

## 図表でみる手数料体系

— 米国における証券会社のオプション取引委託手数料表について —

原 田 喜美枝

一〇月一日より株式委託手数料の完全自由化とともに、オプション取引委託手数料も自由化された。思い起こしてみれば、オプション取引委託手数料の自由化が新聞・雑誌で議論されたことはほとんどなかったと思われる。なぜだろうか。

幾つかの理由が考えられる。まず、オプション市場に参加している個人投資家が少なく、市場規模も大きいとは言えない。次に、実際に株式投資をしていない人でも「株式委託手数料の自由化」であればなんとなく意味がわかって、「オプション委託手数料の自由化」では、オプション自

体が何かわからなければ理解できず、オプションがわからない人が多いと記事になりにくい。さらに、オプションは先物などと同様わが国の個人投資家にとってイメージが良くない、ということも影響しているかもしれない。あるいは、証券会社側からすれば、株式委託手数料は証券会社の収益の大きな部分を占めていたのに対し、オプション委託手数料では投下資本を上回るほどの収入を得られず、積極的に取り組んでこなかった、ためかもしれない。

東京証券取引所の規則では、取引所上場オプ

ションについて、取引所の定める委託手数料率を上回ってはならないという上限制になっている。したがって、規則上は割引可能であったが、オプションのみ手数料の引き下げをおこなう証券会社はなかった。しかし、株式委託手数料の自由化が目前に迫ってきたこと、二年は、オプション委託手数料の引き下げをおこなってきている証券会社も一部みられる。

わが国では、オプション取引委託手数料の自由化はまだ戦々恐々となる問題ではないようである。今後、現物株式市場が活性化され、個人投資家がヘッジ目的などで個別株オプション取引を積極的に行うようになれば、米国のように手数料体系が出来上がってくるかもしれない。今後の個人投資家向けの市場の展開を占う意味でも、米国のオプション取引委託手数料体系を明らかにしたい。

本号は、S I A (全米証券業者協会) のリテ-

ル取引の手数料賦課に関する調査報告書(“Study of Prices Charged Retail Clients in 1998”。

なお、報告書全体に関する紹介・および分析は、『正協レポート1999.8. Vol.3 No.3号』に譲る)の中から、(個別株)オプション取引委託手数料体系を明らかにする。

以下では、まずイントロダクションとして、米国とわが国の個別株オプション市場について概観する。続いて、株式委託手数料のとき(前号)と同様に、証券会社によって手数料に大きなばらつきがあるのか、手数料体系は証券会社の規模によって違っているのか、取引するオプション枚数が増えると相対的に手数料は下がるのか、オプション価格(以下、プレミアムと呼ぶ)が上がるにつれて手数料も上がるのか、あるいはプレミアム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、整理した。

図表でみる手数料体系

## 一、イントロダクション——米国の現状

### ①市場の現状

米国では、世界に先駆けて、一九七三年シカゴ・オプション取引所(Chicago Board Options Exchange, CBOE)が創設されたときから個別株オプション取引が始まり、現在では五つの取引所で個別株オプション取引が行われている。市場シェアで見ると、CBOE、アメリカン証券取引所(American Stock Exchange, AMEX)の二大取引所のシェアが大半を占め、パシフィック証券取引所(Pacific Stock Exchange, PSE)、フィラデルフィア証券取引所(Philadelphia Stock Exchange, PSE)、ニューヨーク証券取

引所(New York Stock Exchange)と続いている。

個別株オプション取引は、一九九一年以降急速に拡大しており、個別株オプション取引の売買は、現物株式市場で上位銘柄にランキングされるような人気銘柄に集中している。一九九六年九月現在、上記五取引所で二〇〇二銘柄が上場されている(重複銘柄は複数にカウントされている)。一九九六年の個別株オプション取引の総出来高は一億九九〇六万七二六七枚<sup>1)</sup>だった。

さらに、個別株オプションを対象とした電子証券取引所が米証券取引委員会(SEC)から認可を得たうえで、二〇〇〇年一月から取引を始めることも予定されている。立会場を通さない電子取引は売買のコストや時間が大きく削減できることから、既存の取引所の存続を脅かすものとして注目されている。

わが国では、個別株オプション取引は一九九七年七月から、東京証券取引所と大阪証券取引所で始まったばかりであるが、株式市場低迷などの影響を受けて、取引は低く推移している。とりわけ、取引開始当初は一七%強を占めていた個人投資家の参加比率は、一九九八年末には一%未満にまで下がってしまった(東京証券取引所での取引<sup>(2)</sup>)。

一九九九年六月八日には、大阪証券取引所で個別株オプション取引の売買高が一万三九三七枚と過去最高となった(『日本経済新聞』一九九九年六月九日)。しかし、比較的取引の多かった一九九七年七月から一年間の取引高は一〇万九八一〇枚であった(東京証券取引所での取引)。取引開始当初の銘柄数は、大阪証券取引所、東京証券取引所ともに二〇銘柄であった(重複上場が七銘柄)。現在は、東京証券取引所、大阪証券取引所

