

IOSCO最終報告書

「取引手数料モデルとその取引行動への影響」について

大橋 善 晃

一、はじめに

証券監督者国際機構（IOSCO）は、昨年一月二日、⁽¹⁾「取引手数料モデルとその取引行動への影響」と題する最終報告書（以下、「本報告書」という）を公表した。⁽¹⁾ 本報告書は、メンバー国（jurisdictions）における取引手数料および取引手数料モデルとそれらがどのように取引行動に影響を及ぼすかに関する包括的な調査結果を提示している。

近年、多くの国の証券規制当局が、取引の場（trading venues or venues⁶、以下、「取引市場」）または「市場」という）の間での競争を促す規制の枠組みを導入している。また、情報テクノロジーの進展が、取引市場の新設コストを引き下げ、新たな流動性プールへのアクセスを提供するなど、取引市場間の競争を促す重要な役割を果たしている。こうした中で、取引は、同一の商品を取引し、競合している複数の取引市場（有価証券が重複上場されている国内の取引市場および国境を跨ぐ取引市場間の双方を含む）に分断されて

いる。

競争は、投資家や仲介業者に、取引市場や取引方法について、より多くの選択肢を提供した。取引市場は、取引システムやテクノロジー、取引手数料体系 (trading fee structure) を含む市場モデルや取引手数料を巡って競合しているが、競争が今後一段と激化することになれば、さらに革新的で迅速かつ低コストのサービスを提供せざるを得ない。

効率的な市場は、流動性を提供する市場参加者と流動性を求める市場参加者の適切なバランスを必要とするが、これらの市場参加者は、取引手数料の変化に異なった反応を示す可能性がある。市場は、この異なるタイプの市場参加者の双方にとって魅力的な市場でなければならないが、その一方で、取引市場の活動水準 (level of activity) は、取引手数料の水準と体系 (たとえば、手数料

をこの二つのグループにどのように配分するか)

に影響を受けるといふことも考慮する必要があり、このことが、取引市場の手数料設定と規制当局による取引手数料の監視を複雑なものにしている。さらに、競争は手数料の低下をもたらしたが、その反面、取引手数料体系が価格形成プロセスの効率性に影響をもたらしているのではないかという懸念も提起されている。

IOSCOは、メンバー国がエクイティ市場およびデリバティブ市場における取引手数料と体系を規制するために採用している規制の枠組み (regulatory framework) を概観し、取引市場が採用している様々な取引手数料モデルとその体系について取りまとめ、それが取引行動に及ぼす影響を明らかにするとともに、流通市場の規制にかかわる「証券規制原則 (Principles of Securities Regulation)」に付け加えるべき原則があるかど

うかを確認することを目的として、各国の規制当局および取引市場に対する質問調査を実施した。

IOSCOが送付した質問票には、以下の質問が含まれている。

- ・ 実際に利用されている手数料モデルの種類
- ・ 手数料および手数料モデルに対する規制の方法

・ 取引手数料モデルの潜在的および実際の影響を測るために行われた作業

この調査に対して二二のメンバー国が回答を寄せ、およそ七〇の取引市場が、単独で、あるいは、規制当局の回答に反映させる形で回答を寄せている。

本報告書は、この調査を通じて得られた回答の概要を提供することを意図したものであり、以下の事項に関する主要な調査結果を明らかにしている。

・ 市場環境（各国における競争状況および規制環境を含む）

- ・ 取引手数料モデルおよび取引手数料の種類
- ・ 取引手数料モデルおよび取引手数料のインセンティブとその効果

本レポートは、IOSCOによる本報告書について、その概要を紹介するものである。

二、市場環境

各国の規制当局に送られた調査票の最初の部分は、取引手数料および手数料モデルが存在する環境、取引手数料の水準あるいは取引手数料モデルについて理解するために、競争の有無、オーダー・ハンドリング・ルール（order handling rule：注文執行ルール⁽³⁾）の有無および当該ルール

の適用方法、手数料の設定にかかわる規制あるいは規制手続きの有無等を中心に質問を行っている。

この調査票への回答から導かれた競争および規制環境に関する主要な調査結果は以下に掲げる通りである。

(ア) 競争

欧州、オーストラリア、日本、米国およびカナダを含む多くのメンバー国において、同一の商品を取引している市場間の競争が存在する。

多角的取引市場 (multiple trading venues) が同一証券の取引を提供している競争的な環境の存在は、手数料の水準に影響を及ぼし、あるいは、取引市場が競争力 (competitive positioning) を強化するために設定する手数料モデルに影響を及ぼしている可能性がある。あるいは逆に、競争、

および／または、規制を欠く時には、取引市場が設定する手数料の水準、あるいは、手数料モデルについては、如何なる制約も存在しないということになる。たとえば、競争がなければ、取引市場は、他の取引市場から流動性を取り込むために手数料あるいは手数料体系を利用しなければならぬというプレッシャーを感じることはないと考えられる。

取引手数料および取引手数料モデルの影響については、競争が存在している国では手数料の引き下げ、手数料モデルの変更が見られ、また、取引市場間、あるいは、取引市場内部では、①流動性の提供に対してインセンティブを付与する手数料が設定され、および／または、②異なるタイプの証券あるいは取引に対する手数料に違いが見られることを指摘する向きが多い。

調査票への回答によれば、一一のメンバー国⁽⁴⁾

が、国内では、多角的取引市場において、有価証券でないしは証券取引所上場デリバティブ（*over-the-counter-traded derivatives*）が取引されていると回答している。国外市場で取引されていると回答した国も一七カ国に上っている。⁽⁵⁾

取引手数料および取引手数料モデルにかかわる競争の影響に関しては、比較的多くのメンバー国において、取引における競争がなく、したがって、取引手数料にかかわる影響も存在しないとされ、あるいは、競争は何の影響も持たないか限定的な影響しかもたらさないとされている。こうした結果をもたらしている主な理由は、当該証券／商品が、他の取引市場で取引されていない、あるいは、直接競争が存在しない極めてユニークなもの（例えば、特定の証券取引所によって組成され、あるいはそこでのみ取引されるデリバティブ）であることによる。

