

## オンライン証券会社の変遷から見た米国リテール金融

中村 仁

### ■ 要 約 ■

1. 2000年以降の米国オンライン証券業界は、①ITバブルの崩壊、②米国個人投資家の金融資産動向、③ベビーブーマー層への対応、という環境の中で大きく変化してきた。2000年時点では一日平均取引高で上位を占めた会社の統合が進んだ結果、所謂オンライン専門証券会社は消えさった。
2. 変化の中心にいたのは、Eトレード、TDアメリトレード、そしてチャールズ・シュワブである。それぞれの変革は、Eトレードは銀行業務との融合、TDアメリトレードはブローカレッジ業務の拡大・多様化、チャールズ・シュワブはオンラインで培ったITプラットフォームを対面、RIAなど多様なチャンネルに展開する、というように方向性が異なっていた。
3. 一方、オプション取引に焦点を当てているオプションズエクスプレスのように、特色のあるサービスで存在感を出している新興オンライン証券会社もある。その他の金融機関は、もはやインターネットを特殊なマーケティングチャンネル、事業領域とは位置づけず、対面アドバイス、コールセンター、職域ビジネスとの融合を目指す中でオンライン証券部門を取り込んでしまったといえる。
4. 米国のオンライン証券業界の変遷からいえるのは、アドバイス能力の向上とITの活用が、リテール金融サービスにおける競争の鍵になってきたということであろう。

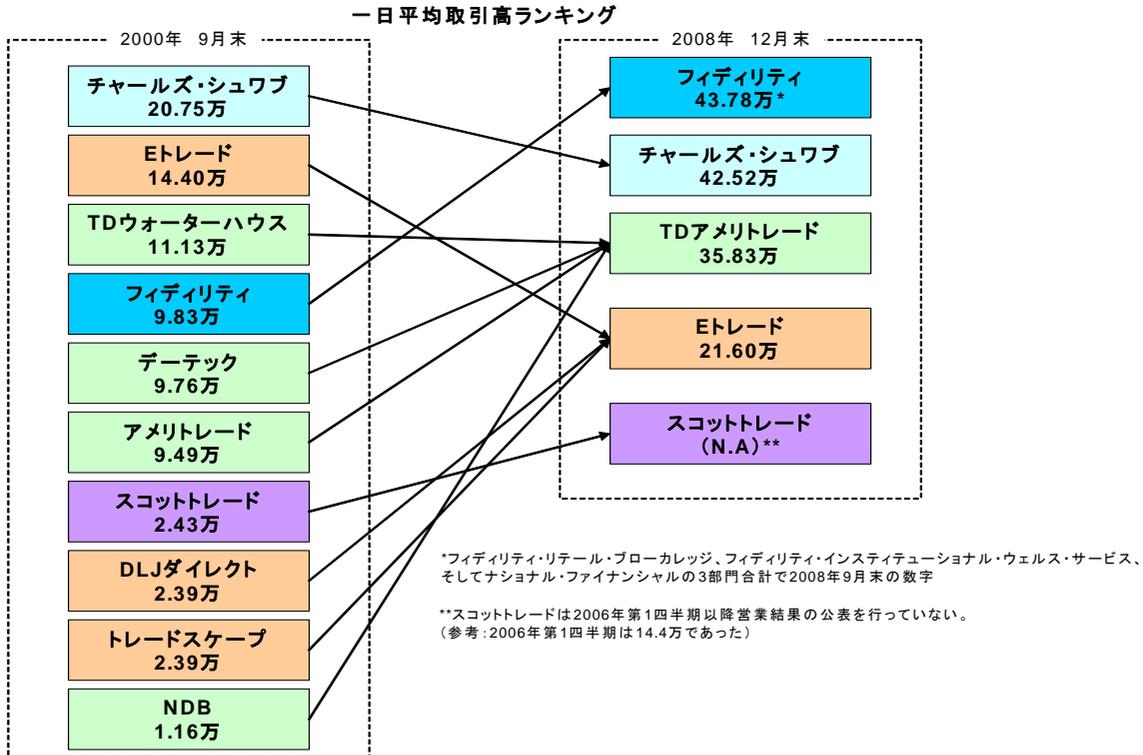
## I 米国オンライン証券会社の変遷

### 1. 2000年以降の米国オンライン証券業界動向

ITバブルの崩壊以後、米国オンライン証券業界の勢力図は劇的に変化してきた。図表1にあるように、2000年当時、一日平均取引高で上位を占めていた10社は、合従連衡を繰り返したことで、2008年には半数に統合された。また、各社の業容も大きく変化し、現在では、株式注文執行業務が中心のオンライン専門証券会社は姿を消している。

近年の業界再編の背景には、主として①ITバブルの崩壊、②米国個人投資家の個別株

図表 1 米国オンライン証券業界（2000年と2008年の比較）



(出所) 各社資料より野村資本市場研究所作成

投資離れ、③ベビーブーマー層への対応、の3点が挙げられよう。

従来、オンライン専門証券会社は、少ない人員、シームレス・トレーディング<sup>1</sup>、そしてオーダー・フロー・ペイメント<sup>2</sup>などの要因により、格安手数料を武器に個人投資家層の注文を獲得することで利益を上げていた。しかし、ITバブルが崩壊したことで各社の一日平均取引高は減少していった。一方で、手数料の引き下げ競争がITバブル崩壊以後も継続していたため、持続的な利益成長を達成するためにはコミッション収入のみに頼った経営からの脱却を余儀なくされた。

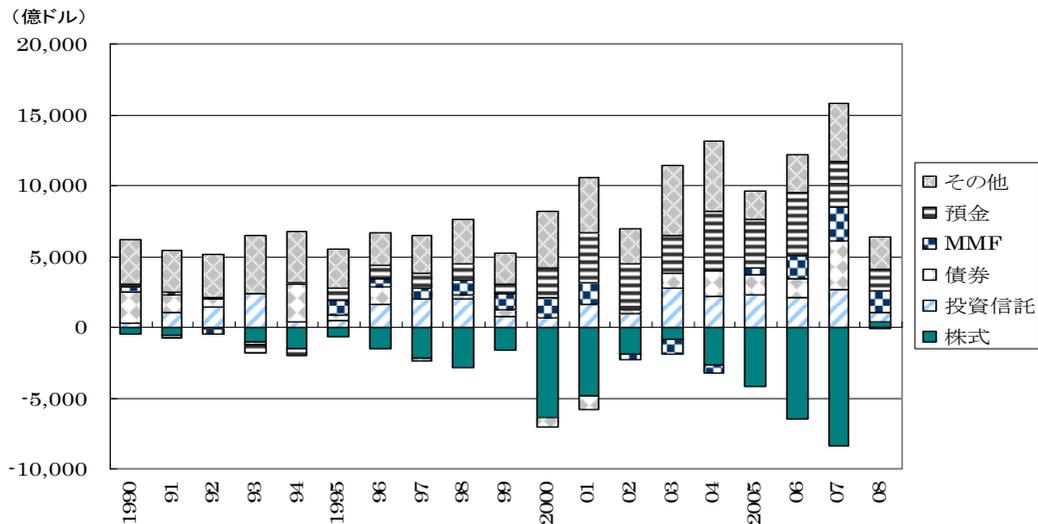
次に、米国個人投資家の投資資金フローを見てみると、株式からは一貫した資金流出が見られる一方、債券、投資信託、マネー・マーケット・ファンド（MMF）などに資金が流入していることがわかる（図表2）。全体としてみると、個人投資家による株式保有は、個別株投資から、確定拠出型年金プランや投資信託などを経由した形にシフトしてきている。そのため、オンライン証券会社はコミッション以外の収益源を求め、住宅ローン業務などに展開するか、対面アドバイスを兼ね備える総合資産管理業を目指さざるを得なくなった。

こうした流れを加速させたのが、ベビーブーマー層を中心にした個人投資家の投資行動の変化である。近年、約7,800万人とされる米国ベビーブーマー層の高齢化が進んでおり、

<sup>1</sup> ホームページを通じて集めた注文が人手を介さず取引所等の市場へ回送される手法のこと。

<sup>2</sup> 第三市場のディーラーなどが一定のキックバックを支払ってブローカーから注文を集めること。

図表 2 米国個人金融資産における資金純流入額の金融商品別内訳



(注) 1.株式はクローズド・エンドとETFを含む  
 2.2008年は1-9月の合計値  
 (出所) FRB 資料より野村資本市場研究所作成

最初の世代は 2010 年に 65 歳に到達する。IT バブル崩壊を経験して、退職を間近に控えたベビーブーマー層は、短期的運用よりも、セパレート・マネジメント・アカウント (SMA) や投資信託などを利用した長期投資を望んでいる。米国投資信託協会の発表によると、投資信託へ投資を行っている 91%の投資家が退職後の資金を確保するために投資信託を保有しているとの結果がでている。また、投資信託へ投資をしている人の 81%がプロのアドバイザーの提案を聞きたいと回答している<sup>3</sup>。このようなニーズを有するベビーブーマー層の多くにとっては、金融機関選択において、1 回の取引の手数料が安価であることよりも、良質なアドバイスを受けられることの方が重要になったため、オンライン専業から離れていったのも、ある意味では自然な流れといえる。

