

---

## 証券取引審議会報告書「大口取引に係る株式 委託手数料の自由化について」等について

証券取引審議会・平成5.3.30

証券取引審議会は、3月30日開催の第198回総会において、①大口取引の水準、②実施時期、③手数料の実態のディスクロージャー、④大口手数料自由化後の展望などを柱とする作業部会報告書「大口取引に係る株式委託手数料の自由化について」を了承し、大蔵大臣に答申した。

同審議会では、昨年1月に取りまとめた報告書「証券市場における適正な競争の促進について」を受け、同審議会の下に作業部会を設置し、大口取引の水準、実施時期等大口手数料の自由化に係る実施細目について検討を行ってきたが、今般、同作業部会における10回にわたる審議の結果が取りまとめられた。

同審議会総会において同報告書が了承されたことを受け、本協会の行平会長代行は、「大口取引の水準や自由化の実施時期についての結論はおおむね妥当な内容となっていると思う。証券界としては、今回の報告書の趣旨に沿って、大口取引手数料の自由化実施に向けての諸準備及び固定手数料制の下での十分な顧客サービスを行う体制整備に努める」旨の談話を発表した。

同報告書の全文及び本協会会長代行談話は、それぞれ次のとおりである。

---

### 大口取引に係る株式委託手数料の自由化について

証券取引審議会（以下「審議会」という。）は、一昨年から昨年にかけて株式委託手数料の問題について検討し、昨年1月、「証券市場における適正な競争の促進について」として、報告書を取りまとめた。

同報告書は、株式委託手数料に関し「比較的問題の少ないと思われる大口取引に係る手数料について自由化を図り、それが投資者の行動、証券会社の業務活動等証券市場に与える現実の影響等を十分見極めつつ、その後の自由化への展望をさぐる必要がある」としたうえで、「自由化が様々な影響を証券市場にもたらすことが予想される点を考慮し、大口取引の水準、実施時期等その具体的な実施に係る細目については、専門家をも含めた作業部会を当審議会の下に設け、証券市場の現状、証券取引の実態等を踏まえ、証券市場の安定性にも配慮しつつ、証券市場の健全な発展を

図る見地から十分な検討を行うことが適当である」とした。

同報告書を受けて、大口取引の水準、実施時期等について検討を行うため、昨年4月に審議会の下に当作業部会が設置された。

当作業部会では、米英に調査団を派遣し、海外における手数料自由化の実施状況、自由化の証券市場に与える影響につき幅広く調査を行うとともに、これらの調査結果を参考としつつ、我が国証券市場の実態等を踏まえ、検討を重ねた結果、次のような結論に達したので、ここに報告する。

## 1. 大口取引の水準

自由化の対象とする大口取引の水準（以下「大口取引の水準」という）については、審議会報告の趣旨に沿って、その取引に係る委託手数料の自由化が「比較的問題の少ない大口取引」であると判断される水準である必要がある。なお、その際、同報告は、それが「証券市場に与える現実の影響を十分見極めつつ、その後の自由化への展望をさぐる」としているもので、そのような現実の影響の分析・検証に資する水準であるかどうかということも念頭におく必要がある。

このような基本的考え方に立って、我が国株式市場における取引の実態等を踏まえ、諸外国の状況も参考としつつ、大口取引の水準について検討を行った。

### (1) 個人投資者に与える影響

証券市場の健全な発展を図る観点からはもとより、国民の健全な資産形成を図る観点からも、個人投資者の市場参加を促進していくことは、証券市場にとって極めて重要な課題である。このような点を踏まえ、まず、手数料自由化が個人投資者に与える影響という観点から、大口取引の水準について検討する必要がある。

イ) 我が国株式市場における個人投資者の株式保有割合は、戦後一貫して低下傾向にあり、最近では約20%強まで低下している。このような状況の下で手数料を完全に自由化すれば、個人投資者向けの手数料が上昇する一方で機関投資者向け手数料が低下し、その結果、証券市場からの個人投資者の一層の離散、機関化現象の一層の進展を招く恐れがあるとの意見がある。

