

証券取引所の市場情報収入

清水 葉子

1 多様化する市場間競争

アメリカでは、一九七五年の証券諸法改正以降、取引所や店頭市場、第三市場などさまざまな形態の市場の間に競争を導入することによってより効率的な証券市場を構築していかうとする政策がとられてきたことは周知の通りである。こうした市場間競争は既存の証券取引所の性格にどのような影響をもたらしてきただろうか。

市場間競争は、市場での価格をめぐる競争であって、より有利な気配を提示している市場により多くの注文が集まる。より多くの注文が集まることで市場の流動性が高まって効率的な価格形成が可能になり、さらに多くの注文を引き付ける。このように市場間競争は第一義的にはよりよい気配をめぐる行なわれる。

市場間競争は、また、取引コストをめぐる行なわれる。市場仲介者である証券会社が顧客に対してより低い委託売買手数料を提示できるためには、執行市場でも低コストでの執行が可能であることが必要である。このため、執行コストが低い市場が市場仲介者によって選択されることを通じて、市場間での競争が行なわれ、執行コストの低い市場に流動性が集まるであろう。また、マーケット・インパクトなど売買にともなう広義の取引コストも競争の対象となる。たとえば他市場で決まった価格をそのまま用いて単一価格で一括執行するシステムであれば、大口売買のマーケット・インパクトを抑えることができる。このように市場間競争は間接的な取引コストも競争対象となる。

さらに、さまざまな執行システムを構築することで市場サービスを差別化することを通じて市場間競争が行なわれている。たとえば第三市場では取引に際して匿名性が確保できる、機関投資家向けに相対交渉フェイズが設けられているなどといった多様な取引システムがこうした特定のニーズを満たしていると考えられる。

このように、現在の市場間競争は、当初の想定のようによりよい気配をめぐって行なわれるだけでなく、マーケット・インバクトなど広い意味の取引コストや市場サービスの多様化をめぐっても行なわれており、たいへん複雑な性格を持っているということが出来る。

また、一九九〇年代に入ると、ATSないしPTSと呼ばれる、証券会社が営利目的で運営する市場が取引量を増やし、既存市場の強力なライバルとなっている。こうした非取引所市場は、非会員・営利組織であるので、既存の取引所とは異なった組織構造や目的をもつて運営されている。たとえばこうした非取引所市場では、会員組織と違って、市場参加者と市場運営者が異なるため、市場運営や規制が直接的に参加者のために行なわれるわけではない。またこうした市場は営利組織であるから、当然ながら競争は流動性をもたらす収益をめぐって行なわれることになる。このように市場間競争は競争している市場の組織構成や目的という点でも複雑化しているということが出来る。

証券取引所は、本来会員の取引需要を満たすために会員によって運営される非営利組織であるが、市場間競争がこのような形で複雑化してきているため、取引所の競争も徐々に戦略的な様相を帯びはじめている。近年欧米では証券取引所や店頭市場との間で合併・統合が進められたり、取引所が株式会社化するなどといった新しい動きが見られる。こうした動きも市場間競争を意識した取引所の戦略的な活動ということが出来るのであつて、取引所は非営利組織であるという性格を離れて、営利組織としての動きを持ちはじめたといつてもよいかもしれな

い。

こうした市場間競争のもとでは、非営利の取引所といえども、究極的には取引がもたらす収入をめぐる競争を行なうといった性格を強めざるを得ず、さまざまな市場サービスから得られる収入に関して戦略的な対応が必要となると考えられる。

2 取引所の収入構成

ニューヨーク証券取引所を例にとって取引所の収入構成を見てみよう。ニューヨーク証券取引所が得ている収入はおおまかに分けて、会員からの会費収入、証券取引から得られる定率の収入（いわゆる場口銭）のほか、株式を上場することから得られる上場賦課金、清算からの収入、市場情報からの収入などで構成されている。取引所が証券取引を行なうものための会員組織であることから考えると、取引所のもつとも基本的な収入は、会員が会員権のみかえりとして支払う会費と、実際に行なつた取引量に応じて負担する場口銭であると考えられる。

