

オンライン・ブローカーと取引所の市場情報手数料

清水 葉子

1 はじめに

前稿で指摘したように⁽¹⁾、アメリカでは、証券取引所やナスダック市場が、市場での価格や気配などの情報を配信することで会員証券会社やベンダーから得ている市場情報収入に対して、課金体系やコスト配分といった観点から見直しを求める動きが強まっている。こうした動きが生まれている背景には二つの要因が指摘できると考えられる。

一つはアメリカの証券市場が市場間競争のなかで徐々に営利的な市場サービスの提供者としての性格を強めはじめていることである。アメリカの証券市場は、それぞれの市場が互いに競争を行うことよって証券市場全体として高い効率性を達成するという考えの下に構築されている。この理念の下で、アメリカの証券取引所は、非営利・自主規制機関どうしの競争だけでなく、ATSなどの営利・非自主規制組織との間の競争も行っている。ばならない。市場間競争の中では、取引所自身も徐々にその性格を営利的なものに変えつつあり、たとえば取引所の株式会社化などが検討されていることは周知の通りである。

ところが、このような取引所の営利化への動きにもかかわらず、市場サービスの提供という業務は独占的な性格を持ちやすい業務でもある。もともと取引量の大きい市場では取引が行いやすいためますます取引が集まるといふ、いわば流動性の外部効果が働くためである。また、こうした大きな市場で決まる価格はより多くの需給を

反映していると考えられるので、価格への信頼性も高い。このため、取引所が価格などの市場情報に対して課す市場情報手数料も独占・寡占的な性格を持ちやすく、取引所にある種の独占的な利潤をもたらしているのではないかと懸念が生じているのである。

市場情報収入に対する見直しのもう一つの背景は、インターネットを通じたオンライン取引の拡大である。従来、リアルタイムの市場情報は、いったん情報ベンダーやブローカーに配信され、個人投資家はこうしたプロの情報利用者を通じて市場情報を得ることが通常であった。個人投資家は、新聞などを通じてリアルタイムでなくもった遅延データを参照したり、必要に応じて証券営業員に電話などでリアルタイムデータについて問い合わせを行ったたりして市場情報入手していたのであって、これはたいがい無料ないし無料に近い形で提供されている。

ところが、一九九〇年代の半ばころから、オンライン・ブローカーを通じて証券市場にアクセスする個人投資家が急増しているが、こうした個人投資家は、従来のように担当営業員に電話をかけて市況情報入手するのではなく、オンライン・ブローカーの提供するインターネット上のホームページなどを通じて価格や気配情報入手する。しかもこうした個人投資家は、リアルタイムの価格情報を迅速に知って売買のタイミングを逃すまいとする傾向が強まっている。こうした動きを受けて、オンライン・ブローカーは、現在の市場情報手数料がこうした新しい取引チャネルの拡大に対応しておらず、そのためにオンライン取引を行う個人投資家やそのサポートをするオンライン・ブローカーにさまざまな不都合をもたらしているとして改善を求めているのである。

2 インターネットと情報の所有権

オンライン・ブローカーが提起している市場情報収入に対する批判は、インターネットの普及にもなっておりきた新しい問題であるといえる。インターネット上では、他の者が発表している情報を参照したり引用したりすることが極めて容易であるので、情報の所有権の問題があいまいになってしまうからである。こうした問題は証券の価格情報だけに限らず、インターネットの普及とその商用利用にもなっており他の分野でも同様に生じている。証券以外のケースで生じた興味深い例を挙げてみよう。

一九九九年五月に、インターネット書籍販売を手掛けているアマゾン・ドット・コムは、ニューヨーク・タイムズ社が新聞紙面に発表している書籍のベストセラー・リストに掲載された本を、インターネットサイト上で割引きするサービスを始めた。これに対してニューヨーク・タイムズ社は、自社の発表するベストセラー・リストを利用するためには許可が必要であるとの申し入れを行った。

