターリー』2006年冬号、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、飯村慎一「歴史的な戦略転換で攻勢を仕掛けるチャールズ・シュワブ」『資本市場クォーターリー』2002年夏号を参照。

図表9 チャールズ・シュワブの預かり資産総額と経費率の推移



(出所) チャールズ・シュワブより野村資本市場研究所作成

その後、シュワブ氏は2008年に会長となり、ウォルト・ベッティンガー氏がCEOに就任した。この時もグローバル金融危機の影響を受けた。他の大手金融機関が顧客よりも自社の株価下落の抑止を優先するような形でコスト削減を断行したことや、不祥事が相次いだこともあり、ウォール街の金融機関に対する世間の不信感は高まっていく中で、ベッティンガーCEOは金融危機以降も、一貫してサービスの低コスト化を実現した。実際に2008年以降、チャールズ・シュワブの預かり資産総額は約2.5倍になる一方で、経費率（費用を顧客預かり資産の平均値で除した比率）は約30%減少している（図表9）。

3. 約45兆ドルの市場規模を有する「米国リテール資産」

チャールズ・シュワブの「好循環」が機能するには、継続的に新規預かり資産を獲得し続ける必要があり、それが実現できるような営業戦略を構築することが必須である。具体的には、チャールズ・シュワブは「米国リテール資産 (U.S. Retail Assets)」を獲得することを営業戦略上のターゲットとしている。同社によると、「米国リテール資産」は約45兆ドル存在する（2018年末）。

ここで言う「米国リテール資産」とは、①個人向け銀行預金、②個人向け資産運用及び証券事業、③確定拠出年金制度、④IFAの販売チャネルにおける資産合計額である。米国個人金融資産の総合計は、2018年3月末時点で約82兆ドルだった。つまり、チャールズ・シュワブは、米国個人金融資産全体の獲得を営業戦略上のターゲットとしているわけではなく、あくまで、同社が事業を展開する上記の4つの領域を対象市場としている。チャールズ・シュワブの預かり資産総額は、対象市場である「米国リテール資産」に対して約7%であることから、同社は事業拡大の余地が十分にあると考えている。

「米国リテール資産」の獲得を目標にしているということは、チャールズ・シュワブが、

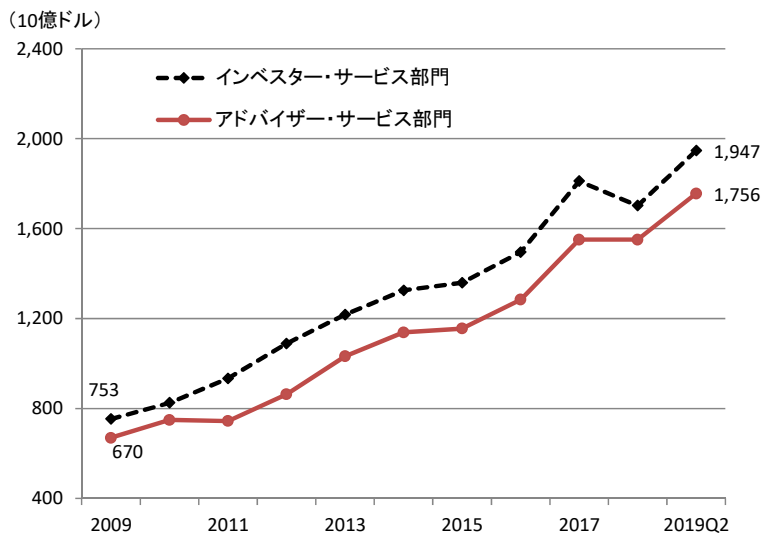
金融資産残高に基づく顧客セグメンテーションを基軸にしていなかったことを意味している。一般的にリテール向け金融事業を営む金融機関は、顧客を保有する金融資産額によって分類し、それぞれの分類に合致した商品や営業員を配置している。例えば、モルガン・スタンレーは 2009 年以降、マス・リテール事業から実質的に撤退した一方で、金融資産が 1,000 万ドル以上の顧客からの預かり資産総額を約 90%増加させており、超富裕層向けサービスに特化している⁴。それに対して、チャールズ・シュワブのベッティンガーCEO は、「個人投資家が負担するコストを削減し、取引を望む全ての個人が利用可能な価格設定を行っている」と述べており、営業対象を選別するための顧客の金融資産等に関する基準を設けていない。

