

証券取引所の市場情報収入

清水 葉子

要 旨

アメリカでは、証券取引所やナスダックが、市場での価格情報や気配情報を配信することで会員証券会社や情報ベンダーから大きな手数料収入を得ているが、近年、こうした証券取引所などの市場情報手数料収入に対して、課金体系やコスト配分と言った観点から見直しを求める動きが強まっている。これは、取引所の市場情報が独占的性格を持ちやすく取引所に超過利潤をもたらしているのではないかという懸念や、オンラインブローカーの増加によってリアルタイムの価格情報の需要が急増し、従来とコスト負担のあり方が変わってきたことが背景にあると考えられる。

本稿では、市場情報手数料の問題について、まず現在の課金体系を検討するとともに、取引所の収入構成の中で市場情報手数料収入が極めて大きな位置を占めていること、市場間競争の中で戦略的・営利的な性格を強めてきている取引所にとって、市場情報収入が重要な「商品」となりうることを見る。

続いて、取引所が市場情報手数料収入を得る上で、問題となっている点を2つに分けて検討する。第1に、市場情報のコストがはっきりしない点である。市場情報のコストは、狭義には市場での価格や気配の情報を集め、加工し配信するシステムを運営・管理するためのコストであると考えられるが、さらに広義には市場での不正取引を監視したり会員の行為を規制監督することも、信頼性の高い価格情報の配信に間接的に貢献しているとも見ることもできるからである。

第2に、市場情報の所有権の問題である。証券取引所法では、証券取引所が市場情報に関して一定の管理権限を持ち適切な配信のコストを回収するための手数料を徴収することを認めているが、市場情報が誰のものであるかという問題は解決していない。市場情報は、確かに取引所で行われる取引によって生まれるが、それをつくり出しているのは会員証券会社や顧客の取引注文である。情報化が進んで、情報の引用や加工が極めて容易になっていることもこの問題に大きな影響を及ぼしている。

目 次

- I. はじめに
- II. 市場間競争と取引所の市場情報手数料
 - 1. 多様化する市場間競争
 - 2. 取引所の収入構成
- III. 市場情報提供の仕組み
 - 1. 市場情報の管理
 - 2. 市場情報の課金と収入
- 3. 取引所への収入配分
- IV. 市場情報手数料の抱える問題
 - 1. 市場情報の配信コスト
 - 2. 市場情報の所有権
- V. オンラインブローカーの利害
- VI. おわりに

I. はじめに

アメリカでは、証券取引所やナスダック市場は、価格や気配などの市場情報を配信することで会員証券会社やベンダーから市場情報手数料を徴集している。ところが、近年こうした取引所などの市場情報収入のあり方に対して、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。市場情報手数料の見直し要求の背景には次の2つの要因が指摘できると考えられる。

第1に、市場間競争のなかで、証券取引所やナスダックが徐々に市場サービスの提供者としての営利的な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システムは、それぞれの市場が互いに競争を行なうことに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に基づいて構築されている。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、新しい非取引所取引システムであるATSないしECN¹⁾などの営利・非自主規制組織との間でも競争も行なっていかなければならない。このように複雑な市場間競争のなかで、取引所自身もその性格を戦略的・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にもかかわらず、市場サービスの提供という業務は本来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は、価格も効率的で取引の執行も容易であるためますます取引が集まるという、いわば流動性の外部効果が働くためである。流動性の高い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信頼性も高い。こうした理由で、取引所の市場情報の配信という業務も独占・寡占的な性格を持ちやすく、取引所に何らかの超過「利潤」をもたらしているのではないかという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要求の第2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価格情報を手に入れるのが通常であった。また、個人投資家は、主に新聞などを参照してリアルタイムでなくなった遅延データを利用することがほとんどで、リアルタイムの気配情報は必要に応じて証券営業員から得るという程度であったと考えられる。このように個人投資家が利用する市場情報は、フル・サービスのリテール・ブローカレッジ業務の一環としてた

