

# みずほリポート

2010年9月22日発行

## 米国におけるリテール証券会社の特徴

～顧客資産コンサルティングと様々な取引ツールの提供～

みずほ総合研究所

本誌に関するお問い合わせは  
みずほ総合研究所株式会社 調査本部 電話 (03) 3591-1349まで。

みずほフィナンシャルグループは  
「お客様のより良い未来の創造に貢献するフィナンシャル・パートナー」  
をめざします。

**Channel to Discovery**

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。

## 要旨

1. 米国のリテール証券業務に携わっている社としては、Ameriprise FinancialやCharles Schwabといったリテール中心の証券会社、Morgan Stanley Smith Barney、Bank of America Merrill Lynchといった大手金融機関のリテール部門等が数多く存在し、競争を繰り広げている。この中で、リテール証券業務を中心とした証券会社<sup>1</sup>計14社に焦点を当ててみると、金融危機後の2009年においても純損益は一部を除いて黒字であり、また2005～2009年の推移を見ても概して堅調さが見られる。顧客との接点は、対面、インターネットを2大チャネルとしながら、軸足の置き方については各社特徴が見られる。
2. 対面チャネルでは、自社社員アドバイザーや独立アドバイザーや核とした投資助言ビジネスによる運用資産残高ベースの報酬獲得に重点を置く手法が中心となっている。また規模の大きな先では、銀行部門の拡大や投資信託の組成販売を行う自社資産運用会社の積極展開といった特徴が見られる。
3. 一方、インターネットチャネルではフローの取引手数料獲得に重点を置き、顧客層別に複数のトレーディングツールを提供している。もっとも事業規模の大きな先では、対面チャネルによる投資助言を提供するなど、インターネットチャネルを補完する体制を充実させている。
4. 事業規模については、対面重視、インターネット重視のいずれのリテール証券会社においても、企業買収等の効果も加わり、ここ数年で拡大させてきた社も多い。そうした中で、業績の振れ幅については対面重視のリテール証券会社では比較的小さいという特徴が見られる。これは、資産運用残高ベースのフィーを收受する投資助言ビジネスに重点を置いていていること、銀行部門の預貸ビジネス拡大によるストック収入が増大していること、投信販売手数料における12(b)-1 fees<sup>2</sup>が安定的に寄与していること、が挙げられる。これに対してインターネット重視のリテール証券会社の業績の振れ幅は、収益の中心がフローの取引手数料等であるため、対面重視先に比べると大きくなっている。

<sup>1</sup> 本稿では、NYSE、NASDAQ上場でリテール証券業務を中心とする計12社(Ameriprise Financial、Charles Schwab、E\*-Trade、Raymond James、Stifel Nicolaus、TD AMERITRADE、Oppenheimer、Sanders Morris Harris、SWS Group、Interactive Brokers、optionXpress、TradeStation Securities)及び非上場2社(Edward Jones、LPL)の計14社を調査対象会社とした。

<sup>2</sup> 投信販売において販売時だけでなく、保有中も顧客が販売会社に毎年一定の手数料を支払う仕組み。但しこの12(b)-1 feesについては、2010年7月にSECが手数料上限を規制する改定案を公表。改定されれば証券会社とアドバイザーとの関係変化を伴いながら販売手法が変化する可能性がある。

5. 米国リテール証券会社の動向を踏まえて、今後の日本のリテール証券業務の発展可能性について示唆されることをあげると、アドバイザーによる残高ベースの投資助言業務に重点を置いた営業手法は、個人金融資産の持続的成長という目標を顧客と共有しながら進めていく方法の一つとなりうこと、顧客の資金フローを掴むために銀行部門の活用も有益であること、インターネット証券において、機能を拡充した取引プラットフォームを中小機関投資家に提供するビジネスは、日本のインターネット証券の発展形態の一つになりうこと、などがあろう。

（金融調査部 大木 剛）

## 目次

1.	はじめに.....	1
2.	米国証券業界の全体像 .....	1
(1)	金融資産の動向 .....	1
(2)	証券会社数と従業員数の変遷.....	2
(3)	業績推移 .....	3
3.	米国リテール証券業界について .....	5
(1)	米国リテール証券業界の主要プレイヤーと調査対象先の選定.....	5
(2)	インターネット証券会社の変遷 .....	6
(3)	独立アドバイザー系証券会社のランキング .....	7
4.	米国リテール証券会社の特徴 .....	8
(1)	全体概観 .....	8
(2)	主要リテール証券の特徴 .....	9
(3)	その他リテール証券の特徴 .....	18
(4)	ネット専業証券の特徴.....	22
5.	まとめ ~日本のリテール証券業務への示唆~ .....	25
 (参考) 主要リテール証券会社の個社別特徴 .....		28
(1)	Ameriprise .....	28
(2)	Charles Schwab .....	29
(3)	Edward Jones.....	30
(4)	E*-Trade .....	31
(5)	LPL .....	32
(6)	Raymond James .....	33
(7)	Stifel Nicolaus.....	34
(8)	TD AMERITRADE .....	35

## (図表一覧)

図表 1	米国投資信託の純資産残高推移	1
図表 2	米国個人金融資産動向と日米英独仏の構成比	2
図表 3	証券会社数等の日米比較	3
図表 4	米国証券会社 業績推移	3
図表 5	証券会社 純営業収益内訳推移（日米比較）	4
図表 6	証券会社 純営業収益内訳 構成比率推移（日米比較）	4
図表 7	米国リテール証券の主要プレイヤー	5
図表 8	米国リテール証券 事業規模比較	6
図表 9	インターネット証券会社の変遷	7
図表 10	独立アドバイザー系証券会社ランキング（2009年）	8
図表 11	米国リテール証券の特徴（全体概要）	9
図表 12	主要リテール証券の戦略と戦術	10
図表 13	主要リテール証券の事業ウェイト・チャネル（概念図）	10
図表 14	主要リテール証券の定性的特色（個社別）	11
図表 15	純損益推移（主要リテール証券）	12
図表 16	純営業収益内訳（主要リテール証券）	13
図表 17	バランスシート（主要リテール証券）	14
図表 18	対面重視先とインターネット重視先の業績推移比較	15
図表 19	自社社員アドバイザーと独立アドバイザーの特徴比較	16
図表 20	Edward JonesとLPLの業績推移比較	16
図表 21	主要リテール証券の収益構造と今後の注目点	17
図表 22	その他リテール証券の戦略と戦術	18
図表 23	その他リテール証券会社の定性的特色（個社別）	19
図表 24	純損益推移（その他リテール証券）	20
図表 25	純営業収益内訳（その他リテール証券）	20
図表 26	バランスシート（その他リテール証券）	21
図表 27	その他リテール証券の収益構造の特徴と今後の注目点	21
図表 28	ネット専業証券の戦略と戦術	22
図表 29	ネット専業証券の定性的特色（個社別）	23
図表 30	純損益推移（ネット専業証券）	23
図表 31	純営業収益内訳（ネット専業証券）	24
図表 32	バランスシート（ネット専業証券）	24
図表 33	ネット専業証券の収益構造の特徴と今後の注目点	25
図表 34	日本のリテール証券業務に対するインプリケーション（まとめ）	26
図表 35	日本のリテール証券業務に対するインプリケーション（各項目）	27
図表 36	企業概要・沿革（Ameriprise）	28
図表 37	ビジネスの特徴（Ameriprise）	28
図表 38	企業概要・沿革（Charles Schwab）	29
図表 39	ビジネスの特徴（Charles Schwab）	29
図表 40	企業概要・沿革（Edward Jones）	30
図表 41	ビジネスの特徴（Edward Jones）	30
図表 42	企業概要・沿革（E*-Trade）	31
図表 43	ビジネスの特徴（E*-Trade）	31
図表 44	企業概要・沿革（LPL）	32
図表 45	ビジネスの特徴（LPL）	32
図表 46	企業概要・沿革（Raymond James）	33
図表 47	ビジネスの特徴（Raymond James）	33
図表 48	企業概要・沿革（Stifel Nicolaus）	34
図表 49	ビジネスの特徴（Stifel Nicolaus）	34
図表 50	企業概要・沿革（TD AMERITRADE）	35
図表 51	ビジネスの特徴（TD AMERITRADE）	35

## 1. はじめに

現在、日本のリテール証券業界は転換期を迎えている。従来の個人の株式売買委託手数料を中心とした経営からビジネスモデルを転換し、投資信託（以下投信）販売等を通じた個人に対する金融商品販売総合コンサルティングに重点を置いたビジネスを推進しているものの、フロー収入のウェイトが高い構図に変わりはなく、その時々の相場や市場環境の影響を受けやすい。こうした中で、日本の東証1部における株式売買代金は2008年秋の金融危機後に半減した後、本格的な回復の兆候がなかなか見られないため、より一層新たなビジネスモデルを模索する必要に迫られていると言える。本稿では、こうした厳しい状況に置かれた日本のリテール証券業界への示唆を得るべく、米国におけるリテール証券会社の特徴を探ってみたい。

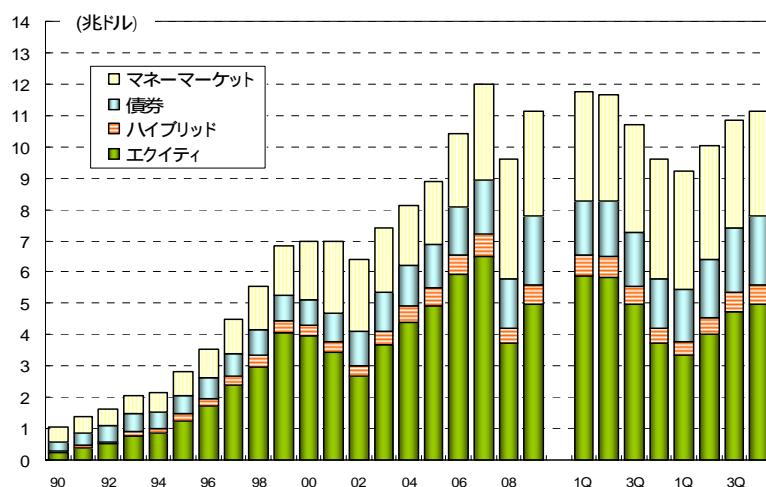
## 2. 米国証券業界の全体像

### (1) 金融資産の動向

米国証券業界の動向を見ていく前に、最初に米国における金融資産の動向を確認しておきたい。

米国投信（Mutual Fund）の純資産残高推移を見ると（図表1）、2009年12月末は11.1兆ドルで、1990年の水準（1兆ドル）の10倍に達し、市場規模は大きく拡大している。日本の公募・契約型の投信（2010年3月末現在、63.7兆円）<sup>3</sup>と比べると、約15倍の規模である。

図表1 米国投資信託の純資産残高推移

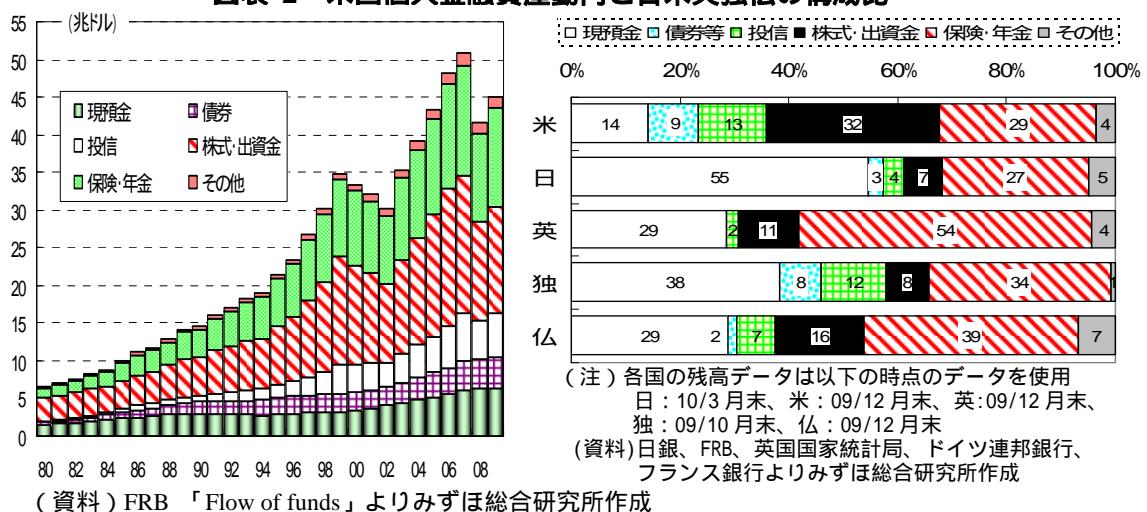


（資料）SIMFA よりみずほ総合研究所作成

<sup>3</sup> 投資信託協会公表資料による

また、米国における個人金融資産残高の推移を見ると、2009年12月末で約45兆ドル（約4,000兆円）となり、日本の個人金融資産の約3倍（2010年3月末：1,457兆円）と世界最大である（図表2）。構成比では現預金が14%に留まる一方、株式、投信、債券等が計54%と過半となり、リスク性資産の占める比率が大きくなっている。これは、日本において現預金が55%と最大で、株式、投信、債券等が計14%であるのと比較するとかなりの違いがあり、また英、独、仏と比べても株式、投信、債券等のウェイトが高くなっている。従って米国では、個人金融資産に関する金融取引における証券会社（業務）の関与度合いは、日本や欧州よりもかなり大きいものと考えられる。

図表2 米国個人金融資産動向と日米英独仏の構成比



## （2）証券会社数と従業員数の変遷

次に米国証券業界の全体像を見ていきたい。まず米国の証券会社数を見ると（図表3）2000年代に入り一貫して減少トレンドにある中、従業員数や登録外務員<sup>4</sup>数は増加基調で推移してきた。小規模証券会社の淘汰や集約化が進みながら、人員数から見た証券会社の規模は拡大してきたといえる。但し、2009年については、2008年の金融危機の影響に加え、コンプライアンスや規制強化への対応等に関する負担感から、特に小規模証券会社の廃業が進行した模様であり、証券会社数の減少幅が大きくなり、従業員数もここ数年来初めて減少に転じた。

なお、証券会社数を日米で比較すると、米国が約4,700社<sup>5</sup>と日本の約300社<sup>6</sup>を大きく上回っている。

<sup>4</sup> 一定の金融商品販売を行う上で必要なFINRA認定資格の保有登録者（Registered Representatives）

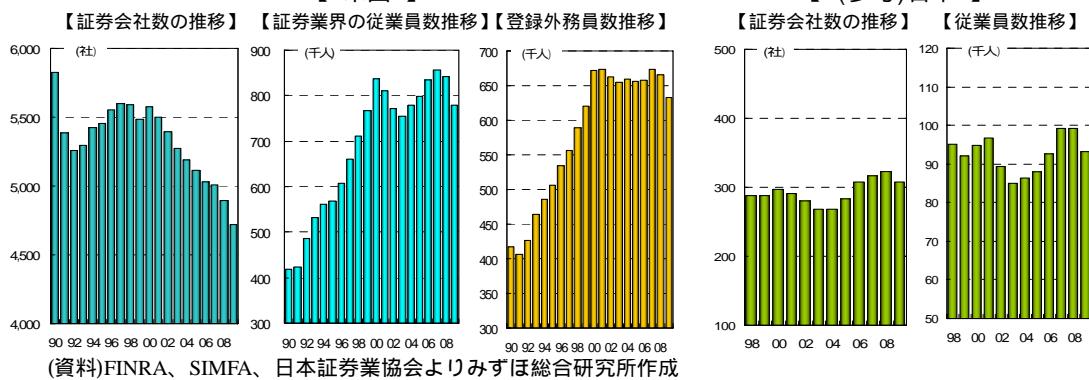
<sup>5</sup> FINRA（Financial Industry Regulatory Authority / 金融取引業規制機構～米国証券業界における自主規制機関）ベース

<sup>6</sup> 日本証券業協会ベース

図表3 証券会社数等の日米比較

【米国】

【(参考)日本】

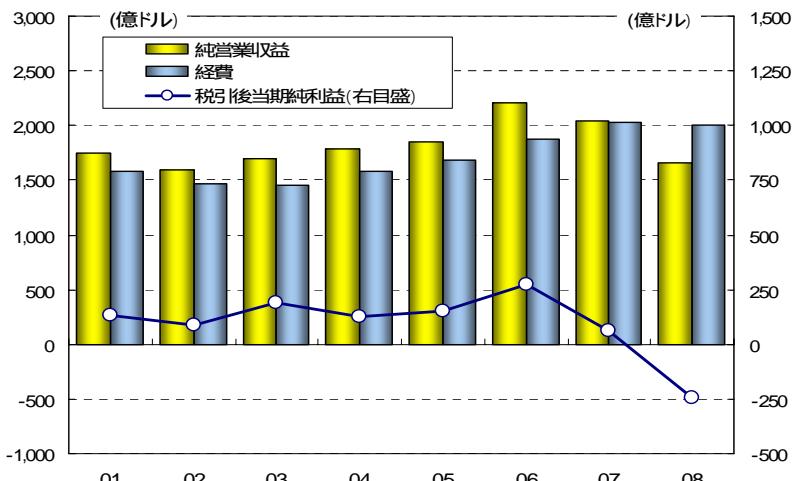


(資料)FINRA、SIMFA、日本証券業協会よりみずほ総合研究所作成

### (3) 業績推移

次に米国証券会社の業績推移を概観してみたい。大手から中小までを含む証券会社全体の決算状況についてSIMFA<sup>7</sup>による業績推移を見ると(図表4)、2008年こそ金融危機等の影響で赤字<sup>8</sup>となったものの、2001～2007年にかけては継続的に当期純利益を計上してきた。証券会社の売上高に相当する純営業収益は、経済活動が堅調に推移した2003～2006年においては緩やかな増勢基調が続いた。但し、2007～2008年については、サブプライム危機発生から金融危機に至る過程の中で前年度比減収となっている。

