

チャールズ・シュワブによる TD アメリトレードの買収 —米国個人向け金融サービス業界への示唆—

岡田 功太

■ 要 約 ■

1. チャールズ・シュワブは2019年11月、TD アメリトレードを買収することを公表した。本件は株式交換で行われ、買収額は約 260 億ドルに達する。買収完了後のチャールズ・シュワブの預かり資産は約 5.1 兆ドル、証券口座数は約 2,400 万口座に達する見込みである（単純合算ベース）。同社は、コスト削減と顧客基盤の強化を推進し、より効率的で大規模な個人向け金融サービス業を追求すると見られる。
2. 今般の買収の背景として、①売買手数料無料化等により事業環境が急激に変化していること、②連邦準備制度理事会の利下げの影響によって金利収入が縮小し、更なる預かり資産の拡大の必要性が高まったこと、③チャールズ・シュワブが創業当初から掲げてきた経営哲学に基づく「好循環」の一層の強化と整合的であること、が挙げられる。
3. 買収完了後のチャールズ・シュワブは、独立系ファイナンシャル・アドバイザーである投資顧問業者（RIA）から約 2 兆ドルの資産を預かることになり、これを契機に RIA の顧客化を巡る大手金融機関の競争が激化する可能性が高い。また、長年、チャールズ・シュワブ及び TD アメリトレードと競合関係にあるイー・トレードを中心に、ディスカウント・ブローカー業界の再編も注目されている。アドバイザー・フィーの低下と、同サービスに組み入れられるミューチュアルファンド及びETFの低コスト化の可能性も指摘されている。
4. 今般の買収は、ディスカウント・ブローカー及び RIA 向けサービス事業におけるチャールズ・シュワブやフィデリティ・インベストメンツなど、一部の大手金融機関が、より一層巨大化する方向性を示唆しており、今後の動向は注視する必要がある。

I 顧客基盤の拡大とコスト削減効果を狙う大型買収

1. 預かり資産約 5.1 兆ドルに達する買収完了後のチャールズ・シュワブ

チャールズ・シュワブ（本拠地はカリフォルニア州サンフランシスコ）は 2019 年 11 月、TD アメリトレード（本拠地はネブラスカ州オマハ）を買収することを公表した¹。本件は株式交換で行われ、買収額は約 260 億ドルに達する。

今般の買収の目的は、顧客基盤の増強である。図表 1 は、米国の大手金融機関が、資産運用業、証券業、401(k)プラン向けレコードキーピング業等によって、個人投資家から獲得した預かり資産のランキングである。買収完了後のチャールズ・シュワブの預かり資産は、約 5.1 兆ドル（単純合算ベース）となり、JP モルガンやモルガン・スタンレー²等の大手金融機関との差を広げ、証券口座数は約 2,400 万口座（単純合算ベース）に達する見込みである。つまり、買収完了後のチャールズ・シュワブは、個人投資家向けの金融サービス提供者の中でも、米国最大級の顧客基盤を有することになる。

チャールズ・シュワブは、持株会社傘下に、ETF スポンサー（資産運用会社）として著名なチャールズ・シュワブ・インベストメント・マネジメントや、連邦貯蓄銀行であるチャールズ・シュワブ・バンク等を有しており、個人投資家に対して、証券取引サービスだけではなく、資産運用商品や証券担保ローン等を提供している³。チャールズ・シュワブの特徴は、顧客の新規資産の獲得に優れているという点であり、同社の新規資金流入額（過去 12 か月間平均）は約 2,010 億ドルに達し、TD アメリトレードの約 930 億ドルを上回っている（図表 2）。

図表 1 米国の大手金融機関の顧客預かり資産ランキング（2019 年 9 月末時点）

	金融機関名	預かり資産 (兆ドル)
1	フィデリティ・インベストメンツ	7.8
2	バンガード	5.7
3	買収完了後のチャールズ・シュワブ	5.1
4	チャールズ・シュワブ	3.8
5	JP モルガン	3.1
6	バンク・オブ・アメリカ	2.9
7	モルガン・スタンレー	2.6
8	ウェルズ・ファーゴ	1.9
9	TD アメリトレード	1.3
10	イー・トレード	0.5

（出所）チャールズ・シュワブより野村資本市場研究所作成

¹ Charles Schwab, “The Charles Schwab Corporation to Acquire TD Ameritrade,” November 25th 2019.

² 詳細は、岡田功太、木下生悟「米モルガン・スタンレーのウェルズ・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。

³ 詳細は、岡田功太、下山貴史「チャールズ・シュワブの経営理念と事業戦略」『野村資本市場クォーターリー』2019 年秋号を参照。

図表 2 チャールズ・シュワブ及び TD アメリトレードの概要 (2019 年 9 月末時点)

	チャールズ・シュワブ	TD アメリトレード	買収完了後 (単純合算ベース)
創業年	1971 年	1975 年	N/A
従業員数	約 19,800	約 10,000	約 29,800
提携する投資顧問業者数	約 7,500	約 7,000	N/A (提携先が重複している場合あり)
預かり資産 (兆ドル)	約 3.8	約 1.3	約 5.1
新規資金流入額 (億ドル、過去 12 か月平均)	約 2,010	約 900	約 2,910
日次平均取引回数 (2019 年第 3 四半期)	約 72 万	約 106 万	N/A
証券口座数 (100 万口座)	約 12.1	約 12.0	約 24.1
顧客のキャッシュ率 (%)	約 11.4	約 11.7	約 11.5

