

# アメリカにおける75年証券市場改革の意義

二 上 季代司

## 要 旨

アメリカの75年証券諸法改正法は大まかにいって、手数料の自由化と全米市場システムの構築の2つからなっている。手数料の自由化は料率の交渉制だけではなく、その徴収形態の自由化をも内包する。テクノロジーの発展は執行コストの極限までの低廉化をもたらすと同時に、フルサービス業者はブローカー業務においてコンサルタント機能の充実に注力するようになり、手数料はCommission-BaseよりもFee-Baseへ移行する傾向を強めている。

一方、全米市場システム導入にあたってSECはNYSEの市場集中原則の撤廃を主張したことから、手数料自由化と市場集中義務の関連性が論じられる場合が多い。しかしその関連性は一義的ではない。手数料を自由化しながらパリ証券取引所への取引集中を内包するフランスのプチ・パンのケースもある。結局、市場集中義務の存続の是非は、市場の公正性、効率性を向上させるのに資するかどうか、市場の公正性、効率性はどのような方法によって向上すると考えられるか、によって決まってくる事柄である。

## 目 次

- |                      |                    |
|----------------------|--------------------|
| I. はじめに              | 5. 手数料の細分化         |
| II. 手数料の徴収形態について     | 6. ディスカウント（割合）の権限  |
| 1. 手数料表のベンチマーク       | 7. 割引率と歩合戻しの連動     |
| 2. 料率の水準             | 8. 割引きのケース         |
| 3. 手数料の徴収形態          | III. 手数料自由化と市場集中義務 |
| 4. 手数料は何の対価か         | 1. 全米市場システムの背景と内容  |
| (1) 資産管理業務           | 2. 全米市場システムの評価     |
| (2) 資産管理業務における外務員の役割 | (1) 競争の効果          |
| (3) リサーチに裏付けられた運用    | (2) 市場分断への補正策      |
| (4) 資産管理業務と手数料       | (3) 市場集中義務撤廃の是非    |
| (5) 投資顧問のアウトソーシング    |                    |

## I. はじめに

やや旧聞に属するアメリカ証券市場の1975年改革(手数料自由化と全米市場システム)をここで検討しようというのは、ほかでもない、21年後の今日、わが国証券市場がようやくこれに類似した制度改革に直面しているからである。経済審議会の行動計画委員会金融ワーキンググループは「日本版ビッグバン」を唱え、また証券取引審議会総合部会も市場活性化に向けた提言を行っているが、いずれにおいても手数料自由化が主張され、また前者においては市場外取引の自由化も唱えられている。

そこで、本稿では、①手数料自由化以後、アメリカ証券界において手数料の徴収形態がどう変化したか、②手数料自由化と時を同じくして全米市場システムが導入されたが、これは手数料自由化と関係あるのか、ないのか、関係あるとすればそれはどのような論拠だったのか、の2点について論点を整理してみた。

手数料の自由化とは料率の設定を顧客との交渉で決めるということだけではなく、その徴収のやり方も交渉で決めるということである。この事が、証券会社のブローカー業務とりわけリテール(個人)営業にどのような影響を与えたのだろうか。料率ならびに徴収形態の実態がどう変化し、これによってサービスのあり方、外務員のあり方がどう変化したか、これが問題関心の第1である。

第2に、SECは手数料自由化と平行しつつ、全米市場システムの構築の観点からNYSEが会員業者に課してきた市場集中義務の撤廃を要求してきた。このため、漠然と手数料自由化は市場集中義務撤廃と関連付けられやすい。しかし

その関連性は一義的ではない。手数料を自由化しながらパリ証券取引所への取引集中を内包するフランスのプチ・パンのケースがあり、このような傾向はフランスのみならずドイツなど特に大陸諸国の証券取引所に見受けられる。とすれば、改めて、アメリカではどうして全米市場システムが必要であり、それには市場間競争さらに市場集中義務の撤廃が伴わなければならないのか、これらの目的、効果は何と考えられたのか、が問題となる。これが第2の関心事項である<sup>1)</sup>。

## II. 手数料の徴収形態について

SECは1975年1月、34年法規則19b-3を採択した<sup>2)</sup>。これによってNYSEは手数料を固定することが出来なくなった。SECは、固定手数料制のもとで機関投資家が手数料の実質的引き下げを図って地方取引所や第三市場、第四市場を利用することが盛んになったことから市場分裂がもたらされ、また互惠取引のような慣行を横行させていること、互惠取引は利益相反の恐れをもたらし競争の公正性を損なうものであることを、規則19b-3の採択理由に挙げている<sup>3)</sup>。

そこで、ついに75年5月1日をもって、売買委託手数料は証券会社と顧客との自由交渉制に移ることになった。このことがアメリカ証券界全般にあたえた影響についてはすでに優れた業績がある<sup>4)</sup>。一般的に、手数料自由化によって、アメリカ証券界にはディスカウントブローカーのような新しい業態が出現する一方、業務の多角化への動きが見られた、といわれる。それはそれで間違いではないが、Agency-Baseのブローカー業務それ自体においても重要な変化が見られた。アメリカの地方中小証券はもちろんわ