図表4 米国証券会社 業績推移



(資料)SIFMA よりみずほ総合研究所作成

続いて純営業収益の内訳を見ると(図表5)、特に2005年から2007年にかけて、「その他手数料(証券ビジネス関連)」が大きく増大してきたことが分かる。これにはM&Aアドバイザリーフィーや各種サービス手数料が含まれているが、支払利息が2007年に

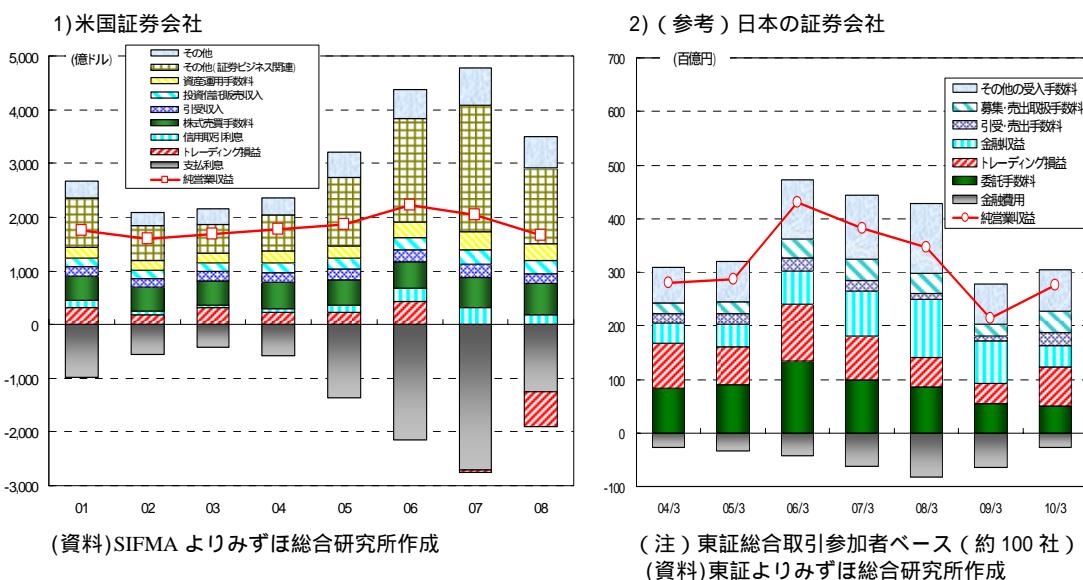
<sup>7</sup> Securities Industry and Financial Markets Association (米国証券・金融市場委員会)

<sup>8</sup> 本稿で調査対象としたリテール証券会社14社(対象先はp.6参照)は一部の社を除いて当期黒字であったものの、全体の当期純損益が赤字となったのは、大手ホールセール証券等でのトレーディング損益が悪化して赤字幅が拡大したことと等が主因と考えられる(p.4の図表5参照)。

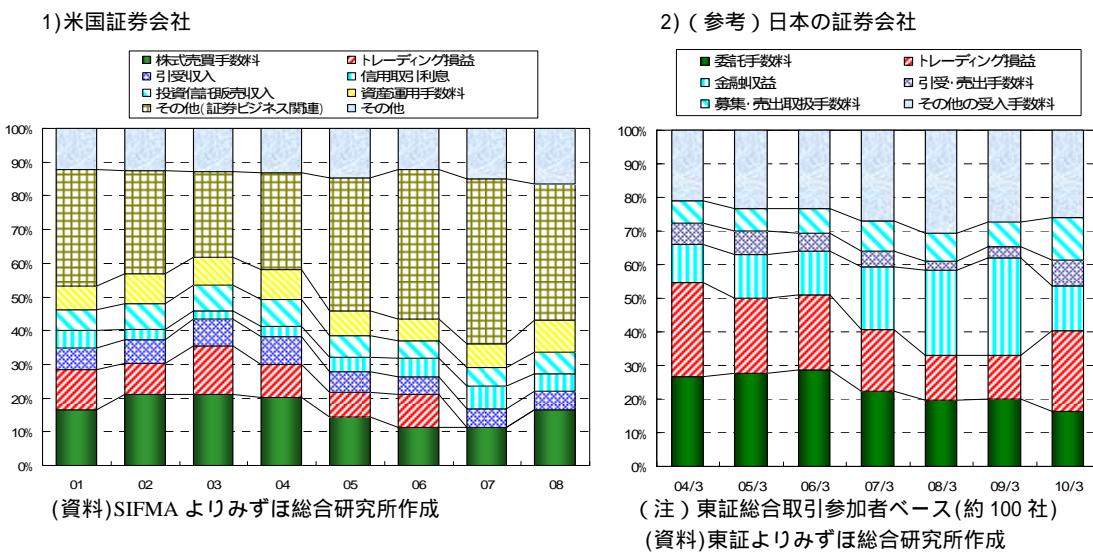
かけて増大していることから、特に大手金融機関において、資金調達を増大させながら、証券化商品の組成と保有といった投資銀行ビジネスを拡大していったことが反映されているものと推察される。

また、純営業収益の構成比率を見ても(図表6)、米国はその他(証券ビジネス関連)が継続して高いウェイトを占めており、一方で金融商品の販売から直接由来する投信販売収入(募集・売出手数料)などは、日本の証券会社と比べてウェイトが低くなっている<sup>9</sup>。

図表5 証券会社 純営業収益内訳推移(日米比較)



図表6 証券会社 純営業収益内訳 構成比率推移(日米比較)



<sup>9</sup> 但し、米国証券会社の決算推移では一部のホールセール金融機関による投資銀行ビジネスの収益が大きなウェイトであったと推察され、必ずしもリテール証券等の「平均的な証券会社の姿」の様相とは違があるものと思われる。

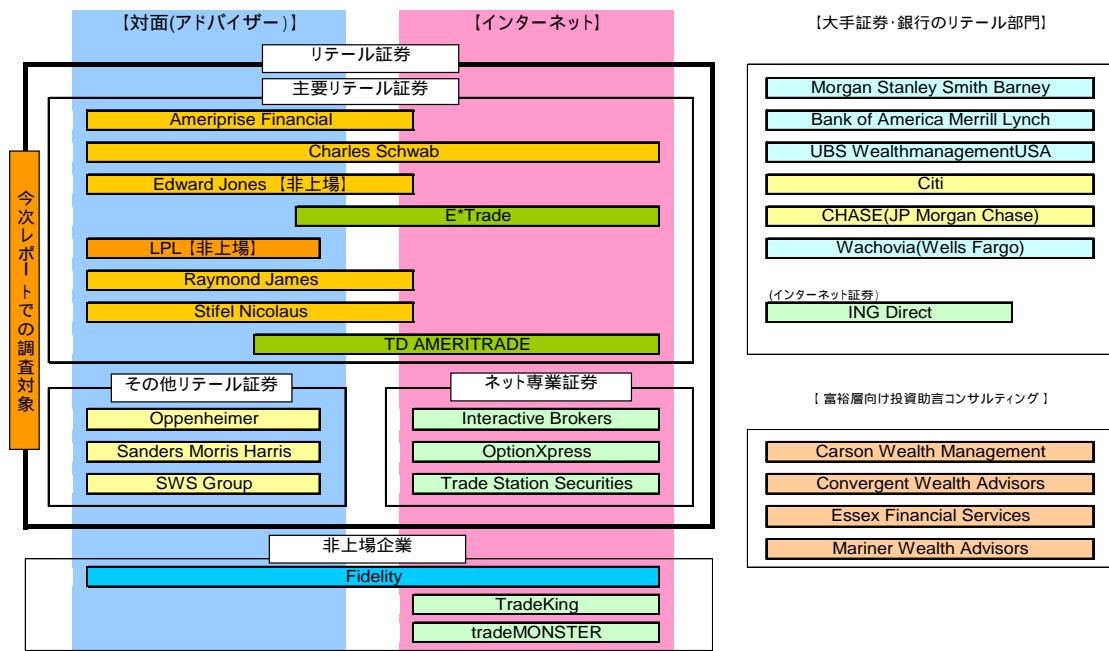
### 3. 米国リテール証券業界について

前節では、米国証券業界の全体像を見てきたが、本節では数多くのプレイヤーが林立している米国のリテール証券業界について、その事業規模やこれまでの変遷を述べていきたい。

#### (1) 米国リテール証券業界の主要プレイヤーと調査対象先の選定

米国リテール証券業界には、様々なプレイヤーが存在して競争を繰り広げている（図表7）。Morgan Stanley Smith Barney、Bank of America Merrill Lynchといった大手金融機関のリテール部門も有力チャネルとなっている一方、Ameriprise Financial、Charles Schwabといったリテールを中心業務とした証券会社も同様に存在感が大きい。またリテール中心の証券会社は上場証券会社以外にも、非上場でアドバイザーによる対面チャネルが中心のEdward Jones、LPL等をはじめ、プレゼンスが高くかつ個性的な証券会社が数多く活動している。加えてインターネット証券会社においても、TD AMERITRADEやE\*-Tradeといった主要な上場証券会社以外でも、中小のネット専業証券が活発に活動している。

図表7 米国リテール証券の主要プレイヤー



（資料）各種資料よりみずほ総合研究所作成

本稿においては、米国リテール証券会社の動向を探る上で調査対象先として、大手証券・銀行のリテール部門は除外<sup>10</sup>した上、NYSE、NASDAQ上場でリテール証券業務に力を入れている先から主に選定することとした。

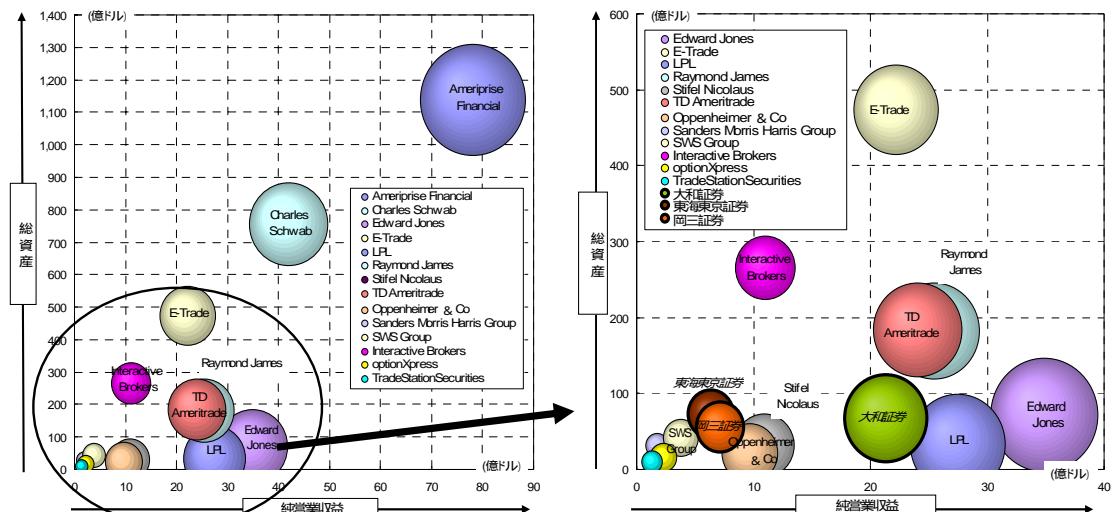
<sup>10</sup> 本稿はリテール証券業務を中心業務とした証券会社の特徴を探ることを目的としており、また一方で大手証券・銀行についてはリテール部門のみの抽出や、リテール証券会社と対比させるような決算動向の比較分析に難しさがあるため、対象先から除外した。

まず、上場リテール証券会社の中で事業規模が大きい 6 社 ( Ameriprise Financial、Charles Schwab、E\*-Trade、Raymond James、Stifel Nicolaus、TD AMERITRADE ) 及び非上場のリテール証券会社の中でも事業規模が大きく、また決算情報等も十分に取得できる 2 社 ( Edward Jones、LPL ) の計 8 社を「主要リテール証券会社」と定義した。

ただし、図表 8 に見られるように、「主要リテール証券会社」8 社について事業規模を純営業収益と総資産の 2 指標で比較すると、日本における準大手証券会社<sup>11</sup>、更には大手証券会社<sup>12</sup>の事業規模よりも軒並み大きいことが分かる。日米間での投信・個人金融資産等の市場規模の違いもあるが、米国での主だったリテール中心の証券会社は、日本のリテール中心の証券会社のイメージと比べると、各社かなり大きな事業規模であるのが特徴的である。

このため、事業規模が「主要リテール証券」より小さく、日本の準大手・中堅証券会社の規模に近いと共に、対面でのリテール証券業務に力を入れている上場証券会社 3 社 ( Oppenheimer、Sanders Morris Harris、SWS Group ) を「その他リテール証券」として調査対象に加えた。またネット証券についても、「主要リテール証券」においてインターネット証券部門が中心の TD AMERITRADE、E\*-Trade を含んでいるものの、この 2 社が日本のネット専業証券と比べて大規模であることから、より事業規模が日本のネット専業証券に近い上場証券会社 3 社 ( Interactive Brokers、OptionXpress、TradeStation Securities ) を「ネット専業証券」として調査対象とした。

図表 8 米国リテール証券 事業規模比較



(注 1) 本邦証券会社決算数値 (2010 年 3 月期) は 1\$=90 円でドル換算

(注 2) 散布図の各社の大きさは純営業収益の規模に比例

(資料) 各社決算資料よりみずほ総合研究所作成

## (2) インターネット証券会社の変遷

前項で主要リテール証券と定義した証券会社のうち、特にインターネット証券に重点を置いている社 (E\*-Trade、TD AMERITRADE) は、1990 年代後半の勃興に始まり、2000

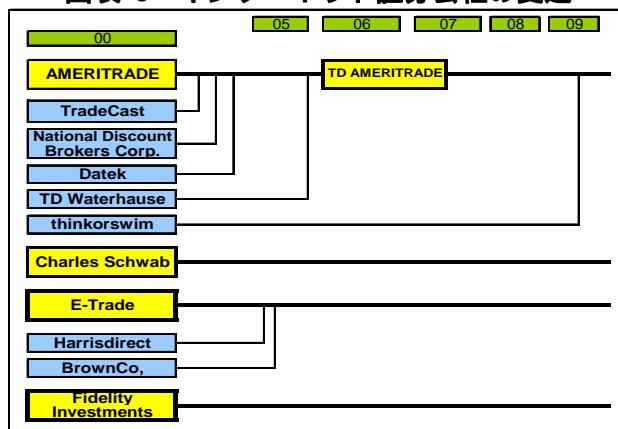
<sup>11</sup> 岡三証券株式会社、東海東京証券株式会社

<sup>12</sup> 大和証券株式会社

年の段階で多数林立していたインターネット証券の中から買収統合を進めて規模を拡大し、現在では中核的なインターネット証券会社になっているものである（図表9）。

インターネット証券は、技術革新に呼応して常に競争力のある取引プラットフォームを提供する必要性から、恒常的に一定のシステム投資が必要であるため、それに見合う事業規模を確保・拡大する観点から合併集約が頻繁に行われてきた。現状でも非上場会社を中心としたネット専業証券が多数存在し、活発な競争を繰り広げている。

図表9 インターネット証券会社の変遷



（資料）各種資料よりみずほ総合研究所作成

### （3）独立アドバイザー系証券会社のランキング

また次節で詳述するが、米国リテール証券業界の対面チャネルの特徴として、自社社員アドバイザーと共に、独立アドバイザー<sup>13</sup>が主要チャネルの一翼を担っているという点が挙げられる。ここで、この独立アドバイザーの規模を概観的に掴むものとして、独立アドバイザリー系証券会社<sup>14</sup>の主要計数ランキングを見ると（図表10）、LPL Investment Holdings（LPL傘下の証券会社）が多くの項目で首位となっている。

まず、総収入、投資助言の手数料収入では、本稿で主要リテール証券と定義している証券会社グループのLPL Investment Holdings、Ameriprise Financial Services、Raymond James Financial Servicesが1~3位に入り、それ以外は非上場会社が多くを占めている。

また、総拠点数は1~2位の2社（LPL Investment Holdings、Metlife Broker-Dealer Group）は10,000以上、10位でも5,000前後と多数の拠点を有しているのが特徴的である。日本における証券会社全体の営業所数2,237ヶ所（2010年6月末）<sup>15</sup>と比べても突出して多い。尚、10万ドル/年以上の年間手数料収入を稼得する拠点ベースでみると、各社で大きな差異があり、公表計数から判断すると、小規模拠点が過半を占めているものと考えられる。

<sup>13</sup> 販売金融商品仕入元の証券会社とは直接の雇用関係を持たない第三者のアドバイザー（Independent Contractor）

<sup>14</sup> 独立アドバイザーへの取引プラットフォーム提供を主要業務としている証券会社

<sup>15</sup> 日本証券業協会公表資料による

図表 10 独立アドバイザー系証券会社ランキング (2009 年)

【総収入】

(単位:億ドル)

順位	証券会社	総収入
1	LPL Investment Holdings	28.0
2	Ameriprise Financial Services	20.0
3	Raymond James Financial Services	8.3
4	Advisor Group	7.7
5	Lincoln Financial Network	7.4
6	Metlife Broker-Dealer Group	7.2
7	Cetera Financial Group	6.2
8	National Planning Holdings	6.1
9	Axa Advisors	4.9
10	Commonwealth Financial Network	4.9

【投資助言の手数料収入】

(単位:億ドル)

順位	証券会社	手数料収入
1	Ameriprise Financial Services	8.1
2	LPL Investment Holdings	7.0
3	Raymond James Financial Services	2.5
4	Advisor Group	2.4
5	Commonwealth Financial Network	2.3
6	Cetera Financial Group	1.5
7	Cambridge Investment Research	1.4
8	Securities America	1.3
9	Wells Fargo Advisors Financial Network	1.1
10	Northwestern Mutual	1.1