しかしながら取引所の制度が整備されるにつれて、取引所への上場が証券発行企業のステイトスとなつたり、取引所での価格が証券価値の指標として広く参照されるようになると、発行企業から証券の上場に際して徴集する上場賦課金や、市場での価格情報の提供から得られる収入の重要性も高まつたと考えられる。

図1は一九七五年からのニューヨーク証券取引所の収入構成を見たものである。ニューヨーク証券取引所の収入は全体として大幅に増加しているが、中でも上場賦課金の増加は著しく、図2では特に一九九〇年代前半以降は投資収入を除く全収入の四割前後を占めていることが分かる。このことから取引所の収入構成を考える上で上場賦課金の占める位置付けは極めて高いということが出来る。

図1 ニューヨーク証券取引所の収入

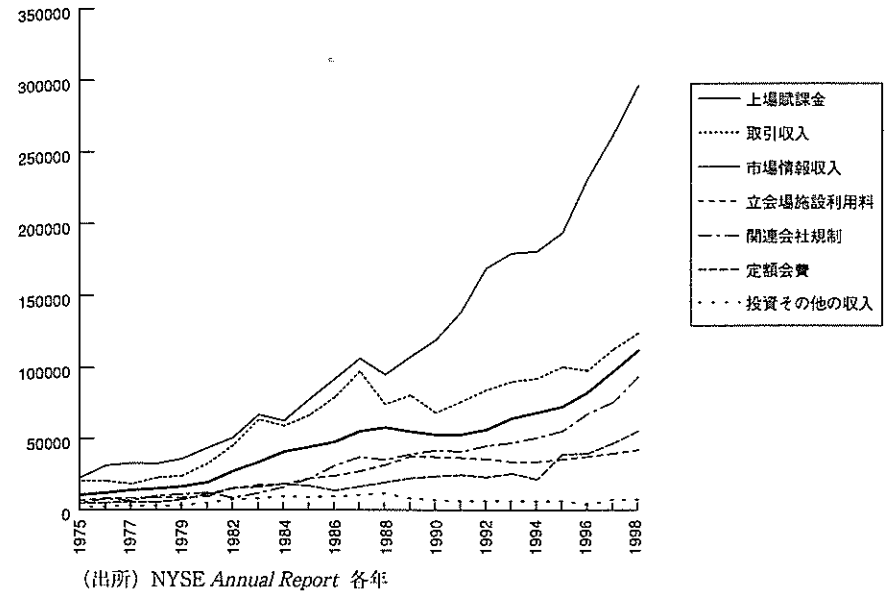
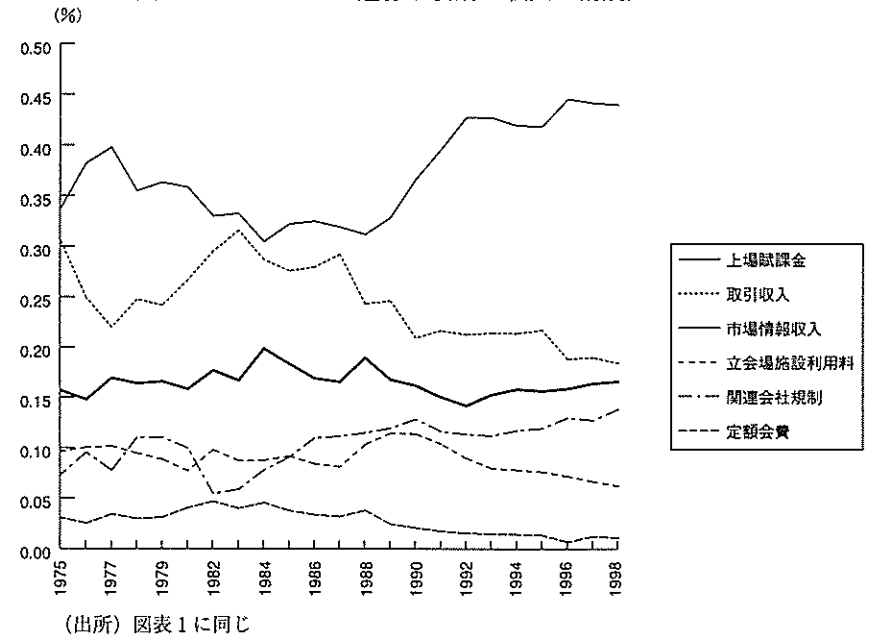


