

オンライン・ブローカーと オーダー・フロー・ペイメント

伊 豆 久

要 旨

周知のように、米国の証券市場では、1975年の委託手数料の完全自由化以降激しい価格競争が繰り広げられて来たが、95年頃からそこにインターネットブームが入り込むことで、オンラインで注文を受ける新たなディスカウント・ブローカーが数多く誕生している。そうしたオンライン・ブローカーの委託手数料は、1回あたり30ドル以下と極端に安くなっているが、それはコストの削減や機械化といった理由だけでは説明できないのであって、そこではオーダー・フロー・ペイメントと呼ばれる執行業者からの一種のリベートが大きな役割をはたしている。

すなわち、オンライン・ブローカーをはじめとするリテール・ブローカーは、顧客注文を執行市場に回送する際、執行手数料を支払うどころか、逆に手数料を得ているのであり、オンライン・ブローカーに異常なまでの価格引き下げができるのも、そうした隠れた収入があるからなのである。

こうした事実から考えると、顧客の注文をオンラインで受けること、委託手数料が安いこと、といったオンライン・ブローカーの特徴は、ブローカー証券会社間の価格競争だけではなく、オーダー・フロー・ペイメントを含んだ執行市場間の競争のあり方とも密接な関係にあることがわかる。

本稿では、こうした観点から米国証券市場におけるオンライン・ブローカーの委託手数料の特徴を整理し、それをもとに、ブローカー間の委託手数料をめぐる競争と執行市場間の競争の関係を検討する。

目次

- I. はじめに
- II. オンライン・ブローカーの特徴
 - 1. 委託手数料の特徴
 - 2. 提供サービスの限定
 - 3. 受注業務におけるコスト削減

- 4. 委託手数料以外の収入
- III. 市場間競争とオーダー・フロー・ペイメント
- IV. オーダー・フロー・ペイメントと最良執行義務
- V. 証券市場における価格競争

I. はじめに

米国の証券市場では、1975年の手数料自由化以降ディスカウント・ブローカー（ディスカウンター）と呼ばれる手数料割引業者が登場し、激しい価格競争が展開されてきたことはよく知られている¹⁾。証券業全体のリテール部門での委託手数料収入に占めるディスカウンターのシェアは、96年には15%に達している²⁾。

さらに95年ごろから、顧客がパソコンから入力した注文を電話回線を使って電子的な形のまま受け取る新しいタイプのブローカー（オンライン・トレーダー、エレクトロニック・ブローカー）が急増し、インターネットブームもあって³⁾マスコミの注目を集めている。こうした新しい業者の登場に対して、電話を主たる受注手段としてきた従来のディスカウント・ブローカーも、オンライン専用の口座を提供するようになり、ブローカレッジ業務におけるオンライン受注の比率は急速に高まっている⁴⁾。

オンライン・ブローカーの委託手数料は、取引1回につき30ドル以下と極めて低く設定されており、中には、「委託手数料ゼロ（コミッション・フリー）」を謳い文句とする業者（エンパイア・ファイナンシャル社）も登場するなど⁵⁾、米国証券界での手数料競争はとどまるところを知らないかのようである。

しかし、こうした委託手数料競争の背景にあるのは、ブローカー証券会社の機械化、コスト削減努力だけではない。そこでは、米国証券市場における「特異な」執行市場間競争が大きな役割を果たしているのであって、その「特異性」を象徴するのがオーダー・フロー・ペイメント（Payment for Order Flow, POF）と呼ばれる執行業者からブローカーへのリベートである。

顧客投資家から注文を受けたブローカーは、自らがマーケットメイクするのでなければ、執行市場に注文を回送して取引を約定するのであるが、ニューヨーク証券取引所（NYSE）とアメリカン証券取引所（Amex）を除く執行市場の多く（地方取引所と店頭市場マーケットメーカー）は、執行手数料を徴収するのではなく、逆に、注文を回送してくれたブローカーに現金を支払っている。いわば注文を「買い取る」わけである。ブローカーからすればそうした執行業者に注文を回送すれば執行サービスを得られると同時に注文「売却」による副収入が得られることになる。となると当然、ブローカーが執行市場を選択する際には、執行そのものの良し悪しの他にPOFの多寡が重要な判断材料とならざるをえない。そして、実際のところ、オンライン・ブローカーの極端に低い委託手数料も、こうした副収入があるからこそ可能となっているのである⁶⁾。

つまり、オンライン・ブローカーに見られる

委託手数料の異常とも言える引き下げ競争は、ブローカーへのリベートという手段をも伴った執行市場間の激しい注文獲得競争と密接に関係しているのであって、提供サービスの限定やコスト削減といった個別ブローカーの経営努力の観点だけからは理解できない性格をもっているのである。

以下、本稿では、オンライン・ブローカーの手数料体系の特徴を足掛かりとして、米国証券市場におけるブローカー業務の低手数料化・オンライン化等の変化と執行市場間競争の関係を検討することとする。

II. オンライン・ブローカーの特徴

1. 委託手数料の特徴

はじめに述べたように、本稿で言うオンライン・ブローカーとは、顧客からの売買注文を、フルサービス証券会社のように投資アドバイスをおこなう営業員を通してではなく、また、通常のディスカウント・ブローカーのように電話を通してでもなく、オンラインで受ける証券会社⁷⁾のことである。そうした受注手段の違いは、証券会社のブローカレッジ業務においてどのような意味をもっているのか、まずは委託手数料のあり方からその特徴を探ることとする。

オンライン・ブローカーの手数料の最も大きな特徴は、改めて言うまでもないが、その額が極端に低いことである。フルサービス証券会社であれば、どんなにわずかな取引でも最低50ドル前後は必要であり、例えば30ドルの株を1000株も買えば通常500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30ドル以下となっている。株価、株数が大

