

# アメリカの市場情報課金のあり方について

～市場情報に関するSEC諮問委員会レポートより～

清水 葉子

## 1 はじめに

アメリカでは、一九九〇年代の末頃から、証券取引所などが配信する市場の価格情報や気配情報などのいわゆる市場情報のあり方をめぐってさまざまな議論が行われてきた。すでに紹介したように、一九九九年六月にはアメリカ証券業者協会（SIA）とアーサー・アンダーセンが行った「市場情報の課金に関する白書」<sup>(1)</sup>が公開され、情報ベンダーや証券業者が証券取引所などとの間でどのような条件で市場情報配信の契約を結んでいるかが明らかにされた。続いて、同年十二月にSECが市場情報の配信や課金のあり方などを問うコンセプトリリース<sup>(3)</sup>を発表すると、リリースに対して四〇通ものコメントレターが集まり、この問題が注目された。この間、議会では市場情報の所有権の問題などをテーマに業界関係者のヒアリングなどが行われた。さらに、SECは市場情報問題に関して集中的な議論を行うために、二〇〇〇年八月に市場情報に関する諮問委員会を設立し、市場運営者、証券業者、情報ベンダーなど幅広い業界関係者による議論が行われた。

市場情報のあり方についてこれだけの関心が集まった背景には、一九九〇年代の半ばからオンライン取引が急激に広まったため従来の情報課金体系と現実の利用状況との間に齟齬をきたしはじめたことや、証券市場が営利

化しはじめた市場情報が戦略的に収入として意識され始めたことなどが大きく関わっていると考えられる。

もちろん、こうした状況は現在でも続いており、市場情報のあり方への関心は高いと考えられるが、SECの諮問委員会が二〇〇一年に報告書を出して以降、アメリカでは具体的なルールの改正につながるような動きは見られない。諮問委員会では、後で述べるように、現在単独の業者が行っている市場情報処理に競争を導入するという提案を行ったわけだが、委員会内にも少数派ながら反対意見があり、証券業界内の利害対立が解消されないため具体的な動きにつながっていないものと思われる。

本稿では、市場情報をめぐる問題を概観したうえで、二〇〇一年九月に発表された市場情報に関する諮問委員会レポートをもとに、そこで提唱された競争的情報配信モデルについて検討したい。

## 2 市場情報配信の仕組み

アメリカでは、他市場の上場銘柄を上場することなく自市場で取引する「非上場取引特権（UTP）」と呼ばれる制度が広く普及しているため、ニューヨーク証券取引所やアメリカン証券取引所の上場銘柄が地方証券取引所などでさかんに取引されている。また、取引所上場銘柄がナスダックで取引されるだけでなく、逆にナスダック上場銘柄が非上場取引特権を使って取引所で取引されることもまれではない。

こうした状況では、ある銘柄についての市場で最も良い価格の取引が行われているかを知るために、分散した各市場の価格情報を統合する仕組みが必要である。一九七五年の改正証券取引所法では、市場情報を統合して広く配信する仕組みを作るべきことをさだめ、取引所などが適切な課金によってその配信コストを回収することを認めている。

こうした証券取引所法の規定を受けて、取引所やナスダックは、取引所上場銘柄の出来情報を管理するC T Aプラン、同じく取引所上場銘柄の気配情報を管理するC Oプラン、ナスダック銘柄の出来情報・気配情報を管理するナスダックのプランという三つの市場情報運営プランを通じて、情報を管理・配信している。運営プランには、それぞれの市場情報を提供する全ての自主規制機関の代表者が参加し、重要事項については全会一致による意思決定を行っている。

具体的には、取引所上場銘柄については、ニューヨーク証券取引所上場銘柄の情報（ネットワークA）、アメリカン証券取引所および地方証券取引所上場銘柄の情報（ネットワークB）の二つに情報処理を分けて、それぞれ運営プランが定めた情報管理を行った上で、規定の料金体系に基づいて利用料を徴収する。市場情報の運営方針はプランが決定するが、実際の日々の管理はネットワークAについてはニューヨーク証券取引所が、ネットワークBについてはアメリカン証券取引所が委任権限に基づいて業務を行い、さらに具体的な情報処理については、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で設立したS I A Cという情報処理業者が一手に引受けている。

ナスダック銘柄については、ナスダック自身が情報処理業者として業務を行っている。

### 3 課金体系

課金体系については、紙面の都合上ネットワークAのものだけを示す（表1<sup>(4)</sup>）。ネットワークAの課金体系は二つに分かれており、情報ベンダーや証券業者などのプロフェッショナル向けと、市場情報を自分で利用するだけのノン・プロフェッショナル向けとで課金の仕組みが異なる。プロフェッショナル向け料金が、端末ごとの課