アマゾン・ドット・コムは、書籍のベストセラー・リストは、どの本が売れているかという単なる事実に過ぎず、ニューヨーク・タイムズ社がこの情報の所有権を主張することはできないとして提訴に及んだ。両者は、最終的には八月に和解に結び、アマゾン・ドット・コムはインターネットサイト上での割引きを継続するが、ベストセラー・リストを売り上げの多い順ではなく、アルファベット順に並べるとすることで合意した。

この例が典型的に示しているように、インターネット技術の普及によって、広い意味でのデータベースの所有権という概念があいまいになりつつあると言えることができる。インターネットによって、他の情報に対する参照が格段に容易になった結果、様々な関連情報を参照・加工して新たな付加価値を持つ情報やサービスを作り上げることができるようになった。このことは、証券業のように投資判断のための多様な情報提供が重要な業界では

非常に大きなメリットをもたらすと考えられるが、一方で、他の情報への参照を無制限に認めてしまうと、最初に情報を提供する者の情報提供インセンティブが失われてしまうのである。

ここで取り上げられている証券取引所の市場情報も、これとよく似た性格を持つと考えられる。証券取引所の市場情報は、ある証券がある価格で取引されたと言う事実を集めたものに過ぎないので、証券取引所がこうした情報の所有権を持つと無条件に断定することはできない。しかしながら取引所の市場情報は非常に重要な投資判断の材料であるから、取引所が情報提供を行うためのコストをカバーするだけの手数料が支払われなければ、提供される市場情報の質が低下する可能性がある。また、この情報提供のコストを、情報利用者である証券会社や情報ベンダー、機関投資家、個人投資家の間でどのように負担することが公正であるかという問題も生じる。

3 情報課金の仕組み

取引所上場銘柄の取引情報は、CTAとCQSと呼ばれる二つのプランに基づいて行われており、すべての証券取引所とCBOEがメンバーとなって投票による運営上の意志決定を行っている。ニューヨーク証券取引所とアメリカン証券取引所が共同設立したSIACと呼ばれる情報処理業者が、各取引所からの市場情報を収集・処理し、利用者の端末やベンダーへの配信を行っている。ナスダック銘柄の市場情報は、ナスダック自身が情報処理業者としてSECに登録を行い、情報収集・処理・配信を行っている。

ニューヨーク証券取引所上場銘柄とアメリカン証券取引所他地方証券取引所上場銘柄はそれぞれネットワークA、ネットワークBに分かれて別々に収集・配信されており、情報手数料の収入の管理と各取引所への配分も独立して行われている。ナスダックも自身の情報収入を得ており、一部ナスダック銘柄の非上場取引特権によって

図1 ネットワークAの課金体系

プロフェッショナル (端末あたり月額)	
端末数	
1	\$ 127.25
2	79.50
3	58.25
4	53.00
5	47.75
6から9	39.75
10から19	31.75
20から29	30.25
30から99	27.50
100から249	26.50
250から749	23.75
750から4999	20.75
5000から9999	19.75
10,000以上	18.75
ノンプロフェッショナル	
一人あたり月額	
ベンダーあたり利用者数	
1から250,000	1.00
250,001以上	.50
1件あたり (ベンダーごとに月額)	
1から20,000,000	.0075
20,000,001から40,000,000	.005
40,000,001以上	.0025

(出所) SEC Release No.34-42208 注(5)参照。

図2 ネットワークBの課金体系

プロフェッショナル (端末あたり月額)	
会員	
出来情報	\$ 13.60
気配情報	13.65
非会員	
出来情報	14.60
気配情報	15.60
ノンプロフェッショナル	
1人あたり月額	1.00
1件あたり (ベンダーごとに月額)	
1から20,000,000	.0075
20,000,001から40,000,000	.005
40,000,001以上	.0025

(出所) 図1に同じ

取引所で非上場取引きされている店頭銘柄については所定の収入配分がなされる。⁽²⁾

ネットワークAとネットワークBの情報利用料は、それぞれ図1、2のようになっており、情報利用の課金体系は頻繁に変更されており、図は一九九九年の最新のものである。⁽³⁾ ネットワークAでは、料金体系はプロフェッショナルとノンプロフェッショナルに分かれ、プロフェッショナル料金は利用量に関わらず端末数に比例した月額課金となっており、ノンプロフェッショナル料金は利用者数に比例した月額課金か一件ごとの課金かのどちら