(資料) Investment News よりみずほ総合研究所作成

【総拠点数】

順位	証券会社	拠点数
1	LPL Investment Holdings	12,027
2	Metlife Broker-Dealer Group	10,147
3	NYLIFE Securities	7,793
4	Lincoln Financial Network	7,682
5	Ameriprise Financial Services	7,658
6	Axa Advisors	5,883
7	Northwe Stern Mutual	5,752
8	H.D. Vest Financial Services	5,175
9	Advisor Group	4,865
10	Cetera Financial Group	4,841

【拠点数 (10 万ドル/年以上の年間手数料有先)】

順位	証券会社	拠点数
1	LPL Investment Holdings	5,658
2	Ameriprise Financial Services	4,524
3	Raymond James Financial Services	2,138
4	Axa Advisors	1,904
5	Advisor Group	1,704
6	Cetera Financial Group	1,574
7	National Planning Holdings	1,377
8	Commonwealth Financial Network	1,149
9	Securities America	1,063
10	Wells Fargo Advisors Financial Network	745

(資料) Investment News よりみずほ総合研究所作成

#### 4. 米国リテール証券会社の特徴

前節での米国リテール証券業界の主要プレイヤーや事業規模の紹介を経て、本節では米国リテール証券業界の特徴について触れていくたい。

##### (1) 全体概観

本稿で調査対象としたリテール証券 14 社にはそれぞれ個性が見られるが、全体的な特徴をまとめると(図表 11) 以下の通りである。

すなわち、顧客との接点においては、対面、インターネットを 2 大チャネルとしているものの、対面とインターネットのバランスや組み合わせ手法には各社に個性が見られ、そのバリエーションは日本の証券会社よりも変化に富んでいる。

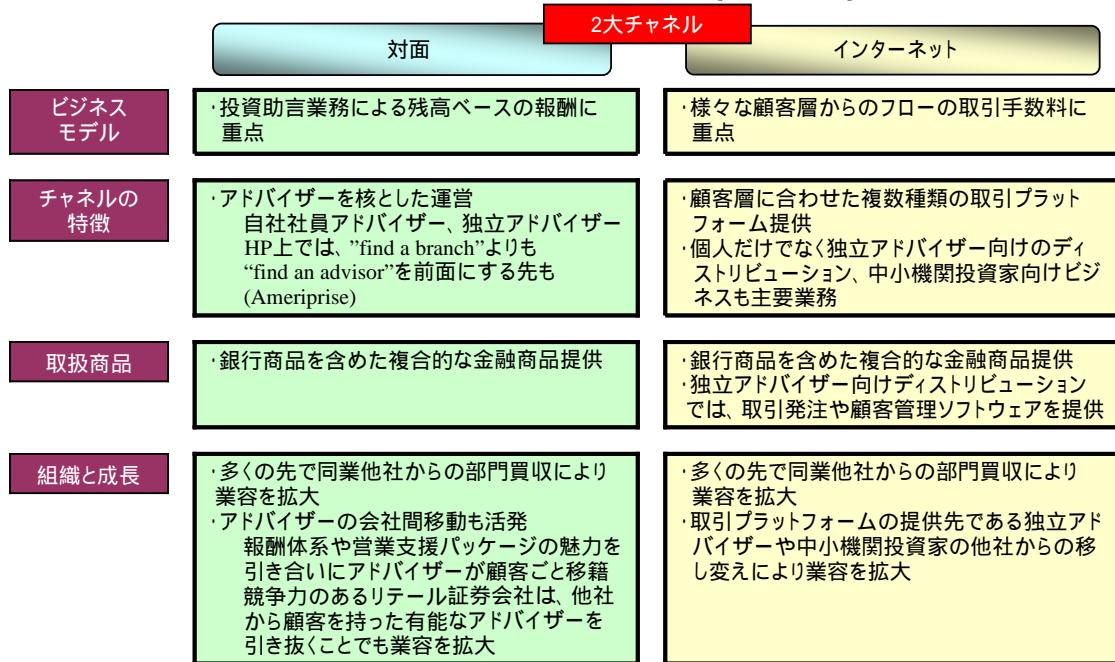
ビジネスモデルとしては、対面では投資助言業務による残高ベースの報酬<sup>16</sup>に力点が

<sup>16</sup> 投資助言業務による残高ベースの報酬は、日本でも普及しているようなラップ形式で用いられると共に、非ラップ形式においても、アドバイザーと顧客とのコンサルティングによる合意に基づき、主に投資助言サービス全般に対する手数料を顧客から徴収し、個々の取引は顧客が指図するものの、個々の取引手数料は別途徴収しない、といった資産運用手法で手数料体系の一つとして採用されている。アドバイザーの報酬体系も、取引手数料に連動する方式と、顧客の資産運用残高の一定割合を報酬として受け取る方式が選択できるような手法が採用されたりしている。具体的な事例は、(参考)主要リテール証券会社の個社別特徴の p.28 (Ameriprise) の図表 37、p.29 (Charles Schwab) の図表 39、p.32 (LPL) の図表 45、p.34 (Stifel Nicolaus) の図表 49 を参照。

置かれる一方、インターネットでは様々な顧客層からのフローの取引手数料が重視されている。

チャネルの特徴としては、対面ではアドバイザーを核とした運営が挙げられる一方、インターネットでは個人投資家に加えて、独立アドバイザーや中小機関投資家といった顧客層に合わせた複数の取引プラットフォームの提供が挙げられる。尚、米国のリテール証券会社では、ホームページ上において、支店よりも「支店に在籍するアドバイザー」の情報（“find an advisor”）を前面に立ててアピールするケースも見受けられる。

図表 11 米国リテール証券の特徴（全体概要）



（資料）各種資料よりみずほ総合研究所作成

## (2) 主要リテール証券の特徴

前項で、米国リテール証券会社全体の特徴を概観したので、本項以降で本稿における調査対象のリテール証券会社について、分類毎にその特徴を見ていきたい。

### a. 戦略と戦術

主要リテール証券 8 社の戦略と戦術について見てみると以下のように概括できる（図表 12）。すなわち、戦術面においては、図表 13 のような対面、インターネットの各チャネルについてのビジネスモデルの概念図を基本的な構造としつつ、各社特徴的な体制運営を行っている。対面重視先ではいずれもアドバイザーを中心としたチャネルとしているが、自社社員によるアドバイザーや独立アドバイザーの展開手法には各社個性が見られる。また本稿で「その他リテール証券」と定義した 3 社<sup>17</sup>と比べると、多くの社で

<sup>17</sup> Oppenheimer、Sanders Morris Harris、SWS Group の 3 社

銀行部門を保有して事業規模を拡大させていることや、投信の組成販売を行う資産運用会社を自社で事業展開している社もあるといった特徴が見られる。

インターネットチャネル重視先では、本稿で「ネット専業証券」と定義した3社<sup>18</sup>と比べると、インターネットを中心としつつ各社共に一定の支店網を持ち、対面での投資助言を提供するなど、インターネットチャネルを補完する体制の充実が見られる。また提供プロダクトにおいては、対面重視先と同様に銀行部門の積極展開といった特徴が見られる。

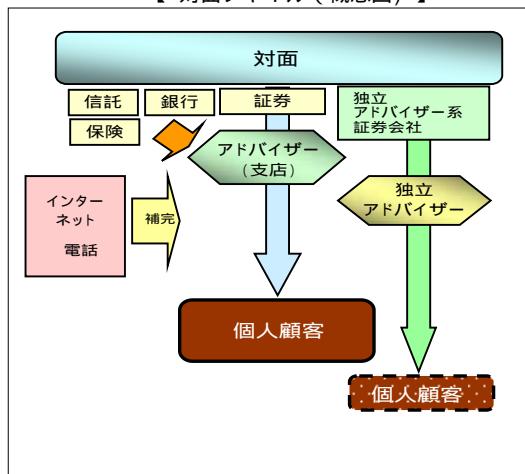
図表 12 主要リテール証券の戦略と戦術

戦略	
対面とインターネットの比重に各社特徴を持たせながら個人リテール部門を展開 【各チャネル別の戦略】	
<ul style="list-style-type: none"> <li>・対面:投資助言業務による残高ベースの投資助言報酬獲得を主眼とした、アドバイザーを核とする戦略</li> <li>・インターネット:様々な顧客層からのフローの取引手数料獲得を目的とした、顧客層別の取引プラットフォーム提供を核とする戦略</li> </ul>	
戦術	対面チャネルの特徴
	<ul style="list-style-type: none"> <li>・自社社員アドバイザーや独立アドバイザーを通じた投資助言ビジネスを展開</li> <li>・対面重視の上場リテール証券会社では、独立アドバイザーを複数アドバイザーチャネルの1つとし、自社ブランドを背景とした活動の延長に位置付けている場合が多い</li> <li>・非上場2社はEdward Jonesが自社運営の小規模店舗大量出店に特化、一方LPLは独立アドバイザーへの取引プラットフォーム提供を専業とし、独自性を持った運営</li> <li>・顧客へのアピールでは、「支店」よりも「アドバイザー」が中核</li> <li>・運用資産残高ベースの投資助言報酬獲得に重点</li> </ul>
戦術	インターネットチャネルの特徴
	<ul style="list-style-type: none"> <li>・インターネットチャネルを中心としつつ、一定の支店網やコールセンターを有し、顧客ニーズに応えて各種サポート体制を整備</li> <li>・株式に加え、投信や先物・オプション等のトレーディングツールを顧客層別に提供することを通じてフローの取引手数料獲得に重点</li> <li>・中小機関投資家をターゲットとした機能拡充の動きも</li> <li>・独立アドバイザーへの取引発注や顧客管理ツール提供も</li> </ul>
戦術	提供プロダクトの特徴
	<ul style="list-style-type: none"> <li>・対面、インターネット共に複合的な商品提供力を武器に</li> <li>・多くの先で銀行部門を有し、近年預金や個人ローンの提供を加速させる動きも</li> <li>・投資信託の組成販売を行う資産運用会社の事業を積極展開する先も(Charles Schwab、Ameriprise)</li> </ul>

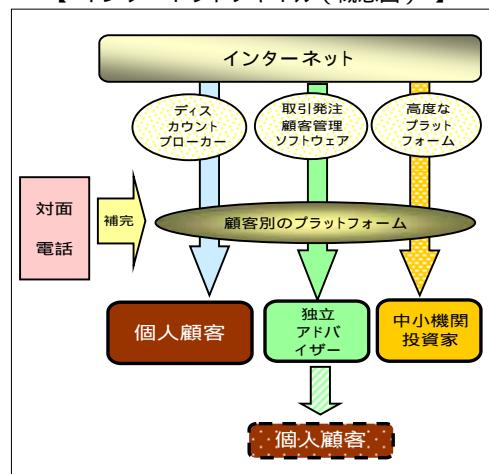
(資料) 各種資料よりみずほ総合研究所作成

図表 13 主要リテール証券の事業ウェイト・チャネル(概念図)

【対面チャネル(概念図)】



【インターネットチャネル(概念図)】



(資料) 各種資料よりみずほ総合研究所作成

<sup>18</sup> Interactive Brokers、optionXpress、TradeStation Securitiesの3社

## b. 各社の定性的特色

個社別の定性的特色を見ると(図表14)、それぞれ特徴があつて変化に富んでいます。8社を大きく分けると、対面重視先(Ameriprise、Edward Jones、LPL、Raymond James、Stifel Nicolaus)、インターネット重視先(E\*-Trade、TD AMERITRADE)、対面とインターネットの双方重視先(Charles Schwab)に分類できる。このうち対面重視先では、Ameriprise、Raymond James、Stifel Nicolausが自社社員アドバイザーと独立アドバイザーを併用している一方、Edward Jonesは自社社員アドバイザーに特化して小規模支店を多数展開、逆にLPLは自社運営店舗を有せず、独立アドバイザー向けの取引プラットフォーム提供に特化しているなど、手法に特色が見られる。またインターネット重視先では、E\*-Tradeは銀行部門に大きなウェイト、TD AMERITRADEは独立アドバイザーへの取引管理ツール提供に特色があり、双方重視先のCharles Schwabは対面/インターネットの双方を顧客志向に応じて複合的にチャネル提供することを強みとしている。

図表14 主要リテール証券の定性的特色(個社別)

		Ameriprise	Charles Schwab	Edward Jones	E*-Trade
グループ展開		証券・銀行アセットマネジメント	証券・銀行投資アドバイザー	証券・信託	証券・銀行
個人向けチャネル	主	・支店(自社社員アドバイザー) ・独立アドバイザー	・インターネット ・支店(自社社員アドバイザー) ・独立アドバイザー	・支店(自社社員アドバイザー)	・インターネット
	従	・インターネット	・コールセンター	・インターネット	・支店(対面アドバイス) ・電話による投資助言
特色	・米国の上場リテール証券では最大規模 ・リテールでは12,000名以上のアドバイザーを通じた投資助言やプローカレッジを展開 ・アドバイザーの長い勤続年数を高品質のパックボーンとして強みに ・投資助言収益が最大を占めるが、年金・保険部門も主力ビジネスに	・アドバイザーを通じた投資助言ビジネスと、インターネット証券ビジネスの双方に強み ・複数チャネルを組み合わせた体制による多様な商品・サービス提供が強み ・個人投資家向けが中心だが、機関投資家向け(独立アドバイザー向け取引プラットフォーム提供を含む)の比重が徐々に増大	・自社運営の小規模支店を12,000ヶ所以上展開(非上場) ・支店は、基本的にアドバイザー1名+拠点管理者1名で構成され、小さなコミュニティにもきめ細かく出店、業務展開できることを強みに	・主にリテール向けのインターネット証券を展開する金融グループ、但し、リテール銀行部門の事業規模が大 ・個人投資家(短期的なトレーダーと長期的な投資家)に対して先進技術により低コストかつ使いやすい投資手段を提供することに強み	

		LPL	Raymond James	Stifel Nicolaus	TD AMERITRADE
グループ展開		証券	証券・銀行投資アドバイザー	証券・銀行	証券・銀行・信託
個人向けチャネル	主	・独立アドバイザー	・支店(伝統的の支店・サテライト):自社社員アドバイザー・独立コントラクター ・拠点(Reps) ・独立アドバイザー	・支店(自社社員アドバイザー) ・拠点(独立アドバイザー)	・インターネット
	従		・インターネット	・インターネット	・支店(対面アドバイス) ・電話、E-mailによる照会対応
特色	・自社運営店舗を有せず独立アドバイザーチャネルの事業展開で全米最大規模を誇る(非上場) ・自社グループ内に投信運営会社を持たず他社商品提供のアレンジ役に徹し、独立アドバイザーに取扱商品選択の自由度を持たせる運営が特徴的	・アドバイザーを中心チャネルとする証券会社の草分け的存在 ・法人向けの投資銀行部門も有するものの、個人向けビジネスが中心 ・アドバイザー数は約5,000人、うち独立アドバイザーが7割、アドバイザー1名の拠点を多数展開 ・純営業収益は、アドバイザーを通じた残高ベースの投資助言報酬を含む証券関連の手数料が過半	・個人投資家に対してアドバイザーを通じた投資助言ビジネスを展開すると共に、ホールセール証券業務も展開 ・他社買収等により積極的に事業拡大。2007~2009年にかけて増収増益で、他社比でも非常に高い伸び率 ・アドバイザーは自社社員が中心であり、独立アドバイザーの比重は低い	・リテール証券会社を中心としてインターネット証券ビジネスに注力 ・チャネルはインターネットだけでなく、支店での対面や独立投資アドバイザーを通じた販売を展開 ・独立投資アドバイザーのネットワークにおいては、当社は取引管理ツールの提供者としての役割をビジネスとして重視	

