

## 最良執行義務とは何か

米国では、証券会社は、顧客の代理人として、顧客の注文に関する最良執行(best execution)を確保する義務を負っているものと理解されている。最近、この最良執行義務をめぐる、興味深い判決が出された。我が国においても、手数料の完全自由化や取引所外取引の解禁が現実のものとなれば、最良執行義務という考え方が強調されるようになることが予想されるだけに、米国における動向が注目される。

### 1. 最良執行義務をめぐる問題状況

#### 1) 最良執行義務とは

米国では、証券会社と顧客のように、信認関係(fiduciary relationship)が存在する場合には、相手方の信頼を受け、その者の利益のために行動したり助言したりする義務を負う受託者(fiduciary)は、受託者責任(fiduciary duty)と総称される様々な義務を負うものとされている。様々な場面における受託者責任の具体的内容は、いわゆるコモン・ローによって明らかにされてきた<sup>1</sup>。

コモン・ロー上、受託者責任は、①忠実義務(duty of loyalty)、②自己執行義務(duty not to delegate)、③善管注意義務(duty to exercise reasonable care and skill)、の三つからなるとされる。このうちの忠実義務の表れとして、証券会社は、顧客の代理人として、顧客の注文を顧客にとって可能な限り有利な条件で執行する義務を負うものと理解されている。これが、最良執行義務(duty of best execution)である。代理人たる証券会社は、最良執行義務を果たすよう、相当の注意(due diligence)を払わなければならないものとされる。

証券会社が、こうした義務を負うことは、証券市場の規制・監督機関である証券取引委員会(SEC)によっても認められている<sup>2</sup>。自主規制機関であるニューヨーク証券取引所(NYSE)や全米証券業協会(NASD)の規則においても、一般的に証券会社が最良執行義務

---

<sup>1</sup> なお、ここでいうコモン・ローとは、英国中世の大法官による裁判権の行使を通じて形成されてきたエクイティと対比される概念ではなく、制定法と対比される判例法という意味である。歴史的にみれば、受託者責任を始めとする信託法は、エクイティに属する法領域として発展してきた。

<sup>2</sup> 例えば、94年に発表された『マーケット2000』研究報告書の中では、「ブローカー・ディーラーは、顧客注文の最良執行を得られるよう努める義務を負っている。(SECは、)個別の最良執行に関するルールを制定したり、最良執行を明文によって定義したりはしていない。」と述べられている。

務を負うことが明記されている<sup>3</sup>。

## 2) 不明確な「最良執行」概念

このように、米国法上、証券会社が顧客に対して注文の最良執行を確保する義務を負っていることについては、何ら疑問の余地がないと言ってよい。ところが、最良執行義務の具体的内容は、それほど明確ではない。

ある証券（とりわけ株式）に関する売買注文が一つの証券取引所に集中されている状況の下では、事態は比較的単純である。当該取引所の注文板上における最も有利な指値注文と付け合わされることが、最良執行にあたるかと考えてほぼ問題ない。しかし、現実には、多くの証券が、複数の証券取引所に上場されている上、取引所集中義務の撤廃によって取引所外でも取引されるようになってきている。そこで、1975年の証券市場改革法では、全国市場制度（NMS）の確立がうたわれ、取引所のスペシャリストが各市場で入力された気配を見ることを可能にする CQS（統合気配システム）や最良気配を提示している市場に注文を回送することを可能にする ITS（市場間取引システム）などが整備された。

ところが、1980年代以降、取引所上場銘柄について売りと買いの気配値を提示して取引所外で売買する「第三市場」のマーケット・メーカーや一部の機関投資家や証券業者を対象に当事者間の電子システム上での交渉や付け合わせを可能にする私設取引システム（PTS）などの利用が拡大し、取引執行の場が一層多様化し始めた。この結果、最良執行を確保するためにどれだけの努力を払わなければならないのか（全ての執行ポイントにおける価格をチェックしなければならないか？）、代表的な執行ポイントの価格を最良価格としたのでは足りないのか（NYSE 上場銘柄なら NYSE の最良気配で十分か？）といった疑問が生じ、最良執行概念はかつて考えられていたほど明確なものではなくなってきた。

