

# アメリカの証券委託売買手数料無料のビジネスモデル

清水 葉子

はじめに

アメリカで、二〇一九年一〇月に大手ブローカーのチャールズ・シュワブが株式の委託売買手数料の無料化を発表し、これにTDアメリトレード、Eトレードなどが追隨して上場株式やETFの手数料無料化に踏み切ったことで、大手ネット証券間で激しい競争になったことが話題を集めた。手数料無料化の発表を受けて各社の株価が下落し、その後、チャールズ・シュワブがTDアメリトレードの買収を発表するなど、リテール証券会社の再編の動きにまでつながっていると報じられている。

また、日本でも、昨年末にSBI証券、楽天証券、松井証券が、取引金額に上限を設けつつ現物株式や信用取引の売買手数料の無料化を発表、auカブコム証券はETFの一部について売買手数料を無料化した。加えて投資信託についても、ネット証券を中心に販売手数料の無料化（ノーロード化）が進み、信託報酬についても期限つきでゼロにするものや成功報酬型とするものなど、従来の固定的な信託報酬とは異なる商品が登場するようになった。

このように、日米のリテール証券業界では、現物株式、ETF、投資信託など広範な個人向け金融商品の無料化の動きが始まり、証券業界のビジネスモデルが大きく変わろうとしていることができる。また、こうした動きと並行して、個人の口座管理システムの高度化や、人工知能を使ったロボアドバイザーの登場、複数の金

融サービスを横断的に提供するサービス・プラットフォームの提供など、従来見られなかった新しい金融サービスが登場している。個人投資家にとっては、こうした動きは資産運用のコスト低下、利便性の向上を意味しており、高齢社会でますます重視される資産運用ニーズに応えるサービスとして、おおいに歓迎すべきことであると考えられる。

一方、証券会社や運用会社にとっては、無料化・低額化競争によって失われる手数料や信託報酬などの収入を補うための新たな収益源やコスト原資はどのようにして確保されるのだろうか。長期的な視点で見た時に、手数料無料化時代の証券会社のビジネスモデルや、競争構造は健全なものになるのだろうか。簡単に答えの出ない複雑な問題であるが、ここでは株式の委託売買に限定しながら、アメリカの証券会社の手数料無料化ビジネスの背景について検討してみたい。

## 1 預金利ざやからの安定収益

すでに指摘されているように、<sup>①</sup>アメリカのリテール証券会社では、収益に占める委託売買手数料の割合は以前から相対的に低下が続いている。竹端（二〇二〇）によると、チャールズ・シュワブの収益に占める委託売買手数料はわずか七%であり、Eトレード、TDアメリカトレードはそれぞれ一七%、二二%とチャールズ・シュワブより高いものの、日本のネット証券に比べるとかなり低い。委託売買手数料を無料化することの収益へのダメージは、日本に比べるとすでにかなり小さくなっているということができらるだろう。

また、こうした無料化ビジネスは話題になった近年に突然出てきたものではなく、二〇一〇年以前からビジネスモデルとして存在していたことも指摘されている。<sup>②</sup>吉永（二〇一八）では、アメリカの委託売買手数料の無料

化サービスは、銀行グループが提供を始めたものであることを指摘している。すなわち、リテール証券会社が預かる顧客の総合証券口座の余資を、グループ内（あるいは提携先）の銀行口座にスweepし、こうやって獲得した預金を短期市場金利で運用して得られる運用利ざやを原資として、顧客に委託売買手数料の無料サービスを提供していたとしている。

こうした預金は、決済性預金がかなりの割合を占めることから預金金利は非常に低く、運用先の短期金融市場でほとんどリスクを取らずに利ざやを確保することができるので、安定的なビジネスモデルとして成立していたと考えられる。銀行が提供している手数料無料サービスは、したがって、sweepされる口座の預金残高に比べて無料の範囲が設定されているのが通例であるようだ。

アメリカの大手リテール証券会社が得ている金利収入は、信用取引からの収入に加えて、こうしたsweep口座で運用する利鞘からの収入がかなり大きい。先述の竹端（二〇二〇）によると、チャールズ・シュワブの金利収入は五七％（うち一四％は信用取引からの金利収入）、Eトレードは六四％（同二七％）、TDアメリカトレード五四％（同四一％）となっており、信用取引からの収入もかなり大きいものの、sweep口座からの収入が利益に貢献していることが見てとれる。

