NY FINANCIAL OUTLOOK

米国ディスカウント証券会社の事業再編と展望

吉永高士
松野尚子

米国の大手ディスカウント証券会社のチャールズ・シュワブは2006年11月、プライベートバンク子会社のUSトラストをバンク・オブ・アメリカに売却すると発表した。シュワブの経営はハイテク株バブルの生成と崩壊に大きく翻弄されたが、今回の売却で本業回帰への施策が一段落する。ただし、米ディスカウント証券業界では大手４社に集約された現在もなお価格競争が続いており、大手米銀との競合も際立ってきている。シュワブを含む独立系大手が、さらなる同業者合併や異業種統合に向かうとの見方は依然根強い。

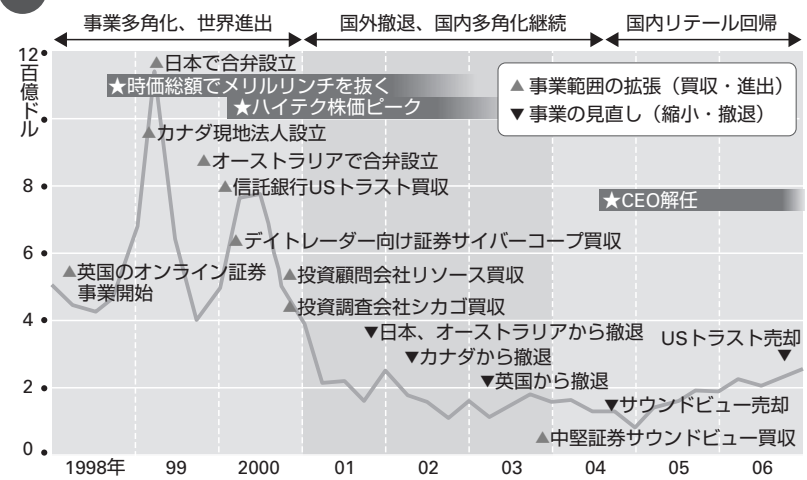
米バブルによる紆余曲折を象徴

米大手ディスカウント証券会社のチャールズ・シュワブは2006年11月20日、プライベートバンク（PB）子会社のUSトラストを大手米銀のバンク・オブ・アメリカ（BOA）に33億ドルで売却すると発表した。USトラストは超富裕層を顧客基盤に持つ老舗PBの一つで、富裕層取引の拡大と深耕を目指すシュワブが2000年３月に買収していた。当時のシュワブにとっては、ディスカウント証券最大手という立場から、個人向け総合金融サービス機関へと移行する転換的ディールとなるはずであった。しかし所期の成果を上げぬまま、６年後の売却に至った。

シュワブはハイテク株バブルに最も翻弄された大手金融サービス機関の一つである。2000年までのバブル生成期に急速な事業拡張を進めたことで、その後CEO（最高経営責任者）解任や人員半減を含む大幅な揺り戻しを余儀なくされた。USトラストの買収は事業多角化シナリオの起点となるはずだったが、皮肉にも、その売却はバブル後の度重なるリストラの総仕上げとなった。

以下では、USトラストの買収前後から売却に至るまでのシュワブの経営展開を整理したうえで、米ディスカウント証券会社が置かれている収益・経営環境を考察し、業界再編へのポジショニングを展望する。

図1 チャールズ・シュワブの事業展開の変遷と株式時価総額の推移



出所）SNLファイナンシャルのデータよりNRIアメリカ作成

高成長神話と多角化への邁進

米国内を主要基盤とするディスカウント証券会社にすぎなかったシュワブが、その強烈な存在感を世界的にも印象づけたのは、1998年12月に株式時価総額で総合証券最大手のメリルリンチを上回った時にさかのぼる。シュワブの収益額は当時、メリルリンチの５分の１程度だったが、米国内外からは金融サービス業界で最も成長性が高いプレーヤーとみなされていた。こうした期待の最大の根拠は、総合証券会社に匹敵す

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。すべての内容は日本の著作権法および国際条約により保護されています。
Copyright©2007 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. No reproduction or republication without written permission.

