

# 「レギュレーションNMS」に見る市場情報手数料

清水 葉子

## 1 はじめに

アメリカでは、各市場で取引されているすべてのNMS適格証券について、それぞれの市場から取引情報（出来情報）と気配情報を集約し、一般向けに配信する情報処理システムが稼働している。投資家は、銘柄ごとに現在どの市場でいくらずで何株の取引が行われており、どのような気配が提示されているかを一覧することができることから、この市場情報配信の仕組みは、複数市場が混在する全米市場システム（NMS）の公正性確保の根幹をなしていると言ってよい。

各市場は、取引情報についてはCTAプラン、気配情報についてはCQプラン、ナスダック銘柄については取引・気配情報ともナスダックUTPプランと呼ばれる管理組織をそれぞれ形成しており、情報配信の仕組みや、処理の手順、情報料金など情報配信の条件、回収した情報料金収入の配分方法などについてSECの監督の下で全会一致制の意思決定を行っている。

ところが、この市場（取引所とナスダック）が得ている情報料金収入をめぐって、一九九〇年代の半ばすぎころからさまざまな問題が指摘されるようになってきた。<sup>1)</sup>当初は、オンライン取引の増加にともなつて、個人投資家からのリアルタイムの株価情報の需要が急増したことから、相対的に割高だった個人向けのリアルタイム株価情報の配信料金の引き下げが焦点であったが、次第に後で述べるように情報料金収入の配分方式が市場間の競争

に歪みをもたらしているといった議論に移っていった。議論の拡大を受けて、SECは二〇〇〇年には市場情報諮問委員会を発足させ、市場情報収入の扱いについての集中的な議論を経て、二〇〇一年には報告書を発表している。<sup>(2)</sup>

今回、SECは「レギュレーションNMS」という包括的なリリース<sup>(3)</sup>の中で、市場情報についてのSECLールおよび、各自主規制機関が行っている市場情報管理のためのプランの修正を提言している。SECの提言は市場情報諮問委員会の報告書をふまえたものであるが、自身が以前に提案したコストアプローチも、また委員会が提案した情報処理業者の競争促進アプローチも採用していない。かわってSECは、従来のように市場情報収入を主に取引件数に応じて比例配分するという単純な方式を廃止し、各市場の取引高（出来情報）と気配提示の両方の貢献度に応じて配分する、やや複雑な計算方式を提案している。

なお、本リリースで提案されている修正案では、このほか、各市場がプランで定める以外のデータを独自に配信することを認め、その配信条件についての統一基準を作ること、市場情報管理のためのプランへの参加を自主規制機関以外にも開放することなどにも触れているが、本稿では主に市場情報収入の配分をめぐるルール提案について紹介する。

## 2 現在の情報収入配分方式の歪み

現行のプランでは、各市場はプランの定めた手順に従って、取引情報と気配情報をプランの定める情報処理システム（SIAC）に配信し、全市場の市場情報が集約処理された後、一般向けに配信される。この配信の対価として、各プランは個人向け、情報ベンダー向けにそれぞれ細かく定めた料金に従って市場情報料金を受け取る。

集められた情報料金はNYSE上場銘柄を扱うネットワークAと、AMEX上場銘柄を扱うネットワークB、ナスダック上場銘柄を扱うネットワークCの三つにわけて集計される。ネットワークごとの情報料収入から必要な支出を控除した後のネットワークの純収入は、現在のプランの下では、ネットワークAおよびBでは取引件数に応じて各市場に配分し、ネットワークCは取引件数を取引株数シェアで加重平均した割合に応じて配分している。二〇〇三年のネットワークの収入と配分シェアは表のとおりである。合計四億ドル近い料収入であるから、この配分ルールをめぐる各市場の利害はかなり大きいものである。

さて、この方式では、情報料収入を主に取引件数に応じて配分するので、いかに株数や金額が小さくても、取引一件は一件と勘定され、取引サイズが考慮されない。また、気配情報もプランを通じて配信されているにもかかわらず、市場の気配提示活動が積極的かどうかは、情報収入の配分上まったく考慮されていない。