が国中小証券においても、依然としてブローカー業務がメインビジネスである。そこで以下では、ブローカー業務自体の変化についてみたい。

### 1. 手数料表のベンチマーク

手数料自由化により、顧客からの受注に際して、その料金は顧客との自由交渉制に委ねられることになったが、それでは料率の交渉は何を基準にして行われるのか。例えば、銀行は金利の自由化により金利の設定は自由交渉制になったといわれるが、プライスリーダーのような存在があり、それが基準になっているようである。それでは、証券ブローカー業務においてもこのようなプライスリーダー的存在があるのか。

実態は次のようである。ディスカウントブローカーを除くフルサービス業者は、外務員に自社で作った手数料テーブルを渡し、それに基づいて顧客から手数料を徴収している。もちろん、顧客によっては割り引きもするが、その場合でも、そのテーブルから何%の割引というように割り引きの基準になっている。

そのテーブルは、縦に株価、横に株数のマトリックスからなっており、例えば株価10ドルの株100株の手数料は45ドル54セントという具合である。このような株価と株数のマトリックスからなるテーブルはフルサービス会社の場合、ほぼ共通している。機関投資家向けについては別体系の手数料テーブルを作っているようであるが、リテール向けは事情はほぼ同じである(例えばミスバーニー社では個人向けのテーブルでは100株単位で料率を変えていくが、機関投資家向けは1,000株単位であった)。

このようなテーブルについて、ウィリアム・ブレア社(シカゴ市)では、「NYSEの固定手数料のテーブルに準拠して作ったものであり、他

のフルサービス会社も同様である」との説明を得た。AGエドワーズ社(セントルイス市)も「手数料は取引さされる株数と株価によって決定されている。それは以前の固定手数料がこれと同様に決められていたからである」といっている。

すなわち1975年5月1日のメーデー直前のNYSEの固定手数料のテーブルを基準にして、フルサービス各社は自社のテーブルを作成し、その後、自社のコスト構成の変化を勘案しながら、部分的な手直しをしているのである。手数料の決定に際して、金利と異なる最大のポイントは、市場金利にあたるものが手数料には無いことである。結局、業者側は、自社のコストをカバーする水準に料率を決めようとするが、その最大公約数としてはかつてのNYSEの料率表しかないのであって、これを基本に部分的な手直しをしているのである。もちろん、その後の手直しは各社の事情によって異なってくる。たとえばJ・C・ブラッドフォード社(ナッシュビル市)は「2年に1回の見直しである」が、メシロ・ファイナンス社(シカゴ市)では「この16年間でわずか2回」と、見直しの機会はマチマチである。

以上のことは、日本における手数料自由化の方法を考えるに際しても考慮すべき重要な事柄である。全面自由化直前の東証手数料テーブルのあり方が、その後の証券各社のテーブルのベンチマークとなるのであって、それがどのようなものになるかが、その後の証券会社の収支動向を左右するからである。

### 2. 料率の水準

もちろん、自由化直前のNYSEのテーブル表をベンチマークとして自社のテーブル表を作成したとしても、顧客によっては割り引きせざる

をえないケースも出てくる。割引きの実態については後で見ることにして、それでは自由化の結果、料率はどの程度の水準になったのであろうか。SECは手数料自由化後、その影響などを検討するために数回にわたって調査しており、料率水準の推移についても公表しているが<sup>5)</sup>、残念ながら1980年までで終わっている。75年5月から79年6月までの4年間に個人投資家は売買金額ベースでみて19.7%の低下、これに対し機関投資家は53.6%の低下、1株あたりベースで見ると個人投資家8%の低下、機関投資家53.8%の低下となっている。この結果、79年6月時点では個人投資家の平均売買株数は400株であって、この平均ロットに対して1株あたり27.6セント、機関投資家の平均ロットは2,034株で、1株あたり12.0セントとなっている。

それでは、これから更に17年後の現在はどうか。ウィリアム・ブレア社では、「1株あたりのコミッションにおおして、機関投資家については75年5月水準と比較して80%の低下、海外投資家では50%の低下、一任で預って運用している勘定からの受注については50~60%の低下、個人投資家についてはほとんど変わらず」とのことである。同社はリサーチによって付加価値を付けるフルサービス会社であり、割引きは極力抑えているとのことである。またスミスバーニー社では、機関投資家向けでは1株6~8セント（大口取引きでは3~4セント）とのことである。

### 3. 手数料の徴収形態

さて、次に自由化により手数料の徴収のやり方はどう変化したか。ヒアリングの結果は、各社、大体において従来どおり売買1件ごとに手数料を徴収する（Commission-Base）のが一

般的であった。しかし、資産額に応じたフィーを年間で徴収し、その場合には年間何回までならいくら売買してもよい、という契約方法（Fee-Base）もある。この場合には、四半期ごとにFeeが支払われる。エクイタブル社（ナッシュビル市）では、「顧客にコミッションベースか、フィーベースか、どちらの方が良いのか、選択させる」、また「年間のフィーがこれくらいなら1件あたりのコミッションはこれくらいにするという選択も出来るようになっており、コミッション、フィー併用の契約方法も用意している」とのことである。

