

手数料自由化後の変化

一上季代司

先月、上場証券会社の第3四半期（九九年四～十二月）決算報告書が公表された。これが注目されるのは昨年一〇月の株式委託手数料全面自由化以後、初の証券会社決算だからである。注目点は、手数料自由化による収益状況への影響が証券会社決算にどのように表れているのか、ということにあるのだろう。この決算をみると、一〇～二月期も昨春からの株式相場回復が継続し、株式委託手数料は前年同期に比べ大幅に増加、一部の証券会社ではバブル期の利益水準を上回るペースで業績が好転したところもある。手数料自由化（↓手数料率低下）による打撃が表面的にはこの決算に反映されていないように見える。しかし、子細に見ればこの決算には手数料全面自由化による影響・変化の痕跡が窺えるものもある。

手数料自由化からまだわずかに四ヶ月である。その影響・変化は多方面からの検討が不可欠であり、その評価を下すためにはもう少し時間が経過して判断材料が出そうになることが必要であろうが、とりあえずは、今回の四半期決算を手がかりにして、どのような変化がみられるのか、以下、簡単に整理してみた。

1 株式委託手数料率の変化

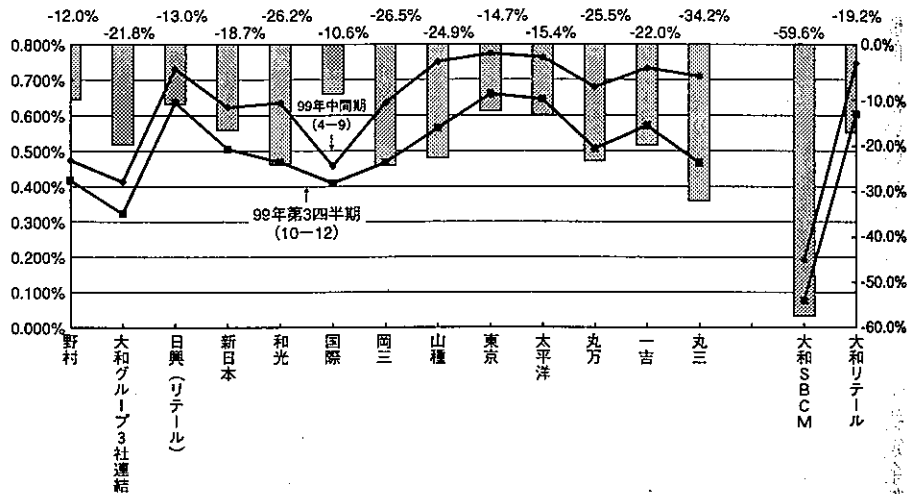
昨年九月、手数料の全面自由化を直前にして、証券会社各社はインターネット取引の場合はもちろん、対面取引においても従来水準から料率を引き下げた新しいテーブル表を導入、公表した。そこで約定ベースからみた実際の株式委託手数料率ほどの水準に推移しているか、どう変化したかを最初に見ておこう。

図1は上場証券会社のうちホームページで九九年第3四半期決算報告書を公表している一三社について、現物株式委託手数料を現物株式委託売買高で除した率をその証券会社の平均手数料率とみなし、自由化前後の料率水準ならびにその変化を图示したものである。なお、大和の場合はリテール子会社（大和証券）とホールセール子会社（大和証券SBCM）についても图示してある。⁽¹⁾

自由化前の一三社の平均手数料率水準は〇・四一～〇・七七%（九九年四月～九月）であったが、自由化後は〇・三二～〇・六六%に変化、〇・一%程度の低下（割引変化率では一〇～三四%のマイナス）となっている。⁽²⁾

自由化前は五千万円超を除き固定手数料制であったのだから、①料率のバラツキは主として各社の受注ロットの大きさの違い、さらには投資家属性の違い（機関投資家からの受注が多いのか、それとも個人投資家からの受

図1 株式委託手数料率の変化



(備考) 折れ線グラフは手数料率（手数料率＝現物株式委託手数料／現物株式委託売買高で計算。左目盛り）。棒グラフはその変化幅＝（第3四半期の手数料率－中間期の手数料率）／中間期の手数料率。右目盛り。
 (出所) 各社四半期決算報告書より作成

注が多いのか)に負っている。次に、②自由化後においても各社のバラツキの形状は変わっていないことから、自由化後の一三社の新手数料表は、基本的には固定手数料制時代の手数料体系(約定金額が増えることに料率が通減)に立脚しながら、約定金額帯ごとに割引率を加減していくという点で共通していると考えられる。③ただし割引変化率は、一〇〜三四%と各社によってかなりバラツキがある。これは投資家属性の違いと並んで各社の価格政策の違いを反映しているように思われる。野村証券のように約定金額一〇〇万円未満につきむしろ料率を引き上げ、大口についても他社比較で割引率を抑制しているところもあれば、一〇〇万円超につき一律三割引といったところもあるからである。

