

証券取引所の市場情報収入(2)

清水 葉子

1 はじめに

前稿⁽¹⁾で指摘したように、証券取引所にとって、その収入構成に占める市場情報収入の重要性は無視できない大きさとなっている。証券取引所は、市場利用者であると同時に運営者・所有者でもある会員によって成り立っている会員組織である。この点から考えると、証券取引所の基本的な収入は、会員が会員権の見返りとして定額で負担する会費と、実際に行なった取引料に依りて負担する取引手数料(いわゆる場口銭)であると考えられる。

しかしながら、実際の証券取引所の収入の多くの部分は、そうした基本的な収入以外のものに支えられている。ニューヨーク証券取引所の場合、一九九八年の収入の中でもっとも大きな割合を占めていたのは、取引所上場企業が取引所に対して支払う上場賦課金(四〇・六%)であり、続いて取引手数料(十七・〇%)、第三に市場情報収入(十五・三%)となっており、定額の会費収入は全収入のわずか一%を占めるに過ぎない。⁽²⁾

市場情報収入の全取引所収入に占める割合は、オプション取引の情報収入のあるアメリカン取引所の場合にはさらに大きく三割の後半となっており、Nasdaqでは全収入の四割にも及んでいる。このように、証券取引所やNasdaq市場の収入は市場情報提供からの収入に大きく依存しているということができる。

こうした事実から、取引所間もしくは非取引所市場の間で市場間競争が行われる場合、取引所は会員・非営利組織としての性格よりも、上場サービスや取引執行サービス・市場情報サービスなどの提供者として、収入を

ぐる競争者としての性格をより強めていくと考えられる。なかでも、市況に影響されやすく変動の大きい上場賦課金や取引手数料に比べて、市場情報収入は取引所にとって比較的安定的な収入源となっているため、重要な競争手段となりうる。

このように、証券取引所は取引所での取引を通じて成立した価格情報や気配情報を有料で市場参加者に提供することで大きな収入を得ているのであるが、こうした市場情報の所有権が本来的に取引所に属するものであるのかどうかについて、一九三四年証券取引所法をはじめとする諸法は必ずしも明確な規定をしていないのである。

2 市場情報の権利

アメリカでは一九七五年に証券取引所法が改正され、市場間競争の促進を提唱して全米市場システムが整備された。改正法一―A条では、SECに対して取引情報と気配情報が公平に市場参加者に配信されるよう適切な措置をとる責任を課した。SECはこの権限に基づいて、総合テープシステム、総合気配表示システムなどの情報伝達システムの整備をすすめるとともに、取引所が市場情報の配信に関わるコストを回収することができるように、市場情報の利用に対して適切な料金を徴集することを認めた。

しかしながら、料金算定の根拠となる市場情報の配信コストが具体的に定義されなかったため、取引所は市場情報提供サービスの料金について、その金額の根拠を明らかにすることを求められないまま、市場情報の利用に課金してきた。すなわち市場情報の配信のためにどのような内部運営を行っており、また徴集した手数料がどのようなコストをまかなうのに使われているのかといったことについて明らかにする義務を負わなかったのである。

る。

実際、取引所は市場情報からの収入は情報配信のためのコストに対応しているのであって、市場情報収入から超過利益を得ているわけではないと主張してきた。しかしながら、ニューヨーク証券取引所が昨年、十分な説明なしに市場情報利用料の値上げを発表し、こうした取引所の方針に対してオンライン・ブローカーが一斉に反発するといった動きが出たため、市場情報の権利が注目されることになったのである。

3 オンライン・ブローカーと市場情報

前述のように、昨年、ニューヨーク証券取引所は個人投資家向けのリアルタイムの気配情報の利用料を気配一件あたり〇・五セントから、一挙に二倍に値上げして一セントとした。ニューヨーク証券取引所は、気配情報の値上げの見返りとして、遅延データ（リアルタイムの気配情報に対して、一五分以上経過した価格情報を指す）を無料としてバランスがとれるよう課金体系を変更したが、当然ながら、この措置にオンライン・ブローカーは一斉に反発した。

オンライン・ブローカーの顧客は、コンピューターを利用した取引を行なう個人投資家であって、なかでもオンライン・ブローカーのフラットな手数料を利用して一日のうちに頻繁な売買をくり返すデイ・トレーダーと呼ばれる投資家が急速に拡大していると考えられる。ニューヨーク証券取引所の市場情報収入は、一九九〇年からの八年間で二倍以上に増え、とくに一九九〇年代後半になると、年率十五%以上の伸びを見せているが、その理由として、こうしたオンライン・ブローキングとそれを利用したデイ・トレーダーの増加が指摘されることが多い。また、各種ベンダーが付加的な情報とともに多くの市場情報を配信していることも知られているとおりである。

