

図表でみる手数料体系

— 米国における証券会社の株式売買委託手数料表について —

原 田 喜美枝

「急速に進む自由化の前に、収益構造の脆弱さがあるからさまになり、企業の存続さえ危うくなってきた。行政頼みはもはや許されず、自助努力で活路を見出すしかない。」

『日本経済新聞一九九八年三月一九日』

「日本の航空業界が瀬戸際に立たされている。」という一文が記事の前に入る。航空業界は証券業界に先駆けて変化の時代に突入し、淘汰の可能性に直面している。国内航空の増便規制撤廃、運賃自由化、三五年ぶりに新規参入した「半額運賃」をめざすスカイマーカーエアラインズ、などを思いおこしてみれば、確かに規制緩和のスピードは速かったと思われる。

現在、証券業界も瀬戸際に立たされている。業態間、業態間にあった規制の廃止、有価証券取引税の撤廃、手数料自由化、証券業の免許制から登録制への移行、オンライン・ブローカーなどの新規参入の増加、などである。寡占市場である航空業界に比べ、証券市場は競争市場であるから、証券業界の置かれている立場はよりきびしいかもしれない。

たとえば、手数料自由化を目前に控え、手数料率について確固たる戦略をもつことが要求されている。飛行機運賃は「メータあたり幾ら」の世界だが、株式委託手数料は株価と株数にリンクするため、2次元では表わせない。3次元にデジタル化して、米国の証券会社の手数料の動きを追ってみよう。

一、はじめに

株式委託手数料の完全自由化が目前に迫っている。一〇月から適用する手数料体系について、すでに手数料表を公表している証券会社もいるが、ディスクウント・ブローカーに代表される「低コストを武器とする戦略」や、アドバイスや情報といった大手証券会社ならではの力を発揮する「高付加価値戦略」をとれないところも存在している。

これから戦略を打ち出す証券会社にとってはもちろんのこと、すでに戦略を打ち出している証券会社にとっても、いやおうなしに値下げ競争に巻き込まれること、業界の手数料体系がどうなっているかということは気掛かりなことに違いない。例えば、早々と手数料表を公表した業者の中には

一〇月を待たずに改定を行っているところもある。

米国では、株式売買の委託手数料について、一九六八年に大口割引制度が導入され、その後段階的に自由化が進み、一九七五年五月一日に完全に自由化された。一九七五年五月一日といえば、ベトナム戦争終結(サイゴン陥落は一九七五年四月三〇日)の翌日である。ベトナム戦争時代から証券業務に携わる人にとってみれば、両事件ともにずいぶん昔の出来事と思えるであろう。米国の株式委託手数料完全自由化もすでに昔の出来事なのである。米国の手数料体系の現状をさぐることは、今後の日本の株式委託手数料体系を考えるうえでも、参考になることがあるに違いない。

本稿では、S I A (全米証券業者協会) のリテール取引の手数料賦課に関するデータを掲載した報告書のうち、株式委託手数料の部分について

図表でみる手数料体系

紹介する(報告書全体に関する紹介・および分析は、『正協レポート1998. 8 Vol. 3 No. 3』「米国におけるリテール証券取引の手数料の実態について—S I A調査の紹介」(佐賀、伊豆、清水、原田の共訳)に譲る。) S I Aは、不定期で数年おきに、リテール取引の手数料賦課の実態に関する調査を行っている。紹介するのは、一九九九年一月に公表された『個人顧客向け手数料』の第六版、最新版(“Study of Prices Charged Retail Clients in 1998”)である。なお、報告書は一九九八年(暦年)の手数料データを対象にしている。報告書中には、株式委託手数料について「回答証券会社の九八%は、一九九八年に、株式委託手数料表に変更を加えなかったとしている。手数料を引き上げた」と回答したのは一社だけだった。」としており、また、オプション取引委託手数料について「回答証券会社の九八%は、一九九八年に

オプション取引委託手数料に変更を加えなかったとしている。手数料を引き上げた業者はなく、一社だけが手数料を引き下げた」とも述べられている。このことから、米国では、自由化からすでに二四年が経過しており、各証券会社の手数料体系は安定していると考えることができる。

以下では、証券会社によって手数料体系に大きなばらつきがあるのか、手数料体系は証券会社の規模によって違っているのか、株数が増えたと相対的に手数料は下がるのか、売買する株価が上がるにつれて手数料も上がるのか、あるいは株数や枚数と手数料は関係ないのか、などの疑問について、図で表すことによってまとめた。

二、報告書の見方

報告書は、S I A加盟業者約七〇〇社のうち、

調査に回答した証券会社（以下、回答証券会社と呼ぶ）四七社のデータに基づく。NASD（全美証券業協会）会員会社数は五五九七社（一九九七年時点）であるから、母集団である全証券会社に占めるサンプルは、四七÷五五九七≒〇・〇〇八三九、約〇・八％でしかない。

