

注文の大きさ・手数料自由化・市場間競争

米国では機関投資家の成長が市場の分裂をもたらし、それが固定手数料制の撤廃と「全米市場システム」の導入につながったことはよく知られている。大口注文を出す機関投資家にとって固定手数料は割高とみなされ、それを回避するためNYSEから地方取引所や第三市場（上場銘柄の店頭取引）へと注文が流出し、価格形成の分裂と価格情報の分断が発生したのである。それへの対応策が、手数料の自由化であり、価格情報の統合を目的とした「全米市場システム」であった。

しかしながら、現在の市場間競争を見てみると、そうした六〇年代から七〇年代にかけての状況から大きく様変わりしていることがわかる。なによりも、NYSEから流出している取引の中心が、大口ではなく小口の注文になっている。地方取引所や第三市場で取引されるNYSE銘柄の一件あたり平均株数は、NYSEよりもはるかに小さいのである。したがって、現在の市場間競争を理解するためには、機関投資家の成長による注文の大口化というだけでは不十分と言わざるをえない。では、現在の取引流出の原因は何なのか、そして、小口注文を中心とした現在の市場間競争を踏まえて改めて六〇年代の市場の分裂を見るとどうなるのか、以下、簡単に整理してみた。

現在の市場の分裂と小口取引の分散化

表1は、NYSE上場銘柄の各市場での取引について、取引一件あたりの平均株数を示したものである。一九

表1 総合テープで公表されたNYSE上場株式取引の取引1件あたりの平均株数

	NYSE	PSE	CHX	PHLX	BSE	CSE	NASD	INST
1976年	556	390	641	507	490	356	1.048	3.699
1977	631	368	813	534	539	315	1.317	2.814
1978	714	362	891	463	654	372	1.924	3.417
1979	685	447	894	481	701	536	2.509	2.755
1980	868	472	1.053	400	600	492	2.374	4.862
1981	1.013	496	1.088	393	574	381	2.337	5.144
1982	1.305	501	1.155	489	651	442	2.104	5.329
1983	1.434	483	1.240	554	757	545	2.609	5.010
1984	1.781	577	1.366	664	869	890	3.311	3.324
1985	1.878	619	1.425	684	983	846	2.842	4.297
1986	1.881	559	1.195	735	1.019	2.156	2.074	6.055
1987	2.112	585	1.153	723	1.004	2.890	1.668	7.635
1988	2.303	660	1.112	807	1.048	2.993	1.464	8.763
1989	2.124	646	937	943	866	1.826	1.123	8.665
1990	2.085	622	837	1.045	747	1.726	941	7.969
1991	1.674	556	769	768	685	1.289	837	6.816
1992	1.686	532	718	671	632	746	836	5.576
1993	1.444	547	825	650	636	613	951	4.103
1994	1.498	535	829	718	676	631	1.001	—
1995	1.492	527	854	778	668	559	940	—

略号 NYSE：ニューヨーク証券取引所、PSE：パシフィック証券取引所、CHX：シカゴ証券取引所（1993年7月8日以前はミッドウエスト証券取引所）、PHLX：フィラデルフィア証券取引所、BSE：ボストン証券取引所、CSE：シンシナティ証券取引所、NASD：米国証券業協会、INST：インスティテット（93年3月1日以降のINSTの取引は、NASDに含む）
（出所）NYSE、Fact Bookより作成。

表2 総合テープで公表されたNYSE上場株式取引の市場別シェア

[上段：取引件数シェア
 (下段：取引株数シェア)] (%)