きい注文であれば、フルサービスの1割以下となることも珍しくないのである。

第二の特徴は、ただ安いだけではなく、他では見られないフラット（一律）体系と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1回につきいくらかという形になっている⁸⁾。フルサービス証券会社や通常のディスカウント・ブローカーの手数料は、基本的に株価と株数を縦軸・横軸としたマトリックスで決められており、株価や株数が大きくなれば手数料も大きくなっている。最近では預かり資産額をベースにしたフィー体系への移行が進んでいるとはいえ、オンライン・ブローカー以外では、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⁹⁾。

三つめの特徴は、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、指値注文か成行注文かなどで細かく限定されていることである。しかも、最低の手数料が適用される注文の種類をよく見てみると、各社に共通した特徴があることがわかる。それを抜き出すと、株価が1ドル以上の銘柄で、成行注文、かつ、100株から5000株程度の大きさの注文ということになる。複数の発注方法が可能な場合は、注文方法によっても差がつけられており、手数料は、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、かつ注文の種類の限定という特徴をもつのはなぜなのか、次に見てみよう。

2. 提供サービスの限定

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18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対応
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 インターネット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1部門) http://www.rapidtrade.com/	1回19.75ドル(2ドル/株以上、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
eBroker (All American Brokers, Inc. の1部門) http://www.ebroker.com/	1回12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株以下で成行注文) 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
E*Trade Securities, Inc. http://www.etrade.com/	1回14.95ドル(上場銘柄、5000株以下、成行注文) 5000株以上の場合、14.95ドル+1セント/株 上場銘柄の指値注文・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、成行注文) 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 3000株以上の上場銘柄の場合、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/月まで売買可能 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

会社名・アドレス	委託手数料
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(成行注文) 1回19.95ドル(指値注文) ただし、5000株以上の注文の場合、1セント/株 店頭銘柄(1ドル/株以上) 1回14.95ドル(成行注文) 1回19.95ドル(指値注文)
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1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ドル/株以下の上場銘柄の場合 プラス1セント/株 上場銘柄の逆指値注文は、プラス1セント/株
Pacific Brokerage Services, Inc. http://www.tradepbs.com/	1回15ドル インターネット以外のオンラインでの注文の場合、19ドル 電話での注文の場合、5000株以下なら29ドル、5000株以上 ならプラス1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ドルを越える投資 家に対しては、1回29.95ドルに割引
Pro Trade (The Heritage Groupの1部門) http://www.protradel.com/	1回12ドル
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 & Otaivaro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
Wyse Securities (Pyramid Financial Corporationの1部門) http://www.compu-trade.com/	1回19.95ドル ただし、取引1回につき「取扱手数料」として2.5ドルを徴収

(出所)各社のホームページより作成。ただし、データは97年3月時点のものである。

委託手数料を安くできる第一の理由は、通常のディスカウンターにもあてはまることであるが、顧客への提供サービスが限定されていることである。

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。ディスカウント・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1対1で伝える外務員も不要なのである。つまり、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が存在しない。

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開拓するのに対して、ディスカウンターは、広告を中心にマスとして顧客を獲得するのである。

こうしたことが証券会社にとって意味するのは、外務員報酬や顧客開拓費用の削減だけではない。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、スコッ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は致しません」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。ところがディスカウンターは対照的に、投資の適合性については顧客自

身の判断に委ね、その分、徴収する手数料も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、401(k)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15分遅れのものは無料でリアルタイムのものは有料、リサーチレポート等も提供しないか有料となっている。

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。

3. 受注業務におけるコスト削減

手数料をディスカウント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合理化が追求されていることである。

まず、オンライン・ブローカーの名前の通り、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。こうした証券会社には、支店や営業員がいないだけでなく、従来のディスカウント・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。オンライン専門のブローカーでは、顧客から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、電話での連絡に応じるのは、コンピューターシステムが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）

そして、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、むしろ積極的に宣伝されている。例えばeブローカー社のホームページによれば、「フリーダイヤル料金も誰かが負担しているものであり、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「s(ch)wab」と表記し、多店舗展開している業界最大手の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意味が存在する。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には端末に再入力する作業が必要となる。しかし、オンライン・ブローカーは、自社のシステムを執行市場にリンクさせており、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素通りして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¹⁰⁾。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、執行市場で約定され顧客に取引の報告がなされるまで、わずか数秒しかかからなくなっており、こうしたハイスピード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、ブローカーにとっては、受注・回送にともなう手間、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、もはや証券会社というよりパソコン通信会社に近いとも言えるであろう。

しかしその一方で、こうした自動化は新たな問題も生み出すことになる。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、顧客が決済できなくなる可能性のあるリスクの高い注文や、インサイダー取引、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。こうした問題に対しては、あらかじめチェックすべき項目をインプットしておき、そうした条件に該当し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で対応されている¹¹⁾。もう一つの対応策は、現金取引の場合には、口座に保有されている現金・証券の残高の枠内でしか発注を認めず¹²⁾、またマージン取引の場合も担保等の設定を厳格におこなうという方法である。ほとんどのオンライン・ブローカーが、5千ドルから1万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決済にともなう顧客リスクの軽減を図っているのである¹³⁾。

コンピューターシステムへの依存にともなうもう一つの問題は、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*トレード社では、96年5月に2度のシステムダウンが発生し、その際の顧客への損害賠償額は170万ドルを上回ったという¹⁴⁾。

4. 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、委託手数料以外の様々な収入を得ることで低手数料を実現しているのである。

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収入である。額はわずかではあるが、オンライン・ブローカーならではの副収入と言えよう。

二つ目は、信用取引にともなう金利収入である。委託手数料が安いオンライン・ブローカーの顧客には、信用取引で頻りに売買を行う投資家が多いと言われており、金利収入は一定の比率を占めていると思われる。冒頭に紹介したエンパイア社は、基本的に信用取引口座しか開設を認めておらず、手数料ゼロでもやっている理由の一つとして金利収入を挙げている。

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、何を有料としいくらとするかはまちまちである。また、こうした付随サービスに伴う手数料の他に、すべての注文に対して「郵便料」や「取扱手数料」などの名目で3~4ドルを別途徴収している会社もある。