しかし、回答証券会社四七社は、RR（登録外務員。以下、営業員と呼ぶ）数が五〇人程度から一〇〇人以上の規模までに幅広く分散しており、かたよりの少ない良いサンプルといえる。SIAの調査では、対象となる証券会社を四つのグループに分類している。グループ毎にみると、グループ一（営業員数が五〇人未満）が一、グループ二（営業員数が五〇—二〇〇人）が二、グループ三（営業員数が二〇〇—一〇〇〇人）が三、グループ四（営業員数が一〇〇〇人超）が一となまっていることから、ほぼ均等にグルー

プ分けされていることがわかる。

また、回答証券会社四七社を業態別にみても、フルサービス業者からディスクカウント・ブローカーまでを広くカバーしていて、さらに、有力業者も含んでいることから、資料としては貴重なものである。

なお、以下でみる手数料表は、個別の証券会社のものベースにしているが、決して固定的ではなく、あくまでも基準として使われていることに注意しなければならない。たとえば、競争が激しい地域で割り引く、都市部では割引幅を拡大する、顧客との関係を考慮して割引幅を決める、などの理由で手数料が割り引かれるためである。たとえば、頻繁に売買を繰り返す個人投資家には手数料表上の手数料ではなく、一律\$四・九二の手数を課す証券会社の例もある。

図表でみる手数料体系

三、株価が上がるにつれて手数料も上がるのか——株式委託手数料のヒストグラム

ここでは、回答証券会社すべての手数料表を利用するため、ディスクカウント・ブローカーも含めている。株数を固定して、四七社の手数料が株価に応じてどのように散らばっているかをみる。

①株数一〇〇枚

図一—一、図一—二、図一—三は、それぞれ株価\$一〇、\$三五、\$五〇を一〇〇株売買するときの四七社の手数料のヒストグラムである。

図一—一は、最小手数料\$八、最大手数料\$七二、中央値\$五〇、標準偏差一・三三二、一番多い手数料（最頻値）が\$五〇であり、手数料のちらばりは左に極端に偏った形となっている。図一—

二は、最小手数料\$八、最大手数料\$一〇九、中央値\$八九、標準偏差二・八五、一番多い手数料が\$八四であり、図一—一と同様、左に偏った形となっているが、手数料のちらばりに多少幅ができてくる。図一—三は、最小手数料\$八、最大手数料\$一三五、中央値\$一〇〇、標準偏差三・四八、一番多い手数料が\$一〇〇の分布となっている。図一—一とくらべると、手数料のちらばりの山が右に移動して、なだらかな分布になっていることがわかる。

以上の三つの図から、売買する株価が上がるにつれ、手数料と標準偏差が増加していることがわかる。増加の割合は、株価が\$一〇から\$五〇へ五倍になったとき、手数料の最頻値が\$五〇から\$一〇〇へと二倍になり、標準偏差は一・三三二から三・四八へと増加した。