IV 「米国リテール資産」を捕捉する営業チャネル

1. チャールズ・シュワブ特有の事業区分

チャールズ・シュワブは、インベスター・サービス部門とアドバイザー・サービス部門を有しており、預かり資産総額は、前者が約 1.9 兆ドルであり、後者が 1.8 兆ドルである（図表 10、2019 年第 2 四半期末）。インベスター・サービス部門は、電話・オンライン・

図表 10 インベスター・サービス部門とアドバイザー・サービス部門の預かり資産の推移



(出所) チャールズ・シュワブより野村資本市場研究所作成

⁴ 詳細は、岡田功太、下山貴史「顧客の最善利益を意識してビジネス変革を図る米大手証券会社—人事・報酬とデジタル戦略を中心に—」『野村資本市場クォーターリー』2019年春号、岡田功太、木下正悟「米モルガン・スタンレーのウェルス・マネジメント部門の取り組み」『野村資本市場クォーターリー』2018年夏号を参照。

モバイルアプリケーション・支店を通じて、個人投資家に対して ETF ワンソースやブレッジド・アセット・ライン等のサービスを直接的に提供する販売チャネルである。同部門は、モルガン・スタンレー等の大手証券会社や、TD アメリトレード等のオンライン証券会社と競合している。

アドバイザー・サービス部門は、メリルリンチのような大手証券会社から独立した IFA に対して資産運用機能を提供する、仲介チャネルである。ただし、同部門は、IFA の中でも、特に、個人投資家に対して残高フィー型サービスを提供する登録投資顧問業者（RIA: Registered Investment Advisor）を顧客としている。すなわち、アドバイザー・サービス部門は、RIA が顧客から受託した資産を管理しており、フィデリティ等の IFA 向けサービス提供者と競合関係にある⁵。

一般的に、リテール金融事業を営む金融機関は、対面と非対面のサービスで事業を区分したり、銀行と証券を別々に分類したり、富裕層向け営業部門とマス・リテール向け営業部門を大別したりしている。それに対してチャールズ・シュワブは、直接的な販売チャネルと仲介チャネルに事業を区分するにとどまり、前記の通り金融資産額を基軸としないのに加えて、銀行・証券・資産運用事業を別々のものとは位置付けていない。あくまでも、同社は、取引を望む全ての人に包括的なサービスを提供することで、「米国リテール資産」を獲得しようと考えており、その思想がこのユニークな事業区分に表れている。

2. 対面及び非対面の両サービスを提供するインベスター・サービス部門

インベスター・サービス部門は、上記の通り対面と非対面の両サービスを提供している。顧客が自身の意思で投資対象を選択したい場合は、個別銘柄、MF ワンソース、ETF ワンソース等を提示している。他方で、顧客がチャールズ・シュワブの投資専門家の意見を聞きたいという場合は、シュワブ・マネージド・ポートフォリオや、シュワブ・プライベート・クライアントを提供している。前者は、CSIA が運用ポートフォリオの構築を担うマネージド・アカウントであり、最低投資金額は 2 万 5,000 ドルで、預かり資産に対して年率 0.9%の手数料を徴収する⁶。後者は、顧客が CSIA に所属する投資専門家と直接会話しながら、それぞれに適した独自のポートフォリオを構築する富裕層向けサービスであり、最低投資金額は 50 万ドルで、預かり資産に対して年率 0.8%の手数料を徴収する⁷。

更に、同部門は、シュワブ・インテリジェント・ポートフォリオ（SIP）とシュワブ・インテリジェント・ポートフォリオ・プレミアム（SIPP）と呼称する 2 つのロボ・アドバ

⁵ 詳細は、岡田功太、下山貴史「フィデリティの信託報酬ゼロ戦略と米国資産運用業界のメガトレンド」『野村資本市場クォーターリー』2019 年春号、同「米国の独立系ファイナンシャル・アドバイザーを巡る近年の動向」『野村資本市場クォーターリー』2019 年冬号を参照。

