

## 第6章 株式流通市場

### I 全米市場システム (NMS)

1. NMS の概要 NMS (National Market System) はアメリカの主要株式市場を緩やかに連結し、各市場間での競争を喚起して、より効率的な株式市場を目指すというコンセプト、あるいはこの仕組みの総称を指し、わが国では全米市場システムという訳語が定着している。NMS の法的根拠は1975年証券諸法改革法であるが、条文ではNMSはより良い証券市場を作り出すための手段として位置付けられており、NMSの構築は証券取引委員会 (SEC) に権限が委譲されると規定されているに過ぎない。

NMS 導入の背景には1960年代に生じた「市場の分裂」があり、NMSはその解決策として導入されることになった。市場の分裂とはニューヨーク証券取引所 (NYSE) の固定手数料制を回避するために機関投資家が地方証券取引所や第三市場 (NYSE 非会員業者による店頭取引市場) で取引を行い、NYSE 上場銘柄の流動性が分散し、取引価格も異なる事態が生じたことを指す。これに対して、SECは1975年に1934年証券取引所法規則19b-3を採択し、証券取引所が会員に固定手数料の徴収を義務づけることを禁止した (メーデー)。市場の分裂は固定手数料制の撤廃で回避される方向へ向かったが、固定手数料制とともに独占禁止法の適用除外とされてきた会員業者に対する市場集中義務や市場情報の外部への提供禁止といった規則に対する批判も高まり、各市場間の競争を促進することが求められた。そこで、議会とSECが採用したのがNMSであり、他国に類を見ないユニークな仕組みがアメリカでは導入された。

NMSは市場間競争の促進を通じて市場の効率性を高めることを目的としているが、この市場間競争は市場の分裂を回避する仕組みによって担保されてきた。具体的には、各市場での取引情報を統合して提供するCTS (総合取引通報システム)、各市場での最良気配を統合して提供するCQS (総合気配表示システム)、より良い気配を表示している市場へ注文を回送するITS (市場間取引システム) という3つのシステムが一体となって市場の分裂を防止しており、この3つのシステムからなる仕組みそのものがNMSと呼ばれることもある。

## 1934年証券取引所法第11A条（証券の全米市場システムおよび証券情報処理業者）

- (a) (1) 議会は次のことを確認する。
- (A) 証券市場は、保持されかつ強化されるべき重要な国家の財産であること。
- (B) 新しい情報処理および伝達の技術は、より有効かつ効率的な市場運営の機会を創り出すものであること。
- (C) 次のことを確保することは公益に合致し、かつ投資者保護および公正で秩序ある市場の維持のために適当であること。
- (i) 証券取引の経済上効率的な執行、
- (ii) ブローカーおよびディーラー間、取引所市場間および取引所市場と取引所市場以外の市場間の公正な競争、
- (iii) 証券の気配相場（quotations）および取引に関する情報のブローカー、ディーラーおよび投資者による利用可能性、
- (iv) 投資者の注文を最善の市場で執行することについてのブローカーの実行可能性、および
- (v) (i)および(iv)の規定に矛盾することなく、投資者の注文がディーラーの関与なく執行される機会。
- (D) 適格証券についてのすべての市場を通信および情報処理施設を通じて結合することは、効率を促進し、競争を高め、ブローカー、ディーラーおよび投資者に利用可能な情報を増大させ、投資者の注文を相互に対応させることを容易にし、かつ当該注文の最善の執行に貢献すること。
- (2) 委員会は、(1)号に定める確認事項に合致しかつその目的を遂行するための証券の全米市場システム（national market system——取引上特殊な性格をもつ特定種類の証券についての補助的な制度を含むことができる）の確立を容易にするため、公益・投資者保護および公正で秩序ある市場の維持に正当な配慮を払いつつ、本法にもとづくその権限を行使することを指示される。

## NMS 以前における NYSE 上場銘柄の取引所外取引

(単位: %)

	地方証券取引所		第三市場		合計	
	株数	取引額	株数	取引額	株数	取引額
1945年	6.2	7.4	…	…	6.2	7.4
1965	10.1	12.1	2.7	3.4	12.8	15.5
1966	11.1	13.3	2.6	2.9	13.7	16.2
1967	10.8	13.0	2.9	3.3	13.7	16.3
1968	11.7	14.0	3.6	4.2	15.3	18.2
1969	12.1	14.5	4.9	5.5	17.0	20.0
1970	14.2	17.0	6.5	7.8	20.7	24.8
1971	14.7	17.7	7.0	9.3	21.7	27.0

〔出所〕 佐賀卓雄 [1991], 『アメリカの証券業 - 変貌過程と規制緩和』 東洋経済新報社, 56頁。

**2. 市場情報の統合** 総合取引通報システム CTS (Consolidated Tape System または Consolidated Trade Reporting System) は各市場での取引情報を統合し、直前の取引価格と取引数量、取引市場を周知することによって他の市場での価格よりも不利な価格で取引が行われるのを防止することを目指して導入された。1975年6月にNYSE 上場銘柄 (ネットワークA)、1976年3月にアメリカン証券取引所 (AMEX) および地方証券取引所単独上場銘柄 (ネットワークB) を対象としてCTSは稼動し、1982年6月からはナスダック登録銘柄 (ネットワークC) にも段階的に導入されている。