いて無料ないし無料に近い形で提供されていた。

ところが、1990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、リアルタイムの気配情報の需要が急速に拡大した。オンライン取引を行なう個人投資家は、従来のように証券営業員に電話をかけて市場情報を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を入手する。しかもこうした個人投資家は、遅延データでなく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。このため、オンライン・ブローカーを中心に、オンライン投資家向けのリアルタイムの市場情報手数料を引き下げるよう求める動きが出ているのである。

本稿では、証券取引所にとっての市場情報手数料の重要性を検討し、ついでオンライン取引の拡大と市場情報手数料収入の抱える問題について考察する。

II. 市場間競争と取引所の市場情報手数料

1. 多様化する市場間競争

アメリカでは、1975年の証券諸法改正以降、取引所や店頭市場、第三市場と呼ばれる取引所外取引の市場など、さまざまな形態の市場の間に競争を導入し、競争を通じて全体として効率的な証券市場の構築をすすめる政策がとられてきたことは周知の通りである。証券取引所をはじめとする証券市場は、注文を集めて付け合わせ、取引の執行を行なう証券取引のインフラ

ストラクチャーであること、自主規制機関として市場規制を任ていることから、極めて公共性の高い性格を持っていると言えるが、こうした証券市場の間に競争を導入したことは、市場の性格にどのような影響をもたらしているだろうか。

市場間競争は、本来的には市場で形成される価格の向上をめぐる競争である。他市場よりよい価格が提示されている市場にはより多くの注文が集まると考えられ、さらに、より多くの注文が集まる市場では、市場の流動性が高まり効率的な価格形成が可能になって、ますます多くの注文を集める。このように、市場間競争は第一義的にはよりよい気配をめぐる行なわれると考えられる。

市場間競争は、また、狭義の取引コストをめぐる行なわれる。市場仲介者である証券会社は顧客投資家に対してより低い委託売買手数料を提示できるためには、執行市場でも低コストの取引執行が可能であることが必要である。このため、執行コストが低い市場が市場仲介者によって選択されることを通じて、市場間で注文をめぐる競争が行なわれ、執行コストの低い市場に流動性が集まる。

さらに、取引コストをより広義にとらえた場合、大口売買にともなうマーケット・インパクトや取引執行までの時間コストなどの間接的な取引コストも競争の対象となる。たとえば他市場で決まった価格をそのまま用いて単一価格で一括執行するシステムであれば、大口売買のマーケット・インパクトを抑えることができる。また、処理速度の早いシステムを採用することで迅速な執行サービスを提供することも投資家に大きくアピールするだろう。この他、オーダー・フロー・ペイメントのように手数料

の一部を注文獲得の見返りとして市場仲介者に払い戻すような慣行も存在しており、これはいわばマイナスの取引コストと考えることができる。このように、市場間競争ではさまざまな種類の広義の取引コストも競争の対象となっている。

また、多様な執行システムを構築することで市場サービスを差別化する、いわば非価格競争を通じても市場間の競争が行なわれている。たとえば、取引に際して匿名性が確保できるシステムを構築したり、個人投資家向けに夜間取引を可能にするなどといったように、市場参加者のニーズに応じた多様なシステムを構築して特定の投資家をひきつけることによって流動性をめぐる競争が行なわれている。

このように、現在の市場間競争は、当初の想定のように気配競争を通じて流動性を獲得するだけでなく、マーケット・インパクトなどの広い意味の取引コストの削減や市場サービスの多様化・差別化を通じても行なわれており、非常に複雑な性格を持つようになってきたと言えることができる。

さらに加えて、1990年代に入ると、ATS ないし ECN と呼ばれる、証券会社が営利目的で運営する証券取引システムが取引量を増やし、既存市場の強力なライバルとなっている。既存の証券市場が非営利の会員組織で自主規制機能を担っているのに対して、こうした私的取引システムは会員制をとらない営利組織であって、市場運営は直接的に市場運営者の収益のために行なわれるのが通常である。ATS の登場によって、市場間競争は非営利・会員組織である既存市場と、営利・非会員組織である ATS との間でも行なわれるようになった。