金で、端末数が増えるほど料金が逡減していくのに対して、ノン・プロフェッショナル向け料金は顧客単位あるいは情報一件ごとの課金となっており、金額は小さいものの、逡減の度合いも小さい。また、ここで示してはいいないが、ネットワークAとBとは課金体系も少し異なっている。

現在の課金体系の原型は、個人投資家の頻繁な利用が想定されていた一九九〇年代以前にあり、その後、料金改定はされているものの、体系そのものは大きく変わっていない。この

表1 ネットワークAの利用料金(ドル)

プロフェッショナル向け(端末1台あたり1か月)					
	1986	1991	1997	1999	現在
1	120.00	127.25	変化なし	変化なし	変化なし
2	75.00	79.50			
3	55.00	58.25			
4	50.00	53.00			
5	45.00	47.75			
6-9	37.50	39.75			
10-19	30.00	31.75			
20-29	28.50	30.25			
30-99	26.00	27.50			
100-249	25.00	26.50			
250-749	22.50	23.75			
750-4999	19.50	20.75			
5000-9999	18.75	19.75			
10000以上	17.75	18.75			
企業向け(1か月)				500000	525000
テレビ向けチッカーサービス					2.00
ノン・プロフェッショナル向け(ベンダーあたり利用者数ごと)					
利用者一人当たり、1か月					
1-25万人	4	4.25	5.25	1	変化なし
25万1人以上	4	4.25	5.25	0.5	
1ベンダーあたり利用件数(1か月)					
1-2000万件			0.01	0.0075	変化なし
2000万1-4000万件			0.01	0.005	
4000万1件以上			0.01	0.0025	

ため、一九九〇年代の後半ころから、個人のオンライン取引が急激に増え、ウェブサイトなどを通じたりアルタイルの市場情報の利用頻度が高まってくると、個人投資家の頻繁な利用にはそぐわない課金体系であることが明らかとなってきた。

すなわち、現在のノン・プロフェッショナル向けの課金体系は、従量的な遞減がほとんどないため、利用量がふえると割高になる。結果として、個人投資家向けの利用料金を飛躍的に拡大してしまった。とりわけ、個人投資家の価格情報利用料金を肩代わりすることもあるオンライン証券業者の負担が高まっているとされている。

諮問委員会の報告によると、ノン・プロフェッショナルから徴収した市場情報利用料の全市場合計は、一九九四年には三七〇万ドルであったが、二〇〇〇年には一億一五〇〇万ドルにのぼる急増を示したとされる。これは、現在の市場情報利用料全体の十九%を占める。

このように古い課金体系がそのまま使われていることが、プロフェッショナルな利用者とノン・プロフェッショナルな利用者との間の料金負担割合を偏らせているのであって、現在市場情報問題が大きくとり上げられている理由の一つであると考えられる。

#### 4 証券取引所の収入に占める市場情報利用料

市場情報のあり方が関心を集めているもう一つの背景は、市場運営が営利化していることである。表2は、各証券取引所の収入に占める市場情報利用料の割合を示したものである。アメリカの全証券取引所平均で、全収入の二一%を市場情報利用料が占めていることが分かる。これは、市場情報収入が市場運営者にとって無視できない収入源となっていることを意味している。

とりわけ、上場賦課金収入がわずしか見込めない地方証券取引所では、市場情報利用料への依存傾向が極めて高い。たとえば、シカゴ証券取引所では全収入の四四%が、シンシナティ証券取引所では四五%が市場情報利用料からの収入である。最大の上場会社数をかかえる取引所であるニューヨーク証券取引所も、収入の十五%は市場情報から得ていることが分かる。

市場情報利用料は、各市場にどのように配分されているのだろうか。利用者から徴収された市場情報利用料は、ネットワークA、B、ナスダックごとに一つのプールに集められ、そこからまず情報処理業者などの経費を差し引いたうえで、残りの額が取引量シェアに比例して各市場に配分される。ネットワークAとBでは取引件数シェアに比例して、ナスダック銘柄の場合は取引件数と取引高のシェアの平均に比例して配分される。市場情報収入は、二〇〇〇年には全市場合計で五億九八〇〇万ドルにものぼっており、この収入を市場運営者間でどのように配分するかは大きな問題である。

このように、市場運営者が市場情報に対して戦略的な収入源としての目を注ぐ状況になっているにもかかわらず、市場情報の現在の配信・運営の仕組みは、適切なコスト回収だけを意図した一九七五年当

