

委託手数料ゼロ！

～米国のオンライン・ブローカーと
オーダー・フロー・ペイメント～

米国証券界では、一九七五年の手数料自由化以降ディスカウント・ブローカーと呼ばれる手数料割引業者が登場し、激しい価格競争を展開してきた。

特に最近では、インターネットを使ってさらなる手数料引き下げに挑む証券会社が急増し、マスコミの注目を集めている。しかし、手数料競争にもとうとう終止符が打たれたということになるか。と言うのも、フロリダ州の一証券会社（エンパイア・ファイナンシャル社）が、今年一月から「委託手数料ゼロ（コミッション・フリー）」での受注サービスを開始したのである。まさに究極のディスカウントの登場である。⁽¹⁾

委託手数料ゼロ、一体、これは何を意味しているのでしょうか。なぜそのようなことが可能となるのだろうか。米国証券界では、やがて手数料はゼロになるだろうとの予測もないわけではなかったが、事態は予想を上回るスピードで進行しているようである。

本稿では、インターネットその他オンラインで受注業務をおこなうディープ・ディスカウント・ブローカー⁽²⁾（オンライン・トレーダー、エレクトロニック・ブローカー）について、その手数料体系にはどのような特徴があり、そうした特徴の根拠は何か、検討することとする。

(1) K. Weisul, "The Ultimate Discount Broker: Commission-Free Trades Is This the End of the Price

	店頭銘柄(1ドル/株以上) 1回14.95ドル(成り行き注文) 1回19.95ドル(指し値注文)
National Discount Brokers http://pawws.secapl.com/ndb/	店頭銘柄1回20ドル 上場銘柄5000株以下の場合、25ドル 上場銘柄5000株以上の場合、プラス1セント/株 電話での注文の場合、プラス5ドル ただし、取引1回につき「郵便・取扱手数料」として3ドルを徴収
Net Investor (Howe Barnes Investments Inc.の一部門) http://pawws.secapl.com/How_phtml/howe.shtml	1回29ドル+1.5セント/株 ただし、1株1ドル以下の銘柄は、プラス1セント/株 上場銘柄の逆指し値注文は、プラス1セント/株
Pacific Brokerage Services Inc. http://www.tradepbs.com/	1回11ドル インターネット以外のオンラインでの注文の場合、15ドル 電話での注文の場合、5000株以下なら25ドル、5000株以上なら1セント/株 ただし、取引1回につき「保険・取扱・管理手数料」として4ドルを徴収
Pacific Continental Securities Corporation http://www.pcos.com/	店頭銘柄1回45ドル 上場銘柄1回45ドル+2.5セント/株
PC Financial Network (DLJの1部門) http://www.pcfm.com/	1回39.95ドル(1ドル/株以上、1000株以下、注文方法に 関係なし) 1ドル/株以下の場合、売買額の4%(最低額39.95ドル) 1000株以上の場合、プラス30セント/株 ただし、直近1年間の手数料額が1000ドルを超える投資家に対しては、1回29.95ドルに割引
Quick & Reilly Inc. http://www.quick-reilly.com/	1回26.75ドル(1000株以下) 1000株以上の場合、2セント/株 インターネット以外での注文の場合、通常の手数料 (2500株までは、22ドルプラス取引額の1.4%など)
Scottsdale Securities Inc. http://www.discountbroker.com/	1回9ドル(1ドル/株以上)
WallStreet Electronica (Winston Rodgers & Otarvaroの1部門) http://www.wallstreete.com/	店頭銘柄1回25ドルプラス2セント/株 上場銘柄1回25ドルプラス2.75セント/株 ブローカーを通じた注文の場合、プラス5ドル ただし、取引1回につき「清算会社による執行手数料」として4ドルを徴収
Waterhouse Securities Inc. http://www.waterhouse.com/	1回12ドル(5000株以下、98年4月からは25ドル) タッチトーンでの注文の場合、35ドル、 電話での注文の場合、45ドル いずれも、5000株以上の場合、1セント/株
Wisechoice Discount Brokerage Inc. http://www.wisediscount.com/	1回14.5ドル(成り行き注文、5000株以下) 5000株以上の場合、5000株ごとに+14.5ドル インターネットまたはタッチトーンによる指し値注文の 場合 18.95ドル(5000株以下) 5000株以上の場合、5000株ごとにプラス 18.95ドル 電話での注文の場合 29ドル(1000株以下) 1000~1700株の場合、34ドル 1700株以上の場合、2セント/株
Wyse Securities (Pyramid Financial Corporationの1部門) http://www.compu-trade.com/	1回19.95ドル