(資料)各社資料よりみずほ総合研究所作成

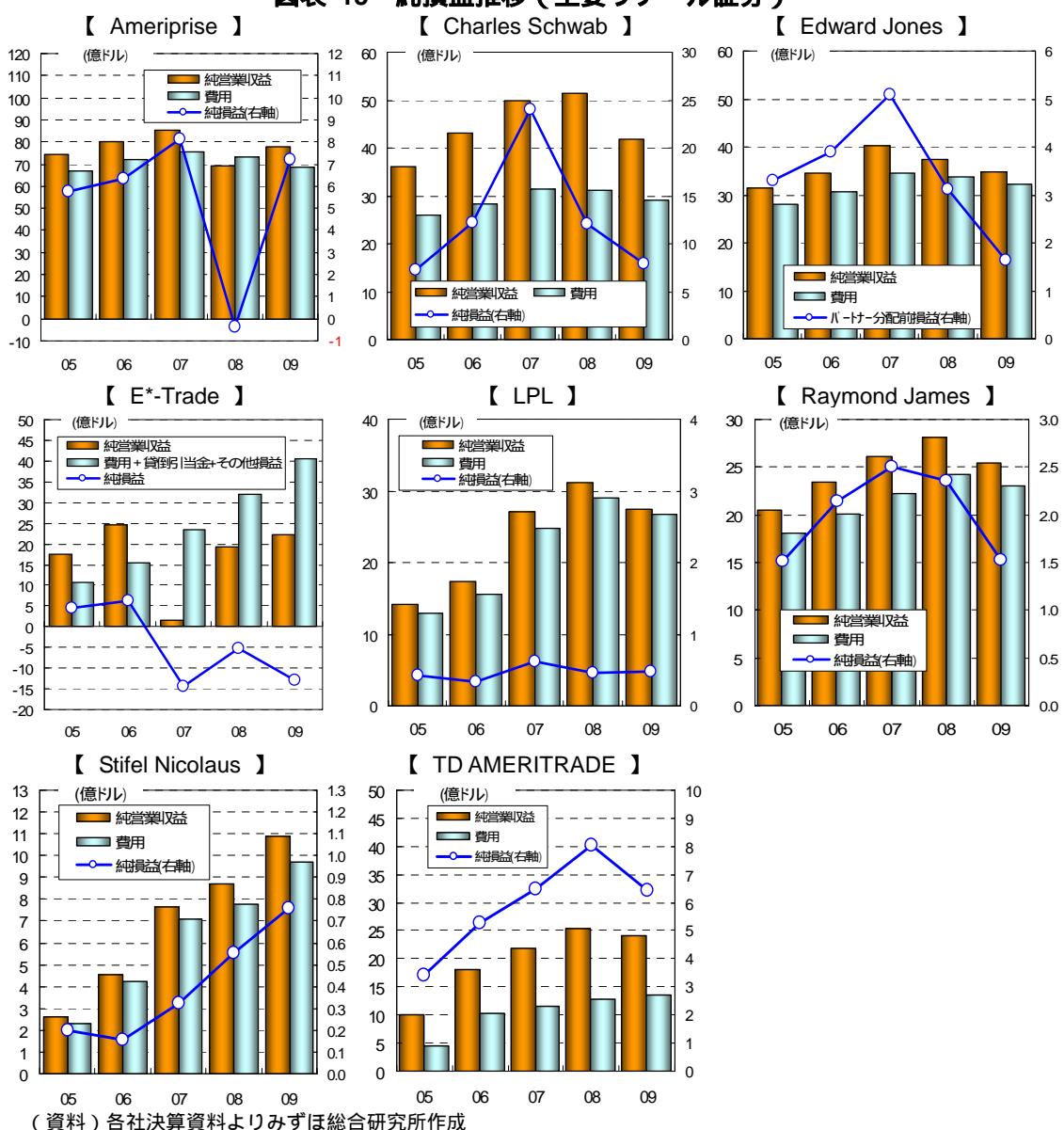
### c. 業績推移とその特徴

次に、純損益、純営業収益、バランスシート等業績面から各社の定量的な特徴を見ていいく。

#### (a) 純損益推移

まず、純損益推移を見ると(図表15)、2009年はE\*-Tradeを除いて当期黒字となっている。尚、E\*-Tradeが2007~2009年まで3期連続で当期赤字となつたのは、以前から貸出部門が大きく、貸倒引当金の大幅増加と投資損失等が増大したためである。収益性は、TD AMERITRADE、Charles Schwabが高い一方、Raymond James、LPLは経費率が高く相対的に低水準といった違いが見られる。

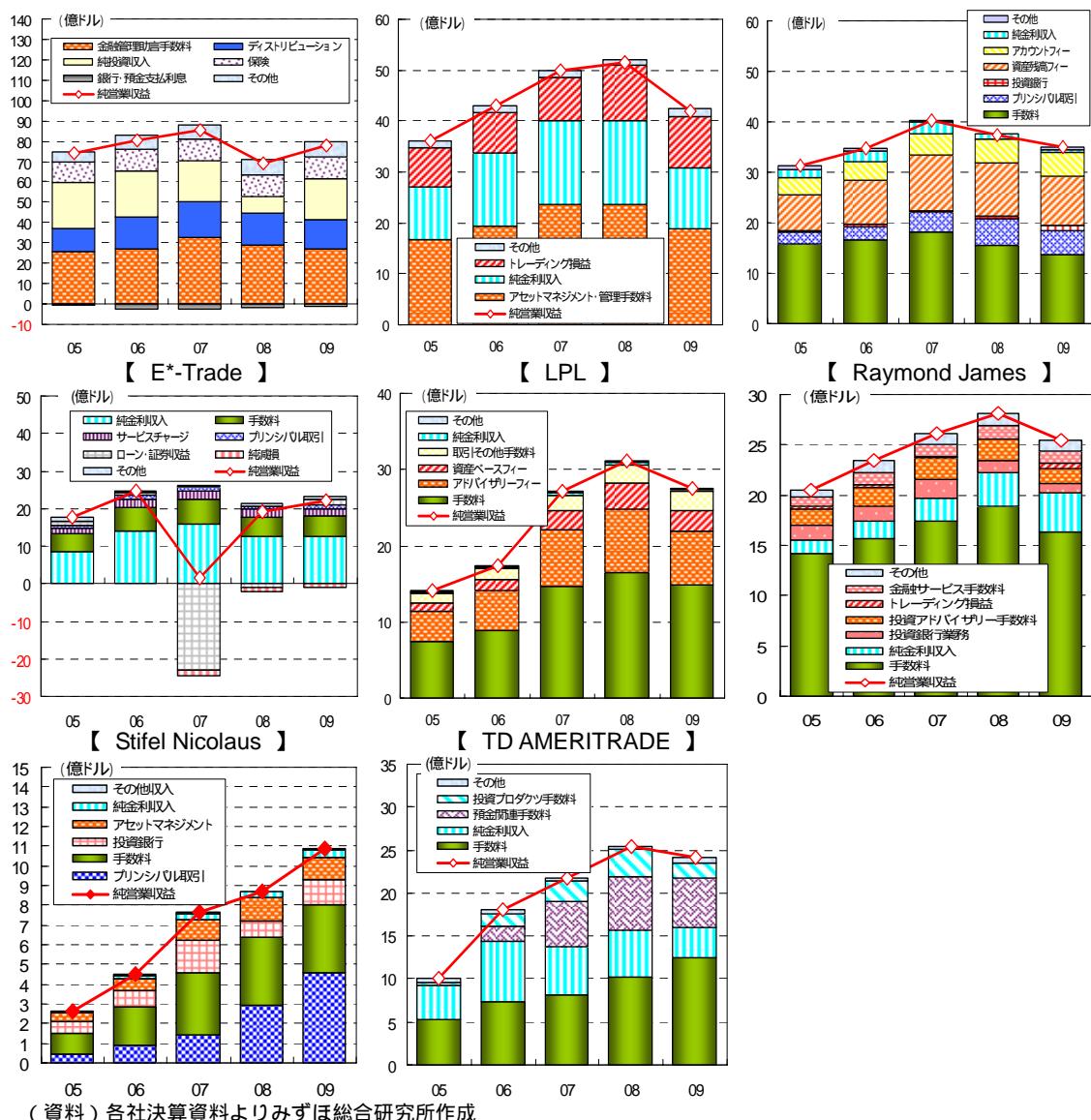
図表15 純損益推移(主要リテール証券)



### (b) 純営業収益内訳推移

純営業収益内訳推移により業務カテゴリー毎の特性を見ると(図表 16) E\*-Trade以外の各社は証券関連の手数料、アセットマネジメントの比率が高いという特徴が見られる。個別に見ると、Ameripriseは金融関連助言手数料を中心に純投資収入以外の各項目が安定的に推移し、Edward Jonesは手数料収入と残高ベースフィー等をそれぞれ一定割合計上している。LPLやStifel Nicolaus、TD AMERITRADEは企業買収等の効果もあって、手数料収入を中心にここ数年で業容を大きく拡大させている。尚、E\*-Trade<sup>19</sup>は銀行部門が大きく、純金利収入のウェイトが高いものの、その分保有資産の不良化による収益下押し懸念も少なくない。

図表 16 純営業収益内訳(主要リテール証券)  
【 Ameriprise 】 【 Charles Schwab 】 【 Edward Jones 】

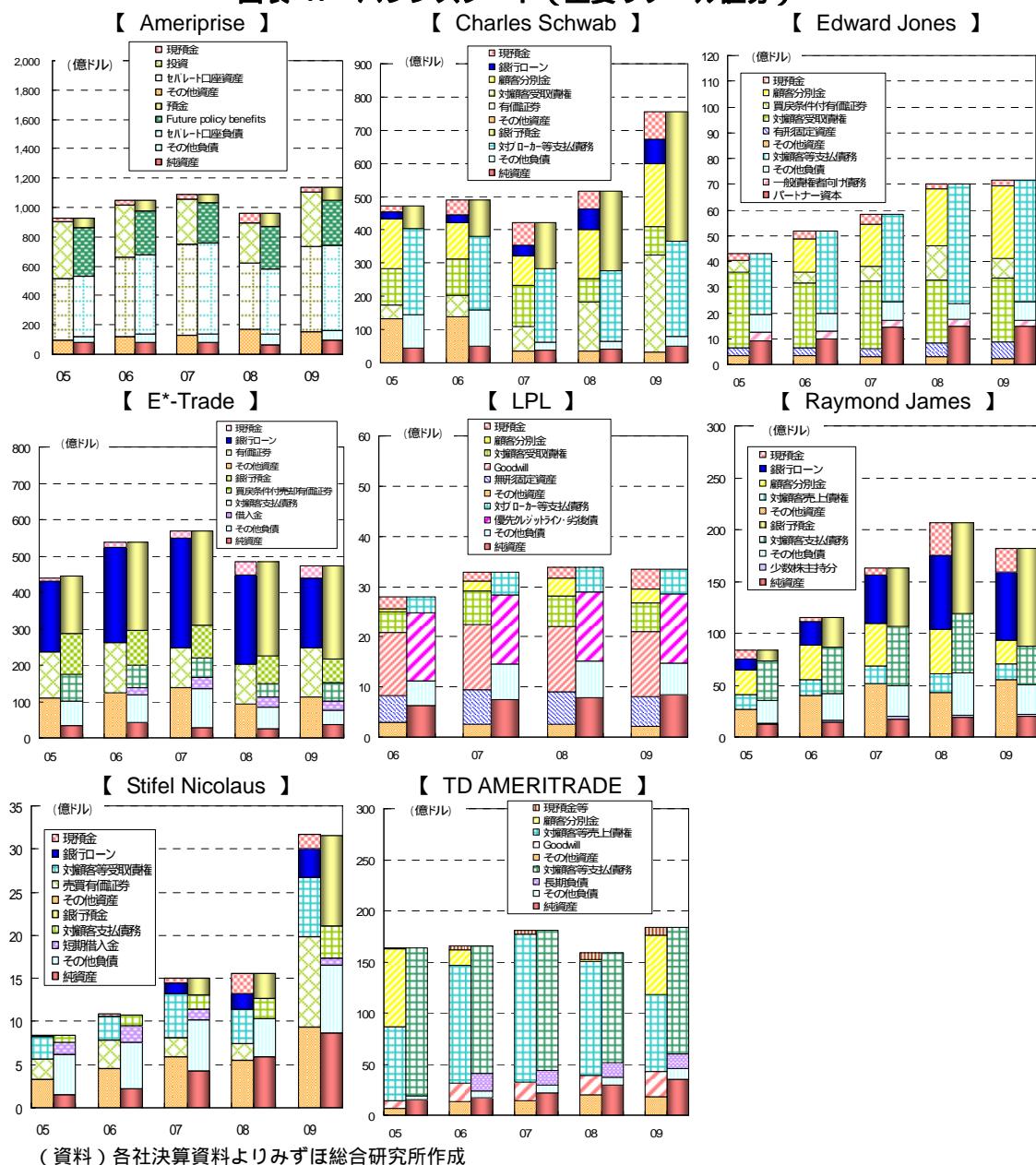


<sup>19</sup> 07年に純営業収益が大きく落ち込んだのは、保有していたサブプライム商品の売却損を計上したためである。

### (c) バランスシートの状況

次に、バランスシートを見ると（図表 17）各社増加あるいは横這い傾向で推移しており、2005～2007 年において大手ホールセール証券に見られるようなレバレッジ拡大の動きは特段見られず、2008 年～2009 年においても大きな圧縮の動きはない。中でも上場しているリテール証券会社 6 社はいずれも銀行部門を保有しているため<sup>20</sup>、預金受入があり、E\*-Trade の従前からの銀行部門の大きさや、Charles Schwab、Raymond James、Stifel Nicolaus の近年における預金残高の著しい増加が特徴的である。

図表 17 バランスシート（主要リテール証券）

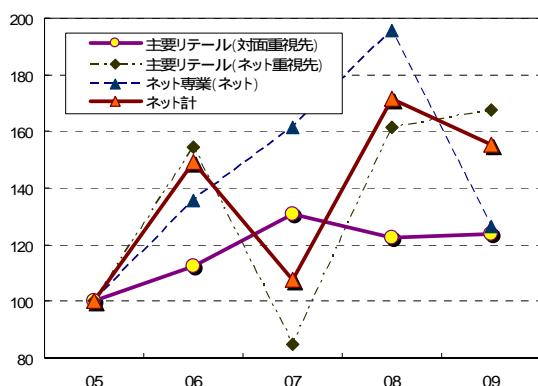


<sup>20</sup> TD AMERITRADEは関連会社にて運営

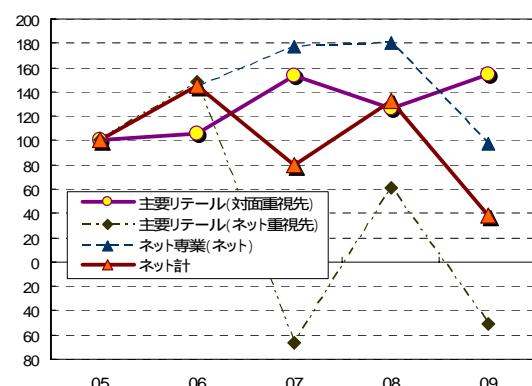
#### (d)業績推移の特徴（まとめ）

ここまで見てきた主要リテール証券の業績推移をまとめると、注力業務によって、市場環境による業績の影響度合いが浮き彫りになってくる。すなわち、対面重視先はインターネット重視先と比較すると、金融情勢が変動する中でも比較的振れ幅の少ない収益構造となっている。対面重視先とインターネット重視先にグルーピング<sup>21</sup>して純営業収益と純損益の変動推移を比較した図表18を見ると明らかで、純営業収益及び純損益のいずれにおいても対面重視先の方がインターネット重視先に比べて変動幅が小さいことが分かる<sup>22</sup>。この要因として、インターネット重視先はフローの取引手数料が中心となっており、取引量等で収益のブレが大きくなる一方で、対面重視先は残高ベースの投資助言報酬に重点を置いているため、一定のストック収入が確保できているということが考えられる。

図表18 対面重視先とインターネット重視先の業績推移比較  
【純営業収益】



(注)2005年の純営業収益額(各社数値の合算)の水準を100とした場合の推移  
(資料)各社決算資料よりみずほ総合研究所作成



(注)2005年の純損益額の水準を100とした場合の推移(各社別に本方式による推移を算出したものを合算(純営業収益と同様の方法を用いると、純損益の規模が大きな先の影響が強いため))  
(資料)各社決算資料よりみずほ総合研究所作成

また、対面チャネルにおける自社社員アドバイザーと独立アドバイザーの特徴を整理すると、図表19の通りとなる。すなわち、両アドバイザーにおいては様々な報酬体系があるものの、概して言うと自社社員アドバイザーは固定的な賃金部分が一定部分を占める一方、独立アドバイザーは基本的に歩合報酬である。これをリテール証券会社側から見ると、自社社員アドバイザーでは人件費において固定費部分が一定割合を占めるた

<sup>21</sup> 主要リテール(対面重視先)は、Ameriprise Financial、Edward Jones、LPL、Raymond James、Stifel Nicolausの5社、主要リテール(インターネット重視先)はE\*-Trade、TD AMERITRADEの2社。尚、Charles Schwabはインターネット、対面の双方重視先であるため本グルーピングから除外した。またネット専業(ネット)は、Interactive Brokers、optionXpress、TradeStation Securities(「ネット専業証券」3社と同一)である。

<sup>22</sup> 純損益で主要リテール証券(ネット)の振れ幅が07~09年にかけて大きくなっているのは、以前から貸出部門が大きいE\*-Tradeにおいて、貸倒引当金の負担が大きく増加したためである。主要リテール証券では対面重視先の非上場2社(Edward Jones、LPL)を除いて対面重視先、インターネット重視先共に銀行部門において預貸ビジネスを拡大させており、これが多くの社ではストック収入の増大に寄与しているものの、不良債権が急増する局面では、収益の振れ要因となる場合もある。

め、好調時は証券会社の収益増大につながる一方で、不調時は人件費の固定的部分が重荷となり、業績変動に影響しやすい。一方で独立アドバイザーはその逆で、基本的に報酬は変動費（取引実績に応じた支払手数料）であるため、好調時の収益は独立アドバイザーの取り分が多くなり、証券会社への収益寄与は限定的となるものの、不調時は連動して支払手数料も減少するため、業績悪化を緩和する効果がある。

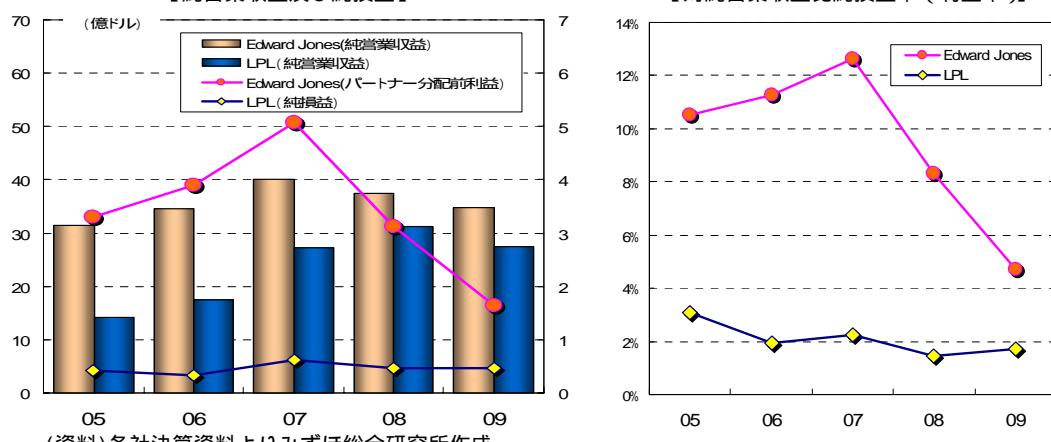
主要リテール証券では両チャネルを用いている社が多いものの、例えば自社社員アドバイザーに特化した Edward Jones、独立アドバイザーに特化した LPL の業績推移を比較してみると（図表 20）Edward Jones の方が LPL よりも利益率が高い一方で、変動幅も大きいという特徴が見られる。

