

本格的自由化時代の証券市場と証券界

一上季代司

この一〇月から手数料が全面的に自由化された。銀行系証券子会社の業務制限も撤廃され株式業務への参入が解禁される。いよいよ証券界は本格的な自由化時代に入ったのである。証券市場と証券界は自由化によってどのような影響を受け、変化して行くのか。手数料自由化も銀行系証券子会社の業務制限の撤廃も始まったばかりであり、それを語るのはまだ時期尚早ではあるが、手数料自由化については、すでにこれまでそれによる影響や反応を示唆する兆候が出ている。そこで以下では二つの観点から、①投資家行動、②証券会社について、その影響と今後の変化を展望することにしよう。

(1)

1 投資家行動への影響

売買手数料の自由化の範囲は、九四年四月から一件あたり一〇億円超、その後五千万円超に拡大され、一〇月からその下限が取り払われて全面自由化したわけであるから、今回の自由化の効果は機関投資家よりも個人投資家に対する方が大きいということになろう。では個人投資家の投資行動はどのように変わる可能性があるのか。

個人投資家と言ってもその目的（老後の資産形成など長期の投資か、それとも値ザヤ稼ぎの短期回転売買か）、自己判断の有無（営業員のアドバイスを必要とするのか、否か）などによっていくつかのタイプに分かれ、それによって手数料自由化がその行動に与える影響も違ってくる。

手数料の自由化とは、証券会社が価格戦略を自由に組み立てることが出来るようになったということである。したがって単機能のサービスに絞って低価格を武器にする戦略（デイスカウンター）もあれば、サービスの豊かさ・質の高さを武器に高めの手数料を維持する戦略もあり得る。これに加えて近年、インターネットによる電子取引が普及しつつあり販売チャネルの多様化も拡大している。このことは投資家にとって自分が望むサービスメニューの選択肢が広がるというメリットを意味する。

老後の資産形成のために預貯金や生命保険と並んで株式や債券、投信も組み入れたいという投資家は、中長期的な保有層であるから手数料が低くなったからといってそう頻繁に売買するわけではない。他方、短期回転売買の値ザヤ稼ぎ目的の投資家は、他の条件が一定として手数料が低くなればそれだけ値ザヤ機会は広がるからなお一層、短期の回転売買に走るようになる。いわゆる株式売買の価格弾力性が後者の方が高いわけである。

他方、長期の資産形成であれ短期の値ザヤ目的であれ、自分の資産をどの程度の比率で、どの銘柄を、どのタイミングで組み入れればよいか、その投資判断を下すに際して、営業員のアドバイスがほしいと言う人もいれば、営業員にあれこれ言われるのは好まない、自分で相場状況をチェックし材料を調べて、好きなときに好きな場所から注文したいと言う人もいるであろう。

資産形成目的の投資家は、どちらかと言えば、自分にあつた金融資産の組み合わせを提案してくれて、状況の変化によって資産の入れ換えをした方が良いのかどうか、入れ替えをした方がよいのであればそれはどのようにしたらよいか、親身になってコンサルタントしてくれる営業員のアドバイスを必要とする人が多いだろう。もちろん、若い人を中心にインターネットを利用して自分で情報を収集しポートフォリオを自分で設計し、好きなときに好きな場所から発注する自己判断の投資家もいるだろう。いずれにせよ、日本の証券市場には、このよう

(2)

な長期投資の個人投資家がこれまで少ない、といわれてきた。家計貯蓄一三〇兆円のうち株式、債券、投信など証券投資は一割前後、という数字がこれを証明している。手数料自由化によって、大手証券を筆頭に競争上の理由からリサーチとコンサルタントの質的向上に一段と力をいれる業者が現れてきているが、こうした業者側の努力は、長期の資産形成を目ざす投資家を掘り起こして、直接、間接（投信を経由して）に長期の貯蓄資金が株式市場に流入することを促進するであろう。手数料自由化が業者のサービス競争を介して投資家行動を誘発するケースであり、これこそが、最も期待されている手数料自由化の効果である。

