

自由化以後のリテール営業における手数料体系

一上季代司

株式委託手数料の自由化が本決まりとなったことにより、自由化以後の手数料の設定のやり方に関心が集まりはじめています。手数料の自由化とは、基本的には、従来のような証券取引所の受託契約準則で決められた手数料率表に拘束されず、顧客との交渉によって手数料を決めてよい、ということである。したがって、手数料率の水準だけではなく、手数料の徴収の方法も自由に交渉してよろしいということでもある。

アメリカの例を見ると、手数料率の水準は自由化以後おしなべて低下傾向を見せた反面、サービスの内容によって手数料の徴収形態が多様化、細分化する現象が表れている。その結果、最終ユーザーによる手数料の実質的負担が不透明になっている。規制当局が問題視しているのはソフトダラー、投信の一二ボーフィー、オーダーフローパーイメント等であるが、このうちソフトダラー取引についてはガイドラインをだし、投資家保護の範囲から逸脱しないように目を光らせている。固定手数料制の時代と違って、手数料の在り方は、収益確保ならびにコンプライアンス（法令遵守）のうえで、極めて重要な経営政策（Pricing Policy）となるはずである。

そこで以下では、自由化以後の個人向け営業における手数料の徴収形態についてどのような変化が起こるのか、また規制の面でのどのような問題が生じるのであろうか、主としてアメリカの例に依りながら簡単に整理したあと、わが国にとってどのような教訓が得られるかを考えてみた。

1 株式等のコミッション

(1) フルサービスマスターの手数料体系

ディスクアウントブローカー以外のフルサービスマスターの個人向け株式営業における手数料徴求の仕方の特徴を見ると、①株式売買取引に際して最低手数料を課している業者は約九割⁽¹⁾、②普通株取引において割引の対象となるのは注文件数の二〇%内外、割引率も二五%程度が多く、外務員が支店長や部門マネージャーの承認を得ないで割り引くことの出来る上限は三〇%、承認を得て割り引くことの出来る上限は六〇%というケースが多いこと、③売買手数料の他に郵便・取扱手数料（三ドル程度）、口座管理手数料（CMAI資金総合口座やIRA、K e o g h、四〇一（K）などの個人年金勘定の開設・口座維持の手数料）、名義書換や小切手返還手数料など様々な名目で徴求している、とのことである⁽²⁾。

またフルサービスマスターの手数料体系は基本的には売買株数と株価の二要素で決まっている。フルサービスマスターは、外務員に自社で作った手数料テーブルを渡し、それに基づいて顧客から手数料を徴収する。そのテーブルは、縦に株価、横に株数のマトリックスからなっており、例えば、株価一〇ドルの株一〇〇株の手数料は四五ドル五四セントという具合である。このような株価と株数のマトリックスからなるテーブルの様式はフルサービスマスターの場合、ほぼ共通している。自由化（一九七五年）以前のニューヨーク証券取引所（以下、NYSE）の固定手数料のテーブルが株価と株数のマトリックスからなっていたが、このテーブルの様式を今日においても踏襲しているのである。

もちろん、このテーブルの数字自体が業者によって異なっている。七五年の自由化前後から八〇年にかけてメリリンチがプライスリーダーになり数度にわたり個人向けの株式売買手数料率を引き上げ、八〇年代にはいる

とペーチェヤスミスバーニー、ディーンウィッターがプライスリーダーとなって引き上げたとされるが⁽⁴⁾、それは具体的には外務員に手渡している個人向けの手数料テーブルを改訂したという意味である。その後も各社は自社のコスト構成の変化を勘案しながら部分的な手直しも加えている。外務員はこのテーブルを目安にするが、顧客との関係を維持するために割り引くことがあるのはもちろんである⁽⁵⁾。

(2) ディスカウントブローカーの手数料体系

他方、ディスカウントブローカーの手数料体系はこれとは若干異なるのである。ディスカウントブローカーの手数料徴収形態は——フルサービス業者と比べて料率が大幅に低いことはもちろんである——多様であり、したがってより不透明だという特徴があるが、基本的には①株価と株数のマトリックス、②定額手数料、③株数ベース、④売買金額ベースの四種類に分けられる。そのうち最近増えているのが、株数、株価に関係なく、一件あたりの手数料を一律に規定している定額手数料制であり、特にインターネットを利用したディーブ・ディスカウントに多い。

2 残高ベースのフィー

(1) フィーベースの株式売買手数料

しかし、以上とは別に、株式等の売買委託において、売買ごとに徴収するコミッションベース(Commission-based)の手数料ではなく、残高に比例したフィーベース(Fee-based)の手数料徴収形態も併存している。従来、フィーベースのアカウントとして投資一任勘定があった。これは社内または社外のファン