しかし、大多数のメンバー国においては、競争が取引手数料に影響を及ぼしている。とりわけ、その影響は、手数料の引き下げ、および／または、手数料モデルの変更という形でもたらされている。また、競争は、追加的な流動性の提供（*supplemental liquidity provision*）に対してインセンティブを付与することを通じて、あるいは、取引される証券のタイプや取引のタイプに応じて異なる料金体系を提供すること等を通じて手数料区分（セグメンテーション）を拡大している。市場間競争の存在は、少なくとも、手数料が競争力を維持できるように、自らの取引手数料を常時見直すことを市場に要求していると見られる。欧州では、手数料に影響を及ぼした競争の主要な推進力は、金融商品市場指令（*MifID*）の実施、および、多角的取引施設（*MTF*）やブローカーのクロッシング・ネットワークの登場であったと

されている。

(イ) 規制環境

取引手数料および取引手数料モデルの調査に当たって、競争市場におけるオーダー・ハンドリング・ルール (order handling rules) の存在が、注文執行場所の選択に関する市場参加者の意思決定に影響を及ぼす可能性があるのではないかとの観点から、調査チームは、各国におけるオーダー・ハンドリング・ルールについての情報提供を求めている。回答の概要は以下の通り。

(a) オーダー・プロテクション・ルール

ブラジル・カナダ・米国には、他の開示された注文 (displayed orders) より劣っている注文の執行を防ぐためのオーダー・プロテクション・ルール (order protection rules) がある。他方、

いくつかのメンバー国は、彼らの最良執行ルールの枠組みが、どの投資家についても等しい結果をもたらすように設計されているので、こうしたルールは必要ないとしている。

(b) 最良執行要件

中国、マレーシア、メキシコ、トルコ、シンガポールを除くメンバー国には、最良執行要件 (best execution requirements) がある。

回答によれば、最良執行要件は、仲介業者が単一の取引市場で注文執行を行うことを除外するものではなく、顧客が、取引条件にかかわらず特定の取引市場で注文を執行するよう仲介業者に指示することは可能である。

EU加盟国からは、MIFIDは、継続的に最良の結果をもたらすことを示すことが出来れば、業者が取引のために単一の市場を選別することを

禁じていないという回答が寄せられている。しかし、それは、機関／プロ顧客に代わって取引を執行する場合に限って妥当なものであるという指摘もあった。そうした取引においては、最良価格の確保よりも、価格以外の要素（例えば、取引のスピード、確実性）が、顧客にとって最良の結果を達成することに繋がるからである。

別のメンバー国からは、業者が単一の市場で取引を行うことは、当該業者の顧客がかなりの程度同質的であり、かつ、業者が最良結果を達成するために他の取引市場での取引を考慮する必要があると判断した場合には合理的であるとする意見も出されている。

(ウ) 取引手数料および取引手数料モデルの規制

少数ではあるが、一部の規制当局は、取引市場の取引手数料および手数料モデルに対する直接の

そして特別の権限を有している。当該規制当局の中には、取引市場の手数料を認可する権限を持つ者が見られ、取引手数料あるいは手数料モデルの設定に関与する規制当局も存在する。しかし、ほとんどの規制当局は、公正なアクセスあるいは秩序ある市場にかかわる要件など他の要件とのかかわりにおいて、事前あるいは事後ベースで手数料の見直しを実施している。各国の規制当局において最も共通した考慮事項となっているのは、手数料が不適正に、あるいは、不当に差別的なものかどうかということであった。

規制当局による手数料に対する制限は、通常、割引の提供、個別あるいは交渉による手数料、又は、会員および非会員間の手数料の差を禁止するものではなく、これらは、いずれも、包括的な公平原則の対象とされている。

(a) 取引手数料を設定しあるいは上限を定める権限

取引市場によって課される取引手数料を設定する特別の権限の存在を示唆した規制当局が一つだけあった。それは中国の証券監督管理委員会 (China Securities Regulatory Commission、CSRC) である。CSRCは、国家発展改革委員会 (National Development and Reform Commission、NDRC) と共に、証券取引所の取引手数料 (exchange handling fees) を設定している。

他方、米国においては、SECが取引市場の取引手数料に上限を設定している。

(b) 取引手数料および取引手数料モデルを規制する規制当局の権限

調査票には、取引市場によって設定される取引

手数料および取引手数料モデルを規制するための権限についての質問が含まれているが、これは、取引市場によって実施されている取引手数料にかかわる規制当局の権限を取引市場ベースで特定することを意図したものである。

カナダ、インド、シンガポールは、取引市場の附属定款 (by-laws) あるいは要件 (requirements) の設定ないしは修正を求める権限を通じて特定取引市場の取引手数料を規制する幅広い権限に言及しているが、シンガポールでは、そうした取引手数料を規制するための権限をこれまで行使されたことはなく、また、インドでは、通常、取引手数料の決定は取引市場に委ねられている。

オーストラリア、カナダ、中国、香港、日本、マレーシア、トルコ、英国においては、規制当局が、手数料や手数料モデルの変更の認可を得るために取引市場に課された要件ないしはプロセスを

通じて新たな手数料モデルの設定や手数料の変更を認可する力あるいは権限をもつとされている。

また、米国には、自己申告制度、あるいは、それに類似した実施前の届出（申告）手続きが存在し、これによって、規制当局は、手数料を見直し、あるいは、異議申し立ての機会を確保することができるとができる。その結果、取引市場は、勝手に手数料を決め、あるいは変更することが許されないということになる。

規制当局が正式に見直し、および／または、認可を行う対象が取引市場によって課される手数料に限定されているのか、あるいは、代替的取引システム（A T S）によって課される手数料にまで拡大適用されているのかは、回答を見ても明らかではなかった。しかし、カナダのオンタリオ証券委員会（O S C）は、取引手数料および取引手数料モデルに対する公的な見直しおよび認可手続き

を証券取引所および A T S の双方に課している。

米国の S E C および日本の J F S A（金融庁）によれば、規制当局は、証券取引所のみにかかわりを持ち、A T S（日本では私設取引システム P T S と呼ばれている）にはかかわっていないとされている。

ブラジル、ドイツ、アイルランド、イタリア、オランダ、ルーマニア、スペイン、スイスでは、規制当局は、公式の認可手続きを欠くときには、ある特定の状況において取引市場の手数料に介入（例えば、修正を要求する）する力を持つ。こうした国では、賦課された手数料あるいは採用された手数料モデルが、コア原則を中心とする諸要件に違反することが判明した場合に、こうした力が行使される。