以上のような背景により、オンライン証券会社の戦略は、コミッション収益に依存した経営から、規模の拡大やフィー・ビジネス強化へと変化し、大掛かりな再編が起きたと考えられよう。

## 2. 大手オンライン証券会社の変革

図表 1 を、プレイヤーの側面から見ると、2000 年代の業界再編をリードしたのが、TD アメリトレードと E トレードであったことがわかる。以下では、この 2 社と、顧客預かり資産において大手証券会社と肩を並べるまでに成長したチャールズ・シュワブの変革の軌跡について分析する。

<sup>3</sup> “2008 Investment Company Fact Book”, Investment Company Institute, 2008 年 5 月発行

1) 銀行業務へシフトした Eトレード

Eトレード・ファイナンシャル・コーポレーション (Eトレード) は、ナスダック市場に上場する従業員 3,249 人 (08 年末)、子会社 100 社以上を抱える金融グループである。

Eトレードが 2000 年代に行った変革の特徴は、コミッション以外の収益を拡大するために、銀行業務に近い企業の買収を積極的に行ったことにある (図表 3)。

まずクリストス・コツァコス CEO 時代の 2000 年から 2002 年に、Eトレードは 12 社を買収 (総額 40 億ドル以上) したが、買収した事業には、銀行、ATM 業務、消費者金融、モーゲージが含まれていた。2003 年にコツァコス CEO を引継ぎ CEO に就任したミッチェル・カプラン氏は、もともと Eトレード・バンクの会長兼 CEO であったため、銀行業中心の業態はその後も継続された。

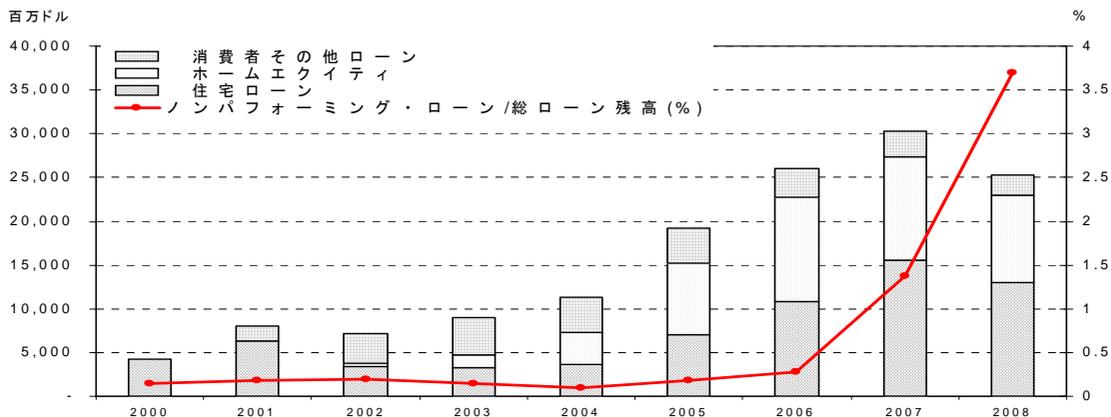
銀行業務へのシフトにより、Eトレードの資産におけるローンの残高は、2001 年に降急激に増加し、2007 年には 300 億ドルを超えた (図表 4)。同時に MBS (住宅

図表 3 Eトレード・ファイナンシャル・コーポレーションの M&A の経緯

	M&A	金額 (百万ドル)	事業内容
2006	リタイアメント・アドバイザーズ・オブ・アメリカ	24.9	インベストメント・アドバイザー企業
	ブラウンコー	1629.7	オンライン・ブローカー
2005	ハリスダイレクト	709	オンライン・ブローカー
	コブレン・インサイト・マネジメント		
	ハワード・キャピタル・マネジメント	1500	RIA企業
2004	アクティブ口座	17	投資家の口座を買い取り
2003	EITCFアセット・ファンディング・コーポレーション	59.7	ローン証券化企業
	トレーディング・リレーションシップス	11.7	トレーディング企業
2002	トレード・スケープ (Eトレード・プロフェッショナル)	96.2	トレーディング・プラットフォーム
	エンジェルマン	7.5	マーケット・メーカー企業
	ガニス・クレジット・コーポレーション (Eトレード・コンシューマー・ファイナンス)	1900	消費者金融ビジネス企業
2001	デンブシー&カンパニー	173.4	マーケット・メーカー企業
	ウェブ・ストリート	44.2	オンライン・ブローカレッジ・サービスの提供企業
	ローンズダイレクト (Eトレード・モーゲージ)	34.5	オンライン・モーゲージ・オリジネーターのディストリビューター
2000	エレクトロニック・インベストメンツ・コーポレーション	9.1	ポートフォリオ分析ツール提供企業 (個人投資家向け)
	フェアベスト・セキュリティズ・コーポレーション	1	カナダのコーポレート・ガバナンス関連サービス提供企業
	カード・キャプチャー・サービス (Eトレード・アクセス)	92.5	ATM (Automatic Teller Machine) 関連事業企業
	Eトレード・ドイツ	22.4	40%の株式持分を獲得
	プライベート・アカウント (Eトレード・アドバイザー・サービス)	17.4	オンライン・セパレート・マネージメント・アカウントの開発者
	テレビバンク	1795	銀行

(出所) 年次報告書より野村資本市場研究所作成

図表 4 Eトレードのローン残高推移



(注) ノンパフォーマーローン/総ローン残高(%)は右軸となる

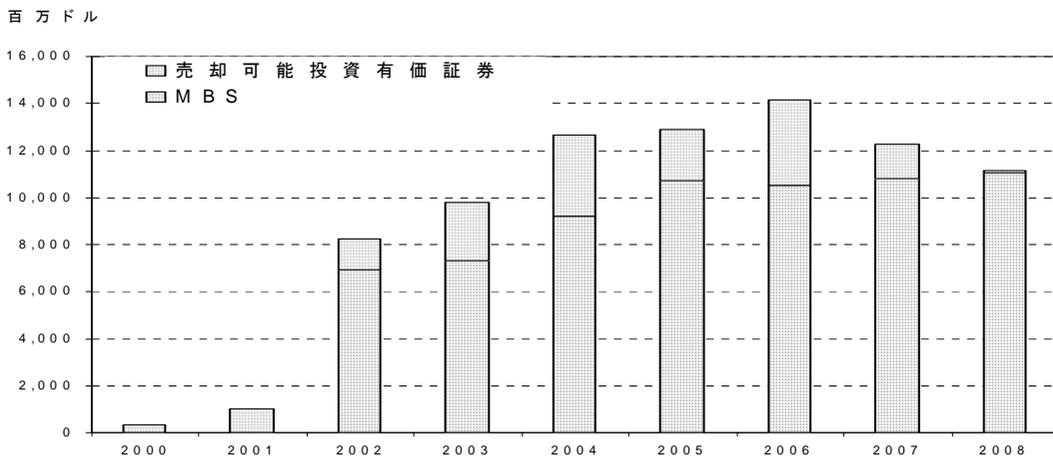
(出所) 年次報告書より野村資本市場研究所作成

ローン担保証券) など投資有価証券の保有も増え、2007 年度末には 100 億ドル以上の MBS を保有していた (図表 5)。この間に金利収入は増加し、2007 年度の金利収入とコミッション・フィー収入の関係は 3.7 対 1 となるなど、収入の大半を利ざやで稼ぐまでになった (図表 6)。

ところが、2007 年に入り住宅価格の下落が明確になると、住宅ローン・MBS 投資に注力していたことが仇となり、投資損失による赤字が拡大、自己資本が大きく毀損する事態に見舞われた。

2007 年 11 月には、業績悪化の責任を取ってカプラン CEO が退任し、JP モルガン・チェースの副会長であったドナルド・レイトン氏が新 CEO に就任した。同時に、ヘッジ・ファンド大手のシタデル・インベストメント・グループから 8 億ドルの資金