このように、市場間競争が複雑化すると、証

券取引所などの既存市場も競争相手である他の取引所や取引システムとの対抗上、戦略的・営利的な性格を強めざるを得ない。市場間競争の下で、既存市場は多額のシステム投資を行なって参加者のために使い勝手のよい市場を提供することが求められるようになっており、このために証券取引所間の戦略的な合併や提携もさかんに進められている。また取引所の株式会社化が検討されていることもこうした戦略上の理由によると考えられる。いまや証券取引所は、営利組織と同様の極めて戦略性の高い性格を持ち始めたと言えることができるであろう。

したがって、非営利の取引所といえども、市場間競争の下では究極的には取引が直接・間接にもたらす収入をめぐる競争を行なわざるをえず、さまざまな市場サービスから得られる収入に対して戦略的な対応が必要となると考えられる。

2. 取引所の収入構成

ニューヨーク証券取引所を例にとりて、取引所の収入構成を見てみよう。証券取引所が得ている収入は、おおまかに分けて、会員から徴集する定額会費や、証券取引に応じて徴集する定率の取引手数料（いわゆる場口銭）のほか、株式を上場することから得られる上場賦課金、市場情報からの収入、取引の清算からの収入、投資その他の収入などで構成されている。

取引所が証券取引を行なうもののための会員組織であること、取引所の原初的な形態は証券発行企業の意向とは関係なく取引を行なう、いわゆる勝手上場であったことから考えると、取引所のもっとも基本的な収入は、会員が会員権のみかえりとして支払う会費と、実際に行なった取引量に応じて負担する取引手数料であると

考えられる。

しかしながら取引所の制度が整備されるにつれて証券取引所で取引されることが証券発行企業のステイタスとなってくると、取引所は上場制度を整備して証券の上場の見返りとして上場賦課金を徴集するようになる。また、取引所で決定された価格が証券価値の指標として広く参照されるようになると、取引所は市場での価格情報を提供することで手数料を得るようになる。

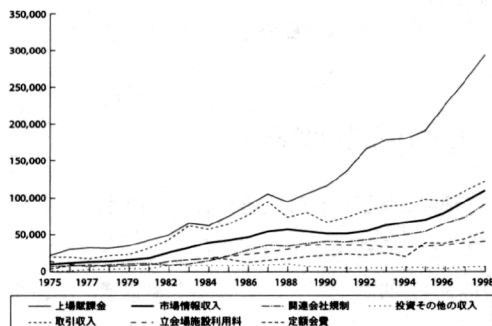
このように考えると、証券取引所の収入のうち、定率会費や取引手数料は取引所の本来的な機能からもたらされる直接的な収入であるのに対し、上場賦課金や市場情報手数料は市場としての公共性の高さからもたらされる派生的な収入であるということができるかもしれない。

図1は1975年以降のニューヨーク証券取引所の収入構成の推移を見たものである。ニューヨーク証券取引所の収入は全体として大幅に増加しているが、中でも上場賦課金の増加は著しく、図2では1990年代以降は投資収入を除く全収入の4割前後を占めていることが分かる。このことから取引所の収入構成を考える上で上場賦課金の占める位置付けは極めて高いといえることができる。

上場賦課金に次いで大きな収入源となっているのは取引手数料である。取引手数料は、しかし、近年の株式市場の活況による取引高の大幅な拡大にもかかわらず収入全体に占める割合を減らしており、1998年では投資収入を除く全収入の2割をさらに下回るようになっている。

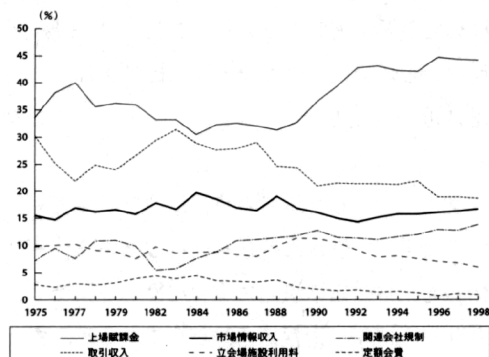
これに対して、第3の収入源である市場情報手数料は、趨勢的に増加していることはもちろんであるが、収入全体の15%をやや超える程度の割合を常に占めており、収入変動の大きい上