(出所)各社のホームページより作成。ただし、データは97年2月時点のものである。

表1 オンライン・ブローカーの委託手数料

会社名・アドレス	委託手数料
Accutrade Inc. http://www.accutrade.com/	1回28ドル+2セント/株 ブローカーを通じた注文は、プラス7ドル 口座開設後最初の注文3回は無料サービス
Brown & Company http://www.brownco.com/	1回19ドル(5000株以下) 5000株以上の場合、19ドル+1セント/株 月間手数料が350ドル以上になると、10%割引
Ceres Securities Inc. http://www.ceres.com/	1回8ドル 9時から5時までであれば、追加手数料なしで電話でスタッフが応対
Charles Schwab & Co. Inc. http://www.schwab.com/	1回29.95ドル(1000株以下) 1000株以上の場合、3セント/株 ただし、専用ソフトウェアの送料として6ドル95セント オンライン以外での注文の場合、通常手数料(2499株まで で30ドル+取引額の1.7%など)
CompuTel Securities (Thomas F. White & Co. Inc.の一部門) http://www.rapidtrade.com/	1回19.5ドル(5000株以下) タッチトーンでの注文の場合、25ドル 電話での注文の場合、30ドル いずれも5000株以上の場合、1セント/株
Datek Securities Corporation http://www.datek.com/	1回9.99ドル(5000株以下) 電話での注文の場合、25ドル
Empire Financial Group Inc. http://www.lowfees.com/	手数料ゼロ(5ドル/株以上、店頭銘柄は1000株以上、上場 銘柄は100株以上5000株以下で成り行き注文) その他の場合、25ドル ただし、取引1回につき「郵便料」として3ドルを徴収
eBroker http://www.ebroker.com/	1回12ドル
E*Trade Securities Inc. http://www.etrade.com/	1回14.95ドル(上場銘柄、5000株以下、成り行き注文) 5000株以上の場合、14.95ドル+1セント/株 指し値注文・店頭銘柄の場合、19.95ドル タッチトーンの場合、接続時間1分につき27セント、た だし1回の取引につき12分間は無料
Investex Securities Group Inc. http://www.investexpress.com/	1回15ドル(5ドル/株以上、5000株以上、成り行き注文) その他の場合30ドル(500株以下)、33ドル(501-1650株)、 2セント/株(1651株以上) ただし、取引1回につき「郵便・取扱・保険手数料」とし て3.5ドルを徴収
Jack White & Company http://pawws.com/jwc/	1回25ドル(1250株以下) 1250株以上の場合、2セント/株
JB Oxford & Co. Inc. http://www.jboxford.com/	1回15ドル(1ドル/株以上、店頭銘柄、3000株以下の上 場銘柄) 1ドル以下の銘柄の場合、3セント/株または売買額の5% のうち、20ドルを最低限とする小さい額 上場銘柄で3000株以上の場合、1セント/株 ただし、取引1回につき「郵便・取扱手数料」として3ドルを徴収
K. Aufhauser & Company Inc. http://aufhauser.com/	800ドル/年で、20回/月まで売買可 20回を越えた部分については、1回8ドル ただし、1回の注文は200株以上 200株以下の注文の場合、1回につきプラス8ドル 緊急時以外の電話での問い合わせは1回8ドル
Lombard Brokerage Inc. http://www.lombard.com/	上場銘柄(1ドル/株以上、5000株以下) 1回14.95ドル(成り行き注文) 1回19.95ドル(指し値注文) ただし、5000株以上の注文の場合、1セント/株

(2) 『大阪米国証券市場視察団報告書』(一九九六年二月) 一三一頁。

(3) 本稿で取り上げるディーブ・ディスカウンターの対極に位置するフルサービス・ブローカーについては、本誌先月号(二五四三号)掲載の拙稿「米国地方証券会社の『個性』—証券業におけるニッチの存在根拠—」を参照されたい。また、証券市場全体におけるインターネットの利用については、佐賀卓雄「インターネットは証券取引をどう変えるか—サイバースペースからの挑戦—」『証券レビュー』第三六巻第八号、一九九六年八月、大崎貞和「インターネットが変える証券市場」『財界観測』一九九六年九月号、播本慶子「米国における「インターネット・ファイナンス」を巡る動き」(以下)『Discussion Paper (日本銀行金融研究所) 96-1-20 拙稿「米国地ビール会社のインターネットファイナンスをめぐって」』『証研レポート』一五三七号、一九九六年八月を参照されたい。

オンライン・ブローカーの手数料

表1は、主なオンライン・ブローカーの委託手数料(コミッション)をまとめたものであるが、これをもとに、まずその特徴を整理してみよう。

特徴の第一は、改めて言うまでもないが手数料の水準が極端に低いことである。フルサービスの証券会社であれば、どんなにわずかな取引でも最低五〇ドル前後は必要であり、例えば三〇ドルの株を一〇〇〇株も買えば通常五〇〇ドル程度の手数料がかかるのに対して、オンラインの場合、ほとんどの会社で三〇ドル以下となっている。しかも、ただ安いだけではない。手数料体系そのものが、フルサービスと根本的に異なっているのである。