こうした各種手数料は、フルサービス証券会社でも徴収しているところが少なくないのだが、ただ、オンライン・ブローカーの場合、委託手数料が一律料金となっているだけに、すべての取引に対する別途手数料は投資家に誤解を与えるものと言わざるをえない。例えばエン

パイア社は、冒頭で述べたように「委託手数料ゼロ」をホームページに大きく掲げているものの、よく読むと、「その他手数料」の欄には「すべての取引に対して郵便料3ドル」を徴収すると記されているのである。これでは実質的に委託手数料3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、他社のように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（クイック&レイリ社他）もあるのである。

とは言え、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、本稿冒頭で述べたように、オーダー・フロー・ペイメント(POF)と呼ばれる執行業者からの一種のリベートであり、それが収入の2~4割に達しているのである。また、顧客からの受注業務のオンライン化の主たる目的も、受注業務そのもののコストダウンというよりも、執行市場における自動執行システムと、執行業者・ブローカー間の自動注文回送システムに、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わなければならない。つまり、オンライン・ブローカーの低手数料の理由もそもそものオンライン化の意味も、個別ブローカー会社の合理化という観点だけでは理解しえないのであり、執行市場との関係が重要な意味をもっているのである。そこで次に、オンライン・ブローカーと執行市場をつなぐ最大のポイントとなっているPOFを取り上げ、その角度から、証券市場におけるオンライン・ブローカーの意味を改めて検討することとしよう。

Ⅲ. 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、より多くの注文を集めようと競い合っている。NYSE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り、地方取引所のほか、第三市場でも売買されている。つまり、米国では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が、こうした執行市場の分散化は、それぞれの市場に競争的な気配の提示を促し、かえって実質的かつ効率的な市場統合をもたらすものと考えられたのである。そして、そうした競争が公正になされるように、価格情報と注文回送を全米レベルでネットワーク化したものこそが、1975年の証券諸法改正法によって導入された「全米市場システム(National Market System)」にほかならない。

ところが、店頭市場において、気配の向上ではなくリベートによって小口注文を集めるマーケットメイカーが現れ始めたのである。ニューヨーク所在の大手マーケットメイカーが地方でリテール業務をおこなっているコレスポンダントに手数料を支払ったのがその始まりだと言われているが¹⁰⁾、リベートは、その後、ディスカウント・ブローカーを中心に、コレスポンダント関係のないリテール業者にも支払われるようになった。機械化を進めるために巨額の設備投資をおこなったマーケットメイカーが、POFの支払いによって注文回送の量を安定的に確保しようとしたのである¹¹⁾。POFは、その後上場銘柄へと広がり、第三市場のマーケットメイカーや地方取引所もブローカーからの注文回送を「買

い取る」ようになったのである。最近では上場銘柄の売買の15~20%がPOFを支払う執行業者によって執行されていると言う¹²⁾。

具体的には、ディスカウント・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や地方証券取引所のスペシャリストと契約を結び(あるいはそれらを子会社化し)、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に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、個別の注文ごとに各市場が提示している気配を見比べ、その時点で最も有利な気配を出しているところへ回送するというをおこなっていないのである。

ブローカーと執行業者の契約内容は、1991年のNASDの調査によって明らかにされている¹³⁾が、それによると、まず、執行業者がブローカーに支払うPOFの額は株式1株につき1~2セントであるという。後述のように米国の呼値の単位は通常8分の1ドルであるから、売買スプレッドは最低でも12.5セントはあることになる。つまり、ディーラーからすると、1株1~2セントのコストで12.5セント以上のスプレッドで売買できる注文を集められるのである。ブローカーの側にとってPOFの受け取りがメリットになることは言うまでもないであろう。

ただ、POFの支払いには条件が付けられており、それは、①1カ月に回送される注文数が一定(通常10万株)以上あること、②注文1回あたりの株数が一定以下であること(通常3000株以下¹⁴⁾)、③プログラム売買、指値注文、株価が1ドル以下のものは不可、というものだという。

こうした条件には重要な意味がある。まず、1カ月の回送注文数に下限を設定しているのは、当然、POF契約の相手を最終投資家ではなくブ

ローカー証券会社に限定するためであろう。次に、POFの対象が小口の成行注文に限定されているのは、後述のようにPOFの前提には注文処理の自動化があり、そのためには個別的な扱いが不必要な、つまり機械的自動的な処理が可能な注文だけに絞らざるをえないからである。マーケットメイカーからすれば小口の注文でなければポジションリスクの観点から受動的に受けることは難しく、また、ブローカーからすれば、小口注文の一つひとつについて適切な執行市場を探し、そこに手作業で発注するのは効率的でない。つまり、執行業者、ブローカー双方に小口注文を自動化するインセンティブが存在するのである。逆に、プログラム売買や指値注文がPOFの対象からはずされているのは、それらが自動化の対象とはなりにくく、あるいは、成行注文のように一定のスプレッドを含んだ既存の価格で即座に処理することができないためだと考えられる²⁰⁾。さらに、低位株がPOFの対象外とされているのは、取引所等の規則により、低位株の呼値の単位が16分の1ドル、あるいは32分の1ドルとなっているため²¹⁾ 売買スプレッドが小さく、POFの原資となるだけの利鞘を生まない可能性が高いからであろう。

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（成行注文・株価1ドル以上・100株から5000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1～2セント（3000株の注文であれば30～60ドルに達し、委託手数料を上回る）を得ることができるため、その分、手数料を下げるのであり得るのである。オンライン・ブローカーの受注可能な注文の種類を事

実上規定しているのはPOFの条件だと考えてよいであろう。

そしてまた、顧客から徴収する委託手数料はフラットになっていても、POF収入があるため、オンライン・ブローカーが得る収入は結局注文株数に応じて増加するのであり、その点では、従来のブローカーと変わりはない。つまり、オンライン・ブローカーのフラット型の委託手数料体系が可能となっているのも、POFに負うところが大きいのである。