図1-1 株価\$10・100株の手数料ヒストグラム

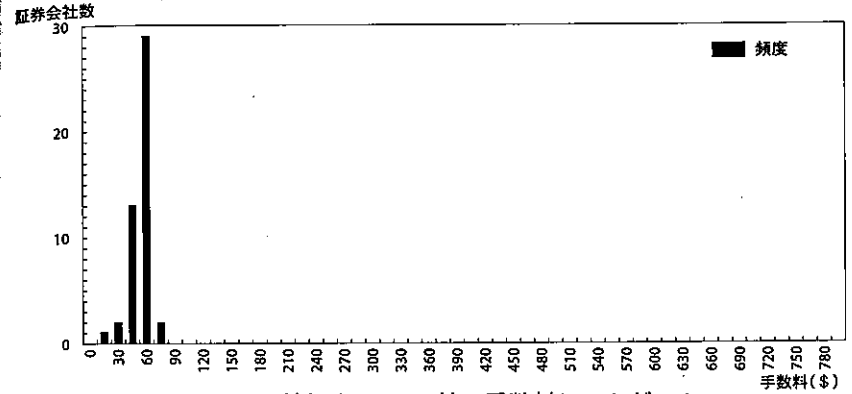


図1-2 株価\$35・100株の手数料ヒストグラム

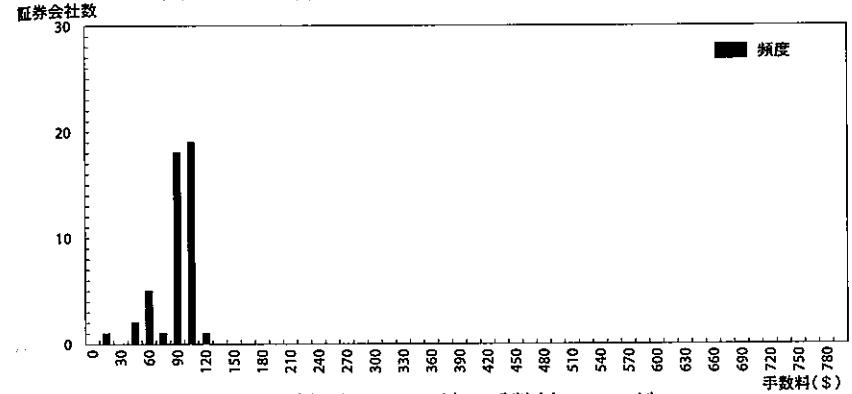
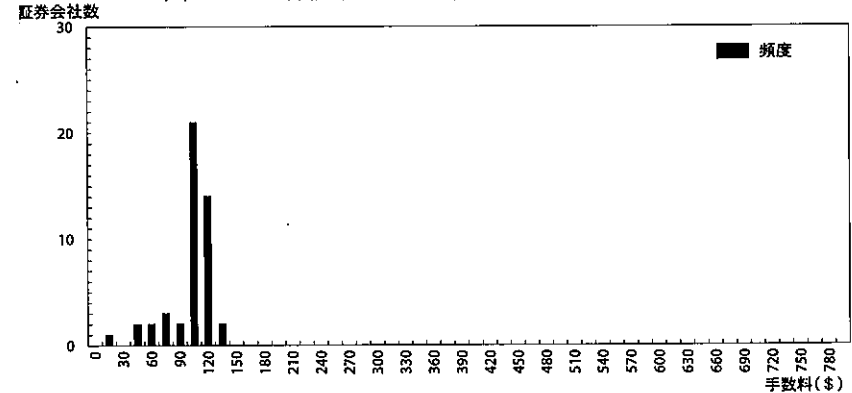


図1-3 株価\$50・100株の手数料ヒストグラム



②株数1000枚

次に、図二一、図二二、図二三は、それぞれ株価\$10、\$35、\$50を一000株売買するときの四七社の手数料のヒストグラムである。

図二一は、最小手数料\$8、最大手数料\$32.7、中央値\$27.0、標準偏差\$69.47、一番多い手数料が\$29.3である。手数料のちらばりは左のすそ野が広い形になっている。図二二は、最小手数料\$8、最大手数料\$65.0、中央値\$53.0、標準偏差\$144.20、一番多い手数料が\$53.0であり、図二一と比べると、手数料はより広い範囲にちらばり、中心が右に移動している。図二三は、最小手数料\$8、最大手数料\$76.4、中央値\$62.0、標準偏差\$170.77、一番多い手数料が\$62.0となっていて、証券会社により手数料が違っていることが明

らかである。

図二の二、三から、売買する株数が1000株のとき、株価が上がるにつれ手数料と標準偏差が増加していることがわかる。増加の割合は、株価が\$10から\$50へ五倍になったとき、手数料の最頻値が\$32.7から\$62.0へと約二倍になり、標準偏差は\$69.47という大きな値からさらに\$170.77へと増加した。

以上から次の二つのことが明らかになる。第一に、株価が低く、かつ、売買する株数が少ないときは手数料の散らばりが小さく、証券会社間で手数料に大きな差がない。第二に、株価が上がるにつれて分布の左すそが広がり、標準偏差が拡大する傾向がみられた。株価が上がるにつれて証券会社の手数料に差がでてきている。この傾向は、とくに取引株数が大きいときに顕著であった。