すなわち、第二に、ほとんどの会社で手数料がフラット(一律)になっていることである。売買する株式の価

格や数量に関係なく、取引一回につきいくらかという手数料体系となっている。そのバリエーションとして、一回あたりの基本手数料にプラスして一株につき一〜二セントをプラスする会社(アキュトレード社、ネットインベスター社、ウォールストリート・エレクトロニカ社)や、年間八〇〇ドル支払えば一カ月につき二〇回まで無料で取引できる会社(K・アウファウザー社)もある。

フルサービスであれば、基本的に株価と株数を縦軸と横軸にしたマトリックスにもとづいて手数料は決められており、株価、株数が大きくなれば手数料も大きくなるのが普通である。最近では預かり資産残高をベースにしたファイ体系への移行も進んでいるとはいえ、原則として、メーデー以前のこのスタイルが維持されているのである⁽⁴⁾。

こうした違いはどのように考えるべきであろうか。オンライン・ブローカーの手数料がフラットになっていることは、今日の受注・執行業務のコストのあり方そのものが、一回の注文における株数や売買額に関係なくなっていることをうかがわせる。それに対して、フルサービス・ブローカーの手数料は、①売買額が大きくなれば大きくなり、かつ、②一株あたりの株価よりも株数が重視されているという特徴をもつ。売買額が大きくなれば手数料が大きくなる理由としては、それ自体すでに投資額に対する手数料としての性格をもっていること(これがさらに進むと売買の回数に関係のない運用額に対するフィーとなるであろう)、額が大きくなれば信用リスクへの対応コストが増大すること、また高額の投資家は高手数料を負担しやすいと想定できること、などが考えられる。しかし、フルサービスの手数料も、よく見てみると同じ売買額(株価×株数)でも株数が大きいほうが手数料は大きくなっている。つまり、同じ一万ドルでも、一株一〇ドルの一〇〇〇株(メジロ・ファイナンシャル社の場合、二六七ドル三セント)より、五ドルの二〇〇〇株(同三二九ドル一三セント)のほうが手数料は高く

なっているのである。これは、執行・清算コストの観点からすると株価よりも株数が大きな意味をもつためではないかと思われる。アク્યートレード社などが、基本手数料プラス株数比例額の形（売買額比例ではなく）を採用しているのも、こうしたコスト意識の名残と言えるであろう。

オンライン・ブローカーの手数料における第三の特徴は、低い手数料が適用される注文の種類が、上場銘柄か店頭銘柄か、株価、株数、指し値注文か成り行き注文などで細かく限定されていることである。しかも、よく見てみると、各社で最低の手数料が適用される注文には共通した特徴があることがわかる。それは、店頭銘柄で成り行き注文であり、株価が一ドル以上、かつ、一〇〇株から五〇〇株程度の大きさの注文の場合である。そして注文方法としては、電話によるオペレーターを介した注文、タッチトーンでの注文（自動音声によるプッシュホンでの発注）、オンラインでの注文、の順で手数料は安くなっているのである。

では、オンライン・ブローカーの手数料がこうした三つの特徴、すなわち、安く、フラットで、かつ注文の種類限定という特徴をもつのはなぜなのか、次に見てみよう。

(4) フルサービス証券会社の手数料については、前掲「視察団報告書」一六一―三三頁参照。同書二二―三三頁には、フルサービス証券会社の一つメジロ・ファイナンシャル社（シカゴ）のマトリックス型の手数料表が掲載されている。

提供サービスの限定

委託手数料を安くできる第一の理由は、周知のように顧客への提供サービスが限定されているからである。

何よりも、こうした証券会社は投資アドバイスを提供しない。オンライン・ブローカーをはじめとするデイスカウント・ブローカーは、ブローカレッジ・サービスの中の受注・執行サービスに特化しているため、銘柄を分

析するリサーチ部門も、その内容を投資家に二対一で伝える外務員も不要なのである。したがって、個別投資家のニーズに合った投資商品を推奨するという、フルサービスの証券会社が最も重視する業務は存在しない。その結果、顧客の開拓方法も異なることになる。フルサービス証券会社が、既存顧客からの紹介などによって個別に顧客を獲得するのに対して、デイスカウント・ブローカーは、広告を中心にマスとして顧客を集めるのである。こうしたことが意味するのは外務員報酬や顧客開拓費用の削減だけではない。証券会社から特定の銘柄を推奨しないのであるから、適合性原則などのコンプライアンスにかかるコストも削減できるのである。例えば、スコツデイル社はそのホームページで「当社は、お客様の投資の結果についてモニターすることも何らかの意見を述べることも致しません。お客様の投資が、お客様の投資目的や資産状況に合致しているかどうかを確認することも致しません」と述べている。顧客のニーズに合った銘柄を推奨できるかどうかで競争しているフルサービス・ブローカーであれば、このような「放任」は自らのビジネスを否定するものであり、また、投資アドバイスを提供している以上、法的にも許されないであろう。フルサービスの会社は、それゆえ、顧客との適合性の順守に費用もかけるかわりに、対価として高い委託手数料を徴収しているわけである。ところが、デイスカウンターは全く逆に、投資の適合性については顧客自身の判断に委ね、その代わりに、徴収する手数料は低く抑えているのである。

