

# 金融危機下の米国ネット証券会社

伊豆 久

はじめに

小稿の目的は、今回の金融危機のもとでの米国大手ネット証券会社の経営動向を検証することである。金融危機は投資銀行に極めて大きな打撃を与えたが、ネット証券に分類されるリテール証券会社についてはどうだったのだろうか。

まずは、大手三社の株価の推移を見てみよう。図1は、二〇〇四年末に一〇〇ドルをそれぞれの会社に投資したとして、住宅バブルとその崩壊をはさんだ五年後のリターンを示したものである。TDアメリトレード社 (TD AMERITRADE Holding Co.)、チャールズ・シュワブ社 (The Charles Schwab Co.) がすでに〇六年末の株価を回復しているのに対して、証券業全体(ダウジョーンズ投資サービス業指数)はまだそこに至っていない。そしてEトレード社 (E\*TRADE Financial Co.) については、五年前の一〇分の一程度の水準で低迷しており、実際、投資ファンド、シタデル (Citadel Investment Group L.L.C.) から資本注入を受け、現在再建途上にある。

明暗を分けた要因は何だったのか。以下、各社の経営状況を順に見ていこう(以下の図表はいずれも各社の一〇Kレポート、アニュアル・レポート、プレス・リリース資料による)。

# 1 チャールズ・シュワブ社

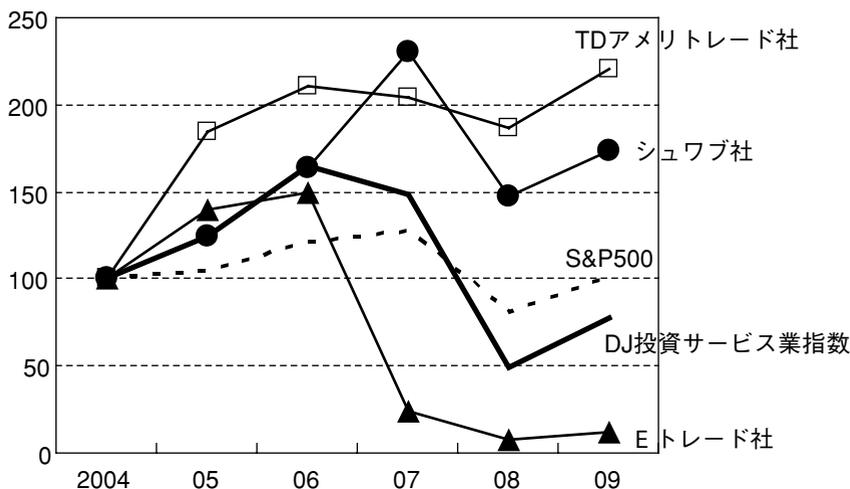
初めに、業界最大手のシュワブをとりあげよう。

同社の収益と純利益の動向を見ると(図2)、それらが、ヘITバブル(一九九〇年代後半)とその破裂(二〇〇〇年代前半)、住宅バブル(二〇〇〇年代後半)とその破裂(二〇〇〇年代末)という証券市場の二つの循環に大きく規定されていることがわかる。

しかしながらITバブル期の業績の上下の振れに比べて、今回の住宅バブル期はその変動が小さい。その理由は、収益の構成が従来の「売買手数料」中心から「資産管理手数料」中心へと大きく変化したことにあると思われる(図3)。つまり、シュワブは、一般にネット証券大手と分類されるが、実態としては、自社投信を含む投資信託の販売・管理会社であり、それが業績の安定をもたらしているのである。