(出所) チャールズ・シュワブより野村資本市場研究所作成

他方で、TD アメリトレードは、チャールズ・シュワブと同様にフル・サービスを提供しているが、株式や ETF 等を活発に取引する個人投資家の顧客化に優れるという特徴があり、証券取引サービスの提供に注力してきたという経緯がある。実際に、2019 年第 3 四半期の TD アメリトレードの顧客による取引回数 (日次平均) は約 106 万回であり、チャールズ・シュワブの約 72 万回を上回っている。

2. 期待される高いコスト削減効果

チャールズ・シュワブは、今般の買収によって、顧客基盤を強固なものにしながらも、同時に、高いコスト削減効果が期待できるとしている。過去 10 年以上にわたって、ディスカウント・ブローカー業界は、再編に見舞われてきた (図表 3)。例えば、チャールズ・シュワブは 2019 年 7 月、USAA (本拠地はテキサス州サンアントニオ) 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する金融サービス業者で、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、メンバーに対して低コストの運用商品を提供する。

ディスカウント・ブローカー業界において、多数の M&A が発生している要因として、同業界のコスト構造はテクノロジーとバックオフィス機能に依拠するところが大きく、M&A 完了後のコスト削減効果が期待しやすい点がある。実際に、チャールズ・シュワブは、TD アメリトレードを買収するにあたって、①テクノロジー及びマーケティングに関する支出の効率化、②TD アメリトレードと重複する地域における合理化、③重複する業務と人員の削減によって、買収完了時から 3 年以内に、約 18~20 億ドルの営業費用の削減が可能であると予想している。これは、買収完了後のチャールズ・シュワブの営業費用 (単純合算ベース) の 18~20% に相当する金額である。

図表3 主なディスカウント・ブローカーのM&Aの概要

公表時期	買収者	被買収者	買収額
2006年	アメリトレード	TD ウォーターハウス	約 29 億ドル
2009年	TD アメリトレード	シンカースウィム・グループ	約 6 億ドル
2011年	チャールズ・シュワブ	オプション・エクスプレス	約 10 億ドル
2015年	インタラクティブ・ブローカーズ	コベスター	非開示
2016年	イー・トレード	オプションズ・ハウス	約 7 億ドル
2016年	アリー・フィナンシャル	トレードキング	約 3 億ドル
2017年	TD アメリトレード	スコット・トレード	約 40 億ドル
2018年	イー・トレード	キャピタル・ワンの証券口座	約 1 億ドル
2019年	チャールズ・シュワブ	USAA	約 18 億ドル
2019年	チャールズ・シュワブ	TD アメリトレード	約 260 億ドル

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

チャールズ・シュワブは、今後3年間において、統合プロセスにかかる費用は約16億ドルに達すると見積もっている。したがって、同社は、統合プロセスにかかる費用を上回る営業費用の削減を目指し、かつ、買収完了後には、約5.1兆ドル（単純合算ベース）の預かり資産と、約2,400万口座（単純合算ベース）の証券口座を擁することで、より効率的で、大規模なフル・サービスの個人投資家向け資産運用業を展開しようとしている。

3. 買収のストラクチャー及び買収完了後の株主構成の概要

チャールズ・シュワブは、2020年第2四半期末までに、TD アメリトレードの買収を完了することを目指しており、その後の統合プロセスには、18か月から36か月かかると予想している。買収完了後のチャールズ・シュワブの本拠地は、テキサス州ウエストレイクとなる。現在のチャールズ・シュワブのCEOであるウォルト・ベッティンガー氏が、引き続きCEOを担うことが予定されており、TD アメリトレードのティム・ホッケーCEOは退任する。実は、ホッケー氏は2019年7月に、既に退任を表明しており、TD アメリトレードの取締役会は、今般の買収合意を受けて、ステファン・ボイル氏（TD アメリトレードの元CFO）を暫定CEOとして任命した。

今般の買収は株式交換方式であり、TD アメリトレードの株主は、2019年11月20日時点から過去30日間の出来高加重平均の価格に17%のプレミアムを付与したチャールズ・シュワブの株式を取得する。TD アメリトレードの発行済み株式のうち、約43%をTD バンクが保有しており、約57%については、その他の株主が保有しているが、仮に、買収合意の通りに株式交換が成立すると、新会社の発行済み株式のうち、約69%が既存のチャールズ・シュワブの株主、約18%が既存のTD アメリトレードの株主、約13%がTD バンクとなる。ただし、TD バンクは、議決権ベースで、買収完了後のチャールズ・シュワブの約9.9%を有するとされており、同社の取締役を2名選定し、TD アメリトレードは同社の取締役を1名選定する。

II チャールズ・シュワブが買収に踏み切った背景

1. 売買手数料ゼロとするスタートアップ企業の参入

チャールズ・シュワブが、TD アメリトレードの買収に踏み切った背景として、第一に、売買手数料を無料化して、証券取引サービスを提供するスタートアップ企業の台頭が挙げられる。例えば、ロビンフッド（カリフォルニア州メンローパーク）は、バイジュ・バット氏及びウラジミール・テネフ氏が 2013 年 4 月に創業したスタートアップ企業である。同社は、「所得水準に関わらず誰もが利用できる金融サービス」の提供を目指し、無料の売買手数料を武器に証券取引事業を展開しており、証券口座の開設件数は 1,000 万件を突破している（2019 年 12 月時点）。

このようなスタートアップ企業の台頭を受けて、JP モルガンは 2018 年 9 月、オンライン証券取引サービスであるユー・インベスト（You Invest）の売買手数料を条件付きでゼロにした（図表 4）。具体的には、ユー・インベストを活用する顧客のうち、預かり資産が 15,000 ドル以上の顧客は年間取引数の上限を 100 回、預かり資産が 25,000 ドル以上のチェース・プライベート・クライアント（Chase Private Client）の顧客は無制限に売買手数料を無料とした。このように、従来、大手金融機関は、条件付きで証券取引サービスの売買手数料を無料化していた。