図表でみる手数料体系

図2-1 株価\$10・1000株の手数料ヒストグラム

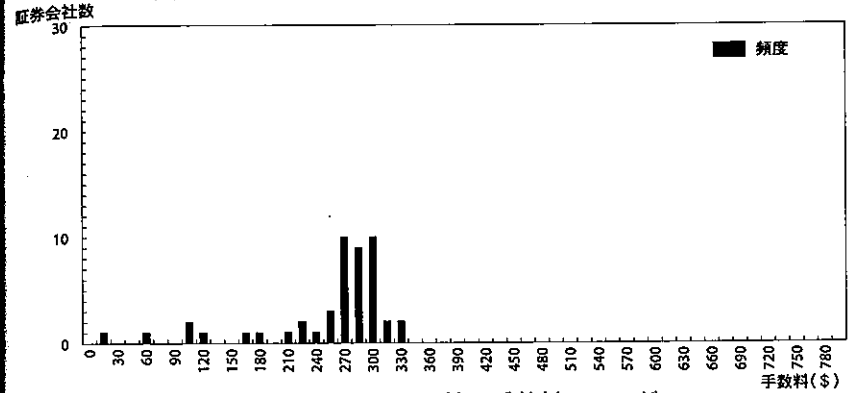


図2-2 株価\$35・1000株の手数料ヒストグラム

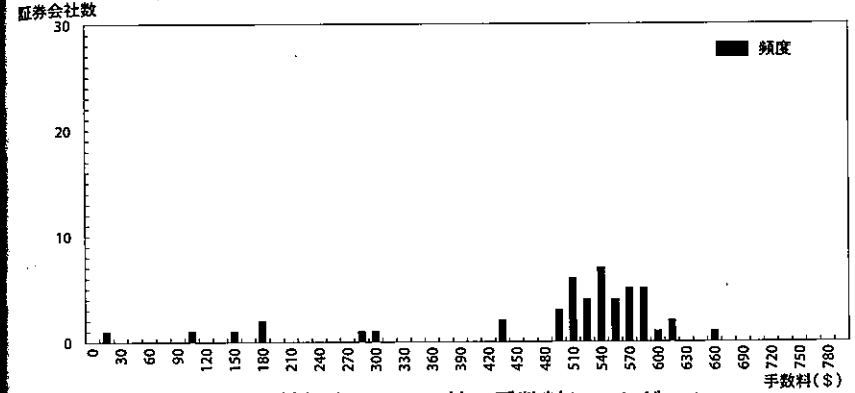
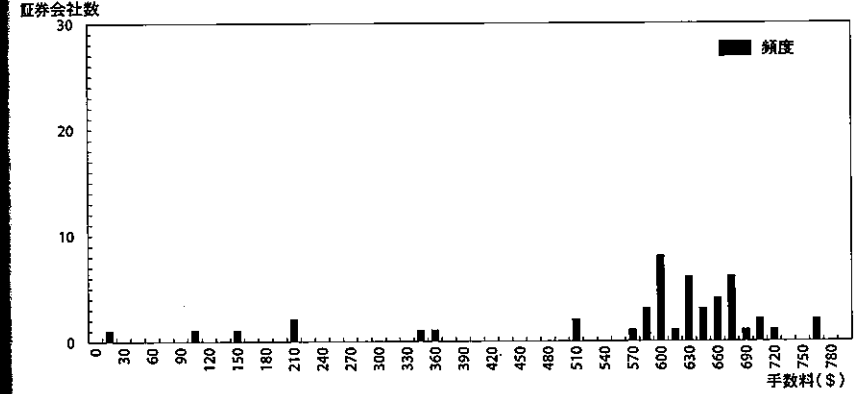


図2-3 株価\$50・1000株の手数料ヒストグラム



四、株数が増えると相対的に手数料は下がるのか——株式委託手数料のヒストグラム2

ここでは、三、と同じく全回答証券会社の手数料表を利用する。株価を固定して、四七社の手数料が株数に応じてどのように散らばっているか、ヒストグラムを用いて調べる。

① 株価\$10

図三—一は、株価\$10を五〇〇株売買するときの四七社の手数料のヒストグラムである。株価\$10を二〇〇株、一〇〇〇株売買するときの手数は図二—一、図二—二で既出している。

図三—一は最小手数料\$八、最大手数料\$一八四、中央値\$一五六、標準偏差五・二三、一番多い手数料\$一五三である。図一—一(一〇〇株取

引)、図三—一(五〇〇株取引)、図二—一(一〇〇株取引)をくらべると、手数料の最頻値は\$五〇、\$一五三、\$二九三、一株当りの手数料はそれぞれ\$〇・五、\$〇・三二、\$〇・二九となり、平均で見ると一株当り手数料は相対的に減少している。また、図一—一、図三—一、図二—一と売買する株数が増えるにつれて、手数料のちがいが広範囲に広がり、証券会社により手数料に開きがあることもわかる。

② 株価\$50

次に、図四—一は、株価\$50を五〇〇枚売買するときの四七社の手数料のヒストグラムである。株価\$50を二〇〇株、一〇〇〇株取引するときの手数は図一—三、図二—三である。

図四—一は最小手数料\$八、最大手数料\$四九八、中央値\$四〇九、標準偏差二〇七・一八、一番多い手数料(最頻値)\$三九一である。図一—

図3-1 株価\$10・500株の手数料ヒストグラム

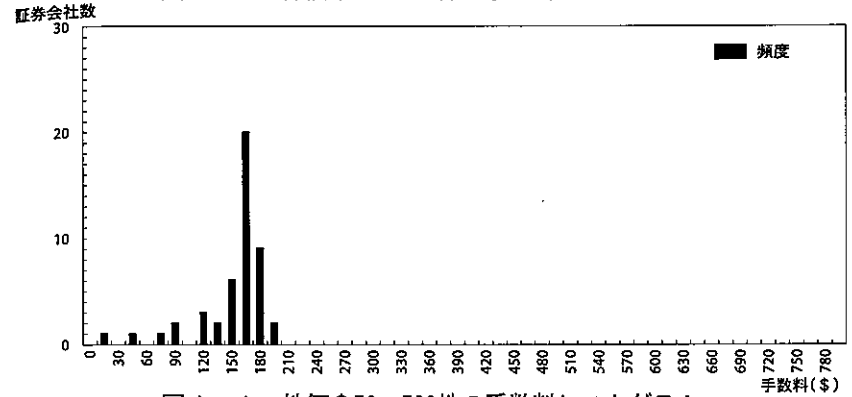
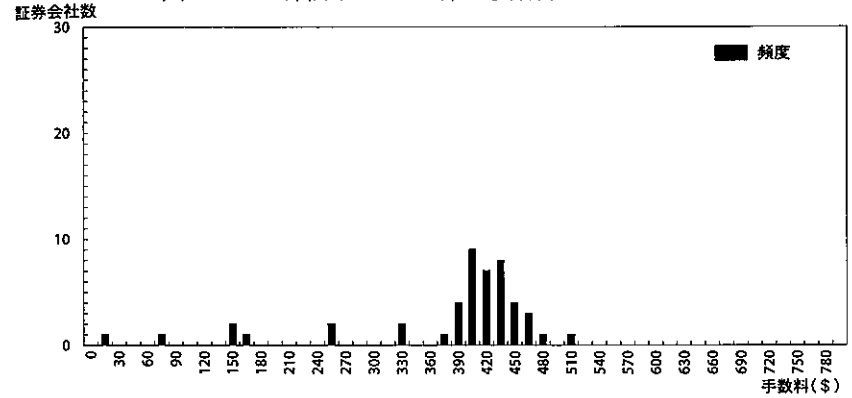