こうした点について、SECは次の二点を問題として指摘している。

まず、取引所の中には、実際の取引活動は他の場所で行われてい

ネットワークの収入と各市場への配分（2003年） 単位1000ドル

	Network A		Network B		Network C		Total
情報料収入	171,462		99,179		153,686		424,327
支出	9,322		3,508		25,470		38,300
純収入	162,140		95,671		128,216		386,027
配分							
NYSE	145,610	89.8%	2,826	3.0%	0	0.0%	148,436
NASD/Nasdaq	8,907	5.5%	18,895	19.7%	87,716	68.4%	115,518
パシフィック	1,056	0.7%	18,662	19.5%	19,058	14.9%	38,776
アメックス	0	0.0%	36,189	37.8%	32	0.0%	36,221
ナショナル(旧シンシナティ)	795	0.5%	10,828	11.3%	20,661	16.1%	32,284
シカゴ	3,208	2.0%	4,450	4.7%	706	0.6%	8,364
ボストン	2,234	1.4%	2,516	2.6%	43	0.0%	4,793
フィラデルフィア	330	0.2%	1,276	1.3%	0	0.0%	1,606
CBOE	0	0.0%	29	0.0%	0	0.0%	29

(出所)注(3)第6章より作成

るのに、形式的には当該取引所の取引として報告させ、自らは単に「取引記録をプリントアウトするだけの施設」になってしまっているところがあることが挙げられる（print facilities）。すなわち、配分される予定の情報収入の一定割合をリベートとして支払うことを約束し、ATSやマーケット・メーカーに取引報告を当該市場に行わせるよう取り決めている。こうした市場が現れると、徐々に他の市場も競争上リベートを支払わざるを得なくなる。取引所は、自主規制機関として、自市場で行われる取引を監理する責任を負っているが、このように形だけの取引報告が行われるとなると、ある取引の規制上・取引報告上の責任をどの市場が負うかが、市場情報収入を増やそうとする営利的な考えによって左右されるようになる。さらに、ATSやマーケット・メーカーのなかには、気配のある市場に表示しておいて、取引報告は他の市場に出すといった行動をとるものも現れ、混乱のもとになりかねない。

第二に、取引件数のみに基づく収入配分方式は、取引所の不正な慣行の温床になりやすい。とりわけ、大口の取引を一件報告するよりも小口取引をたくさん報告する方が有利であるので、各市場には小口取引を増やそうという誘因が生じる。このため、市場参加者が本来の取引サイズをできるだけ小口に分割して、見かけ上の取引件数を増やすことで、市場への情報収入の配分を増やし間接的にその分け前にあずかるといったことが行われている（washあるいはshredと呼ばれる）。

さらに、主に取引件数のみ按比例した現行の収入配分では、市場の価格発見機能から見て非常に重要な「気配提示」という貢献分が、収入に反映されない。このため、有利な情報収入獲得のために、各市場は取引件数にばかり重点をおいて競争を行う傾向が生じる。たとえば、頻繁に最良気配が出されているかどうか、一定程度の大きなサイズの気配が出されているかどうかといった市場機能が考慮されなくなり、各市場が気配競争をおろそか

にしがちになる。

こうした問題は、とくに上場銘柄の少ない地方証券取引所が収入の多くをこの市場情報手数料の配分に頼っていることが推測されることから、小規模の地方証券取引所に顕著な問題であると考えられる。地方証券取引所の中には、取引手数料(場口銭)を引き下げたり、あるいは代表的なインデックスに含まれる銘柄についてまったく無料にすることで取引件数を拡大し、情報収入の配分を拡大することで生き残りをめざすといった戦略が従来から見られた。

### 3 提案された新配分方式

SECはこうした市場間の競争の歪みを是正するために、市場情報への各市場の貢献度を取引件数のみではかる従来方式を改め、取引高(取引件数)への貢献分と気配提示への貢献分との二つに分け、それぞれについて算定式を提案している。配分方式はやや複雑になるが、これによって取引件数のみに偏った競争のありかたを改善することを意図しているのである。

