



From the Corner of Wall Street

日本取引所グループ
ニューヨーク駐在員事務所 **セーラ・ビーム**

—連載（第5回）—

SEC、メイカー・テイカー手数料削減のパイロット・プログラムを検討中

では、今後2年程度要する見込み。

■ 1. 概要

- 2016年7月、SECの株式市場構造諮問委員会（EMSAC）は、SECに対して、米国の取引所が広く用いているメイカー・テイカーアクセス手数料モデルにおける手数料減額の効果をテストするパイロット・プログラムを推奨することを決議。
- その内容は、一定基準に該当する上場銘柄を100銘柄ずつ、4つの異なるアクセス手数料体系に分け、スプレッド、板の厚み、取引ベニュー別の流動性及び注文回送パターンの変化等の観点から、アクセス手数料減額の影響を分析することを試みるもの。
- SECのメアリー・ジョー・ホワイト委員長も、本年8月に、SECがこのようなパイロット・プログラムを年内に提案することを検討中であると述べているものの、パブリックコメントの募集やシステム対応を考慮すると、パイロット・プログラムの実施ま

■ 2. メイカー・テイカーモデルの背景

米国におけるメイカー・テイカーアクセス手数料モデル（メイカー・テイカーモデル）は、1990年代後半の電子取引市場の台頭とともに始まり、現在では米国のほとんど全ての証券取引所とその他多くの取引ベニューで用いられている。

メイカー・テイカーモデルの下では、板に残る指値注文を発注するトレーダー（メイカー）は、取引所のアクセス手数料に対してリベートを受け取るが、これらの板上の流動性に対してアクセスする成行注文や即時執行可能な指値注文を発注するトレーダー（テイカー）は、そのようリベートを受け取らない。テイカーにより支払われるアクセス手数料とメイカーに返金されるリベートの差額が、取引所／取引ベニューの取り分となるわけであ



り、さらにレギュレーションNMSのルール610に基づき、アクセス手数料の最大額として請求できる金額は、1株あたり\$0.003（100株の売買に対して30セント）とされていることから、このアクセス手数料の上限設定は、間接的に、取引所が提供するリポートのサイズを制限しているとも言える。

■ 3. メイカー・テイカーモデルの支持派と反対派

多くの市場参加者、特に取引所は、このメイカー・テイカーモデルは取引所にとって重要な競合ツールであり、これを用いることで、直接的又は間接的に、個人投資家に対してより良い価格を提供できると主張してきたこともあって、SECの株式市場構造諮問委員会（Equity Market Structure Advisory Committee：EMSAC）によるメイカー・テイカー手数料削減パイロット・プログラム（後述）の推奨案に関しては、NYSE及びNasdaqは、これがSECに対して正式に推奨される以前から、同プログラムに対する反対意見を表明していた。総じて両取引所は、取引所での売買に対する新たなインセンティブを作ること無くこの手数料モデルを放棄することは、より規制が緩く透明性が低い取引ベニューに売買が移ってしまうと主張している。

メイカー・テイカーモデルの反対派、主に機関投資家は、ブローカーと顧客間の利益相反について指摘しており、例えば、ブローカ

ーが顧客注文を回送する際に、最良価格を提供している取引ベニューではなく、最大のリベートを支払う取引ベニューに最初に回送するインセンティブを挙げている。他にも、メイカー・テイカーモデルが注文種別や市場構造の複雑化の一因であり、価格の透明性を損なわせるとの主張や、メイカー・テイカーモデルがHFTの増加に貢献したという主張もある。

これまで主要取引所は、このようなメイカー・テイカーモデルへの批判に対して、いくつかの対策を採ってきた。2014年後半、報道によると、NYSEはトレード・アット規則（注1）の導入を条件に同モデルの廃止に関心を示していたと言われている。Nasdaqは、2015年に14銘柄に対するアクセス手数料とリベートを減額する小規模なパイロット・プログラムを独自に実施し、その期間中、対象銘柄に係るNasdaqのマーケットシェアは下がったと発表した。一方、昨年BATS Global Marketsは、一定条件のもとでアクセス手数料を減額することに賛同する公開書簡を発表している。

■ 4. メイカー・テイカー手数料削減パイロット・プログラム

2016年4月、EMSACのレギュレーションNMS小委員会は、時価総額が30億ドル超の上場会社が発行する株式等に対するアクセス手数料とリベートを大幅に減額する2年間のパイロット・プログラムについてまとめたメ



