

# アメリカの市場手数料について

清水 葉子

## 1 はじめに

アメリカには二三の証券取引所がSECに登録されているが、そのうち現物株式で稼働中の証券取引所としては合計で二三の証券市場が存在する。

証券市場の数は確かに多いのであるが、アメリカの証券市場は実際には三つのグループに集約されている。すなわち、インターコンチネンタル取引所傘下にあるニューヨーク証券取引所のグループ、ナスダック証券取引所のグループ、シカゴオプション取引所が現物株式の証券取引所を買収したことにより形成されたグループの三つであり、この三つの市場運営者のもとに一二の市場が稼働している。稼働中の取引所で独立系のものは一市場のみという寡占状態である。

第一の取引所グループであるニューヨーク証券取引所は、二〇一三年からインターコンチネンタル取引所の傘下に入っており、同じグループに属する証券取引所として、ニューヨーク証券取引所(NYSE)のほか、NYSE Arca証券取引所(ATC)であった旧アーキペラゴ、NYSEアメリカン証券取引所(旧アメリカン証券取引所)、NYSEシカゴ証券取引所(地方証券取引所であった旧シカゴ証券取引所)、NYSEナショナル証券取引所(同じく地方証券取引所であった旧ナショナル証券取引所)の五つの証券取引所が運営されている。

二つめのグループであるナスダック証券取引所のグループは三つの証券取引所を傘下に持っており、ナスダック

ク証券取引所、ナスダックBX証券取引所（地方証券取引所であった旧ボストン証券取引所）、ナスダックPHLX証券取引所（同じく地方証券取引所であった旧フィラデルフィア証券取引所）の三市場である。

三つめの取引所グループは、オプションを中心にしたデリバティブ取引を行うシカゴオプション取引所（Cboe）がBATS証券取引所を二〇一七年に買収したことにより、現物株式の市場グループを形成したものである。Cboe BYZ証券取引所、Cboe BZX証券取引所（いずれもATSであった旧BATS証券取引所が持っていた二市場）、Cboe EDGA証券取引所とCboe EDGX証券取引所（同じくATSであったダイレクトエッジ証券取引所の二市場）の合計四つの市場により形成されている。

加えて、稼働している唯一の独立系市場であるインベスターズ証券取引所（Investors Exchange）が取引高でおよそ三%のシェアを占めている。

現在メインになっている三つの証券取引所グループは、もともとの主要マーケットであったニューヨーク証券取引所やナスダック証券取引所のグループ傘下に、以前の地方証券取引所が吸収されたケースや、二〇〇〇年代に入って乱立した取引所外取引システムATS/ECNが合併等を繰り返しながら集約されてメインマーケット傘下に入ったもの、ATSとして設立された後に正式に証券取引所登録を行ったBATS証券取引所やダイレクトエッジ証券取引所が、その後にCboeグループに吸収されたケースなど、複雑な経緯を経て統合されてきたものである。

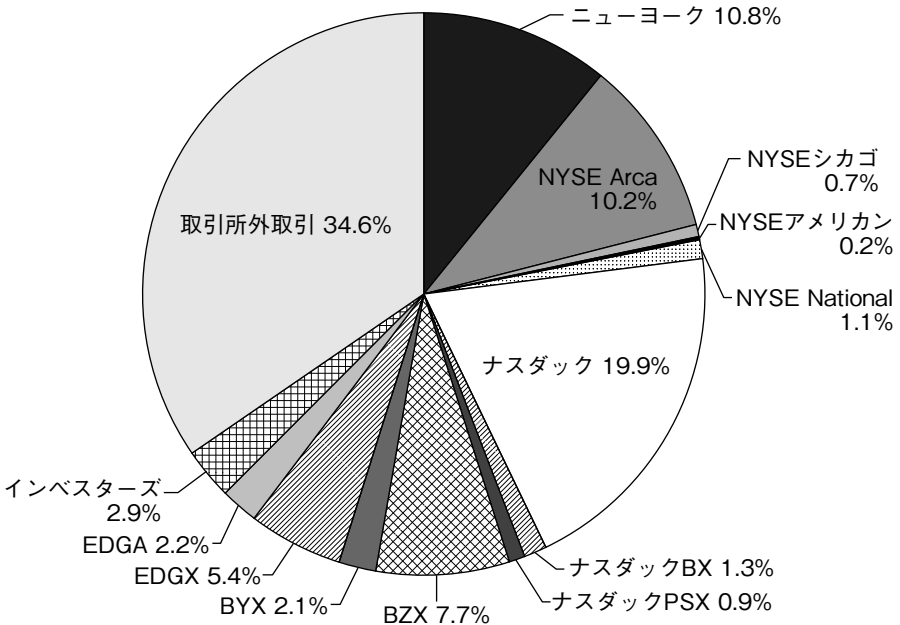
図表1は、NMS証券（上場証券に相当）の取引に占める各証券取引所の取引シェアを示したものである。一三の証券取引所が合計として全米証券市場全体の約六五%の取引シェアを持ち、残りの約三五%の取引は取引所外で行われていることが分かる。取引所外取引を担っているのは、ATSと呼ばれる取引所外取引システム（プ