これらのメンバー国における最も共通した原則は、手数料が差別的なものであってはならないと

いうことであつた。

(c) 取引手数料の見直しおよび認可のための基準

上述のように、八つのメンバー国が、手数料の変更、あるいは、新たな手数料モデルを認可する力ないしは権限の存在を示唆する一方、あるメンバー国は、自己申告制度、あるいは、類似の実施前届出手続きの存在に言及している。こうした国では、権限は、認可前に（自己申告制度や実施前申告の場合は、実施前に）手数料の見直しを行う形で行使される。

さらに、オーストラリア、ブラジル、カナダ、フランス、オランダ、ルーマニア、スペインでは、手数料は、実施前あるいは実施後の両方でレビューされるが、公的な認可手続きの対象にはなっていない。

いくつかのメンバー国（カナダ、中国、香港、

日本、マレーシア、スペイン、南アフリカ）は、取引市場に対して、ベンチマーキング分析（benchmarking analysis）、および／または、インパクト分析（impact analysis）を行うよう求めており、他方、その他のメンバー国（カナダ、ルーマニア、スペイン、米国）は、取引市場に対して、取引手数料モデルおよび取引手数料の変更について、例外なく、その理由を提示するよう求めている。二つのメンバー国（マレーシア、シンガポール）は、ステークホルダーのコンサルテーションを求めており、他のメンバー国では、それが事実上行われている。

手数料あるいは手数料モデルが見直され、および／または、認可されている国では、そうしたレビューの基準に関して採用される様々なアプローチが存在している。そうした基準としては以下のようなものがある。

- ・ 取引市場の財務の健全性および持続可能性の検討（オーストラリア、スペイン、英国）
 - ・ 当該モデルや手数料が公平か、あるいは、不当に差別的であるかどうか（オーストラリア、ブラジル、カナダ、日本、マレーシア、オランダ、ルーマニア、スペイン、英国、米国）
 - ・ 金融市場への影響についての検討（オーストラリア、日本、オランダ、スペイン、米国）
 - ・ 手数料モデルおよび取引手数料の妥当性（オーストラリア、ブラジル、中国、香港、日本、マレーシア、米国）
- (d) 手数料の透明性
- 各国における取引手数料および取引手数料モデルの透明性は、それが透明性要件の結果であるか、業界慣行の結果であるかにかかわらず、ほぼ

似たような状況にある。

規制上の、あるいは、営業上の理由によって、各国の取引市場は、手数料および手数料体系に関して透明性を提供しているようだ。オーストラリア、カナダ、マレーシア、シンガポール、米国が、採用している取引モデルや取引手数料の透明性にかかわる具体的な要件に言及する一方、フランス、ドイツ、日本、オランダ、トルコ、英国は、具体的な要件はないものの、通常、取引市場自体が手数料の透明性を維持していると回答している。

取引市場に対して手数料案を公表するよう求めているメンバー国が一つだけある。それは米国のSECで、彼らは、取引市場の手数料変更案を、登録直後に、当該取引市場のウェブサイトで公表することを求めている。さらに、こうした提案は直ちに有効となるが、市中協議のために公開され

なければならず、受け取ったコメントもまた公的に入手できるようにする必要がある。公衆からのコメントは、規制当局が提案の有効性を一時的に停止するかどうかを決定するに際して影響を及ぼすことも考えられ、その場合、当該提案は、正式の認可がなければ有効にならない可能性がある。

(e) 取引手数料および取引手数料モデルにかかわる制限

規制当局によって手数料に課せられる制限は、一般的に、ペイメント・フォー・オーダーフロー (payment for order flow)⁽⁷⁾、割引の提供、個別あるいは交渉による手数料／手数料モデル、あるいは、会員と非会員の間の差別を禁止することではなく、こうした事例が、包括的な公平性の原則の対象になるかどうかということにある。

ペイメント・フォー・オーダーフローおよび割

引の提供について禁止あるいは制限をしている国は、米国のみであった。割引は、ブラジル、カナダ、中国、フランス、ドイツ、アイルランド、マレーシア、オランダ、ルーマニア、シンガポール、スペイン、南アフリカ、英国、米国において許容されているが、その場合、当該割引は包括的な公平原則の対象とされている。

個別手数料 (tailoring of fees) あるいは交渉に基づく手数料 (negotiated fees) を認めていない国は香港、スペインの二つであった。一方、マーケットメイカーについてのみ認めている国 (トルコ) もあった。オーストラリア、カナダ、ドイツ、マレーシア、シンガポール、スペイン、オランダ、英国、米国では、個別／交渉に基づく手数料に対する明確な禁止は存在しないものの、こうした手数料および手数料モデルへのアクセスは、公平、および／または、非差別的でなければなら

ないという要件が存在する。個別手数料はこうした基準の対象とされている。

会員および非会員間の手数料の差別化は、取引市場へのアクセスが認められ、取引市場への手数料支払い責任を持つのは参加者（会員等）⁽⁸⁾ だけで、一般的には、実施されていない。

アイルランドでは、非会員から受け取った注文に対する取引手数料を差別化することが認められているが、実際にそれが適用されたことはないようだ。一方、注文に対する手数料については、公平および規則正しい取引のような一般的な基準にそぐわないと指摘する国もあった。⁽⁹⁾

三、取引手数料モデルおよび取引手数料

(ア) 取引市場

取引手数料および取引手数料モデルについて理解するために、メンバー国において運営されている取引市場に対して、各メンバー国を通じて調査票が送付され、およそ七〇の取引市場が回答を寄せた。そのうちのおよそ六五％は証券取引所／規制市場であり、残りがATS／MTFであった。

回答を寄せた市場がリットかダークかという観点から見れば、およそ六五％がダーク・オーダー（dark order）に類する注文を受け入れていないリット市場、約二五％がダーク・オーダー・タイプ（アイスバーグ注文を含む）⁽¹⁰⁾ の注文を受け入れているリット市場、残りの約一〇％がダーク市場

(dark venue) である。

取引されている商品の観点から見れば、およそ六〇%が現物商品(cash products)のみを取引しており、二〇%はデリバティブのみ、残りの二〇%は両方の商品を取引している。