市場情報の統合はCTSが提供する取引情報だけでは不十分であり、各市場の最良気配と注文数量がわからなければどの市場へ注文を出せば最も有利な価格で取引できるかはわからない。1971年2月に稼動したナスダック (National Securities Dealers Automated Quotations System の略) はもともとマーケットメーカーによる非上場銘柄の気配値を集約して表示するシステムであったが、1977年1月からはマーケットメーカーによるNYSE 上場銘柄の気配値の公表も開始した。そして、1978年8月にはNYSEとAMEXがそれぞれの最良気配の公表をはじめたのが総合気配表示システムCQS (Consolidated Quotation System) であり、CTSと同様、ネットワークA、ネットワークB、ネットワークCごとに、各市場間の気配値情報の統合も行われるようになった。

CTSもCQSもSECの目指すNMSの実現のために市場情報の統合を行う仕組みであるが、これらはSECがすべて計画して系統立てて導入されたわけではない。すでに存在していた機関を利用して行われたため、ネットワークAとネットワークBの取引情報と気配情報は1971年7月にNYSEが3分の2、AMEXが3分の1を出資して設立した証券業オートメーション株式会社 (SIAC) を通じて配信され、ネットワークCの取引情報と気配情報は1971年2月に稼動したナスダックを通じて配信されていたが、取引所上場銘柄に匹敵するナスダックNMS銘柄に対して取引所による非上場取引特権 (UTP) が認可されたことによってナスダックNMS銘柄の取引情報と気配情報はSIACを通じて各取引所にも配信されることになった。そして、利用者が支払う市場情報料の分配も3つのネットワークごとに別々に各市場間で行われている。

## CTS で公表された NYSE 上場株式の市場シェア

	NYSE	PCX	CHX	PHLX	BSE	NSX	NASD	CBOE	合計株数 (1,000株)
1976年	85.3%	3.4%	4.1%	1.4%	0.7%	0.5%	4.5%	0.0%	6,281,008
1977年	85.7%	3.3%	4.3%	1.3%	0.7%	0.8%	3.8%	0.0%	6,153,173
1978年	88.4%	2.9%	4.0%	1.5%	0.6%	0.2%	2.3%	0.0%	8,147,569
1979年	88.1%	3.2%	3.9%	1.7%	0.6%	0.4%	1.9%	0.0%	9,254,044
1980年	87.8%	3.0%	4.5%	1.6%	0.5%	0.4%	2.1%	0.0%	12,935,607
1981年	86.7%	3.3%	5.1%	1.6%	0.5%	0.3%	2.3%	0.0%	13,679,194
1982年	85.7%	3.5%	5.7%	1.6%	0.5%	0.3%	2.5%	0.0%	19,203,590
1983年	85.1%	3.2%	6.4%	1.6%	0.7%	0.2%	2.6%	0.0%	25,362,458
1984年	84.0%	3.2%	6.8%	1.7%	1.0%	0.2%	2.9%	0.0%	27,455,178
1985年	83.4%	3.5%	7.0%	1.6%	1.3%	0.2%	2.9%	0.0%	32,988,595
1986年	84.0%	3.6%	6.3%	1.6%	1.4%	0.4%	2.6%	0.0%	42,478,164
1987年	86.2%	3.0%	5.7%	1.4%	1.3%	0.4%	1.9%	0.0%	55,472,855
1988年	86.2%	2.8%	5.6%	1.3%	1.3%	0.5%	2.2%	0.0%	47,390,121
1989年	84.1%	3.1%	5.6%	1.8%	1.6%	0.5%	3.2%	0.0%	49,794,547
1990年	82.9%	3.0%	4.9%	1.9%	1.7%	0.7%	4.8%	0.0%	48,188,072
1991年	82.3%	3.3%	4.5%	1.6%	1.7%	0.7%	5.8%	0.0%	55,294,745
1992年	81.7%	3.0%	4.4%	1.7%	1.5%	1.0%	6.6%	0.0%	63,064,667
1993年	81.9%	2.5%	4.1%	1.5%	1.3%	1.3%	7.4%	0.0%	81,926,892
1994年	82.8%	2.1%	3.6%	1.4%	1.2%	1.5%	7.3%	0.0%	88,870,770
1995年	82.1%	2.2%	3.4%	1.3%	1.3%	1.7%	7.9%	0.0%	106,554,583
1996年	82.9%	2.1%	3.1%	1.2%	1.2%	1.4%	8.1%	0.0%	126,340,065
1997年	83.7%	1.9%	3.4%	1.0%	1.1%	1.2%	7.7%	0.0%	159,451,717
1998年	83.4%	1.7%	4.0%	0.8%	1.4%	0.9%	7.9%	0.0%	203,727,877
1999年	82.5%	1.7%	4.2%	0.7%	1.6%	0.9%	8.4%	0.0%	247,453,423
2000年	82.9%	1.1%	4.3%	0.7%	1.5%	1.2%	8.3%	0.0%	316,760,429
2001年	82.5%	0.1%	3.9%	0.4%	2.1%	0.5%	10.4%	0.0%	369,981,137
2002年	82.0%	0.2%	3.9%	0.5%	2.2%	0.5%	10.8%	0.0%	438,989,082
2003年	79.5%	0.5%	3.8%	0.5%	1.8%	0.8%	13.1%	0.0%	439,595,022
2004年	79.3%	1.2%	2.0%	0.4%	1.3%	2.1%	13.7%	0.0%	460,529,715
2005年	79.3%	n.a.	1.8%	0.3%	0.8%	0.8%	17.1%	0.0%	523,505,400
2006年	72.2%	n.a.	1.4%	0.1%	0.3%	0.6%	25.2%	0.0%	635,063,500
2007年	62.4%	n.a.	0.6%	0.1%	0.2%	0.5%	35.6%	0.0%	853,135,500
2008年	51.8%	n.a.	0.5%	0.1%	0.0%	3.6%	42.4%	0.1%	1,274,540,000