このビジネスを日本に当てはめて考えると、超低金利が続いている日本の金融環境で、低リスクの短期市場金利で安定的な運用利益を得ることは極めて難しく、手数料無料化の原資としてこうしたsweep口座の活用をビジネスモデルとすることは現状では困難であると考えられる。

## 2 注文回送からのリベート

アメリカのリテール証券が委託売買手数料を無料化できるもう一つの原資は、顧客の注文回送から得られるリベート（キックバック）である。こうしたリベートは、ペイメント・フォー・オーダーフロー（PFOF）と呼ばれ、前稿でも検討したように、<sup>(3)</sup>リテール証券会社が顧客の注文回送を行う際に大きな影響力を持っているとされる。

アメリカでは、証券取引の場が大きく分散しており、ニューヨーク証券取引所やナスダック証券取引所などのメイン市場であっても、単独市場としての取引高シェアは全上場証券の二割未満と低く、代わりに上場機能を持たず流通市場であることに特化したBATSなどの新興証券取引所や、取引所外取引システム（ATS）、また証券会社による取引所外での店内化など、取引の場所が多様な形で存在する。また、こうした市場の多くがダークプールと言われる事前の気配開示のない市場になっている。

このように市場が分散した結果、各市場や取引所外で店内取引をするディーラーは、リテール証券会社からの顧客注文の回送をめぐって激しく競争しており、注文回送に対してリベートを支払ったり、全米最良気配に比べてわずかではあるが執行価格の改善を提供したりして、リテール証券から少しでも多くの注文回送を得ようとしている。

多様化した執行市場の中でも、取引所外で注文執行するディーラーは、リテール・ホールセラー（リクイディティ・プロバイダー）などと呼ばれ、全米の最良気配での売買執行を保証しながら、リテール証券会社から個人投資家の注文を集めて、自己勘定での付け合わせや自身が運営するATSでの注文執行を行なっている。

前稿で指摘したように、リテール・ホールセラーはかつてのニューヨーク証券取引所のスペシャリストの系譜

を引く業者が多く、ニューヨーク証券取引所の中でスペシャリストとして行ってきたディーリング業務を、取引所の外で行っていると解釈できる。八社から一〇社程度の寡占状態となっており、リベートの多寡でリテール証券会社の注文回送を大きく左右しているとされる。

こうしたリテール・ホールセラーが支払うリベートを原資に、手数料無料化を押し出して大きく成長した証券会社がロビンフッドである。ロビンフッド社は、二〇一三年の設立以来、手数料無料をうたって一〇〇〇万件以上の口座を獲得したフィンテックを代表するユニコーン企業とされている。規制当局との指導のやりとりや、システムトラブルなども報じられているが、証券業界に大きな影響を与えたことは間違いない。

ロビンフッド社によると、多くの投資家に無料で株式売買サービスを提供しつつ同社が収益を上げることができる理由を、①一ヶ月に五ドルの有料サービスを並行して提供していること、②市場外のマーケットメーカーや取引市場からのリベート、③預かり口座から得られる利ざや、④信用取引からの収入、⑤提携銀行から得られるデビットカード等の手数料、を収入源にしていると説明している。

ロビンフッド社の注文回送に関する情報開示資料を参照すると（図表）、ニューヨーク証券取引所上場銘柄の注文のうち、六五・五％を大手リテール

図表 ロビンフッド社の注文回送先  
（ニューヨーク証券取引所上場銘柄、2019年第4四半期）

注文回送先	注文合計	成行注文	指値注文	その他
シタデル・セキュリティーズ	65.50%	61.88%	66.52%	67.38%
G1エグゼキューション・サービス	8.09%	10.96%	7.29%	6.29%
トゥー・シグマ	7.93%	10.30%	7.09%	12.96%
パーチュ・アメリカ	6.82%	6.09%	7.00%	8.06%
ウォルヴェリン・セキュリティーズ	11.66%	10.77%	12.10%	5.31%
合計	100%	22.37%	75.59%	2.04%

（注）SECルール606に基づく開示。執行市場を指定しない注文が開示対象で、複数の証券会社を回って執行される注文もあることなどで、合計は合わない。例えば、シタデルからのリベートは証券のタイプや価格などに応じて異なり、一株当たり平均0.17セント（2019年第4四半期）であることが開示されている。

