

# アメリカのメイカー・テイカー手数料とパイロット・プログラム

清水 葉子

## 1 はじめに

アメリカでは、市場間競争によって証券市場が分散し、一つの銘柄の株式の取引が多数の証券市場に分散して行われている。現在、アメリカには二一の国法証券取引所と、多数の取引所外の市場が存在しており、市場参加者（証券会社およびその顧客である投資家）は、多くの市場からもっとも有利な市場を選択して証券の取引を行っている。

それぞれの証券市場（取引所）は、市場参加者から注文を獲得するため、手数料の低さ、取引執行の早さ、市場の流動性の高さ、マーケットインパクトの低さ（大口取引の執行コストの低さ）、注文の出し方のバリエーションなど、多様な側面で競争を行っているが、手数料の低さは当然ながら競争の大きな要素となっている。このため、証券市場が市場参加者から徴収する手数料の形態も大きく多様化し、欧州をはじめとして海外に広く広まっている。

手数料制度の多様化は、証券市場が多く取引を集めるためのビジネスモデルとして有効である一方で、手数料の複雑化に伴って、手数料を考慮した最良執行が行われているかどうかについては疑問の声が上がっており、手数料の低さ（あるいは市場からのリベート）を目標てにした注文回送が一般化していると懸念が指摘されている。こうした批判を受けて、アメリカでは、SEC（証券取引委員会）が手数料制度の影響を確かめるため

のパイロット・プログラムの導入についての提案を行っている。

## 2 メイカー・テイカー手数料

海外の証券取引所の手数料形態に関して日本と大きく異なるのは、「メイカー・テイカー手数料」と呼ばれる手数料の存在である。<sup>(1)</sup>日本の証券取引所の現物株式取引では、売り手側、買い手側の双方から決まった手数料を徴収するのが通例であるが、「メイカー・テイカー手数料」を採用する海外の証券市場では、取引が成立した時に、指値注文を出していた参加者（証券会社）には取引所側からリベートを支払い、指値に該当する（成行）注文を出して指値を消化した証券会社からは手数料を受け取るという手数料の形態が一般化している。証券取引所としては、証券会社から受け取った手数料と、証券会社に支払ったリベートとの差額が収入となる。

メイカー・テイカー手数料は、指値注文を出した証券会社を市場に流動性を供給したとみなし、流動性供給の対価としてリベートを支払うことで、指し値注文を増やすことを目的としている。リベートを目標にした指値注文を集めることができれば、取引高や取引シェアが拡大し、結果としてリベートを支払っても取引所としては収入を増やすことができる。

二〇〇〇年代半ば頃から、ECNとして登場したBATSなどの新興市場が急激に取引高シェアを伸ばし、二〇〇八年前後に相次いで国法証券取引所のステータスを得るまでになったことの背景には、こうした特殊な手数料体系があったとされている。また、この時期は、コンピューターのアルゴリズムを利用して、極めて早い速度で自動的に売買注文を出すハイ・フリクエンス・トレーディング（HFT）が登場した時期でもある。HFTは、コンピューターの判断で早い速度の注文を出すことで、市場間の価格の歪みをいち早く利用して素早い裁定

取引をすることができるが、それに加え、メイカー・テイカー手数料を採用する市場で指値注文を出してリベートを得ることも重要な収益源になっている。メイカー・テイカー手数料は、HFTのニーズにも合致していたため、リベートをてこに、アメリカの証券市場全体の取引高が大きく拡大した時期ともなった。

なお、メイカー・テイカー手数料とは逆に、「テイカー・メイカー手数料」と呼ばれる手数料体系も存在し、こちらは指値を出した証券会社から手数料を徴収し、成行注文を出して指値と対させた証券会社に対してリベートを支払うものである。