図2 ニューヨーク証券取引所の収入の構成比



また、市場情報収入も上場賦課金、場口銭につぐ第三の収入である。市場情報からの収入は、趨勢的に増加していることはもちろんであるが、ニューヨーク証券取引所では収入の一五%をやや超える程度の割合をコンスタントに占め、変動の大きい上場賦課金や場口銭にくらべて比較的安定した収入源になっていることが図2からうかがえる。

3 市場情報提供の仕組み

有価証券の価値の公正な決定のための情報は数多い。まず一般的なニュースも企業業績に関係する限りで有用である。また企業が法律の規定に基づいて開示する財務情報や各種のアナウンスメントも極めて重要な情報源である。これらは一般に無料で市場に提供され、公共財としての性格を持っているとすることができる。

一方、こうした無料の情報に独自の調査を加えて提供される証券会社などのリサーチ情報も価格決定に重要な役割を果たす。こうした情報は通常有料、またはフル・サービスの証券会社のサービスの一環として提供されており、何らかの形で利用者から料金が徴集されている。

一方、取引所の情報提供収入を構成しているのは市場での価格情報であって、直近の価格情報、気配情報、過去の累積的な価格情報の三つに分けることができる。

アメリカでは、市場情報は取引所の直近の価格情報、気配情報を伝達するCTS (総合テープシステム)、CQS (総合気配システム)のほか、店頭市場に関してはNasdaq、オプションに関してはOPRAがそれぞれ市場での価格情報を伝えている。CTAはさらにニューヨーク証券取引所上場銘柄の価格を伝えるTape Aとアメリカ証券取引所上場銘柄の価格を伝えるTape Bとに分けられ、それぞれの取引所が管理している。

取引所上場銘柄の価格情報を管理しているのは、CTAとCQSである。運営はアメリカの七取引所とCBOEがメンバーとなって意志決定を行い、収入の配分決定は取引量に比例配分される。実際のシステム運営はSIAAC (Securities Industry Automation Corporation) に委任されている。SIAACはニューヨーク証券取引所とアメリカン証券取引所が半分ずつ所有する子会社である。SIAACは、取引所に集められた価格情報に関する唯一の情報処理業者として各取引所と市場情報の収集・配信についての契約を結んでおり、各取引所に集められた価格情報は、SIAACによって処理され、取引量やインデックスの計算などがなされたあと、直接利用者の端末に配信されるか、ベンダー経由で間接的に利用者に配信される。

ベンダーに配信された価格情報が証券会社や投資家などの利用者に再配信される場合には、ベンダーが独自でさまざまな付加価値をつけることが一般的である。ベンダーは、価格情報を他の一般的な情報やニュースと組み合わせたり、過去のデータのうえに累積したり、その他さまざまな加工を施して配信する。証券会社も、受け取った情報を社内のトレーディング部門、リサーチ部門など社内各部門に回送するほか、顧客投資家にも配信することでベンダーの役割を果たすことも多い。ベンダーや証券会社からの二次配信は、従来のような専用線を用いる場合の他、インターネットを使った配信も増えてきている。

取引所は、こうした情報の受け手との間で「Exhibit A」と呼ばれる技術的な契約をかわしている。「Exhibit A」では、二次配信についての規定の他、成立後一定時間を経過して無料となった価格情報 (delayed data) が確実に遅れてしか利用できないよう保証することなどが定められている。たとえば証券会社が有料の価格情報を社内利用を超えて顧客など外部に配信する場合にはベンダーとしての契約が必要とされる。

価格情報の料金体系はかなり複雑である。表1はSIAACとコンサルティング会社のアンダーセン社が一九九九

表1 取引所の情報利用料

	NYSE		AMEX		
	端末数	1端末あたり1ヶ月			
プロフェッショナル 出来情報	1	\$127.25	会員 1 端末 13.60 ドル 非会員 1 端末 14.60 ドル		
	2	79.50			
	3	58.25			
	4	53.00			
	5	47.75			
	6-9	39.75			
	10-19	31.75			
	20-29	30.25			
	30-99	27.50			
	100-249	26.50			
プロフェッショナル 気配情報	250-749	23.75	会員 1 端末 13.65 ドル 非会員 1 端末 15.60 ドル		
	750-4,999	20.75			
	5,000-9,999	19.75			
	10,000 超	18.75			
	ノンプロフェッショナル 出来情報 気配情報	ベンダー		NYSE	1ヶ月 3.25 ドル
		1ヶ月 5.25 ドル または 1件 0.01 ドル		1ヶ月 30 ドル	