また、取引執行価格のみを根拠として最良執行かどうかを判定すること自体にも疑問が投げかけられている。そもそも最良執行とは、顧客にとっての取引コストを最小にするということを意味しているものと考えられるが、取引コストを決定するのは執行価格だけではない。例えば、大口注文の場合では、注文自体が価格に影響を与えてしまうというマーケット・インパクトの問題が考慮されなければならないし、即時に取引を執行できないことによる機会費用の発生も無視できないであろう。

更に問題を複雑にしているのは、ペイメント・フォー・オーダーフロー、プリファレンシング、店内化（internalization）、といった取引慣行の登場である。

ペイメント・フォー・オーダーフローとは、スペシャリストやマーケット・メーカーが、ブローカーに対して一株当たり数セントのキックバックを提供して売買注文を回してもらうというものである。インターネットなどのオンラインを通じて顧客から注文を集めるデ

<sup>3</sup> NYSE 規則 123A、NASD 規則 2320 など。

イスカウト・ブローカーが、取引1件当たり10ドルといった格安手数料を提示できるのは、この慣行によるところが大きい。しかし、「受託者は受益者のために行う取引を通じて自らの利益を得てはならない」という忠実義務の原則からすれば問題があるとも考えられ、最良執行義務に反すると見られかねない。

一方、プリファレンシングとは、ブローカーが第三市場の特定の業者と系列関係もしくは友好関係に入り、顧客からの注文を全てその特定の会社に回送するというものである。店内化とは、いわば自社へのプリファレンシングであり、顧客の委託注文に対して自己で向かうことである。これらの慣行は、取引所に注文を回送した場合に予想されるスペシャリストへの手数料支払いなどのコストを回避するために生まれたものだが、顧客注文を他のブローカーやマーケット・メーカーの目にさらすことで得られる価格向上の可能性を奪っているとも考えられ、問題がないとは言えない。

また、最良執行概念が注目を集めるようになった背景として、マーケット・メーカー制による取引を行う Nasdaq 市場の成長がある。本来、店頭取引の仕組みとして発達したマーケット・メーカー制度は、個別相対取引を原則としていたため、顧客あるいはブローカーが取引相手として選択したマーケット・メーカーによって執行価格が異なるのは当然だと考えられていた。しかし、株式店頭市場が Nasdaq 市場として組織化され、NYSE と肩を並べるほどの市場に成長していく中で、多数のマーケット・メーカーの提示する気配の中で最も顧客にとって有利な価格を最良執行の拠り所とすべきであるという観念が生まれた。しかも、最近になって、Nasdaq 市場を巡って、後述するようなマーケット・メーカー談合疑惑が生じ、最良執行概念の在り方が一層注目されるようになってきたのである。

### 3) SEC による最良執行概念明確化への努力

#### (1) 取引執行の場の多様化への対応

こうした中で、SEC は、96年9月、注文執行義務 (Order Execution Obligation) に関する一連の規則を採択した<sup>4</sup>。その主な内容は、以下のように整理できる。

- ①34年法規則 11Ac1-4 を新たに制定し、マーケット・メーカー等が自分の表示している気配値よりも良い値段での指値注文を顧客から受けた場合、原則として表示する義務を課す。
- ②指値注文を表示する代わりに、速やかに i)自分の表示している気配を当該指値注文と同様の値段、数量に変更する、ii)当該指値注文を自ら執行する、iii)当該指値注文を証券取引所または証券業協会の運営するシステム、もしくは④に示す要件を満たす電子取引システム (ECN : Electronic Communications Network) に回送する、といった対応をとることも認められる。

<sup>4</sup> SEC, Release No.34-37619A, September 6, 1996.