ともに一〇〇銘柄となっている。

②取引の仕組み(米国の個別株オプション)

個別株オプションの取引単位は、原株の取引単位と同様に一〇〇株を一枚としている。限月は四限月制で、直近二ヶ月とそれ以外の一、四、七、一〇月のJサイクル、二、五、八、十一月のFサイクル、三、六、九、一二月のMサイクルのいずれかのサイクルをもつ。例えば、IBMでは、一月には、直近二ヶ月である一月、二月に、Jサイクルの四月、七月を加えた四限月になる。権利行使価格の設定は直近の価格から二、三本が設定される。

原株の基準は、取引所の上場株式あるいはNASDAQ登録銘柄であり、一般株主の保有株数(七〇〇万株)、株主数(最低二〇〇〇人)、出来高(過去二ヶ月で最低二四〇万株)、株価(直近三ヶ月で最低\$七・五)などを満たしていな

ればならない。

③取引の仕組み(わが国の個別株オプション)

取引単位は、原株の取引単位と同様に設定できる。例えば、ソニーの株式の取引最小単位は一〇〇株であるから、一〇〇株を一枚とする。限月は四限月制で、直近二ヶ月とそれ以外の三、六、九、一二月から二ヶ月をとる。権利行使価格の刻み幅は、株価水準によって異なり、例えばソニーの株価が一八〇〇円であれば、株価水準が一万円以上五万円未満の場合の刻み幅一〇〇〇円が適用される。この刻み幅に基づいて、五種類の権利行使価格が設定される。

原株の基準は、取引所上場株式で、売買高(直近一年間の月間平均が三〇〇万株)、上場株式数(直近決算期末で一億三〇〇〇万株以上)、株主数(五〇〇〇人以上)などの基準を満たしたものの中から選ばれる。

二、プレミアムが上がるにつれて

手数料も上がるのか—オプション

—取引委託手数料のヒストグラム<sup>1</sup>

前号でおこなった株式委託手数料の分析と同じ手法、同じ証券会社の手数料表を利用する。同じ証券会社であれば、手数料体系は商品が現物株かオプションであるかに関わらず類似した分布かどうか、についてもくらべることができる。図表は、対応させるために、同じ番号を使う。ただし、比較する対象をはっきりさせるために前号と同じ図表番号を使い、図一のように“\*”をつけてオプション取引委託手数料の図表であることを表す。

株式委託手数料表をSIAに報告した証券会社は四七社であったが、このうちオプション取引委

図表でみる手数料体系

図1\*-1 プレミアム\$1・1枚の手数料ヒストグラム

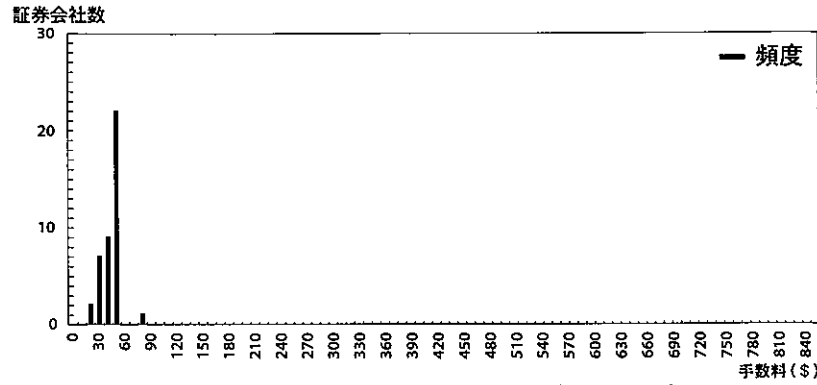


図1\*-2 プレミアム\$4・1枚の手数料ヒストグラム

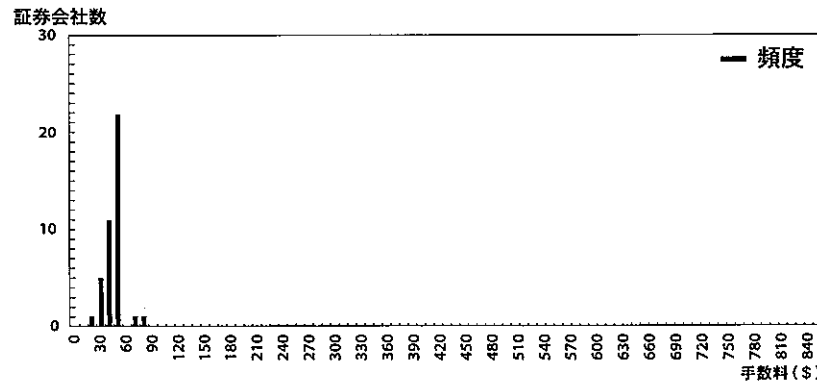
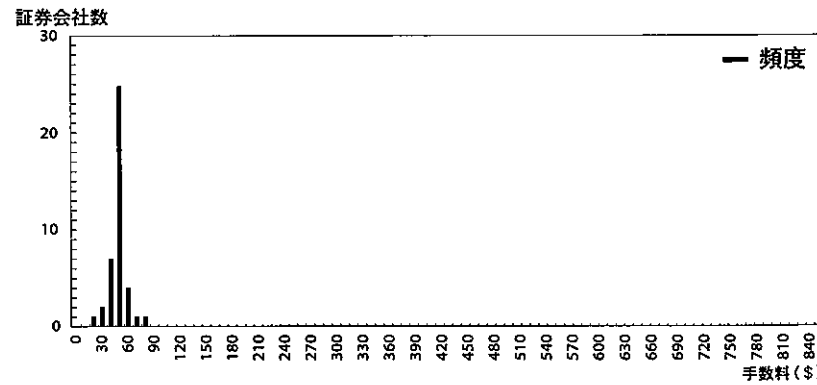