(注) NYSE: New York Stock Exchange (Crossing Session 2 および NYSE ARCA を含む), PCX: Pacific Exchange, CHX: Chicago Stock Exchange, PHLX: Philadelphia Stock Exchange, BSE: Boston Stock Exchange, NSX: National Stock Exchange, NASD: National Association of Securities Dealers (NASDAQ を含む), CBOE: Chicago Board Options Exchange  
 [出所] NYSE ホームページより作成。

**3. 市場間の注文回送システム** 市場情報の統合によって各市場の最良気配と注文数量がわかっていても、その市場へ注文を回送できなければ市場が統合されているとは言えない。ところが、各取引所には会員権があり、会員権を持つ者にしか注文の発注は許されていない。SECは価格優先・時間優先に基づいてCQSで最良気配を表示している市場への注文回送を求めたが、会員権の存在意義がなくなるという取引所の反対によって、各取引所間で人手を介して価格優先のみに基づいて注文回送を行う仕組みが導入されることになった。

1978年4月にNYSEとフィラデルフィア証券取引所(Phlx)の間で11銘柄のNYSE上場株式を対象として市場間注文回送システムITS(Intermarket Trading System)は稼動し、その年半ばにはパシフィック取引所(PCX)、ボストン証券取引所(BSE)、ミッドウエスト証券取引所(現シカゴ証券取引所CHX)、AMEXもITSに接続した。そして、1981年2月にはITSに批判的であったシンシナティ証券取引所(現ナショナル証券取引所NSX)、1982年5月には取引所が参加を拒んできた店頭市場ナスダックもITSに連結され、1991年2月にはシカゴ・オプション取引所(CBOE)もITSに参加することになった。

ITSはCQSで最良気配が公表されている市場を結ぶことが目的であり、CQSを運営しているSIACがITSの運営に当たっているが、取引対象はネットワークAとネットワークBのみであり、ネットワークCのナスダック銘柄は取引対象にはなっていない。これはナスダックにアクセスするための障害が小さいこと、取引所がナスダック銘柄の取引に関心を示してこなかったこと等によるものである。また、CQSを提示するすべての市場がITSでカバーされているわけではなく、1997年にオーダー・ハンドリング・ルールが導入された後も当該証券の直近四半期の取引シェアが1%未満のマーケットメーカーはITSへの接続を強制されてはいない。

ITSを通じた取引は拡大を続けたが、取引所市場全体に占める比率は5%に満たない。取引対象の多くはネットワークAのNYSE上場株式であり、しかも地方証券取引所からNYSEへの注文回送に使われており、NYSEから他の市場への注文回送は少ない。したがって、ITSを通じた市場間競争という目的は注文回送量で見ると、達成されたとはいいがたい。

## ITS を通じた取引

	適 格 銘柄数	取引株数	取引件数	1 件当り 株 数	対 NYSE 上場 株式全市場取 引株数比	対 NYSE 上場 株式全市場取 引件数比
1978年	300	42,302,100	67,918	623	0.7%	0.6%
1979年	687	209,374,800	354,624	590	2.3%	2.9%
1980年	884	396,181,200	725,613	546	3.1%	4.7%
1981年	947	542,601,500	925,737	586	4.0%	6.5%
1982年	1,039	825,812,700	1,188,298	695	4.3%	7.4%
1983年	1,120	1,038,319,400	1,428,149	727	4.1%	7.4%
1984年	1,160	1,187,124,900	1,367,271	868	4.3%	8.0%
1985年	1,288	1,428,680,000	1,478,420	966	4.3%	7.5%
1986年	1,278	1,827,183,700	1,951,026	937	4.3%	7.5%
1987年	1,537	2,177,965,500	2,168,875	1,004	3.9%	7.1%
1988年	1,816	1,929,359,400	1,788,394	1,079	4.1%	7.4%
1989年	2,082	2,310,554,600	2,032,368	1,137	4.6%	7.1%
1990年	2,126	2,377,469,900	2,212,249	1,075	4.9%	7.6%
1991年	2,306	2,533,367,100	2,522,586	1,004	4.6%	6.3%
1992年	2,532	2,731,948,800	2,585,585	1,057	4.3%	5.5%
1993年	2,922	2,906,501,300	2,673,468	1,087	3.5%	4.1%
1994年	3,293	2,800,919,100	2,680,613	1,045	3.2%	3.9%
1995年	3,542	3,070,636,100	2,749,675	1,117	2.9%	3.3%
1996年	4,001	3,231,379,900	2,902,079	1,113	2.6%	2.8%
1997年	4,535	3,903,632,300	3,556,413	1,098	2.4%	2.6%
1998年	4,844	4,570,391,000	4,298,156	1,063	2.2%	2.4%
1999年	5,056	5,447,666,300	4,867,504	1,119	2.2%	2.1%
2000年	4,664	7,100,396,800	6,040,863	1,175	2.2%	2.0%
2001年	4,575	8,439,319,300	7,372,656	1,145	2.3%	1.8%
2002年	4,718	12,609,182,108	9,498,882	1,327	2.9%	1.5%
2003年	4,808	16,147,522,400	11,738,857	1,376	3.7%	1.5%
2004年	5,041	17,872,896,600	13,439,741	1,330	3.9%	2.5%

