

書 評

Schwab C. [2019], *Invested : Changing Forever the Way Americas Invest* ; 飯山俊康監訳, 野村資本市場研究所訳

『ゼロ・コミッション革命』

(金融財政事情研究会, 2020年)

佐 賀 卓 雄

I

本書は2019年に刊行された Charles Schwab, *Invested : Changing Forever the Way Americas Invest* の翻訳書である。

チャールズ・シュワブは今やアメリカのリテール証券業務では最大手の一角を占める、サンフランシスコに拠点を置く総合証券会社であり、著者はその創業者であるとともに、現在も会長として経営の最前線で指揮を執っている。

シュワブはこれまでも投資の啓蒙書を何冊か執筆している ([1991], *How to Be Your own Stockbroker*, [1998], *Charles Schwab's Guide to Financial Independence*, [2018], *Succeeding with What You Have*, など) が、初めて率直な語り口でその生い立ちから当時なじみのないディスカウント・ブローカーレッジ業務を専門とする証券会社の起業に至る経緯、また幾つかの節目を乗り越えて成長してきた背景と経緯について様々なエピソードを記している (なお、同社の起業から最初の支店設立に至までの経緯については、ジョセフ・ノセラによる優れたエッセイがある (Nocera J. [1994], *A Piece of the Action* ; 野村総合研究所訳 [1997], 『アメ

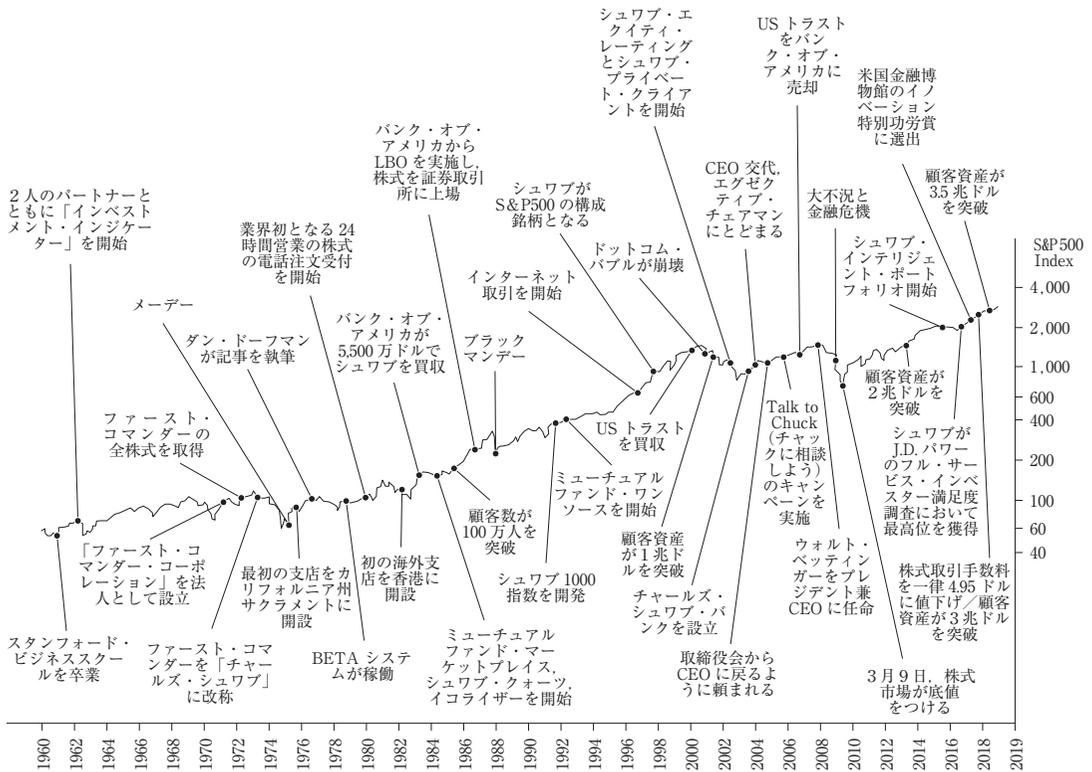
リカ金融革命の群像』, 第6章)。合せて参照されたい。

同社は決して順風満帆に成長を続けてきた訳ではなく、幾度かの危機を乗り越えて顧客の信頼をえて今日の地位を築いている。本書には同社の発展の軌跡を鳥瞰できる図が掲載されている (図表1参照) (12-3頁) ので、それに基づいて発展のいくつかの節目に焦点を合わせながら成長の要因について関説してみたい。