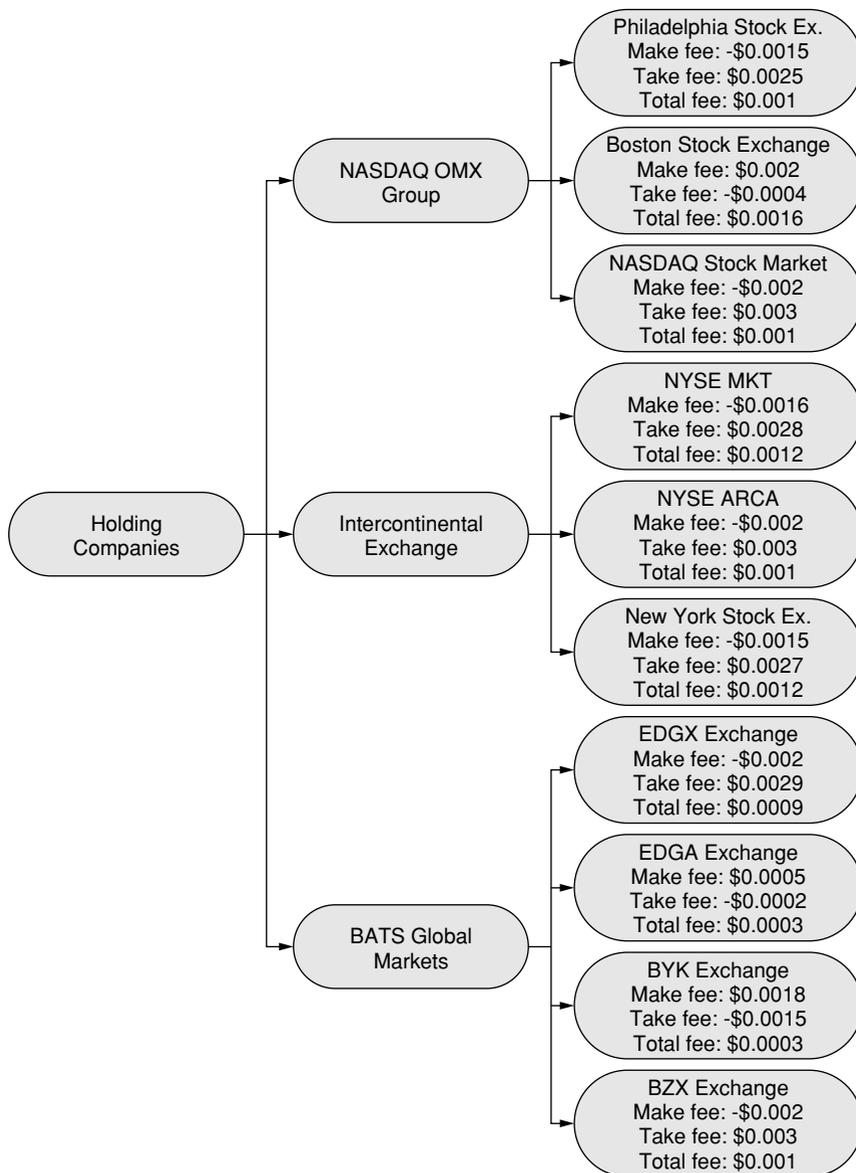
### 3 アメリカの証券市場の手数料体系

アメリカの証券取引所の手数料体系を具体的にみてみよう。図表1はNYSE上場証券を取引する証券取引所の手数料体系を示したものである（二〇一五年五月現在、手数料は頻繁に改定される可能性がある）。アメリカでは、レギュレーションNMSにより手数料には〇・〇〇三ドル（〇・三セント）の上限が設けられている（株価一ドル以上のものが対象。一ドル未満のものは株価に対して一定%の上限が設けられる）。

取引所は、手数料以上のリベートを出すと収益を失い、長期的には手数料の上限に制約されることから、リベートには規制上の上限はないと思われる。

メイカー・テイカー手数料制とテイカー・メイカー手数料制が共存しているのは、一見すると奇異なことと思われるが、アメリカの証券市場では、証券会社が同時に多くの証券市場（取引所）とシステム接続し、その時々の時でもっとも有利な証券市場に取引を発注しているため、例えば指値注文を出す時には（指値に対してリベートが支払われる）メイカー・テイカー制の市場に発注し、成行注文を出す時には（成行に対してリベートが支払