図4-1 株価\$50・500株の手数料ヒストグラム



三(一〇〇株取引)、図四一(五〇〇株取引)、図二一(一〇〇〇株取引)をくらべると、手数料の最頻値は\$一〇〇、\$三九一、\$六二〇、一株当りの手数料はそれぞれ\$一、\$〇・七八二、\$〇・六二となり、やはり、平均で見ると一株当り手数料は相対的に減少しているが、減少幅は株価が\$一〇のときより小さい。

株価が\$一〇のとき、売買する株数を一〇〇株から一〇〇〇株に増やすと、(①)から(手数料は\$五〇から\$一九三へと約六倍に増加する。

図表でみる手数料体系

株価が\$五〇のとき、売買する株数を一〇〇株から一〇〇〇株に増やすと、(②)から(手数料は\$一〇〇から\$六二〇へと六・二倍に増加する。

以上から、株数が増えると相対的に手数料が下がるという結果は得られた。しかし、株数が増えるにつれて標準偏差が大きくなっていることを考えると、この結果が各証券会社で成立つかどうかはわからない。そこで、何社かの証券会社の手数料表を個別にみたのが次の立体図である。

五、証券会社によって手数料に大きなばらつきがあるのか——手数料表の3D立体図

各グループから代表的な、あるいは特徴のある証券会社を抜き出し、手数料表を立体図で示した。

①グループ一(営業員が五人未満)

証券会社一、証券会社三七、証券会社三八の手数料表は、それぞれ図五一一、図五一二、図五一三である。

証券会社一の手数料表は、\$四〇から\$九四〇までの範囲である。図五一一を項目(横軸)で見ると、株価\$一〇を一〇〇株売買する際の手数料が\$四〇なのに対して、株価\$五〇の同数では\$一〇〇、系列(奥行き)で見ると、一〇〇株から二〇〇〇株に増やすと\$四〇から\$四五一へと一〇倍以上増えている。

証券会社三七の手数料表は、\$二九から\$一七五までの範囲である。図五一二を項目で見ると、株価\$一〇を一〇〇株売買する際の手数料が\$二九であり、株価\$五〇の同数では\$三三、系列で見ると、一〇〇株から二〇〇〇株に増やすと\$二九から\$九五に増加している。証券会社三七は、

他社とくらべても、株価や株数の増加による手数料の増加幅が小さい。

証券会社三八の手数料表は、\$五〇から\$一〇一六までの範囲である。図五―三を項目で見ると、株価\$一〇を一〇〇株売買する際の手数料が\$五〇、株価\$五〇の同数では\$一一二、系列で見ると、一〇〇株から二〇〇〇株に増やすと\$五〇から\$五〇七へと約一〇倍増えている。証券会社三八の手数料表は証券会社一の手数料表と酷似している。

②グループ二(営業員が五〇―二〇〇人まで) :
証券会社二六、証券会社四八の手数料表は、それぞれ図五―四、図五―五である。

証券会社二六の手数料表は、\$五〇から\$一三五までの範囲である。図五―四を項目で見ると、株価\$一〇を二〇〇株売買する際の手数料が\$五〇、株価\$五〇の同数では\$一一〇、系列で

③グループ三(営業員が二〇〇―一〇〇〇人まで) :
証券会社二八、証券会社四四の手数料表は、図五―六、図五―七である。

証券会社二八の手数料表は、\$五〇から\$八九五までの範囲である。図五―六を項目で見ると、株価\$一〇を二〇〇株売買する際の手数料が\$五〇、株価\$五〇の同数では\$九七、系列で見ると、一〇〇株から二〇〇〇株に増やすと\$五〇から\$四〇六へと増えている。

証券会社四四の手数料表は、株価・株数によらず、すべての手数料が\$八となっている。この手数料は、インターネットを利用した場合の手数料であることに注意しなければならない。人手のかかる注文には別の手数料体系を持っている。たとえば、電話を利用する場合の手数料は一律\$一二、ブローカーの対応する場合の手数料は\$一八