	NYSE	PSE	CHX	PHLX	BSE	CSE	NASD	INST	合計
1976年	85.99 (85.34)	4.86 (3.39)	3.56 (4.08)	1.50 (1.36)	0.85 (0.74)	0.77 (0.49)	2.39 (4.48)	0.01 (0.09)	100.00 (100.00)
1977	85.16 (85.71)	5.65 (3.28)	3.39 (4.34)	1.55 (1.30)	0.77 (0.65)	1.61 (0.80)	1.83 (3.81)	0.02 (0.09)	100.00 (100.00)
1978	87.02 (88.43)	5.64 (2.90)	3.16 (4.01)	2.20 (1.45)	0.65 (0.61)	0.47 (0.25)	0.83 (2.27)	0.02 (0.08)	100.00 (100.00)
1979	86.58 (88.13)	5.51 (3.21)	3.33 (3.89)	2.77 (1.73)	0.65 (0.59)	0.53 (0.37)	0.60 (1.95)	0.03 (0.12)	100.00 (100.00)
1980	85.37 (87.76)	5.34 (2.98)	3.58 (4.47)	3.47 (1.54)	0.77 (0.55)	0.71 (0.41)	0.74 (2.07)	0.02 (0.11)	100.00 (100.00)
1981	82.42 (86.66)	6.41 (3.30)	4.54 (5.12)	3.85 (1.57)	0.91 (0.54)	0.87 (0.35)	0.96 (2.33)	0.02 (0.13)	100.00 (100.00)
1982	78.61 (85.70)	8.27 (3.46)	5.89 (5.68)	3.92 (1.60)	1.00 (0.54)	0.84 (0.31)	1.44 (2.53)	0.04 (0.17)	100.00 (100.00)
1983	77.68 (85.12)	8.58 (3.16)	6.18 (6.45)	3.88 (1.64)	1.25 (0.72)	0.49 (0.20)	1.28 (2.56)	0.04 (0.14)	100.00 (100.00)
1984	75.40 (84.03)	8.93 (3.23)	7.95 (6.79)	4.10 (1.70)	1.78 (0.97)	0.34 (0.19)	1.41 (2.88)	0.09 (0.18)	100.00 (100.00)
1985	74.24 (83.39)	9.51 (3.52)	8.16 (6.95)	3.82 (1.56)	2.17 (1.28)	0.32 (0.16)	1.70 (2.88)	0.10 (0.25)	100.00 (100.00)
1986	72.68 (84.00)	10.57 (3.63)	8.52 (6.26)	3.65 (1.65)	2.25 (1.41)	0.29 (0.39)	2.00 (2.55)	0.03 (0.12)	100.00 (100.00)
1987	73.60 (86.17)	9.31 (3.02)	8.94 (5.71)	3.50 (1.40)	2.32 (1.29)	0.26 (0.42)	2.05 (1.90)	0.02 (0.09)	100.00 (100.00)
1988	72.99 (86.20)	8.44 (2.81)	9.74 (5.56)	3.22 (1.33)	2.33 (1.25)	0.35 (0.53)	2.91 (2.18)	0.03 (0.14)	100.00 (100.00)
1989	69.23 (84.13)	8.35 (3.09)	10.43 (5.59)	3.39 (1.83)	3.16 (1.57)	0.44 (0.46)	4.98 (3.20)	0.03 (0.14)	100.00 (100.00)
1990	66.17 (82.85)	8.14 (3.04)	9.71 (4.88)	3.02 (1.90)	3.77 (1.69)	0.63 (0.65)	8.53 (4.82)	0.03 (0.16)	100.00 (100.00)
1991	67.33 (82.26)	8.13 (3.29)	8.03 (4.51)	2.84 (1.59)	3.37 (1.69)	0.74 (0.70)	9.53 (5.82)	0.03 (0.14)	100.00 (100.00)
1992	65.17 (81.71)	7.55 (2.98)	8.34 (4.45)	3.31 (1.65)	3.17 (1.49)	1.85 (1.03)	10.57 (6.57)	0.03 (0.12)	100.00 (100.00)
1993	70.49 (81.94)	5.77 (2.54)	6.14 (4.08)	2.81 (1.47)	2.56 (1.31)	2.59 (1.28)	9.63 (7.38)	0.00 (0.01)	100.00 (100.00)
1994	71.68 (82.79)	5.18 (2.14)	5.68 (3.63)	2.47 (1.37)	2.39 (1.25)	3.16 (1.54)	9.44 (7.28)	0.00 (0.00)	100.00 (100.00)
1995	70.22 (82.10)	5.32 (2.21)	5.13 (3.43)	2.14 (1.30)	2.51 (1.31)	3.91 (1.71)	10.77 (7.94)	0.00 (0.00)	100.00 (100.00)

略号については表1に同じ。
(出所) NYSE. Fact Book.