図表 5 EトレードのMBS並びに売却可能有価証券の残高推移



(注) 残高はコストベースになる  
(出所) 年次報告書より野村資本市場研究所作成

図表 6 Eトレードの損益計算書

(単位: 百万ドル)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	(単位: 百万ドル)	2000	2001	2002
<b>純収益</b>	1,342.7	1,482.9	1,703.8	2,420.3	(378.2)	341.9	<b>純収益</b>	333.77	1,275.36	1,325.86
金利収入	892.8	1,145.6	1,650.3	2,774.7	3,569.7	2,469.94	<b>ブローカレッジ部門</b>			
金利費用	(486.1)	(510.5)	(779.2)	(1,374.6)	(1,960.7)	(1,201.93)	コミッション	136.60	377.70	294.79
ローン損失引当金	(38.5)	(38.1)	(54.0)	(45.0)	(640.1)	(1,583.66)	プリンシパル取引	32.12	157.95	223.53
コミッション	422.7	431.6	458.8	625.3	694.1	515.55	その他収益	46.67	156.69	174.26
フィー	110.1	97.6	196.3	238.8	258.1	199.96	金利収入	130.37	305.58	182.10
プリンシパル取引	107.6	126.9	99.3	110.2	103.2	84.88	金利費用	(65.65)	(86.49)	(12.52)
投資利益 (損失)	247.7	140.7	98.9	56.0	(2,450.0)	(195.48)	<b>銀行部門</b>			
その他収益	86.5	89.1	33.5	35.0	47.5	52.69	ローン販売益		95.48	128.51
<b>費用合計</b>	1,153.6	987.1	1,054.1	1,419.5	1,676.4	1,290.2	売却可能ローン並びに有価証券販売益	7.58	70.10	80.26
人件費	364.6	350.4	380.8	469.2	465.5	383.4	その他収益	8.18	38.59	50.67
決済・サービス	124.9	129.7	189.7	253.0	286.1	185.0	金利収入	207.53	859.04	767.59
広告・マーケティング	57.9	62.2	105.9	119.8	149.6	175.3	金利費用	(167.97)	(691.81)	(548.66)
コミュニケーション	73.7	69.7	82.5	110.3	107.5	96.8	ローン損失引当金	(1.65)	(7.48)	(14.66)
プロフェッショナル・サービス	55.7	67.7	77.4	96.9	106.7	94.0	<b>サービス・運営費用</b>	326.86	1,461.32	1,069.96
減価償却	85.6	77.9	75.0	73.8	85.4	82.5	<b>新利益</b>	1.35	(241.53)	(186.41)
土地・設備	78.4	69.6	69.1	85.6	93.2	85.8				
無形資産減価償却	24.8	19.4	43.8	46.2	40.5	35.7				
その他	288.1	140.5	29.8	164.6	342.0	151.6				
<b>純利益</b>	203.0	380.5	430.4	628.9	(1,441.8)	(511.79)				

(注) 2002 年度まではブローカレッジ部門と銀行部門にわけての決算発表を行っていた  
(出所) 決算報告書より野村資本市場研究所作成

供給を受けた。これを機に投資有価証券の圧縮を進め、また、カナダのブローカレッジ業務をスコットィア・バンクへ 5.15 億ドルで、E トレード・モーリシャスを HSBC へ 1.45 億ドルで売却した。住宅ローンの新規貸出からも撤退したが、既存の住宅ローンや MBS などの劣化が進んだことなどから、損失計上に歯止めがかからず、2008 年度も前年に続いて純損失を計上した。

E トレードは、オンライン専門証券から住宅ローン会社に変貌し、いったんは成功を収めたかに見えたが、その後、住宅バブルの崩壊と金融危機に見舞われ、生き残りの危機に直面しているといえよう。

## 2) 投資サービス関連に集中投資した TD アメリトレード

TD アメリトレードは、ネブラスカ州に本社を構える、1971 年創業の証券会社を原点としている。2005 年にカナダのトロント・ドミニオン銀行 (TD) の米国オンライン証券部門 (TD ウォーターハウス) と経営統合したことで、現在の名前に変更した。

TD は、預金量でカナダ第 3 位、従業員 7 万 4,000 人を抱える銀行グループである<sup>4</sup>。現在、TD アメリトレードの株式を 32% 保有しており、今後は最大で 45% まで保有比率を引き上げることが可能となっている<sup>5</sup>。また TD は、2008 年 3 月にニューヨーク・ニュージャージーなどを地盤とする地銀コマース・バンコプを 84 億ドルで買収完了したため、リテール銀行業務も米国で展開している。

TD アメリトレードは、買収による企業成長を一つの目標であると明言してきた。そのため、2000 年以降も多くの買収を行ってきた (図表 8)。

しかし、前述の E トレードと大きく異なる点は、TD アメリトレードが、オンライン証券業界の同業他社もしくは関連事業のみを買収してきたことである。一方、同社の現在のサービス内容を見てみると、退職プランニングや相続プランニングなどができるファイナンシャル・プランニング・ツールや、退職・相続を含む総合的な資産管理のための口座を備えており、TD アメリトレードが、証券ブローカレッジだけでなく、個人の金融資産全体をサービス対象として拡大してきたことがわかる (図表 9)。

すなわち、TD アメリトレードの M&A 戦略の狙いは、買収を通じ預かり資産を拡大すると同時に、投資サービスの付加価値を高め、収益性向上を目指すことであったと考えられる。2008 年の TD アメリトレードの投資サービス事業は、2000 年と比較

図表 7 E トレードの口座関連情報

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
一取引当たり平均コミッション	15.52	17.21	17.01	16.41	15.63	13.82	12.05	11.71	10.40
一日平均取引高	167,000	89,018	66,588	77,052	83,643	97,740	159,348	187,022	215,949
従業員数	-	-	3,478	3,455	3,320	3,439	4,126	3,757	3,249
顧客預かり資産 (10億ドル)	-	-	-	82.9	100.0	177.9	194.9	190.0	112.2

(出所) 決算報告書より野村資本市場研究所作成

<sup>4</sup> 2008 年度アニュアル・レポートより

<sup>5</sup> “TD to rise ameritrade stake”, *Financial Planning*, 2009/2/9

図表 8 TD アメリトレードの M&A の経緯

	買収企業	買収金額	事業内容	備考
2009	シンコースイム	6.06億ドル	オンライン証券会社	オプション取引に強み
2008				
2007	フィザープ・トラスト・カンパニー	2.726億ドル	投資サポート・サービス提供	
2006				TDアメリトレードへ社名変更
2005	TDウォーターハウス	26.9億ドル	オンライン証券会社	
	JBオックスフォード&カンパニーより証券口座	259万ドル	顧客口座45,000件を買い取り	
2004	ビッドウェル&カンパニー	567万ドル	オンライン証券会社	
	フローカレッジ・アメリカより証券口座	125万ドル	顧客口座11,000件を買い取り	
2003	マイティスカウントフローカー.com	420万ドル	オンライン証券会社 (顧客口座16,500件)	
2002	デーテック	-	オンライン証券会社	
2001	トレードキャスト	-	フローカー・ディーラーやヘッジ・ファンド向け オンライン証券業務	アメリトレード・プロとして運営
	NDB	-	オンライン証券会社	アメリトレード・プラスとして運営
2000	テン・バグガー	-	株式分析ツールのデベロッパー	
	ファイナンシャル・バスポート	-	ファイナンシャル・プランニング・サービス提供	

(出所) 決算報告書より野村資本市場研究所作成

図表 9 TD アメリトレードが提供している金融商品・サービス・口座内容

金融商品	<ul style="list-style-type: none"> <li>・株式</li> <li>・投資信託</li> <li>・債券 (国債、地方債、事業債)</li> <li>・CD</li> <li>・ETF</li> <li>・ライフサイクルETF</li> <li>・オプション など</li> </ul>
サービス	<ul style="list-style-type: none"> <li>・リサーチ情報</li> <li>・各種分析ツール (チャート、スクリーニングなど)</li> <li>・ポートフォリオ構築ツール</li> <li>・ターゲット・デット型ポートフォリオ構築ツール</li> <li>・IRAロールオーバー・ガイド</li> <li>・退職プランニング</li> <li>・教育ローン・プランニング</li> <li>・相続税プランニング</li> <li>・カストディアン業務 など</li> </ul>
口座	<ul style="list-style-type: none"> <li>・一般投資用口座</li> <li>・退職投資用口座 (IRA口座など)</li> <li>・教育費用投資用口座 (529プラン口座など)</li> <li>・事業法人</li> <li>・贈法人</li> <li>・年金</li> <li>・信託</li> <li>・リミテッド・パートナーシップ</li> <li>・リミテッド・ライアビリティ・カンパニー など</li> </ul>

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

して口座件数で約 6 倍、顧客資産で約 8 倍、一日平均取引高で約 3 倍に成長している (図表 10)。その一方で、一取引当たり平均コミッションは 2000 年と比較してほとんど下落しておらず、収益性はかなり向上している。

同社が近年、アドバイスを強化してきたことを象徴する取組みとして、TD ウォーターハウスとの経営統合と TDX インデペンデントの立ち上げが挙げられる。

第一に、2005 年の TD ウォーターハウスとの経営統合により、それまでオンライン専業だったアメリトレードは、100 店舗以上の支店ネットワークを獲得し、独立系チャネル (RIA) とのつながりも確保するなど、マーケティングチャネルを飛躍的に拡大することに成功した。また、マネー・マネージメント預金口座 (市場金利連動型預金) など、銀行サービスも提供できるようになり、この統合がその後の預かり資産拡大に大きく貢献したと考えられる。