③34年法規則 11Ac1-1 を改正し、マーケット・メーカー等が ECN に自ら注文を出す場合、一般に提示している気配値よりも良い値段での注文であれば、気配値に反映させる義務を課す。

④②のマーケット・メーカーに対する義務は、ECN に出された注文の数量及び価格が当該 ECN から証券取引所または証券業協会に伝達され、一般に公表される仕組みとなっており、また当該 ECN がその価格で注文を出したマーケット・メーカー等以外のブローカー・ディーラーによる取引アクセスを認められている場合には免除される<sup>5</sup>。

注文執行義務ルールは、97年1月20日から、全ての上場銘柄及び一部の Nasdaq 登録銘柄の取引に適用され、その後段階的に適用対象を拡大し、97年8月28日以降は、全ての Nasdaq 登録銘柄が適用対象となった。

この規則自体は、最良執行義務についての新たなルールを定めたものではないが、顧客の立場からすれば、最良執行が確保される可能性が高められたと評価することができる。すなわち、従来、Nasdaq 市場では、Nasdaq 取引端末上で確認される最良気配（いわゆる National Best Bid and Offer: NBBO）での執行が、最良執行にあたるという業界の暗黙の了解が存在した。注文執行義務ルールの施行によって、マーケット・メーカーの気配値よりも有利な注文や気配が ECN 上に現れた場合には NBBO に正しく反映されるようになったわけである。執行ポイントの多様化に伴う最良執行概念の不明確化という問題の解決に向けて、一歩前進が図られたと言えよう。

## （2）ペイメント・フォー・オーダーフローへの対応

一方、これに先立つ 94年10月、SEC は、ペイメント・フォー・オーダーフローに関する規則整備を行った<sup>6</sup>。

第一に、34年法規則 10b-10 を改正し、ブローカー・ディーラーに対して、全国市場制度の対象となっている証券の売買に関して顧客から注文を受け、当該注文の回送に際して金銭の支払い、リベート、手数料の割引などを受けた場合には、顧客への約定報告書の中で開示するよう義務づけた。

第二に、34年法規則 11Ac1-3 を制定し、ブローカー・ディーラーに対して、新規口座の開設時に自社のペイメント・フォー・オーダーフローに関する方針を説明する文書を交付するよう義務づけた。この文書では、顧客の特別な指示がない限り、ペイメント・フォー・

<sup>5</sup> この義務免除の要件を満たして SEC からノー・アクション・レターを発給されている ECN としては、①インスティネット、②デーテックが運営するアイランド、③ブルムバーグ・トレードブック、④テッラノーヴァ社の TONTO、⑤オールテック・インベストメント・グループのアテイン (Attain)、⑥スピア・リーズ・アンド・ケロッグが運営する REDI の6つのシステムが実際に稼働している。また、近く稼働する予定の ECN としては、⑦ベア・スターンズとブリッジ・トレーディングが中心となってシステムを開発したストライク・テクノロジーズ、⑧ナイト・セキュリティーズが中心となって運営するプラス(Brass)があるが、まだノー・アクション・レターを得ていない。これらの ECN 上に出された注文は、Nasdaq 取引端末上の最良気配に反映される。

<sup>6</sup> SEC, Release No.34-34902, October 27, 1994.

オーダーフローを受けている先が注文の回送先として選択されるという事実や、それによって注文執行の価格が NBBO に比べてより有利な価格となる可能性がどの程度あるかといった点について、説明しなければならないとされた。また、同様の説明文書を毎年一回全ての顧客に交付することが義務づけられた。

