

手数料自由化を控えた証券界

二上季代司

委託手数料の完全自由化（九九年末までに予定）を控えて、これを先取りした動きがみられる。昨年、店頭株の売買手数料が自由交渉制であると確認されてから、店頭株の手数料率を半減する業者が拡大、同様の動きは今春、上場株券の委託手数料が五千万円超について自由化されたときにも見られ、業者の価格（手数料）戦略はダンプ的なディスカウント競争の様相を帯びた。この経験から、手数料が完全自由化に移行すると、全面的なディスカウント競争となって深刻な経営問題になるのではないかと危惧する声もある。

アメリカでは手数料自由化以後、ディスカウント競争に走る業者（ディスカウントブローカー）がでる一方、さまざまな金融商品の開発や顧客サービスの提供によって手数料収入の減収をくい止めようと努力するフルサービス業者の活躍も健在である。手数料自由化はそれ自体としては、手数料の料率や徴収方法について顧客との交渉制に移ることであり、業者の側から見れば価格（手数料設定）戦略の選択、裁量の幅が広がると言うことでもある。したがって、料率を下げることも同様にサービスの付加価値を高めて手数料を上げることや、異なったやり方で手数料を徴収することも選択肢の一つである。アメリカでは、事実その様になっているのであるが、わが国の場合、いまのところダンプ的な引き下げ戦略以外の選択肢がでてこないように見える。以下では、この間に見られたわが国証券界の価格（手数料設定）戦略の特徴とその意味についてまとめてみた。

1 諸手数料の部分的・段階的自由化の進捗

委託手数料の完全自由化は一九九九年末までに行われることになっているが、現在までに諸手数料の部分的・段階的自由化が進行しており、業者の価格戦略の前提条件はすでに大きく変化している。年代順にみると以下の通りである。すなわち、

- ①上場株の委託売買手数料率は、一〇億円超（九四年四月から）、五千万円超（九八年四月から）について自由化されている。
- ②保護預かり口座管理手数料の額は、これまでの日本証券業協会の公正慣習規則では上限規制であり、無料でもよいことが確認された（九六年三月）。これを受け、九七年四月には公正慣習規則から口座管理料の規定条文（年間三千円以内）が削除された。
- ③店頭取引の売買手数料率は、これまでの協会公正慣習規則の条文（「証券取引所の定める委託手数料に準じた額以内の手数料を徴収する」）では上限規定であり、その上限範囲内では自由であることが確認された（九七年一月）。これを受け、九七年四月には前述した店頭取引の売買手数料の規定条文が削除された。
- ④投資信託の販売手数料について、投資信託協会が手数料の割引を禁止する規定を業務規定から削除した（九八年三月）。

2 業者の価格戦略

以上のような諸手数料の制度改革に対してわが国の証券各社が取った価格戦略は、ディスカウントであった。すなわち、口座管理料の無料化、店頭株の売買手数料率一律五〇%引き下げ、上場株の委託手数料を五千万円超

につきゼロにする等の動きが目立った。しかも、こうしたディスカウントの価格戦略を採る業者は一社や二社ではなく、これに他社が追随する動きが拡大していったのである。

ここで問題となるのは、このような日本における横並び的なディスカウント波及の理由は何か、その日本的特徴はなにか、ということであろう。

第一に、わが国の特徴として顧客の側に「情報サービスはタダ」という観念が強く、アドバイスやコンサルタント提供の見返りとして手数料を支払うという慣習がないという指摘がある。この指摘は業者の側に強い。このため固定制というタガがはずれると、その瞬間から手数料は顧客側の圧力に押されて引き下げられるというわけである。現在の状況はまさにこれを具現したものと受けとめられている。しかし、こうした考えは説得的ではないのではないか。調査やアドバイス、コンサルタントなどコストをかけたサービスを提供しているのに顧客側がその支払いを拒否すれば、その様なコスト割れの注文を業者は受けなければよいのである。もちろん、一時的な戦略としてダンピング的な競争はあり得ようが、長続きしないだろう。結局、価格(手数料)水準はプロカーサービスに対する需要と供給によって決まるとしかいいようがない。