九五年の数字を見ると、NYSEが二四九三株なのに対して、地方取引所は五〇〇株から八〇〇株程度とNYSEの半分ないし三分の二の大きさであること、NASD(第三市場)での取引の直近値は、統計上九二年のものとなるが、やはり約八〇〇株とかなり小さいこと、その一方で、インスティテットは、同じく九二年で約五六〇〇株とNYSEの約四倍の大きさの注文を扱っていることがわかる。つまり、NYSE銘柄の取引の内、大口注文についてはインスティテットに、小口注文は地方取引所や店頭市場に流れており、NYSE自身が扱っているのは、主として中程度の大きさの注文となっているのである。

市場別の取引シェアを取引件数のシェアと取引株数(取引高)の二つに分けてみると(表2)、当然、小口注文の多い市場は件数シェアが相対的に大きく、大口注文の多い市場は株数シェアのほうが大きく現れることになる。すると、現在の傾向を反映して、一九九五年を見ると、NYSEは取引高では八二・一〇%のシェアとなっているにもかかわらず、取引件数は七〇・二二%と、一〇ポイント以上低くなってしまふ。逆に、地方取引所や第三市場では、取引高のシェアに対して取引件数が大きく、インスティテットでは、当然、取引件数に対して取引高が大きい。つまり、インスティテットを除いて考えると、NYSEからの注文の流出を機関化を背景とした注文ロットの大口化によって理解することは現状にそぐわなくなっているのである。

手数料自由化のインパクト

では、NYSEから流出する注文が、大口から小口へと変化したのはいつで、その理由は何だったのだろうか。七〇年代初めまでのNYSE上場銘柄の場外取引の推移(表3)を見ると、六〇年代後半には地方取引所も第三市場もシェアを伸ばし、七一年にはそれぞれ株数で一四・七%と七・〇%、合計で二一・七%に達していた

表3 NYSE上場銘柄の取引所外取引の比重

	地方証券取引所		第三市場		合計	
	株数	取引額	株数	取引額	株数	取引額
1945年	6.2	7.4	6.2	7.4
1965	10.1	12.1	2.7	3.4	12.8	15.5
1966	11.1	13.3	2.6	2.9	13.7	16.2
1967	10.8	13.0	2.9	3.3	13.7	16.3
1968	11.7	14.0	3.6	4.2	15.3	18.2
1969	12.1	14.5	4.9	5.5	17.0	20.0
1970	14.2	17.0	6.5	7.8	20.7	24.8
1971	14.7	17.7	7.0	9.3	21.7	27.0

(出所) 佐賀卓雄『アメリカの証券業—変貌過程と規制緩和』東洋経済新報社、1991年、56頁。

れるまでになったのである。

そして、手数料の自由化が大口注文の流出への歯止めたりえたのは、そもそも、市場の分裂の最大の原因が固定手数料制にあったからである。市場の分裂に大きな役割を果たした、NYSE非会員会社、地方取引所、機関投資家の三者にとって固定手数料制はどのような意味があったのか見てみよう。

まず非会員証券会社は、文字通りNYSEの会員でないものであるから、そもそも取引所とは何の権利・義務関係もない。つまり、取引所が会員に課していた上場証券の取引所集中義務も固定委託手数料徴収義務も守る必要がない。そのため、非会員は、上場銘柄を店頭で仕切り売買することができ、かつ、交渉手数料で注文を扱うことができたのである。

また、地方証券取引所は、SECによって認められた非上場取引特権(UTP)によってNYSE銘柄を扱うことができ、かつ、自らの会員会社に実質的な委託手数料割引を認めることによって、機関投資家の注文を集めることに成功したのである。