本書を読めば、1970年代からのアメリカ資本市場の変化、その中での個人の資産運用環境の転変、そして創業時には業態としては得体のしれない零細なディスカウント・ブローカー (DB) であったチャールズ・シュワブが、現在の証券リテール業務最大手の総合証券にまで成長した発展の軌跡について詳細に知ることができる。わが国とは証券市場の発展の経緯や、環境および現状も異なるとはいえ、示唆に富む点も多い。

なお、日本語版の書名は、2019年10月1日に同社が株式委託売買手数料の無料化に踏み切ったことに因んでいる。アメリカでは既に2013年創業のロビンフッドが手数料無料化のビジネスモデルによって注目を集めてきたが、シュワブによる手数料無料化はEトレードなどの大手

図表1 チャールズ・シュワブのタイムライン



ネット証券が追従する動きとなっている（その原資などの収益構造については、清水葉子[2020], 「アメリカの証券委託売買手数料無料化のビジネスモデル」, 日本証券経済研究所『証研レポート』6月, を参照されたい）。

II

本書は、起業から事業の歴史的展開に沿って全体で5編とエピローグから構成されている。最初に、各篇の概要を紹介する。

第1編は、1975年5月の「メーデー」（株式委託売買手数料の自由化）前後のアメリカのリテール証券業務をめぐる環境と、創業に至るまでの紆余曲折について取り上げている。

シュワブはスタンフォード大学と同大学ビジ

ネス・スクール時代から様々なアルバイトを経験しているが、証券業務に関係した仕事はメンロパークにある投資顧問会社でレポートの執筆を始めたことが最初である（卒業後、正社員として入社）。ここで彼は投資について多くのことを学んだ（第5章）。

間もなく（1962年に）同社を辞め、彼は友人と投資情報誌（インベストメント・インジケター誌）を発行する会社を立ち上げる。後に振り返って、ここで顧客として想定していたのが「賢く、好奇心が強く、自立した投資家」であったことと、成長銘柄に注目していたこと、を述懐している（45-7頁）。これは数年後にDBを立ち上げる時の顧客ターゲットとまったく異ならないし、その後の同社の発展を支えたのも基本的に自分で投資判断できる投資家で

あったことを考えれば、同社の創業理念の最も基本的な要素である。

1973年に、叔父の出資を得たのを機に、社名を「チャールズ・シュワブ・アンド・カンパニー・インク」に変更し、新たなタイプの証券会社の創業を目指すことになる。既存の証券会社の数分の1の手数料で「自らリサーチし、個別銘柄を選び、証券会社の営業担当者のアドバイスを必要とせず、かつ望んでもいない投資家」にサービスを提供するのである。彼はこれを「トランザクション・スペシャリスト」と呼んだ（ディスカウント・ブローカー（DB）という言葉は後にマスコミが付けたものである）。利益相反を避けるために、彼は、投資情報誌の発行、投資銀行業務、投資信託、ヘッジファンドなど、独立投資家向けの証券業務以外の業務をすべてやめた。

もっとも、当時そのような自立した投資家は投資家全体の10%以下で、最も楽観的な調査でも将来的に15%に達する可能性があるというものであった。一言でいうと、自らの経験から、同社が目指したのは証券営業を廃止し、DBサービスをマーケティングし、最良のサービスを提供することであった（63-4頁）。しかし、同社がサンフランシスコを拠点としていたという地理的条件を見逃すことはできないであろう。隣接するシリコンバレーではストック・オプションが報酬支払い方法として広く採用されており、この地域の人々にとって株式取引は馴染み深いものであった（ノセラ、179頁）。

「メーデー」を迎えて、収益全体の約6割を占めていた手数料収入が激減する可能性が強くなった証券各社は長期にわたる戦略的対応を余儀なくされる。その中でも、リテール業務最大手のメリルリンチの動向は最も注目を集めた。

興味深いのは、メリルリンチは一貫して手数料自由化を支持していたことである。ジョセフ・ノセラによると、これは同社トップのドナルド・リーガンがこれを契機に法人や機関投資家相手のビジネスに進出することを狙っていたからだという。実際、同社はメーデーの際に個人投資家向け小口取引の手数料を値上げしたのである。

これを見て、大幅にディスカウントした手数料で個人の株式注文を集めるビジネスを目論んでいたシュワブは、メリルが値下げに踏み切ればビジネス自体が立ち行かなくなると苦慮していたため、大きなチャンスをつかんだと驚喜したという（6-7頁）。ノセラは、これを「ウォールストリートをメインストリートに！」（証券取引を一般の人たちに普及させよう！）というメリルリンチのスローガンはシュワブによって継承されたと評している（ノセラ、159頁）。