それに対して、チャールズ・シュワブは 2019 年 10 月に、オンラインによる米株、ETF、オプションの取引の売買手数料を無条件で無料化した。同社のピーター・クロフォード CFO は、「我々は、ゼロまたは安価な売買手数料を武器に、市場参入を目論むスタートアップ企業を目の当たりにしている。今のところ競争圧力は感じていないが、どの業界でもありがちなように、新規参入者を放置し過ぎるといった罫には陥りたくない。手数料無料化の流れは避けて通ることのできない道だ。では、なぜ待つ必要があるのか。」と述べた⁴。

図表 4 主な米国大手金融機関の売買手数料の無料化に関する動向

公表時期	金融機関名	売買手数料の無料化の対象
2018 年 9 月	JP モルガン	オンライン（ユー・インベスト）の株式及び ETF 等（ただし、条件付き）
2019 年 9 月	インタラクティブ・ブローカーズ	オンラインの米株、ETF、オプション等
2019 年 10 月	チャールズ・シュワブ	オンラインの米株、ETF、オプション等
2019 年 10 月	TD アメリトレード	オンラインの米株、ETF、オプション等
2019 年 10 月	イー・トレード	オンラインの米株、ETF、オプション等
2019 年 10 月	フィデリティ証券	オンラインの米株、ETF、オプション等
2019 年 10 月	レイモンド・ジェームズ	米株、ETF、オプション等の取引
2019 年 12 月	メリルリンチ	オンライン（メリルエッジ）の株式及び ETF 等
2019 年 12 月	ウェルズ・ファーゴ	オンライン（ウェルス・トレード）の株式及び ETF 等

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

⁴ チャールズ・シュワブのウェブサイト（<https://www.aboutschwab.com/cfo-commentary>）を参照。

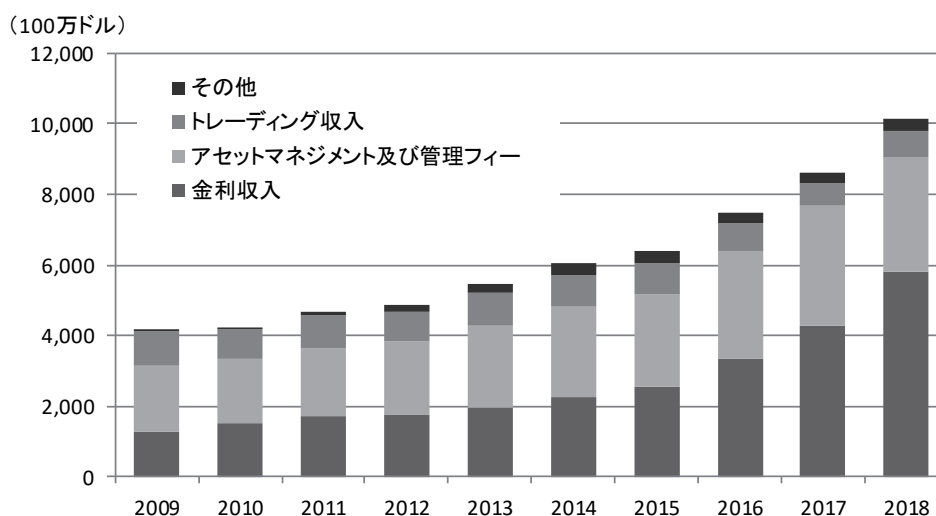
実は、チャールズ・シュワブにとって、売買手数料の無料化の影響は、比較的小さい。同社が売買手数料を無料化することによる四半期の収益の減少幅は、9,000 万ドルから 1 億ドル程度だった。これは、同社の純収益（net revenue）の約 4%の減少に過ぎない。むしろ、チャールズ・シュワブは、売買手数料を無料化した 2019 年 10 月に、約 14 万 2,000 件の新規証券口座を獲得しており、これは前月比で約 30%増だった。一方、TD アメリトレードが、2019 年 10 月に売買手数料を無料化したことによる四半期の収益の減少幅は 2.2 億ドルから 2.4 億ドルであり、同社の純収益の約 15%が失われた。このような実情を踏まえると、TD アメリトレードは、単体で生き残るのは難しいと判断し、チャールズ・シュワブに買収されることを選択したと思われる。

2. 金融政策の影響の抑制

第二に、連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策の影響の抑制である。チャールズ・シュワブの収益源は、金利収入が約 58 億ドル、アセットマネジメント及び管理フィーが約 32 億ドル、トレーディングが約 7.6 億ドルである（図表 5）。過去 10 年で、チャールズ・シュワブの金利収入は約 2.4 倍、アセットマネジメント及び管理フィーは約 1.7 倍に増加する一方で、トレーディングは約 23%減少した。つまり、チャールズ・シュワブ・バンクのキャッシュ・マネジメントによる金利収入は、チャールズ・シュワブのグループ全体の中でも、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・バンクのバランスシートにおける調達サイドは、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。これは主に、チャールズ・シュワブの顧客が、資産運用商品に投資する際の余剰資金である。他方で、同行のバランスシートにおける運用サイドは、米国債やモーゲージ債等、満期保有目的の有価証券が最

図表 5 チャールズ・シュワブの収益の内訳



(出所) チャールズ・シュワブより野村資本市場研究所作成

も大きな比率を占めている。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。この運用サイドと調達サイドの差（利鞘）が、チャールズ・シュワブ・バンクの金利収入である。