こうしたデイ・トレーダーは、投資先企業のファンダメンタルズや長期的な成長性よりも、その時その時の値動きに着目して頻繁な売買を行って収益をあげている。このため、デイ・トレーダーにとっては遅延データはほとんど意味がなく、ニューヨーク証券取引所の気配情報利用料の値上げはこうしたデイ・トレーダーの負担増大に直結した。

さらに、デイ・トレーダー自身はこうしたリアルタイムの気配情報の利用料を負担しているわけではなく、オンライン・ブローカーが顧客投資家の市場情報利用料を肩代わりしている場合が多いとされる。したがって、ニューヨーク証券取引所のリアルタイムの気配データの利用料値上げは、実際にはオンライン・ブローカーの収益にマイナスになると考えられる。

アメリカ最大のオンラインブローカーのひとつであり、現在最もアクティブに市場情報の権利について問題提起をしているとされるチャールズ・シュワップ社によると、ニューヨーク証券取引所に対して同社が支払っている市場情報利用料は、一九九八年を含む十四か月で二・七倍に拡大したという。

オンライン・ブローカーの反発の背景には、もう一つの理由がある。現在の課金方式では、オンラインブローカーを通じて取引をする場合と、フルサービス証券会社を通じて取引をする場合とで個人投資家に課金される情報利用料が異なることである。オンラインブローカーを通じて取引をするにあたってリアルタイムの気配データを利用する場合には、取引所が定めるノン・プロフェッショナル向けの課金がなされ、一件あたり一セント、または一か月五・二五ドルのフラットな料金が徴集されるが、フル・サービスの証券会社を通じる場合には、証券会社がプロフェッショナル向けの利用料(端末数が多いほど一端あたり料金が遞減する体系)を負担しており、個人投資家は課金されないからである。⁽⁴⁾ オンライン・ブローカーが顧客の情報利用料を負担しているのも、

フル・サービスの証券会社との競争上、顧客に情報利用料を課金することが難しいからであると推測できる。

その後、ニューヨーク証券取引所は、オンライン・ブローカーの反発に配慮して、ノン・プロフェッショナル、すなわち個人投資家向けの市場情報利用料を再値下げするとしている。これによると、いったん気配一件あたり一セントに値上げたノン・プロフェッショナル向けの情報利用料を、あらためて一件あたり〇・七五セントに値下げし、さらにフラット・フィーを一か月五・二五ドルから一ドルに下げるとしている。しかしながら、こうした再値下げの根拠はやはり明らかではない。

4 情報収入をめぐる問題

市場情報に関する証券取引所の権利が争われた裁判として、一九六三年のアメリカのシルバー判決⁽⁵⁾が有名である。これは、また一九三四年証券取引所法のもとで、はじめて反トラスト法の証券取引所への適用が争われた裁判でもある。

ニューヨーク証券取引所を相手どったこの反トラスト訴訟は、テキサス州ダラスの証券業者Harold J. Silverによつて一九五九年に提起された。Silverはダラスで地方公共債と店頭証券とを扱う証券業者であったが、ニューヨーク証券取引所の会員ではなかった。

Silverは一九五八年に地方公共債と店頭証券を扱う証券会社Municipal Securities, Inc.を設立し、ニューヨーク証券取引所の十社の会員業者との間に市場情報を得るための連絡線を設置した。また会員業者一社との間にはレタイプを接続し、取引所のチックカー・サービスも利用できるようにしていた。

ニューヨーク証券取引所の規則は、会員が非会員との間に連絡線を設ける時には取引所の承認を必要とするこ

とを定めており、取引所は Municipal Securities, Inc. がこうした連絡線を設けることを「一時的に承認」していた。

ところが、ニューヨーク証券取引所は、翌一九五九年二月に、事前通告も説明もないまま、会員会社に Municipal Securities, Inc. の間の連絡線を撤去しよう命じた。この結果、Municipal Securities, Inc. は営業を続けることができなくなった。Silver は取引所に対して連絡線を撤去した理由についての説明を求めたが、取引所側はその理由を明らかにしなかった。

Silver は、取引所とその会員が連絡線を会社から取り去ったことは、反トラスト法違反である集団ボイコットにあたるとして訴訟を提起し、取引所が連絡線撤去命令を出すことを禁ずること、取引所が損害補償金を支払うことを求めた。

これに対するニューヨーク証券取引所の反論は、一九三四年証券取引所法のもとで自主規制の権限が認められている以上、取引所が会員に対して行った行動は反トラスト法の適用除外であるというものであった。一番の連邦地方裁判所の判決は、取引所の反トラスト免除の訴えを退け、取引所が Municipal Securities, Inc. と会員業者の間の連絡線に介入することを禁止するものであった。

ニューヨーク証券取引所はこの判決を不服として上訴裁判所に訴えた。法廷助言者である SEC は、実質的には明確な態度を表明しなかったが、取引所が一定の自主規制機能を持ち、会員を規制する権利及び義務を持つことは明らかであると主張した。一方、司法省はこの問題に関連し、一九三四年証券取引所法はニューヨーク証券取引所が主張するような反トラスト法からの包括的な援助を認めてはいるわけではないことを指摘している。上訴裁判所は、しかしながら司法省の見解に反して、取引所の権限は証券取引所法によって規定されているものであ