ローカー・ディーラーが運営する市場）や、ブローカー・ディーラーの店内付け合わせによる取引などである。

証券取引所での取引だけに着目すると、メイン市場であるニューヨーク証券取引所やナスダック証券取引所であっても、全米上場銘柄のそれぞれ約一％、約二〇％ほどの取引しか行っていない。取引の場所が広く分散していることが分かる。取引所グループごとのシェアを見ると、ニューヨーク証券取引所のグループ傘下にある五市場で約二三％、ナスダック証券取引所グループ傘下の三市場で約二二％、Cboeグループの四市場で約二〇％と、三グループがほぼ均衡して取引シェアを分け合っており、独立系のインベスターズ証券取引所が三％のシェアを占めている。

以上のように、アメリカの証券市場は、日本に比べて取引の場の分散が大きく進んで市場間の競争が激しい一方で、市場運営者は三社が均衡した

図表1 NMS証券の取引シェア



(出所) Cboe Global Markets. 2020年1月末

寡占状態になっていることが分かる。

## 2 取引所の新規参入

このように複雑な競争関係にあるアメリカの証券市場であるが、新たな証券取引所の設立申請の話題が時折ニュースを賑わせる。右に紹介したBATS証券取引所やダイレクトエッジ証券取引所は、ブローカー・ディーラーが運営するATSとして始まって大きく取引を伸ばし、二〇〇〇年代半ばに相次いで証券取引所申請したことで話題となったが、比較的近年もマイアミ証券取引所（現在不稼働。登録上はマイアミ・エメラルド取引所と、マイアミ・パール取引所の二市場を持つ）や、長期投資家のための市場をうたって参入したロングターム証券取引所（不稼働）など、取引所の新規参入や参入計画は少なくない。

二〇一九年一月にも、メンバーズ証券取引所（MEMX）の参入がニュースの話題になった。二〇一九年一月に設立計画を発表し、一〇月にはSECへの登録申請を行って、同社の発表によると、二〇二〇年中の稼働を目標としていると<sup>(1)</sup>している。報道によると、CEOはインステイネット社に在籍した人物が就任し、出資者としてウォールストリートの各業態の大手が名を連ねていることもあって注目は大きい。インベストメントバンクとして、モルガン・スタンレー、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ、UBS、運用会社・リテール証券会社としてフィデリティ、チャールズ・シュワブ、E\*トレード、TDアメリトレード、さらにシタデルやバーチュといったマーケット・メーカーまで幅広い。これら九社が合計で七〇〇〇万ドルを出資していることもあわせて報じられている。その反面、発表時点で重要な役職に空席が残っていたり詳細な市場運営のプランが未定であったりしたことで、既存市場にとってそれほど強力なライバルとはならないとする意見や、BATS証券取引所などのよ

うに、設立されても結局どこかのグループに吸収されて、証券市場の寡占状態は長い目で見て変わらないとする報道も見られる。

新しい証券取引所の参入が成功を収めるかどうかは、まだ推移を待つしかないが、最大の疑問は、すでに多くの市場が乱立しているように見えるアメリカの市場に、さらなる証券取引所の新規参入が計画される理由についてであろう。

メンバーズ証券取引所によると、現在の証券取引所の手数料が高く、かつ手数料体系があまりにも複雑であることを参入理由の一つとして挙げている。<sup>(2)</sup>特にメイカー・テイカー手数料(あるいはその逆のテイカー・メイカー手数料)といわれる複雑な手数料体系がほとんどの市場に普及しており、証券取引所やATSでの取引に参加するブローカーにとっては、注文の出し方によって取引所に手数料を払う場合もあれば、逆に取引所からリベートが受け取れる場合もある。このため、ブローカーにとって、どの注文をどの市場に回送するかをめぐって複雑な判断が必要となり、また、そのための注文回送システムの構築もブローカー側の大きな負担となっている。