る300近い支店網と、低コストプロバイダーとしてのブランド力を裏づけとする新規資産獲得能力であった。年間150万件に迫る新規口座開設と同1000億ドルを超える新規預かり資産の流入は、当時の証券業界では最大級であり、オンライン売買の普及もそれを後押しした。

加えて、数千本単位の投信を一元的に提供するファンドスーパーマーケットなど先駆的商品の「真の開発能力」や、独立系投資助言業者チャネルの強化など総合証券会社とは異なる営業基盤構築も高成長を支える独自性として評価された。直前の1998年第３四半期に、メリルリンチが大規模なリストラで９年ぶりの赤字に陥ったことも、シュワブの安定的で高い収益成長とは好対照をなすものと見られた。

株式市場からの成長期待に対し、経営陣は接客余力の増大と事業の多角化で応えた。従業員数は、2000年末のピーク時には２万6300人と、1998年末に比べ74％増加し、拠点数も約360カ所と２割以上拡大した。並行してデイトレーダー向け証券会社や投資助言業者の買収を進めるとともに、英国、カナダ、オーストラリア、日本への進出でグローバル金融プレーヤーとしての橋頭堡を築こうとした（図１）。四半期純利益も、ハイテク株バブルがピークをつけた2000年第１四半期には３億ドルを超え、ROE（株主資本利益率）も40％に達した。

多角化戦略の極め付きが、1999年米国金融制度改革法成立後の異業種統合第１号となったUSトラスト買収である。当時は「フルサービス証券の新形態」というキャッチフレーズを掲げ、富裕層基盤拡大とクロスセルを次なる戦略的成長ステップとして強く打ち出した。

ところがバブル崩壊後、特にその直後２年間の売買高の激減や預かり資産の伸び悩みは、業容拡大で損益分岐点が高止まりした同社の収益構造を直撃した。度重なる人員削減と拠点網縮小、国外撤退などの施策も大幅減収に対しては後手に回り、リストラ打ち止め宣言後の追加リストラも一度ならず実施された。さらに、機関投資家向け事業への本格参入と翌年の撤退という混乱も見られ、国内リテール回帰を軸とする本格事業再編は、2004年７月の創業者チャールズ・シュワブ氏のCEO復帰まで待たざるをえなかった。

超富裕層取引との低い親和性

以上の紆余曲折は、バブルに翻弄されて事業機会と成長シナリオを見誤った極端な例として教訓を残したが、USトラストの売却はさらに、超富裕層取引とディスカウント証券業務との親和性の低さという、大きな課題を改めて印象づけた。

買収時以来、シュワブは高額預かり資産顧客をUSトラストへ紹介すると同時に、シュワブの商品をUSトラストの超富裕層に提供するクロスセルを目指してきた。しかし、そもそもディスカウント証券会社を利用したがる自己判断志向・価格感応型顧客（カスタマー）とハイタッチな対面志向・非価格感応型のPB顧客（クライアント）は、預かり資産基準だけでは測りきれない異質なものだという、社外のシニカルな見方を打ち破ることはできなかった。

シュワブにとってのもう一つの大誤算は、USトラストの収益性の改善が進まなかったことだろう。PB事業は人件費が売り上げの最大５割前後に達する収益特性があるが、クロスセルによる拡大均衡という目論見が外れたこともあり、USトラスト部門の税引き前営業利益率は2000年に12％を記録して以後、2004年までマイナスに推移した。

採算性を改善するには非人件費面での効率運営が不可欠だが、富裕顧客基盤の弱いシュワブでは、共有しうる経営資源がグループ内にそもそも少なかった。この点、USトラストの約２倍ものPB事業規模を持つBOAでは同部門の利益率が44％に達しており、商品基盤などの共有化が進めば譲渡後のUSトラストの採算性が改善すると見込まれている。

再編観測と大手銀行との競合

USトラスト売却でバブルの後処理に一段落をつけたシュワブの今後の路線については、さらなる本業回帰を予測する声が多い。

イー・トレード証券など、他の大手ディスカウント証券会社との経営統合を予測する見方が、株式アナリストらの間でも依然として大勢を占めている。バブル期に乱立していたオンライン証券やディスカウント証券は淘汰され、大手が４社に絞り込まれたにもかかわらず、価格競争の終焉や再編の完了の気配は見られない。

一ついえるのは、大手ディスカウント証券会社のライバルは今や同業他社だけでなく、今後はメガバンクとの競合が一層強まるということである。たとえば、BOAはオンライン株式取引の手数料無料化に踏み切ったが、想定顧客セグメントは預かり資産が比較的小口の自己判断型、バーチャルチャネル志向の投資家であり、シュワブらとの重複は多い。大手ディスカウント証券会社には将来的な銀行との統合を否定しない首脳もおり、再編の最終局面は証券業界内部にとどまらず、また独立系大手がさらに少なくなる可能性が十分に考えられる。

吉永高士（よしながたかし）
NRIアメリカ上級研究員

松野尚子（まつのなおこ）
NRIアメリカ副主任研究員

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。すべての内容は日本の著作権法および国際条約により保護されています。
Copyright©2007 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. No reproduction or republication without written permission.