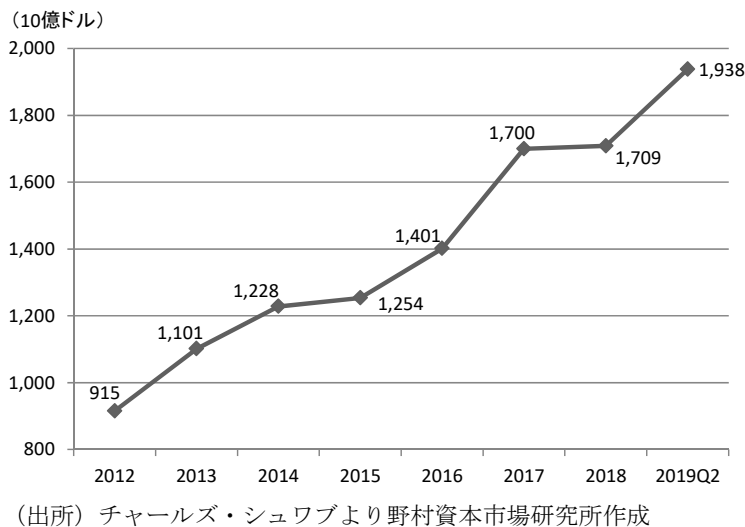
⁶ ただし、個人投資家による預かり資産が増額するにつれて、負担する手数料率は減少する。

⁷ 前掲脚注 6 参照。

イザーを提供している⁸。SIPは2015年3月に導入され、最低投資金額は5,000ドルで、オンラインのみで運用プランを策定したいと考える個人投資家を対象とする。同サービスの投資対象は、シュワブETF及びサードパーティーの資産運用会社のETFであり、売買手数料は無料である。他方で、SIPPは2019年3月に導入され、最低投資金額は2万5,000ドルで、利用者は営業担当者（CFP資格認定者）と無制限に資産運用に関する相談を行うことが可能である⁹。すなわち、SIPPとは、ハイブリッド型ロボ・アドバイザーである。同サービスの手数料は定額制であり、当初の運用ポートフォリオ構築に300ドル、それ以降は月額30ドルである。チャールズ・シュワブは、SIP、SIPPの手数料に加えて、ETFワンソースの場合と同様に、これらのサービスの投資対象であるシュワブETFの信託報酬やサードパーティーの資産運用会社からの資産残高ベース手数料を取得することができる。

シュワブ・マネージド・ポートフォリオ、シュワブ・プライベート・クライアント、SIP、SIPPは残高フィー型サービスであることから、アドバイザー・サービスと総称され、そのAUMは約1.9兆ドルに達し、チャールズ・シュワブの預かり資産総額の約52%を占めている（図表11）。

図表11 アドバイザー・サービスのAUMの推移



⁸ 詳細は、岡田功太、杉山裕一「米国の家計資産管理ツールとして注目されるロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2017年春号（ウェブサイト版）、岡田功太、幸田祐「米国ミレニアル世代顧客化の重要性とロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2016年夏号、同「米国の資産運用業界で注目されるロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2015年秋号、和田敬二郎、岡田功太「米国で拡大する「ロボ・アドバイザー」による個人投資家向け資産運用」『野村資本市場クォーターリー』2015年冬号を参照。

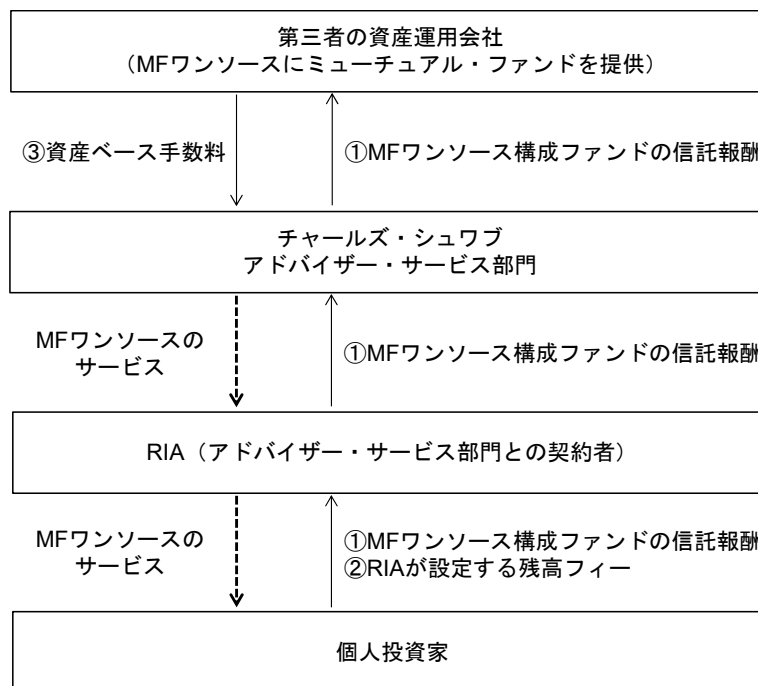
⁹ SIPPは、当初、シュワブ・インテリジェント・アドバイザーという名称であった。