しかしながら、こうした奇妙な現象は、一体なぜ生じたのであろうか。

それは、何よりも、「全米市場システム」が促進する市場間競争において、第三市場や地方証券取引所が、NYSEとの気配による競争を事実上断念し、代わりに、自動執行システムの導入を進め、執行コストの削減や執行スピードでの競争へと競争の方法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、市場内の自動約定システムとブローカーとの自動注文回送システムを構築することによってコスト低減とスピードアップを図り、かつ、自動回送をおこなうブローカーへのリポートによって注文を集めてきたのである。

価格（気配）での競争が事実上放棄され、リポートによって注文が集められているのであるから、意図されたものからすると、現実の市場間競争はかなりいびつなものになっていると言わざるをえないであろう。しかしながら、地方取引所や第三市場マーケットメイカー等のこうした戦略も、一定の合理性をもつことは否定できない。なぜなら、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す、よりよい価格は当然に

より多くの注文を集めるのであって、規模の経済が働くからである。そのような状況下で単純に価格競争をおこなったとしても、勝者と敗者を固定化するだけのことであり、今世紀の初めには100以上あった地方取引所が現在5つしかないのは、その端的な証明であろう。つまり、市場間競争が促進されれば、主要取引所以外の市場が価格以外の競争方法を模索せざるを得ないのは当然なのである。そして、そのための手段が、固定手数料制のもとでは様々な形での実質的な手数料割引だったのであり、手数料自由化後には自動化とPOFだったのである²²⁾。そして、こうした特殊な執行市場間競争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、委託手数料の極端な引き下げ、発注から確認まで数秒といったスピード執行、すなわちオンライン・ブローカーが可能となったのである。

通常、市場間競争という言葉は執行市場間の競争のみを指して使われるようであるが、ここで、受注市場（ブローカー証券会社と投資家間の市場）間の競争、つまり、ブローカー証券会社間の競争も視野に入れて、市場間競争におけるPOFの意味を整理してみよう。

すると、受注業務のオンライン化によって、受注市場間（ブローカー間）の価格競争は、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、ブローカー間のコスト削減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、執行システムと注文回送の自動化、そしてそれを前提とした執行先の固定化とPOFが可能としたものだと言える。投資家とブローカーの間がオンライン化されることそのものではなく、投資家——ブローカー——執行業者の三者すべてが途切れ

ることなく結ばれることにこそ大きな意味があるのである。と言うのは、前述のように執行市場間競争においては価格競争が不十分にしか展開されていないためマーケットメイカーに超過利潤が生まれ、それがPOFという「パイプ」を通してブローカー市場に補填される結果、受注業務においては逆に過度の価格競争が生まれるのである。執行市場間競争における価格競争の不完全性が、受注市場間競争における過剰な価格競争をもたらしているのだから、そうした価格競争局面の転換を十分に可能ならしめているものこそが、受注業務のオンライン化によるシームレス・トレーディングなのである。

であるから、仮に、執行システムや注文回送方法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、その効果は限られたもの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注文を受け取ってから何秒（分）後に注文を執行市場に回送するのか確かでないからである。これは、注文回送が自動化されていないためであり、このような場合には電話のほうが効率的かつ確実な手段であろう。

IV. 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はどのような意味をもつのであろうか。最大の問題は、リポートを払って注文を集めるような執行市場で、本当に最良執行が得られるのかという点である。投資家の注文は確かに安い手数料で仲介されているとしても、約定される値段が劣っているのであれば、それは投資家の利益を損ない²³⁾、ブローカーの最良執行義務、

顧客忠実義務に反する可能性があるからである²⁴⁾。

現在の「全米市場システム」における最良執行義務の必要条件については、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、そこに異論はないようである。POFを支払っている執行業者も、当然それは順守している。しかしながら、では十分条件は何かとなると、現在のところ意見は大きく別れ激しく対立している。中でも最大の問題は、CQS上の最良気配が常に「本当の最良価格」とは限らないところから生じている。例えば、CQSでは2分の1ドル（50セント）の спреッドとなっても、NYSEなどではその内側で約定される場合がある²⁵⁾。ところがその場合も、POFを払っている執行業者ではほとんどの場合²⁶⁾ 2分の1ドルの спреッドでそのまま執行してしまうのである。「CQS上の最良価格」と「本当の最良価格」の間に差が生じることは、投資家からすれば、得られたはずの価格よりも高い価格での買い（低い価格での売り）を意味し、最良執行に関わる大問題となっているのである。

これに対して、POFを擁護する側（NASD等）は、CQS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委託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、投資家の発注から約定・確認までが短時間でできることも、迅速性という点で執行の最良性を高めているとしている²⁷⁾。

一方、NYSEは、NYSEの価格向上機能の高さ（CQS上の最良の спреッドの内側で約定される比率の高さ）を強調しており²⁸⁾、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。

つまり、CQS上の気配以内での執行という最低要件については意見は一致しているものの、それ以上の最良執行の内容については解釈が食い違っているのである。NASDは、約定価格だけでなく委託手数料の安さや執行の迅速性・確実性など、顧客に提供する執行サービスの全体を総合的に勘案すべきだとしているのに対して、NYSEは価格向上の機会を顧客に与えること、それこそが最良執行の中心的内容であると主張しているのである。

では、実際のところ、POFを支払っている業者での執行はNYSEでの執行に比べて、投資家にとってどれくらいのマイナスとなるのか（NYSEでの執行はいくら得か）という点については、一株あたり0.7～1セントとするもの²⁹⁾もあれば、spreッドが8分の1ドル以上の場合で一株あたり5セント、8分の1ドルの場合を入れても2セントあり、POFの額を上回っている（つまり、マーケットメイカーにはPOFを支払った後にも超過利潤が残る、言い換えると、投資家はPOF全額に相当する委託手数料の割引を受けて他市場で執行するよりも、NYSEでの執行を求めるほうが有利である）とする研究もあり³⁰⁾、現在のところ明確な結論は出ていない。

V. 証券市場における価格競争

POFといった特異な現象が生まれる理由の一つは、ブローカー市場（そこでの価格である委託手数料）は完全に自由化されているにもかかわらず、執行市場（そこでの価格である売買ス