表2 1998年の自主規制機関の収入構造

(100万ドル、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)	1,969.7

SEC Release NO. 34-42208より作成

時の古い仕組みのままである。現在のよ様な独占的性格の強い配信・課金体系で今後も公正さを維持できるのか、あるいは市場間での収益配分のあり方が適切か、といった点が問い直される必要があると思われる。

## 5 市場情報に関する諮問委員会

以上のよ様な問題意識のもとで、SECは一九九九年のコンセプト・リリースで、コストベースのアプローチを提言した。SECの認識は、現在の課金体系では情報配信のための純粋なコストを反映しているかどうかを確かめる方法がない。そのため、SECはそれぞれの市場運営者に対して、市場情報の配信コストを開示するよう求め、これに基づいて市場情報の料金体系や配信のあり方を考えようというものであった。具体的には、それぞれの市場が負担している情報配信のための個別のコストと、共通経費として全体で負担しているコストをそれぞれ算定し、共通経費部分を利用割合に応じて各市場に割り当てることで合計としての個別コストを算出しようというものであった。

諮問委員会では、こうしたコストベースのアプローチはかつては公共交通や水道、ガスといった公益企業の価格設定に用いられた手法であるが、現在ではあまり使われなくなっているとして否定された。コストベースアプローチは、まず正確なコストの計測が困難であるという点でかなり非現実的である。とりわけ、多岐にわたる取引所の業務から情報配信にかかるコストだけを取り出して算出すると言っても、どこまでが情報配信コストと見なしうるかはかなりあいまいである。

また、コストベースのアプローチは、結果的にかかったコストが回収されるように価格が決められるので、運営者にとってコスト削減のインセンティブが生まれにくく、結果的にコストを膨張させることが多い。また逆に、

運営者が経営努力をはらってコストを削減しても、今度はそれに応じて価格も下げられてしまうので、経営努力の芽も摘んでしまいかねないからである。

諮問委員会では、多数派の結論として、現在のS I A Cに加えて、市場情報処理業務に情報ベンダーの自由な参入をゆるし、市場運営者が複数の情報処理業者に情報を販売することで処理業者間の競争を促すというアプローチが提唱された。

現在の情報処理の方式では、単一の情報処理業者であるS I A Cが、独占的に情報処理業務を請け負っている。S I A Cは、市場情報の最大の「生産者」であるニューヨーク証券取引所とアメリカン証券取引所がそれぞれ三分の二、三分の一ずつ出資していることから、この情報処理業務による収入も最終的にはこれら両取引所に入る仕組みである。また、S I A Cの運営のされ方についても、一般ベンダーや証券業者など市場情報の買い手サイドから不満の声があがっている。たとえば、S I A Cが独占的に業務を行っているため競争圧力が十分でなく、技術革新が進んでいない点や、一般ベンダー側がS I A Cとの市場情報利用契約の中で情報利用の方法など詳細な情報提供を求められ、これが技術情報の漏洩になりかねないといった点が指摘されている。

とはいえ、諮問委員会では、こうした複数情報処理業者方式を採用すると、固定的な情報処理システムに対して業界全体で重複投資を行うことになって無駄ではないかといった異論が委員会内にあることも併記しており、複数業者方式で委員会内の意見が一致したわけではないことをこわっている。どういった方式を採用するかは、最終的にはS E Cの判断によるが、諮問委員会では、もしS E Cが複数業者による競争モデルを採用しない場合でも、競争入札による情報処理業者の選別や、現在のガバナンスのありかたの改善など、一定程度の制度改善が必要であるという点で一般に合意したと述べている。



注

- (1) 清水葉子(一九九九a)(一九九九b)参照
- (2) SIA/Arthur Anderson(1999)参照。
- (3) SEC(1999)参照。
- (4) 一九九八年時点での課金体系については、清水(二〇〇一)参照。ただし、現在では一部改定されており、最新の利

用料については諮問委員会レポート参照のこと。

#### 参考文献

SIA/Arthur Anderson(1999) "White Paper on Market Data Pricing", June 1999.

SEC(1999) Concept Release(1999) "Regulation of Market Information Fees And Revenues", Release No. 34-42208; File No. S7-28-99, December 1999.

清水葉子(一九九九a)「証券取引所の市場情報収入」『証研レポート』一九九九年八月、一五七三号。

(一九九九b)「証券取引所の市場情報収入(2)」『証研レポート』一九九九年九月、一五七四号。

(二〇〇一)「証券取引所の市場情報収入」『証券経済研究』二〇〇一年七月、第二六号。

(しみず ようこ・客員研究員)