図表1 ニューヨーク証券取引所上場証券の各取引所での取引手数料



(出所) Chao et al. (2017) "Why Discrete Price Fragments U.S. Stock Exchanges and Disperses Their Fee Structures"

(注) 図表中、手数料にマイナスの数字がついているものがリベートである。手数料額と、取引所グループは、2015年時点のもの。

われる) テイカー・メイカー制の市場に注文を発注することも可能なためである。

もちろん市場間には裁定がはたらいっているので、市場の使い分けで得られる収益(取引コストの削減)は極めて小さく、実際に収益(取引コストの削減)が得られるかは、その時々々の気配値、リベート・手数料の多寡、執行可能性(市場の流動性の高さ)など多くの要素を考慮に入れなければならず、注文回送は複雑化していると考えられる。

こうした市場参加者の市場選択を前提に、アメリカの証券取引所グループの多くでは、メイカー・テイカー制とテイカー・メイカー制の両方の市場を傘下に置くことも一般的である。(BATS証券取引所のBATS・YとBATS・Zや、NSADAQグループのPSXとBXなど)。

#### 4 取引所の手数料と価格

ここで、仮想的な単純モデル例を使って、取引所の手数料体系が変更されたときに、スプレッドや執行価格にどのような影響ができるかを考えてみよう。

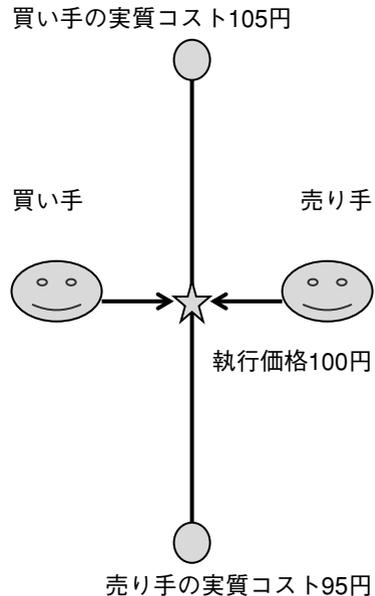
日本の証券取引所のようなオーダー・ドリブンの市場では、売り手と買い手がそれぞれ指値注文や成行注文を出し、競売買制度に基づく価格優先のルールに従って取引が執行される。図表2-1のような単純化したモデルで、一〇〇円の買い注文と一〇〇円の売り注文が対当して取引が成立すると考えてみよう。市場参加者(証券会社)が取引所に支払う手数料を売り買い双方五円とすると、一〇〇円で証券を買った買い手は、一〇〇円に加えて手数料五円を支払っているので、手数料込みでは一〇五円の支払いを行っており、売り手は一〇〇円の売り価格から五円の手数料を負担するので、手数料込みで九五円で売ったことになる。

少し脇道にそれるが、取引所などのクオート・ドリブンの市場と対比されるマーケット・メーカー制でこの関係を確認すると、マーケット・メーカー制では市場参加者のコスト負担が最初から明示的であって、一〇〇円相当の証券に対して、マーケット・メーカーが「九五円の買い、一〇五円の売り」という気配を出していると想定すれば、証券の買い手・売り手は、マーケット・メーカーを相手として、九五円で売るか、一〇五円で買うかの取引を行うことになる。そのため、売り買い合計で一〇〇円の売買スプレッドを取引コストとして負担していることになる。売買スプレッドをちょうど半々に負担すると考えれば、売り手・買い手がそれぞれ五円の取引コストを支払い、売買スプレッドの中値である一〇〇円がちょうどオーダー・ドリブン市場の執行価格に相当するといえることができる。