ドマネージャーに運用を一任する代わりに運用管理手数料(Management Fee、株の場合で〇・五〜〇・七%が一般的)を残高に応じて徴求するもので、このほか、売買がある度に売買手数料ならびに口座管理手数料が残高ベースで徴求される。こうした投資一任勘定とは違った、通常の株式売買取引においてもフィーベースの手数料徴収形態が現れてきている。

例えばメリルリンチ社が一九九六年秋に試験的に導入したプログラム「Financial Advantage」では、顧客の資産(最低ロット一〇万ドル)に一定率(年率一・五%、資産額が増えるにつれ通減)を乗じた金額を手数料として徴求する代わりに一定回数の取引を無料とし、取引ごとの手数料は徴求しないという内容である。なお、このプログラムには取引無料サービスの他、ファイナンシャル・プランニング(退職のコスト試算、貯蓄計画、子供の教育費試算、資産配分分析など)、各種リサーチレポート、報告書作成・送付などの付帯サービスが付いており、かつCMAI資金総合口座も組み込まれている。

これは投資一任勘定ではなく、通常の株式売買取引のサービスにいくつかの付帯サービスをパッケージにしたものであるが、こういったサービスの対価としての手数料がコミッションベースからフィーベースに代わってきているのである。

(4)

(2) ラップ・アカウント(Wrap Account)

これとは別に、フィーベースのアカウントとしては、いまやすっかり著名になったものにラップ・アカウントがある。ラップ・アカウントとは、オーダーメイドの投資顧問サービスを受けるほどの金額の投資はできないものの、ミューチュアル・ファンド(通常、最低ロットは千ドル、平均七千ドル程度)には飽き足らない投資家を

(3)

対象に、証券会社が、(a) 投資コンサルティング、(b) ファンド・マネジャーの選択・監督、(c) ファンド・マネジャーからの注文執行、(d) 運用成績の報告、(e) 保護預り、というサービスを提供し、それらすべての手数料を一括 (wrap) して、運用資産額に応じて受け取るというものである。この手数料としては、残高(多くの場合、最低ロットは一〇万ドル)に対して一定率(年率三%、資産額が増えるにつれ通減)を乗じた金額が徴求される。

なお、株式や債券を対象とするラップアカウント(これをコンサルタントラップという)のほか、投資信託を対象とする投信ラップが九二年ごろから急成長している。商品設計は、従来のラップ・アカウントと同様であるが、最低ロットを一〜二万ドルに抑えることで、顧客層をさらに拡大する一方、ミューチュアル・ファンドの選択を、既存のアセット・アロケーション・モデルを用いることで効率化しており、ラップ手数料が一〜二%と低い点が異なっている。(しかし、ノーロードのファンドが選択されるので販売手数料は不要であるが、ラップフィーのほか口座管理手数料として資産の一〜五%を徴収し、合計三%近くを徴収することになるので必ずしも割安とはいえない。)

(3) フィーの拡大傾向

以上の結果、一九九六年実績で売買ごとに徴求するコミッションは一八四億ドル(NYSE会員業者ベース)、これに対し資産管理フィーは五三億ドル(同)と約三分の一にまで拡大している。一〇年前の八六年実績ではコミッション一〇五億ドル、フィー一五億ドルで一四%にとどまっていたのであった。他方、外務員の報酬ベースで見ると、報酬の一〇%以上がフィーの歩合戻しからなる外務員の割合は、年間の稼得手数料二五万ドル以下の外務員全体の中で一七・八%を占め、二五万ドルから五〇万ドルを稼ぐ外務員で二四・二%、五〇万ドル以上稼ぐ外務員で三三・四%といわれている。生産性の高い外務員ほどフィーベースの手数料が多いことが分かる。

3 ブローカーサービスと手数料体系

さて、以上のような手数料体系の変化は何を意味するか。株式ブローカー業務におけるサービスは、内容的に、①執行・約定ならびに受渡・決済サービス、②アドバイスサービス、③口座管理サービスに大別されるが、サービスが提供されるタイミングやそのための費用という点から見ると別の分け方もできる。

すなわち、売買がある度に提供されるサービスとしては、①執行・約定ならびに受渡・決済サービスがあるが、②アドバイスサービスは売買がある時に特に求められるものもあれば、それに限られないものもあるし、③口座管理サービスは、売買のあるなしに関わらず提供されるサービスであるといえる。したがって、手数料の徴求形態としては、①はコミッション、③は残高ベースのフィー、②はその混合というのが理想的である。