3. アドバイザー・サービス部門による RIA に対するサービスの概要

アドバイザー・サービス部門は、7,500 名超の RIA に対して、大手証券会社から独立するためのサポートや、IFA として事業展開する上で必要な研修プログラム、オンライン上の口座開設、株式や投信に関する調査レポート、売買注文の取引執行、コンプライアンスシステム等を包括的に提供し、その使用料を取得している。アドバイザー・サービス部門と契約する RIA は、個人投資家に対して、MF ワンソースや ETF ワンソースを提供できる。アドバイザー・サービス部門が RIA に提供するサービスやバックオフィス機能は、インベスター・サービス部門と共有されている。

RIA が MF ワンソースを活用し、サードパーティーの資産運用会社のミューチュアル・ファンド（第三者ファンド）のみによって構築されたポートフォリオを提供している場合、図表 12 が示す通り、個人投資家は RIA に対して①と②の手数料を支払う。②は RIA が取得し、①についてはサードパーティーの資産運用会社に支払われる。アドバイザー・サービス部門はサードパーティーの資産運用会社から、③の資産残高ベース手数料（チャールズ・シュワブの顧客が MF ワンソースにおいて保有する資産残高に対して上限年率 0.4%）を受け取る。

図表 12 MF ワンソースにて第三者ファンドのみを購入した際のサービスと対価の関係図



(出所) チャールズ・シュワブより野村資本市場研究所作成

仮に、個人投資家がインベスター・サービス部門を通じて MF ワンソースを活用し、第三者ファンドを購入する場合、アドバイザー・サービス部門を通じて購入するのと比較して、RIA に①の手数料を支払う必要がない。それでも個人投資家によっては、親密先の RIA を通じて資産運用を行うことを志向する場合があります。チャールズ・シュワブは、顧客の需要に応える形でサービスを提供している。

V 顧客預かり資産の最大化を目指す多面的な営業体制

1. インベスター・サービス部門とアドバイザー・サービス部門の営業体制

チャールズ・シュワブは、「米国リテール資産」を獲得すべく、多面的な営業体制を構築している。第一に、インベスター・サービス部門に所属する 355 支店に在籍する常勤の営業員である。具体的には、電話対応に特化するインベスター・デベロップメント・スペシャリスト (IDS) や、対面及び電話にて顧客の運用プランを策定するファイナンシャル・コンサルタント (FC) 等である。2019 年第 1 四半期、FC による顧客との運用プラン策定に関する会話件数が 5 万件に達していた。

第二に、インベスター・サービス部門に所属するインデペンデント・ブランチ・リーダー (IBL) である。IBL は常勤の営業員でなく、チャールズ・シュワブとフランチャイズ契約を締結し、支店経営の責任を負って、自身の予算と裁量で FC やアシスタントを採用している。つまり、IBL とは、自身の意向と責任をもって独立した支店を運営したいという営業担当者に適した制度である。チャールズ・シュワブは、2011 年に IBL を導入し、ニューハンプシャー州ナシュアに初の独立店舗を開設した。現在、同社は、IBL による独立店舗を 61 店有している。

第三に、アドバイザー・サービス部門と契約を締結する RIA である。同部門では、シュワブ・アドバイザー・ネットワークと呼称するサービスが提供されている。これは、同部門と契約する 7,500 名超の RIA の中から、20 年以上の資産運用の経験がある約 200 名の RIA を厳選し、個人投資家に対して紹介するサービスである。これらの RIA はチャールズ・シュワブに対して、シュワブ・アドバイザー・ネットワークに参加するための手数料を支払っており、50 万ドル以上の投資可能資産を有する個人投資家が同サービスを活用することができる。

2. 緻密にデザインされた各営業担当者の評価体系

チャールズ・シュワブの各営業担当者の報酬体系には、新規の預かり資産の増加に対するインセンティブが付与されているという特徴がある。FC 及び IBL は、アドバイザー・サービスを提供し、新規の預かり資産を増加させればさせる程、高い評価を得るこ