（出所）ロビンフッド証券ウェブサイト

ル・ホールセラーであるシタデル・セキュリティーズに回送していることが分かり、ここからかなりのリベートを得ていると考えられる。

また、チャールズ・シユワブなど、アメリカの他のリテール証券会社も、リベートが手数料無料化の原資であると公言しているわけではないが、ロビンフッド社と同様に、シタデル、G1エグゼキューション・サービスなどの大手リテール・ホールセラーに注文の多くを回送している状況は変わらない。

このように注文回送によるリベートを手数料無料化の収益源とするビジネスモデルは、アメリカのように流動性獲得をめぐる市場間競争が起きていることを背景にしており、またリテール・ホールセラーという特殊な市場ディーラーが注文執行において大きなシェアを占めていることも前提になっていると考えることができ、現在の日本の市場構造では成立しにくい。日本でも、取引所外取引やPTSによる取引は一定程度のシェアを占めているが、アメリカのように市場構造がリテール証券会社のビジネスモデルを大きく左右するほどの影響力を持っているわけではないと考えられる。

### 3 日本における手数料無料化

ここまでは、アメリカ特有の、スリープ口座からの利ざや収入や、注文回送によるリベートを手数料無料化の原資にするというビジネスモデルを見てきたが、いずれも短期金融市場の金利条件に依存していたり、注文回送に応じて支払われるリベートという日本には存在しない慣行を前提とするものであって、日本ではすぐに実現しにくいものであった。今後、日本で手数料無料化ビジネスが拡大するとしても、こうしたアメリカのような条件を満たすことは難しい。

日本では、手数料無料化が進むとすれば、フィンテックの一層の進展により、売買注文の処理コストをさらに低減化することで、手数料を大きく下げたり無料にしたりする余地は今後も存在すると考えられる。また、フローのコミッションベースのビジネスから、フィーベースのストックビジネスへの転換という証券会社のビジネスモデルの大きな潮流も重要であり、こうしたビジネスモデルのもとで手数料無料化が進む可能性もある。また、オンラインのリテール証券の場合には、アメリカでもそうであるが、信用取引からの金利収入も大きな割合を占めており、依然としてビジネスモデルとして重要であると考えられる。また、ロボアドバイザーなど人工知能を利用した付加価値の提供も有望な選択肢となる可能性がある。

## おわりに

アメリカのリテール証券での手数料無料化競争の背景には、日本でも進んでいるようなフィンテックの進展による注文発注や口座管理コスト低下、人工知能による投資アドバイスの提供などの、新しい動きがあることは間違いない。しかしその一方で、スweep口座で得られる利ざやや、注文回送から得られるリベートのように、最近のテクノロジーの進展によってより円滑に行えるようになったことは間違いないにしても、ビジネスモデルとしてはかなり古くからあったものが、装いを変えて収益源になっていることにも注目する必要があると思われる。日本では長期にわたって極端な低金利が続いているため、スweep口座での余資運用が安定的な収益源になることは考えにくいこと、また、注文回送に対するリベートについても、アメリカとは市場構造が異なることから同じようなビジネスモデルは成立しにくいことに留意する必要があると思われる。またそもそも金融業界内での内部補助的な形で、無料化した手数料の原資を確保するアメリカのビジネスモデルが、証券業界の競争として果た

して健全なものと言えるのかについても、慎重な検討が必要だと思われる。

注

- (1) 竹端克利 (二〇二〇)「米国発『ネット証券手数料無料化』をどう読むか」『金融機関経営』野村総合研究所
- (2) 吉永高士 (二〇一八)「『無料』証券投資サービスを巡る虚実」『米国金融市場』野村総合研究所
- (3) 清水葉子 (二〇一九)「アメリカのリテール・ホールセラーについて」『証研レポート』一七一六号
- (4) Robinhood "How Robinhood Makes Money" 同社ウェブサイト <https://robinhood.com/us/en/support/articles/how-robinhood-makes-money/>
- (5) これに対してチャールズ・シュワブは、リテール・ホールセラーからのリベートを原資にするのではなく、顧客に価格改善の機会を与えていることをアピールしている。検討の必要はあるものの、一株につき例えば〇・〇五セントのリベートを支払うことと、執行価格を〇・〇五セント改善することは、形を変えて同じことをしている可能性も高いのではないかと思われる。

(しみず ようこ・客員研究員)