図表 19 自社社員アドバイザーと独立アドバイザーの特徴比較

	自社社員アドバイザー	独立アドバイザー
雇用形態	・証券会社に直接雇用される	・販売金融商品仕入元の証券会社とは直接の雇用関係を持たない (証券会社の販売金融商品の仕入契約を直接結ぶか、独立アドバイザーへの取引プラットフォーム提供を主要業務とする独立アドバイザー系証券会社と雇用契約を結ぶ方法が主流)
報酬体系	・証券会社から給与を受け取る ・給与体系は様々であるものの、独立アドバイザーと比べると、歩合報酬中心だけでなく、固定部分が相応に存在する体系が含まれる ・証券会社にとって人件費 固定費部分が一定部分を占め、好調時は証券会社の収益も増大する一方で、不調時は人件費の固定的部分が重荷に	・証券会社から給与は受け取らない ・取引実績に連動した報酬が中心 (資産運用残高ベース / 取引手数料ベース) ・証券会社にとって支払手数料 基本的に変動費であり、好調時の収益は独立アドバイザーの取り分が多くなるものの、不調時は連動して支払手数料も減少するため、業績悪化を緩和する効果
運営経費	・基本的な運営経費は証券会社持ちか、証券会社とアドバイザーの折半方式が中心	・基本的に独立アドバイザー全面負担が主流
福利厚生	・証券会社の福利厚生を受ける	・販売金融商品仕入元の証券会社の福利厚生は、雇用関係がないため対象外
販売手法	・証券会社の販売方針や販売スタイルに沿った手法を用いやすい	・独立アドバイザーの裁量に任される部分が大きい (独立アドバイザー系証券会社と雇用関係を結んでいる場合は、かかる社の販売方針に沿った手法の採用も)

(資料)各種資料よりみずほ総合研究所作成

図表 20 Edward Jones と LPL の業績推移比較  
【純営業収益及び純損益】

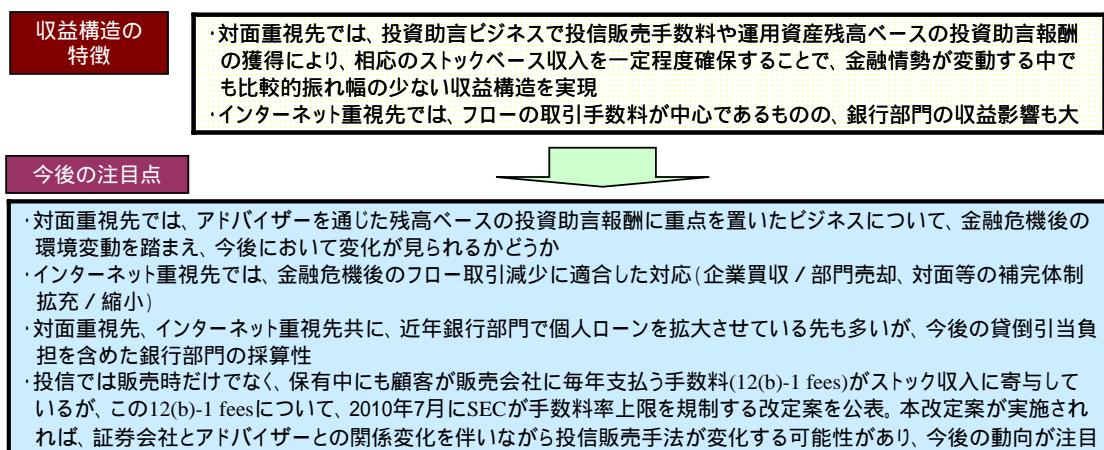


(資料)各社決算資料よりみずほ総合研究所作成

#### d. 今後の注目点

以上、定性・定量両面で主要リテール証券の特徴を俯瞰してきたが、今後の注目点としては以下の論点が挙げられる（図表 21）。

図表 21 主要リテール証券の収益構造と今後の注目点



(資料)各種資料よりみずほ総合研究所作成

まず、対面重視先についてだが、残高ベースの投資助言報酬に重点を置き、一定のストック収入を確保していると共に、多くの先で銀行部門において預貸ビジネスを拡大させている。しかしながら、こうした手法が金融危機後の環境変動を踏まえ、今後において変化が見られるかが注目される。具体的には、残高ベースの投資助言報酬に重点を置くスタイル自体の変化の可能性や、報酬体系の見直し等も絡んでのアドバイザー活用方法の変化、近時拡充の動きが見られた銀行部門の動向、対面の補完チャネルとしているインターネット証券チャネルの拡充／縮小の方向性といった点が挙げられる。またこうした内容に関わる企業買収／部門売却の動きも注目点であろう。

インターネット重視先では、企業買収等による拡大を進めながらフローの取引手数料に重点を置いたビジネスを進める中、金融危機後のフロー取引減少に適合した施策の推進（企業買収／部門売却、対面等の補完体制拡充／縮小）が進む可能性があり、注目される。

尚、米国における投信販売では、販売時だけでなく保有中にも顧客が販売会社に毎年支払う手数料（12(b)-1 fees）<sup>23</sup>が証券会社やアドバイザーのストック収入に寄与している。しかし、この12(b)-1 feesについては、SECによる手数料率上限を規制する改定案

<sup>23</sup> 投信購入者は購入時だけでなく、保有中も毎年販売会社に販売手数料に相当するものを支払う仕組み。販売側は、販売時だけでなくその後も継続的な収入を確保できるため、安定的な収入源の一つになっている。また、実際に販売を行うアドバイザー（自社社員アドバイザー、独立アドバイザー）の重要な継続的収入になってきたものの、但し、2010年7月に米国証券取引等監視委員会（SEC）が、12(b)-1 feesの年間上限利率を0.25%とする案（現状では1%/年程度の賦課が平均的となっている模様）を提示しており、これが実施されれば、投信販売にかかる手数料体系の見直しが行われる可能性がある。尚、本手数料率上限規制の実施は1年以上の時間をかけて行われる模様である。

が公表されており、本改定案が実施されれば、一定のストック収入を得ていた証券会社だけでなく、その中から一定の分配を得ていたアドバイザーの収入が不安定化しかねない。このため、投信販売時の手数料体系見直し（販売時アップフロント重視へのシフト）と共に、証券会社とアドバイザーとの関係変化を伴いながら投信販売手法が変化する可能性があり、この点は今後の動向が注目される。

### (3) その他リテール証券の特徴

#### a. 戦略と戦術

次に、本稿で主要リテール証券と定義した 8 社<sup>24</sup>に比べると業容が一回り小さく、日本の準大手・中堅証券会社に近い事業規模の社をピックアップした、その他リテール証券<sup>25</sup>の 3 社（Oppenheimer、Sanders Morris Harris、SWS Group）を見ると、事業内容はそれぞれ個性を持ちながら、総合証券会社としてリテール／ホールセールを両輪で展開していることが主要リテール証券と異なる特徴であり、戦略と戦術をまとめると以下の通りである（図表 22）。

図表 22 その他リテール証券の戦略と戦術

戦略	<p>それぞれ個性を持ちながら総合証券会社としてリテール／ホールセールを両輪で展開 【各部門別の戦略】</p> <p>リテール：投資助言による残高ベースの投資助言報酬獲得を主眼とした、アドバイザーを核とする戦略 ホールセール：大手と規模差はあっても基本的なフルラインは装備し、顧客企業のニーズに対応する戦略</p>						
戦術	<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 20%; background-color: #f0f0f0; text-align: center; padding: 5px;">リテールの特徴</td><td style="width: 80%; padding: 5px;"> <ul style="list-style-type: none"> <li>・自社社員アドバイザーや、独立アドバイザーを通じた対面型の投資助言ビジネスが中心</li> <li>・主要リテール証券の対面中心の社と基本的には同様に、運用資産残高に応じた投資助言報酬の獲得に重点</li> <li>・Oppenheimer、Sanders Morris Harrisでは株式売買委託手数料等のフロー収入も相応に重視</li> <li>・SWS Groupは銀行部門を持ち、預貸ビジネスを展開</li> </ul> </td></tr> <tr> <td style="width: 20%; background-color: #f0f0f0; text-align: center; padding: 5px;">ホールセールの特徴</td><td style="width: 80%; padding: 5px;"> <ul style="list-style-type: none"> <li>・M&amp;Aアドバイザリーや株式・社債の引受、プリンシパル（株式・社債の売買）といった対機関投資家向けホールセール業務を展開</li> <li>・不採算となった部門はスクラップ＆ビルトにより整理する方向</li> </ul> </td></tr> <tr> <td style="width: 20%; background-color: #f0f0f0; text-align: center; padding: 5px;">提供プロダクトの特徴</td><td style="width: 80%; padding: 5px;"> <ul style="list-style-type: none"> <li>・主要リテール証券と同様、複合的な商品提供力を武器に</li> </ul> </td></tr> </table>	リテールの特徴	<ul style="list-style-type: none"> <li>・自社社員アドバイザーや、独立アドバイザーを通じた対面型の投資助言ビジネスが中心</li> <li>・主要リテール証券の対面中心の社と基本的には同様に、運用資産残高に応じた投資助言報酬の獲得に重点</li> <li>・Oppenheimer、Sanders Morris Harrisでは株式売買委託手数料等のフロー収入も相応に重視</li> <li>・SWS Groupは銀行部門を持ち、預貸ビジネスを展開</li> </ul>	ホールセールの特徴	<ul style="list-style-type: none"> <li>・M&amp;Aアドバイザリーや株式・社債の引受、プリンシパル（株式・社債の売買）といった対機関投資家向けホールセール業務を展開</li> <li>・不採算となった部門はスクラップ＆ビルトにより整理する方向</li> </ul>	提供プロダクトの特徴	<ul style="list-style-type: none"> <li>・主要リテール証券と同様、複合的な商品提供力を武器に</li> </ul>
リテールの特徴	<ul style="list-style-type: none"> <li>・自社社員アドバイザーや、独立アドバイザーを通じた対面型の投資助言ビジネスが中心</li> <li>・主要リテール証券の対面中心の社と基本的には同様に、運用資産残高に応じた投資助言報酬の獲得に重点</li> <li>・Oppenheimer、Sanders Morris Harrisでは株式売買委託手数料等のフロー収入も相応に重視</li> <li>・SWS Groupは銀行部門を持ち、預貸ビジネスを展開</li> </ul>						
ホールセールの特徴	<ul style="list-style-type: none"> <li>・M&amp;Aアドバイザリーや株式・社債の引受、プリンシパル（株式・社債の売買）といった対機関投資家向けホールセール業務を展開</li> <li>・不採算となった部門はスクラップ＆ビルトにより整理する方向</li> </ul>						
提供プロダクトの特徴	<ul style="list-style-type: none"> <li>・主要リテール証券と同様、複合的な商品提供力を武器に</li> </ul>						

（資料）各種資料よりみずほ総合研究所作成

すなわち、リテール部門は、アドバイザーを核とした投資助言ビジネスを中心としており、スケールは異なるものの、そのスタイルは主要リテール証券各社の対面ビジネスと基本的には似通っている。但し、主要リテール証券と比べると銀行部門は 3 社中 1 社のみ（SWS Group）しか保有しておらず、また自社で投信を組成販売するような資産運用

<sup>24</sup> Ameriprise Financial、Charles Schwab、Edward Jones、E\*-Trade、LPL、Raymond James、Stifel Nicolaus、TD AMERITRADE の 8 社

<sup>25</sup> その他リテール証券 3 社のような中小規模のリテール証券においては、リテール／ホールセール中心／総合証券型といった様々なスタイルの証券会社があり、また上場会社のみならず多数の非上場証券会社が存在して競争を繰り広げている。

会社を自社グループ内に持たないといった特徴が見られる。一方、ホールセール業務は伝統的に手掛けてきたものの、競争環境が変化する中で一部に不採算部門が生じ、ここ数年における収益の圧迫要因にもなっていた。従って、不採算部門のスクラップ＆ビルドを推進することにより、収益構造の立て直しを図る動きも見られる。

### b. 各社の定性的特色

個社別の特色を見ると（図表 23）各社とも個性的な事業展開である。

Oppenheimer は 125 年以上の伝統を有し、総合証券会社としてリテールビジネスと共に機関投資家向けの投資銀行ビジネスも古くから営んでいる。リテールは対面中心で、自社社員アドバイザー及び独立アドバイザーを通じた投資助言が主体である。

Sanders Morris Harris は、”invest in common”という哲学を重視して、個人向けにウェルスマネジメントビジネスを展開している。従来は投資銀行ビジネスを手掛けていたが、不採算のため 2008 年に売却した。プリンシパル取引<sup>26</sup>は引き続き主力業務としつつも、それ以外はリテールビジネスが中心となっている。また「マス富裕層から High Net Worth の富裕層」<sup>27</sup>という幅広いニーズに応えるため、様々な関連会社群を設けて投資助言ビジネスを推進している。

SWS Group は傘下の Southwest Securities を中核に、投資助言会社、銀行を有している。リテールではフィナンシャルアドバイザーを通じた投資助言によるアセットマネジメントビジネスを展開している。

図表 23 その他リテール証券会社の定性的特色（個社別）

		Oppenheimer	Sanders Morris Harris	SWS Group
個人 向け チャ ネル	主 従	対面(自社社員アドバイザー) 独立アドバイザー インターネット	対面(自社社員アドバイザー) インターネット	対面(自社社員アドバイザー) インターネット
特色		·125 年以上の伝統を有する証券会社 ·個人向けのウェルスマネジメントや機関投資家向けの投資銀行ビジネスも展開 ·個人向けはアドバイザー（自社社員、独立アドバイザー）を通じた投資助言が主体	·”invest in common”を哲学として、個人向けにウェルスマネジメントビジネスを展開 ·マス富裕層と共に金融資産 1 百万ドル以上の富裕層に対しても、様々な関連会社群を通じて投資助言を実施	·傘下の Southwest Securities を中核に投資助言会社、銀行を有する金融グループ ·2000 年に銀行を傘下入りさせ、銀行部門も拡大 ·個人向けでは、アドバイザーを通じた投資助言によるアセットマネジメントビジネスを展開 ·ブローカーディーラー向けのクリアリングビジネスを展開

（資料）各社資料よりみずほ総合研究所作成

### c. 業績推移とその特徴

ここでは各社の業績推移を確認し、その定量的な特徴を見てみたい。

#### (a) 純損益推移

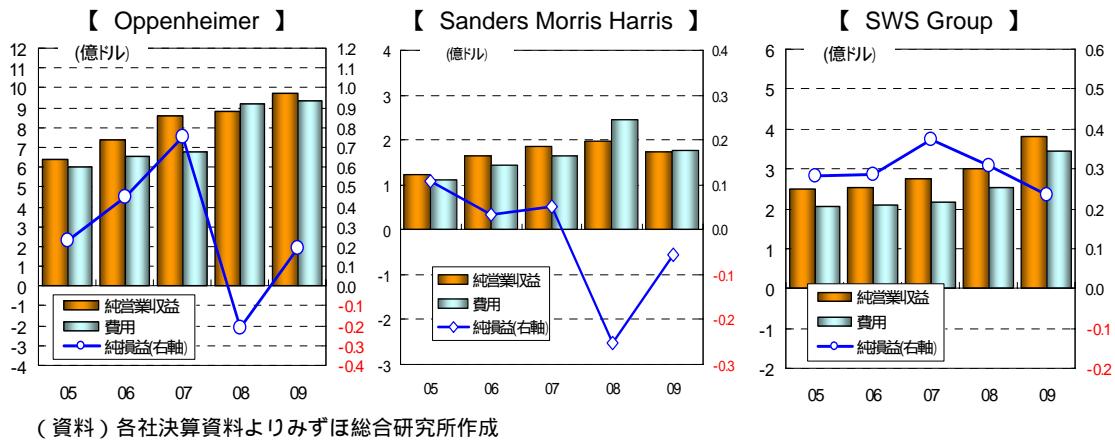
各社の純損益推移を見ると（図表 24）2009 年の純営業収益が 2005 年の水準を上回

<sup>26</sup> 機関投資家との社債、株式売買等の取引

<sup>27</sup> マス富裕層は 1 万ドル以上、High Net Worth 富裕層は 100 万ドル以上の金融資産保有層を指す

っている一方、純損益はいずれも下回っており、収益性は下振れしている。Oppenheimer や Sanders Morris Harris の収益の下振れは、投資銀行部門での採算性悪化が主因であり、不採算部門のスクラップ＆ビルトにより、収益構造の立て直しを図っている。