このようなフィーベースの徴収形態はメリルリンチ社およびペインウェーバー社など全国ベースのフルライン証券会社ですでに始められている。たとえばペインウェーバー社では預り資産が10万ドル未満の場合、1%の年間フィーで10回まで取引きが可能、2.5%のフィーでは24回の取引きが可能というプログラム（Premier Assetという商品名）が用意されている。これが地方証券にまで浸透していることが確認できた。

これに関連して、ディスカウントブローカーのウォーターハウス社は、「インターネットを利用したディープディスカウント業者の出現によりコミッションはますます低くなり、将来的にはゼロになるかもしれない」との予測を紹介し、証券会社のブローカー収入としては、「コミッションではなくフィーの方に移行したり、その他の資産で収入を得るようになる」と見ている。

### 4. 手数料は何の対価か

このような手数料の徴収形態の変化（CommissionからFeeへという変化）は、手数料は何の対価かという問題と深く結びついている。

スティフル・ニコラウス社は、「個人投資家は手数料については2つの見方をしている。一つは手数料は執行の手続き上のサービスとそれに付随するサービスの対価とする考え方である。もう一つは外務員の提供するサービスに対する対価とする考えで取引き執行はこれに付随するサービスの一つにすぎないとする考え方である。2つは似ているようで全く異なったものである。前者の見方に立つと、外務員によるサービスは余り意味を持たないことになり、そういう顧客はディスカウントブローカーに流れていく。後者の見方に立つと質の高いサービスを提供すれば長期的な関係を作ることが出来、手数料については交渉しながら取引きを続けていくことが出来る。」

すなわち、アメリカ証券界には、手数料を主として執行サービスの対価と考える見方と、主として外務員の提供するアドバイスやコンサルタントの対価と考える見方がある。前者の見方をする顧客はディスカウントブローカーへ流れ、後者の見方をする顧客はフルサービス業者にとどまるわけである。

そして機械化の進展によって、執行サービスのコストはますます低くなってゆき、ディープディスカウント業者が現れる一方、証券界全体としては付加価値を高めるため外務員のアドバイスやコンサルタントの機能を高める方向に向うことになる。そしてアドバイスやコンサルタントは取引きの時だけ受けるのではなく預かり資産全体に対して享受するサービスなのだから、手数料も取引きごとに徴収するCommissionから資産額に応じたFeeに徐々に移行させる必然性がある。したがって、フルサービス会社としてはアドバイスやコンサルタント機能の充実には一層注力することとなる。このようなアドバイ

ス、コンサルタント機能の向上によって付加価値を高めようとする努力は、地方・中小証券において、資産管理業務の注力という形で現れた。

### (1) 資産管理業務

資産管理業務への注力は手数料徴収形態ならびに外務員の機能をどのように変化させたのであろうか。通常、証券会社の資産管理業務としては、次の一連のサービス、プロセスからなっている。すなわち、①投資家へのコンサルタントや投資助言、②投資運用の受託とその執行、③報告書作成や保護預り、名義書換、配当処理など口座管理、の3つからなる。伝統的なあり方としては富裕資産家向けの一任勘定が典型的である。これは①外務員が顧客の資産状況およびニーズ等をヒアリングし、②これにふさわしい投資運用を社内の投資顧問（マネーマネージャー）に一任させ、③その口座を管理する、というもので、これら一連のサービスを一括してすべて証券会社が行う。

ところで、この3つのサービスはUnbundle（分解）し得るし、現在そのあり方は多様化している。例えば、②のサービス提供の手段として、外部（またはグループ内の別会社）の投資顧問業者を利用するという方法が考えられる。この場合、運用の仕方が合同勘定であるものは投資信託となるし、個別勘定であるものの多くはラップアカウントの形態を採っている。また③の口座管理サービスについても、パーシング社のような清算業者に委ねることも可能であるし、現に行われている。

アメリカの地方・中小証券会社の資産管理業務のあり方をみれば、伝統的な個別一任勘定に注力している業者はもちろんあるが、それよりも外部の投資顧問の利用（投資信託、ラップア

カウント) のケースが多くなっている。いずれにせよ、資産管理業務における顧客サービスの内容、したがって外務員の役割はこれまでの個別株式のブローカー業務の場合とは幾分異なったものであるし、その手数料の徴収形態は当然、資産残高に応じたFeeになってくる。

### (2) 資産管理業務における外務員の役割

個別一任勘定の受託における外務員の役割は、個々の株式の推奨ではなくコンサルタントである。例えば、サンフォード・バーンスタイン社(ニューヨーク市)によると、当該業務において「営業マンが個々の株式を薦めることはない。営業マンが行うことは顧客がどのような長期的目標を持っているか、リスクに対してどのような態度であるかを見極め」、「これにマッチした資産配分を推奨することである」。

### (3) リサーチに裏付けられた運用

顧客のニーズに応じた投資スタイル、銘柄選択でもって顧客になり代わって運用するのがマネーマネージャーの役割である。投資一任業務を行っている地方・中小証券では他社との差別化も、投資スタイルや銘柄発掘の独自性に重きを置いている。