このことは第二に、証券会社、投資家双方の側でコスト意識が希薄であるということの意味する。株式の大口取引では五千万円超の部分につきゼロにした業者が多いが、これは業者側では各部門別・顧客別の管理会計的発想が希薄であること、投資家サイドでは調査や執行能力の善し悪しに対する評価が明確ではないことを意味する。特に大口取引では、投資家にとつての執行コストは、手数料だけではなく、取引を判断してから実際に発注するまでに価格が動いてしまう時間コストや証券会社に発注してから執行されるまでに価格が動くマーケットインパクト、取引が成立しなかった場合のコストがかかっている。証券会社の執行スキル如何では、マーケットインパクトや取引不成立コストは縮小できる可能性がある。もしこのコストが縮小できるのなら割高の手数料を支払ってもペイするはずである。ところが、こうしたコストを日本の機関投資家側が明確に意識していないことが、「五千万円超の部分につき手数料ゼロ」に反映しているのである。

第三に、自由化された取引がなお依然として証券各社にとつて収益的に限界的な部分にとどまっていることが挙げられる。口座管理手数料や店頭株の売買手数料、五千万円超の株式委託手数料は、全体としての受入手数料のなかで大きな比重を占めていない。特に、中堅・中小証券の受入手数料は、大部分が上場株を対象とした小口の売買注文によるものであり、この部分はまだ固定手数料制によつて収益が確保されているのである。したがつて、中堅・中小証券の多くは、上記のようなディスカウントの戦略を採つたことにより蒙る減収のデメリットが大手証券に比べて相対的に小さい反面、ディスカウントによつて取引顧客の拡大というメリットは大きいと判断したのである。同様に、外資系証券はもとも日本の顧客が少なく、手数料のダンピングで失うものは少ないと考える業者が多い。手数料割引が中小・中堅証券と外資系によつて先導されたことには以上のような理由がある。したがつて、この限りにおいて、手数料の完全自由化のあかつきには同様なディスカウント戦略が同じような規模で波及する、とは直ちには結論づけられないだろう。

第四に、先鞭を付けた松井証券は社の営業方針として「営業員による外務活動を一切廃止、営業活動は新聞広告のみ」としており、アドバイスなしのディスカウントブローカーを明確に志向、それなりに一貫した経営戦略を掲げている。ところが、必ずしもディスカウンターを志向していない証券会社までがこれに無批判的に迎合している、というところに日本の特徴が見られる。すなわち、日本ではフルサービスマネージャーとディスカウンターとの区別が希薄である。アメリカではフルサービスマネージャーとディスカウンターは、手数料の水準だけではなく、概念的に

も区別される。それは端的に言えば外務員がいるかどうか、顧客に対するFace to Faceでのアドバイス、コンサルティングを提供するかどうかで区別されるのである。顧客も、そのアドバイス、コンサルティングを評価してデイスカウンターよりは高い手数料の支払いを納得するのである。そしてフルサービス業者は、顧客が満足できるようなアドバイス、コンサルティングのサービスが受けられるように外務員に対して様々なサポートを与える。ファイナンシャルプラン作成のためのパソコンソフトやキット、調査レポート、銘柄推奨リスト等の提供、随時行われる外務員への商品やサービスに関する教育研修は、外務員が顧客へ質の高いサービスを提供できるようにするためのサポートであり、同時にまた優秀な外務員を引き留めるための手段でもある。

日本でフルサービス業者とデイスカウンターとの区別が希薄だということは、デイスカウンターとは区別されたフルサービス業者特有の外務員による顧客へのアドバイス、コンサルティングサービスが大したものではない、ということにならないか。もしそうだとすると、手数料の完全自由化に至った場合に、これまでと同様の横並び式のデイスカウンターが、大規模な形で波及する可能性がある。一部を除きほとんどの業者がデイスカウンターになる、という構図である。

これに関連して第五に、わが国の場合には米国のようなコミッションセールス(歩合外務員)の割合が極めて低く、ほとんどが社員外務員であるという事情をもちだす向きが証券界には多い。社員外務員の給与は、コミッションセールスのように手数料収入と直ちに連動するわけではないため、外務員に割引の権限を委ねると横並び式のダンピングを阻止できないという指摘である。もともと、これに対しては人事政策・給与体系の工夫によって対応可能であり、事実、歩合給の割合を高めて、社員外務員を歩合外務員化する傾向が見られる。

以上のように見ると、手数料の完全自由化以後において全面的なデイスカウンター、ダンピング競争を避ける道は、対顧客面においてアメリカのフルサービス業者と同様に付加価値を高めたサービスを提供するほかないという結論になる。当然のことながら、価格戦略のあり方は営業戦略、対顧客営業のスタイルのあり方に関係しているわけである。とりわけ今後は、五千万円以下の小口取引の手数料が自由化されるわけで小口の個人営業の展望が問題となってくる。それでは、対個人営業はどのように展開されるべきか。