回答を寄せた取引市場のうち、二つの取引市場だけが非営利(中国のSSEおよびSZSE)であり、残りは営利企業として運営されている。

(イ) 取引手数料モデル

メンバー国を通じて取引市場に送付された調査票には、以下に掲げるような、取引手数料および取引手数料モデルの定義が提示されている。

・メイカー・テイカー・プライシング・モデル
(maker-taker pricing model) : 流動性の出し手(メイカー)がリバートを受け取り、流動性の受け手(テイカー)が手数料を支払う。

・逆メイカー・テイカー・プライシング・モデル(inverted maker-taker pricing model) : メイカーが手数料を支払い、テイカーがリバートを受け取る

・シンメトリカル・プライシング・モデル(symmetrical pricing model) : 取引のアクティブサイド(流動性の受け手)およびパッシブサイド(流動性の出し手)の双方が同額の手数料を支払う

・アシンメトリカル・プライシング・モデル(asymmetrical pricing model) : 取引のアクティブサイドおよびパッシブサイドの双方が手数料を支払うが、支払う手数料の額は異なる(同じではない)

多くの取引市場が、彼らの取引手数料表(trading fee schedule)の中に、二つ以上の取引手数料モデルを掲載している。たとえば、同一の

取引市場で、株式についてはメイカー・テイカー・プライシング・モデル、利付国債や社債についてはシンメトリカル・プライシング・モデル、新株引受権やワラントについてはアシンメトリカル・プライシング・モデルが採用されている。

手数料モデルについて見れば、五五の取引市場（八〇％）の取引手数料モデルはシンメトリカル・プライシング・モデルの要素を取り入れ、五〇の取引市場（七〇％）はアシンメトリカル・プライシング・モデルの要素を、一五の取引市場（二〇％）はメイカー・テイカー・プライシング・モデルあるいは逆メイカー・テイカー・プライシング・モデルの要素を取り入れている。

さらに詳しく見れば、四五の取引市場（六五％）の主要な取引手数料モデルはシンメトリカル、一五の取引市場（二〇％）はアシンメトリカル

ル、一二の取引市場（一五％）はメイカー・テイカーであった。

(a) シンメトリカル・プライシング・モデル

およそ五五の取引市場がシンメトリカル・プライシングを含む手数料モデルを採用しており、また、このモデルは、大多数の取引市場（四五の取引市場）によって採用されている主要なプライシング・モデルでもあった。

とりわけ注目すべきなのは、シンメトリカル・プライシング・モデルを主要なプライシング・モデルとしている取引市場のおよそ六〇％が、マーケットメイカーないしは追加的な流動性提供者向けのシンメトリカル・プライシング・モデルの要素を取り入れていることであり、さらに注目されるのは、シンメトリカル・プライシング・モデルがデリバティブおよびダーク・プール取引のため

の主要なモデルとなっていることである。

(b) アシンメトリカル・プライシング・モデル

およそ五〇の取引市場が、アシンメトリカル・プライシングを含む手数料モデルを採用している。アシンメトリカル・プライシング・モデルを利用している取引市場において基準とされているのは、取引のアクティブサイドが相対的に高い手数料を支払い、パッシブサイドは相対的に低い手数料を支払う、あるいは、手数料を支払わないということである。多くの場合、アシンメトリカル・プライシング・モデルは、マーケットメイカーあるいは追加的な流動性供給プログラムの下で利用可能となっているようである。

(c) メイカー・テイカーまたは逆メイカー・テイカー手数料モデル

七つのメンバー国における合計一五の取引市場⁽¹¹⁾では、取引手数料モデルの一つとして、メイカー・テイカーあるいは逆メイカー・テイカー・プライシング・モデルが何らかの形で採用されているが、通常、このモデルは、エクイティ取引に限って適用されている。

上記メンバー国のうちドイツ、オランダ、ルーマニアにおいては、メイカー・テイカーあるいは逆メイカー・テイカー・プライシングは、限定された追加流動性の提供者、あるいは、量的な閾値に達した場合など或る限られた状況においてのみ利用可能である。このうちドイツおよび米国を除く一三の取引市場においては、支払ったリベートを差し引いた残りの収入手数料は、取引市場のネット手数料 (net fee) となる。当該取引市場に

においては、参加者に対する純リベート（参加者が得たりべートから参加者に課された手数料を差し引いた残額）がある場合、この超過分は参加者に支払われる。他の二つの取引市場においては、当該リベートは、参加者の手数料を限度（手数料を超えない額）に参加者に支払われる。

参加者による顧客への還元については、カナダ、シンガポールにおいて実施されているようにあるが、その他のメンバー国で同じようなことが行われているかどうかは、回答からは判断できなかった。

(ウ) 取引手数料の賦課基準

取引手数料モデルのタイプがどのようなものであれ、取引市場は、通常、取引にかかわる手数料を課しているが、その一方で、受け入れた注文については手数料を課していない。

取引市場からの回答によれば、比較的広く行き渡っている現物株式の取引手数料の賦課基準は取引金額（value-traded）であり、取引金額に対して適用される手数料は「取引金額ベースの変動手料（value-traded variable fee）」と呼ばれている。この手数料には、変動手数料に若干の固定取引手数料を加えたものも含まれている。

現物株式について見れば、上記手数料に次いで利用されているのが、取引件数（number of trades）に基づいて賦課される取引手数料であり、取引株数（number of shares traded）に基づく手数料がそれに続いている。後者は、もっぱら北米で採用されている手数料モデルである。カナダおよび米国においては、大部分の取引市場が、高価格株式あるいは低価格株式に対して、各々異なる手数料を提示している。¹²⁾

デリバティブ市場について見れば、一契約あた

りの固定料金が、賦課される取引手数料の主たるベースとなっており、取引金額ベースの手数料の採用は少ない。

注文に対して賦課される手数料料金に関して言えば、九つのメンバー国における一五の取引市場は、特別に設定された何らかの閾値を超える余分なメッセージング (excess messaging) に対して手数料を要求している。¹³⁾ 一方で、三つのメンバー国における五つの取引市場が、受けた注文 (order entry) に対して手数料を課している。¹⁴⁾

(エ) 取引手数料の差別化あるいは分割化の付加的 手段

取引手数料を差別化ないしは分割化するための手段として、上記の方法以外にどのような方法があるのか (例えば、商品あるいはトレーディング・セッションによる差別化) を理解するために、調