III

第2編は、事業が軌道に乗った時期から1987年のブラック・マンデーまでである。DBが未知で得体のはっきりしない業態であった時期、それなりに事業が成長しても、同社は「何となく信用ならない脅威」とみなされ、苦労が絶えなかった（第8章）。そんな中、同社のその後のビジネスモデルにも大きな影響を与えたと思われる経験がある。それは叔父の出資への見返りとして、州都サクラメントに最初の支店を開いたことである（第10章）。これが何故、重要かといえば、それを機に支店周辺に住む人たちの口座開設が急増したからである。電話で新規口座の開設は可能で、実際、口座開設後の注文

は電話で行うにもかかわらず、ほとんどの顧客が来店して口座を開設した。シュワブはこれによって対面的な接点の重要性を認識し、その後の同社の業務展開もインターネット・オンリーではなく、それに支店と全米の独立系フィナンシャル・コンサルタント（IFA）・ネットワークの組織化を組み合わせたものになるからである。これが2000年のITバブル崩壊後に他のDBがインターネットに拘ったのに対して、同社がチャンネル・ミックス（クリック・アンド・モルタル）という戦略的な対応を採用した理由であろう（著者による、インターネット時代にもかかわらず支店ネットワークを重視したことについての記述は、301頁にもある）。評者は、これが同社によるいわば店舗とネットの組み合わせによるハイブリッド型チャンネル展開の契機となった経験と考えている。

また、決して万全とはいえない財務基盤の中で、いち早くシステム投資に注力していたことも注目される。これが後に、支店やIFAネットワークのシステム化、取引執行システム（BETAシステム）、インターネット取引への進出にあたって同社の競争優位性を決定づけたのである。この点につき、シュワブは同社がサンフランシスコというイノベーションの中心地・シリコンバレーに隣接しているというロケーション（立地）を決定的要因としてあげている（116-17頁）。

いずれにせよ、同社は慢性的に資本不足であった。これは（本人の弁では）大手証券会社の圧力を受けてベンチャー・キャピタルが資本の提供を拒否したことも理由の一つであるが、従業員、顧客への同社株の購入、出資を見返りにした支店の開設の承認、自宅を担保とした融資など（124頁）、ありとあらゆる手段で資本を

調達せざるをえなかった。

これは同社のビジネスが成長していることの証しでもあったのだが、資本不足を解消するために、同社は1980年初めに株式公開（IPO）することを決定した。しかし、第三者による公開価格の査定は予想していた公開価格をはるかに下回るものであり、IPOを断念せざるをえなかった。

このような状況の下で、以前から融資を受けていたバンク・オブ・アメリカ（バンカメ）から買収話が舞い込む。サンフランシスコに拠点を置く同行はその時点で全米第2位の大銀行であり、かたやチャールズ・スワブは新しいビジネスを始めてから5年足らずのベンチャーである。この組み合わせは世間の耳目を集めるには十分な話題となった（第13章）。加えて、これには当時の銀証分離という業際問題も絡んでいたため、なおさらであった。1933年のグラス・スティーガル法は当座預金を受け入れる（預金保険の対象となる）商業銀行が証券業務を兼業することを禁止していた。MMFの登場やDB業務のように、預金類似商品やアドバイスや勧誘をとまなわな金融商品やサービスの登場によって、徐々に両者の垣根は崩れ始めていたとはいえ、この問題に対する重大な挑戦であることは明らかであった。実際、この買収の承認をきっかけに、商業銀行は業態として認知され始めていたDB業務に相次いで参入するのである。

それはともかく、シュワブにとって買収の見返りに提供されるバンカメからの出資は喉から手が出るほど魅力的なものであった。しかし、シュワブは完全子会社にはなっても独立的存在を続けるために経営権には徹底的にこだわった。その結果、自分の名前と肖像権をライセン

ス供与にしたことで、後に、バンカメによる一方的な競売を防ぎ、MBOによる買戻しを実現できたのであった(190-91頁)。

買収は証券業者協会(SIA)(業界のロビイング団体で、現在のSIFMAの前身-評者注)からの訴訟を受け、最終的に最高裁の承認が出たのは1983年夏であったが、幸か不幸か、その頃にはバンカメの経営状態が悪化し始め、一部の資産(関連会社など)の売却を余儀なくされた。シュワブにとっては、バンカメから独立するチャンスであった。

バンカメによる買収はDBがまともな業務であることを世間に認知させるのに絶大な効果を持った。あのバンカメが買収するぐらいだから、DBというのはまともな業者なのだろうという訳である。