みると、一〇〇株から二〇〇〇株に増やすと\$五〇から\$四九〇へと一〇倍弱増えている。この証券会社一六の手数料表の特徴は、二〇〇〇株売買するときの手数料が非常に高いことである。\$一〇、\$二〇、\$三〇、\$四〇、\$五〇をそれぞれ二〇〇〇株売買するときの手数料は、\$一一〇、\$二〇七、\$三六〇、\$四二五、\$五七五、\$七五五、\$一三五五となっていて、四七社の中で最も高い。

証券会社四八の手数料表は、\$四〇から\$一七四までの範囲である。図五―五を項目で見ると、株価\$一〇を二〇〇株売買する際の手数料が\$四〇、株価\$五〇の同数では\$四五、系列で見ると、一〇〇株から二〇〇〇株に増やすと\$五〇から\$三六〇に増えている。

になっている。

④グループ四(営業員が一〇〇〇人以上) :
証券会社四九、証券会社六〇の手数料表は、図五―八、図五―九である。

証券会社四九の手数料表は、\$七二から\$四二〇までの範囲である。図五―八を項目で見ると、株価\$一〇を二〇〇株売買する際の手数料が\$七二、株価\$五〇の同数では\$七九、系列で見ると、一〇〇株から二〇〇〇株に増やすと\$七二から\$二二六へと増えている。

証券会社六〇の手数料表は、\$五五から\$一〇七八までの範囲である。図五―九を項目で見ると、株価\$一〇を二〇〇株売買する際の手数料が\$五五、株価\$五〇の同数では\$一一〇、系列(興行き)で見ると、一〇〇株から二〇〇〇株に増やすと\$五五から\$五二二に増えている。

以上の四グループから選んだ証券会社の手数料

図表でみる手数料体系

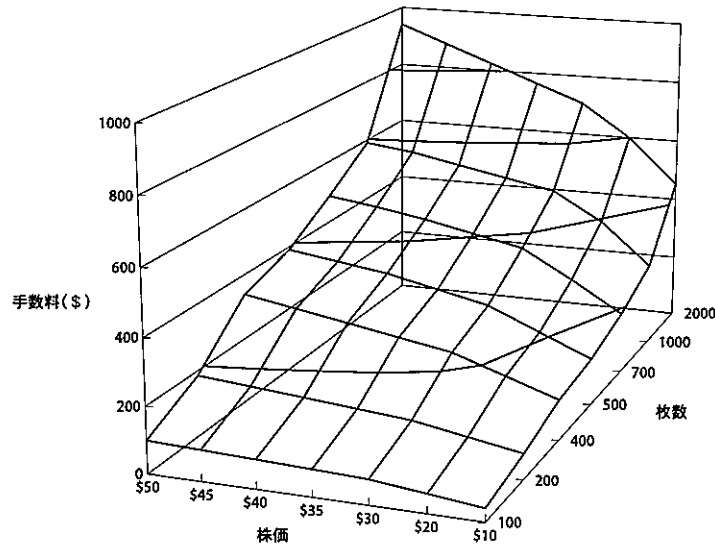
表から、以下のことが分かる。第一に、会社規模と手数料には相関がない。最も手数料が安いのは、グループ三に属する証券会社四四であり、最も手数料が高いのは、グループ二に属する証券会社一六である。第二に、一般に、株数が増えたり株価が高くなると、手数料もそれに応じて高くなる傾向がある。しかし、株数や株価の変動に対する手数料の変動の割合は、証券会社によりまちまちである。株価より取引株数の増加に連動する手数料体系、株価の上昇に伴い手数料が上がる手数料体系など、証券会社によって手数料表に特徴があることがわかった。さらに、証券会社四四や証券会社四八のように、株価や株数に全く（あるいは、ほとんど）影響を受けないような手数料体系をもつ証券会社も存在する。

であったようにも思われる。
次号では、前記報告書のうち、オプション取引委託手数料について、同様の分析をおこなうこととする。

(はらだ きみえ・当研究所研究員)

図表でみる手数料体系

図5-1 グループ1・証券会社1の手数料



六、株式委託手数料編小括

SIA (全米証券業者協会) のリテール取引の手数料賦課に関するデータを掲載した報告書に基づいて、米国の一九九八年(暦年)の手数料データについて、図解して特徴を調べたところ、次のことがわかった。

(一) 株価・株数が増えるに依りて証券会社間の手数料格差は大きくなった。(二) 証券会社の規模と手数料の間に相関はなかった。さらに、(三) 手数料の増加が、株数と連動する体系、株価と連動する体系、あるいは、株価にも株数にも大きな影響をうけない体系、徹底したコスト削減からか一律の体系をもつ証券会社など、手数料体系に対する幾つかの戦略がみられた。しかし、三、四、の分布図から、過半数の証券会社の手数料は意外と横並び