さらにこれをもっと細かく分解すれば、①執行・約定ならびに受渡・決済サービスのうち、受注、注文の管理、回送、市場での約定およびその確認は株数、株価に関係なく売買がある度に提供されるサービスであり、そのためのコストは株数、株価に関係なくかかるものである。こうしたコストは、自由化以後は固定手数料によってカバーできなくなったという状況に直面して、フルサービス業者は最低手数料制を導入したり、郵便・取扱手数料という別途新たなチャージをかけることとなったのであろう。

他方、決済・受渡については、その処理コストは件数だけではなく株数に応じて変わってくる性格があるし、これに付随する決済不履行リスクは金額に比例しよう。また比較的ロットの大きい指し値注文の場合には、注文

の管理が複雑になるし、自己勘定で執行せざるを得ない場合にはポジションリスクや利子負担がかかってくる。これらは株数や売買金額に比例してこよう。

次に、②投資家に対するアドバイスとしては、さまざまなサービスが考えられる。外務員は顧客の資産状況を把握し（顧客熟知義務）、適合性の原則に基づいて適切な投資物件をアドバイスする必要がある。このため証券会社としては外務員に対するサポートサービス（リサーチ、情報ベンダーやシステムなど）を提供するが、これにかかるコストは通減的ではあるが、売買金額に応じて増えると考えてよいだろう。ブローカーとしての信託義務に反するようなアドバイスをするとは損害賠償に訴えられるが、そのリーガルリスクは売買金額に比例する。この種のアドバイスは取引に付随して生じるものであり、手数料はコミッションとして徴求するのが筋であるが、それは件数だけではなく売買金額にも左右されるであろう。

これに対して、ファイナンシャルプランは別である。簡単なファイナンシャルプランの作成には一回あたり一〇〇ドル程度の手数料を徴求するケースが多いが、継続的に顧客の資産状況をモニターし、ポートフォリオ分析をしてその都度、資産配分の変更を提案したり、顧客の資産を運用しているファンドマネージャーの交代あるいはファンドの入れ替えを勧奨する（投資一任やラップアカウントの場合）というようなサービスは売買取引の約定に直結するものではない。これに要するコストは取引の有無に関係なく、預かり資産の額に左右される。従って手数料はフィーベースであることが望ましい。

最後に、③口座管理サービスとしては証券類の保管、利子配当の受取代行サービスなどがあるが、これらのコストは一口座あたり定額のものと同様に預かり資産に比例するものがある。このため、口座そのものの管理のために年会費として定額（一〇〇ドル程度）を徴求するほか、資産の管理のために資産額に応じたフィーを徴求するケースが多いのである。

全体として見ると、自由化以後のアメリカの手数料体系は、サービスの内容や質、それに要するコストの性格に応じたものになっている。ディスクOUNTERはアドバイスなしであるからコミッションベースが基本になるのは当然である。またアドバイスしないのであるから顧客熟知義務、適合性の原則もなく、またあらかじめ預かり資産の範囲内に投資金額を制限している場合が多いので、リーガルリスク、信用リスクも低めに押さえられている。さらにインターネット利用のディーブディスクOUNTERは極力サービスを切り詰めており、金額ベース、株数ベースに比例するコストは小さくなっている。このため件数ベースのコストがほとんどを占め、定額手数料が普及することになったのであろう。

他方、フルサービス業者の場合は、外務員のアドバイスの内容が、旧来のような銘柄推奨から徐々にファイナンシャルプランナー的なものになって来ている。そのことがコミッションベースからフィーベースへと、手数料体系の転換を促しているのである。これはまた、対個人営業が従来のような伝統的ブローカー業務から資産運用管理業務へ変わってきていることと整合的である。しかし、それと同時に、手数料の徴求についても規制当局が問題視することも多くなってきた。

4 隠された手数料 (Hidden Charge)

現在、アメリカの規制当局が手数料に関して問題視しているものとしては「隠された手数料、Hidden Charge」がある。証券会社は顧客との取引があると取引報告書を送付しなければならないが、その中で手数料や税金などの取引コストを開示しなければならないことになっている。同様に、ミューチュアルファンドについ

ても運用会社は目論見書に支払い手数料の明細（販売手数料、解約手数料、運用手数料）を記載する義務がある。ところが、こうした開示義務の対象とならない実質的な支払い手数料が増えてきたのであった。