一方の TD ウォーターハウスは、90 年代にはアメリトレードを上回る規模を持つ有

図表 10 TD アメリトレード口座関連情報

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009.Q1
顧客資産 (10億ドル)	36	26	34	55	69	83	262	303	278	234
金利収入資産 (百万ドル)	-	-	-	-	-	15,365	14,492	9,225	9,835	7,500
マネー・マーケット預金口座残高 (百万ドル)	-	-	-	-	-	-	5,734	14,898	15,640	17,900
一日平均取引高	114,332	101,998	83,880	142,612	167,968	155,696	216,970	253,440	311,830	357,294
一取引当たり平均コミッション	\$13.00	\$10.69	\$11.99	\$13.21	\$13.42	\$13.12	\$13.41	\$12.90	\$12.97	\$12.76
顧客口座 (件)	1,233,000	1,794,000	2,842,000	3,014,000	3,520,000	3,717,000	6,191,000	6,380,000	6,895,000	7,052,000

(出所) 決算報告書より野村資本市場研究所作成

力なオンライン証券会社であったが、2000年以降は売買高減少の影響を受け伸び悩んでいた。しかし、親会社のトロント・ドミニオンは、本国カナダよりも成長性の高い米国のリテール・法人向け業務とウェルス・マネジメンの強化を狙っていたため、米国リテール顧客との接点を増やすことのできるオンライン証券ビジネスを完全に手放すのではなく、将来の連携も考慮し大株主として残る形での統合にした。両社の思惑が合致した経営統合により、TD アメリトレードは生まれ変わったといえよう。

第二に、2007年10月に立ち上げた TDX インデペンデントは、TD アメリトレードが、長期の投資ポートフォリオのアドバイスを独立的・中立的に提供できる体制を強化しようとする取り組みといえる。この取り組みは、現在 TDX インデペンデント子会社のアメリベストが、ETFを活用した長期投資のポートフォリオ・アドバイス業務を行いはじめたことが出発点ではないかと見られる<sup>6</sup>。元々オンライン上で資産管理を提供したいという狙いで始まったアメリベストは、各投資家の資産状況に適した複数の ETF を選ぶプログラムを開発していたが、その後、米国で急拡大するライフサイクルファンド<sup>7</sup>を ETF で構成・運用する「ライフサイクル ETF」の提供を始めた。

現在、アメリベストが取り扱っているライフサイクル ETF は、①イン・ターゲット ETF、②2010ETF、③2020ETF、④2030ETF、⑤2040ETF、の5種類で、2009年2月3日時点で合計1.17億ドルの運用資産残高がある。それぞれのライフサイクルETFは国際株式、国内株式、国内外債券という3つのアセット・クラスから構成されており、例えば①は運用資産の89%が債券で構成されている。投資のタイムホライズンが長くなるにつれて、株式の比率が高まっていくように設計されている。また、投資家に課される手数料体系は、5本とも同一になっており、ロードと呼ばれる購入時に課される手数料は無料、そして年間の純経費率が0.65%となっている<sup>8</sup>。

近年の M&A と事業戦略の結果、マネー・マーケット預金口座フィー、投資商品フィーなどがバランスよく増加し、2006年以降は TD ウォーターハウスとの経営統合によって金利収入も劇的に増加した。2000年にはアメリトレードの収益に占めるコミッション・決済フィーの割合は約70%であったが、2009年第1四半期には50%以下まで低下した。代わりに、金利収益、市場金利連動型預金、そして投資商品フィーを合計した非トランザクション型の収益の割合が50%近くまで増加しており、収益

<sup>6</sup> 関雄太「個人投資家の資産運用への活用がすすむ米国ETF」『資本市場クォーターリー』2005年夏号

<sup>7</sup> 長島亮「米国で急拡大を遂げるライフサイクルファンド」『資本市場クォーターリー』2006年夏号

<sup>8</sup> TDX Independence Funds, Inc. 目論見書(2008年9月29日)参照。

源の多様化が進んだ（図表 11）。また、人員削減を中心としたコスト削減を行うことで、高い利益率も達成しつづけている。このように、TD アメリトレードは、ブローカーレッジ業務を基本としながらも、アドバイス能力の強化、サービスの拡充を行うことで、既存のオンライン証券会社から大きく脱皮したといえよう。

### 3) アドバイザー業務に力を入れることで変革したチャールズ・シュワブ

#### (1) 総合化の失敗

IT バブル崩壊以後のチャールズ・シュワブの変革は、①2000年～2004年、②2004年7月のチャールズ・シュワブ会長復帰以降、③現在、という3つのステージに分類できる。

第一の期間は、ディスカウント・ブローカーからの脱却を目指した「総合化」が失敗した時期になる。総合化戦略の見直しを余儀なくされた理由としては、①競合他社と同じような戦略しかとっていなかった、②すでに囲い込みが行われていた分野へ参入した、③2004年頃から再び激化した手数料競争において同業他社に遅れを取った、といったことが挙げられる。

もともとチャールズ・シュワブは大手ディスカウント・ブローカーとして、コミッション収益に頼った経営を行ってきた。しかし、その一方で、IT バブル崩壊前後のチャールズ・シュワブは、大手証券会社と同じように総合的なサービスを提供できるまでの規模に育っていた。例えば、同社が2001年に行っていた業務には、リテール・ブローカレッジ、ウェルス・マネジメント、株式報酬プラン・サービス、401(k)事業、独立系アドバイザー支援業務、マーケット・メイキング、そして公共料金の支払やデビット・カード等の銀行的サービス<sup>9</sup>が含まれる。

しかし、こうしたサービスは、競合する総合型の手数料証券会社がすでに実行してい

図表 11 TD アメリトレード損益計算書

(単位：百万ドル)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009.Q1
純収益	564.6	454.7	430.8	713.3	880.1	1003.2	1803.5	2176.9	2537.4	610.7
コミッション・決済フィー	389.7	269.4	252.5	472.8	560.1	524.0	727.4	813.8	1017.5	287.1
金利収益	242.8	191.5	116.3	168.8	278.6	540.3	1032.0	1013.6	799.2	92.5
マネー・マーケット預金口座フィー	-	-	-	-	-	-	185.0	535.4	628.7	163.2
投資商品フィー	-	-	-	-	21.4	25.1	139.6	232.2	309.4	69.2
その他	21.9	37.8	74.2	89.5	83.4	80.2	55.4	37.5	32.2	6.4
金利費用	(89.8)	(43.9)	(12.3)	(17.8)	(41.9)	(141.4)	(335.8)	(455.5)	(249.6)	(7.6)
費用合計	648.6	571.0	459.3	485.9	421.2	449.7	1027.6	1148.2	1274.8	310.7
人件費	133.1	144.9	133.9	176.8	154.8	180.6	350.1	429.8	503.3	117.4
コミュニケーション	35.2	36.4	36.1	46.3	39.9	35.7	65.4	82.2	69.6	18.7
土地・設備	61.0	73.4	55.3	54.6	42.4	43.4	74.6	84.3	101.8	30.1
広告	225.8	134.8	61.0	90.4	100.4	92.3	164.1	145.7	173.3	46.7
減価償却	21.6	36.0	37.9	31.7	23.2	24.4	21.2	26.2	36.9	11.5
無形資産償却	-	-	-	-	-	-	42.3	54.5	59.3	15.5
プロフェッショナル・サービス	50.3	57.4	36.5	31.4	27.4	30.6	87.5	84.0	108.3	27.3
支払い利息	-	11.1	5.1	5.1	2.6	2.0	94.0	118.2	78.4	15.6
その他	121.5	77.0	93.4	49.7	30.5	40.7	128.4	123.3	143.9	27.3
純利益	-13.6	-91.2	-29.0	136.6	282.8	339.8	526.8	645.9	803.9	184.4

(注) TD アメリトレードは9月本決算  
(出所) 決算報告書より野村資本市場研究所作成

<sup>9</sup> 2001年当時は証券総合口座に付属している機能を銀行サービスとして提供していた。2003年にシュワブ・バンクを立ち上げてからは住宅ローンなどを含めた銀行サービスも展開。

た分野であった。また US トラストの買収を行って富裕層マーケットへの参入も試みたが、メリル・リンチやスミス・バーニーなどの牙城を崩すことができなかった。逆に、従来のコア事業であったブローカレッジ業務は、他のオンライン証券会社の値下げ戦略の影響を受けて、圧倒的な強みとはなくなってしまった。結局、シュワブは、大手証券会社の模倣をオンライン上で行っては過ぎず、顧客がどのようなサービスをどのように求めているのかという観点を持たずに総合化へ走っていたと考えられる。この時期のシュワブは、ターゲット顧客あるいは強みのある分野を絞り込めない中途半端な証券会社になってしまい、収益性も低下していた。

## (2) シュワブ会長の復帰とリストラ

第二の時期には、2000 年以降の反省を活かした経営が行われた。転機は、2004 年 7 月に創業者チャールズ・シュワブ氏が会長に復帰したことである。シュワブ氏は、①チャンネルを問わず顧客資産の増大に努める経営戦略の明確化<sup>10</sup>、②収益構造の改革、③コスト削減、の 3 点を実行した。顧客マーケティング戦略では 2005 年頃から始まり、現在まで続く「Talk to Chuck (チャックと話そう)<sup>11</sup>」というキャンペーンが注目される。このキャンペーンでは支店、オンライン、そしてコールセンターのいずれにアクセスしてもシュワブ CEO と同じ理念を持ったものが投資家の声に耳を傾けている、というメッセージが強調された。IT バブル崩壊や昨今の金融危機により将来に不安を感じる投資家のニーズに応えようとする会社の姿を市場に送り続けることにより、オンラインにとどまらず支店やアドバイザーを含めた企業全体で顧客に対応しようとしているイメージが作られた。