(注) 2005年3月以降の数字は入手できていない。

[出所] NYSE ホームページより作成。

4. **トレード・スルー規則** 市場情報を提供する CTS と CQS に加え、市場間の注文回送手段である ITS が導入されたことにより、NYSE や AMEX に上場されている株式の取引市場は統合されることになった。しかし、ITS は人手を介する注文回送手段であり、しばしば CQS 上の最良気配でない価格で注文執行が行われていること（トレード・スルー）が明らかになった。そこで、SEC は1981年4月に他市場での最良気配よりも劣る価格での注文執行を禁止するとともに、この規則が破られた場合の事後処理の手続きを定めた（トレード・スルー規則）。

トレード・スルーが生じ、それに対して速やかに苦情が出された際に、トレード・スルーの原因となった取引の売り方と買い方が業者の自己売買注文である場合には、その取引は取り消され、その取引情報も CTS から除外される。他方、苦情を受けた取引の売り方または買い方のどちらか一方が顧客の委託注文である場合には、次の2つの方法のいずれかが採られる。第1の方法は、トレード・スルーされた売り気配または買い気配を提示している他市場の注文をその価格ですべて執行するというものであり、第2の方法はトレード・スルーをおこした取引の両当事者がトレード・スルーの生じない価格による取引に訂正し、訂正価格を CTS へ報告するというものである。

なお、トレード・スルー規則は100株（最小取引単位株数）の気配値には適用されず、地方証券取引所の自動気配生成装置（Autoquote）は100株を超える注文の気配生成には用いないよう要請されているので、Autoquote を利用した気配にはトレード・スルー規則は適用されないことになっている。

また、1982年5月にナスダックが ITS に接続された際、店頭市場のマーケットメーカーには業者の注文を執行してトレード・スルーが生じた場合にも、取引所市場において顧客の注文がトレード・スルーをおこした場合と同様の措置が認められ、①取引を取り消し、その取引情報も CTS から除外する、②トレード・スルーされた気配を提示している他市場の注文をその価格ですべて執行する、③トレード・スルーの生じない価格に取引を訂正し、訂正価格を CTS へ報告する、という3つの方法の選択が認められた。ただし、取引所上場株式のみが ITS の対象となっていることから、取引所上場株式以外にはマーケットメーカーに限らず、トレード・スルー規則は適用されていない。

## 市場別 ITS 参加率

	1978年 11月	1979年 11月	1980年 11月
AMEX	1.4%	2.4%	4.4%
BSE	11.5%	9.9%	10.8%
MSE	26.3%	29.1%	30.1%
NYSE	89.1%	89.5%	91.6%
PSE	54.1%	49.8%	47.7%
PHLX	18.5%	19.3%	15.5%

## トレード・スルー比率

	1銘柄当りの トレード・ スルー 件数 (A)	1銘柄当りの 売買件数 (B)	トレード・ スルー 比率 (A)/(B)
1978年12月4-8日	1.29	274	0.47%
1979年5月7-11日	0.77	256	0.30%
1980年1月14-18日	3.38	347	0.97%
1980年10月13-17日	2.18	294	0.74%

(注) 売り方と買い方を含むため合 〔出所〕 SEC, *A Monitoring Report on the Operation of the Intermarket Trading System*, February 1981  
計は200%。

〔出所〕 右表と同じ。

## ITSコミットメントの平均応答時間：執行

件数	AMEX	BSE	MSE	NYSE	PSE	PHLX	全市場
0～19.9秒	1	207	134	0	229	211	782
20～29.9秒	4	100	170	0	282	125	681
30～39.9秒	11	24	14	15	47	32	143
40～49.9秒	29	5	4	172	4	8	222
50～59.9秒	30	2	0	349	1	3	385
60～69.9秒	9	1	0	142	0	0	152
70～79.9秒	3	0	0	25	0	1	29
80～89.9秒	1	0	0	3	0	0	4
90～99.9秒	1	0	0	2	0	1	4
100秒以上	0	0	0	0	0	0	0
合計	89	339	322	708	563	381	2,402
平均(秒)	47.5	18.6	20.3	53.0	19.3	21.6	40.1