以上の諸点はいくつかの事実によって補強される。例えば、大和、日興の二社は昨春リテール子会社、ホールセール子会社へ分社化した。大和リテール、日興リテールの料率水準は自由化前において〇・七四七%、〇・七三七%と比較的高い。また大和、日興ともにインターネット取引を手がけており、この取引の料率は対面取引に比べて割引率が大きくなっているが、日興の場合には営業員が関与しないインターネット取引業務を子会社「日興ビーンズ」が担当しているため、この受注部分は日興リテールの数字に反映していないのではないかと考えられる。⁽⁴⁾この結果、日興リテールの自由化後の割引変化率は一三%と小さい数字になっている。つまり小口取引が多い個人投資家からの受注については比較的、料率水準は高く、その割引変化率も抑制気味である。その反面、機関投資家中心の大和SBCMの料率水準は自由化前で〇・一九二%、自由化後の割引変化率は六割近くとなり料率水準は〇・〇七七%になっている。大口取引の多い機関投資家からの受注については自由化前において既に料率水準は低く、自由化後の割引変化率は非常に大きくなっているのだろう。

次に価格政策についてみると自由化後かなり多様化したと一般的にはいえる。たとえば、①約定金額に関係なく定額の手数料を課すもの、②預かり資産額に応じて一定率の手数料を課金し売買には徴収しないもの、③総合口座の利用客、取引高が多い顧客など受渡しコストや収入の多寡に応じて料率をさらに加減して行くものなど、である。ただし①の定額手数料制はインターネット取引専用ディスプレイスカウントブローカーを中心に一部の業者に限られているし、②のフィーベースの包括手数料制の採用もまだ部分的である。したがって多くの証券会社では自由化前の手数料体系(約定金額ごとの通減制)を基本的には維持しながら約定金額帯ごとに割引率を加減して新手数料表を作成しているのである。

ただし、割引率は各社によって違っており、そこに各社の独自の価格政策が反映されている。その際に勘案する要素とは、①「自社のブランド力」、②「投資情報、アドバイス・コンサルタントや執行などのサービスの質」、③「自社のコスト構造」、④「他社との比較」、の四つであるが、この四要素への評価、ウエイトは各社によって当然異なっており、そのことが割引率の差となって反映してくるのである。

2 株券委託手数料収入の変化

以上は、昨年一〇月の手数料全面自由化によって手数料率はどう変化したかを見たのであった。次に、この新手数料表のもとで株式委託注文ならびに手数料収入は自由化後、増えたのか、減ったのか、それを見なければならぬ。図2は、主要二三社(ワールド日栄を除く)二社は上場証券会社)ならびに大和証券グループの主要子会社二社について、自由化前の第2四半期と自由化後の第3四半期の現物株式委託手数料収入の増減をみたのである。これによると、日興(リテール)の増収額が七〇億円強と最も大きく、ついで野村、ワールド日栄以下の順となっているが、ワールド日栄を除く上場二社のうち増収となったのは八社にすぎず、残る一四社は減収と

なっている。また、これら二三社全体でも差し引き三三億円のマイナスである。なお大和は大幅な減収になっているが、これは主としてホールセール専門の大和SBCMの減収によるもので、リテール子会社は八億円強の増収になっている。

既に見たように、平均手数料率はどの証券会社も低下していたのであるから、増収となった証券会社では料率低下を上回る委託注文の増加があったということであり、減収となったのは委託注文が料率低下をカバーできるほどには伸びなかったということである。そこで各社の株式委託売買高の自由化前後の変化をみてみよう。もし業界平均を上回る受注実績を獲得できたとすれば、その証券会社は新手数料表のもとで受注シェアを高めたことになるわけである。

まず九九年度の株式出来高は表1の通りである。これによると自由化後の第3四半期の売買高は取引所市場、店頭市場あわせて五六兆七七四億円（第

2四半期比較一・一二倍）となっている。この間、委託・自己売買比率は六八対三二で大きな変化は無いことから、委託売買高も前期比一・一二倍に増加したと思われる。そこで委託売買高が自由化後、前期比で市場平均一・一二倍を上回った証券会社を拾い出してみると、日興リテール一・四倍を筆頭に和光、コスモ、一吉以下と続き、これを下回ったのは大和SBCM、国際の二社しかない。（なお、大和SBCMは海外からの委託注文の算定を変更したため実勢以上に数値が落ちている）。この間、たとえば通信関連株への一極集中相場のなかで店頭株を中心に和光、一吉など一部の準大手・中堅証券が委託シェアを高めたというケースがあり、相場動向によって左右される面もあるが、一般的にみても、上場証券会社は自由化以後、むしろ委託売買シェアを高めているのである。しかも、大手証券では主として機関投資家向けに自己勘定の仕切売買で客注を執行するケースが増えている。この部分は自己売買とカウントされるが、これも広い意味での客注と考えると、一層受注シェアが高まるであろう。