このように、ペイメント・フォー・オーダーフローに対する SEC の政策は、情報開示を強制することで顧客に望ましい業者を選択させようというものである。

### (3) プリファレンシング及び店内化への対応

いわゆる取引所集中義務が撤廃され、79年4月27日以降に NYSE に上場された株式(34年法規則 19c-3 証券)については場外取引規制を定めた NYSE 規則 390 が適用されなくなったことで、NYSE 会員業者の多くは、顧客の委託注文に対して自己で向かう、いわゆる店内化を実践するようになった。また、引き続き場外取引規制が適用される「非 19c-3 証券」については、シンシナティ証券取引所やボストン証券取引所が、事実上の店内化を可能とするプリファレンシング・プログラムを提供している。96年3月には、それまで実験的に認められていたシンシナティ証券取引所のプリファレンシング・プログラムの恒久化が、SEC によって承認された。

このように、プリファレンシングや店内化といった慣行は、SEC が NYSE の競争制限的な慣行を排除するために進めた規制緩和の結果として、生み出されたものと見ることができる。

## 2. Nasdaq 市場をめぐる集団訴訟 ニュートン対メリル・リンチ事件

### 1) 事件の背景

上でみたように、証券会社の最良執行義務は、当然の原則として受け入れられながらも、その内容については不明確さが払拭できないというのが現状である。こうした中で、最良執行義務違反を正面から主張し、証券会社の責任を追及する訴訟が提起された。

94年5月、ヴァンダービルト大学のウィリアム・クリスティ教授とオハイオ州立大学のポール・シュルツ教授が、「なぜ Nasdaq のマーケット・メーカーは奇数の呼び値を避けるのか」と題する論文を発表した<sup>7</sup>。両教授は、Nasdaq 市場の主要 100 銘柄についてのマーケット・メーカーの気配値を調査し、多くの銘柄で 1/8 ドル、3/8 ドルといった奇数の呼び値が極めて短時間しか使われておらず、結果として NBBO のスプレッドが、本来予想される

<sup>7</sup> Christie, William G. and Schultz, Paul H., "Why Do NASDAQ Market Makers Avoid Odd-Eighth Quotes?", The Journal of Finance, December 1994, vol. 49, no.5, p.1813. 94年5月、この論文の内容がロサンゼルス・タイムズ紙に掲載されたのである。

1/8 ドルでなく 1/4 となっている実態を明らかにした。そして、この背景として、マーケット・メーカーが競争を避け、気配表示の方法について談合を行っている可能性がある指摘したのである。

この論文は、大きな反響を呼び、司法省や SEC が事実関係の調査に乗り出すとともに、各地でマーケット・メーカーの談合行為によって被害を受けたとする投資家による訴訟が提起されるという事態となった。

その一つが、メリル・リンチ、ペイン・ウェバー、ディーン・ウィッターの三証券会社の顧客が、ニュージャージー州で起こした集合代表訴訟 (class action) である<sup>8</sup>。この訴訟において、原告は、以下のような論拠に基づいて、三証券会社が証券取引所法で禁止された詐欺行為を行ったと主張した<sup>9</sup>。

①証券会社は、顧客の代理人として、顧客の成り行き注文を可能な限り最も有利な価格で執行するという義務を負っている。被告三社は、セレクトネット<sup>10</sup>、インスティネット<sup>11</sup>、社内の指値注文、社内の成り行き注文<sup>12</sup>、SOES の指値注文ファイル<sup>13</sup>といった様々な場を通じてより良い価格での執行が可能となるにもかかわらず、Nasdaq 市場における最良気配 (NBBO) に基づいて注文を執行した<sup>14</sup>。これにより、被告は、原告に対して負っている受託者責任 (fiduciary duty) に違背した。

②被告三社は、取引の執行者として、原告の成り行き注文を可能な限り最も有利な価格で執行することを怠っただけでなく、詐欺的な策略を通じて密かに自らの利益を蓄積した。具体的な詐欺的な策略としては、以下のものが上げられる。

i) 顧客に対して NBBO 以外に価格の根拠となるものが存在することを告げず、恣意的に NBBO

---

<sup>8</sup> 本訴訟における原告が代表した集合 (class) は、92 年 11 月 4 日から 94 年 11 月 4 日までの間に被告三社に対して成り行き注文を出し、店頭株式を売買した顧客である。