次に、提供商品も、株式と個別株オプションのみというところがほとんどであり、債券や投資信託、新規公開株式などを扱っているところは少ない。また、資産管理業務も原則なされておらず、IRAなどの口座も扱わないか別途手数料を徴収するところが多い。株価情報は一五分遅れのものも無料でリアルタイムのものも有料、リサーチレポート等も提供しないか有料となっているようである。品揃えやサービスの拡充にともなう費用がカッ

トされているのであり、顧客への提供サービスは、あくまで受注関連業務に限定されているのである。

受注業務におけるコスト削減

手数料をデイスカウンドでできる第二の理由は、提供サービスを受注業務に限定するだけでなく、受注業務そのものにおいてもギリギリまで費用がカットされていることである。

まず、インターネットなどを使ったオンラインで注文を受け付けていることである。こうした証券会社では、支店や営業員がいなくても、従来のデイスカウンド・ブローカーの最大の受注手段であったフリーダイヤルさえ使っていないところもある。そうした会社では、発注のほか、会社への問い合わせや連絡も、すべてオンライン（Eメール）に限定しており、電話での連絡に應じるのはコンピュータシステムが万一故障した場合だけとなっている（緊急時の電話番号は口座開設時に顧客に伝えられるが、通常時には使用できない。通常時に電話で連絡すれば、一回につき一〇ドル程度が徴収される）

そして各社は、こうした「サービスの悪さ」も、コスト削減、ひいては手数料の安さの証明ということであろうか、悪びれるどころかむしろ積極的に宣伝している。例えばe・ブローカー社のホームページによれば、「フリーダイヤルの料金も誰かが負担しているのであり、なぜあなたが（高い手数料という形で）それを支払わねばならないのか」ということになる。同社にとっては支店をもつことなどもつてのほかであり、「毎晩その床にモップをかける費用は結局、誰が負担するのか」〔swab||モップをかける〕を〔schwab〕と表記し、多店舗展開しているデイスカウンド最大手のチャールズ・シュワブ社を皮肉っている」といった具合である。

さらに、オンラインでの受注には、こうした比較的単純なコスト削減とは別のメリットも存在する。従来のように電話を使うのであれば、受けた注文を執行市場につなぐため端末に再入力する作業が必要となる。しかし、自社のシステムを執行市場にリンクさせているオンライン・ブローカーの場合、顧客が自宅のパソコンから注文を入力すると、証券会社のシステムを経由するといえ自動的に市場まで注文が流されるようになっていく（シームレス・トレーディング⁵）。その結果、顧客が自分のパソコンから注文を入力してから、ブローカーを経由して、執行市場で約定され顧客に取引の確認がなされるまで、わずか数秒しかかからないというスピードアップが実現しているものであり、このことも、手数料の安さとならぶオンライン・ブローカーの強みとなっているのである。このことは、ブローカーにとつては、受注・回送の手間、ペーパーワークがなくなり、それらにともなう人為的ミスもゼロとなることを意味している。投資アドバイスどころか、投資家の注文を取引所につなぐという機能までがカット（自動化）されているのである。こうなると、オンライン・ブローカーが投資家に対して提供しているサービスは、こうしたネットワークシステムの提供のみということになり、実態的には、もはや証券会社というよりコンピュータシステム会社に近いとも言えるであろう。

しかし、こうした自動化にはデメリットも存在するのであり、その一つは、証券会社が顧客の注文をチェックできなくなることである。すでに述べた理由から適合性の原則については措くとしても、はじめから決済の意志のないような注文や、インサイダー取引や相場操縦など違法な注文を受注段階で排除することができなくなるのである。こうした問題への対処の一つは、あらかじめチェックすべき項目をインプットしておき、そうした条件に引っかけた注文だけが自動的にマネージャーのモニターに回されるというシステムの構築である⁶。もう一つは、口座に保有されている現金・証券の残高の枠内でのみ発注を認めるという方法である。ほとんどのオンライン・ブローカーが、五千ドルから一万ドルの口座開設最低額を定めているが、こうした手段で、金利収入を得る

とともに顧客リスクの低減化を図っているのである。⁽⁷⁾

コンピュータシステムへの依存にともなうも一つのリスクは、万一システムトラブルが発生した場合に、取引ができなくなった顧客から巨額の損害賠償を請求される可能性があることである。E*トレード社は、九六年五月に二度にわたるシステムダウンを起こし、その際の顧客への損害賠償額は一七〇万ドルを上回ったという。⁽⁸⁾

(5) 淵田康之・西 昭仁・大崎貞和「情報スーパーハイウエー時代の証券市場」『財界観測』一九九五年三月号。

(6) ウォーターハウス社でのヒアリングによる。

(7) こうした原則が一般化すると、逆に、インベステックス社やワイズチョイス社のように、発注時の口座残高は注文額の五〇%に抑え、それを顧客サービスの一環として宣伝するところも現れている。