米英においても、個人投資者の株式保有割合は趨勢的に低下してきており、機関化現象の一層の進展が見られるが、その要因として、手数料の自由化を挙げる意見がある一方で、投資信託等の個人向け投資手段の多様化・充実、年金資金による株式投資の積極化等、手数料自由化以外の要因を挙げる意見も多い。

また、当作業部会においても、大口手数料の自由化が機関投資者の投資活動を活発化し、機関化現象の進展を促進するとの意見がある一方で、投資者の投資意欲は単に手数料の水準によって左右されるものではなく、むしろ提供される一連のサービスの内容等によっても影響を受け、手数料の自由化によって直ちに個人投資者の離散及び機関化現象の一層の進展が

引き起こされるとは考えられないとする意見もあった。なお、大口手数料自由化の効果は投信等の購入を通じて間接的に個人にも還元され、個人投資者の株式投資の活性化に資する可能性もあるとの意見もあった。

いずれにしても、我が国において大口手数料の自由化を実施するに当たっては、個人投資者の株式保有状況等を踏まえつつ、自由化が個人投資者の投資行動に大きな影響を与えることのないよう大口取引の水準を決定する必要がある。

ロ) なお、大口手数料を自由化すれば、大口取引に係る手数料が大幅に低下し、証券会社が算上の理由でコストの高い個人投資者向けブローカー業務から撤退することとなり、その結果、個人投資者の利便性が著しく損なわれる惧れがあるのではないかと指摘も一部にあるので、大口手数料の自由化に当たっては、このような点にも配慮する必要がある。

## (2) 証券市場に与える影響

委託手数料は、株式取引に係る重要な要素の一つであり、自由化が、投資者の行動、証券会社の業務活動等を通じて、証券市場の流動性、安定的な価格形成等に影響を与える可能性ある。従って、大口取引の水準の検討に当たっては、このような市場に与える影響という面からも十分な検討を行う必要がある。

イ) 大口取引においては、証券会社によるマーケット・メイク活動が流動性確保の上で大きな役割を果たしている。これに関連し、大口手数料自由化により機関化現象の進展、1件当たり売買金額の大口化等がもたらされる一方で、自由化すれば価格変動リスク等を手数料収入で賄えなくなることから、証券会社がマーケット・メイクを行わなくなる惧れがあり、その結果、流動性、安定的な価格形成等の面で問題が生ずる惧れがあるとの指摘がある。このようなマーケット・メイクに関する問題は、流動性が低く、それ故に価格変動リスクの大きい銘柄ほど、その可能性が大きいと考えられる。

この点について、米英では、同様の問題を指摘する意見がある一方で、ニューヨーク証券取引所の統計資料（NYSE “FACT BOOK”）、マーケット・メーカーの数等から見て手数料自由化により流動性の低下、価格変動性の上昇等の問題は生じていないとの意見もある。

当作業部会においては、このような米英の状況を踏まえつつ検討を行ったが、我が国と米国では、機関化現象の状況、自由化前の手数料体系及びその運営などの面で事情が異なることもあり、上記指摘と同様の意見がある一方で、大口手数料の自由化により機関投資者の株式投資の活発化、我が国株式市場の競争性の改善等がもたらされ、市場の流動性等が向上するとの意見も出される等、必ずしも意見が一致していない。

いずれにしても、我が国経済において証券市場が果たしている重要な役割を考えると、大口取引の水準の検討に当たっては、我が国証券市場の実情を踏まえ、流動性、安定的な価格形成等の面で資本市場としての機能が大きく損なわれる惧れのないよう配慮する必要がある。

ロ) このような観点から、我が国株式市場における取引の現状を見ると、過去5～6年間に於いて、株価及び取引高がかなり変動する状況の中で、売買規模別売買金額の構成比は、比較的安定的に推移してきた。すなわち、1億円超の規模の取引が40%前後、3億円超の取引が概ね20%台、5億円超の取引が10%台後半、10億円超の取引が10%前後、50億円超の取引が1～3%の割合となっている。

また、東京証券取引所市場第一部上場株式(1,223銘柄)について取引規模別に取引の成立した銘柄の状況を見ると、平成3年度中に50億円超の取引が成立した銘柄数の全上場銘柄数に対する割合は約3%、10億円超では約27%であり、その対象となる銘柄の多くは比較的流動性が高いと思われる銘柄となっているが、他方、5億円超では約44%、3億円超では約59%等となっており、比較的流動性の低いと思われる銘柄もかなり含まれる状況となっている。