リテール営業において特に問題となっているのが投信の「二bーファイ」とオーダー・フロー・ペイメントである。⁽⁶⁾「二bーファイ」とはミューチュアルファンドの広告費用、マーケティング費用等をカバーするため運用会社が預かり残高から相当分を徴収することが認められているものであり、ノーロード（販売手数料なし）を唱っているファンドにおいてもかかっているコストである。これを運用会社が直接販売すれば運用会社自らが徴求するし、証券会社に委託販売すれば、運用会社はこれをその証券会社に支払う。そしてミューチュアルファンドが販売されるときに交付される目論見書には「二bーファイ」について記載義務がないのである。

また、オーダー・フロー・ペイメントとは、地方証券取引所スペシャリストや第三市場ディーラーが注文獲得を目的に、自分のところに注文を回送（オーダーフロー）してくれるブローカーに一株あたり一〜二セントのリベートを支払うというものである。地取スペシャリストや第三市場ディーラーはNYSEなどと取引獲得を巡って競争しているが、このリベートもその手段の一つである。そして彼らがこのようなリベートを支払うことができるのは気配のスプレッドを大きめに取っているためだとされる。回送側はデイスカウントブローカーが多く、このリベートによって低い手数料設定が可能になっているとされる。そうだとすると、投資家の取引コスト負担は表面的には低いかもしれないが、スプレッドという形で別の取引コストを負担していることになる。そしてその開示はブローカーの取引報告書にはなされていないのである。⁽⁷⁾

5 小括

日本版ビッグバンの実施によりわが国も株券等委託売買の手数料は自由化され、市場集中義務撤廃により市場間競争は本格的な幕開けを迎える。七五年以後のアメリカ証券界とよく似た状況に直面しているわけで、手数料体系についても同様な現象がでてくるであろう。

他方、日米の違いとして引き合いに出されるのが外務員の報酬形態である。アメリカは歩合給が基本であり、手数料割引に際しては歩合戻しの減少を伴うため、過度の割引には自ずから歯止めが掛かるが、日本は社員外務員が多数を占め、外務員の側に過度の割引を抑制する歯止めがない。そこから、むしろ日本では手数料のダンピングが起こり、それが横並び式に波及するのではないか、というのである。しかし、もし手数料のダンピングが起こるとすれば、外務員の報酬形態に起因すると言うよりも、ブローカーサービスの内容に違いがないこと、差別化戦略が十分でないことからくるのではないか。

ブローカーサービスの差別化は多様なやり方で可能なはずである。執行、受渡・決済サービスならびに口座管理サービスの質は、基本的には「迅速」、「正確」、「低廉」によって評価される。そのためには顧客とのアクセス手段、バックオフィスの合理化等に経営努力を向ける必要がある。他方、アドバイスサービスは基本的には外務員の質と外務員に対する業者側のサポート体制に左右される。そしてこれも一様ではない。既に指摘したように、アドバイスには取引に付随するアドバイスと顧客資産の預かりに付随するアドバイスが混在しているのである。

これまで日本では、取引に付随するアドバイスにはばかり注意が向けられてきた。かつて、大量推奨販売方式が批判され、これに對置するかたちでリサーチ営業が提唱されたことがあったが、これは的を得たやり方のように思えない。大量推奨販売方式が批判されたのは、顧客に銘柄を推奨すること自体に批判があったのではなく、そ

れが顧客の資産状況やニーズを無視したやり方で行われたところに問題があった。そうだとすると、顧客に企業の詳細なりサーチ情報を提供するアナリスト的な役割を果たす事も大事ではあるが、それよりも顧客資産の配分の提案能力つまりはファイナンシャルプランナー的な役割こそが求められているのではないか。アメリカのフルサービス業者のアドバイザーサービスはまさにそこに力点を置いて経営努力が傾けられ、手数料体系もそれに整合的なものに変えられようとしているのである。

注

- (1) 以下はアメリカの業者団体であるSIA (証券業協会、Securities Industry Association) 調べによる (SIA. *Prices Charged Retail Clients, various issues*).
- (2) 金額は五〇ドルが多く、最低手数料しかとれないような少額取引の場合は外務員の歩合戻しをゼロにしている業者がほとんどである。
- (3) なお、休眠口座への保護預かり手数料を徴求しているケースは多くないとのことである。
- (4) J.O.Mathews, *Struggle and Survival on Wall Street*, Oxford University Press, 1994, pp.127-130.
- (5) したがって、リテールにおける実効手数料が上昇したという事を意味しているのではない。
- (6) 機関投資家向けではソフトグラー取引が問題視されている。(詳しくは東証「英米におけるソフト取引の実状」(一)「(二)」「証券」一九九三年七月、九月)
- (7) 伊豆 久「委託手数料ゼロ!」(本誌一五四四号、平成九年三月)は、ディスカウントブローカーの手数料体系がオーダーフローペイメントと密接な関係があることを指摘している興味深い文献である。