プレッド、あるいはその最低額である呼値の単位）が十分には自由化されていないことにあると思われる。

今、単純化して、投資家の売買コストがブローカー市場でのコスト（委託手数料）と執行市場でのコスト（spreッド）から成るとすれば、POFとは、委託手数料が自由化されているにもかかわらずspreッド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spreッド（利鞘）をもつ執行業者（執行市場）から、激しい価格競争を余儀なくされているブローカーに支払われている補助金だと理解することができよう。言い換えれば、POFを受け取ることができるからこそ、ブローカー市場では異常なまでの手数料引き下げ競争が発生してしまうのである。

こうした観点から、POF問題への有力な対策案の一つとなっているのは、執行市場においても十分な価格競争が展開されるよう、呼値の単位を自由化（十進法、セント単位の採用）するという主張である³¹⁾。現在は、呼値の単位が原則8分の1ドル（12.5セント）となっている（注21参照）ため、売買spreッドは最低でも8分の1ドルはあり、8分の1ドル以内での気配競争は不可能となっている。このことがマーケットメイカーやスペシャリストに非競争的な利益を保証することになっているのであり、その結果、ディーラーは、よりよい気配の提示ではなく、超過利益を原資としたPOFによって注文獲得競争をしているというわけである。

「全米市場システム」下での市場間競争とは、NYSE銘柄の他市場での執行を広範に認め、かつ執行市場が分散化した中で価格の公正さ、透明性、最良執行を維持するために、事前・事後の価格・取引情報および注文そのものをCQS、

CTS、ITSでリンクしたにもすぎない。競争が可能になったとはいえ、いかなる方法で競争するのかについての限定がなされておらず、つまり、価格（気配）による競争となることを保証する制度とはなっていないのである。そして、その障害の一つが呼値の単位が大きすぎることなのである。

委託手数料が自由化される以前には、機関投資家の大口注文がNYSEから流出するという問題が発生したが、その主たる原因は、執行市場の問題というよりも委託手数料の固定制というブローカー市場の問題にあったと考えるべきであろう（注22参照）。ところがNYSE会員会社の委託手数料はNYSEで決定されていたため³²⁾、ブローカー市場の問題が執行市場の問題（執行市場の分裂）として現れざるを得なかったのである。なぜなら、取引所は会員ブローカーに対する自主規制機関であると同時に、執行市場の開設者だからである。したがって、この大口注文のNYSEからの流出という問題は、手数料の自由化によって基本的には³³⁾ 解消されえたと考えてよいのではないと思われる。ところが、委託手数料の自由化とは別の、NYSEの独占性そのものを望しくないとする論理から「全米市場システム」が創出されると、第三市場や地方取引所は、注文回送・執行の自動化を推し進めるとともに、8分の1ドル以上に維持された売買spreッドの下で注文の「買い取り」をおこなうようになり、その結果、自動的に処理しやすい小口注文がNYSEから流出するようになったのである。大口注文をめぐる競争が基本的にブローカー市場における委託手数料をめぐる競争であったのに対して、小口注文をめぐる競争こそが執行市場において展開されていると言ってよいであろう。しかしそれは、繰り返しになるが、

気配による競争ではなく非価格競争として展開されており、しかも、POFによる極端に安い委託手数料としてブローカー市場にも大きな影響を与えているのである。

そこで、呼値の単位を十進法、セント単位にすべきだとの主張がなされているのであるが、これに対しては、ディーラーの側から、それはディーラーの収益を圧迫し、ひいては市場全体の流動性を損なうといった反論がなされているが、それは、委託手数料が自由化される際にブローカーから主張されたものと類似のものと言わざるをえず、現在では説得力をもたないとする見方が一般的なようである。

SECは、さしあたりの最低限の対策として、ブローカーにPOF受け取りの事実を投資家に知らせる義務を課すこととし、94年10月に投資家への開示義務を定めた規則³⁴⁾を発表している。しかし、本来的には「十進法による値付けが望ましく、将来的にはその導入は避けられない」³⁵⁾としている。ただ、十進法への切り替えには市場参加者のシステム変更などのコストがかかるため、次善の策として16分の1ドルへの縮小をできるだけ早期に実施すべきであると自主規制機関に要請している³⁶⁾。

しかしながら、呼値単位の縮小は、新たな問題を生み出す可能性はないのであろうか。例えば、それによってCQS上の売買スプレッドが小さくなった場合、大口から小口まですべての注文に対して、そのスプレッド、すなわち最良価格での執行を保証することができるのだろうか。現在、CQS上の最良気配はほとんどNYSEで形成されているが、そのスプレッドが比較的大きいのは、NYSEでは比較的大口の取引が多いためスプレッドが開きがちになるのではないかと指摘がある³⁷⁾。では、仮に、呼値単位の縮小

により気配競争が本格化し、また、97年1月より指値注文の表示義務が新たに課されたことよって、売買スプレッドが縮小したと仮定すると、その場合、5000株程度以上の大きさの注文はどのように約定されるのであろうか。小口注文の執行に特化している第三市場や地方取引所で、セント単位のスプレッドで気配が提示されるようになった場合を想定すれば、その時、比較的大口の執行においても、その価格で執行することは可能なのだろうか。つまり、現在は、中規模程度の注文をもとに気配が形成されているため、機械的に処理される小口注文の執行にとっては比較的大きな売買スプレッドとなり、そこからの超過利潤がPOFを可能としているのであるが、逆に、小口注文を対象に価格が形成される場合を想定すると、中規模以上の注文はそのような小さなスプレッドでは執行することができず、一本の注文が複数の価格で約定されるか、あるいはより大きなスプレッドで執行されることになるであろう。複数価格での約定を投資家が受け入れるのであれば、問題はない。もし投資家が受け入れなければ、中規模以上の注文には別のスプレッドが適用されることになるのであろうか。しかしそのことは、一物一価の原則を放棄し、小口注文の一株あたりの株価と大口注文の一株あたりの株価が異なることを認めることにほかならない。なぜなら、売買スプレッドは、売値と買値の差、すなわち、株価そのものの形で表現されるために、その「自由化」は、株価そのものの「自由化」を意味するからである。