図1 ニューヨーク証券取引所の収入



〔出所〕NYSE, Annual Report 各年

図2 ニューヨーク証券取引所の収入の構成比



〔出所〕図1に同じ（投資その他の収入を除く）

場賦課金や場口銭にくらべて非常に安定した収入源となっていることが図2からうかがえる。ニューヨーク証券取引所の場合、市場情報手数料収入はいまや取引手数料収入とならぶ取引所の第2の収入源の1つと言ってよいだろう。

市場情報手数料の占める割合の大きさは、上場企業数の少ない証券市場ではもっと顕著である。後で見るとようにアメリカン証券取引所の場合、市場情報収入が全収入に占める割合はニューヨーク証券取引所よりさらに大きく3割の後半となっており、シカゴ証券取引所やシンシナティ証券取引所では全収入の4割にもおよんでいる。このように、証券取引所にとって市場情報からの収入は、欠くことのできない重要な収入源となっているといえることができる。

Ⅲ. 市場情報提供の仕組み

1. 市場情報の管理

市場で有価証券の価値を公正に決定するためには多くの種類の情報が必要とされる。政治や経済の一般的なニュースも、企業業績に関連する限りで有用である。また企業が法律の規定に基づいて行なう情報開示や、それ以外に自発的に行なう各種の情報開示・アナウンスメントも極めて重要な情報源である。これらは一般に無料ないし無料に近い形で市場に提供され、公共財に近い性格を持っているということができ

る。また、こうした無料の情報に独自の調査や分析を加えて提供される証券会社などのリサーチ情報も証券の価格決定に重要な役割を果たす。リサーチ情報は情報は通常有料であるか、またはフル・サービスの証券会社のサービスの一環として提供されており、何らかの形で利用者から料金が徴集されている。

このような各種の情報に加えて、証券取引所も証券の日々の価格情報や過去の価格の累積データを提供しており、証券価格の決定に非常に重要な役割を果たしている。証券取引所の価格情報は、過去の価格情報（遅延情報）と直近の出来情報（リアルタイムデータ）、気配情報（いわゆる板の情報）の3つに分けることができる。このうち過去の累積データは統計資料などの形でほぼ無料で提供されるのに対して、リアルタイムデータは新聞をはじめとする情報ベンダーや証券会社に有料で配信され、こうした媒体を通じて投資家に提供されるのが通常である。気配情報については、開示の程度は市場に

よって異なり、たとえばニューヨーク証券取引所の場合は市場での最良気配はCQSを通じて開示されるが、スペシャリストのブックの中の気配情報までは開示されない。

アメリカでは、全米市場システムを構成する取引所、ナスダックなどの証券市場は、投資家保護のために市場情報を共通のシステムを通じて伝達することが定められている。各市場の出来情報や気配情報を全米市場システムを構成する全ての市場参加者に開示することで、不利な取引執行から投資家を守るためである。

このため、取引所上場銘柄の出来情報や気配情報は、取引所が共同で運営するCTS（Consolidated Tape System、総合テープシステム）とCQS（Consolidated Quote System、総合気配システム）と呼ばれる2つのプランによって管理と配信が行なわれている。CTSとCQSは、すべての取引所とCBOEがメンバーとなって運営に関する意志決定を行なっている。このプランは、さらにニューヨーク証券取引所上場銘柄の配信を行なうネットワークAと、アメリカン証券取引所や地方証券取引所上場銘柄の配信を行なうネットワークBとに分かれており、情報手数料の管理や各取引所への収入配分も独立して行なわれている。ネットワークごとに徴収された市場情報手数料は、各取引所の取引高に比例配分される。