図表 24 純損益推移（その他リテール証券）

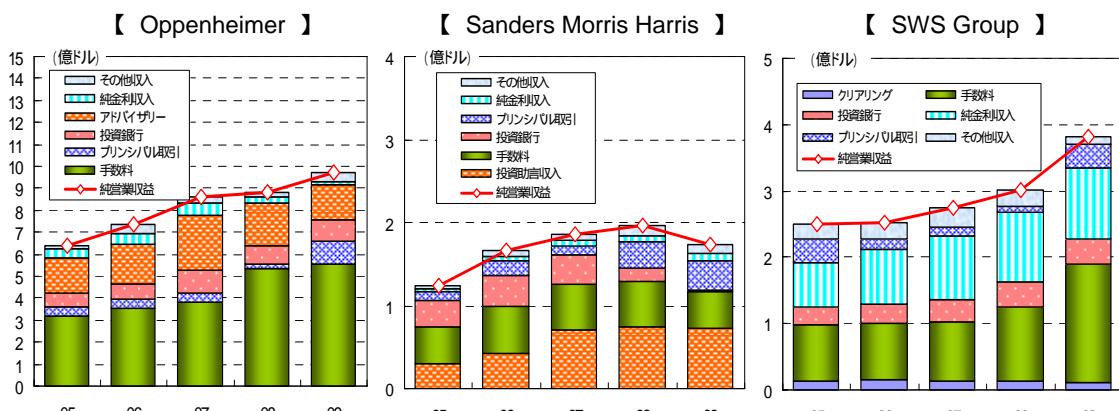


(資料) 各社決算資料よりみずほ総合研究所作成

(b) 純営業収益内訳推移

各社の純営業収益内訳で業務の特徴を考えると(図表 25)、Oppenheimer、SWS Group では手数料、Sanders Morris Harris では投資助言収入が高いウェイトを占めていることが分かる。また Oppenheimer はホールセール業務も一つの柱としており、投資銀行部門やプリンシパル取引の収益が 2 割程度を占めている。尚、各社共に增收基調が継続しているのは、不採算部門の縮小を進める一方で、リテール部門での企業買収等によるビジネス拡大の動きも寄与しているためである。

図表 25 純営業収益内訳（その他リテール証券）



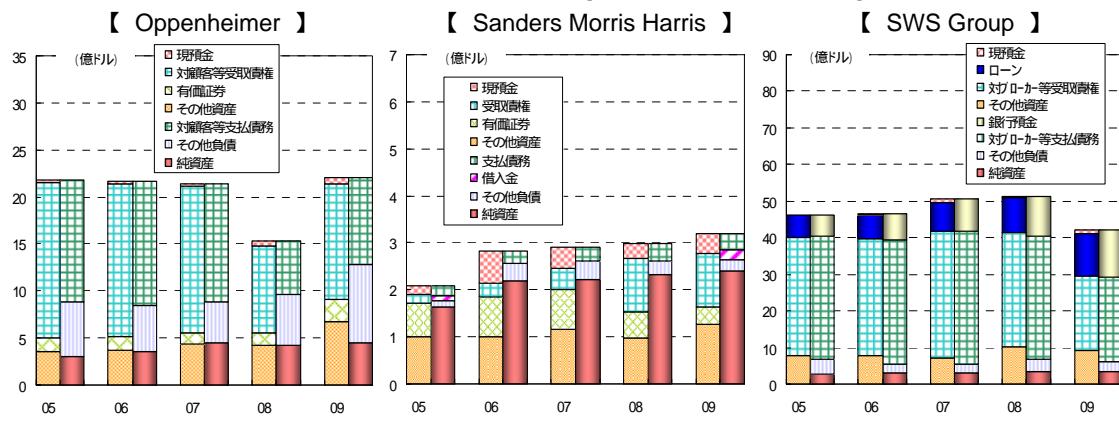
(資料) 各社決算資料よりみずほ総合研究所作成

(c) バランスシートの状況

各社のバランスシートを見ると(図表 26)、SWS Group は銀行部門を有しており、

預金・ローン共に増大傾向が見られ、当該業務を推進していることが見てとれることが目立つ特徴である。

図表 26 バランスシート（その他リテール証券）



(資料) 各社決算資料よりみずほ総合研究所作成

### c. 今後の注目点

その他リテール証券は総合証券会社としてのビジネスを展開するものの、ホールセール部門の一部で採算性が悪化するなど事業領域が幅広いために、個々の分野の競争力では劣勢となるケースも生じている。このため、既に不採算部門のスクラップ＆ビルドも進行しているが、今後についても広範な事業領域で競争力を維持していくことは難しい面もあり、特に投資銀行部門において採算性に応じた事業の見直しを不断に進めながら、リテールと共に主力部門として収益確保を図っていく方策が注目される。

リテール部門については、引き続き主力業務として注力していくものと思われるが、主要リテール証券や大手金融機関とのリテール部門との競争もあるため、得意とする分野や地域にフォーカスした上で、よりきめ細かな営業活動の実践を通じ、独自性を持った競争力を磨いていく、といった「差別化」も重要な面になってくると考えられる。また、SECによる12(b)-1 feesの上限手数料率見直しは、主要リテール証券と同様にビジネスの構造に影響を与えるものと思われ、今後の動きが注目される（図表27）。

図表 27 その他リテール証券の収益構造の特徴と今後の注目点

収益構造の特徴	<ul style="list-style-type: none"> <li>リテール部門とホールセール部門を両輪とした収益構造。企業買収による事業拡大効果も含め、純営業収益の規模はここ数年拡大傾向</li> <li>但し、足許ではホールセール部門の一部での採算性悪化等により、収益力はやや弱い面も</li> </ul>
今後の注目点	<ul style="list-style-type: none"> <li>主要リテール証券よりも小規模である各社リテール部門の競争力、収益性の動向</li> <li>投資銀行部門については、採算性に応じた事業の見直しを不断に進めながらも、リテールと共に主力部門として、収益基盤の維持拡大を図っていく方策の動向</li> </ul> <p>尚、リテール部門においては、対面による残高ベースの投資助言業務を中心としており、SECによる12(b)-1 feesの上限手数料率見直し(引き下げ)検討については、主要リテール証券会社と同様の問題を内在</p>

(資料) 各種資料よりみずほ総合研究所作成

#### (4) ネット専業証券の特徴

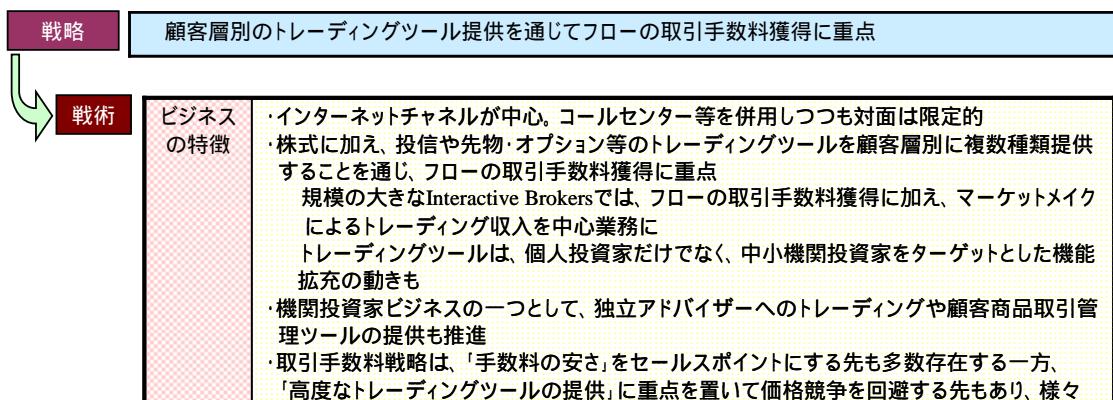
##### a. 戦略と戦術

最後にネット専業証券について見ていく。

主要リテール証券においてもインターネット証券<sup>28</sup>を中心業務としているE\*-Trade、TD AMERITRADE、またインターネット証券と対面の双方を重視するCharles Schwabについて見てきたが、ここでは業容においてはより小規模となるネット専業証券 3 社 (Interactive Brokers、optionXpress、TradeStation Securities)を取り上げる。

ネット専業証券 3 社の戦略は、顧客層別のトレーディングツール提供によるフローの取引手数料獲得に重点を置くもので、基本的には主要リテール証券のインターネット中心先と同じような戦略に沿っている(図表 28)。但し、主要リテール証券におけるインターネット中心先では、コールセンターに加えて支店設置による対面チャネルも相応に有している一方、ネット専業証券は補完ネットワークとしてコールセンター等を併用しつつも対面は限定的であること、また提供プロダクトにおいても、ネット専業証券は自社グループ内に銀行部門を持たない、といった違いが見られる。

図表 28 ネット専業証券の戦略と戦術



(資料) 各種資料よりみずほ総合研究所作成

##### b. 各社の定性的特色

次に、個社別の特色について特徴を見ていく(図表 29)。

Interactive Brokers は、日本を含む 27 力国で事業展開しており、低コストを重視した手数料体系を打ち出している。株式等のプローカレッジ取引と、プロ投資家向けのマーケットメイクビジネスを 2 本柱としている。マーケットメイクを主力業務として手掛けることを強みとして、プローカレッジ取引における高機能プラットフォームの提

<sup>28</sup> インターネット証券ビジネスでは、本稿で調査対象としている主要リテール証券やネット専業のような上場証券会社以外にも、非上場のネット専業証券会社が多数存在している。また大手金融機関系でもING Directのような強い競争力を有するネット専業証券もあり、様々なカテゴリーの証券会社が競争を繰り広げている。

供を通じてプロ投資家向けへの供給にも照準を合わせている。

optionXpress は、個人向けインターネット証券サービスと共に、独立アドバイザー向けのプラットフォーム提供も推進している。株式売買等の手数料が伸び悩む中、近年では有料セミナー等の教育関連ビジネスの拡大を図っている。

TradeStation Securities は、元々トレーディングソフトウェア企業であったが、インターネット証券に衣替えしたという経緯があり、純営業収益は 2009 年で 1 億ドル強と米国における上場のリテール証券会社では小規模となる。また、従来ソフトウェア企業だった強みを活かし、高機能の取引プラットフォーム提供を強みとしている。

図表 29 ネット專業証券の定性的特色（個社別）

		Interactive Brokers	optionXpress	TradeStation Securities
個人 向け チャ ネル	主 従	インターネット 電話	インターネット 電話	インターネット 電話
特色		<ul style="list-style-type: none"> <li>日本を含む27カ国で事業展開。低コストを重視した手数料体系</li> <li>株式等のプローカレッジ取引と、プロ投資家向けのマーケットマイクビジネスの2本柱</li> <li>プローカレッジ取引は、高機能プラットフォームの提供を通じてプロ投資家向けにも照準</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>個人向けインターネット証券サービス提供と共に、独立アドバイザー向けプラットフォーム提供も推進</li> <li>株式現物以外にも、投信、債券や先物など様々な商品売買機会を提供</li> <li>デスクトップだけでなくモバイルにも強み</li> <li>ディスクアントよりも高付加価値を狙い、手数料水準は相対的に高め</li> <li>近年では有料セミナー等の教育関連ビジネスを拡大</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>01年にトレーディングソフトウェア企業からインターネット証券に衣替え</li> <li>プローカレッジ手数料が収入の大部分を占める</li> <li>プローカレッジ手数料は、現物株式トレードと金利・株式等の先物・オプショントレード関連が略5割ずつ</li> <li>純営業収益は09年で1億ドル強と上場証券会社の中では小規模の部類</li> </ul>

(資料) 各社資料よりみずほ総合研究所作成

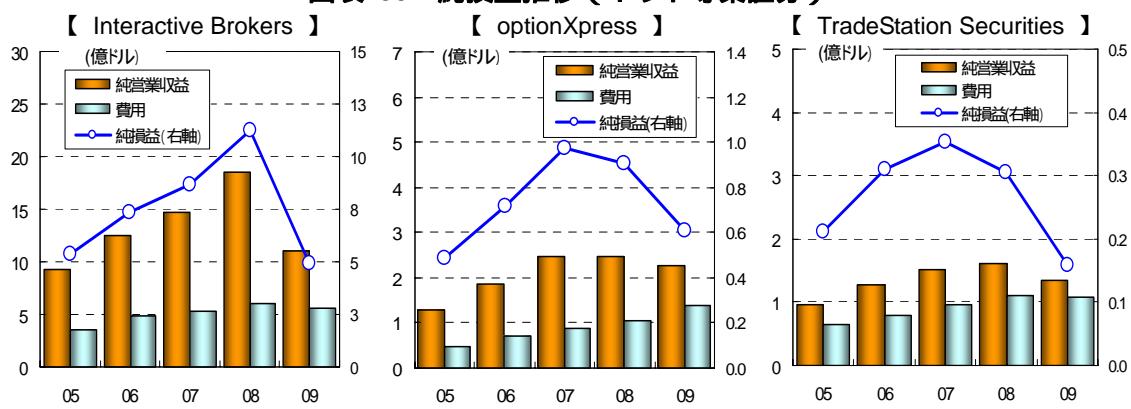
### c. 業績推移とその特徴

ここでは各社の業績推移を確認し、その定量的な特徴を見てみたい。

#### (a) 純損益推移

ネット專業証券はフローの取引手数料が中心であり、2008 年秋の金融危機後に株式売買代金が大きく減少したことが 2009 年の減収減益に影響している。但し、2005～2009 年の純損益は、株式市況等に応じてやや振れ幅が大きいもののいずれも黒字を計上しており、一定の採算性は確保している（図表 30）。

図表 30 純損益推移（ネット專業証券）

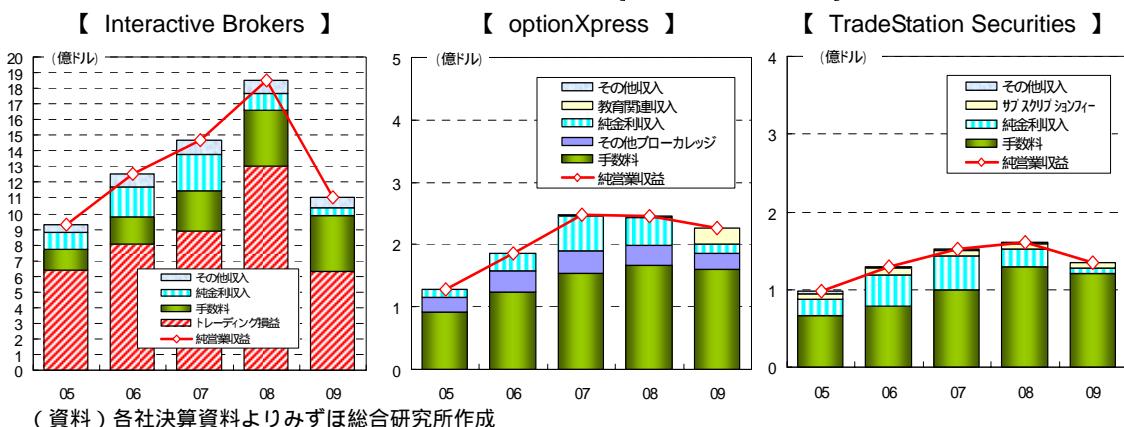


(資料) 各社決算資料よりみずほ総合研究所作成

### (b) 純営業収益推移

各社の純営業収益の内訳を見ると(図表31)、株式売買等の手数料収入が中心となっている。Interactive Brokersでは株式売買業務と共にマーケットメイクを主力業務としており、こうした取引にかかるトレーディング収入が収益に寄与している。2009年は減収となったが、これはもっぱらマーケットメイク関連収入の減少によるものであることが分かる。またそれ以外の特徴としては、optionXpressがセミナー等の教育関連収入、TradeStation Securitiesが取引ソフト提供にかかるサブスクリプションフィー<sup>29</sup>を増加させており、収益多様化を指向する動きも見られる。

図表31 純営業収益内訳(ネット專業証券)

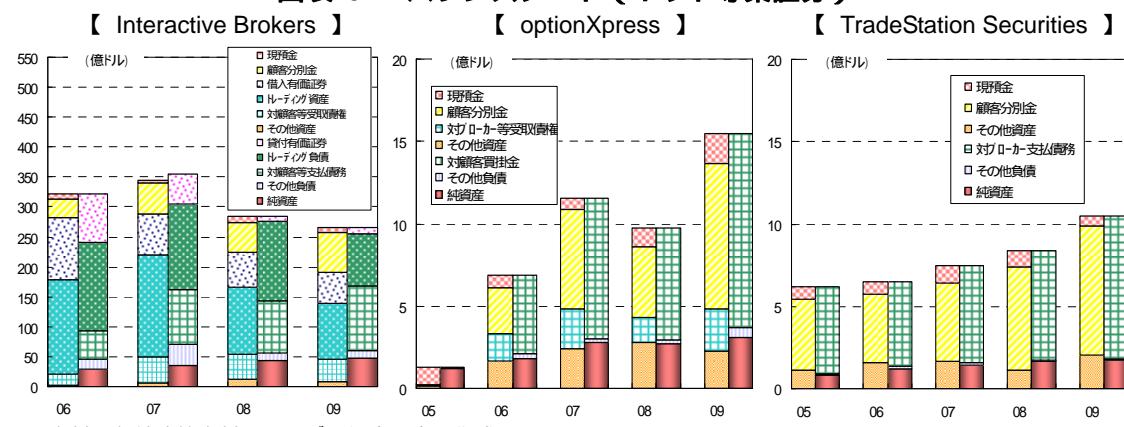


(資料)各社決算資料よりみずほ総合研究所作成

### (c) バランスシートの状況

各社のバランスシートを見ると(図表32)、Interactive Brokersはマーケットメイクを主業としており、レポ取引やトレーディング資産勘定のウェイトが大きくなっていることが特徴である。

図表32 バランスシート(ネット專業証券)



(資料)各社決算資料よりみずほ総合研究所作成

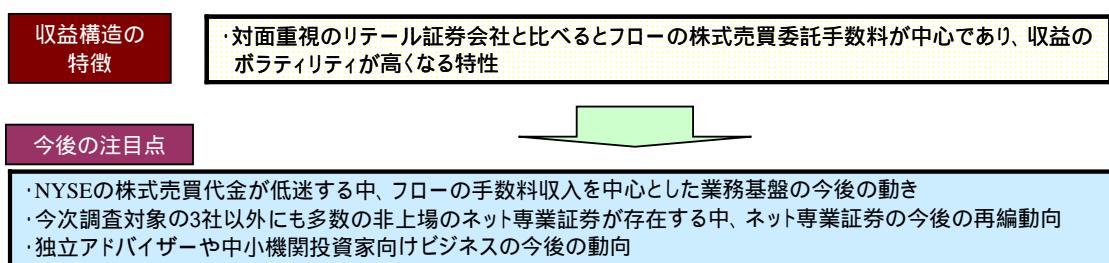
<sup>29</sup> 取引ソフト利用者から徴収する使用手数料

#### d. 今後の注目点

ネット専業証券は、対面重視のリテール証券に比べると株式売買委託手数料等のフロー収入が中心であり、収益のボラティリティが高くなる特性がある。NYSE の株式売買代金が 2008 年秋の金融危機以降、それまでの半減となる傾向が続く中で、フローの手数料収入を中心とした業務基盤の今後の動きが注目される（図表 33）。