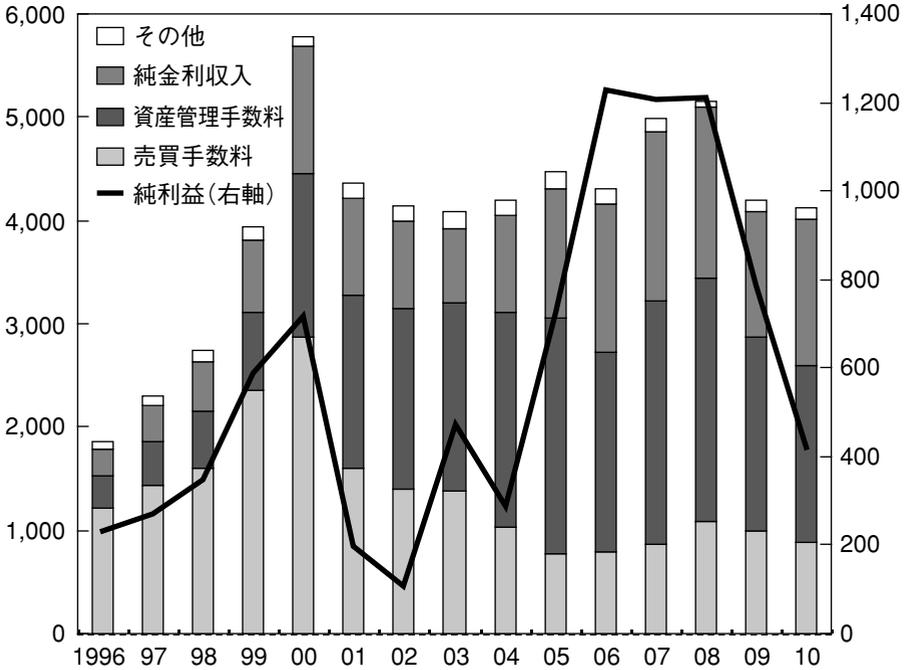
売買手数料中心から資産管理業務中心への移行の背景として考えられるのは、一つには相場動向(非売買件数)に左右されない収益基盤の構築を目指した戦略的選択であるが、もう一つは委託手数料の大幅な低下という現実である。図4の一件あた

図1 各社の株価の推移



(注) 各年末。TDアメリカトレードは9月末。配当を再投資した累積投資収益率。

図2 シュワブ社の収益・利益の推移 (100万ドル)



(注) 2010年の数値は上半期×2で計算 (以下同じ)。

図3 シュワブ社の収益構成

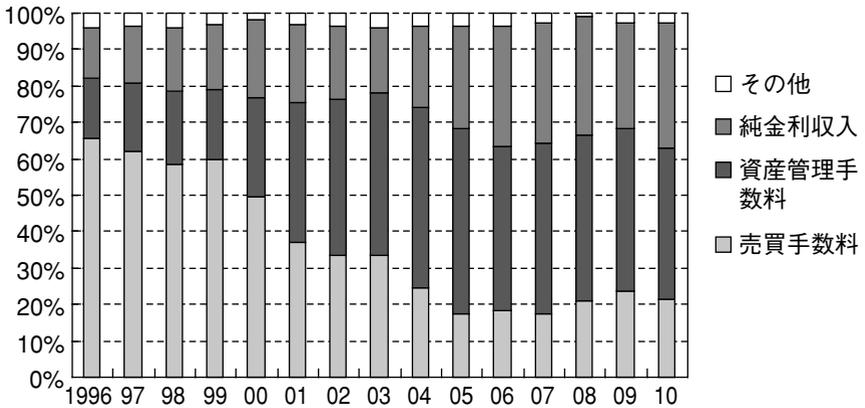
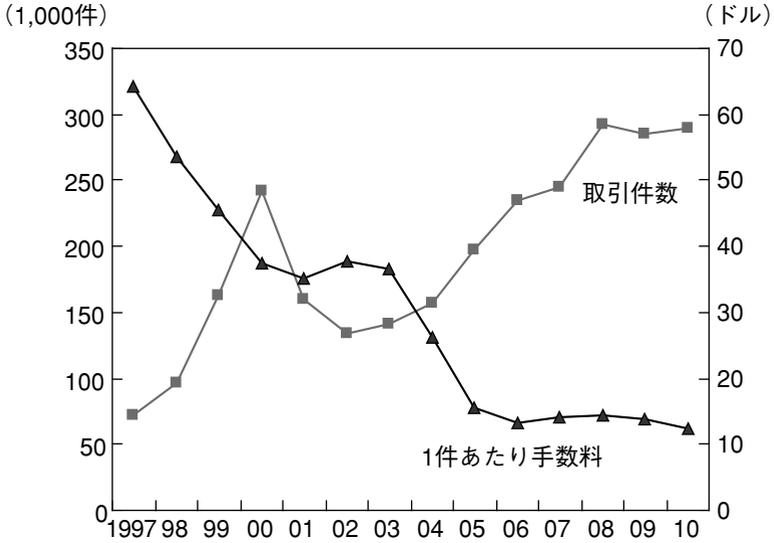
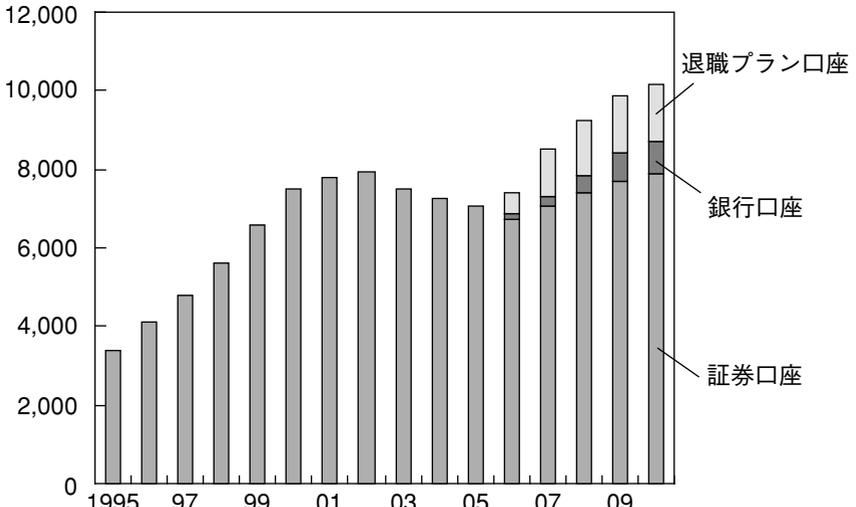