他方、手数料自由化の第二の影響としては、逆に短期回転売買を促進させるという効果がある。九〇年代を通じて株式相場が全般的に低迷するとともに個人投資家の売買シェアは激減していったが、このときに株式市場から離れていったのは短期回転売買の値サヤ稼ぎ目的の投資家と言われた。今春から再び相場が活況になり、ひびきにこうした往年の投資家が戻ってきたと言われる。この活況が一時的に終わるのかどうか、未だ確定的なこととは言えないが、日本経済のリストラは着実に進行しており、おそらくは相場は長期的には上向いていくのではないかと思われる。そうになると、再び回転の速い、目先の値鞘稼ぎの注文も増えてくるだろう。

そのような客は何を望んでいるかと言えば、情報の面では、企業分析もさることながらどの銘柄を誰が買い上げているか、手口情報などの市場情報であり、執行サービスでは非常に回転の速い注文になるため手数料コスト、執行スピードと言ふことになるだろう。

とりわけ日本の手数料自由化は、インターネットによる電子商取引の普及（ネット革命）と同時並行的に進行している。したがって、「価格破壊」現象が進んで手数料が劇的に下がったり、取引システムの向上によって証券会社ディーラーが享受しているような市場情報のアクセス、迅速な執行が可能になったりすれば、短期回転売買は一層促進されることになる。アメリカでも、「デイトレーダー」（日計り商い）が証券会社ディーラーだけではなく、投資家レベルでも出現している。とりわけ日本の個人投資家は短期回転売買に偏った投資家行動をとってきたという歴史的な経緯があることから、この可能性は高いと思われる。（マーケット・マイクロストラクチュア理論は投資家のタイプを情報に基づくトレーダー Informed Traderと情報に基づかないトレーダー Uninformed Trader にわけている。前者は、企業価値に関する情報に基づいて売買するのに対し、後者は換金に迫られて売ったり——流動性トレーダーという——、他の投資家の売買動向を先読みして売買する——ノイズトレーダーという——投資家を言う。わが国にはノイズトレーダーが多かったといえるのではないか。）

2 証券会社への影響

では証券会社に与える影響はどうか。一件あたり五〇〇万円以下の取引が占める比重は大手証券会社の手数料収入ベースで八割超、準大手以下、中小証券ではそれがもっと高くなるといわれている。だとすると、その収益源に対する影響は極めて高いことになる。では証券各社のフロント営業面における直接の手数料自由化対策はどうか。

【価格戦略】

まず価格戦略では二極化の傾向が見られるのである。野村、日興、大和の大手証券では手数料の割引は小さく、値引きよりもサービスの豊富さ、質の向上に力点をおいている。①リサーチ（アナリストの企業情報の提供など）、②コンサルタント（ファイナンシャルプランナー資格を備えた営業員、携帯PCでの投資情報の分析・提示サー

ビスや投資情報分析システムによるアドバイス)、③執行力(個人向けにも機関投資家と同様の売買高加重平均価格での株式注文を受け)、などの面で企業努力が見られるのである。大手証券にとってオンラインサービスは時間、場所に制約されず独自のリサーチ情報、市場情報をお届けできるという利便性の高いツールではあるが、複数ある中での販売チャンネルの一つ、対面販売の補完という位置づけである。

他方、オンラインブローカーそのなかでも新規参入組(DLJディレクトSFG証券、マネックス証券など)や一部の既存の証券会社(松井証券、オリックス証券など)は現行手数料の九割引きなど劇的な低手数料で顧客を開拓しようとしており、これが火付け役となってオンラインサービスを提供している既存の中堅・中小証券の間にも価格破壊現象が浸透することになった。これらの業者にとってオンラインサービスは低コストで提供可能であることから、価格破壊の手段、対面販売に代わるチャンネルという位置づけである。

こうした二極的な価格戦略は顧客戦略と関連しあっている。一般的に言うと(証券会社に限らず銀行でもそうであるが)、収入ベースで顧客をセグメントしてみると、数%の少数の上得意客が、全体の八割前後の収入をもたらす。証券会社の場合にはこれら上得意客の手数料収入の大半が株式委託手数料からなっている。他方、八割以上を占める大多数の個人客は小口であり、全体に占める手数料収入の割合は二割程度と低く、そのうち株式手数料のしめるウェイトは低く手数料の大半は募集物から来ている。顧客層の厚い大手証券会社にしてみれば上位数%の上得意先からの収益源こそ守りたいのであり、そこでサービスの豊富さ、質の向上に注力することで割引率は低く抑えようとするわけである。他方、新規参入組みはもちろん中堅・中小証券の場合には顧客層はもともと厚くないのであり、劇的な低価格で新規顧客を囲い込もうとする誘因が当然働く。新規オンラインブローカーとしては株式の受注で収益があらなくても投信や年金型保険などの多様な商品群をオンラインにのせることで囲い込んだ顧客に対するクロスセリングによる収益獲得を狙うという戦略が考えられるからである。