って、その権限は反トラスト法の適用から免除される、とした。

この問題は、最終的には最高裁判所で争われることとなった。最高裁判所では、証券取引所とその会員が集団的に Municipal Securities, Inc. から連絡網を取り去ったことは、もし一九三四年証券取引所法の定めがなかったならばそもそも反トラスト法違反である、とした。また、一九三四年証券取引所法が反トラスト法の適用除外にない限り規定をしていない以上、証券取引所に対して反トラスト法の規定の適用除外を認めることはできない。適用除外は、証券取引所法が機能するために必要である時のみ認められ、しかも必要最小限でなければならぬ、と述べた。

さらに、最高裁判所判事は、証券取引所法で会員に対する規制責任が定められている以上、取引所がその権限を行使するに際して非会員にも影響が及ぼすことは避けられないとしている。しかしながら、だからといって取引所の行為が反トラスト法の適用除外にあたることは言明できず、反トラスト法は取引所の反競争的行為に対する適切なチェックとなりえる、と述べている。また、反トラスト法の適用を否定することは、反トラスト法にあらわされた自由競争を促進しようとする議会の方針を無効にしてしまうことになるとして、取引所の反トラスト法の適用除外の主張を退けている。

最高裁判所の判決は、証券取引所の反競争的行動は、証券取引所法の範囲と目的に照らしてのみ、反トラスト法の適用除外をとまうが、そうした場合には SEC の監督に従う必要があり、さらに、告知や説明、公正な意見聴取など手続き上の公正性を遵守しなければならず、取引所は Silver の営業活動に損害を与える前に補償をすべきであったとの考えを示した。

この判決で問われたのは、取引所が証券取引所法に基づいて会員に対して行う規制行為が非会員に対しても影

響を持つてしまう場合、そのどこまでが反トラスト法の対象になるかという点が中心になっており、取引所の市場情報に対する権利が直接的に問われたわけではない。しかしながら、取引所が市場情報を独占的に利用して、他の市場参加者の活動に大きな弊害をもたらすような行動を取る場合には反トラスト法の観点からなんらかの問題になりうる事が示されたと見ることもできる。しかしながら、今日問題になっているような市場情報の権利についてはその後長い間十分問われることはなかったのである。

5 おわりに

Rubén Lee (一九九八)⁽⁶⁾によれば、現在の市場間競争は、基本的には各市場が流動性をめぐって競争を行っているわけだが、流動性をめぐる競争はさらに収入の増加をめぐる競争であると見ることもできるとの考えを示している。

そのように考えた場合、取引所にとって重要な収入源である市場情報に関して取引所が権利を主張することは不思議ではない。Leeによれば、取引所は市場情報を利用して競争を有利にすすめるためのさまざまな権利を主張しており、それは情報の所有権、利用を制限する権利、契約に関する諸権利など多様なレベルでの権利を確保して市場情報収入をめぐる交渉を有利にすすめようとしているという。

このように、証券取引所が市場情報収入を重視している背景には、ECN、ATSなどとよばれる代替的取引システムとのあいだの競争関係があることは言うまでもない。市場情報の提供をめぐって、現在取引所と直接に対立しているのはオンライン・ブローカーであるが、同様の問題が代替的取引システムとの間にも起きる可能性があるからである。

というのは、こうした取引システムのなかには、取引所の価格情報を使ってクロス取引を行うような、価格発見機能のないものも少なくないからであって、取引所の価格情報を使って投資家どうしのクロス取引を行うことによつて、価格変動リスクをなくし、低コストでの付け合せを可能にしているのである。このような価格発見機能のない非取引所システムにとっては、取引所の価格情報にいわばただ乗りして注文の執行を行っているのであるから、取引所の市場情報が自由に使えることが都合が良いと考えられるのである。

わが国でも、取引所集中義務が撤廃され、取引所外取引がさかに行われるようになってきた。わが国ではまだこうした非取引所取引システム(PTS)は現れていないが、多くの取引所外取引が取引所の価格情報をなんらかの形で参照して行われるであろうことが推測できる。この場合、取引所の市場情報の管理がどのように行われるかは、取引所と取引所外取引の競争条件を左右する問題となりうると思われる。

- (1) 清水葉子(一九九九)「証券取引所の市場情報収入」『証研レポート』一五三七号、一九九九年八月。
- (2) NYSE Annual Report, 1998.
- (3) ニューヨーク証券取引所の収入構成に占める市場情報収入の割合については、注(1)参照。
- (4) ニューヨーク証券取引所の情報利用料の課金体系については、注(1)参照。
- (5) シルバー判決については Joel Seligman (1982) *The Transformation of Wall Street*, P.383 など参照。
- (6) Rubén Lee (一九九八) "What is an Exchange?", Oxford University Press, Chap 4 参照。