査チームはいくつかの質問を行っている。

トレーディング・セッションによる差別化については、過半数の取引市場が、取引時間の異なる取引に対して、異なる取引手数料、あるいは、異なる取引手数料モデルを採用することはないと回答している。異なる手数料／モデルを採用していると回答した取引市場について、その違いは、例外なく、取引開始時、および／または、取引終了時に基づくものである。

また、商品による差別化については、過半数の取引市場が、売買する商品のカテゴリ／分類をベースとする様々な取引手数料ないしは取引手数料モデルを採用している。手数料ないしは手数料モデルは、ほとんど例外なく、取引される商品のタイプ、および／または、注文や取引のタイプごとに差別化されている。商品ごとの差別化カテゴリには、エクイティ、ETF、債券／利付メン

バー国債、株主権／ワラント、デリバティブや引受資産のクラス、などが含まれる。こうしたカテゴリーにおいては、モデルが同じであっても、手数料のレベルは差別化されている。

この注文ないし取引タイプごとの差別化には、ダーク・リクイディティ／ダーク・オーダー・タイプ、アイスバーグ注文、ブロック・トレーディング、クロス取引に対する差別手数料ないしはモデル、公開セリ売買（オープン・アウトクライ open-outcry）と電子取引の間の差別手数料ないしはモデルが含まれている。

その他の差別化について見ると、上場、非上場による差別化¹⁶⁾、流動性の違いによる差別化¹⁷⁾、執行場所の違い（市場における執行、市場外での執行）による差別化¹⁸⁾などがある。

市場関係者によれば、参加者あるいは注文のタイプによって手数料が変わることがある。その典

型は、マーケットメイカーあるいは流動性の提供者に対する割引ないしはリベートの提供であり、それは、しばしば、値付け義務、スプレッド目標 (spread goals)、および／または、数量要件、メンバーと顧客の間の手数料の差異、に基づいて行われる。また、新たな参加者に対して割引あるいは特別の価格を提供しているメンバー国もいくつか見られる。¹⁹⁾

幅広く適用可能な割引という意味において、多くの取引市場は、参加者に対して、証券の数量ないしは価値に基づく割引ないしはリベートを提供している。

その他少数ではあるが実施されている一般的なプログラムとしては、市場横断的な最良価格を設定する注文、顧客に対して流動性を付加する注文、新商品ないしは流行遅れの商品、プラットフォームを横断する活動など流動性や特定商品の

カテゴリーに基づく割引／リベート／特別価格がある。さらに、米国ATSは、ATSと加入者との間の、個別的な、あるいは、交渉による手数料の存在を示唆している。

四、取引手数料モデルおよび取引手数料のインセンティブとその効果

取引手数料モデルおよび取引手数料のインセンティブと効果についての回答は、そのほとんどが事例証拠 (anecdotal evidence) に基づいたものであった。学術文献のレビューからは、取引手数料モデルの包括的な影響に関して、明確なコンセンサスを得ることが出来なかった。

(ア) インセンティブ

調査チームは、規制当局と取引市場の双方に対して、取引手数料モデルあるいは取引手数料が特定の行動を助長していないかどうか、たとえば、取引手数料あるいは取引手数料モデルが、市場参加者に対して、彼らが特定の取引戦略を求めあるいは回避するようなインセンティブをもたらしていないかどうかについて質問を行っている。

(a) 一般的なインセンティブ

取引手数料あるいは取引手数料モデルについては、それが、オーダー・フローに魅力を与え、取引数量を増やすために、また、市場に流動性を提供する参加者に報いるために、取引市場によって構築されているという回答が過半数を占めた。

その一方で、取引手数料あるいは手数料モデルによって引き起こされる可能性のある負のインセ

ンタイプに対する懸念も表明されている。負のインセンティブとは、例えば、市場参加者が不適切な目的で取引に参加することを助長し、あるいは、顧客の利益よりもディーラーの利益を反映させるような形で執行市場の選定 (routing decisions) に影響を及ぼすこと、などである。

あるメンバー国は、研究論文の結論を引き合いに出して、ある種の手数料モデル (たとえば、「クリフ・エッジ cliff edge」スキーム) が、メンバーを、数量割引を得るために不適切な取引に誘導するというインセンティブを持っており、証券の「真実の価格 (real price)」を歪める可能性がある」と指摘している。当該スキームは、市場参加者の注文回送 (route orders) を、割引を提供する特定の取引市場に誘導するというインセンティブを持っており、こうした割引の利益が市場参加者の手元にとどまり最終顧客や投資家に行き渡ら

ないとすれば、結果的に利益相反をもたらすことになる。また、メイカー・テイカー・モデルについても、取引コストが増え手数料の賦課に対する規制がないという状況において、アクティブサイドで取引をしたいと望んでいる市場参加者 (例えば、小売りディーラー) を、費用効率が高い (割のいい) 代替執行場所 (execution alternatives) に誘導する可能性のあることが指摘されている。

手数料のレベルについてみれば、他の取引市場よりも低い手数料を適用することによって生まれるインセンティブは、ディーラーが注文執行のクオリティよりもコスト削減を優先する場合には利益相反をもたらす。このことは多くの取引市場によって指摘されているところであるが、それによれば、低料の手数料 (および価格優遇 improve-ment) を提供しているダーク市場においては、手数料レベルにかかわるこうしたインセンティブ

が、取引コストの引き下げを通じてディーラーによる執行市場の選定に影響を及ぼす一方で、投資家のために注文執行のクオリティを最大にするという行動をディーラーにもたらしことはなかったとされている。

(b) 取引行動に影響を及ぼすその他の要因

取引手数料モデルおよび取引手数料以外に取引行動に影響を及ぼす要因があるかどうかという質問に対して、取引手数料モデルおよび取引手数料は、潜在的に市場行動の重要な推進力ではあるが、それが唯一の推進力というわけではないという回答が過半を占めた。