【商品の品揃え、多様化】

もちろん商品の多様化は、オンラインブローカーだけではない。証券各社は老齢化社会を迎えて個人間の資産形成への意欲が高まるとみている。「資産管理型営業」はまさにこれに沿った営業スタイルであり、これからすると投信と並んで年金型保険は有力な商品になる。金融ビッグバンによって証券会社の専念義務が廃止され、保険販売が可能となり、大手証券から準大手、中小に至るまで保険会社と代理店契約を結んで保険販売に乗り出す例も出てきた。また中堅・中小証券の間では、外債や投信の共同販売に乗り出す例も出てきている。

一方、短期回転売買による値ザヤ目的の投資家向けに、商品先物業者と提携などの方法で商品先物、通貨先物などの取り次ぎ業務を始める中堅・中小証券(内藤証券など)も出てきているし、逆に商品先物業者が証券会社を買収するケースもある。

【デイトレーダー】

こういったセミプロの投資家に、手数料の大幅なディスカウントに加えて証券会社ディーラーが利用している種々のファシリテイ(市場と直接アクセスできる情報端末など)を提供し、積極的に売買注文をもらおうという営業戦略がでてきた(アーク証券)。これが「デイトレーダー」業者である。アメリカではこういった業者は全米で八〇社、約五千人の利用者がいると言われている。日本でもこれを指向する中小証券が出てきている。

一方、対顧客営業ではないが、中小証券にあいだに契約ディーラー(歩合制、年俸制ディーラー等)のような

雇用形態が現れている。ディーラーに対して最低の固定給を保証するほかは売買益に応じて報酬が支払われる制度であり、なかには売買損も負担させるケースもある。もちろん一方は顧客、他方は従業員と全く立場が違うが、実質的にはかなり類似しており、こういったデイトレダー向けのサービスも中小証券を中心に増えてくるであろう。

3 おわりに

以上は営業戦略上の対応であり、これにバックオフィス対策、コスト対策が伴うのももちろんである。日本では保管振替決済の決済シェアはまだ低く、少なからぬ量の本券が流通している状態である。これに加え統一的な決済システムも未だないのである。とくに無店舗販売のオンラインブローカーにとつて、受渡決済面の手当では極めて重要な問題であろう。個別的には、株券輸送中の損害を一〇億円まで補償するケース（松井証券）、銀行のオンラインサービスと連結させて同一画面上で即時口座振替による資金決済を可能にするケース（マネックス証券）などがみられる。

前にもみたように日本の手数料自由化はネット革命と同時並行であり、手数料自由化がオンラインサービスを促進させたという側面もある。ネット取引の利点は手数料を安くできること、利便性が高いこと（時間・場所の制約が無し、リアルタイム株価、市場ニュース、チャート表示、口座残高の把握が容易など）であるが、反面、いくつかの問題も出てきている。デイトレダーを無闇に助長することの弊害、システムダウンの危険性、ネットを悪用した不正取引の危険性などである。

さきほど証券業協会はネット取引について証券会社向けガイドライン（投機的な取引を抑制するため一日あたり取引回数、限度額の社内基準の作成、サーバーなどシステム構成の開示など）を設けた。またアメリカでは報道機関や企業に成りすまして虚偽の電子メールを配信し株価を操作する例があることから、東証はホームページでネット取引に注意を喚起している。

冒頭で述べたように、自由化は始まったばかりである。ある一定の期間を置いて、もう一度その影響、効果を点検してみる必要がある。

(1) 大村・宇野・川北・俊野「株式市場のマイクロストラクチャー」日本経済新聞社、九八年七月、二三ページ。

(2) 顧客セグメント別の手数料収入構成については、野村の例が週刊「ダイヤモンド」九九九年九月一八日号、メリルリンチの例が月刊「資本市場」九八年九月号（神戸孝「二十一世紀の証券営業におけるFPFの位置づけ」）に掲載されている。