機関投資家の側でも、第三市場や地方取引所に注文を出すことの最大のメリットは、やはり手数料を節約することにあった。NYSEの委託手数料には一九六八年二月まで大口取引に対する割引が存在しなかったため、機関投資家はNYSE以外での執行を求めたのである。

このように、委託手数料の固定制が市場の分裂の主たる原因だったのであるから、その廃止が大口注文の流出を止めることになったのは当然である。しかし、それですべての注文の流出が止まったわけではないのである。

小口注文の流出とその理由

では、オーダー以降の小口注文の流出はどのようにして始まったのか、その推移を各市場ごとにもう一度確認してみよう。

七六年以降の注文件数のシェア(表2の上段部分)の変化を見ると、各市場に共通の傾向と、同時に、微妙なばらつきがあることがわかる。まず、パシフィックとフィラデルフィアは、七六年から注文件数の上昇がすでに始まっており、それが八〇年代半ばまで続いているが、その後、現在まで再び減少している。シカゴとボストン

ことがわかる。逆にそれだけNYSEのシェアは低下していったのである。ところが、七六年以降になると(ただし、表2と表3は連続性に欠ける)、地方取引所のシェアは一〇%台で低迷し、第三市場のシェアは七六年の四・四八%から八七年の一・九%まで途中上下はあるものの減少し続けていく。つまり、NYSE銘柄の取引所流出傾向は、七〇年代の前半に大きく変化したのであって、それをもたらしただけでなく、言うまでもなく六八年から七五年にかけて段階的に実施された委託手数料の自由化だったのである。手数料の自由化こそが、それまで十数年増大してきたNYSEからの大口注文の流出にストップをかけたのであり、それによって、上昇してきた地方取引所のNYSE銘柄取引は低迷しはじめ、第三市場に至っては事実上の消滅が言わ

は、七〇年代末までシェアは低下し、その後上昇、八〇年代末からやはり減少している。これら四つの取引所は、シェア拡大が始まる時期こそ前後しているものの、八〇年ごろまでにはシェア上昇過程に入り、そして八〇年代後半に下降に転じる点でよく似ている。ところが、シンシナティの場合は、七〇年代の後半から九〇年ごろまで取引件数のシェアは低迷したままで、九〇年代に入ってから増大している。また、取引一件あたりの株数も八〇年代後半に一時的にNYSEよりも大きくなる(表1)など、他の市場とは異なった変化を示している。また、こうした地方取引所に対して、NASD(第三市場)は、取引件数・取引高とも八七年ごろまで低迷し、その後急速に上昇するという対照的な変化を示している。こうした変化の原因は、何だろうか。まず、第三市場が、八〇年代末を境に復活を遂げたのは、八八年にバーナード・メイドフ社が、高度の自動執行システムを導入したためであると思われる。すでに述べたように、第三市場は従来大口注文の受注で業績をあげてきたため、手数料の自由化によって壊滅的な打撃を受けざるえなかった。第三市場最大のウィーデン社は経営危機に陥って七九年に他企業に買収されるに至っている。そうした低迷する第三市場に登場したのが、一件五〇〇株以下の小口注文を対象とした自動執行システムとオーダー・フロー・ペイメントを駆使するメイドフ社だったのである。同社は、ハイテクノロジを駆使し、事前に契約したブローカーから小口注文を自動回送によって受けるとともに、そのブローカーに一株あたり一セントのリベートを支払うこと⁴で、小口注文を集めることに成功したのである。その自動執行システムでは注文は数秒程度で約定・報告されるという。