図1\*-3 プレミアム\$10・1枚の手数料ヒストグラム



①枚数一枚  
 図一〇一、図一〇二、図一〇三は、プレミアム  
 がそれぞれ\$一、\$四、\$一〇のオプションを一  
 枚を取引する場合の四一社の手数料のヒストグラ  
 ムである。

託手数料表を報告した証券会社は四一社となっ  
 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）が九、グループ二（営業員数が  
 五〇―二〇〇人）が一、グループ三（営業員数が  
 二〇〇―一〇〇〇人）が二〇、グループ四（営  
 業員数が一〇〇〇人超）が一となっていて、こと  
 から、営業員の少ない証券会社の中にはオプショ  
 ン取引を行っていないところがある、もしくは、  
 何らかの理由で手数料表を報告していないところ  
 があるとわかる。グループ一では三、グループ二  
 では二、グループ三では一証券会社がそれぞれオ  
 プション取引の情報を載せていない。

図一〇一は、最小手数料\$一六、最大手数料  
 \$七五、中央値\$四五、標準偏差二一・四五、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。  
 図一〇二は、最小手数料\$二〇、最大手数料\$七  
 五、中央値\$四五、標準偏差一〇・五五、一番多  
 い手数料が\$五〇の分布となっている。図一〇三  
 は、最小手数料\$二〇、最大手数料\$七五、中央  
 値\$四七、標準偏差九・五六、一番多い手数料が  
 \$五〇の分布となっている。図一〇一、図一〇  
 二、図一〇三はどれも酷似した形になっている。  
 以上の三つの図から、オプションを一枚取引す  
 る手数料は、プレミアムの水準にほとんど影響を  
 受けていないことがわかる。手数料も標準偏差も  
 ほとんど変化がみられなかった。

図表でみる手数料体系

図2\*-1 プレミアム\$1・40枚の手数料ヒストグラム

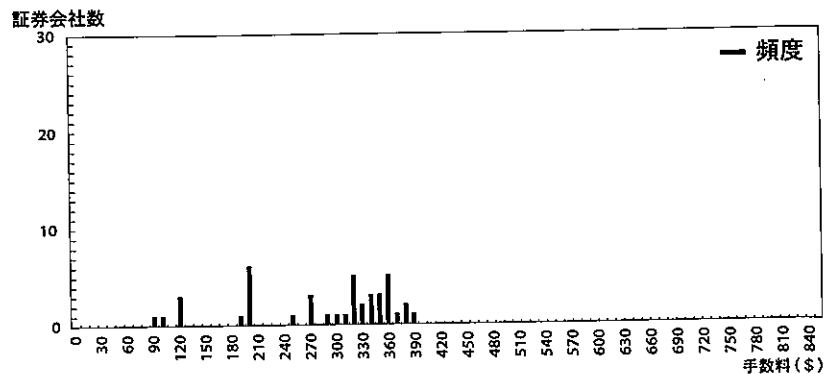


図2\*-2 プレミアム\$4・40枚の手数料ヒストグラム

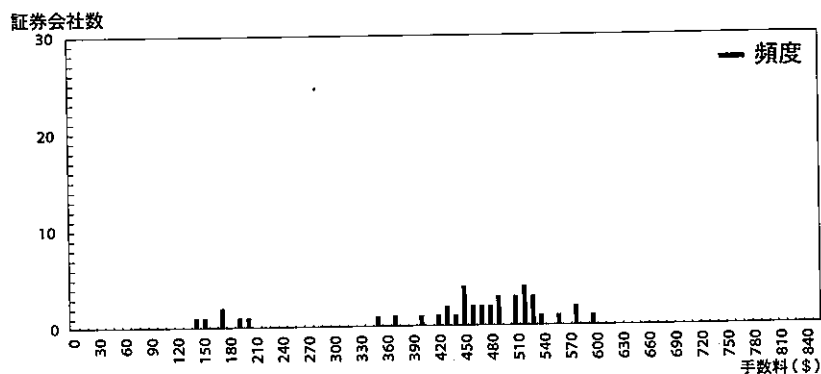
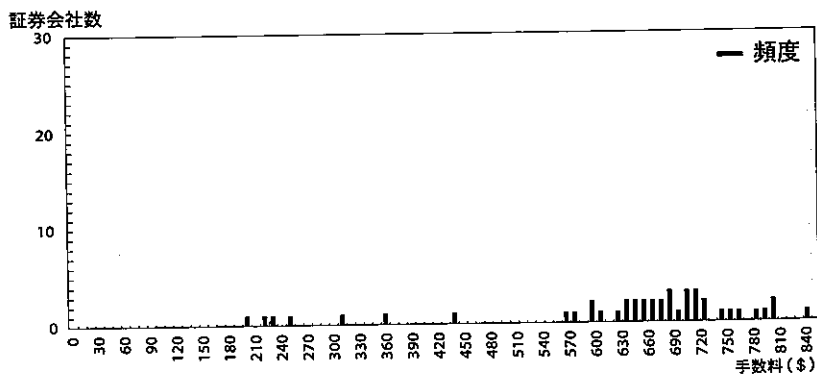