また、フィー・ビジネスによる収益の比重も高めた<sup>12</sup>。特に RIA の支援事業を強化していったことで、独立系アドバイザー経由での顧客預かり資産が増えていった。結果として 2008 年度の決算においては残高連動型収入が約 8 割を占めており、コミッションに依存する収益構造からの脱却に成功した(図表 12)。残高連動型収入とは、資産運用・管理手数料と純金利収入の合計で、取引連動型収入とはコミッション収入と自己売買収入から構成される。

更に、買収によって肥大化した組織のリストラにも取り組んだ。2003 年に買収した機関投資家向け調査情報提供企業であるサウンド・ビュー・キャピタルを 2004 年 8 月 31 日に売却、2000 年 3 月に買収した US トラストを 2006 年 11 月にバンク・オブ・アメリカへ、それぞれ売却した。また営業店舗の閉鎖なども行い、効率良く預かり資産を拡大させる方針へと転換していった。

<sup>10</sup> 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

<sup>11</sup> チャックはチャールズ・シュワブ会長のニックネームである。

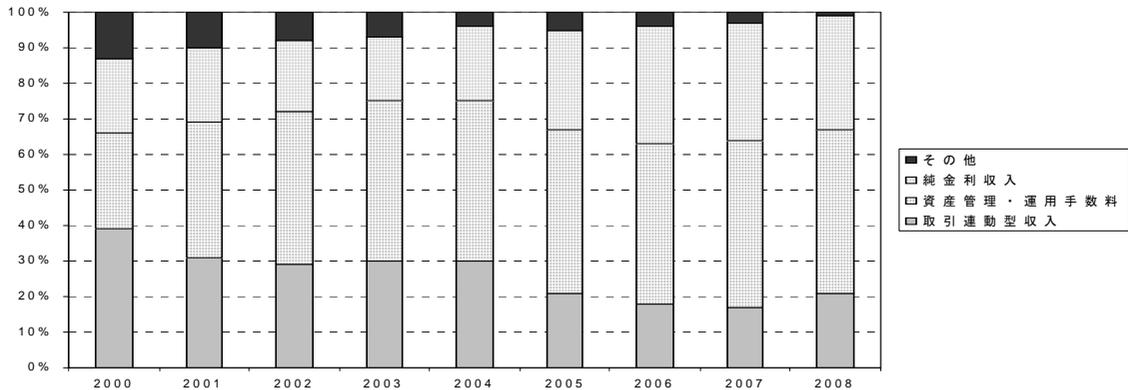
<sup>12</sup> 関雄太「再評価されるチャールズ・シュワブ」『資本市場クォーターリー』2006 年冬号

(3) すべてのチャネルへの経営資源投入

第三の時期である現在、チャールズ・シュワブは社内外のアドバイザーや IT など経営資源全てを活用して、あらゆる方面から顧客資産を獲得する態勢を整えた（図表 13）。

結果的に、シュワブの顧客預かり資産の流入額は 2008 年第 4 四半期まで 8 四半期連続でメリル・リンチを上回り、メリルとの預かり資産の格差は 2008 年末には約 1,000 億ドルまで縮まった（図表 14）。一方、ブローカレッジ業務も強化されており、一日平均取引高は前年比 47% 上昇している。2008 年の新規ブローカレッジ口座開設件数も前年比 26% 上昇するなど、RIA 支援事業とブローカレッジ業務の両輪で成長している。

図表 12 チャールズ・シュワブの収入構造の推移



(出所) 決算報告書より野村資本市場研究所作成

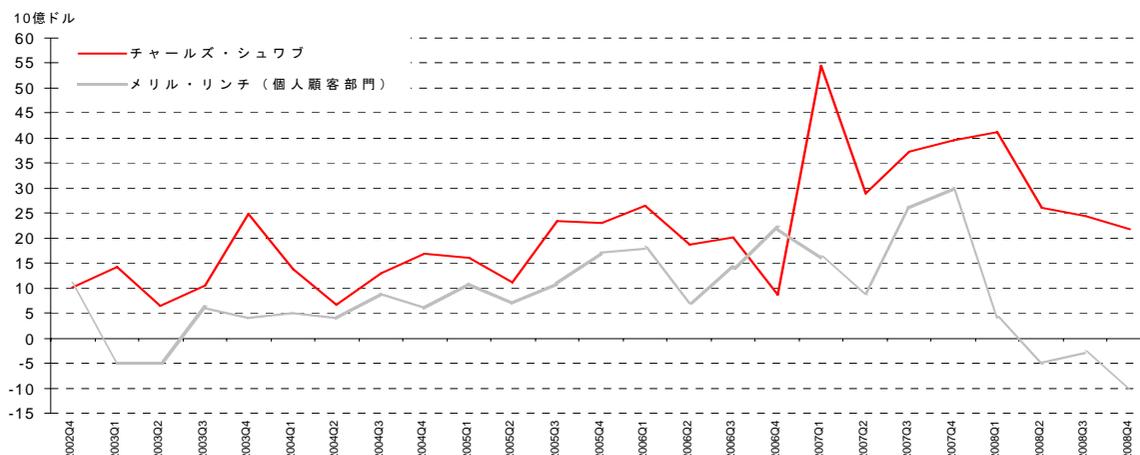
図表 13 チャールズ・シュワブのチャネル別情報

	インベスター・サービス	アドバイザー・サービス	コーポレート&リタイアメント・サービス
顧客	・大衆富裕層 (投資資産 \$5万~200万)	・富裕層 (個人)	・企業従業員、公務員など
マーケティングチャネル	・25万ドル以上に担当者 ・25万ドル未満はネット・コール ・300店舗	・独立系アドバイザー、 ファミリー・オフィス、 投資コンサルタントなどを經由 ・5,500名	・2000万ドル~20億ドルまでの退職年金プラン ・企業オーナー など ・300箇所のシュワブ・リタイアメント・センター
収益	・33.85億ドル (2008年度末)	・12.5億ドル (2008年度末)	・5.04億ドル (2008年度末)
預り資産	・4826億ドル (2008年度末)	・4772億ドル (2008年度末)	・1772億ドル (2008年度末)
口座件数	・730万口座	・170万口座	・130万口座
提供サービス商品	・株式売買 ・投資情報 ・アクティブ・トレーダー向けシステム ・ポートフォリオ構築サービス ・SMA ・金融資産コンサルティング・サービス ・シュワブ・ワン など	・オンライン口座開設サービス ・現金決済 ・信託銀行業務 ・ビジネス・スタートアップ・サービス ・オルタナティブ商品 ・ポートフォリオ・リ balancer ・その他カस्टディ業務全般 など	・401(k) ・ストック・オプション ・自社株対策 ・投資信託決済 ・従業員株式売買管理サービス ・確定給付型年金 など

(注) アドバイザリー・サービスとコーポレート&リタイアメント・サービスはインスティテューショナル・サービスに統合予定。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

図表 14 チャールズ・シュワブとメリル・リンチの資産流入額推移



(出所) 各社決算報告資料より野村資本市場研究所作成

またシュワブの変革の背景には、オンライン証券会社として培った IT 技術の高さがあったと考えられる。IT 戦略において同社が積極的に取り組んできたもののひとつに、カスタディ・サービスがある。カスタディ・サービスは装置産業的な側面があるために、最先端の情報技術を駆使した口座管理・取引報告サービスを提供できるのは、大手年金等を顧客に有し、巨額の投資ができる大手信託銀行だけと考えられてきた。しかし、シュワブは、従来から行ってきた RIA へのカスタディ・サービスにとどまらず、中堅・中小規模の信託銀行・会社向けにも同様のサービスやシステムを提供し始めた<sup>13</sup>。

アドバイス業務と IT の融合を進めてきたチャールズ・シュワブは、金融危機の進展でメリル・リンチ、モルガン・スタンレーなどの総合証券会社の株価が急落する中でも、相対的に高い評価を維持し続けている（図表 15）。チャールズ・シュワブのビジネス・モデル改革が、市場からも評価されていることを表しているといえよう。