この間、同社は急成長していた投資信託(MMF)に関連する新たなサービスを提供する。メリルリンチのCMAに似たシュワブ・ワンという資産管理口座(1983年)、様々の運用会社のノーロード・ファンドをシュワブ・ワンの口座で管理できるシュワブ・ミューチュアルファンド・マーケットプレイス(1984年)である。後者は制度上のまずさがあり、その後、それを改良したワンソースに取って代わられるが、同社の代表的サービスとなり、他社が相次いで追随することになる(145-46頁)。

しかし、バンカメとシュワブの関係が比較的良好であったのは東の間であった。銀行と証券という両社の企業文化の違いということもあったが、その主要な原因はバンカメの急激な業績の悪化にあった。1985年には、資産や関連会社の売却を余儀なくされていたバンカメは他の大手銀行からの買収提案を受ける。その完全子会社であったシュワブは独立を目指してバンカメ

からのスピノフを図る(第16章)。

バンカメがシュワブを競売にかけるという方針に対して、シュワブは肖像権を盾に無効訴訟の可能性を示唆する一方、最終的にはMBOによって買戻すことに成功する(第17章)。それから数日後には、再度、IPOを計画するのである。最初のIPOの頓挫から7年が経ち、資本市場と同社を取り巻く環境は激変していた。長期にわたる強気相場が続いていたことと、この頃までには同社がアメリカ最大手銀行のバンカメが食指を動かすほどの有望な証券会社であるというブランド・イメージが確立していたのである。

唯一の問題は、この強気相場がいつまで続くかというタイミングだけであった。バンカメからシュワブを買戻してからわずか半年後の1987年9月22日に、シュワブはニューヨーク証券取引所に上場した。その約1ヶ月後の10月19日に、NYダウは508ポイント、23%近く暴落する(第18章)。このことだけではないが、シュワブの事業の成功の軌跡を辿ると、ノセラがチャールズ・シュワブを「最も幸運な起業家」と評した理由が分かる気がする。

IV

第3編は、1990年代以降、資産運用の世界で個別株の重要性が低下し投資信託(MMF)ビジネスが人気を高めているというコンサルタント会社の調査に基づき、同社の事業戦略をMMFを中心とした商品・サービスそして独自のチャンネル戦略へとシフトさせていった経緯について取り上げている。

評者は、同業他社と比較しての同社の競争優位性は、顧客目線での、テクノロジー、商品・

サービス、チャネル・ミックスの各戦略が用意周到に組み立てられていることにあると考えているが、IPO後の事業展開はそれに血肉を付与するものであったと評価できる。

まず、テクノロジーの面では、1990年代後半以降のインターネットの実用化に迅速に対応していったことがあげられる。96年にシリコンバレーの中心地であるパロアルトでEトレードが破格の低手数料で証券取引に参入すると、高価格帯のDBとなったシュワブは、これに対応するためにEシュワブという取引システムを立ち上げ、すべての顧客に格安のオンライン取引を提供した(296-99頁)。このことも寄与して、1998年12月28日に顧客の預り資産が1兆ドルを上回り、時価総額は255億ドルに達しメリリンチのそれを上回った(300頁)。

次に、チャールズ・シュワブ・バンクの設立(2003年)(317-19頁)、ウェルス・マネジメント・サービスへの進出(324頁)、シュワブ1000というインデックス・ファンドの提供、IRA(個人退職勘定)の提供(275-78頁)である。これらはいずれも顧客のニーズに応えることから採られた業務の多角化である。

また、ワンソースと独立系フィナンシャル・アドバイザー(IFA)・ネットワークの拡大は、シュワブ自身が「偶然の産物」と呼んだ(264頁)ように、最初は意図的に創りあげたものではなかった。それまで、IFAは個別に顧客の口座を管理し商品についてのアドバイスや発注を行って資産残高に応じた一定の手数料を得ていた。シュワブは、このネットワークを組織できれば、同社の営業部隊として機能し、顧客に満足のいく商品・サービスを提供できる体制を構築できると考えたのである。そのための商品・サービスがワンソースであり、後にIFA

向けにインスティテューショナル・ワンソースが提供された(262-67頁)。

IFAネットワークの構築はシュワブがターゲットとする顧客層が拡大したという意味でも重要である。同社は基本的に自分で投資判断できる自立した投資家を顧客として想定した事業戦略によって成長してきた。しかし、成長し続けるためには、投資アドバイスを必要とする投資家向けに、また高齢化に伴う退職勘定の運用といった、創業時には同社にとってそれほど重要とは考えられなかった商品・サービスの提供が必要になってきたのである。