ウィリアム・ブレア社によると、「インベストメントマネジメント部門の預り資産は80億ドルである」が、その構成は、「当社のリサーチ部門でアイデアをだし」て発掘した銘柄、ならびに「コーポレートファイナンス部門で引受けた銘柄」、および「当社で組成したミューチュアルファンド」からなっており、「どちらかというと焦点が絞られている」とのことである。なお、同社の引受け業務ではリサーチ部門が発掘してきた中小型の成長企業をターゲットにしている

こと、投資信託もMMFのほか3分の1がリサーチ部門が発掘した中小型成長株であることから、徹底したリサーチの支援によって同社の投資運用業務が成り立っていることが分かる。エクイタブル社も、「小型成長株に特化した運用を行っており」、同社もまたリサーチ部門ではアメリカ南東部地域の小型株、特にヘルスケア業界を専門的に扱っているとのことである。

### (4) 資産管理業務と手数料

次に手数料の徴収方法であるが、伝統的な一任運用の場合には、預り資産の額に応じたManagement Fee(株の場合で一般的に0.5~0.75%)と組み入れ・入れ替えの時のCommissionが賦課される。これは冒頭でみたように、一任運用業務が、外務員によるコンサルタント、投資運用の受託とその売買執行、口座管理、の複数のプロセスからなっており、便益とコストからみて、資産残高に比例するものと売買1件ごとに比例するものが混在しているためである。もっとも、Commissionについては75年に自由化されているので、料率は低下しているし、またその徴収形態も多様化している。ウィリアム・ブレア社では、手数料自由化により「投資管理部門からの受注にかかるCommissionは50~60%下がった」が、「Management Feeは変わらなかった」としている。またエクイタブル社では「Management Feeは株で1%。当社ではこの分野で優れたサービスを提供しているので他社より高めの設定が可能だ」とのことである。

サンフォード・バーンスタイン社では、「CommissionとFeeのコンビネーションを顧客が選択できるようにしている」、「Feeが高ければ高いほどCommissionのディスカウントは高

くなる」、このようなコンビネーションを顧客の選択に委ねる価格体系は「米国でも珍しい」とのことである。ちなみに同社では収入比率としては、Feeの部分が3分の2~4分の3、Commissionの部分が3分の1~4分の1である。

### (5) 投資顧問のアウトソーシング

このように個別一任勘定では、リサーチのサポートが必要である。また、コストの面から最低ロット(通常は100万ドル)を設定しているのが一般的である。そこで運用受託のプロセスをアウトソーシングに出すことで、リサーチ部門の経費を抑えたり、あるいはまた、これより低額の資産層の預りを増やすため利用されているのが、投資信託、ラップアカウントである。この場合、銘柄選択や投資手法・スタイルの開発は外部の投資顧問に委ねるわけであるから、証券会社としての差別化は、その前段階である顧客へのコンサルタント、アドバイスサービスの質をどれだけ高めるかという点におかれることとなる。

証券会社として、ラップアカウントの営業を推進するにあたって、最も重要なことは外務員の顧客へのコンサルタントとりわけ投資顧問の選択におけるアドバイスであり、そこに各社は工夫を凝らす。フィナンシャル・カウンセラーズ社によると、「一番決め手になるのが証券会社による投資顧問の選択である。証券会社がいかに徹底的に慎重な調査をやって、その投資顧問が確かであることを承認し、その投資顧問に資産を渡すことができるか、で各証券会社の色彩も違ってくる。そのほかに重要性を持っているのが、報告書の作成ならびに顧客の投資目標を聞くための質問状の中身をどのように作るか、

であり、それは証券会社によって異なる」とのことであった。

### 5. 手数料の細分化

さて、以上がアメリカ証券界の手数料に関する一般的な考え方であるが、実際には、各社独自の政策によって、手数料の徴収の方法はマチマチである。コストをカバーするため手数料を細分化して、細かな料金を取る会社もある。そこで、この点の具体的な状況を紹介しよう。

第1は、最低手数料の設定である。

エクイタブル社では、「取引には固定のコストが存在するため、最低限そのコストをカバーするために最低手数料を徴収している」とのことである。その水準は、ほぼ50ドル前後に落ちている(下表)。

エクイタブル社	50ドル
JC・ブラッドフォード社	50ドル
メシロ・ファイナンス社	65ドル
ウィリアム・ブレア社	45ドル

第2に、通常の手数料のほかに種々の名目を設けて、料金を取るケースがある。その中で最も多かったのは、1回あたり3ドル程度の取扱い手数料の徴収である(英語では、Postage and handling charge)。JC・ブラッドフォード社によると、「当社は3ドルであり、他の多くの証券会社でも同様に売買1回あたりの手数料を徴収しており、その中で当社は安いほうである。メリルリンチ社は4.85ドルである」とのことである。同様の名目の手数料は、メシロ・ファイナンスでは3.5ドルである。

そのほか、名義書換手数料や売却代金の振込み手数料、利子配当の受入代行手数料などこまめにとっている業者もある。AG・エドワーズ社

によれば、「こうした委託手数料以外の手数料は、費用を賄うだけのものであり、それで収益を上げるというわけではない」とのことである。もちろん、ウィリアム・ブレア社のように、「フルコミッションを要求しているので、郵便代その他取引のためのフィーなどの名目で徴収することはない」という会社もある。

