

## アメリカでの委託売買手数料無償化を考える

深見 泰孝

### 一、はじめに

アメリカでは、二〇一五年にロビンフッドが株式などの委託売買手数料（以下、委託手数料）を無償化して以来、それを無料にする会社が一〇社以上を数える。では、ロビンフッドはどのようにして委託手数料を無償化できたのか。これには、

ペイメント・フォー・オーダー・フロー（以下、PFOF）と信用取引金利を代替収入にしていたとされる。

本来、役務を提供すれば、その対価を求めるのは当たり前の商行為と考えられるが、それが無償化されることを無批判に歓迎してよいものなのだろうか。本稿ではアメリカで委託売買手数料を無償化した証券会社、特にそれを主導したロビンフッドやチャールズシュワブ（以下、シュワブ）を取り上げて、その収入構造を明らかにした上で、委託手数料無償化について考えてみたい。

図表1 ロビンフッドの収入構成

(単位：百万ドル)

		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年1Q
取引関連収入		61.6%	75.1%	77.3%	59.9%	46.9%
純金利収入		25.5%	18.5%	14.2%	31.2%	47.2%
内訳	信用取引関連	36.1%	93.0%	104.7%	62.7%	38.0%
	会社資金への利子など	14.0%	2.2%	1.6%	24.3%	32.7%
	キャッシュスイープ	51.3%	7.6%	1.6%	18.6%	32.2%
	その他	-1.4%	-2.8%	-7.9%	-5.6%	-2.9%
その他収入		13.0%	6.4%	8.6%	8.8%	5.9%
収入金額		278	959	1,815	1,358	441

(出典) Robinhood 10-Kおよび10-Qより作成

## 二、ロビンフッドの収入構造

まず、ロビンフッドについて概観しておこう。同社は二〇一三年に「金融の民主化」を標榜して設立された会社で、株式、ETF、オプションに加えて暗号資産の取引や積立投資、端株取引、キャッシュマネジメント、サブスクリプションサービス（一定料金を支払うことで、待機資金を提携先銀行の預金口座にスイープさせた場合の預金金利の上乗せや、信用取引金利の割引、モーニングスターの調査レポートの購読、Nasdaqのレベル二市場データへのアクセスなどが可能なサービス）などを提供している。

では、同社の収入構成はどのようになっているのだろうか。図表1にそれをまとめた。収入金額は二〇二一年に一八億一、五〇〇万ドルを記録した

が、その後は減少傾向が見られる。もう少し詳しく四半期ごとのそれを見てみると、二〇二一年後半から収入が減少に転じており、アメリカでミーム株への投資ブームが去ったころから収入が減少していたと言えよう。ちなみに図表1には記載していないが、同社の税引き前利益は二〇二〇年には黒字を計上したが、その他の年はすべて赤字を計上していた。

次に、収入構成を見てみよう。図表1によれば、ロビンフッドのそれは取引関連収入、純金利収入、その他収入の三つに分けられる。ここに出てくる取引関連収入とは、株式やオプション、暗号資産の売買取引に伴って支払われるP F O F のことであり、現在は一時期のような八〇%近くの収入をこれに依存してはいないが、二〇二二年まではこれが収入の過半を占めていた。ところが、二〇二三年第1四半期は純金利収入を下回っている。

そこで、次に純金利収入の内容を見てみよう。同社の純金利収入は、二〇二一年までは一五%から二五%にとどまっていたが、二〇二二年三月以降、F R B が政策金利の引き上げを始めると、純金利収入が増加を始め、二〇二三年第1四半期になると取引関連収入を上回るまでに比率を高めている。

では、何によって純金利収入を得ていたのだろう。同社の純金利収入には信用取引関連、会社保有資金に対する利子収入、キャッシュユスイープ（顧客の待機資金を銀行預金にスイープさせることによって得る利ザヤ）の大きく三つに分けることができる。この三つのうち、二〇二二年までは信用取引関連で純金利収入の九〇%以上を得ていたが、二〇二二年には六三%、二〇二三年第1四半期は三八%へと低下している。これに対して、