V

第4編は、2000年代の事業の様相について述べているが、規模が大きくなり業務も多様化するにつれて、組織および人事などの経営問題が深刻さを増してくるのは同社の場合も同じである(第25章、第26章)。

業務面では、2000年にUSトラストを買収し、6年後にバンカメに売却したことが注目される(第28章)。USトラストはアメリカでも屈指の超富裕層を顧客として持つ信託会社、シュワブは小口の零細な個人投資家を顧客とするDBであり、最初から「奇妙なカップル」,「AOLとタイムワーナーの合併のミニバージョン」と呼ばれた。シュワブは成長するにつれDBからの脱却を図っており、多くの資産を蓄積した顧客の受け皿としてUSトラストが役立つと考えていた。しかし、両社の組織カルチャ、インセンティブ・システムは違いすぎ相乗効果を発揮するところではないことが間もなく明らかになったのである。最終的に、ミスマッチを解消できないまま、売却せざるをえなくなった。

しかし、USトラストの売却金額は買収時に支払った金額をはるかに越えていたこと、また同社との間で経営上の深刻な軋轢はなかったことから、高くついた失敗とはいえない。

VI

第5編は、サブプライム危機以降の同社の動向である。大手金融機関が軒並み不良債権問題で呻吟しているのを尻目に、シュワブの業績は絶好調であった。2008年10月には前年比88%増の3万口座の新規口座を記録した。2008年から11年にかけて、同社は同業他社すべてを合わせた新規の預り資産の増加を上回る3000億ドル以上を記録した(445頁)。

何故、同社は悲惨な状況に追い込まれた同業他社とは異なる好調な業績を記録できたのか。シュワブは、2004年から06年にかけての組織再編、さらには1987年のブラック・マンデーの際の経験に学んだことが大きかったと述懐している(429頁)。

それが最も大きな要因であったことは確かであるが、同社が基本とする「顧客目線」に立ったビジネスモデルにこだわり、関連性の希薄なサブプライム・ローンのようなリスクの高い業務にのめり込まなかったことが直接の要因であろう。総じて、リテール証券のダメージは小さかったが、中にはEトレードのように銀行業務への多角化の結果として、サブプライム危機の勃発とともに経営危機に追い込まれた業者もいたのである。危機の際には業者の選別が進むのが常であるが、基本的な経営方針に忠実であったシュワブが顧客の信頼を勝ち取ったことに繋がったといえる。

VII

本書を読んで感じるのは、事業を成功させるための最も重要な要因は、起業の志し、創業理念の遵守、失敗から学ぶ謙虚な姿勢といったことであろう。シュワブの場合も、特に事業が軌道に乗るまでの数年間は慢性的な資金不足、借金漬けの状態が続いていた。加えて、少なくとも人事などは無計画、場当たりので、シュワブが優れたマネジメント能力の持ち主には見えない。

ただし、テクノロジーの活用、顧客ニーズの把握とそれに沿った商品・サービスの提供、そして顧客接点についての経験からくるハイブリッドなチャネル(支店、インターネットおよびIFAネットワーク)の構築というビジネスモデルをみれば、優れた経営感覚の持ち主であることは疑いない。

さらに、誠実な人柄が多くの人々を引き付け、重要な判断を迫られる節目で信頼できるアドバイスを得ることができたことも同社の成功の大きな要因であろう。特に、運も味方したが、創業からの早い時期にバンカメによって買収されたことは資金不足の解消、ブランド・イメージの向上という点で決定的であったように思われる。

書中には、適宜、野村資本市場研究所の機関誌『資本市場クォーターリー』に既載のシュワブに関するレポート4本の全文が転載されている。これにより、読者は同社の戦略についての専門的な分析によって、アメリカの資本市場とシュワブを中心としたリテール証券業の動向について詳細に知ることができる。また、同誌にこれまで掲載された同社の戦略についてのレ

書評 『ゼロ・コミッション革命』

ポートの一覧表が掲載されており（521頁）、同研究所のHPからダウンロードすることができる。業界用語が頻出する著書であるが、翻訳も読みやすく、加えて専門的な情報が付け加えられているので、日本語版の方が得られる情報の質はかなり高いといえる（もちろん、決して原

著のレバルが低いという意味ではない）。

アメリカ証券市場とリテール証券業務の歴史的発展の態様および動向、またわが国証券市場の現状と発展の方向性について関心を持つ方々に是非お勧めしたい好著である。

（当研究所名誉研究員）