かを選択するようになっていく。

一方、ネットワークBでは、プロフェッショナルとノンプロフェッショナルで課金体系が分かれるのは同様であるが、プロフェッショナルの料金は端末ごとの月額料金で、さらに会員と非会員に分かれ出来情報と気配情報に分かれている点は異なる。非会員の方が会員より、また気配情報の方が出来情報より高い。ノンプロフェッショナルの料金は利用者数に比例した月額課金と、一件ごとの課金との選択性になっており、これはネットワークAとはほぼ同様である。

ナスダック銘柄の料金体系は図3のようになっており、レベル1では端末ごと、レベル2では利用者ごとの月額で料金が決まる。

4 情報手数料収入

それではこうした課金体系に基づいて、それぞれのネットワークはどのくらいの収入を得ているだろうか。図4から6はそれぞれのネットワークの収入と支出を示したものである。

ネットワークAを参照すると、一九九四年から一九九八年の五年間で総収入は一・六倍に増加している。そのうち、プロフェッショナル向けの利用者から得る収入は一九九四年で九割、一九九八年で八割を占めているが、収入の伸びは一・四倍と総収入の伸びをやや下回る。

これに対して、ノンプロフェッショナル利用者からの収入は一九九四年で総収入の〇・九%、一九九八年でも

図4 ネットワークAの収支

12月31日までの年度	1998	1994
収入		
プロフェッショナル	\$ 112,444,000	\$ 79,519,000
ノンプロフェッショナル月額	6,040,000	825,000
一件あたり料金	8,236,000	276,000
ケーブルテレビ	1,917,000	0
アクセス料金	9,682,000	4,133,000
プログラム利用料金	2,634,000	1,608,000
チャッカー料金	2,776,000	2,231,000
その他	0	369,000
収入合計	143,729,000	88,961,000
支出		
データ処理	5,997,000	5,457,000
チャッカーネットワークへの支払	2,444,000	1,709,000
NYSEのサポート費用	8,697,000	5,304,000
その他	1,360,000	326,000
支出合計	18,498,000	12,796,000
税引前利益	125,231,000	76,165,000
予想税額	(36,000)	(863,000)
純収入	125,195,000	75,302,000
配分		
NYSE	93,223,000	54,594,000
NASD	13,209,000	6,902,000
CHX	6,898,000	4,153,000
PCX	4,531,000	3,788,000
BSE	3,390,000	1,748,000
CSE	2,279,000	2,311,000
Phlx	1,664,000	1,806,000
CBOE	1,000	0

(出所) 図1に同じ

四・二%に過ぎないが、この間の伸びは七倍以上と高い成長を示している。先に触れたオンライン取引の急増による個人投資家の情報利用の拡大の影響がここに如実に見取れる。

ネットワークBも類似の状況にあり、一九九四年から一九九八年の間に総収入は一・四倍近い増加を示している。プロフェッショナル向け利用者からの収入はここでは九割以上を占めるが、この間の収入の伸びは一・三倍と総収入

の伸びをやや下回る。一方ノンプロフェッショナル向けの収入は全体のそれぞれ〇・六%、一・六%を占めるに過ぎないが、五年間で三・九倍の伸びを示している。

一方、支出の方は、ネットワークA、ネットワークBともに、それぞれ日々の運営をサポートするニューヨ

図3 ナスダックシステムの課金体系

プロフェッショナル	
レベル1 (端末あたり月額)	\$ 20.00
NQDS (端末あたり月額)	50.00
ノンプロフェッショナル	
1人あたり月額	2.00
1件あたり	.005

(出所) 図1に同じ

図7 1998年の自主規制機関の収入構造
(百万ドル、自主規制機関合計に占める割合)