## 6. ディスカウント（割引）の権限

さて、それでは手数料が自由化されると、その料率設定は自由になり、当然、交渉によっては割引（ディスカウント）もありうることになる。

まず、ディスカウントは何を基準に算出しているかという点、各社が外務員に渡しているテーブル表に基づいているわけであり、それは最初に見たようにメーデー直前のNYSEの手数料体系に依拠している。そこで、まず最初に問題となるのはディスカウント（割引）の権限は誰にあるか、割引率の実状はどうか、という点である。

まず割引の権限であるが、エクィタブル社から「外務員の判断に任されている。というのはどういう場合に割引が必要かを最も良く知っているのは外務員だから」という答えがかえってきており、他社でも同様である。ただし、当然のことながら、その権限の幅には各社によって違いがある。

AG・エドワーズ社では、「25%までは外務員の裁量に任せているが、26%から50%の割引率になると外務員は支店長の承認を取り付けねばならず、それ以上になると本店の支店担当者の許可が必要」としている。ステイフル・ニコラス社（セントルイス市）では、「基本的に割引は避けるという方針であるが、割引を認

めないビジネスがやっていると、支店長の承認済みという条件を付けて、40%までの割引を認めている」とのことである。

## 7. 割引率と歩合戻しの連動

また無制限な割り引きを防ぐという配慮から、割引の率と外務員の歩合戻しを連動させている会社が多かった。そこで次に割引率と歩合戻し率（これをペイアウト、Pay-outとよんでいる）を連動させている会社を紹介しよう。

ウィリアム・ブレア社では、「外務員が割り引きする場合40%までは歩合戻し率を変えないが、これを超えて割り引きしたいということであれば、外務員に支払われるペイアウトが減っていく」とのことである。ニューザンルイス社（ニューヨーク市）では、「30%を超えた割り引きについては外務員が自分の取り分から支払う」となっており、会社としては割引による減収は30%までの歯止めがかかっているようである。

またエクィタブル社では次のようになっている。すなわち同社では1件あたりのグロスの手数料収入について歩合戻し比率を変えている。同社は最低手数料を50ドルとしている（前述）ので、売買1件あたりグロスの手数料が50ドルから99ドルまでの場合には、戻し率は25%、100ドルから200ドルまでは30%、それ以上は40%となっている。したがって、割引の結果、たとえばグロスで手数料が250ドルであったものを150ドルにする（40%減）と、戻し率は40%から30%に減ることになり、外務員の取り分は100ドルから45ドルへ大幅に減収する（55%減）ことになる。

JC・ブラッドフォードでは、割引率が20%以下、ないしは割引きしてもグロスの手数料が300ドル以上の場合には、どれほど割引きしても

戻し率に変化はないが、割引率が20%を超え、かつその結果300ドル以下になる場合には、割引率が5ポイント増えるごとに戻し率を1%割るといっている。つまり割引率が25%だと1%減、30%だと2%減というように。

## 8. 割引きのケース

次にどのような場合に割引するかであるが、二、三、紹介しておこう。メシロ・ファイナンス社では「割り引きのケースは2つ。一つはあたらしい顧客口座が開設された時にすべての取引について割り引きを行うというもの。もう一つは長期的な関係にある顧客で多額の取引を行っている場合などである。」といっている。同様にエクィタブル社でも「割引きを行うのは、新しくビジネスを獲得する場合、取引量が非常に大きい顧客の場合」とのことである。

他方、AG・エドワーズでは、「取引金額が非常に大きく、取引が活発に行われている口座の顧客のために行っている。顧客を繋ぎ止めるために割引するのであって新しい顧客の獲得手段としてではない」とのことであった。

なお、割引の実際の範囲であるが、ウィリアム・ブレア社では割引対象は顧客の20%で、割引率は平均35%から40%とされている。これは若干、低い数字で、JC・ブラッドフォードでは、取引の5割くらいは多少の割引が行われているとのことである。

## Ⅲ. 手数料自由化と市場集中義務

他方、手数料自由化は、アメリカでは市場集中義務の緩和、市場間競争の促進、市場分断対策としてのCTS、CQS、ITSなどからなる全米市場システム（後述）など広範な証券取引シ

テムの変革を随伴した。しかしそれが唯一の道ではなく、ヨーロッパのように手数料自由化がより一層の中央市場への取引集中を伴った国もある。これらの経験はどの程度までわが国に適用可能なのであるか。

## 1. 全米市場システムの背景と内容

最初で見たように手数料自由化の背景は、市場分裂と互惠取引の横行にあった。したがって、SECとしては、その原因となった固定手数料制を廃止させるだけでなく、分裂した市場を何らかのやり方で再び集中させる必要があった。分裂した市場は流動性を減少させ、市場情報の分断による透明性の欠如は投資家の最良執行を困難にさせるからである。

ところで市場分断の補正策としては、2通りの方法が考えられた。1つは、FRB元議長であったマーチン氏がNYSE理事会から委嘱されて行った1971年の報告書<sup>6)</sup>、いわゆるマーチンレポートが主張したもので、全国の証券取引所を統合し、各証券取引所はその1部門となり、各部門の上場証券はそこでしか売買させない、すなわち重複上場、非上場取引特権を認めないというものである。市場集中義務の徹底であり、単一市場アプローチといわれるものである。このアプローチをとれば、流動性の分断、情報の分断を回避することが出来る。しかし市場間競争を排除することになるので、競争による効果は得られない。