以上のような売買規模別売買の状況等を総合的に勘案すると10億円超を目途に大口取引の水準を検討することが考えられる。

なお、最近の低調な株式市場の状況の下で、大口の取引の割合はかなり低下していると推測されるが、手数料の自由化は、株式取引の基本に関わる制度的な問題であるので、時々の株式市場の状況にとらわれることは適当でなく、ある程度の期間の状況を踏まえ検討すべきものとする。

ハ) また、我が国証券市場においては、取引所定款により会員に対し市場集中義務が課せられている一方で、市場内取引について固定手数料制により一定の手数料を保証することにより、株式取引の市場集中が確保されている面があり、大口手数料の自由化が実施されれば、証券会社の市場集中の誘因が低下し、媒介等により市場外での取引が行われやすくなり、ひいては、市場における流動性、安定的な価格形成等の面で問題を生ずる恐れがあるとの意見がある。

一方、米国においては、固定手数料制の下で大口取引に係る手数料の割高感から機関投資者の取引が取引所外に流れ、市場の分裂がもたらされたが、手数料自由化により、流動性、価格形成等の面で優れている取引所市場にかなり取引が戻ってきたとの評価が当時一般的であった。

我が国においては、流動性、公正な価格形成の確保等の観点から、証券取引所定款において会員の市場集中義務、証券取引法において市場類似施設の禁止等が定められている。このような制度の下で、取引所市場が効率のいい市場として機能する限り、基本的には、手数料の自由化により市場の分裂といった自体が生ずる可能性は低いのではないかと考えられる。しかし、大口手数料自由化後、現実にこのような問題が起こるならば、審議会報告に沿って媒介等につき必要な規制を行う等適切な措置を検討する必要がある。

### (3) 証券会社経営に与える影響

証券会社は、市場の担い手として証券市場が健全に機能していく上で重要な役割が期待されており、このような点を踏まえると、大口取引の水準については、その手数料自由化が証券会社の収支にどのような影響を与えるか、ひいては大手証券への集中、寡占化を引き起こさないかなど大口手数料自由化が証券会社経営や業務活動、証券業界の構造等に与える影響という観点からも検討が必要である。

イ) 証券会社の収支に与える影響について、米英においては、ニューヨーク証券取引所会員及びロンドン証券取引所会員の収支状況をみる限り、手数料自由化後、顕著に手数料収入が減少し収支が悪化したとは思われない。だが、米英の市場関係者には、自由化が手数料収入の相対的な減少をもたらしたとの意見もある。

また、大手証券への集中、寡占化について、手数料自由化により証券界の再編、集中化が進んだとの意見がある一方で、証券会社は、多角化及び資本基盤の充実を図る観点から中長期的に合併等を進める方向にあり、これにより市場全体の効率性は向上しているとの意見も多い。

ロ) 当作業部会では、このような米英の状況を踏まえ検討したが、大口取引から生ずる利益により小口取引に係る費用の一部を負担するという現在の我が国証券会社の収支構造（いわゆるクロス・サブダイゼーション）の下で、大口手数料自由化により大口手数料が低下すれば、証券会社収支に大きな影響を及ぼす可能性があり、その影響が経営規模等により異なることから寡占化を招くことにもなるのではないかとの意見がある一方で、大口手数料の自由化により、機関投資者を中心に取引が活発化し、市場の活性化、ひいては証券会社の収支等の面で好ましい影響を及ぼすとの意見もあった。

ハ) いずれにしても、大口取引の水準については、その手数料の自由化が証券会社に経営の合理化、効率化等の努力を促すような水準である必要があるが、他方で、合理化努力等では対応できず経営上重大かつ急激な影響をもたらすような事態は避ける必要がある。

このような観点から、当作業部会は、売買規模別委託手数料収入の状況等を踏まえつつ検討を行った。その結果、証券会社経営に与える影響という点においても、上記(2)と同様、大口取引の水準については10億円超を一応の目途とすることが考えられる。