(注) 1980年10月のデータによる。

〔出所〕 上表と同じ。

## ITSコミットメントの平均応答時間：手作業による取り消し

件数	AMEX	BSE	MSE	NYSE	PSE	PHLX	全市場
0～19.9秒	0	79	97	0	150	171	497
20～29.9秒	8	84	148	15	155	117	527
30～39.9秒	24	47	31	132	75	32	341
40～49.9秒	13	15	9	220	24	5	286
50～59.9秒	5	7	2	144	4	7	169
60～69.9秒	2	3	1	41	2	3	52
70～79.9秒	2	0	2	19	1	1	25
80～89.9秒	1	0	0	5	1	1	8
90～99.9秒	0	1	0	1	0	1	3
100秒以上	0	1	0	4	1	1	7
合計	55	237	290	581	413	339	1,915
平均(秒)	38.7	25.9	23.1	45.4	21.7	23.1	36.4

(注) 1980年10月のデータによる。

〔出所〕 上表と同じ。

5. PTS 1970年代後半から1980年代前半にかけてのCTS, CQS, ITSの導入以後、各市場のシェアに大きな変化は見られなかった。むしろ、ITSから漏れていたナスダック銘柄の取引拡大が1980年代の特徴と言えよう。ところが、1980年代後半から取引所やナスダックといった従来の市場とは異なる市場が注目を浴びることになり、これらは公的なものではないという意味でPTS (Proprietary Trading System) と呼ばれるようになった。

PTSは取引所類似施設であり、顧客の注文を執行する場であるが、電子的な取引システムを採用し、立会場を持たないほか、顧客を機関投資家やブローカー／ディーラーに限ることによって、自主規制機関としての規制を回避することに成功していた。多くのPTSは顧客注文を取り次ぐブローカー／ディーラーとしてSECからノー・アクション・レターを受け、中には登録免除取引所として規制を免除されて取引所を名乗るものもあった。このように、SECがPTSを厳しく規制するのではなく、従来にないサービスの提供者として保護した背景には、情報通信技術の進歩や顧客の要望をいち早く取り入れた競争相手の参入によって既存市場にサービスの向上を強いる意向があったものと考えられる。

1994年にSECが公表した報告書『マーケット2000』によれば、1993年前半でNYSE上場株式の1.40%、ナスダックNMS銘柄の13.46%がPTSで取引されており、ナスダック市場においてPTSはすでに無視できない存在となっていた。ただし、ナスダック市場は取引所と違い、ナスダックで取引が行われるのではなく、ナスダックを通じて複数のマーケットメーカーが取引している市場であって、SECの要請にもかかわらず、顧客の注文どうしが付け合せられる仕組みを持たなかったことが関わっていたようである。

当時のPTSの代表的なものとしては、機関投資家どうしの交渉余地を取り入れて1969年に開設された老舗のインスティネット、顧客の大口注文やバスケット注文を決められた時間に取引所の価格で執行するクロッシング・システムのPOSIT、独自のアルゴリズムで顧客の注文を価格優先・時間優先で定時にマッチングするアリゾナ証券取引所などがあった。これらのPTSはいずれも従来の市場が提供していなかったサービスを提供することで注目を集め、既存市場も対抗上、多くの仕組みを取り入れることになった。

## NYSE 上場銘柄と NASDAQ/NMS 銘柄の市場別売買高分布 (1993年上期)

	1日平均売買高 (100万株)	1日平均売買 高のシェア (%)	1日平均 取引件数 (件)	1日平均取引 件数のシェア (%)
NYSE 上場銘柄*				
NYSE				
レギュラー・アワー	264.8	78.53	186,410	70.48
クロッシング・セッション I	0.2	0.06		
クロッシング・セッション II	4.4	1.30		
地方取引所	34.3	10.17	52,699	19.92
BSE	4.2	1.25	6,941	2.62
CHX	13.1	3.88	16,202	6.13
PHLX	4.8	1.42	7,609	2.88
PSE	8.4	2.49	15,602	5.90
CSE	3.8	1.13	6,345	2.40
CSEを除く全地方取引所	30.5	9.05	46,354	17.53
第三市場				
レギュラー・アワー	19.6	5.81	24,847	9.39
アフターアワー	0.9	0.27		
PTS				
レギュラー・アワー**	3.6	1.07	543	0.21
PTS アフター・アワー	1.1	0.33		
NYSE 会員による海外取引				
プログラム取引	5.9	1.75		
OTC (非プログラム取引)	1.7	0.50		
海外取引所(非プログラム取引)	0.7	0.21		
合計	337.2	100.00	264,499	100.00
NASDAQ/NMS 銘柄***				
NASDAQ				
レギュラー・アワー	206.8	86.13	111,078	90.24
アフター・アワー	1.0	0.42	200	0.16
PTS				
レギュラー・アワー	31.9	13.29	11,812	9.60
アフター・アワー	0.4	0.17		
合計	240.1	100.00	123,090	100.00