回答を寄せたメンバー国および取引市場が、その他の要因として特定したものを掲げれば、以下の通りである。

・市場構造

- ・競争／分裂の程度
- ・利用可能性
- ・注文のタイプおよび機能の多様性
- ・ティックサイズ（注文価格の最小単位）
- ・市場のクオリティ（深さ、流動性、価格の開示、充填率 fill rates、執行速度）
- ・メッセーjing料金（大量注文を送る際の阻害要因となる可能性がある）
- ・取引後費用
- ・所有（これは仲介業者が彼らの所有する取引市場に注文を回送する原因となる）
- ・規制要件（例えば、最良執行）
- ・技術革新
- ・待ち時間
- ・システムのクオリティ（パフォーマンス、安定性、反応性）
- ・取引市場が提供する技術特性あるいは商品

・マクロ経済の状況

・税制

(イ) 効果

取引手数料および取引手数料モデルの効果についての回答者の見解はまちまちであり、一致した意見は見当たらない。そのうえ、回答者の中には、取引手数料変更の効果を、その他の変更の効果と区別することは極めて難しいと指摘する向きもあった²¹⁾。しかし、メイカー・テイカー・プライシングあるいはアシンメトリカル・プライシングが広く採用されているメンバー国では、取引数量の増加、スプレッドの縮小、流動性の高まりという結果がもたらされたと信じられている。

回答の中で指摘されたその他の効果は以下のとおりである。

・流動性の提供／マーケット・メイキングにお

ける競争の高まり。

・取引市場のマーケット・シェアを高めるための手数料モデル／手数料の活用。

・注文回送先の決定に際しての利益相反。

・取引市場の財務ポジションに対するリベートの影響の可能性。

(a) 取引戦略に及ぼす影響

いくつかの回答が示すところによれば、メイカー・テイカー・モデルあるいは手数料の割引は、電子的な流動性の提供者の参入を促し、マーケット・メイキング (market making) やリベート・アービトラージ (rebate arbitrage) などの戦略面における競争を激化させている。米国においては、Exchange#33が、異なるビジネス・ライオン (メイカー・テイカー vs 逆メイカー・テイカー) の間で異なる手数料体系を提示しており、

それが、異なるタイプの注文を引き付けるとい
効果を生んでいる。

(b) 流動性への影響

メイカー・テイカー・モデルは、概していえ
ば、市場の流動性を高めてきたが、その効果は均
一的に観察されるわけではないと主張する向きも
ある。支配的な回答は、大型株 large cap stocks
が最大の利益享受者であるということであった。
しかし、いくつかの回答は、マーケット・メイキ
ング／流動性提供のためのインセンティブつき
全ての商品が、プラスの影響をもたらしたとして
いる。

(c) 証券の価格形成に及ぼす影響

この質問に対しては、メンバー国が全て回答を
寄せたわけではなく、また回答の内容もまちまち

であった。

ある取引市場 (カナダの Triact Match Now)
は、注文の数量が増えたために、価格の開示が進
んだと述べ、また、他の取引市場 (米国の
Exchange#2) は、リベートが支払われる環境に
おいて、流動性提供者は、こうしたリベートを指
し値の要素に入れ、その結果、全ての投資家によ
り良い価格を提供していると回答している。他の
回答は、取引手数料が影響を与えているとは考え
ていない、あるいは、その効果を単独で取り出す
のは極めて困難であるとしている。

(d) スプレッドへの影響

この質問に対しては、三四の回答があった。そ
のうち二二は、取引手数料モデルおよび取引手
料はスプレッドの縮小に貢献したと述べている。
大部分の回答者は、メイカー・テイカー・モデル

あるいはマーケットメイカー／流動性提供者のインセンティブのどちらもこうした結果をもたらしている」と述べている。

(e) ボラティリティへの影響

取引手数料モデルのボラティリティへの影響については、それを分離するのは困難であるというのが支配的な意見であった。

(f) その他の市場クオリティ基準への影響

市場クオリティ基準への影響については、程度の差はあるが、肯定的な回答が多かった。

多くの取引市場において、O T R (order to trade ratios)²² の上昇および取引数量の増加が観察されている。米国の取引市場の一つは、O T R の高さが流動性のクオリティおよび執行結果に影響を及ぼし、また、メッセージのアクセス量の急

上昇がシステムの処理能力を超え、マイナスの結果をもたらしていると指摘している。

しかし、ある規制当局は、こうした市場のクオリティ基準が、支配的な手数料モデルよりもむしろ当該市場における分裂の度合いに直接左右されているのではないかと考えている。他の規制当局は、平均取引量もまた、取引手数料モデルに影響を受けている可能性がある」と主張している。

(g) 取引市場の競争力に及ぼす影響

コメントを提供してくれた回答者の大部分は、特定の手数料モデル（特に、メイカー・テイカーあるいはそれに類する取引数量をベースとするインセンティブ付のモデル）が取引市場の取引シェアにプラスの影響をもたらしていると述べている。手数料体系は、とりわけ、小規模な取引市場あるいは新規の取引市場が、より大きなあるいはより

定評のある取引市場に伍してマーケット・シェアを獲得するために有効な手段であると主張する回答者もあった。²³

フランスは、競争環境においては、手数料の修正、あるいは、新たなプログラムの導入が、直ちにマーケット・シェアに影響を及ぼすことを懸念している。しかし、カナダの規制当局は、チャートが示すところによれば、カナダの取引市場によって利用されている取引手数料モデルの調整は、マーケット・シェアの「限界的な (margin-*al*)」異動をもたらす効果しか持っていないとしている。

(h) 執行市場の選別／最良執行に照らして行う執行市場の選択に及ぼす影響

フランスおよび米国の回答者は、取引市場のマーケット・シェアについてみれば、取引手数料

モデルは、証券がどこで取引されるかに関して重要な影響を与えると主張している。他方、ルーミアの規制当局は、取引手数料モデルが特定の取引市場に注文を回送させるようなインセンティブを持つという確固たる証拠は見られないとしている。

最良執行については、いくつかのメンバー国は、取引手数料モデルが最良執行に影響を及ぼすと指摘しているが、それは、企業が、彼らの最良執行方針において取引手数料も含めて考えていると見られるからである。注文保護要件 (order protection requirements) を持つメンバー国の一つは、当該要件が執行市場の選択に影響を及ぼすとする一方で、それでも仲介業者は、他の条件が同じであれば、最良執行という文脈における執行市場の選択について若干のフレキシビリティを持つとしている。