	規制	取引収入	上場賦課金	市場 情報収入	その他	自主規制 機関合計
NYSE	100.5 (14)	165.7 (23)	296.0 (41)	111.5 (15)	55.0 (7)	\$ 728.7
NASD	234.0 (33)	126.9 (18)	137.3 (20)	152.3 (22)	49.3 (7)	699.8
Amex	17.7 (8)	91.9 (41)	16.3 (7)	82.9 (37)	15.2 (7)	224.0
CBOE	19.7 (15)	84.6 (67)	0.0 (0)	17.5 (14)	4.7 (4)	126.5
PCX	3.0 (4)	53.8 (71)	2.0 (3)	12.9 (17)	5.3 (7)	77.0
CHX	0.0 (0)	24.7 (54)	0.0 (0)	20.0 (44)	1.1 (2)	45.8
Phlx	0.0 (0)	30.2 (69)	0.0 (0)	7.1 (16)	6.4 (15)	43.7
BSE	2.5 (13)	10.4 (57)	0.8 (4)	3.8 (21)	0.9 (5)	18.4
CSE	0.5 (8)	2.6 (45)	0.0 (0)	2.6 (45)	0.1 (2)	5.8
合計	377.9 (19)	590.8 (30)	452.4 (23)	410.6 (21)	138.0 (8)	1969.7

(出所) 図1に同じ

用が急増していることは同様である。

5 取引所への収入配分

ネットワークは、以上のような収支構造となっているが、収入から支出を差し引いた残りは、取引量に応じて各参加取引所に配分される。現在ニューヨーク証券取引所とアメリカン証券取引所の間には重複上場銘柄がないため、A、Bそれぞれのネットワークの最大の収入配分先は銘柄のメーカーマーケットであるニューヨークとアメリカン両取引所である。ネットワークAでは七四%が、ネットワークBでは七一%がそれぞれのメーカーマーケットの取り分となっている。取引所上場銘柄の取引所外取引の拡大を受けて、NASDがA、Bいずれのネットワークでも一割程度の配分を受けていることも興味深い。

この結果、各取引所の収入に占める市場情報手数料の割合は、図7のようになっている。市場情報からの収入は、全取引所の平均で二〇%程度となっており、過去五年間の取引所収入の拡大にもかかわらず極めて安定した割合を保っている。

ナスダック・システムの収入はナスダック銘柄の非上場取引以外は、全てナスダックの収入となっている。

図5 ネットワークBの収支

12月31日までの年度	1998	1994
収入		
プロフェッショナル	\$ 91,576,000	\$ 68,677,000
ノンプロフェッショナル月額	1,625,000	416,000
試験システム	2,316,000	279,000
チャッカー料金	2,009,000	2,154,000
プログラム利用料金	746,000	557,000
間接アクセス料金	853,000	116,000
その他	123,000	152,000
収入合計	99,248,000	72,351,000
支出		
データ処理	579,000	895,000
チャッカーネットワークへの支払	663,000	433,000
Amexのサポート費用	3,771,000	2,852,000
支出合計	5,013,000	4,180,000
純収入	94,235,000	68,171,000
配分		
Amex	67,090,000	56,460,000
CHX	12,722,000	4,507,000
NASD	9,020,000	2,783,000
PCX	2,855,000	2,164,000
BSE	782,000	1,264,000
Phlx	528,000	881,000
CSE	236,000	112,000
CBOE	85,000	0
DIAMONDS	917,000	0

(出所) 図1に同じ

図6 ナスダックシステムの収支

12月31日までの年度	1998	1994
収入		
レベル1	\$ 86,713,000	\$ 52,953,000
NQDS	21,155,000	6,611,000
ノンプロフェッショナル月額	4,445,000	770,000
1件あたり料金	13,473,000	517,000
ボイス・レスポンス	1,956,000	592,000
ケーブル・テレビ	241,000	0
その他	517,000	603,000
収入合計	128,500,000	62,046,000
配分		
NASD	128,088,000	61,946,000
CHX	412,000	100,000