図表2 シュワブの収入構成

(単位：百万ドル)

	2008年	2013年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年 1Q
手数料および取引手数料	21.0%	16.8%	7.5%	7.0%	12.1%	22.4%	17.7%	17.4%
(参考) 委託手数料	17.8%	15.9%	6.8%	5.1%	6.3%	11.1%	8.6%	8.2%
資産運用・管理手数料	45.7%	42.6%	31.9%	30.0%	29.7%	23.1%	20.3%	21.9%
純金利収入	32.7%	36.4%	57.5%	60.8%	52.3%	43.4%	51.4%	54.1%
銀行預金口座手数料	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	7.1%	6.8%	3.0%
その他	0.6%	4.2%	3.1%	2.3%	2.8%	4.0%	3.8%	3.6%
収入金額	5,150	5,435	10,132	10,721	11,691	18,520	20,762	5,116

(出典) Charles Schwab 10-Kおよび10-Qより作成

会社保有資金に対する利子収入やキャッシュイープが比重を高めている。特にキャッシュイープに関しては、二〇二二年には純金利収入の二%にも満たなかったが、二〇二三年第1四半期には三二%へと急増している。

このことから、ロビンフッドは株式やオプション、暗号資産の委託手数料無償化を可能にしたのはP F O Fや信用取引金利であり、最近はそれに加えて証券口座の待機資金を提携先銀行の預金にスweepさせて得た利ザヤも代替収入にしていることが分かる。

### 三、シュワブの収入構造

次に、シュワブを見てみよう。まず、シュワブの収入構成を図表2で確認しておこう。シュワブはT D アメリトレードを買収したこともあり、こ

の一五年で収入金額が約四倍増加している。次にその収入構成を見る前に、同社は九〇年代に投信スーパーマーケットを開始し、IFAやRIAをネットワーク化して預かり資産を増加させ、資産管理ビジネスに進出したという歴史をもつ。こうした歴史的な経緯をもつため、資産運用・管理手数料の比重が高いという特徴をもっており、二〇〇八年にはそれが約半分を占めていた。

二〇〇八年以降、資産運用・管理手数料は年々その比率を低下させているが、決して収入金額が減ったわけではなく、二〇〇八年のそれが二三億五、五〇〇万ドルに対し、二〇二二年は四二億一、六〇〇万ドルとなり約一・八倍の増加をみている。それにもかかわらず、収入に占める比率を低下させているのは、純金利収入の伸びがそれ以上に大きいためである。

一方で、純金利収入は、二〇〇八年の一六億

八、二〇〇万ドルが二〇二二年には一〇六億八、二〇〇万ドルへと六倍以上増加している。シユワブの純金利収入には信用取引金利も含まれるが、むしろ証券口座の待機資金を銀行預金にスweepさせた資金を、有価証券で運用することによる利ザヤが大部分を占めている。ちなみにシユワブのスイープ預金の現在の金利は〇・四八%に過ぎず、それは同社のMMFによる運用利回りの一〇分の一程度にとどまっている。

そして、二〇二二年のシユワブの有利子負債額の七〇%は銀行預金であり、その平均調達利回りは〇・一七%であったのに対し、それを運用して得た利回りは二・〇四%となり、利ザヤとして一〇六億八、二〇〇万ドルを得ていた。

最後に、委託手数料収入を見ておこう。先にも述べたように、シユワブは九〇年代から投資信託の募集に注力しており、二〇〇八年時点でも委託

手数料が収入に占める比重は一八％に満たない。

しかも、委託手数料はその後も収入金額自体を低下させ、シユワブがその無償化を決めた二〇一九年にはもはや収入に占める比率は五％まで低下していた。また、ロビンフッドがその代替収入としたP F O Fは、決算書上でそれが明らかとなる二〇一九年以降、それが収入に占める比率は五〇％程度にとどまっており、ロビンフッドのような高い依存は見られない。