いくつかのメンバー国あるいは取引市場は、取引手数料モデルあるいは手数料が企業と顧客の間の利益相反をもたらすかもしれないという懸念を表明している。企業が顧客の利益よりも割引あるいはリベートの獲得を優先し、その結果、顧客が質の劣る (inferior quality) 執行を被ることになるかもしれないという懸念である。そうした相反の存在を指摘したメンバー国の一つ (英国の F S A) は、しかし、そうした相反についての影響とその程度に関するデータは存在しないと述べている。さらに、市場間競争が存在しているメンバー国の取引市場の中には、利益相反の可能性は認識しているが、一般的には取引手数料が最良執行モデルにおいて利用されているパラメータの一つとなっているので、実際に投資家に損害を与えているという証拠はないとしている。

(ウ) インセンティブおよび効果の受益者

インセンティブとその効果の受益者に関しては、マーケットメイカーと流動性提供者および高頻度トレーダーが、手数料割引、および/または、リベートを提供する取引手数料モデルからの利益を受けるというインセンティブを与えられた市場参加者として、規制当局によってしばしば言及されてきた。しかし、流動性提供プログラムの文脈においてみれば、こうしたプログラムが興味のある市場参加者に対してオープンであり、いかなる差別もないことから、インセンティブは個別利益 (tailored benefit) ではないとする意見もあつた (カナダの Montreal Exchange)。

同様に、取引市場も、マーケットメイカー、流動性提供者及び高頻度トレーダーが、割引/手数料リベートを提供する取引手数料モデルから利益を得てきたことを指摘している。しかし、リベ

トあるいは数量割引からの利益は、流動性提供者に対して、目に見える市場におけるパッシブ注文の登場に伴って生じるリスクを補填するものであると主張する取引市場もあった（カナダのTSX、シンガポールのSGX）。

投資家への利益に関しては、一致した意見はなかったが、回答者のほとんどが取引手数料モデルの影響は投資家によって異なると考えている。

スプレッドの縮小と流動性の高まりによってもたらされる投資家への利益は、割引、リベートあるいは取引数量ベースのインセンティブを含む取引手数料モデルからもたらされる一般的な利益として説明されている。回答が示すところによれば、利益が手数料そのものからもたらされる場合（例えば、割引）には、当該利益は、参加者がそれを投資家に還元することによってはじめて、投資家にとっての利益となるが、そうしたことは、

通常、きわめてまれである。

五、結論

この調査から引き出すことのできた重要な結論は以下に掲げる通りである。

(ア) 市場間競争

(a) 多角的市場の影響

各国の証券規制当局は、競争を促すようにデザインされた規制の枠組みを導入している。加えて、テクノロジの進歩が、取引市場間の競争を促している。市場間競争は、今や、多くのメンバー国において存在しており、今回の調査が示すところによれば、この競争は、手数料および手数料モデルのレベルと体系に影響を及ぼしている。競争に直面している取引市場はオーダー・フロー

を引き付けるための競争を余儀なくされている。その方法は様々であり、サービス、テクノロジー、商品、そして現在では手数料および手数料モデルに及んでいる。

競争的な市場においては、シンメトリカル・プライシング・モデルを基本とするプライシング体系から、より多面的なプライシング体系への移行が進んでいる。それは、流動性の提供者に対するインセンティブを提供する手数料を含むモデル、すなわち、割引が提供されるアシメトリカル・モデルおよびリベートが提供されるメイカー・テイクカー・モデルである。

ある状況下においては、手数料モデルが、スプレッドを縮小し、流動性を高め、取引数量を増やすことが観察されているが、取引手数料モデルの利益のバランスを取る必要性とインセンティブが市場を歪める可能性（たとえば、証券の価格より

も手数料やリベートの違いに基づいて取引が行われるなど）との間には緊張関係が横たわっている。

(b) 最良執行および利益相反

ほとんどのメンバー国は、顧客の注文を執行する仲介機関に対して最良執行義務を課している。しかしながら、異なる手数料を賦課する可能性のある多角的取引市場にあつては、執行市場の選定に関して利益相反が生じる可能性に留意することが重要である。

仲介機関のコスト削減を目的とした特定の取引市場への注文指図は、顧客の最良利益に必ずしも合致するとは言えない。

(イ) 手数料および手数料モデルの規制

規制当局の中には、取引市場の取引手数料およ

び取引手数料モデルに対して直接的かつ特定の権限を有しているところもある。そのうちのいくつかは、取引市場の手数料の認可権限を有しており、また、少数ではあるが、手数料および手数料モデルの設定に関与している規制当局も見受けられる。

規制当局は、通常、証券取引所の取引手数料あるいは取引手数料モデルについてレビューを行っているが、中には、証券取引所およびそれ以外のタイプの取引市場の双方について取引手数料のレビューあるいは認可を行っているところもある。こうしたことは、公正なアクセスあるいは秩序ある市場にかかわるその他の要件との関連において、事前に、あるいは、事後的に行われるが、その際の最も一般的な考慮事項は、手数料が理由もなくあるいは不正に差別的であるかどうかという点にある。

(a) 非差別的手数料

取引手数料のレビューを行っているメンバー国におけるもつとも共通したレビュー基準は、当該手数料が非差別的であるかどうかという点にある。回答を寄せた全ての規制当局が手数料のレビュー・プロセスについて詳しく記述しているわけではないが、その際、一部の規制当局は、手数料の考察についての手掛かりをもたらしめた。

これとの関連で、手数料について詳しい調査を実施した規制当局は、以下の点を考慮してそれを行っている。

- ・ 手数料あるいは手数料モデルが、特定の取引市場へのアクセスを不当に制限しているかどうか。
- ・ 手数料あるいは手数料モデルが、取引市場を利用して特定クラスの市場参加者に対し

て差別を行っているかどうか。

一部のメンバー国は、マーケット・シェアなどの基準を使って、あるいは、メンバー国内外の取引市場の手数料レベルを比較することによって、当該取引市場の手数料レベルについての調査を実施している。他のメンバー国は、手数料および手数料モデルが、同等の条件で、あるいは、最低限、不公平な差別をもたらさないという条件の下で、全ての人々にとって入手可能なものでなければならぬという考えに基づいて、手数料および手数料体系の妥当性を判断している。

(b) 手数料の透明性

透明性については、多くのメンバー国が手数料および手数料体系にかかわる透明性要件を持っていないものの、通常、手数料は一般に公開されている。このことは、証券取引所 (exchange)