図4 シュワブ社の顧客取引件数・手数料



(注) 取引件数は1日平均。手数料無料の取引を除く。

図5 シュワブ社の顧客口座数 (1,000)



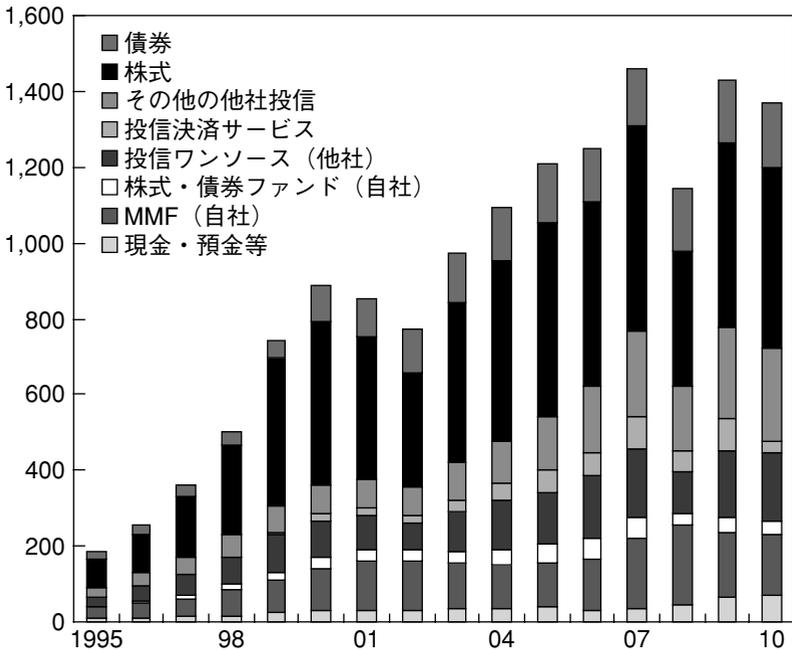
(注) 証券口座は稼動口座 (残高があるか8ヶ月以内に取引実績のある口座) のみ。

り取引手数料は、(シユワブ社が「ワンソース」という名称で提供している手数料無料の投信売買などを除く) 有料の証券取引を対象にしたものであるが、九〇年代末と〇〇年代半ばの二度にわたって大きく下落している。対面や電話取引からネット取引への移行、同業者間での激しい競争の結果、取引件数自体はITバブル期の水準を上回っている現在においても、売買手数料収入はピーク時の三分の一にすぎない。