つまり、同じく第三市場といっても、メイドフ社の登場以前と以後とでは、その性格がまるで異なると言えるであろう。機関投資家を顧客としたかつての第三市場マーケットメイカーは、NYSE会員会社に対しては固定手数料に縛られないという優位をもち、また、NYSEスペシャリストに対しては、直接投資家と交渉すること
で投資家の注文動向をより正確に把握できるという優位をもっていた。しかし、手数料の自由化によって前者のメリットがなくなると、機関投資家向け第三市場は消滅し、後者のビジネスも、大手ブローカーのアップステアーズ取引によって担われるようになったのである。そして、新たな第三市場は、個人投資家を主たる顧客とするリテールブローカーからの執行注文を集める市場へと様変わりした。ここでは、複雑な執行スキルが要求されることはなく、公表されている最良気配のまま、ただ安く、早く、自動的に執行がなされるのである。こうした第三市場の変化は、表1にも現れている。八六年までは、NASDの取扱い注文は常にNYSEよりも大きかったのであるが、それ以降は逆に常にNYSEよりも小さくなっているのである。小口注文を主たる対象とするようになったためである。

そして、地方取引所についても、実は同じことが言えるのではないかと思われる。つまり、各取引所とも小口注文を主たるターゲットに自動化を推進することでシェア拡大を図ったのであるが、ただ、自動化実施の時期が少しずつ異なるため、シェア拡大が始まる時期に多少のズレが生じたのではないだろうか。

例えばパシフィックは、六九年にはCOMEX(後のSOREX)を導入し、一〇九九株までの注文に対して最良気配での自動執行を保証している。また、フィラデルフィアは、七六年にPACBを稼働させ五九九株までの注文に自動執行サービスを提供するようになった。こうした逸早い小口注文自動執行システムの導入が、先に述べたようにこの二つの取引所だけが七六年からシェアを拡大させることができた一因になっているのではないかと思われる。それに対して、シカゴがMAXを導入したのは八一年、ボストンがGESを導入したのは八〇年と若干遅れており、そのため、七〇年代後半も一定期間、取引件数、取引高両方においてシェアの低下に甘んじなければならなかったであろう。しかしながら、こうした地方取引所の自動化への努力は、より高い技術力を

もつメイドフ社の参入によって大きな打撃を受けることになる。それが、八〇年代後半からの各取引所のシェア減少となって現れたのである。その中で、ボストンだけが九〇年まで成長を続けられたのは、同所が八八年に新たな自動執行システムBEACONを稼働させたことによると思われる⁽⁵⁾。

そして、地方取引所のスペシャリストも、小口注文を回送するブローカーにPOFを支払っているとされている。執行コストは、「軽減」されたのではなく、「マイナス化」したのであり、そうした注文の「買い取り」を武器に、第三市場や地方取引所はNYSE銘柄の注文を獲得しているのである。

このような、手数料自由化以降の市場の分裂が、「全米市場システム」が推進した市場間競争によって促進されたものであることは間違いない。しかし、その競争のありようが「全米市場システム」の意図したものと異なっていることも否定できない。と言うのも、「全米市場システム」は、各執行市場がよりよい気配で競争することを目的の一つにしていたはずだからである。自動化が推進されたにもかかわらず、それによるコスト削減部分は、より薄い売買スプレッドの提示という形ではなく、POFというリベート支払いのために用いられているのである。当初の意図からすれば歪んだ競争と言わざるをえないであろう。では、なぜこのようなことになっているのか、そして、こうした現状を踏まえると六〇年代からの市場間競争はどのように整理できるのだろうか。

ブローカー市場競争と執行市場競争

六〇年代の大口取引の分散化も現在の小口注文の分散化も、同じく市場間競争の結果であるとはいえ、見てきたようにその競争の実態は大きく異なる。ここで、両者を統一的に理解するために、単純化して、委託注文の受注・執行プロセスを、投資家とブローカー間のブローカー市場と、ブローカーと取引所(マーケットメイカー)

間の執行市場の二つに分けて考えてみよう。ブローカー市場ではブローカーが顧客である投資家の注文獲得をめぐって競争しており、執行市場では執行業者が顧客であるブローカーからの注文回送の獲得をめぐって競争しているというわけである。