もっとも、実際の情報処理やシステム運営は、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半分ずつ所有する子会社であるSIAC（Securities Industry Automation Corporation）に委任されている。SIACは、取引所の価格情報に関する唯一の情報処理業者として各取引所と市場情報の収集・配信についての契約を結んでおり、各取引所の価格情報

は、SIAC によって集められ、取引量やインデックスなどの計算や処理などがなされたあと、利用者に対して配信される。配信は、直接利用者の端末に配信される場合と、ベンダー経由で間接的に利用者に配信される場合とがある。

さらに、店頭市場での市場情報に関しては Nasdaq 自身が、オプション取引に関しては OPRA がそれぞれ市場情報の管理と配信を行っている。

2. 市場情報の課金と収入

ネットワーク A とネットワーク B の情報利用料は、それぞれ表 1、2 のようになっている。情報利用の課金体系は頻繁に変更されており、表は 1999 年のものである²⁾。

表によれば、市場情報の課金の形態はかなり複雑で、ネットワークによっても違いがあることが分かる。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 1 件ごとの課金かのどちらかを選択するようになっている。

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。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 とほぼ同様である。

表 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）	
端数数	
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
5,000 から 9,999	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。

表 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〕表 1 に同じ

ナスダック銘柄の料金体系は表 3 のようになっている。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。

続いて、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ういった収支構造と

表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〕表1に同じ

表4 ネットワークAの収支

12月31日までの年度	1998年	1994年
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〕表1に同じ

なっているかを見よう。表4から5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、1994年から1998年の5年間で総収入は1.6倍に増加してい

表5 ネットワークBの収支

12月31日までの年度	1998年	1994年
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〕表1に同じ

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1994年、1998年ともに8割前後を占めているが、収集の伸びは1.4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1994年で総収入の0.9%、1998年でも4.2%に過ぎないが、この間の伸びは7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て取れる。

ネットワークBも類似の状況にあり、1994年から1998年の間に総収入は1.4倍の増加を示している。プロフェッショナル向け利用者からの

表6 ナスダックシステムの収支

12月31日までの年度	1998年	1994年
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) 表1に同じ

収入はここでは9割以上を占めるが、この間の収入の伸びは1.3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0.5%、1.6%を占めるに過ぎないが、5年間で3.9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ーク証券取引所、アメリカン証券取引所に対する支払いが全支出の5割、7割ととっても大きな割合を占めているが、この詳細は明らかではない。データ処理、チッカーサービスなどの費用が残りを支出を占める。

ナスダック・システムに関しても、この間に収入は2倍程度に増加しており、特にノンプロフェッショナルの利用が急増していることは同様である。

以上の点から、証券取引所の市場情報手数料の課金体系はかなり複雑であり、ニューヨーク証券取引所上場銘柄の情報配信を行なうネットワークAとそれ以外の取引所の上場銘柄の配信を行なうネットワークBとでは課金体系が異なっていることが分かる。とはいえ、両ネット

ワークは共通点して、プロフェッショナル向けの料金は端末数に課金しているが、ノンプロフェッショナル向けでは月額固定料金か1件あたり課金かのいずれかの選択型となっている。また、利用量の増加に応じて料金が通減する体系をとっている点も特徴的である。

収入は、ネットワークA、ネットワークBともにプロフェッショナル利用者からの収入が大部分を占めているものの、金額の伸びは大きくなく、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、金額は小さいもののオンライン取引の増加を反映して大きく伸びていることが特徴的である。

市場情報の配信のためのコストについては、それぞれの銘柄の上場取引所であるニューヨーク、アメリカン両取引所に多額の運営サポート費用を支払っている点を除いて詳細は明らかではない。

3. 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比例配分される。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、それぞれのネットワークの最大の収入配分先は銘柄のマザ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となっている。表4、5で見ると、ネットワークAでは74%が、ネットワークBでは71%がそれぞれのマザ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がいずれのネットワークでも1割程度の配分を受けていることも興味深い。