第2は、これとは反対に異なる複数の市場の存在を認め、これら市場間の相互の競争を促進させることで競争の効果を享受しつつ、市場分断に対する対策としては異なる各市場をコンピューターでリンクさせ市場情報の統合を通じて透明性の向上、最良執行の確保を図るというも



のである。これが全米市場システムであり、SECがとった選択であった。そこで、SECは、市場間競争の阻害要因となるNYSEの市場集中義務を次のやり方で緩和させた。

まず75年に規則19c-1を採択し、NYSE規則394条（委託注文の場外への回送を禁止）を撤廃させた（76年3月）。次に委託注文同士のクロスおよび自己向かいによるクロスの場合の禁止条項についても、これを撤廃させるべく1978年に規則19c-2を提案したが、あまりに過激な影響をもたらすとの懸念から規則19c-2の提案は後に撤回される。代わって、規則19c-3が80年に採択された。これは79年4月26日以降に上場した銘柄については自己・委託を問わず市場集中義務の撤廃を規定している<sup>7)</sup>。

他方、市場分断に対する補正策としては、①各市場において行われた取引情報（取引成立銘柄の価格、株数、執行市場）の統合とそのオンラインでの公表（CTS, Consolidated Tape System）、②各市場における気配情報（最良気配と株数）の統合とそのオンラインでの公表（CQS, Composite Quotation System）、③市場間の注文回送システムによる顧客注文の最良執行市場への回送（ITS, Inter-market Transaction System）の3つの措置が取られた。このようにSECは市場分断対策として、取引・気配情報の統合による最良執行の確保を目指したのである。ただし、これは情報分断への対策とはなるが、流動性分断への対策とはなっていない<sup>8)</sup>。

## 2. 全米市場システムの評価

かくして、証券取引システムのあり方として全米市場システムは唯一無二というわけではない。

そのメリットは、市場集中義務の撤廃を通じて市場間競争を促進し、もって競争効果が得られるという点にある。しからば、①市場間競争とは何か。そこでは何をめぐって競争が展開されるのか、その結果得られる競争上のメリットとはどのようなものか、がまず問題となる。また冒頭で見たように、イギリスを除くヨーロッパ諸国では、手数料自由化は地方取引所の統合・廃止（中央市場への取引集中）すなわち単一市場アプローチを随伴している。したがって、市場集中義務を維持しながら競争効果を得ることが出来るのか、があわせて問題となろう。

次に、市場集中義務を撤廃すれば市場分断あるいはその拡大の可能性が生じる。そのためにSECはCTS, CQS, ITSを導入したが、そこで、②これらの措置によって、どの程度まで最良執行の確保が担保されたと考えられるか、が第2の問題となる。もちろんこれらのシステム構築にはコストがかかるから、そのコストベネフィットも勘案すべきということになる。第2の論点については、SECは常に関心を持っており、全米市場システムのフォローを怠っていない。その直近の報告書が、「マーケット2000」(SEC, *Market 2000: An Examination of Current Equity Market Development*, January 1994, 以下「報告書」と略)であった。

### (1) 競争の効果

米澤康博教授（筑波大学）によると<sup>9)</sup>、一般に市場間競争とは、上場獲得競争と取引獲得競争の2つであると整理でき、特に問題となっているのは取引獲得競争であるとされる。この取引獲得競争において何が競われているかといえは、執行コスト（手数料のほか、bid and ask spread, 市場インパクト, タイミング・コスト,

オープンユニティ・コスト)がどれだけ低くできるか、サービスの向上・拡大（たとえば取引時間外の取引サービスの提供）、これらを可能とするイノベーションの開発（例えば小口注文自動処理システム）等である。このような視点からするとNYSEへの市場集中は一種の独占状態であり、これらの執行コスト削減、サービス改善、イノベーション開発に対するインセンティブが十分ではない、と同教授はいう。事実、「報告書」もまた、「過去20年間の市場におけるイノベーションは第三市場マーケットメイカーやPTS (Proprietary Trading System, 私設取引システム) のような主要マーケット以外の代替市場から、あるいは代替市場の競争圧力に促されて生まれた」と主張している<sup>10)</sup>。

しかし一方、ヨーロッパ各国の証券取引所はむしろ一層、厳格な単一市場アプローチをとっている。これらの国では競争効果は得られないのか。これらの国は、国内では市場間競争のインセンティブはおきかないものの海外との間では激烈な競争圧力にさらされている。というのは、イギリスにおける86年の市場改革（いわゆるビッグバン）によって、ロンドン証券取引所（LSE）の外国株部門（SEAQインターナショナル）が成長したが、これが欧州に競争圧力となったのである。というのは、①欧州諸国間には時差がほとんどなく立会時間が重なること、②SEAQインターは、LSEが認知する海外市場の上場企業の株式に対して3社以上（93年までは2社以上）の会員業者が確定気配を表示するマーケットメイカーとしてLSEに登録するだけで気配が表示できる、いわば巨大な「勝手上場」の市場であり、欧州証券取引所と競争関係にある。しかも、③96年からEU投資サービス指令が実施され、各証券取引所はこれまで他国に海外端末