さて、オーダー・ドリブン市場のモデル例に戻って、均等だった手数料体系を変化させるとどうなるかを見てみよう。例えば指値を出した側を流動性供給者とみなして優遇するために、指値側の手数料五円を割り引いて二円とし、成行注文を出した側の手数料は五円のまま据え置くとしよう。

買い手が指値を出すと考えると、図表2-1のように、買い手の手数料込みの取引金額は、先ほどの一〇五円ではなく、一〇二円で済むことになる。その場合、買い手としては三円の取引コストの節約ができるので、この

図表 2-1



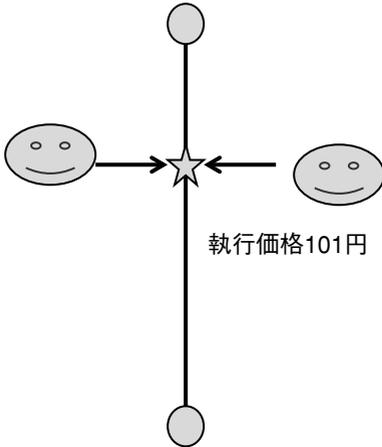
市場により多くの注文を回送する可能性が高い。このことは、他の証券取引所でもっと有利な条件の指値注文が出ていても、価格差が三円以内であれば、この市場に注文を回送する潜在的な誘因となる。

もちろん、証券会社には最良執行義務があるので、他の市場で有利な価格が提示されているときに、不利な価格で顧客注文を執行することはできない。実際には、複数市場での最良価格が同じ場合に、より手数料が低い（あるいはリベートが得られる）市場に多くの注文を回送することになると考えられ、市場側にとっては取引高を拡大する手段として利用できる。

さらに仮定を進めて、買い手側は、三円の取引コストが節約できることを前提に、例えば一円だけ自分の買い指値を引き上げて一〇一円の買い指値注文を出しても損をしないことになる（図表2—3）。指値を出す買い手の行動モデルは、実際にはもっと複雑であるが、単純化を進めると、この証券取引所では、五円の取引手数料を課している他の証券取引所よりも一円高い買い指値が出される潜在的な可能性が発生することになる。この高い買い指値が、より多くの売り注文を引きつけば、この

図表2—3

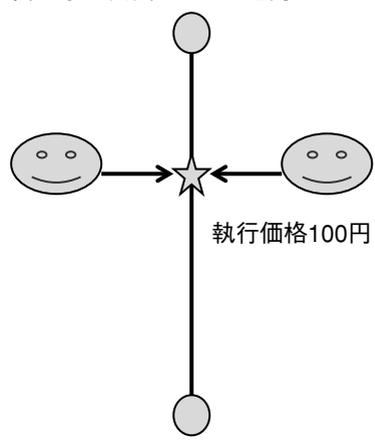
買い手の実質コスト103円



売り手の実質コスト96円

図表2—2

買い手の実質コスト102円



売り手の実質コスト95円

取引所は取引高を拡大できるチャンスとなる。同様に、この例で証券を売る側が指値を出す場合には、この市場での表面的な売り指値が低下する可能性がある。

ただし、この一円高い一〇一円の買い指値注文は、取引所が手数料体系を変更したことに伴う表面的な価格の上昇であり、証券価値の上昇（あるいは投資家の価値評価の上昇）に伴うものではないことに注意が必要である。証券市場が複雑な手数料体系を採用すると、①証券会社の注文回送に影響を与えることに加え、②潜在的には市場に出される指値や執行価格にも影響を与える可能性があるが、この価格の変化は証券の価値評価を反映したものではない。

モデル例では、片方の取引者に対して手数料が割り引かれたケースを単純化して検討したが、割引に加えてリベート（マイナスの手数料）が導入されると、取引参加者の取引コストはさらに大きく変化し、その結果、その市場での気配や執行価格が大きく変化する可能性がある。