とができる。アドバイザー・サービス部門も、同部門と契約を締結する RIA の受託資産が増加すれば、高い収益が得られることは、前掲図表 12 の通りである。

IDS の評価は、定性評価と定量評価によって決まる。IDS の定量評価には「顧客ナビゲーション (Client Navigation)」が含まれており、IDS は電話対応をする中で優良な顧客がいる場合、その顧客を FC や IBL に紹介し、FC や IBL がアドバイザー・サービスを提供することによって増加させた新規の預かり資産額に基づき評価される。したがって、IDS には、最も預かり資産を増加させてくれる営業担当者に対して優良顧客を紹介するインセンティブが働く。その結果、各営業担当者の間に健全な競争が生まれるように工夫されている。

実は、チャールズ・シュワブは、ウェブサイトにおいて各営業担当者の報酬体系の概要を一般公開しており、高い透明性を保持している¹⁰。それにより、個人投資家と各営業担当者に対して、チャールズ・シュワブとは「米国リテール資産」を獲得すべく、新規の預かり資産の増加を目指し、「好循環」を生み出す金融機関であることを明示している。

3. RIA との連携を促す評価体系

アドバイザー・サービス部門は 2018 年、新たに 57 名の RIA と契約を締結し、約 1.8 億ドルの預かり資産を獲得している。実は、チャールズ・シュワブは、インベスター・サービス部門所属の営業担当者とアドバイザー・サービス部門所属の RIA との連携を促しており、FC 及び IBL は個人投資家に対してシュワブ・アドバイザー・サービスを提供することによっても評価を得られる。すなわち、FC 及び IBL は、自身が直接的にアドバイザー・サービスを提供することも可能であるが、自身よりも預かり資産を増加させられる RIA を顧客に対して紹介することもできる。インベスター・サービス部門に所属する FC と IBL は、RIA を顧客とするアドバイザー・サービス部門の新規預かり資産の増加にも貢献しうる形になっている。

アドバイザー・サービス部門は、RIA に対して、インベスター・サービス部門のサービスやバックオフィス機能を提供しているだけではない。例えば、アドバイザー・サービス部門は 2002 年に、シュワブ・アドバイザー・ウェブセンターを開始した。同サービスにより、チャールズ・シュワブと提携する RIA は、自身のブランド名でウェブサイトを創設し、必要なシステムを活用することが可能になった。更に、アドバイザー・サービス部門は 2015 年に、シュワブセーフという呼称するサイバー・セキュリティ強化のためのツールを導入し、RIA は顧客情報等の保全やサイバー・セキュリティに関する規制動向等の情報を得ることができるようになった。

¹⁰ チャールズ・シュワブのウェブサイト

(https://www.schwab.com/public/schwab/nn/compensation_advice_disclosures/investment_professionals_compensation) を参照。