図2\*-3 プレミアム\$10・40枚の手数料ヒストグラム



②枚数40枚

次に、図2-1、図2-2、図2-3は、プレミアムがそれぞれ\$1、\$4、\$10のオプションを四〇枚を売買する場合の四一社の手数料のヒストグラムである。

図2-1は、最小手数料\$八五、最大手数料\$三八四、中央値\$三二三、標準偏差八六・一八、一番多い手数料が\$二〇〇である。手数料は広い範囲にちらばっている。図2-2は、最小手数料\$一三七、最大手数料\$五九八、中央値\$四六五、標準偏差一二四・五一、一番多い手数料が\$四三〇であり、図2-1とくらべると、分布はさらに右に広がっている。図2-3は、最小手数料\$二〇〇、最大手数料\$八三三、中央値\$六七〇、標準偏差二六七・六八、一番多い手数料が\$六四〇であり、証券会社により手数料にばらつきがあることがわかる。

この三つの図2から、取引枚数が四〇枚のときは、プレミアムが上がるにつれて手数料と標準偏差が増加していることがわかる。取引枚数が一枚のときはプレミアムによる差がなかったことと比べると大きな違いである。手数料の最頻値は\$二〇〇から\$六四〇へと約三倍に増加した。

以上から、次の二つのことが明らかになる。第一に、オプション取引枚数が少ない場合は、プレミアムの水準に関らず、一律の手数料を徴収する証券会社が多いのに対して、枚数が増加すると、プレミアムに応じて手数料が増加に転じる。手数料のちらばりが右に移動していることから、この特徴はかなりの証券会社に当てはまる。この現象は、個別株オプションを何十枚も購入する個人投資家をあまり想定していないためか、小額の現物株取引に対するヘッジ目的の投資家と、リスクをかえりみないでレバレッジを効かせる危険愛好的

図表でみる手数料体系

図3\*-1 プレミアム\$1・10枚の手数料ヒストグラム

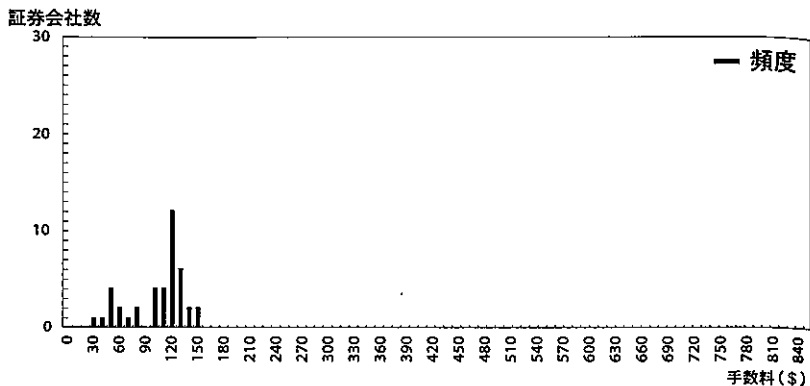
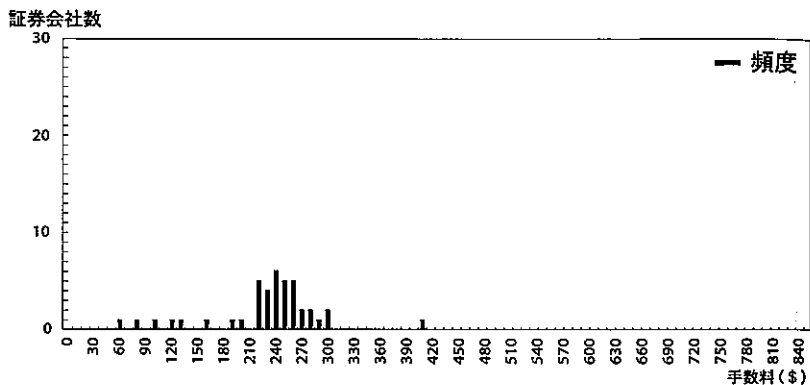