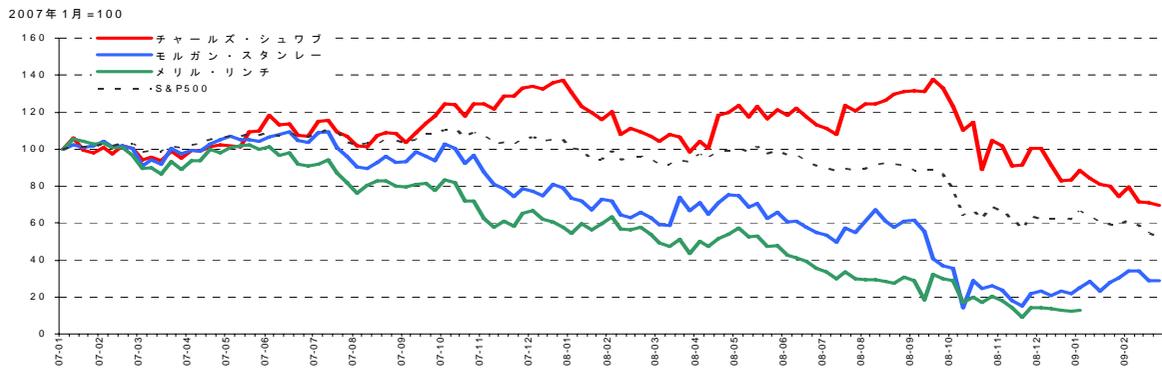
### 3. まとめ

上記の 3 社の動向をまとめてみると、それぞれオンライン専門証券会社から、①E トレードは銀行業務を中心とするオンライン専門金融機関、②TD アメリトレードはオンラインブローカレッジ業務を軸に幅広い投資サービスを提供する総合証券会社、③チャールズ・シュワブは、優れた IT プラットフォームを武器に自社および独立系のアドバイザー経由で顧客預かり資産の増大を目指す総合証券会社、に変化したと言える。

結果的には、証券業務との関連性が薄い銀行業務に比重を傾けていった E トレードは経営の危機に立たされることとなった。一方、紆余曲折はあるものの対象顧客、そして自

<sup>13</sup> 沼田優子「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～米国個人向け証券業において垣間見られる新しいビジネス・モデルの台頭～」『金融情報アップデート』No09-06（2009年1月21日）

図表 15 チャールズ・シュワブと競合他社の株価推移（週次ベース）



(注) メリル・リンチはバンク・オブ・アメリカとの統合により 2008 年 12 月末で上場廃止  
 (出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

社のコア事業をしっかりと認識できた TD アメリトレードとチャールズ・シュワブはこの金融危機の中においても、増収増益基調を維持している。

なお、その他のオンライン証券会社についてみると、まずフィディリティは、自社の投資信託を確定拠出年金プランや直販チャンネルを通じて販売するというビジネスを土台に、年金・人事厚生を総合的にカバーする職域ビジネスや、他社の金融商品も含むブローカレッジ業務の強化にも努めてきた。フィディリティは他社のように M&A を行ってこなかったが、2000 年以降の不況時にも情報システムへの大型投資を継続したことにより、3 部門（リテール証券、職域・年金、クリアリング）のすべてで、インターネットとコールセンターを活用して高品質な投資サービスを効率よく提供できる体制を築き上げた。現在では、リタイアメント・年金を軸とした総合リテール金融機関と呼ぶべきだが、結果的に、図表 1 にみるように、一日平均取引高の増加率は他社と比べても高く、オンライン証券としても大きな成功を収めたといえることができる。

スコットトレードは、買収に頼らず、独自の店舗展開を中心とする経営戦略を行ってきた。これまで年間平均約 20 店舗の出店を行い、現在では全米に 370 店舗以上を構えており、ネットと対面営業の融合を一貫して目指している。

このように、米国のオンライン証券業界は、コミッション収益に依存する体質から脱却する中で、投資家のニーズと市場環境に適応するため柔軟にその形態を変化させてきたことがわかる。しかし、近視眼的に利益増大を求めるのか、ベビーブーマー層の動向など世の中の大きな流れや顧客満足度に適合しようとするのかで、各社の中で戦略や業績には大きな格差が生じていったと考えられる。

## II 特色のある現在の米国オンライン証券ビジネス

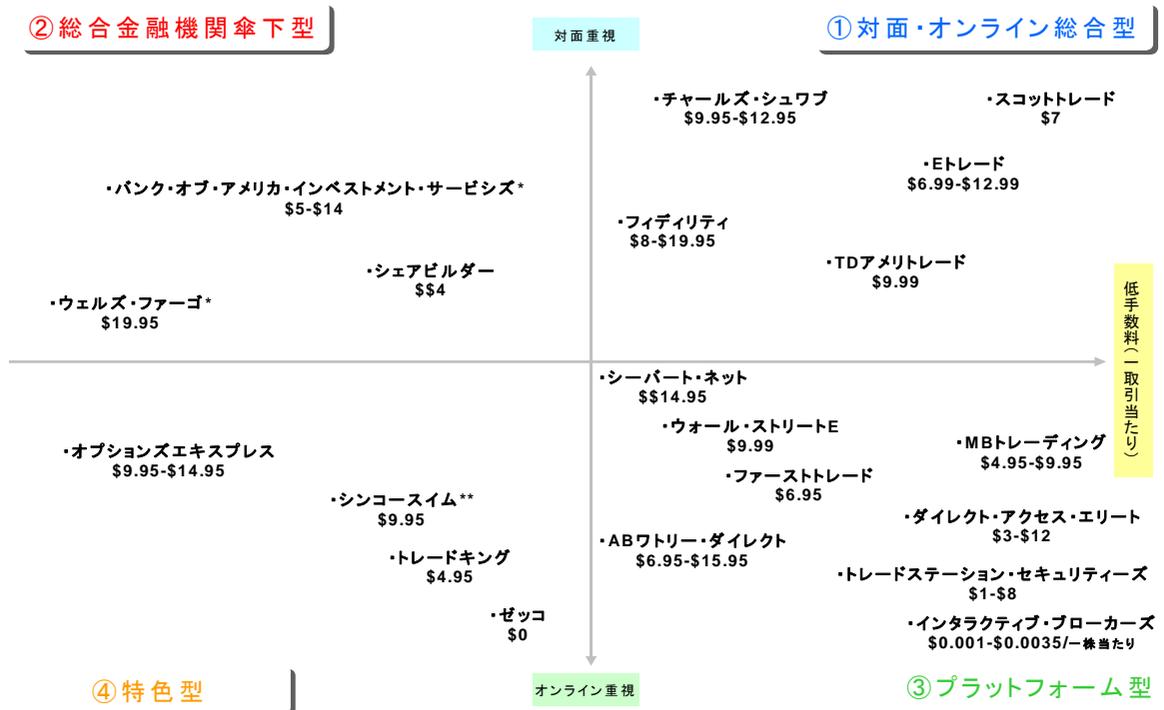
### 1. オンライン証券会社の現状

激しい価格競争と M&A の末に、これまで取引執行業務依存型ばかりだった米国オンライン証券業界は、大きく分けて、①対面・オンライン総合型、②総合金融機関傘下型、③取引執行業務型、④特色型、の 4 つに分類されたと考えられる。図表 16 は、20 社の有力オンライン証券会社を、対面との融合度合い、コミッションの水準によって、4 つのグループに分類したものである（企業名の下にある数字は株式一取引当たりコミッション水準である）。

①の分野に属するのは、IT バブル崩壊後に店舗やアドバイザーの拡充を行っていくことで対面営業とオンライン取引の融合を図ってきた、かつての大手ディスカウント・ブローカーである（対面・オンライン融合型）。

②は、大手総合金融機関の傘下となっているオンライン証券会社である。バンク・オブ・アメリカやウェルズ・ファーゴはオンライン・バンキングとの融合を一つの目標とし

図表 16 2009 年時点の米国オンライン証券業界（概念図）



(注) 1.バンク・オブ・アメリカ・インベストメント・サービス並びにウェルズ・ファーゴは一定条件を満たした顧客へはオンライン株式取引無料サービスを提供している。

2.シンコースイムは 2009 年 1 月 TD アメリトレードが買収

(出所) “Top 20 brokers for individual investors”, Broker Adviser, 2008 Fall、各種資料より野村資本市場研究所作成

て、顧客満足度の向上や預金獲得のためのツールとして活用している。また、ING傘下のシェアビルダーは、累積投資を行う顧客をメイン・ターゲットにしている<sup>14</sup>。

③の企業群（プラットフォーム型）は、ソフトウェアや高度な取引プラットフォームを特徴とするオンライン証券会社で、中には、個人投資家以上にヘッジ・ファンドや機関投資家向けにアルゴリズム取引などの高度な取引サービスを提供することを主たる事業とする企業もある。

④の特色型は、オプション取引を行う投資家をメイン・ターゲットとしているオプションズエクスプレスやシンコースイム、ソーシャル・メディアとオンライン証券を組み合わせたトレードキングやゼッコなど、特色があるビジネスに取り組むことで存在感を示している企業群で、多くはベンチャー的な会社である<sup>15</sup>。

## 2. ケーススタディ

オンライン証券会社のビジネス・モデルは、一般的なインターネット企業と同じく、模倣されやすいという特性を持つ。したがって、オンライン証券会社にとって「特徴のあるサービスを提供している」ではなく「将来の成長が期待できるビジネスに焦点を当ててい