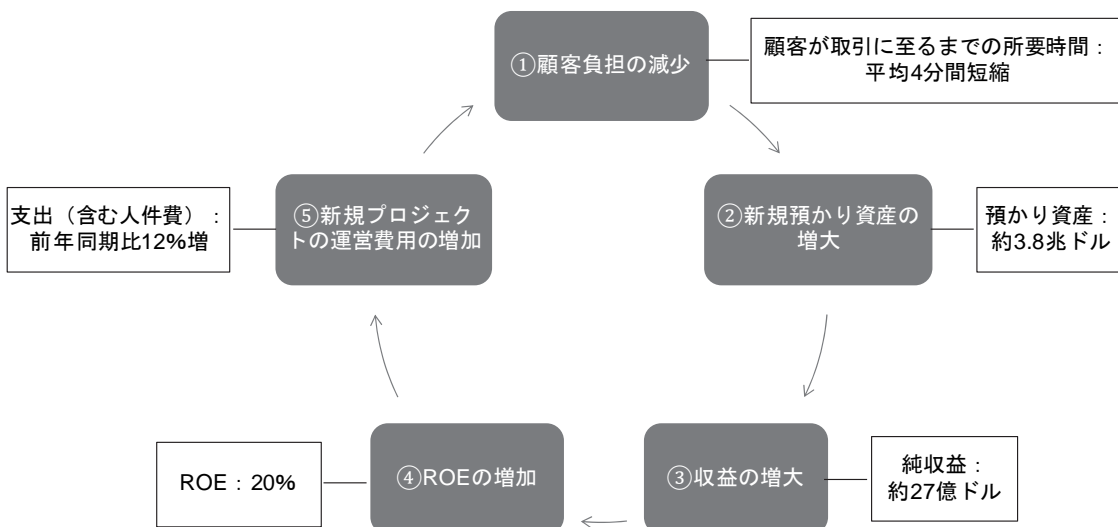
しかし、近年、FRB が利下げを実施したことによって、バランスシートにおける運用サイドの利回りが低下し、その低下分を調達サイドの金利引き下げで吸収しきれず、利鞘は縮小する可能性がある。その場合、チャールズ・シュワブとしては、収益を維持または拡大するためには、アセットマネジメント及び管理フィーを増加させる必要性が高まる。アセットマネジメント及び管理フィーとは、チャールズ・シュワブが提供するアドバイザリー・サービスの対価や、チャールズ・シュワブ・インベストメント・マネジメントが提供する投信や ETF の信託報酬である。つまり、アセットマネジメント及び管理フィーを増加させるには、顧客基盤を增強し、預かり資産を増やさなければならない。チャールズ・シュワブが TD アメリトレードの買収に踏み切った背景には、このような状況もあったものと考えられる。

3. 経営戦略との整合性

第三に、TD アメリトレードの買収は、「顧客目線に立った経営戦略（Through Clients' Eyes Strategy）」というチャールズ・シュワブの経営理念と整合的である。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り、具体的には、「好循環（Virtuous Cycle）」の創出を徹底することを意味している。

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（図表 6）。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

図表 6 チャールズ・シュワブの「好循環」の実績（2019 年第 3 四半期末時点）



(出所) チャールズ・シュワブより野村資本市場研究所作成

あり、③チャールズ・シュワブの収益が増大し、④同社の株主資本利益率（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。システムをアップグレードし、顧客が取引に至るまでの所要時間を平均4分間短縮する等、顧客負担を減少させた結果、預かり資産、純収益、ROE、新プロジェクト運営のための支出額（含む人件費）が増加した（2019年第3四半期末時点）。前述の通り、チャールズ・シュワブは、2019年10月に売買手数料の無料化を打ち出し顧客の負担を減少させた（図表6の①）が、今般、TD アメリトレードの顧客基盤を獲得することで、預かり資産を5.1兆ドル（単純合算ベース）に増加させ、①顧客負担の減少と②新規預かり資産の増大につなげることを目論む。つまり、チャールズ・シュワブは、TD アメリトレードの買収により、創業当初から掲げてきた経営哲学に基づく好循環を一層強化し、事業モメンタムを向上させようと考えていると理解できる。

III 買収合意後の米国個人向け金融サービス業界における注目点

1. 投資顧問業者（RIA）向けサービス提供事業を巡る動向

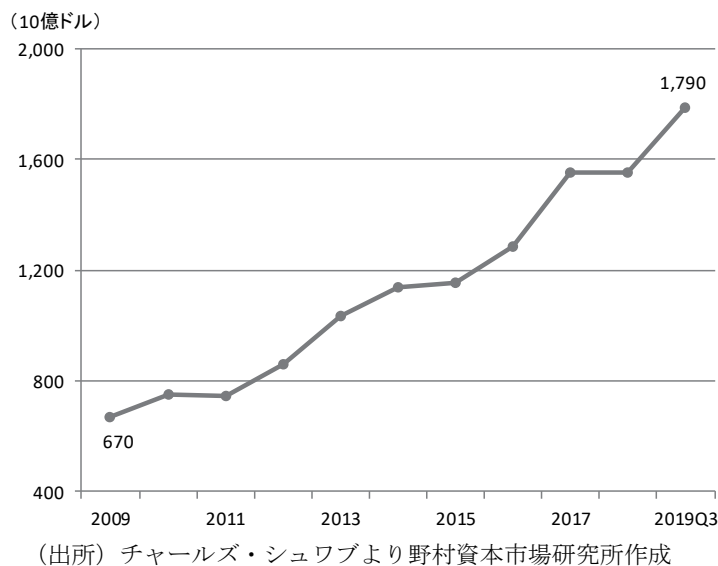
チャールズ・シュワブによるTD アメリトレードの買収完了後に、米国の個人向け金融サービス業界において注目すべき点として、第一に、投資顧問業者（RIA: Registered Investment Advisor）向けサービス提供者の動向が挙げられる。チャールズ・シュワブのアドバイザー・サービス部門（AS 部門）は、RIA サービス提供者として最大級の規模を誇る（図表7）。