図4\*-1 プレミアム\$10・10枚の手数料ヒストグラム



○、\$二六〇、\$六二〇、一株当りの手数料はそれぞれ\$一、\$〇・二六、\$〇・一五五となり、やはり、平均でみると一株当り手数料は相対的に減少しているが、減少幅はプレミアムが\$一のとときより小さい。

以上から、取引するオプションの枚数が増えるという結果が得られた。このことは、株式委託手数料の場合でも観察されている。

な投資家を区別するためか、あるいは、証券会社の自己売買による負担が増える可能性があるためか、その他の理由があるかもしれない。

三、枚数が増えると相対的に手数料は下がるのか——オプション取引委託手数料のヒストグラム2

①\$一のパレミアム

図三\*-1は、プレミアムが\$一のオプションを10枚取引するときの四二社の手数料のヒストグラムである。プレミアムが\$一のオプションを一枚、四〇枚取引するときの手数料は図二\*-1、図二\*-2で既出している。

図三\*-1は最小手数料\$三〇、最大手数料\$一四七、中央値\$一二三、標準偏差四・八四、一番多い手数料\$五〇である。図二\*-1(一枚取引)

引)、図三\*-1(二〇枚取引)、図二\*-1(四〇枚取引)をくらべると、手数料の最頻値は\$一六、\$三〇、\$八五、一株当りの手数料はそれぞれ\$〇・一六、\$〇・〇三、\$〇・〇二となり、平均で見ると一枚当り手数料は相対的に減少している。

②\$一〇のパレミアム

次に、図四\*-1は、プレミアムが\$一〇のオプションを10枚売買するときの手数料のヒストグラムである。プレミアムが\$一〇のオプションを一枚、四〇枚取引するときの手数料は図二\*-3、図二\*-3で既出している。

図四\*-1は最小手数料\$六〇、最大手数料\$四〇五、中央値\$二三三、標準偏差六二・四九、一番多い手数料\$二六〇である。図二\*-3(一枚取引)、図四\*-1(二〇枚取引)、図二\*-3(四〇枚取引)とくらべると、手数料の最頻値は\$一〇

#### 四、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

①グループ一(営業員が五〇人未満)：

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<sup>\*</sup>一、図五<sup>\*</sup>二、図五<sup>\*</sup>三である。

証券会社一の手数料表は、\$五〇から\$八二三までの範囲である。図五<sup>\*</sup>一を項目(横軸)で見ると、プレミアムが\$一のオプションを一枚取引する際の手数料も、プレミアムが\$一〇のオプションを同数取引する際の手数料も\$五〇である。系列(奥行き)で見ると、プレミアムが\$一のオプション取引を一枚から五〇枚に増やすと手数料は\$五〇から\$四二八へと八・五六倍に増える。

ているのに対して、プレミアムが\$一〇の場合には、手数料は\$五〇から\$八二三へと一六・四六に増えている。

証券会社三七の手数料表は、\$二〇から\$三〇〇までの範囲である。図五<sup>\*</sup>二を項目で見ると、プレミアムが\$一のオプションを一枚取引する際の手数料も、プレミアムが\$一〇のオプションを同数取引する際の手数料も\$二〇である。系列で見ると、プレミアムが\$一のオプション取引を一枚から五〇枚に増やすと手数料は\$二〇から\$一〇〇へと五倍になっているのに対して、プレミアムが\$一〇の場合には、手数料は\$二〇から\$三〇〇へと一五倍に増えている。

証券会社三八の手数料表は、\$五〇から\$九二六までの範囲である。図五<sup>\*</sup>三を項目で見ると、ここでも、プレミアムが\$一のオプションを一枚取引する際の手数料も、プレミアムが\$一〇のオ

図表でみる手数料体系

プションを同数取引する際の手数料も\$五〇である。系列で見ると、プレミアムが\$一のオプション取引を一枚から五〇枚に増やすと手数料は\$五〇から\$四二八へと八・五六倍に増えているのに対して、プレミアムが\$一〇の場合は\$五〇から\$九二六へと一八・五二倍にまで増えている。

②グループ二(営業員が五〇—二〇〇人まで)：

証券会社四八の手数料表は図五<sup>\*</sup>一五である。

証券会社一六は、オプション取引委託手数料表を報告していない。この証券会社は、株式委託手数料の範囲が\$五〇から\$二三五までの範囲に広がり、四七社の中で最も株式委託手数料が高かったことから、様々なサービスを提供していると思われるが、オプション取引サービスはおこなっていない可能性もある。

証券会社四八の手数料表は、\$二五から\$二七五までの幅がある。図五<sup>\*</sup>一五を項目で見ると、プ

レミアムが\$一のオプションを一枚取引する際の手数料も、プレミアムが\$一〇のオプションを同数取引する際の手数料も\$二五である。系列で見ると、プレミアムが\$一のオプション取引を一枚から五〇枚に増やすと手数料は\$二五から\$二二五へと五倍になっているのに対して、プレミアムが\$一〇の場合は、手数料は\$二五から\$二七五へと一四倍に増加している。