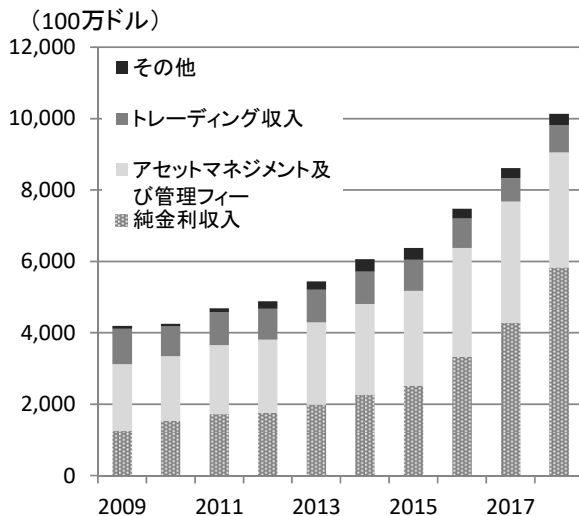
VI 利鞘の最大化を図る CSB の財務戦略

1. 存在感を増す金利収入

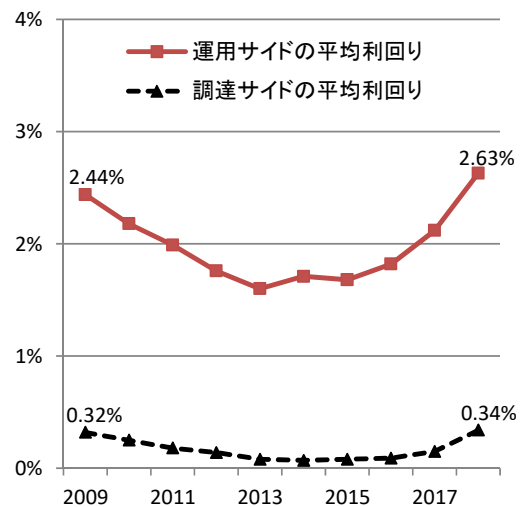
現在、チャールズ・シュワブの収益源は、金利収入が大半を占めている。同社の金利収入は約 58 億ドルであり、アセットマネジメント及び管理フィーの約 32 億ドル、トレーディング収入の約 7.6 億ドルよりも大きく、同社の純収益に対して約 57%を占めている（2018 年末）。これは 10 年間で、アセットマネジメント及び管理フィーが約 1.7 倍に増加し、トレーディングは約 23%減少したのに対して、金利収入は約 2.4 倍に増加した結果である（図表 13）。すなわち、金利収入が、過去 10 年間、チャールズ・シュワブの最大かつ最も成長してきた収益源だった。

チャールズ・シュワブが金利収入を獲得するにあたっては、CSB が中心的な役割を果たしている。同社のバランスシートにおける利付資産（運用サイド）及びファンディング・ソース（調達サイド）は約 2,500 億ドルであり、過去 10 年間で約 4.3 倍になった。2018 年の運用サイドの平均利回りは約 2.63%で、調達サイドの平均利回りが約 0.34%であることから、同社が得た利鞘は、単純計算すると約 2.29%であった（図表 14）。つまり、CSB は、急速にバランスシートを拡大させながら、効率的に利鞘を稼ぐことに成功している。

図表 13 チャールズ・シュワブの収益



図表 14 B/S 上の運用及び調達の平均利回り



(注) B/Sとは、バランスシートの略称である。

(出所) チャールズ・シュワブより野村資本市場研究所作成

2. チャールズ・シュワブのスイープ・プログラム

チャールズ・シュワブは、SIP 等のアドバイザー・サービスにおいて、個人投資家の資金の一部がキャッシュに配分された際に、自動的に CSB のスイープ口座に移動させるプログラムを導入している。これはスイープ・プログラムと呼ばれる。CSB は、同プログラム経由の形で、個人投資家から低利で預金を集めることができている。アドバイザー・サービスの残高が増加する程、低利のスイープ口座の預金量が増加し、CSB のバランスシートの調達サイドの拡大につながるからだ。つまり、チャールズ・シュワブの営業戦略と、CSB による利鞘の獲得は密接に連動している。

同プログラムでは、個人投資家は自らの意思でスイープ口座からキャッシュを引き出して、比較的利回りの高い運用商品（MMF 等）を買付けることが可能である。2019 年 8 月末時点で米ドル MMF の利回りは約 2% であり、スイープ口座の利率と比較して約 10 倍の水準である。しかし、実際には、多くのチャールズ・シュワブの顧客は、低利の CSB のスイープ口座にキャッシュを滞留させている。この点について、大手ロボ・アドバイザー提供会社であるウェルスフロントの共同創業者兼 CEO のアンディ・ラシュレフ氏は、「顧客にとって、スイープ口座にキャッシュを置いておくことは機会損失である」と述べている¹¹。すなわち、CSB のスイープ口座に多額のキャッシュが滞留していることは、「顧客目線に立った経営戦略」というチャールズ・シュワブの経営理念に反しているのではないかという指摘である。

これに対して、チャールズ・シュワブは、「CSB のスイープ口座を活用する顧客は、（残高を超えた引き落としの防止サービス、手数料無料の ATM サービス等の）サービスを低コストで受けることができる」と主張している。また、同社のクロウ・フォード CFO は、「チャールズ・シュワブは顧客からの要望があれば、スイープ口座のキャッシュを、MMF、債券、債券ファンド等の低リスクかつ高利回りの運用商品にシフトさせている」と述べている。