\*表中の数字は1993年上半期の売買高である (125取引日)。海外の非プログラム取引のみ1993年5月から7月までの1日平均売買高。機関投資家の直接取引の場である第四市場は含まない。

\*\*レギュラー・アワーとはNYSEの取引時間中を指す。アフター・アワーとはNYSEの取引時間外の執行を指す。

\*\*\*表中の数字は1993年上半期の売買高である (125取引日)。NASDAQ インターナショナルはこの期間中1日平均16,744株の取引しかなかったため別項目をたてなかった。

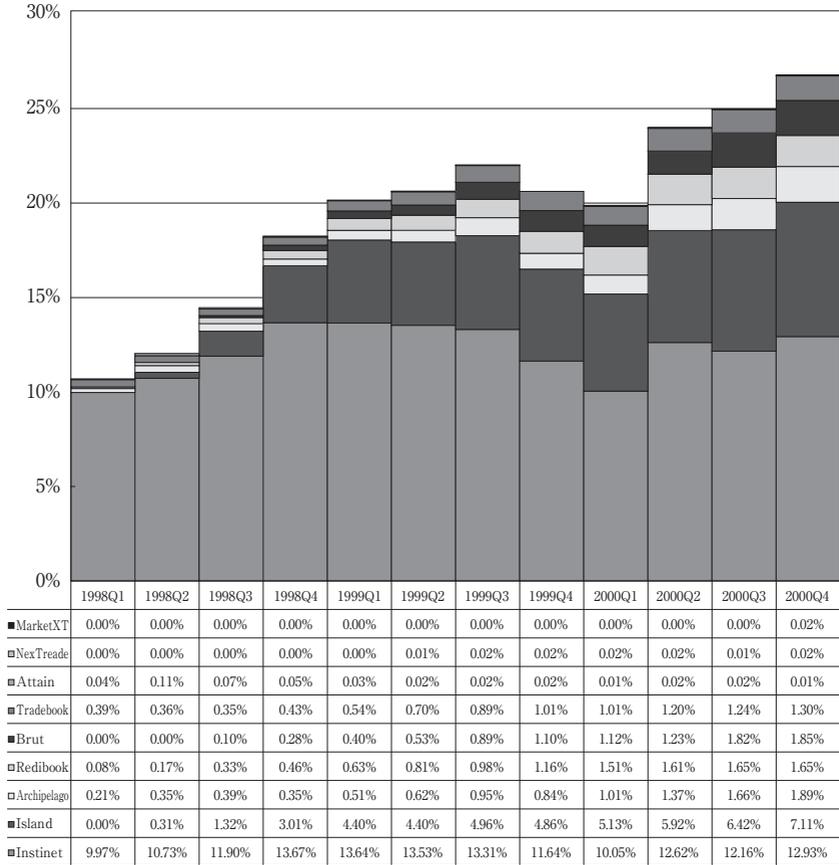
[出所] SEC [1994], *Market 2000; An Examination of Current Equity Market Developments*, January.

6. ECN 1994年にナスダックの気配には奇数が少ないという学術論文の指摘から始まったマーケットメーカー談合疑惑は談合に加わらないマーケットメーカーに対する報復などが立証され、1996年にはナスダックの監督を行う別会社の設立とともにオーダー・ハンドリング・ルール（OHR）が制定され、1997年から施行されることになった。OHRは気配ルールと表示ルールの2つからなり、気配ルールではマーケットメーカーがナスダックに接続していない市場にナスダックで自らが提示する気配よりも有利な価格を提示することを禁じるものである。他方、表示ルールは自らが提示する気配よりも優れた指値注文を受けたマーケットメーカーは、①その価格で自ら執行する、②自らの気配をその価格に変更する、③他のマーケットメーカーに回送する、④ナスダックに接続されたECNに回送する、のいずれかの実行を定めたものである。

ECN（Electronic Communications Network）という名称は一部のPTSが他のPTSとの差別化をはかるために用いたものであるが、OHRの中で自動執行機能を持つオークション市場として定義されたことにより、1997年1月からはナスダックが登録要件としてECNを認可することになった。ECNは取引所と同じオークション市場であるが、すべてがコンピュータで処理されるために執行時間が早いこと、厳しい規制を回避しているので利用料が安いことなどが特徴となっている。ただし、取引のコンピュータ処理はヨーロッパや日本では取引所が行っており、ECNの特徴とはなりえないはずであるが、アメリカではNYSEやナスダックで注文執行のコンピュータ化が回避されてきたので、執行時間の速さがECNの特徴として定着することになった。

当初、ECNはナスダックのマーケットメーカーが顧客との間で生じたポジション解消のため、ナスダックに接続されず、ECN参加者以外には知られない「隠れた市場」として利用されていたが、注文板を持たないナスダックで指値注文を出せる市場として注目され、1997年のOHR施行後にはナスダックのマーケットメーカーが顧客の指値注文の回送先として利用するようになった。そして、1999年にレギュレーションATSが施行され、ECNの気配値が公表され、ナスダックと接続されたことにより、ECNはさらに成長することになった。ただし、取引所上場株式会社ではECNの取引はそれほど伸びておらず、ECNの成長はナスダック市場の欠陥を原因とするものであった可能性もある。

ECN のナスダック銘柄取引高シェア（株数）の推移



(注) Instinetの1998年から2000年第2四半期までは推計値。

〔出所〕 Salomon Smith Barney, "The New World of Electronic Trading: The Missing Links," March 22, 2001.