(8) 同社の一九九六年六月七日付登録届出書 (Form S-1) による。

委託手数料以外の収入

しかしながら、いくらコストを削減しても手数料の引き下げには限界がある。ましてや手数料をゼロにすることは不可能であり、事実、オンライン・ブローカーはコストを削減するだけでなく手数料以外の様々な収入を得ている。

その一つは、自社のホームページ上に掲載するパソコン会社や情報サービス会社などからの広告料である。わずかではあるが、これはオンライン・ブローカーならではの副収入であろう。

二つ目は、信用取引にともなう金利収入である。委託手数料が低いオンライン・ブローカーの顧客には、信用取引で頻繁な売買を繰り返す顧客が多いと言われており、金利収入は大きな比重を占めていると思われる。冒頭

に紹介したエンパイア・ファイナンシャル社も、コミッションがゼロでもやっていたいける理由の一つとして金利収入を上げている。

第三の収入源が、委託手数料以外の様々な名目での手数料収入である。代表的なものは、口座開設・解約手数料、保護預かり手数料、休眠口座手数料、名義書換手数料、本券での受渡し手数料、銀行口座との送金手数料、リアルタイムでの気配情報へのアクセス料などであるが、会社により、何を有料としくらとするかはまちまちである。ただし、こうした各種手数料は、フルサービス証券会社でも別途徴収しているところは少なくない。とは言え、オンライン・ブローカー全体を見ると、やはり、委託手数料が低い会社ほどその他手数料を比較的高く設定しているようである。

しかし、中にはすべての取引に対して委託手数料(コミッション)とは別に、「郵便料」や「取扱手数料」などの名目で三〜四ドルを徴収している会社もあるが、これは、投資家に誤解を与えるものと言わざるをえない。エンパイア・ファイナンシャル社は、冒頭で述べたように「委託手数料ゼロ(コミッション・フリー)」をホームページに大きく掲げているものの、よく見ると、「その他手数料」の欄には「すべての取引に対して郵便料三ドル」を徴収すると記されているのである。これでは、実質的に手数料三ドルと同じであろう。

それでも、その他手数料が明示されているだけ良心的ということになるのか、中には「当社はすべての手数料を明示しており、hidden charge を課すことはありません」とわざわざ表記しているブローカー(D・C・ファイナンシャル・ネットワーク社、クイック・レイリ社他)もあるのである。

しかし、こうした金利収入や各種手数料は、オンライン・ブローカーにとってそれほど大きなものではない。委託手数料以外の最大の収入源となっているのは、実は、オーダー・フロー・ペイメント(Payment for

Order Flow (POF) と呼ばれる執行業者からの一種のリベートであり、それが、オンライン・ブローカーの収入の二〜四割に達しているのである。⁽⁹⁾そして、顧客からの受注業務オンライン化の主な目的は、受注業務そのもののコストダウンというよりも、むしろ、既に実現している執行業者・ブローカー間のオンラインにブローカー・投資家間のオンラインを接続することにあると言つべきであろう。つまり、POFこそが、収入面においても、オンライン化の意味を理解する上でも決定的なポイントとなっており、オンライン・ブローカー業務における鍵となっていると思われるのである。では、このPOFとは何か、以下、見てみよう。

(9) E*トレード社によると、同社の収入に占めるオーダー・フロー・ペイメントの比率は、九五年九月末までの一年間で二〇%、九六年三月までの六カ月間で二二%となつてゐる (Form S-1)。また、オンライン・ブローカー全体としては四割に達するという見方もある ("On-Line Investing Flourishes as Brokers Slash Commissions on Computer Trades", Wall Street Journal, Sept. 27, 1996)。ナショナル・ディスプレイ・ブローカー社は、そのホームページで、手数料が安いのはオーダー・フロー・ペイメントを受けているためであると明記している。

(33)

市場間競争とオーダー・フロー・ペイメント

周知のように、米国の店頭市場では、一つの銘柄に対して複数の証券会社がマーケットメイカーとなり、よりよい気配を提示することでより多くの注文を集めようと競い合つてゐる。上場銘柄についても、取引所集中義務が原則撤廃されているため状況は同じである。NYSE上場銘柄も、地方取引所に重複上場されているばかりか、証券会社が店頭で売買すること (第三市場) も可能であり、一つの銘柄が複数の市場で同時に取引されているのである。こうした執行市場の分散化は、それぞれの市場がよりよい気配による注文獲得を目指して競争すること

で、かえつて市場の実質的かつ効率的な統合をもたらすものと、考えられたのである。

しかし、当初の目論みに反して、気配の向上ではなくリベートによつて小口注文を集めようとするマーケットメイカーが現れ始めた。このリベートすなわちPOFの支払いは、その後上場銘柄にも広がり、⁽¹⁰⁾最近では上場銘柄の売買の一五〜二〇%はPOFを支払う執行業者によつて執行されているといふ。