また、ナスダック・システムの収入はナス

表7 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)	1969.7

(出所) 表1に同じ

ダック銘柄を試験ベースで非上場取引きしている地方証券取引所がある以外は、全てナスダックの収入となっている。

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、表7のようにになっている。市場情報からの収入は、全取引所の平均で21%程度となっており、しかもこの数字は過去5年間を振り返っても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。

このように、市場情報手数料収入は証券取引所の収入構成の中で非常に重要な位置を占めている。先に見たニューヨーク証券取引所では上場証券が数多いため、取引所の収入に占める上場賦課金の割合が極めて高いが、それでも市場情報収入の割合は15%を占めている。ましてや、地方証券取引所は、上場銘柄数の少ないところが多く、取引所の収入に占める上場賦課金の割合が極めて低い。このため、市場情報収入は多くの地方証券取引所で取引手数料に次ぐ第2の収入項目を占めている。このように、アメリカの証券取引所は主要取引所と地方証券取引

所の収入構成の違いが非常に大きいという特徴を持つが、多額の上場賦課金収入を持つ主要取引所にとっても収入項目の少ない地方証券取引所にとっても、市場情報手数料収入は欠くことのできない収益源となっていることが分かる。

IV. 市場情報手数料の抱える問題

1. 市場情報の配信コスト

アメリカでは1975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11A条は全米市場システムの構築に関して SEC に広い裁量権を認めているが、この条文の(C)(1)で市場情報に関しても 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ている。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法律や規制によって具体的に定義されることはなく、情報配信のためのそれぞれのプランの中で取引所と会員、情報ベンダーなど参加者が交渉を行なって自主的に市場情報手数料を決定してきた。このため、取引所は市場情報提供サービスの料金について、法律上は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。

取引所は本来非営利組織であるから、市場情報の配信のためのコストをちょうどまかなえるだけの料金を徴集していることを示すことができれば、市場情報の権利の問題はクローズアップされることはなかったと考えられる。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、市場情報手数料の決定の適切さが注目されることになったのである。

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な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。しかしながら、実際には市場情報の提供コストをどう定義するかは非常に難しい。というのも、市場情報の配信コストは、狭義には価格や気配のデータを収集して処理し、配信するための直接的なコストであると考えられるが、さらに広義には、市場での公正な価格形成を可能にするために行なう市場監理や会員の監督のための間接的なコストも考慮に入れる必要があるからである。というのは、こうした間接的なコストも信頼に足る市場情報の配信に一定の寄与をしているからである。

このように市場情報の配信コストは、広く解釈すれば取引所の規制活動の非常に多くを含んでしまう可能性があり、適切に定義することが難しい。

2. 市場情報の所有権

市場情報手数料の問題は、配信のコスト負担の問題の他に、そもそも市場情報が取引所の所有物であるのかどうかというより根本的な問題も含んでいる。こうした問題は、インターネットの普及にともなって生じて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ともなって生じている他の領域と共通した動きであるとも考えられる。証券以外のケースで生じた興味深い例を挙げてみよう。

1999年5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を過ぎず、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8月に和解に応じ、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うことができる。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簡単に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い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。

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、1963年のアメリカのシルバー判決が有名である。これは、また1934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 によって1959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1958年に地方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10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1社との間にはテレタイプを接続し、取引所のチッカー・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1959年2月に、事前通告も説明もないまま、会員会社に Municipal Securities Inc. との間の連絡線を撤去するよう命じた。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じること、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、1934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。一審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、1934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1934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、1934年証券取引所法が反トラスト法の適用除外について明確な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することはできない。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ない、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でしてしまうことはさ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とは言明せ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るが、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る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なう規制行為が非会員に対しても影響を持ってしまう場合、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売ること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所有権についてはその後20年以上にわたって十分問われることがなかったのである。

V. オンラインブローカーの利害

以上のような市場情報手数料のあり方に対して、もっとも激しく異義を申し立てているのはチャールズ・シュワップ社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、1999年で1,900万ドルにのぼり、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³⁾。まず第1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1人あたり1ヶ月5ドル程度、したがって1年に60ドル程度の負担が必要である。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、1回あたり29.95ドルの売買を1年間に6から8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3分の1から4分の1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2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。