### 3 メイカー・テイカー手数料

メイカー・テイカー手数料は、取引所等が市場どうしで注文獲得をめぐって競争する中で普及してきた手数料制度である。通常は、市場に参加して注文発注するブローカー側が取引所に対して手数料を払うのであるが、これに加えて、注文の出し方によっては逆に取引所側がブローカーにリベートを払う(マイナスの手数料)こともある手数料制度である。取引所は、受け取った手数料と払ったリベートの差額が収入になる。

最も単純なメイカー・テイカー手数料では、すぐには執行できない価格の指値注文を市場の板に出したブロー

カーは、その市場に流動性を供給したとみなされて注文が執行された時にリベートが得られ、逆に成行注文を発生して板に出ている指値注文とぶつけて執行した場合には、市場の流動性を費消した側として手数料を払うというものである。取引所は、一件の注文執行に際して、取引の片方にリベートを払い、もう片方から手数料を受け取ることで、その差額を収入にする。取引所の手数料には、SECルールにより一株あたり〇・〇〇三ドルの手数料上限が定められているので、取引所のもうけを考えると、リベートがこの額を超えることはない。

逆にテイカー・メイカー（逆メイカー・テイカーとも呼ばれる）の市場の場合には、指値注文を出して待つている注文に対して成行注文を出して執行したブローカーがリベートを得ることができ、指値を執行してもらえた側が手数料を支払う。

こうした手数料体系は、現在ではアメリカの全ての証券取引所やATSで何らかの形で採用されているので、ブローカーは、それぞれの市場の手数料とリベートの額に応じて顧客注文をうまく回送することで手数料を最小化してリベートを最大化する判断をしなくてはならず、ブローカーの注文回送慣行は非常に複雑化している。さらに、手数料やリベートの具体的な金額は、市場同士が競争環境に応じて頻繁に変更しているので、ブローカーは手数料・リベートの変更にも対応しなくてはならない<sup>(3)</sup>。

また、リベートを得つつ手数料を最小化したいブローカー側のニーズに依って、取引所の側が市場に出せる注文の種類と手数料体系を次々に増やすのもアメリカの証券市場の特徴である。例えば一度出した注文でも、リベートが得られない状況になったらキャンセルできるなどの様々な条件付きの注文形態を設けることで、他の市場との差別化を図って注文を獲得しようとしている。

かつての条件付き注文といえは、大口注文のマーケットインパクトを避けるために注文の一部しか板に載せな

い（アイスバーグ注文）とか、執行されなかった注文を板に残して手の内をさらすことを避けるために未執行注文をすぐにキャンセルする条件がついているなど、取引の意図や手口のコントロールに関わるものが多かったが、現在では、複雑な条件付き注文の多くは手数料とリベートの体系に依存して生まれたもので、リベートがなくなればそもそも意味のないものも多いとされる。つまり、注文の形態がそもそも手数料・リベート体系に依存しており、相互に複雑さを増しているという状況であると言える。

#### 4 メイカー・テイカー手数料への規制対応

複雑なメイカー・テイカー手数料が普及することについてはいくつかの懸念が示されている。まず、ブローカーが顧客注文をリベートの多い市場に回送する可能性があり、顧客との間で潜在的な利益相反が生じることが問題になる。もともとアメリカの証券市場では全米最良気配での執行が義務付けられているので、執行価格の面で顧客が不利益を被ることはないが、リベートによって注文回送先が左右されることに問題がないわけではない。

また、多くの証券取引所がテイカーから手数料を徴収する（成行注文を出してすぐに出てきている指値との間で執行された場合に、ブローカーが手数料を払う）制度をとっていることから、ブローカーは、顧客の成行注文を取引所に回送せず、成行注文にリベートを払う制度を持つている別のディーラーの店内執行（取引所外取引）に注文を回送してしまうことが一般化している。

このような個人顧客の注文を店内執行するディーラー（マーケット・メーカー）は、リテール・ホールセラーなどと呼ばれ、Payment for Order Flow（PFOF）と言われるリベートをブローカーに支払って注文を集めている。SECによると、二〇一四年には、リテール・ブローカーに支払われているPFOFは一株当たり一セ