ITバブルの崩壊による売買手数料の下落、利益の大幅な減少はシユワブに厳しいリストラを余儀なくさせたが、そうしたなかでも増収を続けたのが資産管理業務である。

預かり資産の内訳を見ると(図6、二〇〇九年末)、投資信託がほぼ半分を占め(五〇・二%)、残りが株式(三四・一%)、債券(一一・七%)、現預金(四・六%)、信用融資残(▲〇・六%)となっている。投信は、シユワブの投資顧問子会社が運用する

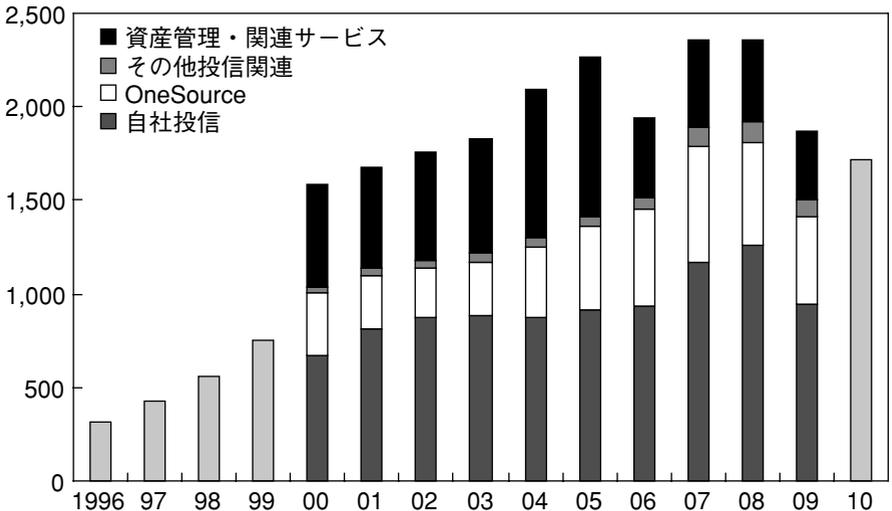
図6 シユワブ社の預かり資産 (10億ドル)



自社投信が一五・〇％（MMF一二・〇％、株式・債券ファン  
ド三・〇％）で、他社の投信が三五・二％である。預かり資産  
に占める株式の割合は三分の一にとどまり、投信中心の構成に  
なっていること、ただし自社投信のシェアは低くそれもMMF  
中心であることがわかる。しかしながら自社投信は運用報酬が  
入るため、預かり資産で一五％のシェアにすぎないものの、資  
産管理業務収益の五〇・六％をあげている（図7）。

次に、こうした資産がどのようなチャネルで集められている  
のか見てみよう。図8の「個人投資家」は、ネットや支店（三  
〇四店舗）を通じて直接シュワブと取引する顧客である。「提携  
投資顧問」とは、約五五〇〇にのぼる独立系の投資顧問業者で、  
それらは、主に個人投資家を顧客として投資顧問料を受け取る  
一方、シュワブを保護預かり・売買執行等のサービス提供者と  
して利用しているのである。こうした独立系投資顧問に対する  
バックオフィス業務の提供は証券会社における一つの業務分野  
として確立しており、現在は大手証券会社で営業員をしている  
ものの投資顧問として独立を目指す個人に対する開業支援、既  
存投資顧問会社への移籍支援に始まり、システムの提供、顧客

図7 シュワブの資産管理収益（100万ドル）



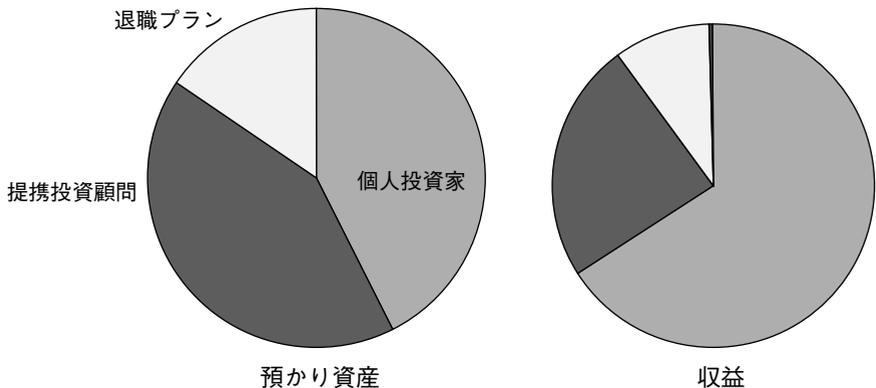
獲得のためのマーケティング支援、各種レポートの提供、コンプライアンスサービスの提供などがおこなわれている。ここでは、最終投資家は投資顧問の顧客であり、証券会社にとっては投資顧問が顧客となる。そして、シュワブはこの分野においても、トップのシェアを維持しているのである。