3 資産管理型の個人営業

そのひとつの答えは資産管理型の個人営業への転換であった。デイスカウンターを指向する一部の業者が手数料完全自由化を前にインターネット取引でコスト低減に向かったのに対し、多くの業者は預かり資産重視の営業姿勢に転換していった。しかし、大手から中小まで資産管理型営業を指向している業者は多いが、それが内容的に、また収益的に定着したとはいえない状況である。

資産管理型営業とは、内容的には、従来のような個別銘柄、個別商品を推奨しそれによって当該銘柄や特定の投信の販売に結びつけるというやり方ではなく、顧客資産の全般的な相談、年齢や家族構成、保有資産の中身や年収などの顧客属性に応じて顧客にあった資産運用の提案を主軸にするものである。これを収益源という観点から見ると、①このようなコンサルティング、資産配分の提案(モデルポートフォリオの作成)自体に対する手数料、②運用報告書を顧客に送付すると同時に運用状況を継続的にモニターし必要に応じて資産の再配分を提案することによる手数料、③資産配分の実行における販売手数料が考えられる。

アメリカでは①簡単なモデルポートフォリオの作成自体ですら一〇〇〜二〇〇ドル程度の手数を徴収したり、②顧客資産の運用状況の日々のモニター・管理については残高に応じた手数料を徴収するケースがある。こうし

た手数料を徴収しない場合には、③やや高めの委託売買手数料(株式の場合)や販売手数料(投信の場合)を徴収し、先ほどのコンサルタント料等をそこに含ませている場合が多い。具体的にどのような価格戦略を採るかは業者によって異なるが、いずれにせよ資産配分のアドバイス・提案、資産状況のモニター・管理のサービスに対しては何らかの形で手数料を取っているし、また徴収できなければ資産管理型営業は難しいのである。モデルポートフォリオの作成では、保険や不動産、銀行預金など証券の垣根を越えた商品も資産配分の対象にする必要があるが、これらの販売は証券会社では取り扱えず収入にはなり得ないからである。⁽²⁾

もつとも、アメリカでも投資信託の販売については価格戦略上やや異なった位置づけがなされている。投信は複数の投資対象に分散投資されたポートフォリオであり、さまざまな運用スタイルの投信の組み合わせにより擬似的に顧客ニーズに沿ったモデルポートフォリオを作成できるからである。そこで投信の販売手数料は顧客資産の状況やニーズに適った運用スタイルの投信を選別し売買を取り次ぐことに対する代価⁽³⁾、ファンドマネージャーの徴収する運用手数料は投資対象の入れ替えの代価と理解されている。

他方、わが国の証券会社では、資産配分の提案それ自体や資産の継続的管理に対する手数料を徴収する体制ができていない⁽⁴⁾。ラップ口座はこうしたやり方での手数料徴収を可能にするプログラムであるが、まだ始まったばかりである。したがって、日本における資産管理型営業は、それらの手数料がパッケージになっている投信販売とイコールならざるを得ない。実際、日本で資産管理型営業と言われている中身は投信営業なのである。しかし、投信はこれまで販売証券サイドの手数料稼ぎという圧力に押されてユニット投信を頻繁に設定し、その度に乗り換えを勧めるという悪弊があった。このことは投信販売が即、資産管理型営業ではなく、投信販売それ自体も旧来のやり方から変わらなくてはならないことを意味する。

すなわち、資産管理型の投信営業では、全方位的に顧客ニーズに応えられる多様な運用スタイルの投信を品揃えしたうえで、特定の投信を売り込むのではなく顧客の事情に即した運用スタイルの投信を選別すべきであり、顧客ニーズに変化ない限り長期保有を顧客に勧めるべきなのである。ところで、この点に関し反省すべき指摘がある。三年ごとに行っている証券広報センター「証券貯蓄に関する調査」(九七年五月)によると、投信保有の世帯数が低下(九四年度調べ一・二・一%→八・八%)、投信保有のきっかけは五〇・八%が証券会社の勧めによるもので、投信保有には「はっきりした目的がない」(老後の備え、子どもの進学など明確な目的を持っていない)が五割超となっている。これでは、証券会社の営業サイドで顧客の資産状況、ニーズ、目的に沿った投信の選別が行われているとはいえないだろう。