また、インターネット証券ビジネスでは非上場のネット専業証券がこれまで多くの合併統合等を繰り返しながらも多数存在して競争を繰り広げており、金融危機後の厳しい事業環境が続く中でのネット専業証券の今後の再編動向も注目される。

図表 33 ネット専業証券の収益構造の特徴と今後の注目点



（資料）各種資料よりみずほ総合研究所作成

## 5.まとめ～日本のリテール証券業務への示唆～

最後に、以上の考察における米国のリテール証券会社の特徴を踏まえた上で、日本のリテール証券業務への示唆を考えてみたい。

冒頭（1.はじめに）で記したように、現在、日本のリテール証券業界は転換期を迎えており、個人に対する金融商品販売の総合コンサルティングを引き続き基軸としながらも、新たなビジネスモデルを模索する必要に迫られていると言える。こうした中、米国のリテール証券会社の特徴を見していくと、個人に対する金融商品販売の総合コンサルティングを基軸としていることには共通性があるものの、いくつかの点で違いが見られる。

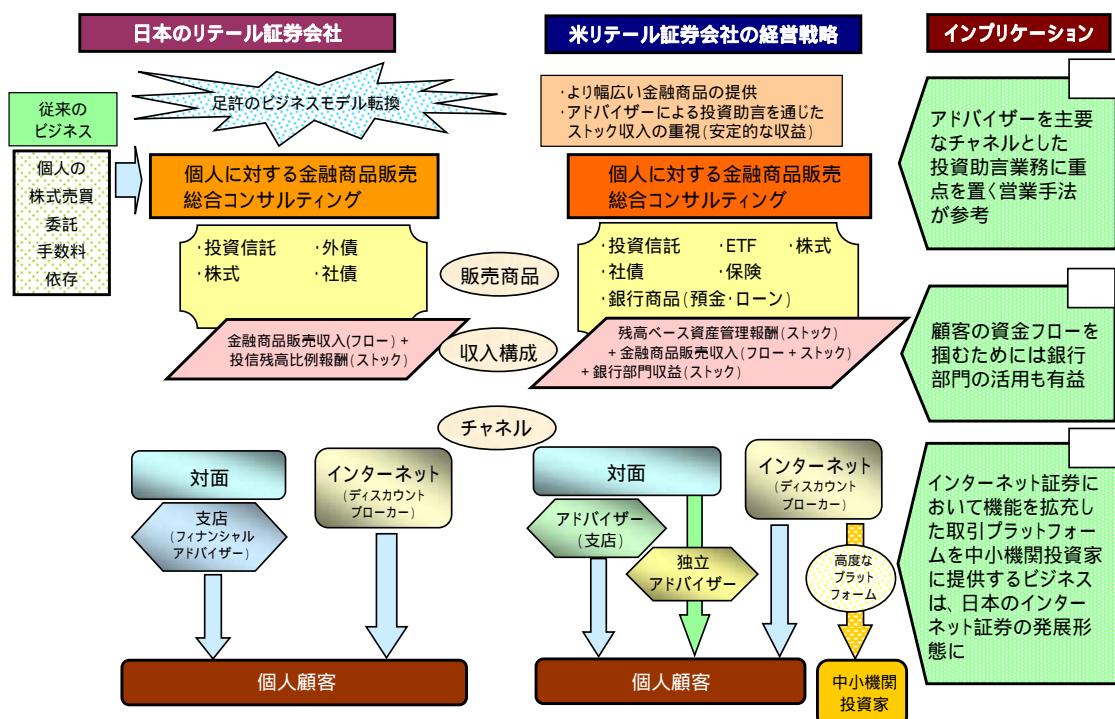
顧客との接点についてみると、対面チャネルでは日本のリテール証券会社は支店を中心とし、証券会社に雇用された社員等が担い手となっている一方、米国のリテール証券会社はアドバイザーを中心とし、証券会社に雇用されたアドバイザーと共に、証券会社とは直接の雇用関係を持たない独立アドバイザーを通じた顧客接点がもう一つの主要なチャネルを構成しているという特徴が見られる。またインターネットチャネルでは、個人顧客を主要ターゲットとしていることは共通であるものの、米国のリテール証券会社では顧客層別の複数の取引プラットフォームを提供し、中小機関投資家や独立アドバイザー向けのビジネスをもう一つの主力ビジネスとしていることが特色である。

販売商品について見ると、日本のリテール証券会社では投資信託、株式、外債、社債が中心となっている一方、米国のリテール証券会社では、これらに加えてETFや保険商品、銀行商品（預金、ローン）も主力商品としており、一層の幅広さが見られる。

ビジネスの手法について見ると、インターネット証券ではフローの取引手数料を重視するスタイルは日米で共通性が見られるものの、対面ではやや違いも見られる。米国のリテール証券会社はアドバイザーによる残高ベースの投資助言報酬の獲得に重点を置いていると共に、銀行部門の個人ローン等を拡大させており、日本のリテール証券会社に比べるとストック的な収入源が多くなっている。

こうした特徴の違いを踏まえた上で、日本のリテール証券業務に対するインプリケーションを考えてみると、以下の3点が挙げられる（図表34、図表35）。

図表34 日本のリテール証券業務に対するインプリケーション（まとめ）



（資料）各種資料よりみずほ総合研究所作成

まず1点目として、米国のリテール証券会社における対面チャネルのように、自社アドバイザーを主要なチャネルとして残高ベースの投資助言業務に重点を置いた営業手法は、顧客の資産総合コンサルティングを指向する日本のリテール証券会社に参考になると考えられる。米国リテール証券会社の手法をそのまま日本に当てはめるのは難しい面もあるものの、日本のリテール証券業務における営業手法において、個人金融資産の持続的成長という目線を顧客と共有しながら進めて行く上では、こうした手法を応用することも方法の一つになると考えられる。

2点目として、米国の主要なリテール証券会社で銀行部門を拡大させている動きは、顧客の資金フローを掴むことが有用であることを示しているものと考えられる。米国のリテール証券会社では持株会社傘下に銀行を置いて事業展開しているケースが主流で、日本のリテール証券会社が同じ手法を用いるのは難しい面があるものの、銀行との提携等による提供金融商品の拡充も選択肢の一つであろう。

3点目として、米国のインターネット証券において、機能を拡充した取引プラットフォームを中小機関投資家に提供するビジネスを指向する動きは、日本のインターネット証券における今後のビジネスの発展形態の一つになりうるということである。日米で投資家層の広がりに違いがあるものの、日本において個人株式売買の低迷が続く中、デイトレーダーを中心とした個人投資家に依存したビジネスから、拡がりを持つための一つの方策になり得るかもしれない。またこうした動きが活発になれば、中小機関投資家の利便性向上を通じて投資家層の拡大や取引の活発化も期待できよう。

一方で、米国のリテール証券会社で主要な対面チャネルの一つとなっている独立アドバイザーによる販売手法は、銀行・証券会社による直接販売手法が浸透している日本では本格的普及には馴染まない面もあるなど、当然ながら日本への直接的な応用が適当とは言えない手法もある。必ずしも米国リテール証券会社のビジネススタイル全体が日本のリテール証券会社の将来像に合致するという訳ではないが、日本のリテール証券会社が新たなビジネスモデルを模索する上で、示唆に富む点は多いものと思われる。

図表 35 日本のリテール証券業務に対するインプリケーション（各項目）

項目	内容
アドバイザーを主要なチャネルとした、投資助言業務に重点を置いた営業手法が参考に	・米国における自社アドバイザーによる残高ベースの投資助言業務に重点を置いた営業手法は、日本のリテール証券業務における社員による営業手法において、個人金融資産の持続的な成長という目線を顧客と共有しながら進めていく上では参考に ・一方、米国における独立アドバイザーによる販売手法は、銀行・証券会社による直接販売体制が浸透している日本では、独立アドバイザーを利用する追加メリットが少なく、且つ金融機関側の販売体制管理の難しさや、必要となるクリアリング証券会社サービス提供の負担も相俟って、本格的な普及には馴染まない面も
顧客の資金フローを掴むためには銀行部門の活用も有益	・日本のリテール証券会社においては、銀行との提携等による提供金融商品の拡充も選択肢の一つ
インターネット証券において、機能を拡充した取引プラットフォームを中小機関投資家に提供するビジネスは、日本のインターネット証券の発展形態に	・米国においては日本よりも幅の広い顧客層を想定、顧客ニーズに合わせて複数の取引プラットフォームを提供し、個人だけでなく、中小の機関投資家のトレーディングニーズにも対応。日本のネット証券（専業証券、部門）は個人（一般個人、デイトレーダー）を主なターゲットとしているが、こうした中小機関投資家向けビジネスも発展性の一つに

（資料）各種資料よりみずほ総合研究所作成

## (参考) 主要リテール証券会社の個社別特徴

### (1) Ameriprise

#### a. 企業概要

米国における上場リテール証券会社では最大規模。リテール部門は対面を中心とし、12,000名以上のアドバイザーを通じた投資助言やプローカレッジビジネスを展開。

図表 36 企業概要・沿革 (Ameriprise)

〔企業概要〕	本社所在地 上場市場	Minneapolis, Minnesota NYSE
〔沿革〕		
1894年	設立(Investors Syndicate)	
1949年	Investors Diversified Services, Inc (IDS)に社名変更	
1979年	Alleghany Corp.の子会社に	
1983年	American Express (AMEX)が買収	
1994年	社名をAmerican Express Financial Corp. (AEFC)に	
2003年	Threadneedle Asset Managementの事業を買収	
2005年	AMEXから独立、社名をAmeriprise Financial, Incに	
2008年	H&R Block Financial AdvisorsとBrecke & Young Advisors, J&W Seligman & Coを買収 信託・カストディ部門を売却	
2009年	Bank of AmericaよりColumbiaを取得 リテールでのMutual Fund販売や法人へのアセットマネジメントビジネスを拡充	

(資料) 会社資料よりみずほ総合研究所作成

#### b. ビジネスの特徴

アドバイザーには様々な区分を設けている。具体的には、自社ブランド名を用いるアドバイザーの区分は以下の通りであり(図表 37)、更に自社とは別ブランド名を使用する非社員のアドバイザーが1,900名以上活動している。自社ブランド名を使用するアドバイザーの勤続年数は半数以上が10年以上、平均勤続年数が18年以上と長い勤続年数を質の高さのバックボーンとして強みとしている。

図表 37 ビジネスの特徴 (Ameriprise)

【自社ブランドアドバイザーの区分】

従業員フィナンシャルアドバイザー (Employ financial advisors)	フランチャイズアドバイザー (Franchisee advisors)	アソシエイトフィナンシャルアドバイザー (Associate financial advisors)
<雇用形態>	<雇用形態>	<雇用形態>
Ameripriseの社員 Ameripriseに登録拠点として 許可を受ける (Licensed registered representatives of Ameriprise Financial)	Ameripriseには雇用されない Ameripriseに登録拠点として 許可を受ける	独立コントラクターのフラン チャイズに雇用される Ameripriseに登録拠点として 許可を受ける
<特徴>	<特徴>	<特徴>
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Ameripriseより給料を受け取り、福利厚生も享受</li> <li>・ 本社地域の周辺で仕組みとして採用</li> <li>・ アドバイザーの25%程度</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Ameripriseからの給料は受け取らない</li> <li>・ 全米で仕組みとして採用</li> <li>・ アドバイザーの60%程度</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 雇用主のフランチャイズより給料を受け取る</li> <li>・ アドバイザーの15%程度</li> </ul>
<共通の特徴>		
<p>(手数料) 投資運用商品購入やサービス利用にかかる手数料の一定部分はフィナンシャルアドバイザーの取り分となる。その比率はアドバイザーのタイプやレベル、Ameriprise社との雇用形態や、顧客からどのような手数料が支払われているかによって異なる</p> <p>(紹介手数料) フィナンシャルアドバイザーは、銀行商品や保険商品を販売した場合、顧客から紹介手数料を徴収する場合がある</p> <p>(インセンティブ) Ameripriseは、フィナンシャルアドバイザー(個人、特定地域のグループ)に対し、販売促進のためのインセンティブプランを設けることがある</p>		

(資料) 会社資料よりみずほ総合研究所作成

## (2) Charles Schwab

### a. 企業概要

1975 年に米国において証券取引の顧客手数料が自由化となった段階で早くから discount brokerage 事業を立ち上げ。アドバイザーを通じた投資助言ビジネスとインターネット証券ビジネスの双方に強み。

**図表 38 企業概要・沿革 (Charles Schwab)**

【企業概要】	本社所在地 上場市場	San Francisco, California NYSE
【沿革】		
1963年	創業パートナー(Chunk Schwab他)が事業開始	
1971年	First Commander Corporationとして会社化	
1973年	Charles Schwab & Co., Incに社名変更	
1975年	(SECが証券取引の顧客手数料に交渉手数料制を全面導入) discount brokerage事業を立ち上げ	
1981年	NYSEのメンバーに	
1983年	Bank of Americaが買収	
1987年	経営陣がBank of Americaから株式を買い戻し独立	Financial Advisor Services事業を立ち上げ
2000年	U.S.Trustと合併した上、CyberCorpを買収	
2003年	Charles Schwab Bankを立ち上げ	
2007年	The 401(k) Companyを買収、U.S.TrustをBank of Americaに売却	

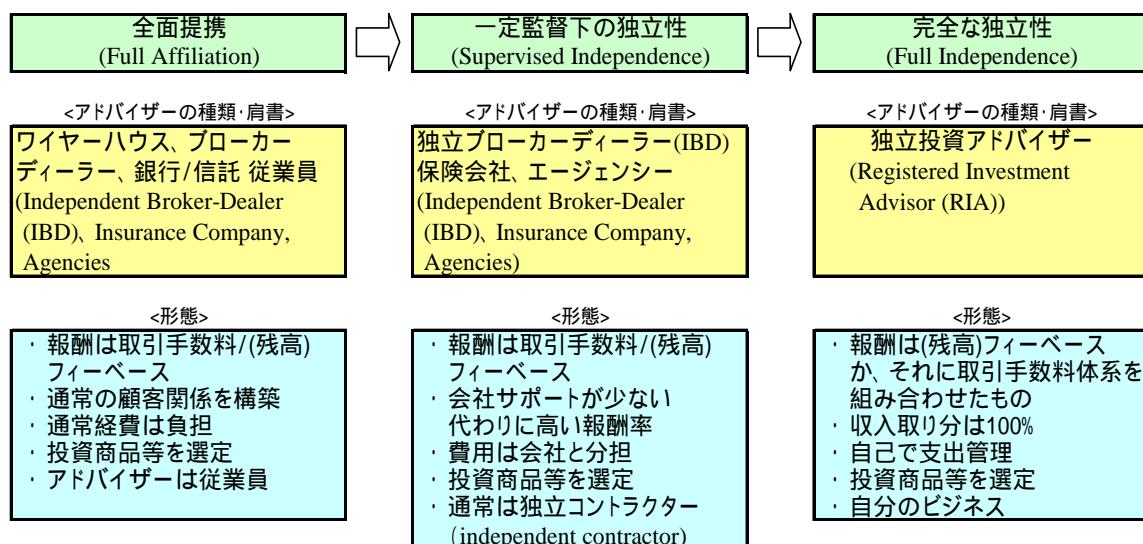
(資料) 会社資料よりみずほ総合研究所作成

### b. ビジネスの特徴

アドバイザーは、Schwab FCs と呼ばれる自社社員アドバイザーと独立アドバイザーの 2 系統による体制。独立アドバイザーは更に複数体系に分かれる(図表 39)。また 45 州に計 304 店舗を配置すると共に各地にテレホンサービスセンターも設置し、対面やインターネットチャネルの補完体制を構築している。当社はこうした複数チャネルを組み合わせた体制に基づく、多様な商品・サービスの提供を強みとしている。

**図表 39 ビジネスの特徴 (Charles Schwab)**

【アドバイザー：ビジネスモデル別の区分け】



(資料) 会社資料よりみずほ総合研究所作成

### (3) Edward Jones

#### a. 企業概要・業績

非上場のリテール証券会社で、企業買収等によらず業容を拡大。対面での投資助言業務を行う自社運営の小規模店舗を 12,000 ケ所以上展開。自社アドバイザー数は約 12,000 人で、独立のアドバイザーを用いず、自社運営による展開が特徴的。

図表 40 企業概要・沿革 (Edward Jones)

【企業概要】	本社所在地 上場市場	Des Peres, Missouri 非上場 (パートナーシップ)
【沿革】		
1922年	Edward Jonesが創業	
1986年	1,000ヶ所目の支店開設	
1994年	カナダに支店開設	
1999年	5,000ヶ所目の支店開設	
2008年	スコットランドに支店開設 10,000ヶ所目の支店開設	