三つ目の「退職プラン」は、四〇一Kなどの退職年金口座や株式報酬などにともなう口座である。当然のことながら、「提携投資顧問」部門や「退職プラン」部門は、相対的に預かり資産の比率が高く、収益に占める比率は低くなるが、相場動向に左右されにくい安定した収益基盤となっていると言えるであろう。

実は、シュワブはもう一つのチャンネルとして、二〇〇〇年に、老舗信託銀行であるUSTラストを買収しているが、これは失敗に終わった（〇六年にバンカメに売却）。資産額を大きく増やしたシュワブの既存顧客にプライベート・バンキング・サービスを提供し、USTラストの顧客にはシュワブの投信等を提供することが目論まれたが、顧客層の違いや、顧客を奪われることを恐れた提携投資顧問からの批判などから思った成果を挙げることができなかった。

しかしながらシュワブは、投資信託の幅広い品揃えと低価格でのサービ

図8 シュワブ社の部門別構成（2008年）



ス提供を誇る巨大リテール証券会社としての地位を維持・強化してきたのであり、証券業界のなかで見れば今回の金融危機からの影響を極めて小さく抑えることができた会社の一つだと言えるであろう。

## 2 Eトレード社

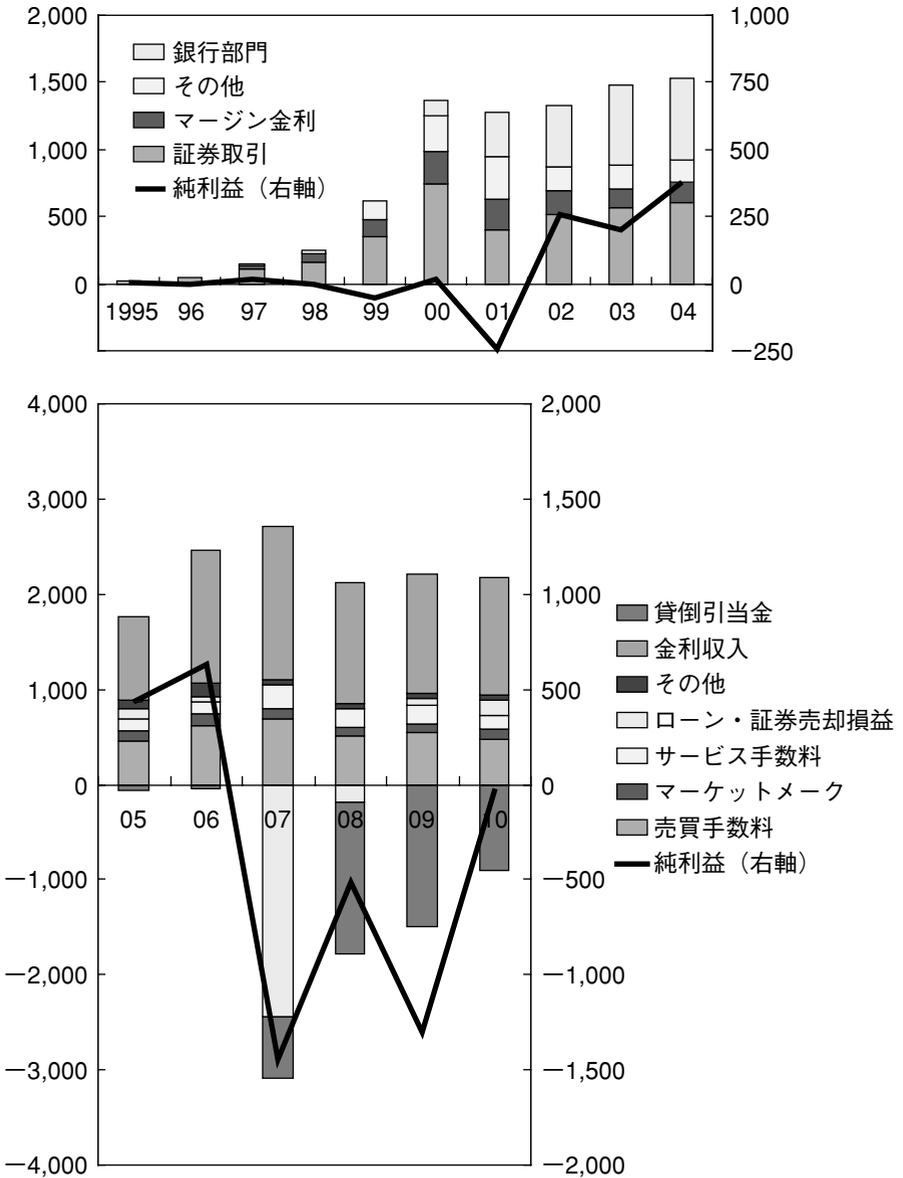
シユワブと対照的に、Eトレードがサブプライムローン危機から受けた影響は非常に大きなものであった。その理由は、一言でいえば、同社のポジションが住宅ローン関連資産に偏りすぎていたからである。