提案された新配分方式は、まず二段階に分けられ、さらに二段階目が三項目から構成されている。第一段階は、ネットワークに入って来る純収入(配分原資)を、直接各市場に配分するのではなく、いったんそのネットワークが対象としている個別銘柄に割り振る。この時、取引が多い銘柄には多くの原資が割り振られ、少ない銘柄には少ない原資が割り振られる。

続いて第二段階として、銘柄ごとに割り振られた原資を一つ一つ各市場に配分する。各市場の最終的な情報収入は、銘柄ごとの自市場の配分額を総計したものとなる。市場への配分方式は、銘柄ごとの原資の五〇%を取

引件数と取引高の平均に比例して、三五%を最良気配への貢献度に比例して、一五%を最良気配の更新への貢献度に比例して、それぞれ市場へ配分する。これら をネットワークが対象としている全ての証券について計算し、自市場の取り分を総計したものが、新しい配分方式による市場情報収入となる。

この方式は、計算方式はやや複雑であるが、従来のように取引件数を偏重した配分方式の歪みを是正することにつながり、地方証券取引所などがATSと結んでいる不透明な慣行の是正につながるとSECは見ている。また、算定方式の変更によってかなりの額の収入が動くことになるので、市場情報収入の配分方式は透明で公正なものでなければならぬとしている。

(1) 第一段階…市場情報収入を各銘柄に割り振る

ネットワークの配分原資を各銘柄に割り振るのに際しては、各銘柄の取引金額の平方根に比例するよう配分する。銘柄への割り振りは、完全平等配分や取引高加重方式での配分などの代替案も考えられるが、頻繁に取引される銘柄とまれにしか取引されない銘柄とは、気配情報や価格情報の価値も異なっていると考えるのが自然である。このため取引の多寡を反映させる方式が望ましい。一方で、たとえば、取引高トップ五%の銘柄は非常に頻繁に取引されているので、これを単純に取引高に応じて加重すると取引高が下位の銘柄との間で極端な差がつきすぎてしまい、取引高が下位の銘柄の価格発見の重要さが反映されない。

取引金額の平方根だと、取引金額が取引活動の重要度を一定程度反映する一方で、取引高とダイレクトに線形比例しないので都合が良い。平方根という数字にはマイクロストラクチャー理論からの裏付けもあるとしている。

(2) 第二段階：銘柄ごとに決まった原資をさらに各市場へ配分

銘柄ごとの原資の五〇％を取引高に比例して配分する

取引高比例の配分は、次の算式に基づいて行われる。すなわち、(A) 銘柄ごとに割り振られた原資の五〇％が、(B) ニドルにその市場の年間取引件数をかけたものいづれか少ない方を、取引高比例の配分原資とする。各市場には、これを取引高に応じた「取引格付 (Trade Rating)」に比例して配分する。

やや複雑であるが、たとえば、ある銘柄の原資が三〇〇ドル、年間取引件数が一〇件であったとしよう。この場合、(A) を計算すると二五〇ドル(その銘柄の原資である三〇〇ドルの五〇％)、(B) は二〇ドル(二ドルかける年間取引件数一〇件)となる。このいづれか少ない方なのであるから、(B) の二〇ドルの方が用いられるということになる。これを、別途定める各市場の取引格付に応じて配分したものが、各市場が得る収入配分であるということになる。

取引格付の方は、年間の取引金額シェアを取引件数シェアで平均したものであり、各市場の取引への貢献度とみなす。たとえば、取引金額で二〇％のシェア、取引件数で三〇％のシェアを持つ市場であれば、取引格付は〇・二五となり、さきの二〇ドルに〇・二五を乗じた結果である五ドルが、当該銘柄分の市場情報収入としてこの市場に配分される。この取引格付は、一つの銘柄について全市場合計すると一になることは言ってもない。