<sup>9</sup> 1934 年証券取引所法第 10 条(b)項は、「証券の買い付けまたは売り付けに関して相場操縦的または詐欺的な策略もしくは術策を用いること」を禁止している。

<sup>10</sup> セレクトネットとは、90 年 11 月に導入されたシステムで、電話を利用せずに Nasdaq 取引端末からマーケット・メーカーが相手方に売買注文を送信し、相手方マーケット・メーカーが応答することで売買を成立させるという仕組みである。

<sup>11</sup> インスティネットとは、機関投資家や証券会社を顧客として取引端末を設置している証券会社で、Nasdaq 銘柄に関する指値注文同士の付け合わせや売買交渉機能を提供している。最良気配の内側で売買を成立させることが可能であることから広く利用されている。いわゆる PTS の一つである。

<sup>12</sup> そもそも取引所集中原則の対象外である Nasdaq 市場では、店内化が広く行われている。多くの証券会社は、小口の注文を NBBO に基づく社内付け合わせで処理している。

<sup>13</sup> SOES とは、84 年に導入されたシステムであり、大口取引中心の Nasdaq 市場における小口注文の処理を効率化することを目的としている。Nasdaq 端末の SOES 注文入力機能を用いて入力した注文が、最良気配を提示しているマーケット・メーカーのもとに回送され、自動的にそのマーケット・メーカーの自己勘定と付け合わせられて執行される。但し、最良気配よりも顧客にとって有利な小口指値注文が出された場合、指値注文ファイルにいったん記録される。この注文を執行したいと思うマーケット・メーカーは、自らの気配を変更して指値注文と付け合わせる。

<sup>14</sup> なお、この訴訟の対象となった期間には、ECN 上の指値注文は NBBO に反映されていない。

- を最良執行にあたってのデ・ファクト・スタンダードとした。
- ii) 自社で受け付けた成り行き注文を NBBO の内側でなく NBBO で執行した。これによって、自らをリスクにさらすことなく、スプレッドを享受した。
  - iii) 顧客の成り行き注文を自社の指値注文と付け合わせることを怠った。
  - iv) 顧客の成り行き注文を SOES の指値注文ファイルにある指値注文と付け合わせることを怠った。
  - v) NBBO での注文執行によって生じたポジションをより良い価格で解消し、利益を獲得した。
  - vi) 顧客に知らせることも同意を得ることもしないまま、ペイメント・フォー・オーダーフローを受けて、可能な限り最も有利な価格で注文を執行せず、上記の詐欺的戦略の一つもしくはいくつかを通じて密かに自己の利益を蓄積しているブローカーに対して注文を回送した。

このように、集団訴訟では、NBBO での注文執行を最良執行とする業界の暗黙の了解やペイメント・フォー・オーダーフローや店内化といった取引慣行に伴う問題が正面から取り上げられたのである。Nasdaq 市場のマーケット・メーカーは、NBBO のスプレッドを取引執行の対価としての正当な手数料であると理解していただけに、この訴訟の帰趨は、大きな注目を集めることになった。

## 2) 審理の経過

### (1) 第一審

第一審のニュージャージー地区連邦地方裁判所は、被告となった証券会社側の主張を全面的に受け入れ、95年12月、陪審員による正式事実審理を経ない判決 (summary judgment) を下し、原告の訴えを棄却した<sup>15</sup>。判決理由のポイントは以下の通りである<sup>16</sup>。