また、昨年後半から毎月分配金支払い型やドル建て元本保証型を中心に外国投信が爆発的に売れた⁽⁵⁾が、これほど特定の商品に偏って売れるということも販売サイドのプッシュがあったことを印象づける。販売好調の原因は、外国投信のリターンが良かったことと販売手数料が三%と高かったからだとされている。ハイリターンであったのは、円安という追い風もあるが、毎月分配金支払い型には発展途上国の低格付け債(ハイイールド債)が組み込まれていたたり、ドル建て元本保証型は資産の八〇%以上を確定利付き商品に投じたり外銀の保証を付けることで元本を確保しながら残りを原油や貴金属、株式のデリバティブでリターンを追求するというタイプが多く、信用リスクや価格変動リスクが高いためである。これを単品で購入してもらっても顧客のリスク分散にはつながらず、この集中的販売は資産管理型営業のコンセプトにそったものとはいえないのである。

また、これら外国投信は債券投信の形を取っているが、国内の債券投信で三%もの販売手数料を取れる商品はなかったし、しかも外国投信の場合は為替売買益が一ドルにつき一円、信託報酬が一%前後とれるのであり、こ

の高い収益性が証券会社が販売に注力するインセンティブになったのは間違いない。

4 小括

手数料の完全自由化により価格(手数料)戦略は自由になる。ディスプレイも戦略の一つである。ただ、全ての投資家がアドバイスを不要としているのではない。フルサービス業者の道もあるはずである。資産管理型営業はフルサービス業者にとって、手数料自由化以後の有力な営業手法である。多くの業者では提案機能を高めるために営業員にファイナンシャルプランナーの資格を取らせる努力をしているし、社内研修においても従来のような株、債券、投信など個別商品の知識習得に重点をおくものから、顧客の保有財産、年収、運用動機の把握、こうした情報に基づく投資営業の方法習得に重点を置くものに切り替える業者もでてくる。

ただ、現状は過渡期であって資産管理型営業が定着したとはいえない。顧客への資産運用・配分のアドバイス、コンサルタントや資産状況のモニターでは手数料が徴収できる体制が整えられておらず、販売手数料だけに依存せざるを得ない状況では、短期的には収益的に苦しい。と言つて、営業員に販売目標を与えて販売手数料を上げようとするれば、従来のノルマ営業に逆戻りであつて資産管理型営業とはいえなくなる。資産管理型営業で投信を販売するためには、運用スタイル別に投信を分類し各スタイル別にリスクとリターンを評価する必要があるが、わが国では投信の評価機関の活動もまた始まったばかりであり、このことがまた証券会社のプッシュによる投信販売を許している面もあろう。

証券界としては、顧客への提案機能と同時に信頼を高めて、預かり資産を増やし、徴収すべき手数料は頂いて安定的な収益体制を作るしかない。

(1) サービス内容が高度になるに従い、弁護士報酬と同じように「二時間いくら」という時間あたりの手数料をとる場合もある。

(2) もつとも、だからこそアメリカの証券会社では保険や不動産も取り扱えるよう金融コングロマリット化が進むのだともいえる。

(3) アメリカでは投資信託においても販売手数料の徴収形態に変化が起きている。商品や販売方法によって異なるが、投資信託の販売手数料は①フロントエンド、②一二一、③バックエンドの三種類に多様化している。フロントエンドはごく普通の手数料であり、前取り式に100ドル当り40ドル前後を徴収するものであり、外取りにせよ内取りにせよ、フロントエンドの販売手数料といわれている。バックエンドとは、前取りではなく解約時に差し引くものであり、投信を長く持つてくると、顧客の販売手数料の負担が軽くなる。バックエンドの手数は解約手数料と訳されている。一二一とは、ミューチュアル・ファンドの広告費用やマーケティング費用をカバーするために、運用会社が顧客に直接販売する際に資産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る。

(4) むしろ、口座管理手数料を無料にするなど、これと逆行する動きがみられる。

(5) 九八年三月末で外国投信純資産二兆一五八〇億円、この一年間で三・七倍に増えており、その七割以上を毎月分配金支払い型、ドル建て元本保証型で占めていると言われている。

(6) 投信の評価には、少なくとも三年間のデータが必要とされる。したがって、全ての投信の評価付けには三年待たなければならぬ。