にもかかわらず、委託手数料収入が全体として伸び悩んでいるのである。特に、大手証券のリテール部門を除く準大手・中堅証券会社の伸び悩みは顕著である。ということ、これら準大手・中堅証券会社は客注が増えたものの料率低下をカバーし得るほどではなかったということになろう。

図2 株式委託手数料増減

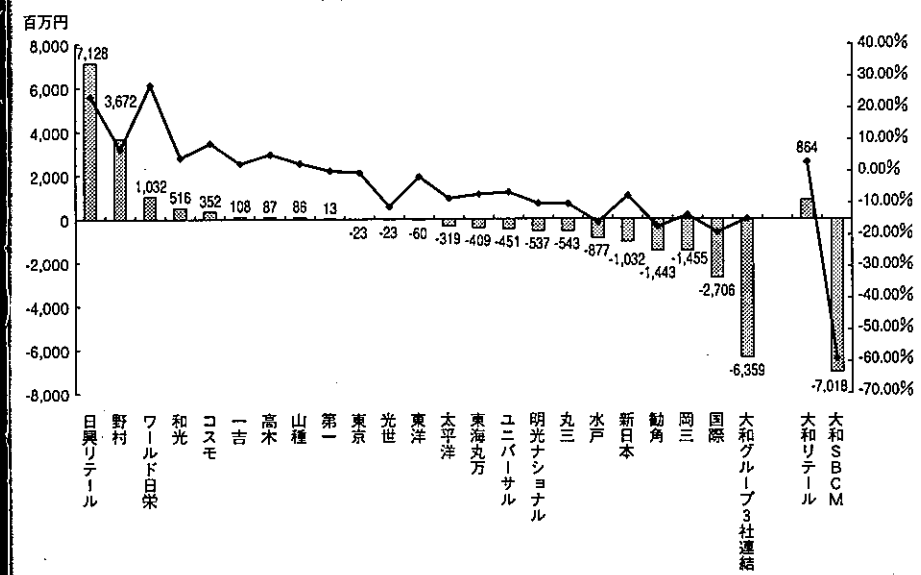


表1 99年度株式売買高 (単位: 百万円)

	全国取引所	店頭銘柄	合計	一日平均
99年第1四半期 (4月~6月)	44,217,866	2,107,361	46,325,227	759,430
99年第2四半期 (7月~9月)	48,141,818	2,426,773	50,568,591 (1.09倍)	992,746
99年第3四半期 (10月~12月)	53,704,033	3,070,166	56,774,199 (1.12倍)	1,218,185

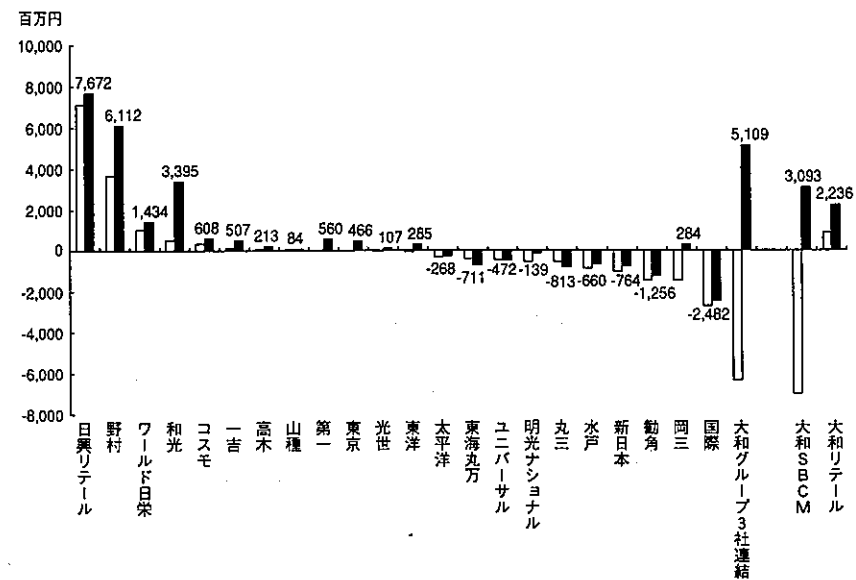
(注) カッコ内は前四半期比
(出所) 「東証統計月報」、「証券業報」。

(備考) 手数料自由化前 (99年第2四半期) と自由化後 (99年第3四半期) との株式委託手数料の増減。棒グラフは増減額 (左目盛り)、折れ線は増減率 (右目盛り)
(出所) 図1に同じ。