すると、六〇年代に中心的な問題となったのは、実は、執行市場における競争ではなく、ブローカー市場における競争だったことがわかる。なぜなら、六〇年代の競争の中心は、機関投資家という顧客をめぐるブローカー証券会社どうしの競争だったからである。ところが、ブローカー市場における競争手段である、ブローカーの提供サービスとその価格は、ブローカーではなく取引所が決めることになっていった。それが市場集中義務と固定手数料制である。その結果、ブローカー間の競争において、NYSE会員会社は非会員会社や地方取引所会員会社に対して不利な立場に立たざるをえなかった。厳密に言えば、機関投資家が避けようとしたのは、NYSEでの執行ではなく、NYSEが決定権を握っていたNYSE会員会社の委託手数料であったはずである。しかしながら、取引所は、執行市場の開設者であると同時に会員ブローカーに対する自主規制機関であるため、こうした事態が生じたのである。このように考えれば、六〇年代の市場の分裂は、本来的には、ブローカー市場間の競争であったにもかかわらず、会員会社のブローカレッジサービスの内容と価格が取引所によって規定されていたため、それが執行市場の分裂として、あたかも執行市場間の競争の結果であるかのように現れたものと言える。しかし、主として執行そのもののスキルやコストをめぐる競争がなされたわけではないのであるから、六〇年代の市場の分裂は、本質的には執行市場間競争ではなかったと考えるべきではないだろうか。

ところが、委託手数料が自由化され、ブローカーの投資家へのサービスの対価をブローカー自身が決定することができるようになったため、それ以降、ブローカー間競争が執行市場間競争として現れることは基本的にはな

くなつたと言える。手数料の自由化措置によって、広義の執行市場間競争からブローカー間競争に由来する部分
が取り除かれ、本来の執行市場間競争の部分、すなわち、ブローカーからの注文獲得をめぐる、執行市場どうし
の執行サービスと執行コストでの競争が残つたのである。それが、七五年以降の「全米市場システム」下の市場
間競争である。

では、よりよい執行サービスとは何か。その中心がよりよい気配の提示であることは間違いないであろう。に
もかわらず、気配での競争は十分には機能しておらず、リベートによる注文集めが横行しているのである。

こうした歪んだ競争が生じている一つの原因は、オークションシステムそのものにある。オークションシス
テムにおいては、より多くの注文を集めることがよりよい価格形成をもたらし、よりよい価格は当然により多く
の注文を集めるのであつて、つまり規模の経済が働くからである。そこで単純に価格競争をおこなつたとしても、
勝者と敗者を固定化するだけのことであろう。今世紀の初めには一〇〇以上あつた地方取引所が現在五つしか
ないのは、その明白な証拠である。つまり、オークション型の取引手法のもとで執行市場間競争が促進されれば、
主要取引所以外の市場は、必然的に、気配以外の競争方法を模索せざるを得ないのである。

そして、そうした気配以外での競争が可能になつたのは、ブローカーに課された（つまり執行業者がブローカ
ーに提供しなければならない）最良執行義務の内容が、公表されている最良気配あるいはそれ以上での執行と緩
く規定されており、かつ、NYSEで形成される気配のスプレッドが比較的大きいためである。そのため、第三
市場や地方取引所のマーケットメイカーは、NYSEで形成された気配でそのまま執行することが認められ（こ
れによって自動執行システムの導入が容易になり）、しかもそれによってスプレッド分の利益を確保し、その利
益を原資にPOFを支払うこと、つまり、競争的気配の提示以外の競争が可能となるのである。

では、なぜ、NYSEスペシャリストの提示する気配のスプレッドは比較的大きいのであろうか。その理由の
一つは、NYSEの呼値の単位が株価一ドル以上の株式については八分の一ドル（一二・五セント）に設定され
ていることである。そのため、売り値と買い値の差、つまり公表気配でそのまま執行する業者の利益は、一株あ
たり必ず八分の一ドル以上はあることになる。だからこそ、一株あたり一〜二セントのPOFを支払つても利益
が残るのである。