具体的には、ディスプレイ・ブローカーをはじめとするリテール・ブローカーは、特定のマーケットメイカー、地方証券取引所のスペシャリストと契約を結び、投資家からの注文をすべて契約先のマーケットメイカー等に自動回送しそこで約定させている。つまり、ブローカーは、自社が集めた注文の執行市場を固定しており (preferencing)、場の状況に応じて変更するといふことがないのである。

ブローカーと執行業者の契約の条件は、一九九一年のNASDの調査によると、①執行業者がブローカーに支払うPOFの額は、売り気配と買い気配のスプレッドが八分の一ドル以上の株式一株につき一〜二セント、②一カ月に回送される注文数が一定 (通常一〇万株) 以上あること、③注文一回あたりの株数が一定 (通常三〇〇〇株) 以下であること、④機関投資家の注文やプログラム売買、低位株、指し値注文は不可、というものであったといふ。⁽¹²⁾こうした契約によつて、マーケットメイカーの側は、一株一〜二セントのコストで二・五セント以上のスプレッドで約定できる注文を集めることができ、ブローカーの側はリベート収入によつて安い手数料による低収入を補うことができるというわけである。

そして、POF契約に必要なこうした条件こそが、先に整理した、ブローカーが最低手数料を特定の注文 (店頭銘柄・成り行き注文・株価一ドル以上⁽¹⁴⁾・一〇〇株から五〇〇〇株程度) にしか適用できない最大の理由であると思われる。つまり、ブローカーはこうした条件を満たす注文であれば顧客からの手数料のほかに一株につき

(34)

一セント(三〇〇株の注文であれば三〇〜六〇ドル)を得ることができると、その分、手数料を下げる
ことができるのであり、P.O.F.の条件こそが、事実上、オンライン・ブローカーの受注可能な注文の種類を決定
しているのである。このことを考えれば、今後、P.O.F.の一部を投資家に返すブローカー、つまりマイナスの手
数料が現れる可能性もないとは言えないであろう。

こうした奇妙な現象は、一体なぜ生じているのであろうか。それは、何よりも、一九七五年に始まった「全米
市場システム」の下での市場間競争において、マーケットメイカーや地方証券取引所が、NYSEとの気配によ
る競争を諦め、自動執行システムの構築など、執行コストやスピードでの競争へと競争の次元を自ら変更したこ
とによる。そうした執行業者は、執行価格についてはNYSEの価格をそのまま利用するとともに、市場内の約
定システムとブローカーとのオンライン化を推進することによって、コスト削減とスピードアップを図り、かつ、
ブローカーにリベートを払うことで注文を集めてきたのである。そのような特異な執行市場間競争が展開されて
いることを前提にして初めて、小口投資家とブローカーをオンライン化することによるシームレス・トレーディ
ング、そこでの低手数料とハイスピードが可能となるのである。

つまり、受注業務のオンライン化によって、受注市場(ブローカー市場)間の競争(証券会社間の競争)は、
委託手数料ゼロという極限的なところまで進んでいるのであるが、それは、ブローカー間の競争のみによるもの
ではなく、執行市場間競争の特異な展開によって現れた、売買執行の自動化と、それを前提とした
preferencingとP.O.F.が可能としたものなのである。すなわち、執行市場間競争において価格競争が不十分に
しか展開されていないため、それが、P.O.F.という媒介項を介してブローカー市場に転位し、受注業務における
過度の価格競争として現れているのである。そして、その価格競争局面の転換を十分に可能ならしめたものこそ

が受注業務のオンライン化によるシームレス・トレーディングの実現なのである。

逆に、執行市場、ブローカー・執行市場間が自動化されていない状況で、受注部門だけをオンライン化したと
しても、そのメリットは限定的とならざるをえない。顧客からの注文は、もう一度、手で入力されねばならず、
しかも、顧客の側からするとブローカーがオンラインでの注文を受け取ってから何秒(分)後に自分の注文を執
行市場に発注するのか明らかでないからである。これは、ブローカーと執行市場の間が自動化されていないため
であり、そうした場合には、少なくとも時間的には電話のほうが効率的であろう。既に述べたように、米国にお
けるオンライン・ブローカーの低手数料とスピードアップは、受注業務におけるオンライン化そのものだけでなく
く、執行市場間競争の成果をブローカー業務に還元することによって可能となったものであり、オンライン化の
主目的もそこにあるのである。

(10) "SEC urges disclosure on order flow payments", *Wall Street & Technology*, Nov. 1993.

(11) SEC Release No.34-33026, Oct.6, 1993, p.7.

(12) 内 誠一郎「米国のオーター・フロー・ペイメントについて」『証券』一九九三年一〇月号九頁、C.M.C.Lee.

"Market Integration and Price Execution for NYSE-Listed Securities", *The Journal of Finance*, vol.48 no.3, p.1014.