に関して言えばほとんど当て嵌まるものの、一部のメンバー国においては、証券取引所以外の取引市場には適用されていない。それが透明である場合には、手数料および手数料モデルは、取引市場のオペレーションにかかわる情報が、取引市場の提供するサービスへの理解をもたらすことを確認するうえで役に立つ可能性がある。

透明性はまた、こうしたサービスへのアクセスにかかわるコストをユーザーが評価することを可能にする。そのうえ、リベートを含む手数料についての情報は、投資家の信頼を確かなものにする手助けとなる。調査票への回答によれば、取引市場が、取引手数料やリベートについての透明性を確保するうえで最も一般的な方法は、それを彼らのウェブサイトで公開することである。

受け取った回答によれば、手数料は、採算面への配慮、あるいは、規制要件に準拠して、一般に

公開されている。多くのメンバー国において一般的な透明性のレベルを前提にすれば、規制当局は、そうした透明性の市場および市場参加者にとつての価値について判断したいと考えるかもしれない。こうした判断は、証券取引所とそれ以外の取引市場を区別する規制体系、あるいは、市場構造の特殊性というような要因によつて影響を受けることになりそうである。

(ウ) 次のステップ

収集されたデータは、取引手数料又は取引手数料モデルがその取引行動に及ぼす影響及び効果について、IOSCOが断定的な結論を得る十分な根拠を提示しなかった。しかしながら、本作業は、グローバルに使用されている手数料モデルの構造、各規制当局の関与の程度、及び規制当局が監督を行う際に用いることが多い基準に関する理

解を深めるために有用であった。

IOSCOは、今後も取引手数料モデル及び取引手数料のモニタリングを継続する。更なる調査を要する課題が生じた場合、IOSCOは当該課題に関する更なる作業を検討する。

(注)

- (1) *Trading Fee Model and their Impact on Trading Behaviour*. Final Report, IOSCO, December 2013. この調査は、IOSCOの第二委員会（流通市場規制）によつて実施されている。
- (2) 本報告書でいう「取引手数料」とは、取引市場が市場参加者に課す手数料、「取引手数料モデル」は、取引市場が採用する手数料モデルを意味している。
- (3) 投資家を保護するために、NASDAQが一九九七年に導入したマーケットメイカーに対する規制で、気配ルール（公衆気配発信可能でない私的システム（ECN）に顧客向けより良い価格を提示してはならない）、オーダー・ディスプレイ・ルール（顧客の注文の指し値が気配より良い場合は自分でその注文を執行するか、気配をその指し値に変更するか、他のマーケットメイカーもしくは公衆気配発信可

- 能なECNに回送しなければならない)、マイニング・ルー
 ル(客の指値注文と気配が同値段の場合は客の注文を優先
 しなければならない)などを定めたもの。
- (4) オーストラリア、カナダ、フランス、ドイツ、インド、
 イタリア、日本、オランダ、シンガポール、UK、US。
- (5) カナダ、フランス、ドイツ、香港、インド、アイルラン
 ド、イタリア、日本、マレーシア、オランダ、トルコ、シ
 ンガポール、スペイン、スイス、南アフリカ、UK、US。
- (6) ブラジル、カナダ、中国、フランス、ドイツ、香港、メ
 キシコ、シンガポール、南アフリカ、スイス。
- (7) スペシャリストやマーケットメイカーが、ブローカーに
 対して一株当たり数セントのキックバックを提供して売買
 注文を回してもらうこと。
- (8) オーストラリア、ブラジル、カナダ、中国、フランス、
 ドイツ、香港、日本、マレーシア、トルコ、ルーマニア、
 南アメリカ、英国。
- (9) シンガポール、オランダ、米国。
- (10) 注文数量のうち特定の数量を気配表示させることを条件
 とする注文。当該注文では、特定した数量が気配表示され、
 残数は気配表示されずに隠れた注文(ダーク・オーダー)
 として取り扱われる。この場合、気配表示された数量部分
 については他の注文に対して価格優先及び時間優先で取り
 扱われ、隠れた部分については価格優先で取り扱われる。
- (11) カナダの Alpha Exchange、Chi-X Canada、CNSX
 Markets、TSX、TSXV、ドイツの Xetra、オランダの
 NYSE ARCA Europe、TOM、MTF、ルーベニアの BVB
 傘下の ATS、シンガポールの SGX-DT、英国の Bat
 Trading lit market、Turquoise equities lit market、
 Turquoise derivatives、米国の SEC、Exchange#1。
- (12) カナダの Alpha、CNSX、TSX、TSXV、TrAct、米
 国の Exchange#1、#2、#3。
- (13) フランスの BM&FBOVESPA、フランスの Euronext
 Paris、Alternext、Marche Libre、ドイツの Tradegate
 Exchange、Xetra、香港の HKEx、ドイツの BSE、イタリ
 アの Borsa Italia、オランダの Euronext Amsterdam、キ
 ーンスの LSE、Life A&M、米国の CME、Exchange#2。
- (14) フランスの Euronext Paris、Alternext、Marche Libre、
 オランダの Euronext Amsterdam、日本と TSE。
- (15) 日本の SBI JNX 株式会社。
- (16) カナダの Chi-X、ドイツの Equiduct、オランダの NYSE
 ARCA Europe。
- (17) NYSE Euronext family of venues、南米の JSE。
- (18) ドイツの Eurex Deutschland、スイスの Eurex Zurich、
 NYSE Euronext family of venues、南米の JSE。
- (19) フランスの MATIF、MONEP、ドイツの Berlin、Eurex
 Deutschland、Xetra、イタリアの Borsa Italia、日本と SBI

JNX、スイスのEurex Zurich。

(20) 「クリフ・エッジ」(崖っおぢ)スキームというのは、市場参加者がある数量閾値に達した場合に、遡って割引手数料の適用を受けるというもの。

(21) 英国のFSA、イタリアのCONSOB、インドのSEBI。

(22) 注文数量および指値数量の取引数量(執行数量)に対する比率 $(OTR = \text{Order volume} \div \text{Trade volume})$ 。米国では、SECが、 τ の逆数 $(\text{Trade volume} \div \text{Order volume})$ を「Trade to Order Volume Ratios」と称して公表している。

(23) NYSE Euronext family of venues、イタリアのCONSOB、オランダのTOM MTF。