③グループ三(営業員が二〇〇—一〇〇〇人まで)：

証券会社二八の手数料表は図五<sup>\*</sup>一六である。

証券会社二八の手数料表は、\$五〇から\$四三五までの範囲である。図五<sup>\*</sup>一六を項目で見ると、プレミアムが\$一のオプションを一枚取引する際の手数料も、プレミアムが\$一〇のオプションを同数取引する際の手数料も\$五〇である。系列で見ると、プレミアムが\$一のオプション取引を一

図表でみる手数料体系

図5\*-1 グループ1・証券会社1のオプション委託手数料

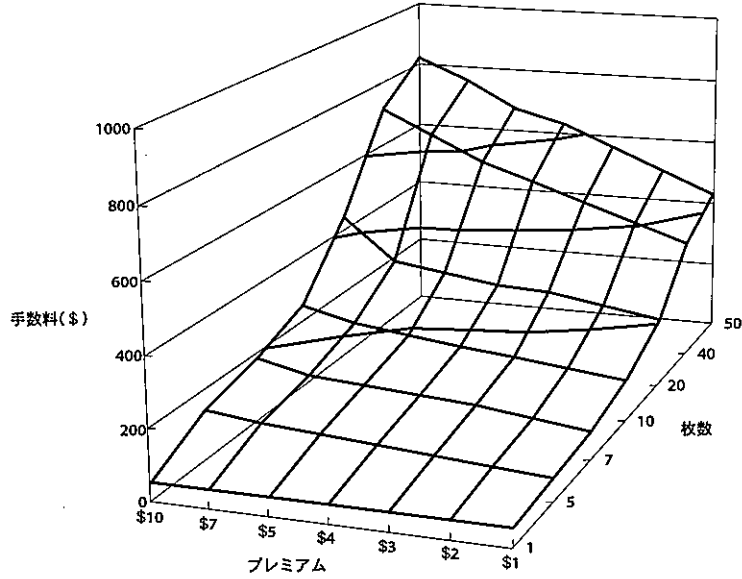
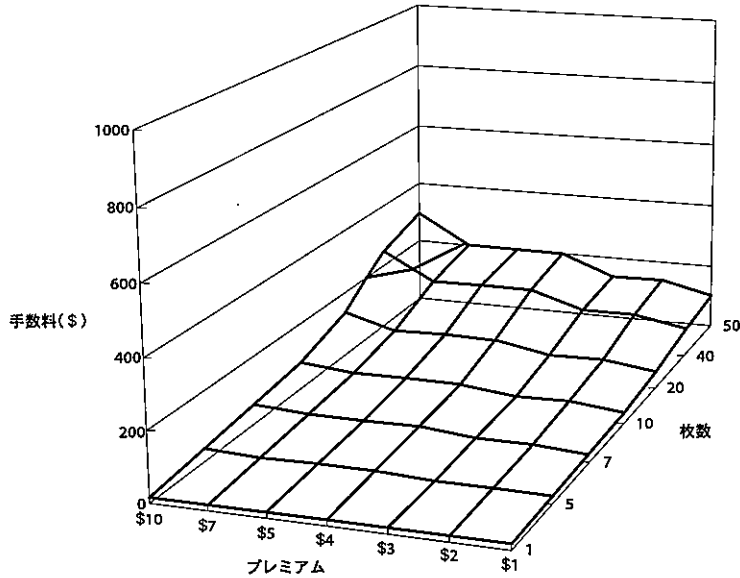


図5\*-2 グループ1・証券会社37のオプション委託手数料



枚から五〇枚に増やすと手数料は\$五〇から\$一五〇へと三倍増加するのに対して、プレミアムが\$一〇の場合は\$五〇から\$四三五へと八・七倍増加している。

証券会社四四は、オプション取引委託手数料を報告していないため、図五-一六は存在しない。この証券会社は、株式委託手数料の範囲が株価・株数によらず、すべて\$八であり、四七社の中で最も株式委託手数料が低かったところである。

④グループ四（営業員が一〇〇人以上）：  
証券会社四九、証券会社六〇の手数料表は、それぞれ図五-一八、図五-一九である。

証券会社四九の手数料表は、\$四二から\$二四八までの範囲である。図五-一八を項目で見ると、プレミアムが\$一のオプションを一枚取引する際の手数料は\$四二、プレミアムが\$一〇のオプションを同数取引する際の手数料は\$四四へと微

増している。系列で見ると、プレミアムが\$一のオプション取引を一枚から五〇枚に増やすと手数料は\$四二から\$一四〇へと三・三倍以上増加し、プレミアムが\$一〇の場合は\$四四から\$二四八へと五・六三倍増加している。

証券会社六六は、\$三五から\$八三四までの範囲である。図五-一九を項目で見ると、プレミアム\$一のオプションを一枚取引する際の手数料は\$三五、プレミアムが\$一〇のオプションを同数取引する際の手数料は\$三八へと微増している。

系列で見ると、プレミアムが\$一のオプション取引を一枚から五〇枚に増やすと\$三五から\$三九八へと一一・三七倍も増加しているが、プレミアムが\$一〇の場合は\$三八から\$八三四へと二一・九五倍にまで増加している。