年六月に行なった取引所の市場情報の販売に関する調査⁽¹⁾であるが、たとえば同じ上場証券であってもTape AとTape Bでは料金体系が異なっており、Tape Aが端末数に応じて通減的な料金体系をとっているのに対してTape Bは定額制としている。また、端末使用料として徴集する場合もあれば、データ一件ごとの料金を徴集する場合もあり、何に対して課金されるのかが必ずしも明らかでないなど、いくつかの問題があることが分かる。

4 市場情報利用の拡大

市場情報の提供というサービスが、近年注目されているのはどのような理由によるのだろうか。SIAの調査では、市場情報の重要

性が近年注目されていることの背景を次のように説明している。まず、アメリカではインターネットを利用して頻繁な証券売買を行なういわゆるデイ・トレーダーの取引が急

増していることが報じられている。こうしたデイ・トレーダーと呼ばれる投資家に代表されるように、インターネットなどを利用した個人投資家の取引が増加するにつれて、市場情報の個人利用が急増していることが推測される。こうした個人投資家の拡大は、情報ベンダーのビジネスチャンスの拡大にもつながっていると同時に取引所の市場情報の重要性も高めていると考えられるのである。こうした投資家の拡大は、以前にもましてリアルタイム情報の需要の増加にもつながっているという。

また、証券会社など、以前から市場情報を利用してきた市場仲介者が、複数ベンダーを利用するケースが増大したとされている。こうした複数ベンダーの利用の理由は、ひとつには市場情報の重要性が高まるにつれて、情報ベンダーのシステムダウンや通信回線の不具合などに備えるための安全対策のためであり、また情報ベンダーが市場情報と同時に提供するさまざまな付加価値を利用するためであるともいわれている。情報ベンダーの提供する付加価値情報の増加は、テクノロジーの進展によって情報の加工や再配信が容易になったという背景によるものであることもみのがせない。

このように、市場情報に対するニーズが高まることは、取引所にとっても市場情報提供の主導権をいかに握るかが重要な競争戦略になると考えられ、市場情報の提供は、将来取引所の戦略「商品」の一つとして使われる可能性がある。こうした背景もあって、取引所は、市場情報の戦略的利用のために情報の使途や加工に対する権利と同時に、情報の価格決定の権利も強く主張している。

5 おわりに

先にみたように、証券取引所が価格情報の提供から得る収入は、無視できない割合を占めている。また、市場情報に対するニーズはインターネットなどを利用した個人投資家の活発な証券売買を背景に近年急速に増えており、今後増えつづけることが予想される。このため、取引所にとってこうした情報提供サービスが戦略的な「商品」の一つとなる可能性が高い。

一方、こうした価格情報は市場参加者である会員によってつくりだされたものであるため、取引所がこうした権利をどこまで主張できるのかという点は検討が必要である。こうした文脈でアメリカでは情報提供収入を会員に還元することを求める動きもあるが、情報提供収入の還元の特典を受けるとは会員であって、非会員から会員への所得移転が生じる可能性があることもあって、問題は簡単ではない。

現在アメリカでは現在SIAを中心に、従来複雑な形をとっていた市場情報の提供に関する取引所と利用者やベンダーとの間の契約を一元化し、権利関係や料金体系に関して、なんらかのひな形を準備する方針の必要性がとえられている。SIAは、商用・技術的な市場情報利用の増大に情報利用を規定する契約の形態が追い付いていないこと、各取引所がそれぞれ市場情報の提供に関する交渉をベンダーと行なったのでは契約のための交渉努力が重複することなどをその理由としてあげている。さらにSIAは、市場情報の公平・公正な利用のために、清算機関のように中立形態の情報収集・配信機関の設立を考えているとも述べており、市場情報の利用に関する議論が高まることが予想される。