図表でみる手数料体系

図 5 - 4 グループ 2 ・証券会社16の手数料

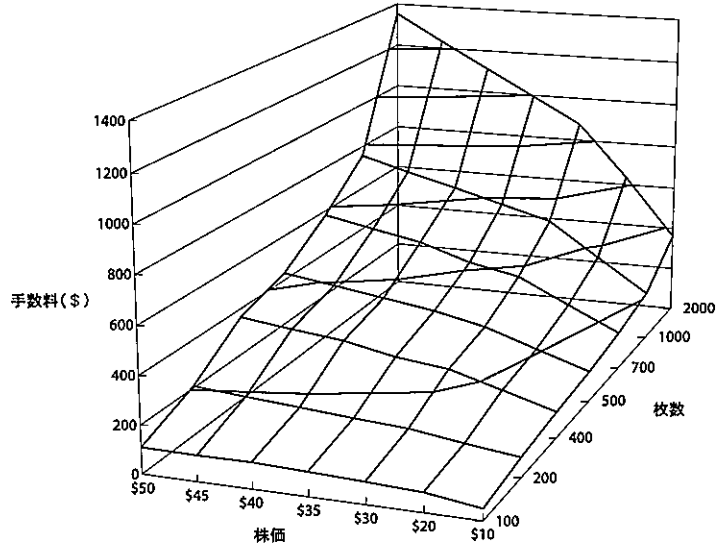


図 5 - 5 グループ 2 ・証券会社48の手数料

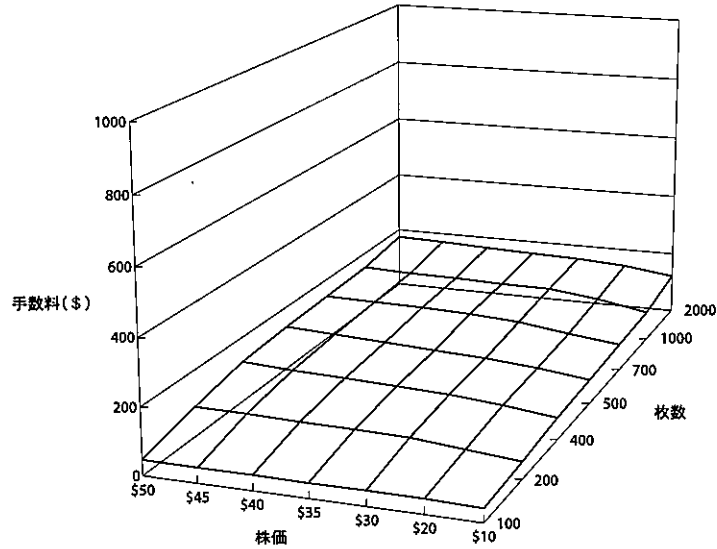


図 5 - 2 グループ 1 ・証券会社37の手数料

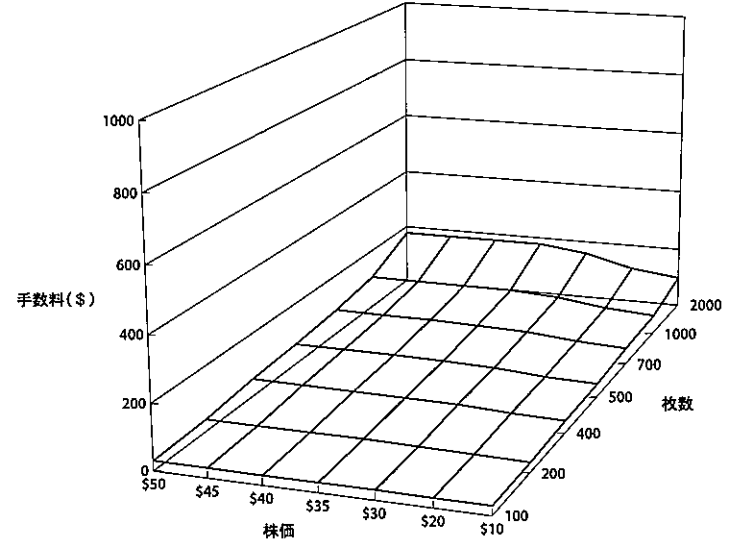
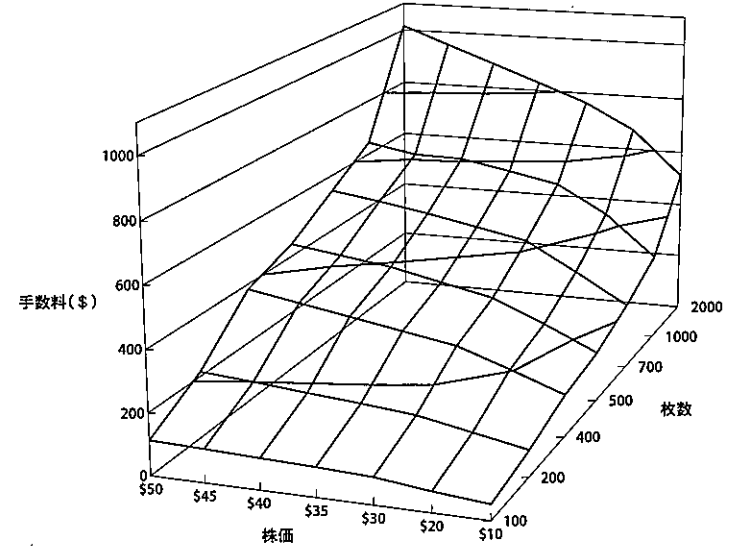