なお、この例は極端に単純化したものであって、手数料体系の変更が気配や執行価格に及ぼす影響は、その市場の流動性や執行可能性、取引参加者（投資家）のその証券に対するファンダメンタルな評価額、ティックサイズなどに複雑に依存する。このため、安易な単純化には問題があるものの、手数料体系が異なる複数市場では、執行価格を単純に比較することができなくなり、注文回送の基準や最良執行の内容は複雑化すると考えざるを得ない。

## 5 SECのパイロット（試験）・プログラムの提案

アメリカでは、複雑化するメイカー・テイカー手数料に対して、前述のような実質的な執行価格が見えにくくなるという懸念に加えて、証券会社がりべートを目当てに顧客の注文をりべートの高い証券市場に回送している

可能性が高いとして、証券会社と顧客との利益相反の可能性を指摘する批判<sup>(2)</sup>や、証券会社から市場への注文回送が複雑化して分かりにくいこと、市場の分裂を生み出し、市場の統合性が失われることなど、多くの批判が寄せられている。

このような批判を受けて、SECの株式市場構造諮問委員会（EMSA C）では、かねてからパイロット（試験）・プログラムを行って、手数料制度の多様化の影響を実証的に確認するよう求める決議が二〇一六年に行われていた。<sup>(3)</sup>このたび、SECは、NMS証券（取引所上場証券）を対象に、国法証券取引所に対して、取引手数料に試験的に多様な上限を設け、どのような影響が出るかを観察するパイロット・プログラムを二〇一八年三月に提案している。<sup>(4)</sup>

パイロット・プログラムの対象証券は、株価二ドル以上のもの（期間途中の株価変動や上場廃止などについて細かい取り決めあり）とし、対象証券を三つのテストグループとコントロール・グループ（対照グループ）に分け、テストグループは、（１）手数料上限を〇・〇〇一五ドル、リベートに上限なし、（２）手数料上限を〇・〇〇五ドル、リベートに上限なし、（３）手数料上限を現行の〇・〇〇三ドル、リベート禁止の三つとする。各グループは、時価総額や株価、流動性が同じようになるように一〇〇〇銘柄ずつを選んで構成する。試験期間は二年間とし、取引所は、プログラム開始前と期間中、終了後の一定期間にわたって取引データを収集・公開して検証に供与するというものである。

## 6 おわりに

SECは、証券市場の手数料体系の複雑化に対してパイロット・プログラムを導入し、手数料やリベートの額

を変化させて取引にどのような影響が出るかを実証的に検討することを提案した。このプログラムが実施されるかどうかはまだ明らかではないが、市場側が手数料体系を変化させることで、売り・買いの相対的なコストを変化させれば、市場参加者の注文回送を左右するだけでなく、潜在的には執行価格にも影響しうることは、健全な市場間競争のあり方を考える上でも重要であると思われる。

注

- (1) ビットコインなどの仮想通貨の取引では、日本でも一定条件を満たす注文を出した参加者に取引所側がリベート（ボーナス）を出す手数料形態が採用されており、リベートを対価にして取引を誘引することで取引高の増加を図っていると推察される。
- (2) Battalio et al (2016) "Can Brokers Have It All? On the Relation between Make-Take Fees and Limit Order Execution Quality", *Journal of Finance*, vol.71, Issue5では、特定のオンライン証券会社が顧客注文を常に同じ執行市場に回送している可能性が高いことが指摘されている。一部を清水（二〇一七）「ブローカー・ディーラーの注文回送について」『証研レポート』一七〇五号で紹介。
- (3) 日本取引所グループニューヨーク駐在員事務所（二〇一六）「From the Corner of Wall Street 連載第五回 SEC、マイカー・テイカー手数料削減のバイロット・プログラムを検討中」『月刊資本市場』二〇一六年一月号参照。
- (4) Securities Exchange Commission (2018) "Transaction Fee Pilot for NMS Stocks", Proposed rule, Release No. 34-82873, File No. S7-05-18.

（しみず ようこ・客員研究員）