図表 17 米国の主な中堅・新興オンライン証券会社

	創設年	顧客層	サービスの特徴
オプションズエクスプレス ( <a href="http://www.optionsxpress.com/">http://www.optionsxpress.com/</a> )	・2000年	・個人中心(頻繁に取引をする投資家)	・オプション取引中心 ・オプション用投資教育ツール充実
オプションズハウス ( <a href="http://www.optionhouse.com/">http://www.optionhouse.com/</a> )	・2005年	・個人並びに機関投資家	・ウェブテクノロジーを駆使した トレーディング・ツール提供
トレードキング ( <a href="http://www.tradeking.com/">http://www.tradeking.com/</a> )	・2005年	・個人投資家(若者中心)	・業界初ソーシャル・メディアとオンライン証券融合 ・使いやすいトレーディング・ツール開発
ジャスト・トゥ・トレード ( <a href="http://www.just2trade.com/">http://www.just2trade.com/</a> )	・2006年	・個人投資家 (2年以上投資経験のある投資家)	・1株当たり2.5ドル、オプション50セント という格安手数料提供
ゼッコ ( <a href="http://www.zecco.com/">http://www.zecco.com/</a> )	・2006年	・個人投資家(若者中心)	・一定条件満たせば手数料無料サービス ・ソーシャル・メディアとオンライン証券融合
ウォール・ストリートE ( <a href="http://www.wallstreete.com/">http://www.wallstreete.com/</a> )	・2007年に ADPより独立	・一般的な個人投資家	・セルフ取引、格安サービス、フルサービス に分類してサービス提供 ・独立系アドバイザー支援業務も展開
シンコースイム ( <a href="https://www.thinkorswim.com/">https://www.thinkorswim.com/</a> )	・1999年	・個人並びに機関投資家	・オプション中心 ・トレーディング・プラットフォーム提供
ABワトリー・ダイレクト ( <a href="http://www.abwatley.com/">http://www.abwatley.com/</a> )	・1958年 オンライン取引は 1997年開始	・個人並びに機関投資家	・高度な取引プラットフォーム提供
ダイレクト・アクセス・エリート ( <a href="http://www.directaccesselite.com/">http://www.directaccesselite.com/</a> )	・1995年	・機関投資家中心	・さまざまな電子証券取引ネットワーク提供
ファーストトレード ( <a href="http://www.firsttrade.com/">http://www.firsttrade.com/</a> )	・1985年 オンライン取引は 1997年より開始	・個人投資家	・オンライン・フル・サービス提供 ・中国語サイトあり
インタラクティブ・ブローカーズ ( <a href="http://www.interactivebrokers.com/">http://www.interactivebrokers.com/</a> )	・1977年	・個人並びに機関投資家	・高速執行トレーディング・プラットフォーム提供 ・高度なトレーディング・プラットフォーム提供
MBトレーディング ( <a href="http://www.mbtrading.com/">http://www.mbtrading.com/</a> )	・1999年	・個人並びに機関投資家	・高速執行トレーディング・プラットフォーム提供 ・高度なトレーディング・プラットフォーム提供
シーバート・ネット ( <a href="https://www.siebertnet.com/">https://www.siebertnet.com/</a> )	・1967年	・個人投資家中心	・大口投資家とは交渉による手数料割引あり
トレードステーション・セキュリティーズ ( <a href="http://www.tradestation.com/">http://www.tradestation.com/</a> )	・1982年	・個人並びに機関投資家	・高度なトレーディング・プラットフォーム提供

(出所) 各社資料より野村資本市場研究所作成

<sup>14</sup> 関雄太「個人投資家の資産運用への活用がすすむ米国ETF」『資本市場クォーターリー』2005年夏号

<sup>15</sup> 他の金融機関の取り組みについて、中村仁「米国金融機関におけるソーシャル・メディアの活用」『資本市場クォーターリー』2009年冬号参照。

るか」「戦略的な IT の活用ができているか」などが大切になる。例えば、収益性の高いアセット・クラスに焦点を当てることや競合他社との過当競争をさけるといった戦略である。以下では、①オプション取引中心で収益性の高い業務に取り組むオプションズエクスプレスや、②顧客囲い込みのためにオンライン証券を利用するバンク・オブ・アメリカ、の2社を紹介する。

### 1) オプションズエクスプレス

米国のオプション市場は近年、①透明性の高さ、②24 時間取引が行えること、③取引可能商品の多さ、などを背景に、国内外のファンドや個人の資金が流れ込んできたことにより取引量が急速に増加してきた。特に、個別株オプションの市場規模が大きく、深みがあることが特徴である。現物株とオプションを組み合わせた投資に関心を持つ個人投資家も増えており、こうしたニーズの獲得に力をいれるオンライン証券会社が出てきた。オプションズエクスプレスは、その中の代表的な一社である。

オプションズエクスプレスは、2005 年にナスダックに上場を果たし、現在、総資産 11.55 億ドル、従業員 303 名を有するオンライン証券会社である。「教育 (Education)」「評価 (Evaluation)」「執行 (Execution)」の 3E をモットーに、オプション・先物取引を中心に投資家へブローカレッジ・サービスを提供している。

第一の E である教育では、「インベストメント 101」という、初めて投資を行う投資家向けにオプション、先物、株、債券、投資信託の基本情報を提供する講座をネット上に設けている。他にも、投資に関する無料のイベントを各地で行ったり、ウェビナーを発信したり、オプション投資戦略分析ツールを配置するなど、投資教育に注力している。さらに、税金に関する情報もサイトに掲載している。こうした機能の活用を誘導・推進するため、カスタマー・サービスとして、約 100 名のスタッフをシカゴ、イリノイ、エル・パソ、そしてテキサスに配置している。

2 つ目の E である評価に関しては、投資判断をスムーズに行うための高度な分析ツールが付加されており、顧客がオプションの価格を評価するのに役立っている。オプション投資戦略の事例なども掲載されており、難しいとされているオプション価格の算出や戦略を容易にすることで、個人投資家がオプション市場へ参入しやすいようにしている。

最後の E である執行においては、①標準のプラットフォーム、②RIA 用のブローカーズエクスプレス、③カナダ・シンガポール・オーストラリアそして欧州でライセンスを獲得しているオプションズエクスプレス・インターナショナル、④先物専用のオプションズエクスプレス・フューチャー、という 4 種類のプラットフォームを用意し、単に執行の速さだけでなく、注文を行いやすい画面や自動取引、そして過去の注文履歴の閲覧機能など、さまざまな付加価値を提供している。

2008 年第 4 四半期時点でのオプションズエクスプレスの口座数は 31 万 8,600 件、一日平均収益取引高は 43,600 件と、5 年前と比較して急激な成長を遂げている (図

表 18)。

総取引高の 70%はオプション取引によるもので、1 契約当たり 1.5 ドル、一取引当たり最低コミッション 14.95 ドルという、安価なオプション取引手数料が成長を牽引してきたことは間違いない<sup>16</sup>。しかし、株式への手数料なども含めると、オプションズエクスプレスの一取引当たり平均コミッションは、他のオンライン証券会社と比べて安いわけではない。近年、一取引当たり平均コミッションは下落しているが、オプションと比較して低い手数料を提供する先物の取引業者であるオープン E クライを 2008 年 7 月 1 日に買収したことなどが影響しているもので、一方で固定費は少なく、信用取引への依存度もそれほど高くない。こうした背景から、毎年 40%近い税引き後利益率を達成するなど、収益性・安定性が高いのがオプションズエクスプレスの特徴となっている（図表 19）。

他にも 2004 年 5 月から開始された RIA 向けプラットフォームは、2008 年第 1 四半期までで 13,400 件の口座と 9.5 億ドル以上の顧客資産を獲得している。このプラットフォームでは、株式、債券、投資信託、オプション、先物、そして SMA などを提供している。

米国のオプション契約数は飛躍的に増加してきた。現在米国には 4,000 万近くのオンライン口座があるが、オプション取引の口座は 450 万ほどと推定されている<sup>17</sup>。オプションズエクスプレスの顧客件数は 30 万件ほどであるため、市場も同社もまだまだ成長できるとの見通しを立てている。個人投資家へのオプション取引の啓蒙活動をどこよりも積極的に行い、高度なトレーディング・システムも保有するオプションズエクスプレスはオンライン証券業界でも目立った存在となっている。同社の今後の成

図表 18 オプションズエクスプレスの口座関連情報

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
口座件数	57,700	101,000	161,800	204,600	262,400	318,600
一日平均収益取引高	7,600	13,600	19,600	27,200	35,500	43,600
一取引当たり平均コミッション	\$19.90	\$20.99	\$18.54	\$18.13	\$17.38	\$15.27
取引高/通期平均口座件数	47	43	38	37	38	38

(出所) 決算報告書より野村資本市場研究所作成

図表 19 オプションズエクスプレスの業績推移

(単位：百万ドル)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
コミッション	38.09	71.57	91.41	123.31	153.91	167.56
純金利収益	1.27	3.65	23.81	30.78	55.48	45.16
純収益	48.18	93.07	128.98	186.93	247.03	246.56
費用	20.96	40.84	48.73	70.05	87.48	105.24
税引き前利益	27.22	52.23	80.25	116.89	159.55	141.32
税引き後利益	16.36	31.21	48.74	71.73	97.72	90.32
税引き後利益/純収益	33.9%	33.5%	37.8%	38.4%	39.6%	36.6%