RIA とは、独立系ファイナンシャル・アドバイザーの中で、個人投資家に対して投資アドバイスを提供し、その対価としてアドバイザー・フィーを取得する者である。RIA は、個人投資家から受託した資産を運用するにあたって、RIA サービス提供者から、個別株やETF等の商品、顧客ポートフォリオのリバランス等が可能な取引ツール、市況に関する調査レポート、カスタディや取引執行、コンプライアンス用の管理システム等のサービスの提供を受けている⁵。

チャールズ・シュワブのAS 部門は約1.8兆ドルの預かり資産を有する（2019年第3四半期末時点）。これは同社の預かり資産の約47%を占めており主力事業であるが、TD アメリトレードも、TD アメリトレード・インスティテューショナルというRIA 向けサービス提供事業を展開しており、約7,000社のRIA を顧客化している。調査会社のセルリー・

⁵ 詳細は、岡田功太、下山貴史「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。

図表 7 チャールズ・シュワブの AS 部門の預かり資産の推移



アソシエイツによると、買収完了後のチャールズ・シュワブの AS 部門の預かり資産は約 2 兆ドルとなり、RIA 向けサービス事業の市場規模（預かり資産残高ベース）の 50%を超えると推定されている⁶。

ただし、RIA 向けサービス事業の統合プロセスは、複雑である。RIA は、全ての顧客と、手数料や運用方針について、改めて契約を締結しなおす必要があり、その間、個人投資家に対して十分な資産運用サービスの提供ができなくなることも考えられる。結果的に、チャールズ・シュワブの AS 部門は、TD アメリトレード・インスティテューショナルと提携している全て RIA を顧客化できない可能性がある。

そこで注目されるのは、フィデリティ・インベストメンツ（本拠地はマサチューセッツ州ボストン）のフィデリティ・クリアリング&カストディ・ソリューションズ部門（FCCS 部門）の動向である。同部門は、RIA サービス提供者として、約 9,300 億ドル（推定値）の預かり資産を有しており、チャールズ・シュワブの AS 部門と長年にわたって競合関係にある⁷。同部門のデイビッド・カンター氏（RIA 向けサービス事業の責任者）は、チャールズ・シュワブによる TD アメリトレードの買収を受けて、RIA は、サービス提供者を分散したいと考えるため、FCCS にとってビジネス獲得の機会が生じ得ると述べている⁸。

他方で、仮に、チャールズ・シュワブが、円滑に統合プロセスを進めて、TD アメリトレード・インスティテューショナルの提携先である RIA の大部分を顧客化した場合、スケール拡大とコスト削減効果が期待できるため、フィデリティ・インベストメンツにとっては不利な展開となり得る。いずれにせよ、今後、RIA の顧客化を巡る大手金融機関の競争が激化することが予想される。

⁶ “What a vastly larger Charles Schwab could mean for Fidelity,” *Financial Planning*, December 9th 2019.

⁷ 前掲脚注 6 を参照。

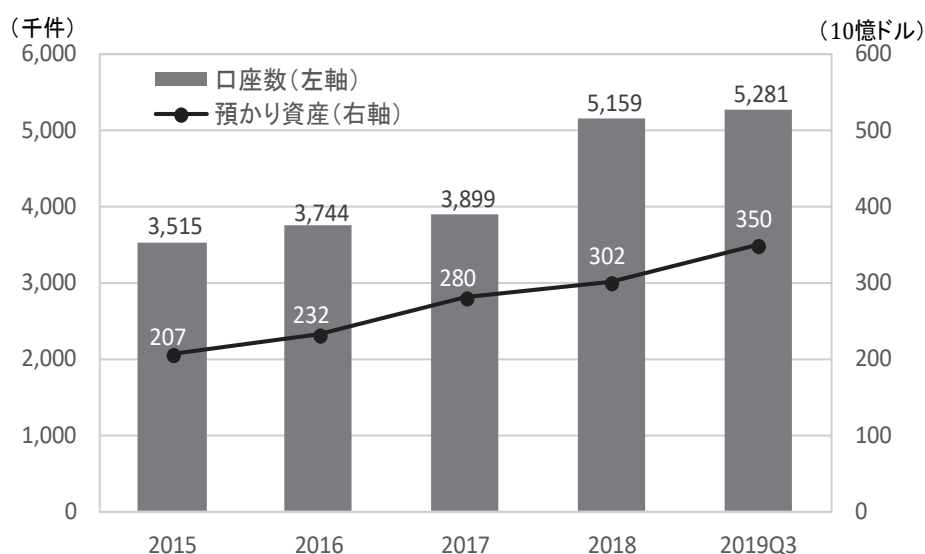
⁸ “Does a Schwab-TD combo create a Walmart of financial planning?,” *InvestmentNews*, November 25th 2019.