(13) 店頭銘柄に対するP.O.F.の額は、上場銘柄のそれより大きいと言われているが(SEC op.cit.p.7)、それは、一般的
に店頭銘柄のスプレッドが上場銘柄よりも大きいためであろう。近年、ナスダック市場におけるスプレッドの大きさに
対して、ディーラー間の談合疑惑など様々な批判がなされてきたこともあり、今年一月二〇日より、スプレッドの内側
の値段で出された指し値注文をスクリーン上に表示する新たなシステム(NAccess)が導入された。こうした事実上

のスプレッド縮小措置に対して、POFの支払いを取りやめるディーラーも現れてくる (J. Horowitz, "OTC Market Braces for Impact of New Order-Handling Rules: Kiss Payment for Limit Orders Goodbye", J.D.D. Jan. 20, 1997)

(14) NYSE規則六二条は、一ドルを越える株式売買において呼び値の単位を八分の一ドル以上でなければならぬと定めている。言い換えれば、株価が一ドル以下の場合、スプレッド、すなわちディーラーの利鞘が一六分の一ドル(六・二五セント)となってしまうため、POFの対象から外されているのであろう。

オーダー・フロー・ペイメントと最良執行義務

では、こうしたPOFという慣行は投資家にとってどのような意味をもつのであろうか。最大の問題は、一種のリベートを支払って注文を集めているような執行市場で、本当に最良執行ができるのかという点である⁽¹⁵⁾。投資家の注文は、確かに安い手数料で仲介されているものの、約定される値段が悪いのであれば、それは投資家の利益を損なうことになるからである⁽¹⁶⁾。

現在の「全米市場システム」における最良執行義務は、CQS (総合気配情報システム) に提示された最良気配(以内)で執行することとされており、POFを支払っている執行業者も、当然それは順守している。しかし、問題はCQS上の最良気配が常に「本当の最良価格」とは限らないことである。例えば、CQSでは二分の一ドル(五〇セント)のスプレッドとなっても、NYSEなどでその内側で約定される場合がある⁽¹⁷⁾。その場合も、POFを支払っている執行業者はほとんどの場合⁽¹⁸⁾二分の一ドルのスプレッドでそのまま執行するのであり、「CQS上の最良価格」と「本当の最良価格」との差額は投資家の損失となってしまうのである。

これに対して、POFを擁護する側(NASD等)は、規定上の最良価格は維持している上、「本当の最良価格」に劣る価格であっても、ブローカーはその分をPOFの享受によるより安い手数料という形で投資家に還元しており、全体としての最良執行義務は十分守られている、としている。また、成り行き注文を、CQS上の既存の最良気配でそのまま執行するため、投資家の発注から約定・確認まで数秒しかかからないことも、スピードという点で執行の最良性を高めている⁽¹⁹⁾。

一方、NYSEは、NYSEの価格向上機能の高さ(CQS上の最良のスプレッドの内側で約定される比率の高さ)を強調しており⁽²⁰⁾、また、上場銘柄については、CQS上の最良価格のほとんどがNYSEで作られていることから、その他の執行業者はNYSEの価格発見機能に「ただ乗り」していると批判を強めている。

こうした問題に対しては、「POFを全面的に禁止すべきだ」、「気配の最小単位を十進法に改めるべきだ」といった案が出されているが、SECは、現在のところPOFそのものは市場間競争の手段として容認する一方⁽²¹⁾、さしあたりの対応策として、ブローカーにそうした支払いの事実を投資家に知らせる義務を課すこととし、九四年一〇月に投資家への開示義務を定めた規則⁽²²⁾を発表(九五年一〇月二日から実施)、現在に至っている。

では、実際のところ、POFを支払っている業者での執行は投資家にとってどれくらいマイナスとなるのかという点については、一株あたり〇・七〜一セント(つまり、顧客の損失額は結果的にPOFでの支払額にほぼ一致し、POFのすべてが本当に手数料の引き下げの形で投資家に還元されているのであれば、問題はないことになる)とするものもあれば、スプレッドが八分の一ドル以上の場合で一株あたり五セント、八分の一ドルの場合を入れても二セントあり、POFの額を上回っているとする研究もあり⁽²⁴⁾、現在のところ結論は出ていない。

こうした現象は、ブローカー市場(委託手数料)は完全に自由化されているにもかかわらず、ディーラー市場

(スプレッド)は十分には自由化されていないことに理由の一つがあると思われる。今、投資家の負担コストを、 A (委託手数料) + B (スプレッド)、とすれば、 A が自由化されているにもかかわらず、 B が完全には自由化されていない(価格競争が十分に機能しない)ために、過度に大きいスプレッドをもつ執行市場(B)からブローカー市場(A)にリベート(POF)が支払われ、それを原資として A (委託手数料)の過度の引き下げが生じていると言えよう。委託手数料が完全自由化されている以上、スプレッドの自由化(例えば、価格の単位を1セント刻みにすること)が、ディーラーの収益、ひいては市場全体の流動性を損なうといった議論は説得力をもたないと言わざるをえない。しかし、大口取引と小口取引との違いなどは、その取引コストの違いなど価格メカニズムによつては解消されない違いをもつため、価格の自由化のみによつて、問題が解消されることも考えられない。また、個人投資家に、わかりにくい約定価格の向上よりもはつきり目に見える手数料の安さを重視するといふ傾向があることも否定できないであろう。⁽³⁹⁾