図表でみる手数料体系

図5\* - 6 グループ3・証券会社28のオプション委託手数料

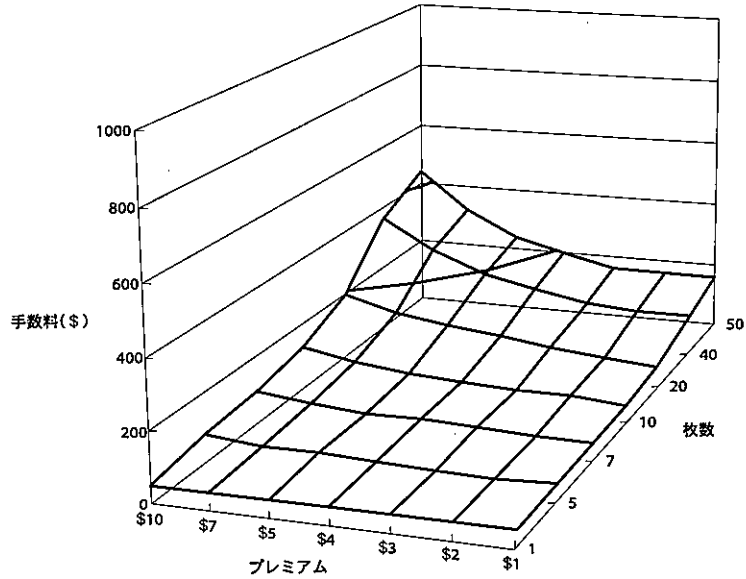


図5\* - 8 グループ4・証券会社49のオプション委託手数料

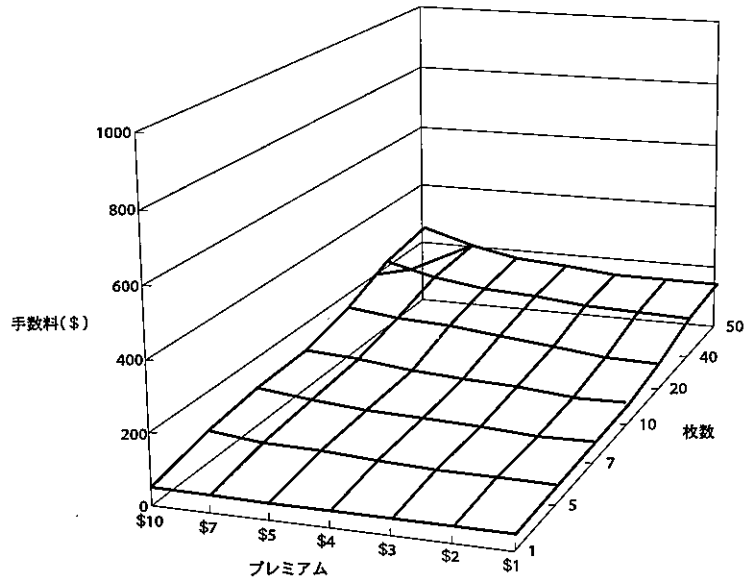


図5\* - 3 グループ1・証券会社38のオプション委託手数料

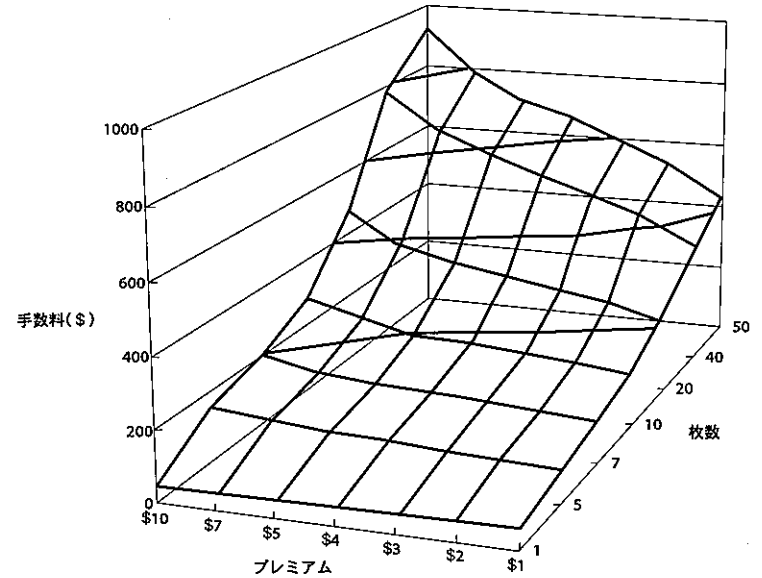


図5\* - 5 グループ2・証券会社48のオプション委託手数料

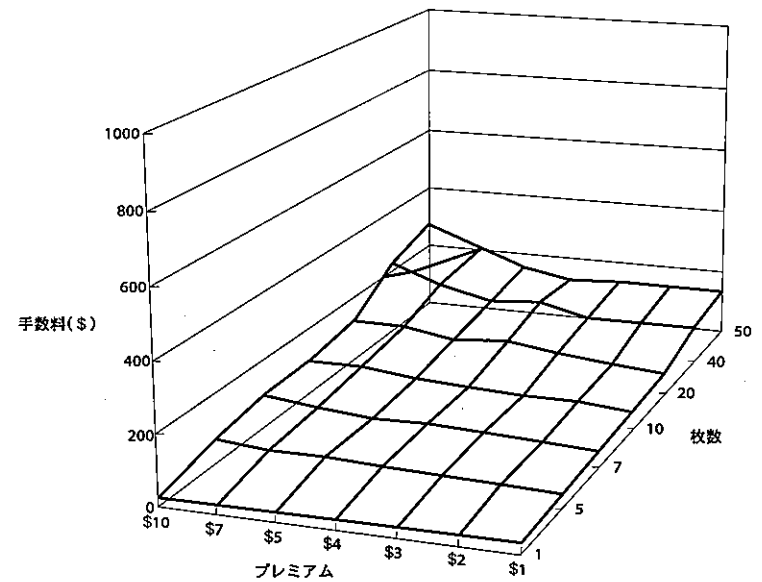
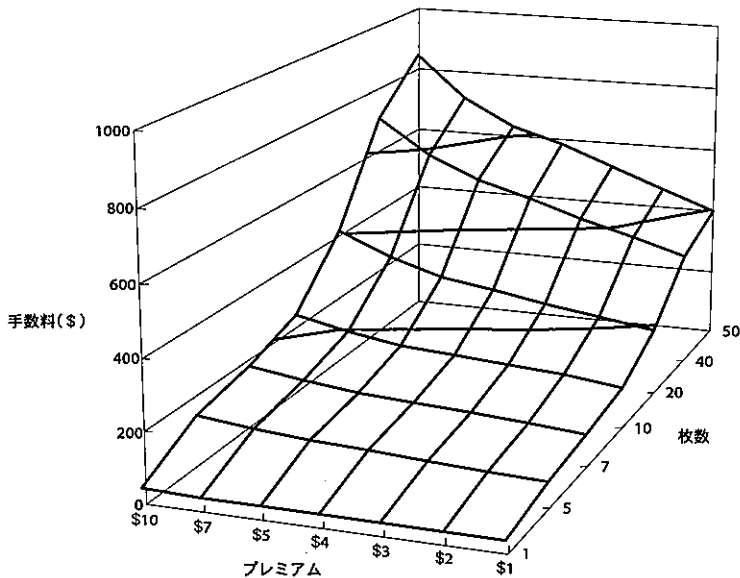


図5\* - 9 グループ4・証券会社60のオプション委託手数料



## 五、おまじり

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、前号で株式委託手数料、本号でオプション取引委託手数料について、それぞれ図に表して特徴を調べた。

オプション取引委託手数料体系の特徴は、(一)オプション取引枚数が少ない場合、プレミアムの違いによる手数料格差はほとんどみられなかった。オプションを一枚取引するときの手数料は、プレミアムが\$一でも\$一〇でもほとんど変化しない証券会社が圧倒的に多かった。これは、オプションプレミアムが需給関係で価格が決定されることと関係しているためであろう。しかし、(二)取引枚

ある。