つまり、現在はスプレッドが広いために、本来的には執行コストに差がある大口と小口も一旦同じスプレッド(株価)で約定された上で、小口注文に対してはPOFによる手数料の引き下

げという形での還元がなされているのであるが、ところが気配での競争が本格化し売買スプレッドが小さくなれば、最良気配でそのまま約定できるのは小口注文だけとなり、大口注文は、複数価格での約定を認めないかぎり、執行が困難となる可能性が生まれるのではないかと思われる。投資家からすれば、株式取引コストとしての「株価」は、委託手数料+売買スプレッド、であるから、委託手数料が大口と小口で異なるようになった段階で、すでに広義の「株価」は一物一価の原則をはみ出していたということになる。そして、自由化と競争が売買スプレッド、すなわち執行市場にまで及ぼうとしているのであり、その時には、狭義の株価そのものが顧客に応じて異なるといった場合も起こりうるのである。このように考えると、売買スプレッドから委託手数料への補助金であるPOFとそれに大きく依存することで誕生したオンライン・ブローカーは、委託手数料(ブローカー市場)から売買スプレッド(執行市場)へと自由化・価格競争が浸潤していく過渡期における現象だと理解することも可能ではないかと思われる³⁸⁾。

注

- 1) 米国のディスカウント・ブローカーについては、証券団体協議会「ディスカウント・ブローカーについて」1992年6月、柴田武男「ディスカウント・ブローカー業の発展と業際問題」『証券研究』第113巻、1995年10月参照。
- 2) "Negotiated Rates and the U.S. Securities Industry", Trends (SIA), vol.23, no.1, Jan.31, 1997, p.10.
- 3) 証券市場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ーサイバースペースからの挑戦ー」『証券レビュー』第36巻第8号、1996年8月、大崎貞和「インターネットが変える証券市場」『財界観測』1996年9月号、橋本慶子「米国における「インターネット・ファイナンス」を巡る動きについて」Discussion Paper (日本銀行金融研究所) 96-J-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る」『証研レポート』1537号、1996年8月参照。
- 4) 全米でのオンライン口座の数は、1997年3月時点で、

150万に達していると推定されている。オンライン・ブローカレッジでも5割近いシェアをもつとされるデイスカウンター最大手のチャールズ・シュワブ社を例にとると、95年末時点でオンライン取引用の口座336,000(ちなみに同社の全口座数は340万)、同口座の資産233億ドル(全口座資産1817億ドル)だったものが、97年3月には口座数712,000(全口座数420万)、資産残高500億ドル(全口座資産2750億ドル)へと、1年余りで2倍強(全口座では口座数で1.2倍、資産額で1.5倍)に増加している。また、シュワブ社における新規開設口座の半分はオンライン口座、注文受注の3割はオンラインでなされるようになったという("Schwab Registers Surge in Investing via the Internet", Wall Street Journal, March 17, 1997)

- 5) K.Weisul, "The Ultimate Discount Broker: Commission-Free Trades: Is This the End of the Price War?", Investment dealers' digest, Jan. 6, 1997.
- 6) E*トレード社によると、POFが同社の収入に占める割合は、95年9月末までの1年間で20%、96年3月までの6カ月間で21%であった(同社の1996年6月7日付登録届出書[Form S-1]による)。また、オンライン・ブローカー全体としては4割に達するという見方もある("On-Line Investing Flourishes as Brokers Slash Commissions on Computer Trades", W.S.J., Sept.27, 1996)
- 7) オンラインで注文を受ける証券会社と言う場合、eブローカー社のように、オンラインでしか注文を受けない、いわばオンライン専業の証券会社と、シュワブ社のように、オンラインの他、担当者が店頭で、あるいはオペレーターが電話で注文を受けることもできる証券会社がある。しかし後者の場合、通常、受注方法が口座の種類に対応して決められており、例えばオンラインで発注しようと思えば専用の口座を開設することが必要である。本稿では、オンライン専業の前者のほか、後者のオンライン口座も加えてオンライン・ブローカーと呼ぶこととする。また、オンラインで注文を受けるには、専用ソフトウェアの利用、商用オンラインの利用、インターネットの利用の3つの方法があり、各社で異なっている(複数の発注方法が使える会社もある)。それぞれには、証券会社・投資家双方のコスト、安全性、汎用性、画面の操作性などの点で違いが存在するが、本稿ではそうした違いは捨象し、電子的な受注である(オンライン・ブローカーである)という共通点に着目している。
- 8) そのバリエーションとして、1回あたりの基本手数料にプラスして一株につき1~2セントを徴収する会社(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・エレクトロニクス社)や、年間800ドル支払えば1カ月につき20回まで追加手数料なしで取引できる会社(アウフアウザー社)もある。
- 9) フルサービス証券会社の手数料のあり方については、大阪米証券市場視察団「大阪米証券市場視察団報告書ー米国証券会社の経営戦略・個別株オプション・自由化と市場間競争ー」日本証券業協会大阪地区協会・大阪証券取引所、1996年、16-23頁参照。