もう一つの、より大きい理由は、NYSEのスペシャリストには、投資家に価格向上の機会を与えるとの名目
で気配の提示に一定の裁量性が認められてきたことである。市場実勢を反映していないと判断できれば、スプレ
ッドの内側の少額の指値注文などを表示しなくてもよいのである。⁽⁶⁾

つまり、気配以外での競争をおこなうことが可能だつたのは、公表されている気配に余裕があり、執行市場に
は別の競争手段を用意するだけの超過利潤が存在したからだと言えよう。ブローカー市場は委託手数料の自由化
で価格競争が可能となつていたにもかかわらず、執行市場では、その価格である売買スプレッドが事実上自由化
されていなかつたため価格競争が十分に展開できず、それが歪んだ競争をもたらしつたのである。⁽⁷⁾

しかしながら、呼値の単位については縮小への動きが始まつており、また、今年一月より、公表気配の内側で
の指値注文についても公表の義務が課されることになつた。その後の動向についてはまだ明らかとなつていない
が、こうした改革は、以上述べてきたところからすればこれまでの執行市場間競争の根幹を揺るがすものであり、
その影響はかなり大きいと予想される。NASDAQ市場のマーケットメイカーの中にはPOFの支払いを中止
するところも現れており、委託手数料の自由化、自動執行システムの導入に続いて、米国の市場間競争に、三度
目の大変化が生じる可能性もあるのではないかと思われる。

(1) ただし、NYSE上場株式取引高の二・四六％(一九九三年、SEC「マーケット二〇〇〇」による)を占めるNYSE会員の海外取引は総合テープに報告されていないため、表1、2には含まれていない。総合テープ報告分では、九〇年ごろから全体的に一件あたりの規模が小さくなっているが、大口注文の海外約定もその一因になっているものと思われる。

(2) もちろん、大口注文の流出は、手数料のみによるものではない。他にも、匿名性、マーケットインパクト、執行スピードなどの違いがあり、そのことが、手数料自由化後の現在でも、インステイネット、海外でのファックス取引、NYSEのクロッシング・セッションなど、通常のNYSE市場以外で大口取引が執行されている理由となっている。こうした手数料以外の要因は、執行市場間競争固有の要因(つまり委託手数料のようにブローカー市場の要因ではなく)であるため、手数料の自由化によっても解消されないのである。

(3) 佐賀前掲書、六〇頁。

(4) オーダー・フロー・ペイメントについては本誌先月号掲載の拙稿「委託手数料ゼロ―オンライン・ブーカーとオーダー・フロー・ペイメント」を参照されたい。

(5) 各地方取引所の自動執行システムについては、岡本勝美「小口注文自動執行システム―米国地方証券取引所におけるその役割(1)(2)(3)」『証研レポート』一〇八四号(一九八〇年一〇月二七日)、一〇八七号(一一月一九日)、一〇八九号(二月一日)、佐賀卓雄「アメリカにおける証券取引システムの変貌」『証券研究年報』第一〇号、一九九五年、九二頁を参照。

(6) NYSEスベシヤリストの公表配の裁量性およびそれへの改善策については、二上季代司「手数料自由化と市場集中義務」『証研レポート』一五四二号、一九九七年一月参照。

(7) アメリカン取引所は、九五年二月から、一六分の一ドルの呼値単位の適用対象を、従来の株価五ドル以下から一〇ドル以下に拡大し、さらに、今年三月の理事会ですべての銘柄で一六分の一ドルとすることを決定した(<http://www.amex.com/news/1997/>)。NASDAQも今年三月にすべての銘柄の呼値を一六分の一ドルに変更することを決定しており、また、議会でも、呼値の単位をセント化しようとする動きがあるという(“Quoting Stocks in Smaller Ticks Has Advantages”, *Wall Street Journal*, March 17, 1997, J. Horowitz and K. Weisul, “Nasdaq board votes to trade in sixteenths”, *Investment Dealer's Digest*, March 31, 1997)

(伊田)