大口取引を10億円超とした場合、最近5～6年間における株式委託手数料収入全体に占める10億円超の取引に係る全手数料収入の平均的な割合は、大手証券会社で約5%、準大手証券会社で約2%等となっており、大手証券会社ほどその影響を受ける惧れがある。しかし、自由化の対象となるのは10億円を越える売買金額部分に対する手数料であり、10億円までの金額部分については固定手数料率が適用されること、また、大手証券会社ほど委託手数料収入への依存割合が低いなどの実態もあること等を考慮すると、この程度の水準であれば、証

券会社経営に与える影響という観点からみても適当と考える。

- (4) 米国においては、1968年から75年にかけて、その都度証券市場に与える影響等について議論を行いつつ、5段階にわたり、自由化が進められていった。

このような米国での各々の段階的自由化の過程における自由化された部分の取引シェアを推測すると、68年に実施された第一段階の自由化（約1,000万ドル超の取引）は、極めて僅かなシェアを対象として実施されたことが窺われ、71年の第二段階の自由化（50万ドル超の取引）で、その対象となる取引のシェアが10%程度の水準になったと思われる。なお、68年当時1万株以上の取引（約43万ドルに相当）の構成比は10%程度であった。

- (5) 大口取引の水準

以上のとおり、手数料自由化の証券市場に対する様々な影響について、評価が一定していない状況にある。このような状況の下で、大口手数料自由化の証券市場に与える影響を完全に見極めることは困難であるが、我が国の証券市場の実態、自由化の影響に関する議論の状況等を踏まえつつ、米国の段階的自由化の例をも考慮すれば、比較的問題が少なく、かつ、自由化後の現実の影響を見極めていくことが可能と考えられる大口取引の水準としては、概ね10%程度の取引シェアを占める10億円超の取引とし、当該金額を超える部分に対する株式委託手数料の自由化を行うことが適当と考えられる。

具体的には、現行の取引所の受託契約準則に定められている手数料表における10億円超の料率区分の手数料を自由交渉制とすることが適当と考える。

## 2. 実施時期

- (1) 自由化の実施時期については、審議会報告に沿って、証券市場の現状等を踏まえ、その安定性にも配慮しつつ、証券市場の健全な発展を図る見地から検討する必要がある。このような観点から、最近の低調な株式市場の状況を考慮すると、ある程度市場が回復した段階で実施することも考えられるが、自由化が証券市場に対する信頼回復及び市場の活性化、さらには国際的市場としての発展に資する点を考慮すると、できる限り速やかに実施することが望ましいと考える。

- (2) いうまでもなく、委託手数料は株式取引の基本にかかわるものであり、大口手数料の自由化の実施に当たっては、十分な準備を行い、その円滑な実施に努める必要がある。

このような観点から、大口手数料の自由化に際しては、投資者に対して十分な周知徹底を図るとともに、証券会社におけるシステム変更等所要の社内体制の整備に要する期間を十分見込む必要がある。特に証券会社における諸準備に必要な期間については、証券会社によって様々であるものの、例えば、大口の顧客との折衝に際して、顧客毎に様々な手数料率が適用される点で従来の固定手数料率の変更にはない複雑なシステム変更を要することなどから、概ね半年

ないし1年程度とするものが多い。

- (3) 今後の証券市場とそれを取り巻く環境の変化は予想し難いが、現在の株式市場の状況の下でこのような諸般の事情を考慮すれば、その実施時期は、原則として、概ね1年後を目途とすることが適当である。

### 3. 手数料の実態のディスクロージャー

- (1) 審議会報告では、委託手数料を自由化する際に、証券市場における適正な競争を促進するとともに市場の一層の透明性を図る観点から、手数料の実態が何らかの形でディスクローズされることが望ましいとされている。
- (2) 手数料のディスクロージャーは、投資者に対し、手数料の交渉に際して一般的な手数料水準に係る情報を提供するとともに、証券会社に対しても自社の手数料水準についてある程度他社の手数料水準との比較を可能ならしめること等から、証券市場における適正な競争を促進すると期待される。
- (3) このようなディスクロージャーの趣旨を考慮すると、例えば、大口取引に係る平均的な手数料水準が分かるような形で、一定期間毎に開示していくことが適当と考える。その具体的な内容、方法等については、証券会社の事務処理負担等を踏まえつつ、今後、自主規制期間である日本証券業協会及び証券取引所における検討に委ねたい。