モを公表。同年7月、ESMACは、当該パイロット・プログラムをSECに推奨することを決議した。当該パイロット・プログラムの概要は以下のとおり。

(1) パイロット・プログラムの構成詳細

a. パイロット・プログラムの対象銘柄

時価総額30億ドル超の普通株とETFを対象に、無作為で抽出した100銘柄4セット（合計400銘柄）とする。測定期間の最初の3ヶ月間は、限定的に各セット10銘柄でスタートし、以降は全パイロット・プログラム対象銘柄に拡大する予定。

b. アクセス手数料の上限額

上の基準によって抽出された銘柄を、アクセス手数料が異なる以下の4つの「バケット」に分ける。なお、レギュレーションNMSのルール610(c)が及ぶ全ての気配を対象とする。

- (a) バケット1：アクセス手数料変更なし
- (b) バケット2：手数料上限額は\$0.0020
- (c) バケット3：手数料上限額は\$0.0010
- (d) バケット4：手数料上限額は\$0.0002

c. 期間

2年間

d. レギュレーションNMSルール610の留意事項

当該パイロット・プログラムは保護クォートに適用されるが、それ以外の板の厚み部分の気配には適用されない。また、逆メイカー・テイクモデルの取引ベニュー^(注2)を対象とせず、ATSにも直接適用されることは

ない。

(2) 目標及び測定項目

気配スプレッド、板の厚み、注文回送パターン、取引所における隠れた流動性と表示された流動性の比率及び発注パターンの観点から、流動性メイカーに係るアクセス手数料減額のインパクトを測定する。加えて、取引所と取引所外での売買比率、注文回送パターン、価格への影響、スリッページ／実現スプレッド^(注3)及び売買高の観点から、流動性テイクに係るアクセス手数料減額のインパクトを測定する。

(3) その他の留意事項

- 万が一、いずれかの測定項目に大きな悪化が見られた場合には、早期に当該パイロット・プログラムを終了できるように、継続的にモニタリングを実施する。また、定期的（6ヶ月毎）なデータ報告を求める。
- 当該パイロット・プログラムではリベートを禁じておらず、また、逆メイカー・テイクモデルの取引ベニューにも適用されないことから、当該パイロット・プログラムの実施による市場の行動パターンの変動がそのアウトプットの価値を失するような展開にならないように、以下の項目等に関してモニタリングを行う。
 - 逆メイカー・テイクモデルの取引ベニュー／ATSに対して、極めて大きなオーダー・フローの移行が見られる



かどうかをモニタリングする。

- 新たな逆メイカー・テイカーモデルのプライシングスキームについては、承認のモラトリアム期間を設定する。
- アクセス手数料の変更のインパクトを効果的に測定するために、EMSACとしては、当該パイロット・プログラムにトレード・アット規則の条項が含まれるべきとは考えていない。
- EMSACとしては、パイロット・プログラムの対象にETFが含まれることを奨励する。

■ 4. 今後の予定等

EMSACによる推奨には拘束力がないことから、今後SECとしてパイロット・プログラムに正式に着手することを決める必要がある。SECのメアリー・ジョー・ホワイト委員長は、2016年8月2日のEMSACの会合において、「SECは年内に、アクセス手数料削減のパイロット・プログラム提案を検討することを見込んでいる」と述べた。しかし、SECが今年中に正式なパイロット・プログラム実施を提案するとしても、パブリックコメントの募集期間や必要なテクノロジーの変更などを考慮すると、パイロット・プログラムの実施までにおそらく2年程度要することが見込まれている。

価格の改善が無い場合は、取引所外の取引ベニューではなく、取引所における売買を強制する規則のこと。

(注2) メイカーに手数料を科し、テイカーにリベートを支払う取引ベニューのこと。

(注3) 約定見込み価格と実際の約定価格のスプレッドのことを指す。

[出典]

- <https://www.sec.gov/spotlight/emsac/memo-maker-taker-fees-on-equities-exchanges.pdf>
- <https://www.sec.gov/spotlight/emsac/recommendation-access-fee-pilot.pdf>
- <https://www.sec.gov/comments/265-29/26529-67.pdf>
- <http://cdn.batstrading.com/resources/newsletters/OpenLetter010615.pdf>
- http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/98/98718_accessfeereporttwo.pdf
- <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-04-26/nyse-joins-nasdaq-in-assailing-plan-to-overhaul-trading-fees>
- <http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-11-04/nasdaq-omx-to-test-lower-u-s-stock-exchange-trading-fees>
- <http://www.wsj.com/articles/BT-CO-20160802-709062>
- <http://www.wsj.com/articles/intercontinental-exchange-proposing-major-stock-market-overhaul-1418844900>
- <http://www.pionline.com/article/20150713/PRINT/307139986/managers-push-sec-for-limits-on-brokers-maker-taker-rebates>
- <https://www.ft.com/content/2c1f514c-2267-11e6-aa98-db1e01fab0c>



(注1) 取引所外の取引ベニューにおいて目に見える