3 株式ディーラー部門

では、自由化対策の一つとされた株式自己売買部門はどうであったろうか。自由化対策としての自己売買業務という場合、二つの意味がある。一つは先にも見たように、機関投資家からの受注のように、実質は委託であるが大口取引、バスケット取引、取引加重平均価格での執行など様々な条件付き注文であるため自己勘定での仕切売買で執行した結果、手数料収入が売買益に変形したという意味であり、第二は日計りや裁定取引など積極的に値ザヤ稼ぎを狙う目的のものである。そこで先の図2に株券等自己売買益を重ね合わせてみたのが、図3である。これによると、株式委託手数料が減収となった上場証券会社一四社のうち五社が株式等売買益の増加でカバーし得たことがわかる。特に大和SBCMは第2四半期に比べ株券等売買益が四九億円から一五〇億円へ一〇〇億円の増収で委託手数料の減収七〇億円を優にカバーしている。

図3 「株式委託手数料+売買益」の増減



(備考) 左は株式委託手数料の増減 (99年第3四半期マイナス第2四半期)。右はこれに株券等売買益増減を加えたもの。

(出所) 図1に同じ

ただし、全般的にみて第3四半期における上場証券会社二二社の株券自己売買高は、対第2四半期比較で市場平均一・一二倍の伸び率を下回り、自己売買比率を低下させている業者が多く、短期売買による値ザヤ稼ぎはこれ以外の中堅・中小証券に多かったのではないかと思われる。

4 小括

以上、簡単ながら主要上場証券会社について四半期決算を足がかりに自由化後の手数料率ならびに手数料収入の変化をみてきた。

まず手数料率水準では平均して割引変化率は最小一〇%、最大三五%、中位水準二〇%前後に収まっている。この範囲内に収まったのは、この間の相場好調で儲かった投資家が多く、支払い手数料の多寡があまり気にならなかったから、と理解した方がよいであろう。したがって相場の変調とともに料率の下方圧力が働く可能性がある。先にも見たように手数料率の設定に際して勘案する要素は、「自社のブランド力」、「投資情報、執行力などサービスの質」、「自社のコスト構造」、「他社との比較」の四つであるが、受注シェアの動向によっては最後の「他社比較」が大きな要素を占めてくるであろう。

このことと関連して第二に、上場証券会社間でかなり差があるが、全般的にみて上場証券会社の出来高シェアは低下しておらずむしろ上昇気味である。しかし、一方ではインターネットブローカーの口座数、取引件数、委託売買高は急増しており、既存証券会社からシェアを奪っていると伝えられている。たとえば、主要專業五社(DLJディレクトSFG、マネックス、日興ビーンズ、松井、Eトレード)のうち、松井、マネックス両社は

自社の取引情報についてディスクロージしているが、それによると一〇月の自由化後の取引件数、取引高は著増しているのである。しかし松井、Eトレード両社を除く他三社は東証会員権を持っていないのであるから、その受注高は取次先の会員業者にいずれは還流し、その業者の委託売買としてカウントされてしまい、結果としてシェアがシフトしていないように見えるのである(ただしこの部分はさわめて手数料率の低い注文になるであろう)。したがって、東証非会員のインターネット取引専門業者の間で東証会員権獲得や電子取引システムの開設等の動きが現実化すると、取引シフトが今後顕在化する恐れはある。

(1) 大和、日興の両社は昨年の組織改革により、個人向け営業は大和証券、日興証券に、機関投資家向け及び法人営業は大和証券SBCM、日興ソロモンスミスバーニーに、それぞれ分割されている。このうち大和は持株会社「大和証券グループ」が大和証券、大和証券SBCMを子会社としており、この三社を連結した決算報告書も公表している。

(9)

(2) 自由化前の取引所受託準則に基づく手数料表は約定金額が高くなれば料率が通減していくものであったから、大口取引が多ければ料率水準は低く、小口取引が多ければ高くなる。

(3) 大口になれば割引率を大きくするケースが一般的である。

(4) もっとも日興ビーンズは東証の会員権を持つておらず上場株券の客注を日興リテールに取り次いでいるとすれば日興リテールに数字が反映されるだろう。

(5) この売買益には現物株だけではなくデリバティブも含まれるし、何より特定取引勘定(時価評価・取引約定基準)を採用しているところとそうでないところが混在しており、正確なインプレーションが得られるものではないことに注意する必要がある。