- ①原告、被告双方の提出した証拠からは、問題の期間中において、NBBO での取引執行が最良執行に該当していたかどうかを断定することはできない。
- ②最良執行義務は、最良の執行を確保するよう相当の注意 (due diligence) を払うことであり、そうした注意を払わなかったとされるのは、証券会社が顧客の注文を処理すると言いつつ実際には自己勘定の取引を優先したといったような特別の事情 (special circumstances) が存在する場合に限られる。
- ③最良執行義務の内容は、極めて不明確であり、そうした義務に違反したとして被告の責任を問うことは軽率の誇りを免れない。
- ④被告証券会社が、「公正な価格」での売買を約束したり、NBBO 以上に有利な価格が存在し得るという事実を秘匿していたとしても、証券法上の詐欺を構成するような悪意 (scienter) があつたものとは認められない。

<sup>15</sup> 連邦民事訴訟規則第 56 条によれば、重要な事実関係について争点がなく、法律問題だけで判決できる場合に、当事者の申し立てに基づいて判決が下される。本件の場合、問題の取引が、被告証券会社によって執行時点での NBBO によって執行されたという事実については争いがなく、その違法性の有無が争点であったため、被告側が、違法性なきものとして原告の訴えを棄却するよう申し立てたのである。

<sup>16</sup> *In re Merrill Lynch, et al.*, 911 F. Supp. 754; 1995 U.S. Dist. LEXIS 18762; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 99065.

## (2) 控訴審

この判決に対して原告が控訴し、98年1月、第三巡回区連邦控訴裁判所で判決が言い渡された<sup>17</sup>。

控訴裁判所は、原審の判決を破棄し、審理を差し戻した。判決理由のポイントは以下の通りである。

- ①最良執行概念は、技術の進歩とともに変化する。例えば、Nasdaq市場が形成される以前の店頭市場においては、最低3社のマーケット・メーカーの気配を確認することで相当な注意を払ったものと判断された。証券会社は、技術の進歩に合わせて、最良執行の基準を上げていく努力を払わなければならない。
- ②問題の期間中において、セレクトネットやインスティネット上ではNBBOより有利な気配値が示されており、被告証券会社は、技術的には、それらの価格を利用して顧客の経済的利益を増大させることが可能であった。
- ③それにもかかわらず被告証券会社が顧客の注文をNBBOで執行したことは、顧客に対して経済的利益の極大化を図っていると誤解させ、故意にではないにせよ、極めて軽率に (reckless) 虚偽の表示を行ったものと言える<sup>18</sup>。
- ④問題の期間中において、NBBOで顧客注文を執行することが業界の慣行として定着しており、法令や裁判所によってNBBOだけで注文を執行することが詐欺にあると明確に示されていなかったとしても、詐欺を行ったことの責任は免れない。

## 3) 判決の意義と残された課題

一審判決は、最良執行義務の内容が不明確であり、NBBOでの注文執行が業界内で広く認められた慣行であったという点に理解を示した。しかし、これでは不明確な概念を明確化するという裁判所の役目を放棄したものと批判されても仕方がない<sup>19</sup>。また、最良執行義務を確保するために払うべき相当の注意についての解釈も、やや証券会社に対して甘すぎるものであったと言えるかも知れない。

これに対して控訴審判決は、問題となった期間の当時、広範に認められていた業界の慣行を証券法上の詐欺にあるとしたという点では、証券会社にとっては衝撃的とも言える判決である。実際、証券会社の弁護士達は、「新たな基準が設定された」と受け止めてい

---

<sup>17</sup> *Kenneth E. Newton, et al v. Merrill Lynch, et al.*, 1998 U.S. App. LEXIS 1378.

<sup>18</sup> 証券法上の詐欺を構成する *scienter* は、故意もしくは極めて軽率に行われた重要な事実に関する虚偽の表示であるとされている。

<sup>19</sup> Jonathan R. Macey and Maureen O'Hara, "The Law and Economics of Best Execution", *Journal of Financial Intermediation* 6, 188-223 (1997).