7. レギュレーション ATS 取引所類似施設である PTS の成長を容認してきた SEC も1997年5月に『取引所規制』と題するコンセプト・リリースを発行し、PTSに対する規制についてコメントを求めた。その際、PTSという名称に変えて ATS (Alternative Trading System) という名称を用い、その一部として ECN を定義した。すなわち、証券の注文を組織的に付け合せるという点では証券取引所と同じ機能を果たしているが、取引所登録を行わず、自主規制機能を果たしていない取引の場を ATS と定義し、このうち内生的な価格発見機能を持つものを ECN と定義した。

ATS に対する従来の規制の問題点としては、①多くの ATS は参加者を一部の業者と機関投資家に限定しており、公平な市場へのアクセスを標榜する NMS の理念に反する、② ATS は気配情報や注文回送において他の市場と接続していないので隠れた市場となる、③ ATS は取引所と変わらない市場機能を果たしながら市場監督義務を負わず、市場運営者としては競争相手である NASD (全米証券業協会) の規制下に置かれている、④価格暴落時の対処方法やシステム容量を確保するための規定が存在しないことが挙げられていた。

1998年12月に発表されたレギュレーション ATS では、ブローカー／ディーラー登録を行い、自主規制機関の会員となること、システムの運営開始・変更・停止等を SEC に届け出ること、日々の取引記録・参加者記録・参加者への通知等の記録を保持すること、四半期ごとに取引高等を報告すること、顧客の取引情報の秘密保持や内部的な利益相反防止のための措置をとることが ATS に義務付けられた。そして、取引高が一定以上の ATS は自主規制機関の気配表示システムに最良気配を公開した上で、外部からのアクセスを認めて NMS に参加することも義務付けられた。さらに、より取引高の大きな ATS は参加認定基準を作成し、この基準によらない参加拒否が禁じられ、システム容量や安全性について取引所並みの措置をとることが追加的に義務付けられた。

レギュレーション ATS では、取引高の小さな ATS には従来と変わらない緩やかな規制が課されるが、取引高の大きな ATS には自主規制領域を除けば取引所に近い厳しい規制が課されることになり、ATS を大目に見てきた SEC の姿勢に変化が現れた。そして、アーキペラゴやアイランドといった ECN は SEC に取引所認可申請を出す道を選択することになった。

## ATS規制の概要

## 1. 二段階構造の規制

- (1) 証券取引所の定義解釈を拡大し、市場としての機能を果たすものは（ATSも含め）すべて証券取引所とする。
- (2) 証券取引所の定義に免除規定を設け、別途定める「レギュレーションATS」に従う場合は取引所登録を免除する（取引所登録を行うか否かは実質的に市場運営者が選択可能）。

## 2. 取引所定義解釈の拡大：34年証券取引所法第3条(a)(1)の証券取引所の定義の解釈を拡大、市場機能を果たすものはすべて取引所とする。

規則3b-16：組織、社団、個人の団体であって、次の条件を満たす場合、証券取引所法第3条(a)(1)で定める（中略）証券取引所とみなされる。すなわち、そうした組織、社団、個人の団体が、(1)複数の売手と買手の注文を集め、かつ、(2)確立された裁量性のない方法によって（取引施設を提供するのであれば、取引規則を定めるのであれ）、そうした注文が相互交渉され、注文を出した売手と買手が取引条件の合意に達する。

## 3. 取引所定義からの免除

新規則3a1-1：ATSがレギュレーションATSにしたがう場合には取引所の定義から免除する。

## 4. ATSの定義：取引所の定義にあてはまり、自主規制機能を果たさない市場をATSとする。

規則300(a)：代替的取引システムとは、組織、社団、個人、個人の集団またはシステムであって、(1)証券の売り手と買い手を集めるか、その他の方法で証券に関して通常証券取引所法3b-16で言う証券取引所の果たす機能を果たす市場もしくは施設を開設・維持もしくは提供するシステムであり、(2)そうした組織、社団、個人、個人の集団またはシステムにおける参加者の行為以外の行為を監督（govern）する規則を制定せず、取引から除外する以外の罰則を設けないもの。ただし、(a)単に他の執行システムへ注文を回送システム、(b)単一のディーラーの気配システムは除外される。

## 5. レギュレーションATSの規定：取引所登録を行わずATSとなったものには取引高が大きいものほど厳しい規制が課される。

- ① ブローカー・ディーラー登録を行う。
- ② 運営開始、運営停止、運営に関する変更事項等についてSECへの届出を行う。
- ③ SECや自主規制機関の行う検査・監督に対して協力する。
- ④ 日々の取引状況・参加者の記録・参加者への通知等に関する記録保持義務を果たす。
- ⑤ 4半期ごとの取引高等の報告義務を果たす。
- ⑥ 顧客の取引情報の機密保持、内部的な利益相反防止のための措置をとる。
- ⑦ 取引所にあたる名称を用いることを禁止。
- ⑧ 1日平均取引高が総取引高の5%を超える場合、自主規制機関の気配システムに、最良気配を開示し、開示している気配については自主規制機関の会員に対してシステム参加者と同等の条件で執行機会を与える。手数料に関しても不平等な扱いをしない。
- ⑨ 1銘柄でも1日取引高が総取引高の20%を超える場合には、参加認定基準を確立し、不正な参加拒否をしてはならない。参加認定についての記録を保持する。さらに、システム容量や安全性について取引所並みの保持義務が課される。

〔出所〕 SEC〔1998〕, *Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems*, December, Release No. 34-40760.