(資料) 会社資料よりみずほ総合研究所作成

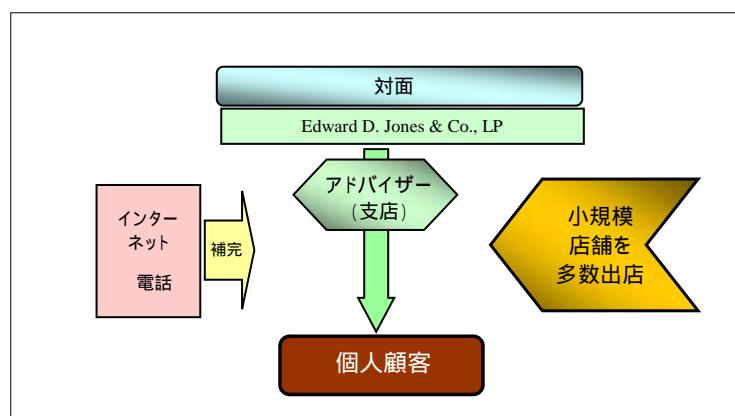
#### b. ビジネスの特徴

支店はアドバイザー 1 名 + 拠点管理者 1 名での構成を基本形とし、小さなコミュニティにもきめ細かく出店、業務展開できることを強みにしている (図表 41)。

アドバイザーの種類は、(a)Financial Advisor Opportunity (全米) (b)Branch Support Opportunities (全米) (c)Headquarters Opportunities (本社のある St.Louis 周辺) の 3 区分を設定。ビジネスの自主性や収益手取り率の高さを求めるアドバイザーには、独立アドバイザーに近い自主責任度合いを持つ(a)Financial Advisor Opportunity、本社の厚いサポートを受けたい場合は(b)Branch Support Opportunities といった選択が可能で、幅広いアドバイザー希望者層を取り込むことで事業拡大を図っている。

図表 41 ビジネスの特徴 (Edward Jones)

【当社ビジネスの概念図】



(資料) 会社資料よりみずほ総合研究所作成

#### (4) E\*-Trade

##### a. 企業概要

インターネット証券を中核とした金融グループ。但しリテール銀行部門の事業規模が大きいのが特徴。支店も米国内に28店舗を有し、対面での投資助言も行うと共に、電話等での投資助言サービスも提供し、インターネットチャネルを補完している。

図表 42 企業概要・沿革 (E\*-Trade)

[企業概要]	本社所在地	New York
	上場市場	NASDAQ
[沿革]		
1992年	創業(E-Trade Securities)	
1996年	株式公開(NASDAQ)	
2003年	E-Trade Financial Corporationに社名変更	
2007年	Citadel Investment Groupに、保有していたSubprime Mortgate等を売却	
2008年	カナダでの事業をScotiabankに売却	

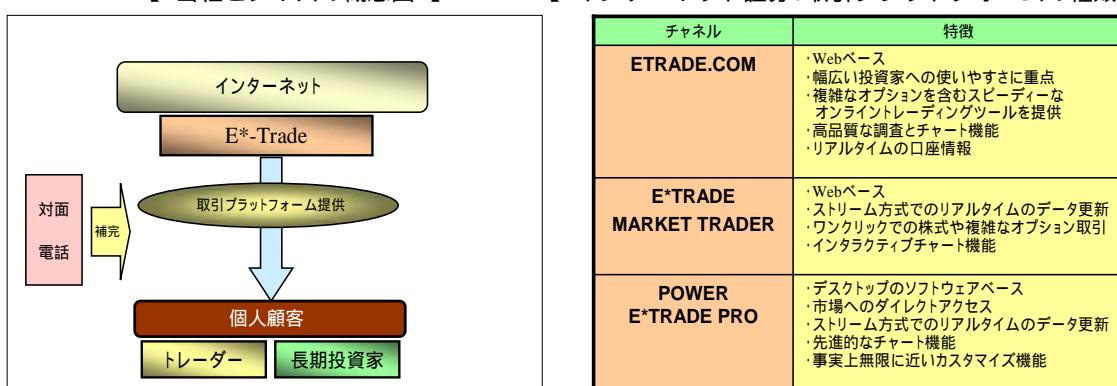
(資料) 会社資料よりみずほ総合研究所作成

##### b. ビジネスの特徴

インターネット証券では、モバイルアプリケーションに重点を置き、個人投資家に対し株式をはじめ、様々な金融商品売買のツールを提供している。加えてプロ投資家向けのデスクトップ端末向け Power E\*TRADE Pro も提供、顧客層に応じて複数の取引プラットフォームを提供している(図表 43)。

当社の競争戦略は、「個人投資家に対して低コストかつ使いやすい投資手段を提供することで優位に立つこと」であり、複数の取引プラットフォームを提供することで、比較的短期売買を指向するトレーダーと、長期的な視点で動く投資家というやや異なる投資家層をいずれもターゲットとしている。

図表 43 ビジネスの特徴 (E\*-Trade)  
【当社ビジネスの概念図】 【インターネット証券:取引プラットフォームの種類】



(資料) 会社資料よりみずほ総合研究所作成

## (5) LPL

### a. 概要・業績推移

独立アドバイザーチャネルの事業展開で全米最大規模を誇る非上場のリテール証券会社。特に2000年代に入り、相次ぐ買収で事業を拡大させている。

図表 44 企業概要・沿革 (LPL)

〔企業概要〕	本社所在地	Boston, Massachusetts San Diego, California Charlotte, North Carolina
	上場市場	非上場
〔沿革〕		
1989年	Linsco(1968年創業)とPrivate Ledger(1973年創業)が合併し、LPL Financial発足	
2004年	Phoenix Companiesの証券部門を買収	
2006年	UVEST Financial Servicesを買収	
2007年	Pacific Select Group傘下の証券会社数社を買収	
2009年	Independent Financial Marketing Groupを買収 関連会社だったブローカーディーラー3社(Mutual Service Corporation, Associated Securities Corp., Waterstone Financial Group)をLPL Financialに統合	

(資料) 会社資料よりみずほ総合研究所作成

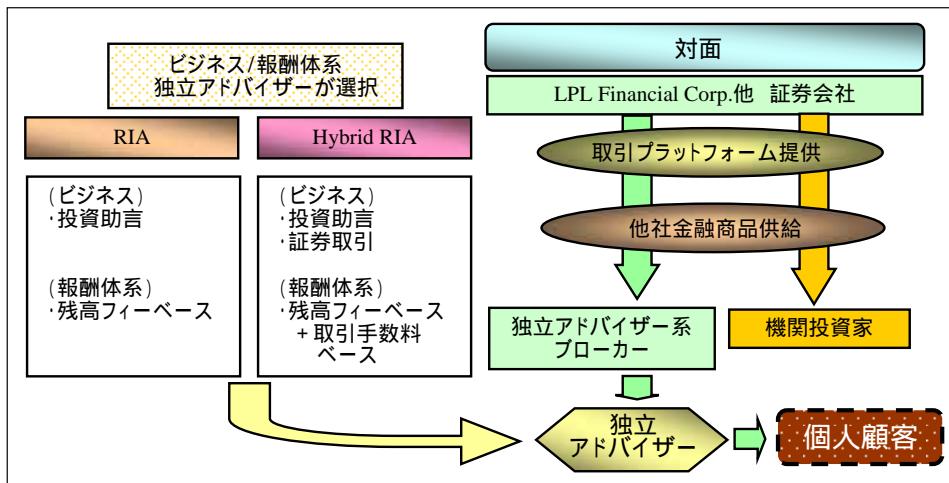
### b. ビジネスの特徴

当社は独立アドバイザー系ブローカー経由で、独立アドバイザーに取引プラットフォームを提供する事業に的を絞った事業運営を展開。自社社員はかかるビジネスモデルの枠組み運営に専ら従事し、自社運営店舗や自社社員アドバイザーを設けている。また投資運用商品については自社商品を持たず、他社商品提供のアレンジ役に徹する運営(Open Product Architecture)が特徴的である(図表45)。

独立アドバイザーに対する報酬体系は、「残高フィーベース」と「残高フィー+取引手数料併用」を選択できる、RIA<sup>30</sup>/Hybrid RIA Platformを提供している。

図表 45 ビジネスの特徴 (LPL)

【当社ビジネスの概念図】



(資料) 会社資料よりみずほ総合研究所作成

<sup>30</sup> registered independent advisors

## (6) Raymond James

### a. 概要・業績推移

1979年と比較的早くから Financial Planning services を開始し、アドバイザーを中心チャネルとする証券会社の草分け的存在。

図表 46 企業概要・沿革 (Raymond James)

【企業概要】	本社所在地 上場市場	St. Petersburg, Florida NYSE
【沿革】		
1962年	創業( 個人向けファイナンシャルプランニング事業)	
1969年	持株会社Raymond James Financialを設立	
1973年	NYSEのメンバーに	
1975年	(SECが証券取引の顧客手数料に交渉手数料制を全面導入)	
1979年	Financial Planning servicesを本格的に供給	
1981年	Correspondent clearing servicesを独立プローカーに提供開始	
1986年	NYSEに上場	
1994年	Investment Advisory Services部門を立ち上げ	
1999年	Raymond James Bankを立ち上げ	
	Independent contractor subsidiariesだった2社を合併し、Raymond James Financial Servicesにオンライントレーディングを提供開始	

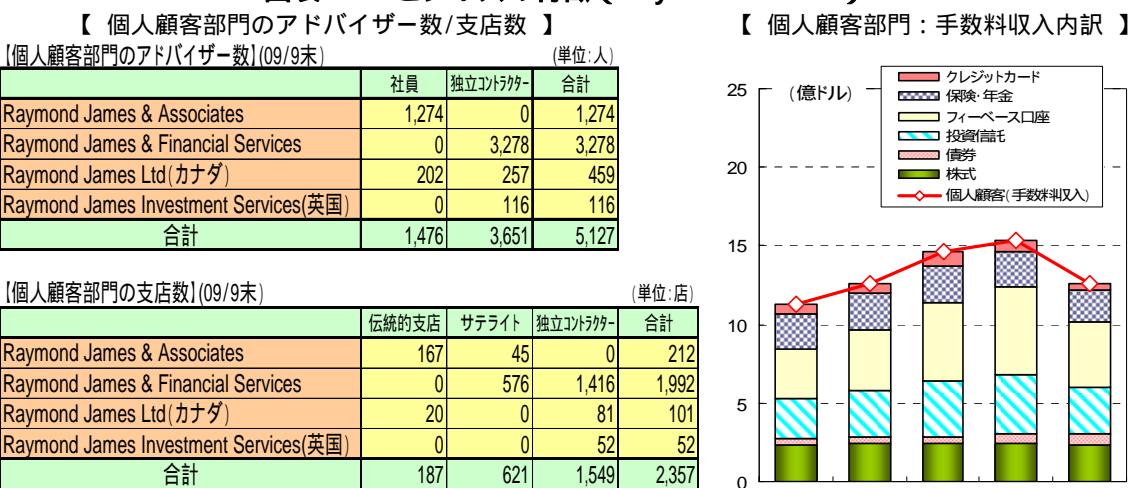
(資料) 会社資料よりみずほ総合研究所作成

### b. ビジネスの特徴

アドバイザー数約 5,000 人のうち、独立アドバイザーが 7 割と中心的存在となっている。独立アドバイザーの利用チャネルである Raymond James & Financial Services では、アドバイザー1名での拠点を多数展開しているのが特徴的である。

個人顧客部門の手数料収入内訳を見ると、株式、債券、投資信託の手数料で約半分となっているが、フィーベース口座の手数料収入も約 3 割と相応のシェアを占めている(図表 47)。

図表 47 ビジネスの特徴 (Raymond James)



(資料) 会社資料よりみずほ総合研究所作成

## (7) Stifel Nicolaus

### a. 概要・業績推移

個人投資家にアドバイザーを通じた投資助言ビジネスを展開すると共に、ホールセール証券業務も両輪で展開。2005年以降、相次ぐ買収で事業規模を拡大している。

図表 48 企業概要・沿革 (Stifel Nicolaus)

【企業概要】	本社所在地 上場市場	St. Louis, Missouri NYSE
【沿革】		
1890年	創業(Altheimer & Rawings Investment Company)	
1923年	会社名をStifel, Nicolaus & Companyに	
1958年	NYSEのメンバーに	
1975年	(SECが証券取引の顧客手数料に交渉手数料制を全面導入)	
1987年	NYSEに上場	
2000年	Hanifen Imhoffを合併	
2005年	Citigroup傘下のLegg Mason Capital Marketsを取得	
2006年	Miller Johnson Steichen KinnardのPrivate Client Groupを取得	
2007年	First Service(銀行)を取得	
2008年	Choice Financial Partners, IncとButler Wick & Companyの支店を取得	
2009年	UBS Financial Servicesの支店を取得	
2010年	Thomas Weisel Partnersとの合併を発表(7/1)	

(資料)会社資料よりみずほ総合研究所作成

### b. ビジネスの特徴

アドバイザーによる投資助言では、多様な資産運用の運営スタイルを用意し、顧客の資産運用スタイルの選定・実践を行っている(図表49)。フィーはラップ形式では残高ベース、非ラップ形式では主に投資助言サービス全体に対する手数料を徴収し、個々の取引手数料は別途徴収しない体系を主力としていることが特徴的である。

図表 49 ビジネスの特徴 (Stifel Nicolaus)

#### 【当社ビジネスの内容】

個人投資家向け	
フィナンシャルプランニング	
教育貯蓄(College Saving plan)	
投資助言・コンサルティング	
IRA(個人退職年金)	
信託サービス	
企業経営者/機関投資家向け	
従業員持株制度運営	
雇用主向け退職金プラン	
コンサルティング	
機関投資家向け	
株式セールス&トレーディング	
債券セールス &トレーディング	
公共セクター向けファイナンス	
M&A、アドバイザリー	
シンジケートローン	
アセットマネジメント	
資産運用	

#### 【提案する資産運用の運営スタイル】

名称	サブタイトル/特徴
<b>Unison</b>	Unified Managed Accounts 顧客の投資指向に合わせ、アドバイザーがポートフォリオを提案 1つのStifel Accountを使用 顧客はサービス全体にフィーを支払(個々の取引は手数料なし)
<b>Spectrum</b>	Hybrid Mutual Fund and ETF Portfolios アクティブラップ口座とパッシブ口座の2つを設け、顧客の投資指向に合わせてポートフォリオを構築。日々の取引はStifelの専門家が実行。フィーは残高ベース
<b>Opportunity</b>	Separately Managed Accounts 機関投資家や富裕層(High Net Worth)向け(100万ドル以上) アドバイザーが顧客の投資指向に合わせて投資方針を策定、個々の取引は顧客が選定した投資マネージャーが遂行。 運用商品は不動産等、プロ向けも含む。フィーは残高ベース
<b>Fundamentals</b>	Mutual Fund and ETF Advisory 投信やETFによるアドバイザリーラップ口座。 顧客が日々の取引を指図するか否かで2パターン有。 フィーは残高ベース
<b>Solutions</b>	Financial Advisors as InvestmentManager 顧客担当の高資格のアドバイザーが投資マネージャーとして 顧客のポートフォリオの構築や日々の取引を実行(ラップ)。 フィーは残高ベース
<b>Score</b>	Research-Driven Portfolios 顧客の投資指向を踏まえ、Stifel内外のアドバイザーのリサーチに基づく投資助言を受けながら、Stifelがポートフォリオの構築や日々の取引を実行(ラップ)。フィーは残高ベース
<b>Horizon</b>	Non-Discretionary Advisory Accounts 顧客の投資指向に合わせ、アドバイザーがポートフォリオを提案 アドバイザーが各種助言を行うが、取引は顧客が指示。 フィーは各種助言や取引、口座手数料を含むした單一手数料
<b>Summit</b>	Institutional Consulting 機関投資家向け

(資料)会社資料よりみずほ総合研究所作成

## (8) TD AMERITRADE

### a. 概要・業績推移

インターネット証券を中心としつつ、全米 100 以上の支店での対面や、4,000 名以上の独立投資アドバイザーを通じた販売等、複合的な販売体制を構築。相次ぐ買収により企業規模を拡大させている。

図表 50 企業概要・沿革 (TD AMERITRADE)

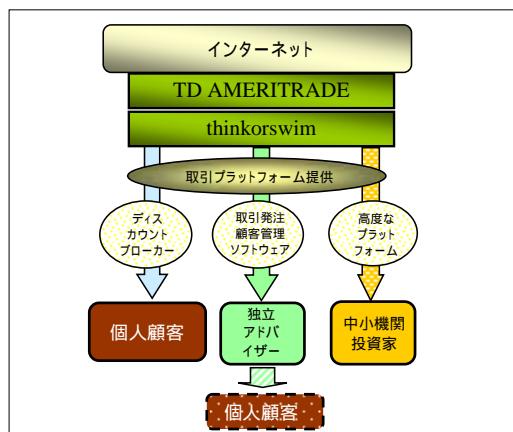
[企業概要]	本社所在地 上場市場	Omaha, Nebraska NASDAQ
[沿革]		
1971年		創業
1975年		(SECが証券取引の顧客手数料に交渉手数料制を全面導入) First Omaha Securitiesがリテールのディスカウントプローカレッジ事業に進出
1983年		Ameritrade Clearing Inc.設立
1987年		TransTerra CompanyがAmeritradeの持株会社に
1996年		TransTerra CompanyはAmeritrade Holdings Corp.に
2001年		TradeCastとNational Discount Brokers Corp.を買収
2002年		Datek Online Holdings. Corp.を買収
2003年		Mydiscountbrokerを買収
2004年		Bidwell and Company, BrokereageAmerica等を買収
2006年		TD Warehouse USAを取得、社名をTD AMERITRADEに
2009年		thinkorswim Group. Inc.を買収

(資料) 会社資料よりみずほ総合研究所作成

### b. ビジネスの特徴

複数の取引プラットフォームを提供し、個人投資家向けと共に独立投資アドバイザー向け、中小機関投資家向けのビジネスを展開している。独立投資アドバイザーのネットワークに関しては、同様の仕組みを持つ Charles Schwab や Raymond James と比較すると、自社ネットワークの一翼の位置付けではなく、むしろ取引管理ツールの提供者 ( provider ) としての役割をビジネスとして重視している ( 図表 51 )。

図表 51 ビジネスの特徴 (TD AMERITRADE)  
【当社ビジネスの概念図】



(資料) 会社資料よりみずほ総合研究所作成