ただ、以上のように、米国のディーブ・デイスカウント・ブローカーにおける手数料競争は、サービスの限定やコストの削減といった個別証券会社の経営戦略のレベルを越えて、市場間競争のあり方、最良執行義務の解釈など、取引システムそのものを問い直すレベルに達しているのである。

(15) こうした点を中心としたPOFを巡る議論のサーベイとしては、前掲、内論文、SEC, *op. cit.*; Lee, *op. cit.*; "Note: The Perils of Payment for Order Flow", *Harvard Law Review*, May 1994 を参照。

(16) 米国の投資情報誌には、ディーブ・デイスカウンターの見かけの安さにだまされないう「NYSE銘柄を売買する場合にはNYSEで執行するようブローカーに要求しよう。もしそれを拒むなら、その会社は最良価格での執行に積極的でないのかもしれない」(Jeanhee Kim, "Hidden costs of el cheapo brokers", *Money*, Jan. 1996) と、投資家

に注意を促す記事も見られる。

(17) NYSE (SuperDot経由の成り行き注文)での取引の二六%は、スプレッドの内側で約定されているという(K.D. Ross, J.E. Shapiro and K.A. Smith, "Price Improvement of SuperDot Market Orders on the NYSE", *NYSE Working Paper* 96-02, 1996)

(18) 第三市場最大のメイドフ社のように、一定の価格向上機能を備えているところもないわけではない。

(19) こうした約定、確認の速さもオンライン・ブローカーの強みとされており、各社それを強調している。そして、多くの会社がスピードアップの理由としてハイテクノロジーの駆使をあげているが、それは理由の半分ではないだろう。コンピュータを使った自動執行が可能となるためには、その前提として、成り行き注文のみを受け、かつQS上の最良気配以上の価格向上を放棄し、公表されている気配でそのまま約定するといった受注・執行・約定方法が不可欠なのである。

(20) NYSEは、九五年一〇月二四日より、NYSEの価格向上機能の高さを投資家にアピールすべく、メリルリンチ社と協力して、取引報告書にQS上の最良気配に対する価格向上分を記入するNYSE Primeプログラムを試験的に開始した(九六年一月からはすべてのNYSE会員会社が参加可能となっている)。また、メリルリンチ社はこれに合わせ、ボストン・パシフィックの両取引所にもついていたスペシャリスト部門を売却・縮小し、小口注文の地方取引所への回送を中止すると発表した。こうした動きに地方取引所側は激怒、NYSE Primeの計算方法は恣意的で投資家に誤解を与えると主張すると同時に、地方取引所の価格向上機能を投資家に訴えるキャンペーンを開始した("Merrill Shifts on Small Investors' Orders", *W.S.J.*, Oct. 20, 1995; Jack Willoughby, "NYSE Prime Proposal Sparks Debate Over National System", *I.D.D.*, Dec. 4, 1995; "Regional Exchanges Band Together to Combat

(21) SECは、現在もPOFへの対応について検討を進めているとされているが、もしこれが禁止しないならかの制度変更により不可能な状態になれば、POFに収入の相当部分を依存しているオンライン・ブローカーは大きな打撃を受け、手数料の引き上げに追い込まれることになるであろう。例えば、E*トレード社は、増資時の登録届出書(前掲)において、SECによるPOFの扱いの変更を自社のビジネスに対するリスクの一つとしている。

(22) SEC Release No.34-34902, Oct.27.1994. POFを受け取っているブローカーは、口座設定約諾書、取引報告書、年次口座報告書にその旨を明記しなければならない。

(23) Lee, op.cit.

(24) Ross et al., op.cit.

(25) ナスダック市場のマーケットメイカー、メイヤー・シユワイツァー社(チャールズ・シユワブ社の子会社)は、九五年一月、これまで二五社の顧客ブローカーに対して一株につき二セントのPOFを支払ってきたが、新たな価格向上システムの開発に成功したため、POFを中止すると発表した。POFというリベートの支払いによってではなく、よりよい価格での約定によって、ブローカーからの執行注文を集めようというわけである。この決定は、SECからも「全米市場システム」の基本的考え方に沿うものと称賛されたが、ブローカー各社がメイヤー社を見限り、別のディーラーとの契約に動き始めたため二カ月足らずで白紙撤回されてしまった。これは、ブローカー(あるいはその背後にいる個人投資家)が、約定価格の向上よりもPOF(あるいはPOFを原資にした安い委託手数料)を魅力的だと感じていることを如実に示すケースであった

("Schwab Plans to End Order-Flow Payments", W.S.J., Oct.10.1995. "Order-Flow Fees Continue at Schwab", W.S.J. Dec.15.1995.)

(伊豆)