### 4. 大口手数料自由化後の展望

- (1) 大口手数料自由化後の展望をさぐるに当たっては、審議会報告にある通り、大口手数料の自由化が投資者の行動、証券会社の業務活動等証券市場にどのような影響を与えたかを見極める必要がある。こうした自由化の影響についての的確な分析・検証を行うとの観点からは、今後、株式市場が資本市場として健全に機能するようになった状況の下で、ある程度の期間にわたりその現実の影響を十分見極めて検討される必要があると考える。従って、自由化実施後、行政当局において、例えば、2ないし3年といった一定期間毎に今回の自由化の現実の影響を検証していくことが望ましい。
- (2) また、株式委託手数料の自由化が株式取引の基本にかかわる重要な問題であり、その後の自由化の展望をさぐる際には、証券会社の業務のあり方等関連する諸問題についても幅広く検討を行う必要がある。

### 5. その他

自由化された部分に係る大口手数料の特定顧客に対する割引と証券取引法上の損失補てん禁止規定との関係については、単に他の顧客よりも低い又は平均よりも低い、といったこと自体が、

証券会社の正当業務行為の範囲を超えるものではない。だが、証券会社が同様の取引を行う他の顧客に対する手数料率等と比較して、社会通念上不当に手数料を安くすることによる財産上の利益の提供によって顧客の損失を埋め合わせようとしたこと等が明らか場合には、損失補てんに当たることになる。

従って、自由交渉制とされた大口取引に係る具体的な手数料の決定に際しては、損失補てんとの関係を十分留意していく必要がある。

#### 証券取引審議会名簿

会 長	成城学園長	加 藤 一 郎
委 員	東レ会長	伊 藤 昌 壽
	神戸大学教授	神 崎 克 郎
	日本銀行政策委員会委員	草 場 敏 郎
	日本銀行理事	小 島 邦 夫
	経済評論家	五 代 利 矢 子
	筑波大学教授	竹 内 昭 夫
	日本経済新聞社社長	鶴 田 卓 彦
	東京証券取引所理事長	長 岡 實
	日本鋼管会長	山 城 彬 成
	日本証券業協会会長代行	行 平 次 雄
	大阪大学教授	蠟 山 昌 一
	東京大学教授	若 杉 敬 明

#### 作業部会名簿

部会長	大阪大学教授	蠟 山 昌 一
	東京電力副社長	岩 佐 瑞 夫
	東京大学助教授	植 田 和 男
	岡三証券社長	加 藤 精 一
	神戸大学教授	神 崎 克 郎
	東京大学助教授	神 田 秀 樹
	日本銀行理事	小 島 邦 夫
	経済評論家	五 代 利 矢 子



東京証券取引所副理事長	佐藤光夫
日本証券業協会専務理事	関 要
日本経済新聞社論説委員	竹居照芳
日本証券経済研究所主任研究員	二上季代司
野村総合研究所専務	林 健二郎
日本生命専務	正田文男
野村証券専務	村住直孝
東京大学教授	若杉敬明

会長代行談話

平成5年3月30日  
日本証券業協会

今回の証券取引審議会報告書は、その表題にもあるように、「大口取引」に係る株式委託手数料の自由化の実施細目を定めるものであるが、大口取引の水準や自由化の実施時期についての結論は、おおむね妥当な内容になっていると思う。

証券界は、これまでの審議の過程において、委託手数料の自由化問題は、個人投資家の位置づけ、市場集中制度、証券会社の業務のあり方等証券市場の基本にかかわるものであるから、全体として十分慎重に検討すべきであると主張していたが、今回の報告書において、大口取引手数料の自由化実施後の現実の影響を検証するに当たって、これらの関連諸問題をも幅広く検討することが明らかにされていることは、特に評価できると考える。

証券界としては、今回の報告書の趣旨に沿って、大口取引手数料の自由化実施までに必要となる取引システムの変更等の諸準備に取り組むとともに、固定制の下で徴収できる手数料に見合った適切な投資相談・的確な情報提供等十分な顧客サービスを行う体制整備に努める覚悟である。