ITバブルの崩壊によって同社も二〇〇一年には赤字に転落するが、その後は、新たに進出した銀行業務からの収益を順調に拡大させることに成功した。〇六年には金利収入が収益の五七・六%を占め、証券売買手数料（マーケットメイクを含む）の三〇・四%を大幅に上回るようになる（図9）。

その金利収入の源である資産の構成を表1・2で見てもよい。資産のうち融資が四八・九%を占め、その七八・二%が住宅ローンであるから、結局、資産全体の三八・二%が住宅ローンとなる。そしてMBS（住宅ローン担保証券）が二五・四%を占めているので、二つを合わせて住宅ローン関連資産は六三・六%である。他方で、MBS以外の証券保有は六・七%にすぎず、またマージンローンの比率も一四・七%にとどまっている。Eトレードの金利収入は証券業務に付随するものはごくわずかで、住宅ローンに偏ったものである。

しかし同社のバランスシートの特徴はそれだけではない。負債の側を見ると、預金がCDを含めても五割に達せず、二五・六%がレポ他の借入れによってまかなわれている。保有するMBSを担保に用いた資金調達であったと推測される。つまり、預金に加えて市場での借入れを繰り返すことで、住宅ローン資産を増大させたのである。

図9 Eトレード社の収益・利益（100万ドル）



こうしたバランスシートの特徴（住宅ローン関連資産とレポによるレバレッジ）が、リーマンブラザーズなどと共通することは、改めて述べるまでもないであろう。これは、低金利政策と住宅バブルの恩恵を最大限に享受するが、〇七年にサブプライムローンの延滞率の上昇、不良債権化が始まると、歯車は一挙に逆転せざるをえない。Eトレードは、〇七年一月に保有するMBSのシタデルへの売却と本社からの二五億ドルの資本注入を発表するが、それにともない二三億ドルの売却損を計上、さらに翌年度に一六億ドル、〇九年度も一五億ドルの貸倒引当金が積まれている。

証券売買業務への依存からの脱却を、シユワブが資産管理業務への転換で図ったのに対して、Eトレードは銀行業務への進出で実現しようとした。しかしながら、シユワブの資産はあくまで顧客勘定の資産であり、そこから安定的に手数料を獲得するビジネスモデルが確立されている。他方、Eトレードはレバレッジをかけてまでバランスシートを拡大させたが、ポートフォリオは分散されていなかった。住宅ブームが高まるなかでその崩壊を事前に予測することは困難である

表 1 Eトレード社のバランスシート

(2006年度平残、100万ドル)

資産	融資	22,194	48.9%
	マージンローン	6,680	14.7%
	商品有価証券 (MBS)	11,544	25.4%
	商品有価証券(その他)	2,887	6.4%
	トレーディング証券	132	0.3%
	現預金	1,227	2.7%
	株式担保貸出	714	1.6%
	合 計	45,378	100.0%
負債	預金	20,407	47.7%
	CD	536	1.3%
	証券口座預かり金	6,329	14.8%
	レポ他借入	10,980	25.6%
	米連邦住宅金融庫 (FHLB) 借入	3,488	8.1%
	株式担保借入	1,068	2.5%
		合 計	42,808