るという<sup>20</sup>。

もっとも、判決が NBBO での執行を最良執行義務の観点から不十分と断じたのは、あくまでも当時の状況に照らしてということである。その後、既に触れたように SEC が注文執行義務ルールを制定したことで、インスティテットなどに出された注文と顧客の成り行き注文が付け合わされる可能性が生まれるなど、状況は大きく変化している。実際、控訴審では、SEC 自身も法廷助言者 (amicus curiae) として原告側の主張を支持する意見を提出しており、規制当局の立場からしても、当然の判決と受け止められているようである。もちろん、今回の判決によって、現行の注文執行義務ルールを前提とした NBBO で注文を執行している証券会社が、直ちに執行価格を見直さなければならなくなるといったことはあるまい。

一方、控訴審判決は、最良執行義務の概念そのものに関しては、市場の環境や技術的進歩に合わせて内容が変化することを指摘した。この指摘自体は正当なものだが、そのような常に変化する不明確な義務を負わされる証券会社は、法的に極めて不安定な立場に置かれることになる。しかも、個々の取引が、最良執行義務に合致しているかどうかは、執行価格だけでなく、注文の大きさ、取引対象となる証券の特性、執行の場として選ぶべき市場に関する情報の入手可能性、その情報を処理する技術的支援の可能性、様々な取引の場へのアクセスの経済性、個々の取引の場における取引執行に伴うコストや困難さ、といった要素から判断すべきものとされる<sup>21</sup>。証券会社としては、こうした様々な点を考慮に入れつつ、真の最良執行を確保するための社内ルールや管理体制を整備しておくことが求められるわけである。

今回の判決によっても、ペイメント・フォー・オーダーフローやプリファレンシング、店内化といった取引慣行と最良執行義務との関係は、必ずしも明確になったとは言えない。また、執行価格についても、注文が出された時点で表示されている NBBO で執行すれば十分なのか、それとも、注文が出されたという事実を開示することで、更に有利な価格を引き出す可能性を試みることまでも義務づけるべきかという問題が残されている。

この、いわゆる価格向上 (price improvement) をめぐっては、注文執行義務ルールの一環として SEC が新たな規則制定を提案していた<sup>22</sup>。しかしながら、義務化に伴うメリットに比べて必要なシステム対応のコストが大きすぎるといった批判的コメントが多数寄せられたことなどから、最終的には、この提案は撤回された。

---

<sup>20</sup> *Compliance Reporter*, March 2, 1998.

<sup>21</sup> 一審判決所引の *Second Report on Bank Securities Activities: Comparative Regulatory Framework Regarding Brokerage-type Services* (Feb 3, 1977).

<sup>22</sup> SEC, Release No.34-36310, September 29, 1995.

### 3. 我が国への示唆

我が国では、従来、ブローカーとしての証券会社は、厳格な取引所集中原則の下に置かれ、顧客の株式売買注文を証券取引所や株式店頭市場における事実上の取引所である日本店頭証券に回送するという以上の役割を期待されてこなかった。株式売買委託手数料も一律に固定されており、顧客側でも取引執行コストというものに対する意識が低かった。そもそも最良執行の重要性が十分に理解されておらず、マーケット・メイクが本格的に行われている店頭特則市場においても、最良気配での執行すら義務づけられていないのが実状である。

しかし、金融ビッグバンによって、こうした状況は大きく変化することが予想される。既に、取引所集中原則や固定手数料制度は撤廃されることになっており、去る3月13日に国会へ提出された金融システム改革法案においても、いわゆるPTSの証券業務としての解禁、上場証券の取引所外取引に関する報告義務の導入、手数料の99年12月末までの完全自由化、などが図られることになった<sup>23</sup>。

こうした自由化の進展によって、我が国においても、米国のような取引執行の場の多様化や最良執行という問題に対する意識の向上が現実のものとなっていく可能性がある。米国の動向は、今後の我が国における顧客注文の最良執行確保を考える上で、大いに参考となろう。

(大崎 貞和)

---

<sup>23</sup> 大崎貞和「金融システム改革法案の概要」『資本市場クォーターリー』本号参照。