(出所) 図1に同じ

ク証券取引所、アメリカン証券取引所に対する支払いが全支出の五割、七割ともっとも大きな割合を占めている。データ処理、チャッカーサービスなどが残りの支出を占める。

ナスダック・システムに関しても、この間に総収入は二倍程度に増加しており、ノンプロフェッショナルの利

6 オンライン・ブローカーと市場情報

以上のような市場情報手数料のあり方に対して、異義を申し立てているのはチャールズ・シュワップをはじめとするオンライン・ブローカーである。チャールズ・シュワップによると、シュワップ社が支払っている市場情報手数料は、一九九九年で一九〇〇万ドルにのぼり、経営上極めて大きな負担となっているという。

シュワップ社の主張は次のようなものである。⁽⁴⁾まず第一に、現在の課金体系の下では、ニューヨーク、アメリカン、ナスダック等の市場情報をノンプロフェッショナル料金で件数制限なしに購入するためには、顧客一人あたり一ヶ月五ドル程度必要であり、したがって一年に六〇ドルの負担となる。しかしながらシュワップ社の平均的なオンライン取引口座の取引は、一回あたり二九・九五ドルの売買を一年間に六から八回行うというものである。したがって、情報利用料だけで取引高の三分の一から四分の一を占めることになり、個人投資家の取引実体にそぐわない。

しかも、フルサービスのブローカーがプロフェッショナル料金で得た市場情報は通常無料で営業員などを通じて顧客に提供されている以上、オンライン・ブローカーも競争上こうした手数料を顧客に転嫁することは難しく、かなりの程度会社が負担せざるを得ない。

第二に、オンライン取引を提供しながら支店も開設しているシュワップ社にとって、オンラインで市場情報を得ようとする顧客だけでなく、従来通り支店に市場情報を問い合わせる顧客に対するサービスも残る。こうしたサービスに対しては、従来通りのプロフェッショナル料金がかり、支店に設置しているコンピューター端末数に比例して手数料を支払わなければならない。これは、同じ顧客が異なる手段で問い合わせをするケースもあるため、その場合には明らかに二重課金が生じているという。

7 おわりに

SECは、こうした状況に対して、市場情報提供のあり方について一般のコメントを求めるためのリリースを⁽⁵⁾発表している。SECはリリースで、市場情報提供のあり方、課金体系、とくにベンダーやブローカーなどのプロフェッショナルと個人投資家などのノンプロフェッショナルとの間のコスト負担のあり方、市場情報提供のための取引所の負担コストと課金のあり方などについて、問題を提起している。

本稿では検討できなかったが、手数料と取引所のコストの関係はさらに複雑な問題を含んでいる。取引所の行う業務は、市場の運営、監視、会員に対する規制など自主規制として広い範囲にわたっている。市場情報のコストは直接的な情報集計・配信コストだけでなく、市場運営や監視なども深く関係しているため、どこまでを市場情報提供のコストと認識できるかが難しいからである。

日本でも、アメリカと同様、急速にインターネット取引が広がっており、個人投資家のリアルタイムでの市場情報のニーズは拡大していくと考えられる。また、証券取引所の株式会社化も検討されつつあることもアメリカと同様である。したがって、日本の証券取引所の市場情報手数料の課金体系についても、アメリカと同様、個人投資家のオンライン取引の拡大に整合的な課金体系となっているか、取引所が負担する情報提供コストとの対応が公正かといった点が問題となる可能性がある。

(1) 清水憲子(一九九九)「取引所の市場情報収入」『証研レポート』一五七三号、一九九九年八月、「取引所の市場情報収入(二)」『証研レポート』一五七四号、一九九九年九月参照。

(2) 詳細は注(1)「取引所の市場情報収入」を参照。

(3) 一九九八年以前の課金体系は注(1)「取引所の市場情報収入」を参照。新体系ではノンプロフェッショナル向け料金

が値下げされ、上限制も設けられた。

(4) SECのリリースに対するチャールズ・シュワップ社のコメント参照。

(5) Securities and Exchange Commission (1999) "Regulation of Market Information Fees and Revenues" December 19, 1999, Release No. 34-42208.

(しみず ようこ・主任研究員)