図 5 - 3 グループ 1 ・証券会社38の手数料



図表でみる手数料体系

図5-8 グループ4・証券会社49の手数料

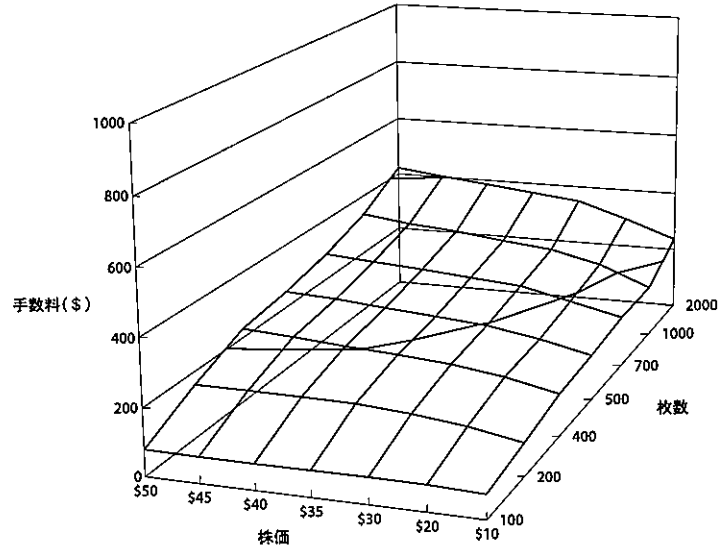


図5-9 グループ4・証券会社60の手数料

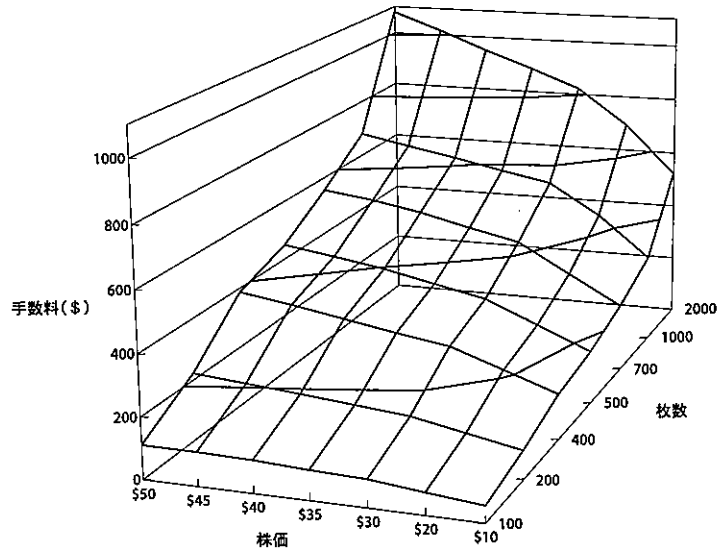


図5-6 グループ3・証券会社28の手数料

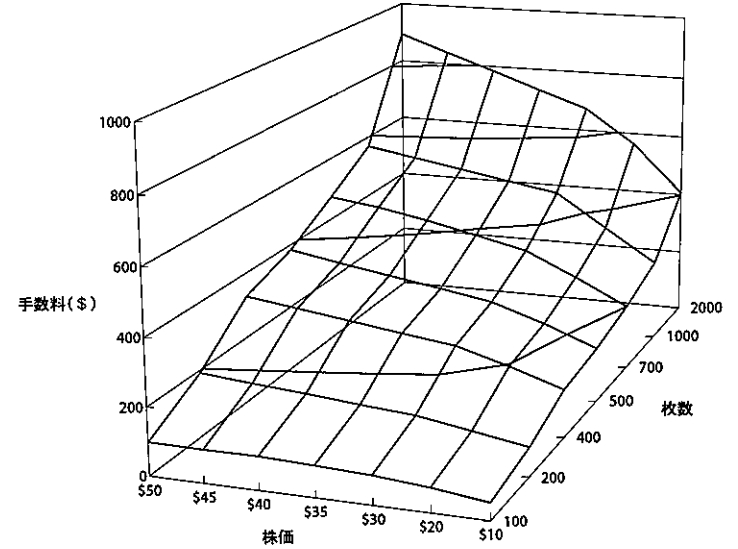


図5-7 グループ3・証券会社44の手数料