を設置する場合には必要とされていた受入れ国側の許可が不要となり、海外端末設置を通じた取引獲得競争が現実化しはじめている。このようにみると、ヨーロッパの場合には、国内で単一市場アプローチを採用しても市場間競争へのインセンティブは十分働いているといえよう。

### (2) 市場分断への補正策

アメリカでは、市場間競争を喚起させるための工夫とは、市場集中義務の緩和というわけであるが、しかし、これによって市場分断およびその拡大の恐れが生じる。現象的に見ると、地方取引所、第三市場、PTS（私設取引システム）の出来高が拡大し、NYSEのシェアが低下している。この点につき、「報告書」は「価格発見、流動性が悪影響を受けるほどには市場は分裂していない<sup>11)</sup>」との認識である。NYSEはNYSE上場銘柄の出来高のなお70%をキープしているのであって、流動性分断については何らかの手当てをするほどではないというわけであろう。

それでは情報分断への対策および最良執行の保証については十分な成果が得られているか。この点につき、行澤一人助教授（神戸大学）は、「各市場間を通信ネットワークで結び、取引情報を集約することによって市場全体の透明性を拡大し、もって投資家にとっての最良執行を保証するという前提は、20年以上を経過した今日なお十分な意味で完成されていない」と論評されている<sup>12)</sup>。すなわちSECは、「報告書」の中で、透明性向上、投資家の公平な扱い、公正な市場間競争、開かれた市場アクセス、の4つの観点からいくつかの提案を行っている。これらの提案は10数項目にわたっているが、これらに対していくつかの具体的な規則改正案がこれま

で明らかにしている。このうち主なものをあげると、①指値注文表示ルール(規則11Ac 1-4)、②改正気配ルール(規則11Ac 1-1)、③価格向上ルール(規則11Ac 1-5)、④オーダーフローペイメント<sup>13)</sup>の開示、である。このうち①、②は97年1月19日より施行、③は採用が延期、④は施行がたびたび延期されている。

まず、①表示ルールの改正は、『報告書』の提案「スペシャリスト、店頭マーケットメイカーは最良気配よりも有利な指値注文があった場合にはこれを積極的に表示し、その執行を保護すること」、に対応するものである。すなわち取引所スペシャリストや店頭マーケットメイカーが自ら表示する売買気配よりも有利な顧客の指値注文がある場合には、その顧客の指値と株数を30秒以内にネットワーク上のディスプレイに表示しなければならないとするものである。

NYSEはもともと完全な競売買制ではなく部分的にディーラーズマーケットを混在させたスペシャリスト制度をとっており、このほかNYSE以外にマーケットメイカー制のNASDAQ、第三市場が併存している。これらスペシャリスト、マーケットメイカーは自らが管理する注文情報を外部に開示する必要はないのである。さらに、先述のCQS(気配統合システム)ではスペシャリストが最良気配を入力するのであって、電子ブック上の最良気配が自動的に公開されているわけではない。そこにスペシャリストの裁量の余地が働く。たとえば市場実勢から判断して最良気配を更新しない方が投資家にとって良い値段での執行が期待できると判断した場合には気配を更新しなくてもよいし、最良気配より優先する指値注文が発注されても、それが極端に少額の場合は市場実勢を反映しないと判断して気配更新しなくてもよいのであ

る。

しかし、今回の新しい規則は、そのようなディーラーズマーケットの併存を認めながらも競売買制度のメリットである価格向上をぎりぎりまで追求するため、価格において最も優先する注文を積極的に開示してこれに相当する注文を誘おうというのである。

次に②の改正案には2つの内容があって、1つは、スペシャリスト、店頭マーケットメイカーがECN(電子取引ネットワーク、Electronic Communications Networks)に顧客に提示している気配よりも有利な気配を出したときにはそれを開示しなければならないというものである。ここでいうECNとはNASDAQのスクリーン取引システムであるセレクトネット<sup>14)</sup>やPTSのひとつであるインスティネットを指している<sup>15)</sup>。これらは現行の規則ではCQS(気配統合システム)には参加していない。したがって、改正案②の目的の1つは、これらのシステムに提示されている気配も統合させようということである。

また②の改正案のもう1つの内容は、全上場銘柄につき、取引量1%以上を取扱っているスペシャリスト、店頭マーケットメイカーはその銘柄の売り買い双方の気配を継続的に表示すべしというものである。現行の気配ルールによれば、市場集中義務を解除されている19c-3銘柄についてはNYSE、AMEX以外の地方証券取引所スペシャリスト、第三市場マーケットメイカーのうちシェア1%の業者は確定気配を表示する義務があるが、それ以外の上場銘柄については取引高シェアが最大のスペシャリストまたはマーケットメイカーのみに気配公表の義務があるとされていた。今回、19c-3銘柄以外の銘柄についてもこの1%基準の適用を広げたの