(注) 無利子のものを除く。

表 2 Eトレード社の融資内訳

(2006年末、100万ドル)

不動産ローン	15,199	78.2%
住宅ローン	7,092	36.5%
ホームエクイティローン	8,107	41.7%
消費者向け他	3,966	20.4%
RV車	2,692	13.9%
船舶	753	3.9%
商業	89	0.5%
クレジットカード	189	1.0%
自動車	235	1.2%
その他	8	0.0%
未償却プレミアム	324	1.7%
貸倒引当金	-63	-0.3%
合 計	19,426	100.0%

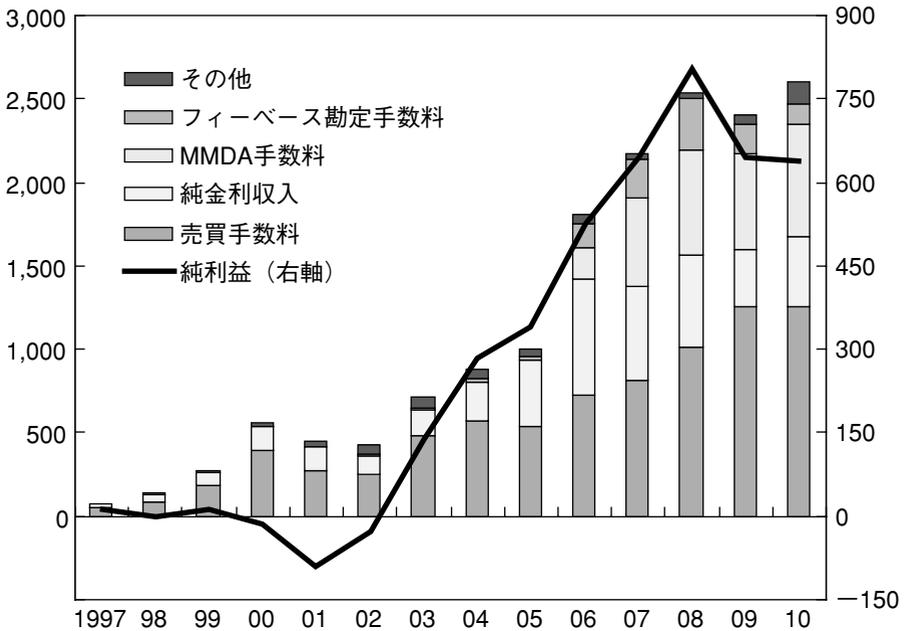
が、必要なリスク管理がなされていなかったと言わざるをえないであろう。

### 3 TDアメリカトレード社

TDアメリカトレードの収益構成上の最大の特徴は、以上の二社と異なって、売買手数料が、ITバブルの崩壊後、現在に至るまでほぼ毎年増加を続けていることである(図10)。○九年度で「売買手数料」が五〇・二%を占めており、他の主な収入も証券取引に付随するものである。「純金利収入」はマージン取引等によるものであり、「MMDA手数料」は顧客に親会社であるTD(トロントドミニオン銀行)の市場金利連動型預金(Money Market Deposit Account)を提供する見返りに同行から受け取る紹介手数料である。

しかしながら、こうしたネット証券取引においては、サービスの差別化が難しく、厳しい価格競争を余儀なくされやすい。この課題に、アメリカ

図10 TDアメリカトレード社の収益・利益の推移(100万ドル)



(注) 年度は9月末。2010年度6月末までの9ヶ月分を年率化。

リードは買収による規模の拡大によって応えてきた。委託手数料は、シユワブよりも早くから低下しているが、一日あたりの取引件数は、現在、ITバブル期の四倍にも達している(図11)。そしてそれを可能にしたのはほぼ同率の伸びを示している口座数の増加であり(図12)、それは相次ぐ他社の買収によって実現されてきた(表3)。