2. 更なる再編の目玉として注目されるイー・トレード

第二に、イー・トレード（本拠地はニューヨーク州ニューヨーク）を中心とした業界再編の可能性である。イー・トレードは、米国における著名なディスカウント・ブローカーであり、長年、チャールズ・シュワブ及び TD アメリトレードと競合関係にある。同社の預かり資産は、2015年の約 2,070 億ドルから、2019 年第 3 四半期末には約 3,500 億ドルに増加している（図表 8）。同社は、2018 年にキャピタル・ワンの証券口座約 100 万件を買収した結果、2019 年第 3 四半期末の証券口座数は約 528 万件となり、顧客基盤の強化に成功している。更に、イー・トレードは、ブローカレッジ・サービスからアドバイザー・サービスへのシフトにも着手しており、アドバイザー・フィー・ベースの資産は、2015 年の約 210 億ドルから、2019 年第 3 四半期末には約 440 億ドルと倍増している。

それでも、イー・トレードを取り巻く環境は厳しいと言える。買収完了後のチャールズ・シュワブの時価総額は、約 920 億ドル（単純合算ベース）に達する見込みであるのに対して、イー・トレードは約 100 億ドルである（2019 年 11 月末時点）⁹。イー・トレードの純収益は約 29 億ドルであるが、そのうち約 65%は金利収入であり（2019 年第 3 四半期末時点）、FRB の金融政策の影響を受けやすい。加えて、イー・トレードは 2019 年 10 月に、チャールズ・シュワブ及び TD アメリトレードに追随して売買手数料の無料化を打ち出したが、イー・トレードの純収益のうち、コミッションは約 17%だった（2019 年第 3 四半期末時点）。つまり、イー・トレードにとって、売買手数料を無料化した影響は大き

図表 8 イー・トレードの預かり資産及び口座数の推移



(出所) イー・トレードより野村資本市場研究所作成

⁹ “Schwab cuts online brokerage fees to zero,” *InvestmentNews*, October 1st 2019.

く、一方で、それを打ち出さなければ、顧客基盤を失う可能性があったことから、苦肉の策であったことが伺える。

ただし、イー・トレードには、魅力的な点も多い。顧客満足度の調査を行っていることで著名なグループ・ファイブによると、イー・トレードのオンライン証券取引サービスは、過去 8 年連続で最も高い評価を受けている。加えて、イー・トレードは、イー・トレード・アドバイザー・サービスという RIA 向けサービスを提供しており、その預かり資産は約 194 億ドル、口座数は約 15 万件に達している（2019 年第 3 四半期末時点）。更に、同社は、ストック・オプション等の株式報酬プランを管理するイー・トレード・コーポレート・サービスを提供しており、その預かり資産は約 2,540 億ドル、口座数は約 200 万件である。つまり、イー・トレードは、職域事業を含む個人向け金融サービス業を強化したいと考える金融機関にとって、魅力的な事業基盤を有する。RIA 向けサービス事業は、チャールズ・シュワブ、フィデリティ・インベストメンツ、TD アメリトレード、パーシング（BNY メロン）、イー・トレードが、市場規模の 80%以上（預かり資産額ベース）を有していることから、仮に同事業に新規参入を検討するのであれば、M&A を通じた事業展開が理に適っていると言える。

3. アドバイザリー・サービスの拡大とフィーの低下圧力

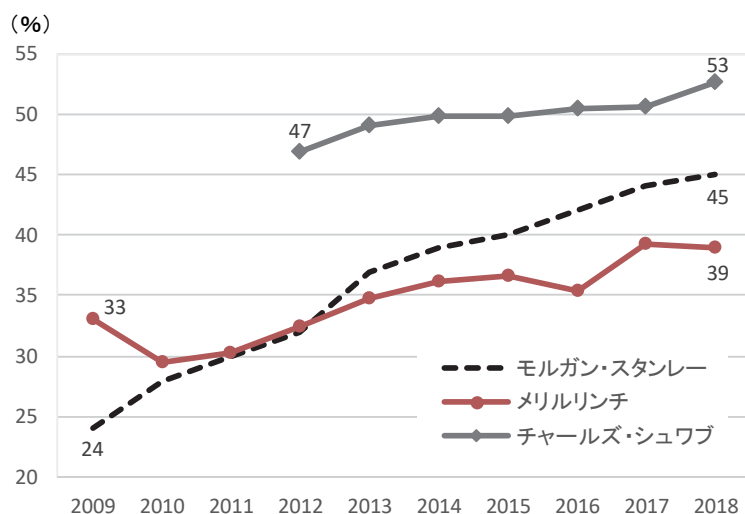
第三に、アドバイザリー・サービスの更なる拡大の可能性である。米国において、個人向け金融サービス業を営む大手金融機関は、以前より、ブローカレッジ・サービスからアドバイザリー・サービスにシフトしてきた¹⁰。預かり資産に占めるアドバイザリー・サービスの比率は、チャールズ・シュワブが約 53%、モルガン・スタンレーが約 45%、メリルリンチが約 39%となっており、いずれも増加傾向にある（図表 9）。特に、モルガン・スタンレーは、アドバイザリー・サービスにシフトするにあたって、過去 10 年間で、支店数を約 30%減少させて、ファイナンシャル・アドバイザーの評価及び報酬体系も変更し、大規模な営業部門改革を断行してきた¹¹。そして、今般、各金融機関が、売買手数料の無料化を打ち出したことを踏まえると、今後一層、アドバイザリー・サービスは拡大することが予想される。

アドバイザリー・サービス提供者の競争は激化している。モルガン・スタンレーは 2019 年 2 月、ソリウム・キャピタル（本拠地はカナダのカルガリー）を買収し、ストック・オプション等の株式報酬プランの加入者を獲得して顧客基盤を強化した。ゴールドマン・サックスは 2019 年 5 月、大手 RIA のユナイテッド・キャピタル・パートナーズ（本