である。

他方、③は、『報告書』の提案「注文提示規則の導入、Order Exposure Rule」に対応するもので、その内容は、成行注文を取引所スペシャリスト、店頭マーケットメイカーがその提示する最良気配で自動的に執行する前に、一定の時間、当該注文をCQSに晒してより良い価格での執行を確保しようというにある。このルール導入にあたってはスペシャリスト、マーケットメイカーの反対が強く、採用は延期されている。

最後の④は、オーダーフローペイメント(OFP)が問題視されていることから提案されたものである。OFPに対しては、OFPそれ自体およびそれによるレポートの金額は、CTSやCQSに反映されていない。このために市場全体の価格効率を阻害している恐れがある。また、OFPを行わないスペシャリスト、店頭マーケットメイカーとの関係で競争制限的な効果がある。自動回送システムを利用するため、ブローカーが最良執行市場を探索する努力を放棄してしまう。気配に基づく注文獲得競争が展開されないため、スペシャリストやマーケットメイカーがスプレッドを縮める努力をしないようになる、などの批判がある。そこでSECとしては、ブローカー、ディーラーに対して注文回送の代価として金銭を得たかどうか、また、どの程度まで顧客の注文に価格向上の機会が与えられたか、について情報開示を要求したのであった。

### (3) 市場集中義務撤廃の是非

以上のように見ると、市場集中義務を撤廃させ、これによって国内に市場間競争を持ち込むことの是非については、いくつかの前提条件を吟味しなければならないことが分かるであろう。

まず第1に、我が国はヨーロッパと同様に市

場集中義務を維持したままで競争効果が発揮できるような状況になっているか、という問題である。国内には複数の取引所ならびに店頭市場が存在し、さらには同時時間帯にはアジア各国証券市場も立会いを行っているが、少なくとも現物株についてみれば<sup>16)</sup>、競争が展開されているとはいえない状況である。したがって、競争効果が発揮できるようにするためには、ヨーロッパと違って、やはり市場集中義務の何らかの手直しが避けられないのではないか。

第2に、市場集中義務を緩和すれば、それだけで東証のシェアが低下し流動性に問題が生じることはないであろう。しかし、複数の市場が存在するようになれば(そしてまた、競争効果が発揮出来る程度には複数市場が出現する必要がある)、その出来情報、気配情報を何らかのやり方で統合する必要は必ず生じる。それにはコストがかかる。そのコストベネフィットを計算する必要があることは言うまでもない。

### 注

- 1) 本稿は、筆者が団員として参加した日本証券業協会大阪地区協会「大阪米国証券市場視察団」の調査報告書の分担箇所の一部修正を加えたものである。本稿は、調査団報告書の見解と必ずしも一致するものではなく、筆者の個人的見解に基づくものである。
- 2) 当該規則は国法証券取引所が会員に固定手数料率を課することを禁止する、というものである。
- 3) Securities Exchange Act Release No.11203 (1975年1月23日)。
- 4) 固定手数料制がいかなる理由で廃止に追い込まれ、その後、アメリカ証券業界はいかなる変貌を遂げたかについては、佐賀卓雄「アメリカの証券業」(東洋経済新報社、1991年)が詳しい。
- 5) SEC, *Survey of Commission Charges on Brokerage Transactions, Directorates of Economic and Policy Analysis*, 1980.
- 6) "The Securities Markets", 1971. (邦訳「証券市場-マーチン・レポート」【インベストメント】24巻5号, 1971年10月)
- 7) 「79年4月26日以降に上場した銘柄」と限定した理由は、これらはいずれも最近まで店頭市場で売買されていたもので、市場集中義務を解除しても過激な影響をもたらさないと

判断されたからである ('Introduction and Historical Background', in SEC, *Market 2000: An Examination of Current Equity Market Development*, January 1994.)。

- 8) ITSは証券会社の店頭から直接に最良執行市場へ回送するものではなく、流動性の統合に資する手段とはいえない。
- 9) 米澤康博「手数料自由化と市場間競争」(日本証券業協会大阪地区協会編「大阪米国証券市場視察団報告書」1996年12月、所収)。以下は、同論文による。
- 10) SEC, *ibid*, pp13~14.
- 11) SEC, *ibid*, p14.
- 12) 行澤一人「手数料自由化問題と市場自由化問題～アメリカの経験に学ぶ」(日本証券業協会大阪地区協会編「大阪米国証券市場視察団報告書」1996年12月、所収)。以下は、同論文による。
- 13) オーダーフローベイメントとは、地方取引所スペシャル

ストや第三市場マーケットメイカーが、小口の注文を獲得するためにブローカーに金銭を支払う慣行を指す。ブローカーはディスカウンターが多く、これで得たりべートを最終顧客から徴収する手数料の割引きの原資にしているといわれる。

- 14) NASDAQでは気配はスクリーン表示されるが、取引きの約定は電話で交渉、締結されるのが一般的である。ところが87年のブラックマンデーの時に電話での売買が不可能になったため電話方式によらず端末を通じた売買交渉を可能にする必要が生じた。そこで生まれたのがSelect-Netである。
- 15) ただし、価格発見機能を持たないインスティテットクロッシングシステムやポジット、ブローカーディーラーの店内注文回送システムは含まないとされる。
- 16) 先物・オプションについてはシンガポールのSIMEXが大証と競争している。

(当所大阪研究所主任研究員)