- 10) 淵田康之・西 昭仁・大崎貞和「情報スーパーハイウエイ時代の証券市場—証券取引のエンジニアリング—」【財界観測】1995年3月号。
- 11) ウォーターハウス社でのヒアリングによる。
- 12) こうした方法が一般化すると、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50%でよし、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。
- 13) オンライン・ブローカーにおいてもこうした顧客リスクへの対応策が周到に採られていることは、証券市場におけるブローカー業務の意味を考える上でも示唆的である。オンライン・ブローカーでは、投資アドバイスがカットされ、注文も顧客がパソコンに入力すると自動的に執行市場まで回送されている。また、本稿では触れることができないが、受渡・決済も、多くの場合、清算専門会社にアウトソーシングされておりオンライン・ブローカーは直接には関与しない。ブローカー業務がここまで分解（アンバンドリング）されている中で、それでも、顧客の信用リスクはブローカーの責任で管理されているのである。つまり、ブローカーは、個々の投資家の決済リスクが市場全体に連鎖しないようそれを遮断する役割を担っているのであって、それは、実態的にはパソコンネットワーク会社に限りなく近づいているオンライン・ブローカーでさえ外部化できない、証券市場におけるブローカーの本質的機能だとと言えるであろう。
- 14) 同社の前掲登録届出書による。
- 15) SEC, Release No.34-33026, Oct. 6, 1993. すでに1985年の時点で、経済誌「フォーブス」には店頭市場でのPOFに関する記事が掲載されており、遅くとも80年代前半にはそうした慣行が始まっていたものと思われる。同誌によると、シュワブ社、クイック&レイリ社といったディスカウンターのほか、リテール特化型のフルサービス・ブローカーであるA.G.エドワーズ社などが、マーケットメイカー大手のトロスター・シンガー社、ハーゾク・ヘイン・ゲダルト社、シュワイツァー社などから1株あたり2セントの（あるいはブローカー会社のトレーダーの給与をマーケットメイカーが負担するといった形での）POFを受け取っていたという（J.Sasseen, "Dirty little secret", *Forbes*, June 17, 1985）
- 16) 最近でも、店頭銘柄に対するPOFの額は上場銘柄より大きいと言われている（SEC, *op.cit.*）が、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。ただ、近年、ナスダック市場におけるスプレッドに対して、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（G.Morgenson, "Fun and games on Nasdaq", *Forbes*, August 16, 1993, "NASDAQ Price Spreads Alleged to be Wider than They Need be", *W.S.J.*, May 27, 1994, G.Christie and P.H.Schultz, "Why do NASDAQ Market Makers Avoid Odd-Eighth Quotes?", *The Journal of Finance*, vol.49, no. 5, 1994, W.G.Christie, J.H.Harris, and P.H.Schultz, "Why Did NASDAQ Market Makers Stop Avoiding Odd-Eighth Quotes?", *The Journal of Finance*, vol.49, no. 5, 1994, D.Jamieson, "How the Nasd was corrupted", *Registered Representative*, Oct.1996), 97年1月20日より、スプレッドの内側の値段で出された指値注文をスクリーン上に表示する新たなシステムが導入された。こうした事実上のスプレッド縮小措置に対して、POFの支払いを断念するディーラーも現れている（J.Horowitz, "OTC Market Braces for Impact of New Order-Handling Rules: Kiss Payment for Limit Orders Goodbye", *J.D.D.*, Jan.20, 1997）
- 17) "SEC urges disclosure on order flow payments", *Wall Street & Technology*, Nov.1993.
- 18) NASDの調査内容については、内 誠一郎「米国のオーダー・フロー・ペイメントについて」【証券】1993年10月号9頁, C.M.C.Lee, "Market Integration and Price Execution for NYSE-Listed Securities", *The Journal of Finance*, vol.48 no. 3, p.1014 によった。
- 19) ただし、第三市場最大手メイドフ社が5000株までの自動執行を保証していること（http://www.madoff.com/）、最低手数料での受注範囲を5000株までに設定しているオンライン・ブローカーが多いこと（表1参照）から考えて、現在では、POFの対象となる小口注文の上限は5000株に引き上げられていると推測される。
- 20) メイドフ社は、SECへのコメントレターの中で、扱う取引の半分は指値注文であるが、それにはPOFを支払っていないと述べている（SEC, Division of Market Regulation, *Market 2000: An Examination of Current Equity Market Developments*, 1994, appendix VI, p.44）
- 21) NYSE規則62条は、1ドルを超える株式売買の場合呼値の単位は8分の1ドル以上でなければならないと定めており、Amex規則127条も、5ドル超の株式の呼値単位は8分の1ドルとしている。また、NASDAQは、10ドル以上の株式には呼値の単位として8分の1ドルを適用するシステムとなっている（*Market 2000, Study IV*, p.18. ただし、注36で紹介するようにAmexは97年3月に呼値単位の縮小を決定した）。
- 22) このことは、言い換えると、同じくNYSEからの取引の流出といっても、60年代と80年代以降では、その意味が大きく異なっているということである。60年代の市場の分裂の最大の原因は、機関投資家が固定手数料を割高とみなしたことにあった。だからこそ、当時の地方取引所は「ギブアップ」などの委託手数料の実質的割引を認めることによって、また、取引所会員でないため固定手数料徴収義務のない第三市場・第四市場業者はより低いコストで執行サービスを提供することによって、機関投資家の大口注文を集めようとしたのである。その一定程度の「成功」が60年代の「市場の分裂」と呼ばれる現象にほかならない。ところが、手数料が自由化されると、そうした方法でNYSEやAmexに対抗することは難しくなる。事実、第三市場は78年頃までには消滅、最大手のウィーデン社は経営危機に陥って79年に他企業に買収されているのである。その後、第三市場は復活を遂げるのであるが、その性格は、180度変化した。現在の第三市場最大手のメイドフ社は自動執行とPOFを武器に市場シェアを伸ばしているのであり、しかも、その取扱い対象は1件5000株までの小口注文に限定されているのである。
- 業務対象が大口注文から小口注文に変わったのであり、地方取引所に関しても同様の変化を指摘できよう。（インスティテットなど第四市場は、現在も機関投資家を顧客としているが、そのメリットの中心は、委託手数料の節約から匿名性の維持やマーケットインパクトの回避などに移っている）。このように、主要市場からの取引の流出と言っても、固定手数料制の60年代と交渉手数料制の75年以降では、流出する注文の性格、その原因が大きく異なっているのである。60年代の市場の分裂から手数料の自由化に至る経緯については、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、第2、3章、神崎克郎「アメリカ証券市場の諸問題と改革（1）（2）」【インベストメント】第25巻第5、6号、1972年10、11月を、70年代の第三市場の消滅については佐賀前掲書、60頁を、地方証券取引所の70年代後半からの自動化については、岡本勝美「小口注文自動執行システム—米国内地証券取引所におけるその役割（1）（2）（3）—」【証券レポート】No.1084（1980年10月27日）、No.1087（11月19日）、No.1089（12月1日）を、また、第四市場については中村 寛・今給黎成夫「米国における市場外売買システムの現状とその影響」【証券】1992年12月号を参照。
- 23) 米国の投資情報誌には、ディーブ・ディスカウンターの見かけの安さにだまされまいよう「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」（J.Kim, "Hidden costs of el cheap brokers", *Money*, Jan.1996）と、投資家に注意を促す記事も見られる。もちろん、投資家が執行市場を指定すればブローカーはそれに従わざるをえないが、そうした場合には別途手数料を課すブローカーも多い（エンパイア社他）。手間がかかる上にPOFを受け取れないからであろう。
- 24) 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, Release No.34-33026, Lee, *op.cit.*, "Note: The Perils of Payment for Order Flow", *Harvard Law Review*, May 1994 を参照。また、*Market 2000*では、POFそのものに関する議論は前掲SECリリースに委ねられ直接的には扱われていないが、POFに関する様々な立場からのコメントレターが整理・紹介されている（Appendix VI, pp.39-48）
- 25) NYSE (SuperDot経由の成行注文) での取引の26%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）
- 26) ただし、メイドフ社やシカゴ証券取引所のように、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（*Market 2000*, Appendix VI, p.45）
- 27) 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が可能となった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。コンピューターを使った自動回送、自動執行が可能となるためには、その前提として、成行注文のみを受け付け、かつCQS上の最良気配以上の価格向上を放棄するといった、特殊な受注・執行方法が不可欠なのである。
- 28) NYSEは、95年10月24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CQS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（96年1月からはすべてのNYSE会員会社が参加可能となっている）。メリルリンチ社はこれに合わせてボストン・バ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, J.Willoughby, "NYSE Prime Proposal Sparks Debate Over National System", *J.D.D.*, Dec. 4, 1995, "Regional Exchanges Band Together to Combat the Clout of the Big Board", *W.S.J.*, Dec.12, 1995）しかしながら、価格向上機会の享受が顧客にどの程度アピールするのかは、意見の別れるところである。ナスダック市場のマーケットメイカー、シュワイツァー社は、これまで125社のブローカーに対して1株につき2セントのPOFを支払ってきたが、95年10月、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というリベットの支払いによってではなく、よりよい価格での約定を武器に、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。この計画は、SECからも「全米市場システム」の精神に沿うものと称賛されたが、期待に反して、ブローカー各社は、POFを支払わなくなったメイヤー社を見限り別のマーケットメイカーとの契約に動き始めた。そのため、シュワイツァー社も2カ月足らずで計画を白紙撤回してしまったのである。この出来事は、ブローカーが、価格向上機会を顧客に提供することから期待できる利益よりも、POFという直接的な収入を魅力的だと感じていることをあからさまに示すものであった（"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）
- 29) Lee, *op.cit.*
- 30) Ross, et.al., *op.cit.*
- 31) M.Schroeder, "Will Wall Street Surrender Its 'Pieces of Eight'?", *Business Week*, Nov.22, 1993, J.C.Coffee Jr., "Brokers and Bribery", *New York Law Journal*, Sep.27, 1990.
- 32) 米国だけでなくほとんどの国で、歴史的に、会員証券会社の委託手数料が固定制であり、かつその料率が取引所によって決定されてきた理由、およびそれが自由化に向かっている背景については、二上季代司「ブローカーの存在意義について」【証券レポート】1492号、1992年11月参照。
- 33) 大口注文のNYSEからの流出が委託手数料「のみ」による