ントから三・一セントとされるが、証券市場全体では、九二〇〇万ドルから三〇億四〇〇万ドルが支払われていると推計しており、また、アメリカの証券市場では、リテールの成行注文のほぼ一〇〇%がP F O Fを支払うディーラーによって店内化されているとも述べている。<sup>(4)</sup>このことから、アメリカの個人投資家の注文のかなりの部分が、巨額のP F O Fを得ることと引き換えに取引所外に回送されていると見ることができるといえる。<sup>(5)</sup>

メイカー・テイカー手数料にはこのように潜在的な利益相反があるものの、執行価格そのものについては顧客投資家に不利益がないことから規制が難しい問題である。規制対応の方針をさぐるためにこれまでいくつかのパイロット・プログラムが行われている。ナスダックでは、二〇一五年に行われたパイロット・プログラムで、一四の株式を選んでメイカー・テイカー手数料を減らす試みが二月二日から五月三一日にかけて行われた。テイカー手数料を一株あたり三セントから〇・五セントに減らし、メイカー向けのリベートも〇・四から〇・二セントに減らした。小規模なパイロットであったが、試験期間中にナスダックでの取引高は有意に減少し、他の証券取引所に取引が流出する結果となった。

また、S E Cはトレード・アット・ルールを導入するパイロットプログラムを二〇一六年一〇月から二〇一八年九月まで行った。これは、気配を表示しないダークプールに対して、証券取引所等で出されている最良気配でそのまま執行するのではなく、それよりさらに良い価格でしか執行できないように制限をかけるものである。取引所外のダークプールが証券取引所の最良価格をそのまま使って自市場で注文を執行し、取引参加者にリベートを払うという「タダ乗り」を制限する意図を持っていた。このパイロットプログラムでは、トレード・アット・ルールがかけられた銘柄について、ナスダック市場の日中取引高の減少と、スプレッドの拡大が見られた。

また二〇一八年からは、二年間かけて取引手数料のパイロットプログラムが実施中で、七三〇銘柄で構成され



る二つのテストグループを作り、片方のグループはリベートをゼロとし、もう片方のグループは手数料にもリベートにも一株あたり一セントの上限を置くとしている（通常は、既述の通り手数料のみ一株あたり三セントの上限規制をかけているので、リベートはそれを超えることはない。）

## 5 おわりに

アメリカの証券市場は、複数の営利市場が注文獲得をめぐる競争している以上、執行価格や執行スピードに加えて、手数料をめぐる競争になるのは当然のことである。しかし、手数料の競争は、当初想定していたような手数料の引き下げ競争という単純な形を取らずに、プラスの手数料とマイナスの手数料（リベート）という二つの操作変数を操る複雑な形をとっている。これは、奇妙なことのように思えるが、一方的に商品売るだけの市場（例えば野菜やペンなどの通常の財の市場）では、市場競争は基本的に価格を引き下げる競争になるが、証券市場の場合は、売り手と買い手の双方を集めない流動性というサービスを生み出すことができないからであると考えられる。

しかも、売り手と買い手の双方が注文を出したとしても、価格の条件が折り合わない注文を執行することができない。市場が注文執行という役割を果たすためには、指値注文に対して、その価格で付け合わせ可能な価格の指値注文（marketable limit order）か成行注文を板の反対側に集めなくてはならないことから、価格（手数料）戦略が双方向的になり、手数料とリベートという二つの変数で市場が競争することが市場構造をますます複雑化しているのだろう。

注

- (1) "Wall Street Firms Plan New Exchange to Challenge NYSE, Nasdaq" Wall Street Journal, Jan 7, 2019, 44頁。
- (2) 主要な設立理由のうち一つは、取引所の情報手数料をめぐるとのである。市場参加者は証券取引所にお金を払って価格情報を得ているが、この価格情報の配信の仕組みが複雑化し、かつ市場参加者側の負担が重くなっているとして議論になっている。志馬(二〇一九)「米国における取引所情報の配信をめぐる議論」『証研レポート』一七―一四号、二〇一九年六月に詳しく。
- (3) 例えば、ニューヨーク証券取引所の各種手数料は、「New York Stock Exchange Price List 2020」等として公表されているが、取引手数料・リベートだけで一九ページにおよぶ長いリストになっている。
- (4) Securities and Exchange Commission(2016) "Certain Issues Affecting Customers in the Current Equity Market Structure", Jan 26 2016.
- (5) リテール・ホールセラーについては、清水(二〇一九)「アメリカのリテール・ホールセラーについて」『証研レポート』一七―一六号、二〇一九年一〇月。

(しみず ようこ・客員研究員)