VI. おわりに

Ruben Lee⁴⁾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なっているが、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、取引所は市場間競争有利にすすめるために、市場情報に関してさまざまな権利を主張しており、それは情報の所有権に限らず、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確保に努めていると見ることができるとしている。

確かに、以上で見たように証券取引所が価格情報の提供から得る収入は取引所の総収入の中

で無視できない割合を占めている。また、市場情報に対するニーズはインターネットなどを利用した個人投資家の活発な証券売買を背景に近年急速に増えており、今後も増えつづけることが予想される。このため、取引所にとってこうした情報提供サービスが戦略的な「商品」の1つとなる可能性が高い。証券取引所にとっても、市場間競争を有利に展開する上で市場情報提供の主導権を握ることは重要な競争戦略の1つになると考えられる。

しかしながら、市場情報の問題の解決のためには、2つの大きな問題を解決しなければならない。1つには、証券取引所が市場情報の所有権を持っていると考えてよいかどうかという点である。価格情報は確かに取引所で行なわれた取引から生じた情報であるが、さらに元をたどれば市場参加者である会員の注文がつけあわされることによって生み出されたものである。したがって、取引所がこうした情報の権利を主張できるのかという点は検討が必要である。こうした文脈でアメリカでは情報提供収入を会員に還元することを求める動きもあるが、情報提供収入の還元のメリットを受けるのは会員のみであって、非会員から会員への所得移転が生じる可能性も否定できないため問題は簡単ではない。

第2に、たとえ市場情報の所有権の問題が解決したにしても、情報配信のコストを適切に定義することがやはり非常に困難である。情報配信のコストは、価格情報を収集・処理して配信するための直接的なコストだけではなく、公正な価格を生み出すための市場監理や会員の監督などの幅広い自主規制活動全体に及ぶうからである。

日本でも、取引所集中義務の撤廃にともなっ

て取引所外取引が開始され、本格的な市場間競争が行なわれることが予想される。またオンライン取引もアメリカと同様急速に拡大してきており、個人投資家のリアルタイム情報に対するニーズはますます拡大していくと考えられる。こうしたなか、日本でも市場情報手数料の問題が本格的に議論されるようになる可能性は高いと考えられる。

注

- 1) ATS (Alternative Trading System, 代替的取引システム) とは、証券会社の運営する取引システムで、機能的には取引所と同様の市場機能を果たすが、取引所とは異なって自主規制機能を持たないものを指す。ATSの中でも特にオーダー・ハンドリング・ルールで定義された取引システムをECNと呼ぶアメリカでは、以前から取引所外取引の制限が緩和されていたこともあって、こうした非取引所取引システムによる取引所・ナスダック上場銘柄の取引が大きな割合を占めるようになっている。ATSの規制については、清水 [1999 a], [1999 b] 参照。日本でも1998年の証券取引法改正によってコンピューターを用いた証券会社の取引システムをPTSとして証券会社の認可業務とした。
- 2) 1998年以前の課金体系は清水 [1999 c] を参照。
- 3) 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。
- 4) Ruben Lee [1998], Chap 6.

参 考 文 献

- 清水葉子 [1999 a], 「米国 ATS 規制の最終案 (上)」『証研レポート』1567号, 日本証券経済研究所, 2月。
- [1999 b], 「ATS 規制の最終案について (下)」『証研レポート』1568号, 日本証券経済研究所, 3月。
- [1999 c], 「取引所の市場情報収入」『証研レポート』1573号, 日本証券経済研究所, 8月。
- [1999 d], 「取引所の市場情報収入(2)」『証研レポート』1574号, 日本証券経済研究所, 9月。
- Ruben Lee [1998], *What is an Exchange?*,

Oxford University Press.

Securities and Exchange Commission [1999],
*Regulation of Market Information Fees
and Revenues*. Release No 34-42208. De-

cember 19, 1999.

SIA [1999], *SIA/Authur Anderson White
Paper on Market Data Prices*, June 1999.

(当所大阪研究所主任研究員)