数が増えるに依り、手数料は大きく増加した。(三)証券会社の規模と手数料の間に相関はなかった。さらに、(四)個別証券会社の手数料表の立体図を示した前号の図五と本号の図五\*をくらべてみると、手数料体系は商品が現物株かオプションであるかに関わらず、分布は類似していることも確認できた。低い株式委託手数料をとる証券会社は、オプション取引委託手数料も同じように低く、逆に高い株式委託手数料をとる証券会社のオプション取引委託手数料は高かった。

株式委託手数料が一番高い証券会社一六と、一番低い証券会社四四がともにオプション取引に関する情報をSIAに報告していないことは印象的であった。しかし、最も興味深いのは、証券会社四四が、二〇〇〇年に個別株オプションの電子証券取引所を発足させようとしている複数の証券会社を中心となっている会社である、ということである。

二〇〇〇年以降、個別株オプションの電子証券取引所が取引を開始すれば、証券会社四四は立場を通さない電子取引により、売買のコストや時間を削減でき、オプション取引をさらに低コストでおこなうことができよう。この証券会社が株式委託手数料で一律\$八を課しているように、低いオプション取引委託手数料を設定すれば、他の証券会社の手数料体系も影響を受けざるを得ないのではないだろうか。近い将来、米国のオプション取引委託手数料体系が大きく変化する可能性が残されている。

(1) 詳しくは、池田大輔「欧米の個別株式オプション売買制度について——アメリカの市場間競争を中心に——」、証券経済学会年報「第三三号、一九九八年五月」。

(2) 詳しくは、拙稿「E-options」でできる株券オプション分析——、株券オプション取引の概要、「証券レビュー」第三九巻第一号、一九九九年一月。