なお、取引格付を決めるための取引金額シェアと取引件数シェアの計算対象となるのは、一定以上の取引金額のある取引のみである。リリースでは取引金額を見て五〇〇ドルを計算対象となる最低サイズとすることが提案されている。すなわちこれより小さいサイズの取引は、どれだけ行なっても取引格付のシェア計算には参入されず、収入配分に貢献しない。これは、価格発見に貢献の少ない小口取引を配分対象から外すとともに、従来指

摘されて来たように、地方証券取引所が意図的に小口注文を集めて収入配分に預かろうとするといった歪みを是正するためであるとしている。

#### 気配提示に応じた収入配分

気配に応じた配分の方も多少面倒な計算が必要である。ある市場の気配シェアによる上場収入の配分は次のように計算される。まず、ある銘柄に配分された市場情報収入の三五％に、 $\frac{1}{2}$ で計算した(A)原資の五〇％と(B)一ドルかける取引件数との差額を加えたものが気配シェアの配分原資となる。これを各市場の「気配格付」に応じて配分する。

各市場の気配格付は、各市場が全米最良気配(NBBO)を提示していた秒数にその気配のサイズを乗じたものを「気配クレジット(quote credit)」とし、銘柄ごとに各市場の気配クレジットを合計して市場ごとのシェアを求めたものとする。たとえば、ある市場で、一株あたり二〇ドルの最良買い気配がサイズ二〇〇株で提示されていて、これが三秒間続いたとしよう。この最良気配によって当該市場が獲得できる「気配クレジット」は三(秒)×二〇(ドル)×二〇〇(株)で一万二〇〇〇クレジットとなる。このように、銘柄ごとに各市場が年間で獲得した「気配クレジット」を計算し、そのシェアを求めることで、気配提示についてその市場の貢献度を測ろうとするものである。

#### NBBO改善に応じた配分

最後に最良気配の更新に応じた収入配分である。これは銘柄に割り振られた原資の一五％が対象となり、これ



を各市場の「NBBO更新格付」に応じて配分する。「NBBO更新格付」は、NBBOを更新したことに對して与えられる「NBBO更新クレジット」の獲得シェアであるが、これは、NBBOを更新して五秒維持することと、その気配サイズ分のクレジットが獲得できるほか、更新するだけでなく更新した価格で取引が成立すればさらに多くのクレジットが獲得できる仕組みである。この更新クレジットの獲得シェアも、銘柄ごとに全ての市場を合計すると一になることはいつまでもない。

#### 4 おわりに

SECは、以上の提言に対して、まず取引件数に加えて、最良気配提示への貢献度や、最良気配の更新への貢献度も、市場情報収入の配分の際に考慮したことについて、加重割合などが適当かどうかといった点についてコメントを広く求める方針である。さらに、気配による配分を導入し、とりわけ最良気配を提示できた秒数を計算対象にすることで、市場が互いに気配更新を遅らせあい結果的に気配の質を落とすことにつながるかといった点も懸念している。また、NBBO提示に対して、NBBO改善よりも高いウエイトで収入配分を行うことになる（前者が三五％、後者が一五％）が、これは、継続的にNBBOを提示することはNBBOの改善よりも市場の深さへの貢献が大きいという判断に基づくとしているが、こうした点についてもコメントを求める方針である。収入配分方式全般についても、自主規制への影響、取引慣行の変化の可能性などについて広く問いかけている。

注

- (1) 市場情報手数料をめぐる議論の経緯については、清水(二〇〇三)「アメリカの市場情報課金のあり方について」、『証研レポート』、一六二二号参照。
- (2) Report of the Advisory Committee on Market Information: A Blueprint for Responsible Change, September 14, 2001. 本レポートの概要紹介は、注(1)参照。
- (3) SEC Proposed Rule: Regulation NMS Release No. 34-49325. なお、本リリースは、全米市場システムの中で従来から問題とされてきたトレードスルーなど主に四つのテーマについて、包括的にSECの規制方針を示したもので、本稿で扱う市場情報収入は、その第六章でとり上げられている。リリース全体の紹介については、『証研レポート』本号の吉川「レギュレーションNMS」を参照。

(しみず ようこ・客員研究員)