というわけでは、もちろんない。そこには、匿名性、マーケットインパクト、執行スピードなど、執行市場そのものあり方に由来するところも決して小さくない。現在も、第四市場 (PTS)、NYSEのクロッシング・セッション、海外でのファックス取引など、通常のNYSE市場以外で、大口取引のかかなりの部分が約定されているのは、手数料が自由化されても通常の取引所取引ではそうした問題をクリアできないからであろう。

- 34) SEC Release No.34-34902, Oct.27, 1994.95年10月2日から実施されたこの規則により、POFを受け取っているブローカーは、口座設定約書、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。
- 35) *Market 2000*, Study IV, p. 9.
- 36) こうした要請に対応して、Amexは、95年2月から、16分の1ドルの呼値単位の適用対象を従来の株価5ドル以下から10ドル以下に拡大し、さらに、97年3月の理事会ですべての銘柄で16分の1ドルとすることを決定した (<http://www.amex.com/news/1997/>)。Nasdaqも97年3月に同様の決定をおこなっている。しかし、呼値単位の縮小がスプレッドの縮小をもたらすことになれば、マーケットメイカーはPOFを支払うことができなくなり、ディスカウント・ブローカーは委託手数料の引き上げに追い込まれることになるであろう ("Quoting Stocks in Smaller Ticks Has Advantages", *W.S.J.*, March 17,

1997)。Market 2000へのコメント・レターでも、複数のディスカウント・ブローカーが、POFがなくなれば委託手数料を引き上げざるをえないと述べている (*Market 2000*, Appendix VI, p.44)。また、E*トレード社は、登録届出書 (前掲) の中で、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に挙げている。

- 37) 小林襄治「市場の『分裂』と競争-SEC市場規制局『マーケット2000』をめぐって-」『証券研究』第114巻、1996年2月、144頁。
- 38) 以上に注記した文献のほか、本稿は、証券取引システムに関する以下の文献に多くを負っている。宇野 淳「変貌する米国株式市場と機関投資家」『インベストメント』第47巻第2号、1994年4月、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10号、1995年、中川英太郎「『マーケット2000』報告書について」『証券』1994年4月号、同「証券市場を取り巻く環境変化と証券取引所の対応 (その五 ニューヨーク証券取引所)」『証券』1995年6月号、二上季代司「取引システムの変化」『証券市場及び証券業の将来像に関する研究会報告書』(財)日本証券経済研究所、1993年8月、淵田康之・大崎貞和「証券市場の競争力-空洞化論への視座-」『財界観測』1994年10月号。

(当所大阪研究所主任研究員)