#### 四、手数料無償化は持続可能か

このようにロビンフッドやシユワブでは、P F O Fや純金利収入を代替収入として、委託手数料の無償化が行われていることが分かった。しかし、それらで今後も安定的に収入を得られるかには疑問も残る。なぜならP F O Fには利益相反の

可能性が指摘され、キャッシュスイープには「隠れた手数料」との批判があるからである。

SECがブローカーディーラー一四社を対象に行った調査<sup>1)</sup>では、各社の得ていたP F O Fは収入の一〇％以下であったが、ゲンスラーSEC委員長は注文回送先がリベートの多寡によって決められ、最良執行が犠牲にされているとし、顧客注文をオークションによって執行する新ルール案を提案している。二〇二三年三月三十一日まで受け付けられたパブリックコメントでは、組織的なキャンペーンもあり、個人投資家から五、〇〇〇を超えるコメントが寄せられ、そのほとんどが新ルール案に対する支持であった一方、証券会社や運用会社からはSECの分析が投資家の利益を過大に評価する一方、コストは過小に評価され、規制を正當化するものであると批判されている。<sup>2)</sup>このルール改変によっては、証券会社はこれまでのような

P F O Fの受け取りが難しくなることが予想される。

また、後者は投資家が高い利回りを得る機会を逸しているとの批判があり、F R Bの政策金利引き上げを受けて、投資家の預金からM M Fへのスイッチが起きている。シュワブの二〇二二年末時点での銀行預金残高は三、六六七億ドルであったが、二〇二三年三月末のそれは三、二五七億ドルへと一％が流出する一方、M M Fの顧客保有残高は八〇〇億ドル増加している。シュワブのビジネスモデルは、低利の預金で集めた資金を有価証券で運用し、その利ザヤで収入の50％を得ている。このため、一定水準の銀行預金があることを事業成立の前提としており、預金流出はその前提を崩すものである。

その結果、同社の純金利収入は二〇二二年第四半期と二〇二三年第一四半期を比較すると約

一〇％減少している。また、預金流出額が手元余裕資金や投資ポートフォリオの満期などによる償還額を上回る一方、保有有価証券には含み損（約二九〇億ドル<sup>⑧</sup>）が発生しているため、連邦住宅融資銀行から二四四億五、八〇〇万ドルを借り入れて払い戻しに対応したと思われる。ただ、この借入に対する利率は5％を超えており、資金調達コストの上昇につながっている（二〇二二年末の有利子負債の平均調達利回りは〇・二六％だったが、二〇二三年第一四半期は一・〇〇％であった）。とはいえ、二〇二三年第一四半期時点では、資金調達コストの上昇よりも運用利回りの上昇（二〇二二年の二・〇四％から三・一九％へ上昇）が上回っていたため、利ザヤは拡大している。しかし、今後も預金からM M Fへのシフトや、アップルなどの高金利の預金サービスを提供する会社との預金獲得競争による預金の流出、資

金調達コストの上昇が続けば、利ザヤの縮小も考えられる。

投資家は皮相的に手数料無償化を歓迎しているが、その裏でP F O Fやスリープ預金などの表面化しない手数料を負担していた。ただ、最近の動きを踏まえると、これまで委託手数料無償化を支えたスキームが今後も維持できるかは疑問が出てきた。今後の推移を注視する必要があるだろう。

(注)

- (1) <https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/34-96495.pdf>
- (2) Bloomberg ホームページ (<https://www.bloomberg.com/professional/blog/letter-wars-secs-proposed-changes-get-thousands-of-pros-cons/>)
- (3) Bloomberg ホームページ (<https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-03-27/schwab-s-7-trillion-empire-built-on-low-rates-is-showing-cracks>)

(ふかみ やすたか・駒澤大学経済学部教授・  
当研究所特任研究員)