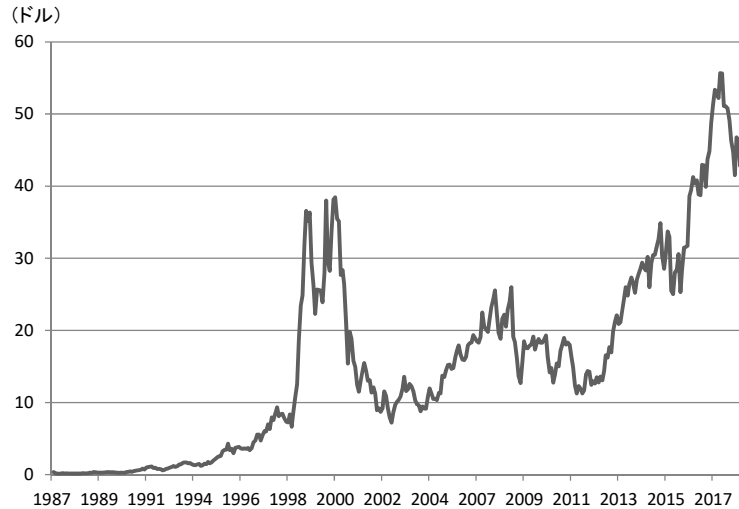
3. 金利感応度の高い銘柄として知られるチャールズ・シュワブ

CSB の運用サイドにおいて最も大きな比率を占めているのは、米国債やモーゲージ債等、満期保有目的の有価証券である。チャールズ・シュワブにおけるこれらの証券の運用資産額は、過去 10 年間で約 69 倍の約 1,300 億ドルに達しており、2018 年の平均利回りは約 2.53% であった。他方で、調達サイドにおいては、預金量が約 2,000 億ドルであり、2018 年の平均利率は約 0.27% であった。つまり、CSB は、主に、低利で預金を集め、証券担保ローンの提供や米国債やモーゲージ債に投資することで、金利収益を得るという伝統的なアセット・ライアビリティ・マネジメント（ALM）を行っている。

本稿で紹介してきたように、チャールズ・シュワブは、ビジネス・モデルの改革により、

¹¹ “Charles Schwab Has a \$3.6 Trillion Edge on the Fintechs,” *Bloomberg*, October 2nd 2018.

図表 15 チャールズ・シュワブの上場来の株価推移



(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

銀行・証券・資産運用事業に関する包括的なサービス提供者へと変貌してきた。かつて、米国株式相場との相関が高くドットコム・バブル崩壊の象徴的な銘柄と見なされていたチャールズ・シュワブが、現在では、金利感応度の高い銘柄として知られている（図表 15）。事実、同社の株価は、2000年にドットコム・バブル時の高値を更新したものの、FRBの金融政策の変更を受けて2018年以降は軟調に推移している。

VII 預かり資産の最大化を目指す「装置」となるチャールズ・シュワブ

チャールズ・シュワブの「好循環」について、特筆すべきは、①顧客が負担するコストを削減できれば、②新規の預かり資産が増加し、③チャールズ・シュワブの収益が増大するという考え方を継続している点にある。

過去、米国リテール金融業界では、基本的に、金融機関にとって収益性の高い商品を提供することで、自らの収益増大が追求されていた感があり、その際、顧客の負担増という観点が必ずしも十分でなかった可能性が否めない。他方で、チャールズ・シュワブは、「顧客目線に立った経営戦略」を実践するために「米国リテール資産」を獲得することを目指し、その結果、チャールズ・シュワブの収益が上がれば顧客は負担軽減の恩恵を受けることができるという考え方を保持している。チャールズ・シュワブの経営哲学、営業体制、事業区分、営業員の評価体系、サービスの設計等は、全て「米国リテール資産」の獲得という点で一致しており、チャールズ・シュワブの各事業は、あたかも、顧客からの預かり資産を最大化するための「装置」として機能している。

足元では、この機能をさらに強化するための買収も行われている。チャールズ・シュワブは2019年7月、テキサス州サンアントニオを本拠地とするUSAAのブローカレッジ事業（口座件数100万件以上、預かり資産総額は約900億ドル）を約18億ドルで買収した。

USAA は、米国の軍人及びその家族を対象顧客としており、顧客のことを「メンバー」と呼称し、会員制度を採用している。チャールズ・シュワブは、USAA と顧客の長期紹介契約を締結し、USAA の顧客であるメンバーに対して、独占的に低コストの運用商品及びブローカレッジ・サービスと年中無休 24 時間体制のサポートを提供する。

つまり、チャールズ・シュワブは今般の買収を通じて、米国の軍人等の顧客化と「米国リテール資産」の獲得強化を目指していると理解できる。同社の「米国リテール資産」獲得という目標は、買収戦略においても貫徹されている。同社が、事業を拡大しつつ、今後も「顧客目線に立った経営戦略」を一貫して保持できるのか、顧客から新規の預かり資産を獲得し続けて、更なる成長を遂げることができるのか、チャールズ・シュワブの動向は注目に値する。