¹⁰ 詳細は、岡田功太、杉山裕一「米労働省フィデューシャリー・デューティー規則の見直しを巡る議論—トランプ新政権による金融規制緩和の期待と現実—」『野村資本市場クォーターリー』2017 年冬号、同「変貌を遂げる米国の個人向け証券ビジネス—米労働省フィデューシャリー・デューティー規則の影響—」『野村資本市場クォーターリー』2017 年冬号を参照。

¹¹ 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 年春号を参照。

図表9 主要3社の預かり資産に占めるアドバイザー・サービスの割合の推移



(注) チャールズ・シュワブは2012年の数字から開示。

(出所) 各社の年次報告書より野村資本市場研究所作成

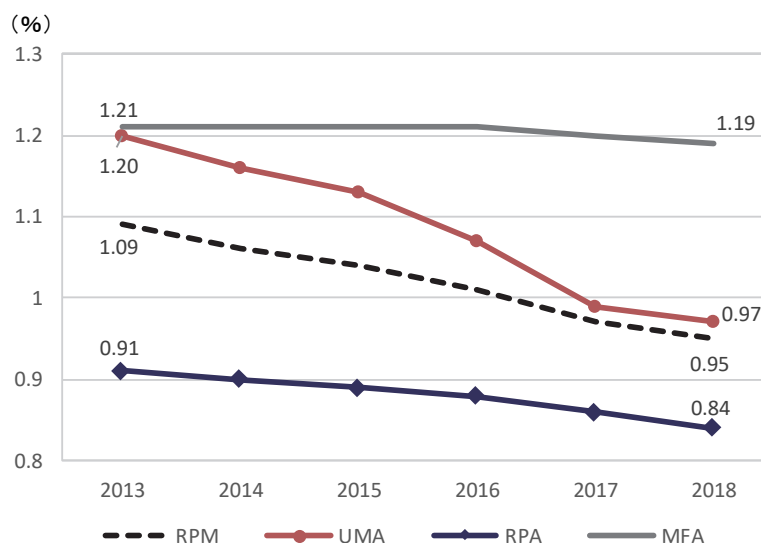
拠地はカリフォルニア州ニューポートビーチ)を買収し、個人投資家向けのウェルスマネジメント事業を構築している。そして今般、チャールズ・シュワブが TD アメリトレードを買収し、預かり資産 5.1 超ドル (単純合算ベース) を有する金融機関が誕生する見込みである。大規模な預かり資産を有する各金融機関は、その規模を活かして、更に預かり資産を増加させるべく、アドバイザー・フィーを低下させる可能性が指摘されている。

アドバイザー・サービス提供者の代表例としてモルガン・スタンレーを挙げると、同社は、ファンドラップに相当するミューチュアルファンド・アドバイザー (MFA: Mutual Fund Advisory) に加えて、複数のタイプのアドバイザー・サービスを提供している。まず、レップ・アズ・ポートフォリオ・マネージャー (RPM: Rep as Portfolio Manager) 及びレップ・アズ・アドバイザー (RA: Rep as Advisor) だが、これらはファイナンシャル・アドバイザーが、ポートフォリオ変更を行う、あるいは助言するという営業員主導型の投資一任・助言サービスである¹²。RPMの方がRAよりもファイナンシャル・アドバイザーの裁量が大きく、その分、高度な専門知識や能力が求められる。また、ユニファイド・マネージド・アカウント (UMA: Unified Managed Account) も提供しており、これは一つの口座の中に株式やETF等を包括的且つ一元的に管理できるプログラムである。

これら異なるタイプのアドバイザー・サービスのいずれについても、フィー水準は引き下げられてきた。具体的には、過去5年間のアドバイザー・フィーの推移は、UMAは約0.23%、RPMは約0.14%、RPAは約0.07%、MFAは約0.02%減少している (図表10)。モルガン・スタンレーのジェームズ・ゴーマン CEOは、今後、アドバイザー・フィーに対する低下圧力が強まる可能性があることを認めた上で、「顧客が付加価値を得

¹² 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年夏号を参照。

図表 10 モルガン・スタンレーが提供するアドバイザー・サービスのフィーの推移



(出所) モルガン・スタンレーより野村資本市場研究所作成

ている限り、アドバイザー・フィーの水準は維持されることも考えられる。リサーチや取引執行の取り扱いや、ファイナンシャル・プランニング、資産承継に関する公認会計士との協議等は、顧客が一人で対応するのは難しく、ファイナンシャル・アドバイザーの助言が必要になる。質の高いファイナンシャル・アドバイザーによる質の高い投資アドバイスの提供こそ、勝者になるための戦略 (winning strategy) だ」と述べた¹³。今後は、今まで以上に、ファイナンシャル・アドバイザーが提供する投資アドバイスの付加価値が問われるのであろう¹⁴。