最大の買収

は、二〇〇六年のカナダの大手銀行TDの子会社となっていた大手ネット証券ウオーターハウスの買収である(二七億ドル)。これによりアメリカリード社は、TDが株式の

図11 TDアメリカリード社の顧客取引件数・手数料

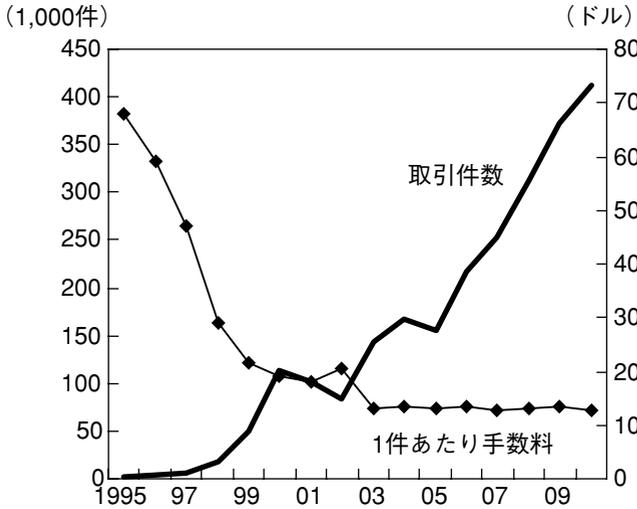
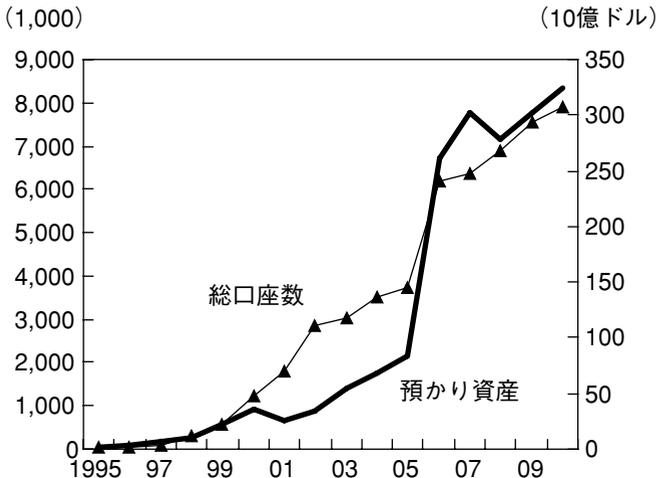


図12 TDアメリカリード社の口座数・預かり資産



(注) 2003年まではコア口座数(決済口座等を除く)。

三二・五%を保有するTDアメリトレード社となり、今日に至っている（持ち株比率は、自社株買いなどにより四五%に上昇）。ただしCEOは、二〇〇一年の着任以降買収戦略を推し進めてきたJoe Mongolia（創業者 Joseph Rickettsの後継CEOとしてメリルリンチより移籍）が引き続き担当し、〇八年になって、ようやくTD出身のFred Tomczykに譲られている。

そしてさらに、昨年六月にはナスダック上場会社であったオプション取引に強い証券会社シンクオアスイムを買収、その拡大戦略が持続していることを明らかにした。

こうした規模のメリットを活かしたブローカレッジへの特化が、同社の強さとなっているのである。

（いず ひさし・客員研究員）

表3 TDアメリトレード社の主な買収

2001年9月	National Discount Brokersを買収（31万9千口座、預かり資産63億ドル）
2002年9月	Datekを買収（80万口座、預かり資産110億ドル）
2003年6月	Mydiscountbroker.comの個人ネット取引口座を買収（1万7千口座）
2004年1月	Bidwell & Companyを買収（10万口座、預かり資産50億ドル）
2004年2月	BrokerageAmericaの個人口座を買収（1万1千口座）
2004年8月	Investexの個人ネット取引口座を買収
2004年10月	JB Oxfordの個人口座を買収（4万5千口座）
2005年5月	Eトレード社からの買収提案を拒否
2006年1月	Toronto Dominion銀行からTD Waterhouseを買収（140店舗、外務員2,600人）
2008年2月	Fiservから独立投資顧問支援部門を買収。投資顧問500人（顧客75,000人、資産150億ドル）と2,000件の退職プラン口座（資産100億ドル）
2009年6月	thinkorswimを買収（オプション取引に強い証券会社）。