(出所) 決算報告書より野村資本市場研究所作成

<sup>16</sup> David Fisher(CEO), Adam DeWitt(CFO), "William Blair Conference", *Presentation*, 2008/6/19

<sup>17</sup> David Fisher(CEO), Adam DeWitt(CFO), "William Blair Conference", *Presentation*, 2008/6/19

長戦略としては、①リテール・オプション市場でのシェア拡大、②先物ビジネスの拡大、③リテール・オンライン証券市場でのシェア拡大、④RIA や法人への業務拡大、⑤グローバル化、⑥買収による規模拡大、の6点が挙げられている。

## 2) バンク・オブ・アメリカ・インベストメント・サービスズ (BAI)

米銀最大手であるバンク・オブ・アメリカ (BofA) も、オンライン証券取引サイトを運営している。

近年、BofA でリテール証券顧客を取り扱っていたのは、グローバル・ウェルス・アンド・インベストメント・マネジメント (GWIM) 部門の、バンク・オブ・アメリカ・インベストメント・サービスズ (BAI) という子会社である。BAI は、プレミア・バンキング・アンド・インベストメント (PBI) 部門と連携し、対面アドバイスの他に、オンライン・バンキングとオンライン・インベストメントも提供している。

(図表 20)。BAI のサイトは、自主取引用サイトとフル・サービス用サイトに分かれている。前者はアドバイザーなどのサービスを必要としない投資家向けで、後者は顧客一人一人にアドバイザーがついて投資サポートを行うものである。BAI は、自主取引サイトを通じ、BofA の預金口座に 2 万 5,000 ドル以上の残高を有する顧客が、月間 30 回まで無料でオンライン株式取引ができるサービスを 2006 年第 4 四半期より開始した。また、US トラストとプライベート・ウェルス・マネジメント部門の顧客は、自動的に同サービスを享受することができる。他社でオンライン株式手数料を無料で提供しているところはなかったため、サービス開始当初は、オンライン証券業界に衝撃が走った。

ただし、セレント・コミュニケーションズの調べによると年間で 360 回以上取引を行うようなアクティブ・トレーダーは米国で数十万人しかしない (図表 21)。また、

図表 20 バンク・オブ・アメリカのリテール証券部門 (メリル・リンチとの合併前)

		グローバル・ウェルス・アンド・インベストメント・マネジメント部門			
		バンク・オブ・アメリカ・インベストメント・サービスズ		ウェルス・マネジメント	
		セルフ・ダイレクトィッド・インベスティング	フル・サービス・インベスティング	プレミア・バンキング・アンド・インベストメント	USTラスト、プライベート・ウェルス・マネジメント
最低預け入れ金額		下限なし	投資資産10万ドル以上 (絶対必要金額ではない)	投資金額と預金 合わせて10万ドル以上	投資資産300万ドル以上
主なサービス内容		・オンラインでのセルフ取引 ・2万5000ドル以上の預かり 資産があれば月間30回まで オンライン株式取引無料	投資アドバイザーがついて 投資提案を行う	投資資産だけでなく、 資産全部についての アドバイスを受ける	専門のアドバイザーが 専属で富裕層向け アドバイスを行う

(出所) BofA ホームページより野村資本市場研究所作成

図表 21 米国アクティブ・トレーダーの推定人数 (2005 年)

	推定人数
年間50回取引	75万から80万人
年間120回取引	35万人
年間500から1,000回取引	10万人
年間1,000回以上取引	3万人

(出所) セレント・コミュニケーションズ資料より野村資本市場研究所作成

アクティブ・トレーダーは通常、取り扱っている商品数や執行スピードや執行方法などを選択基準にするため、BAI の提供する取引プラットフォームでは十分とはいえない。にも関わらず、BAI がこのようなサービスを開始した背景には、BofA がマスアフルメント層に対して展開する「リレーションシップ・ベスト・オフリング」戦略がある。すなわち、すでに BofA と関係を有している顧客に対して、より高い付加価値を提供し、結果として顧客を維持するとともに、既存顧客から多くのビジネスを創り出すのが第一の狙いと考えられる。もともと BofA のオンライン・バンキングはアクティブ口座が 2,520 万件以上あり、全米で一番の多さとなっている<sup>18</sup>。そこにブローカレッジ業務を付加させることで、預金口座を軸にあらゆるサービスを幅広い顧客層に提供できる仕組みを築いたといえよう。

また、大手証券会社と比較して遅れているリテール証券部門の強化を目指したということも考えられる。

ただし、2008 年末時点の PBI 部門の陣容をみると、顧客担当者 5,541 人、預かり資産は 2,900 億ドルとなっており、営業担当者一人当たり預かり資産は 60 万ドル弱と、大手証券会社と比較して 10 万ドルから 30 万ドルほど少ない。また、無料オンライン取引にしても、第三者機関が行うオンライン証券会社の評価や人気ランキングにおいて、BAI の評価は決して高くない<sup>19</sup>。やはり、ベビーブーマーを中心としたマスアフルメント層投資家はアドバイスを求めており、無料取引だけでは十分にニーズを吸い上げられない可能性があるかと推測される。

BAI の「価格破壊」的な試みは、今までのところ、預かり資産の増大にはあまり貢献していない可能性が高い。それでもサービス開始からまだ 1 年ほどしか経っていないことを考慮する必要はあるし、BofA が、オンラインを通じて銀行・証券サービスを一体的・効率的に提供しようとしている点は、大いに注目されるべきであろう。

一方で、BofA は、2009 年 1 月にメリル・リンチを買収完了したことにより、ファイナンシャル・アドバイザー約 2 万 1,000 人、顧客預かり資産約 2 兆ドルの巨大リテール証券を傘下に収めることとなった。

もはや米国において、資産設計や証券サービスとは特別なサービスではなく、銀行顧客にとっても住宅ローンなどと同じように、「提供されて当然」のサービスになっ

<sup>18</sup> 2007 年度アニュアル・レポート参照。

<sup>19</sup> Theresa W. Carey, "Making it click: Annual Ranking of the best online brokers", *BARRON'S*, 2008/3/17

てきた。今後、BofA が証券業務と銀行業務の融合を目指す中で BAI の役割はどのように変わっていくのか、そしてメリル・リンチとの合併は BofA のオンライン戦略にどのような影響を与えていくのかといった点に注目が集まろう。

### III おわりに

以上のようなオンライン証券業界の変遷から見えてくるのは、米国のリテール金融ビジネスが、①アドバイス業務の重視、②IT の重視、③大胆で柔軟なビジネス・モデルの変更、という 3 点によって大きく変化してきたということである。すなわち、IT バブル崩壊以後、リテール金融ビジネスは、投資家がアドバイスを求めるようになってきたことで、単一の商品販売や株式売買によるコミッションによる収入に頼るのではなく、資産設計を相談できる相手としての地位を築き、投資家から資産を預かることで収益を上げる体制を整えざるを得なくなった。また、顧客対応のチャンネルが多角化し、カスタマイズ化したアドバイスの提供が求められるようになったことなどで、IT を積極的に活用できるかどうか、預かり資産の拡大を目指す上で、結果を左右しかねない重要な要因となってきた。

ただし、このような IT の活用は、市場環境が良かった近年に急速に進展したわけではない。チャールズ・シュワブやフィディリティの場合、むしろ、IT バブル崩壊後の業況が苦しい時期に IT 投資を継続的に行ってきたことが、現在の競争力につながっている。また、2000 年代の IT 投資においては、大量の金融商品を安価なコミッションで提供することではなく、大量の選択肢からの検索・シミュレーション・最適化といった機能を IT で代替しアドバイザーを支援すること、また自社アドバイザー以外のチャンネルにも IT を援用し、資産獲得を目指すことが重要視された。

こうした環境変化により、顧客から見たときの「オンライン」と「対面」の境界線は、きわめて曖昧なものとなった。米国のリテール投資家が、高度なプランニング・顧客本位な商品選択ができるアドバイザーに、より高い信頼を置くようになった以上、アドバイザーを IT で「武装」することが、「対面」を重視していた金融機関にとっても必須となったといえよう。一方で、この激変に対応するために、かつて「オンライン専業」を掲げたディスカウント・ブローカーのいくつかは、自社の役割・存在意義すらも大胆に再定義してしまい、ただ生き残るだけでなく、リテール金融業界の中で大きな存在感を示すまでになったのは驚くべきことである。

日本の金融業界では、いまだに「オンライン証券」と「対面営業型の総合証券」の間にあたかも壁があるかのようなイメージを持ちがちだが、今後も環境変化が起きないことを前提に行動するのか、アドバイスと IT を軸に積極的にビジネス・モデルの変革をしていくのか、米国の経験を参考に、問い直すべき時期に来ている可能性があるだろう。