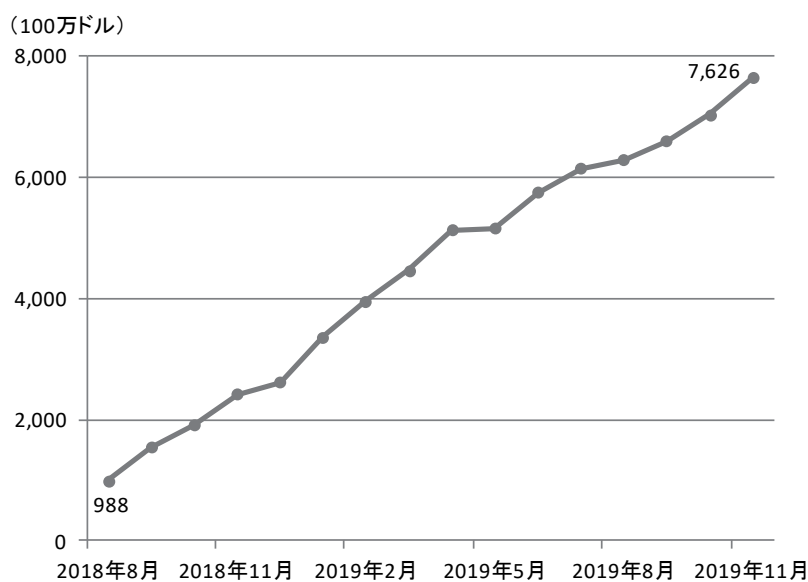
4. 資産運用会社が取得する信託報酬の低下圧力

第四に、仮に、アドバイザー・サービスが拡大し、そのフィーが低下する場合、同サービスに組み入れられているミューチュアルファンド及び ETF の信託報酬についても、低下圧力がかかる可能性がある。米国の ETF の運用資産総額は、2019 年 10 月末時点で 4 兆ドルを突破し、過去 5 年間で約 2 倍となった。2008 年のグローバル金融危機以降、米国株のアクティブ・ファンドから累積で約 1 兆 3,000 億ドル超の資金が流出した一方で、米国株のインデックス・ファンド及び ETF には、累積で約 1 兆 5,600 億ドル超の資金が流出した。投資会社協会 (ICI) によると、2000 年末から 2018 年末にかけて、ミューチュアルファンドの資産加重平均の経費率は、株式アクティブ・ファンドは 1.06% から 0.76%、債券アクティブ・ファンドは 0.77% から 0.55%、株式インデックス・ファンドは 0.27% から

¹³ “Morgan Stanley's James Gorman says pressure on advice fees could be next,” *InvestmentNews*, October 17th 2019.

¹⁴ 詳細は、神山哲也「投資アドバイスの付加価値と対価のあり方を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2019 年秋号を参照。

図表 11 フィデリティ・ゼロコスト・シリーズの運用資産総額の推移



(出所) フィデリティ・インベストメンツより野村資本市場研究所作成

0.08%、債券インデックス・ファンドは 0.21%から 0.07%に低下している。米国最大級の運用資産総額を誇り、インデックス・ファンド及び ETF の運用大手でもあるバンガードの経費率は、1975 年末の 0.7%から 2018 年末には 0.1%に低下しており、長期的に低コストが進展している¹⁵。

更に、フィデリティ・インベストメンツの FCCS 部門は、より多くの RIA を顧客化すべく、2018 年 8 月から 9 月にかけて、信託報酬を無料としたインデックス・ファンドを相次いで 4 本（フィデリティ・ゼロコスト・シリーズ）設定した。同シリーズの運用資産総額は、約 76 億ドルに達している（図表 11）。これに次いで、ソーファイが 2019 年 2 月、2020 年 3 月まで信託報酬を無料とする 2 本の ETF を設定し、バークレイズは 2019 年 10 月、信託報酬を無料化した 2 本の ETN を設定した。

アドバイザー・サービスの提供者は、顧客の資産を増大させる程、自身が得る収益が拡大することから、同サービスに組み入れる商品については、安価なミューチュアルファンド及び ETF が選好される。加えて、アドバイザー・フィー自体も低下する可能性があることから、この傾向は継続することが予想される。上述の通りミューチュアルファンド及び ETF の信託報酬は長期的に低下しており、チャールズ・シュワブによる TD アメリトレードの買収は、その流れを推し進める一因として、ミューチュアルファンド及び ETF 業界の収益にも影響を及ぼすであろう。

¹⁵ 詳細は、岡田功太、幸田祐「米国投信業界で圧倒的な資金流入額を誇るバンガード」『野村資本市場クォーターリー』2016 年春号、神山哲也、岡田功太「アクティブ運用の苦境と資産運用業界再編の可能性－英ヘンダーソンと米ジャナス合併の事例－」『野村資本市場クォーターリー』2017 年冬号を参照。

IV 一部の巨大な金融機関による更なる巨大化

米国の大手金融機関は、過去 10 年間にわたって、ブローカレッジ・サービスからアドバイザー・サービスにシフトしている。その結果、一部の米国大手金融機関においては、売買手数料を無料化しても収益に及ぼす影響は比較的軽微であり、むしろ、新規の顧客を獲得し、アドバイザー・サービスの増加が期待できるという観点で、合理的な経営戦略として位置づけられている。ただし、その経営戦略が機能するのは、RIA 等の顧客化に成功し、約 3.8 兆ドルという巨大な預かり資産を有していたチャールズ・シュワブ等の一部の金融機関に限られる。同社は、そのような状況を好機と捉え、今般、長年の競合である TD アメリトレードの買収に踏み切った。単純合算ベースで、約 5.1 超ドルの預かり資産を有する見込みである。

今般の買収は、ディスカウント・ブローカー及びRIA向けサービス事業におけるチャールズ・シュワブ及びフィデリティ・インベストメンツ、大手金融機関として幅広い金融取引サービスを提供するモルガン・スタンレー及びバンク・オブ・アメリカ、資産運用業界におけるバンガードとブラックロックといった巨大な金融機関が、より一層巨大化する方向性を示唆している。米国の個人向け金融サービス業界は拡大傾向にあるが、大手金融機関による預かり資産の獲得競争が激化し、アドバイザー・フィーとミューチュアルファンド及び ETF の信託報酬の低下が予想されている。このような環境を踏まえると、一部の巨大な金融機関による更なる巨大化というトレンドは、継続する可能性も高いと考えられる。米国の個人向け金融サービス業界の今後の動向は、引き続き注目に値する。