**8. ナスダックの対応** ECNがナスダック銘柄の取引を拡大させる中、ナスダックも自らがECNと同様なオークション形式の電子取引システムの導入を決定した。1999年9月にSECに認可申請されたスーパーモンタージュ(SuperMontage)はマーケットメーカーの気配値や指値注文を集め、最良の買い気配と最良の売り気配から3つずつの価格の注文を統合して表示し、自動的に注文執行も行う電子取引システムである。これまでナスダック銘柄の気配はナスダックを通じて配信されており、レギュレーションATSによって一定の大きさ以上のATSも気配の表示を義務づけられた以上、ナスダックに気配を出せばスーパーモンタージュが注文を執行することになるので、ECNはこの申請に強く反対した。その結果、SECの承認は2001年1月に条件付きで行われ、スーパーモンタージュが実際に稼動したのは2002年10月であった。

ナスダックはナスダック銘柄の気配の配信を独占して行っており、ナスダックに気配を配信すればスーパーモンタージュで注文が執行されるのは不当であるというECNの反対も考慮され、2002年7月にはNASDが運営するナスダック銘柄の新たな気配表示システムであるADF(Alternative Display Facility)が導入された。インスティネットはADFに気配の配信を行ったが、スーパーモンタージュに気配を配信したArcaEx(後述)が取引シェアを大幅に高めたので、2003年11月にスーパーモンタージュへの配信を決めた。

スーパーモンタージュの導入はECNの存立基盤を危うくすると予想されたが、むしろ導入後にナスダックの取引シェアはさらに低下することになった。これはスーパーモンタージュへの注文の回送が予想されたほど伸びず、最良気配の注文が中心となったためである。ナスダックと競合するECNが最良気配以外の注文をスーパーモンタージュに回送するはずはなく、手口を知られたくない機関投資家も指値注文の利用を抑えていたためとも考えられる。

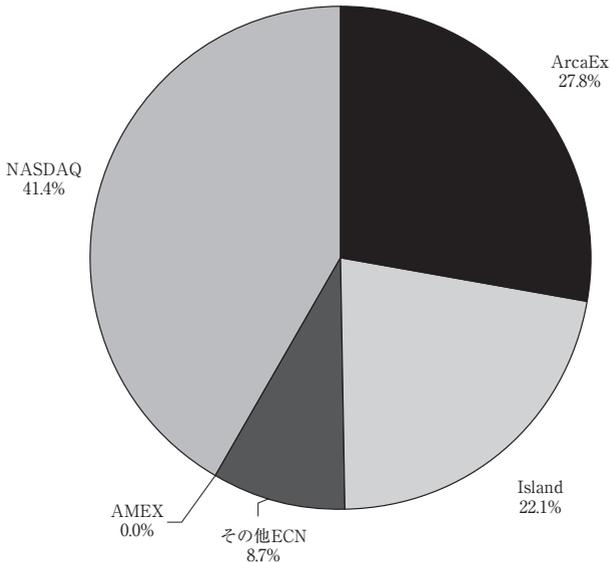
他方、ECNの勢力地図にもスーパーモンタージュの導入を機に大きな変化が見られた。中堅のレディブックとアーキペラゴの合併(ArcaEx)を受けて、ECNの取引シェアの半分以上を分け合っていたインスティネットとアイランドも合併(Inet)したが、PCXの株式取引業務を移管されたArcaExが取引シェアを急速に高め、BrutというECNを子会社としたナスダックとこの2つのグループでナスダック銘柄の取引の大半を3等分することになった。

## スーパーモニタージュ導入前（2000年7月）のナスダック銘柄の取引シェア

ECN	取引代金シェア	取引株数シェア	取引件数シェア
Instinet	14.3%	11.8%	10.5%
Island	8.5%	5.8%	11.6%
Redibook	3.3%	2.8%	5.6%
B-Trade	1.6%	1.5%	1.6%
Brut	1.5%	1.5%	2.1%
Archipelago	1.1%	1.0%	1.2%
NexTrade	0.0%	0.0%	0.0%
Attain	0.0%	0.0%	0.0%
ECN 合計	30.3%	24.4%	30.6%

(注) ①他市場へ回送された注文は含まず, ②時間外取引は含まず, ③100株以上の取引のみ。  
 [出所] Nasdaq, *Market Quality Statistics*, July 2000.

## スーパーモニタージュ導入後（2003年後半）のナスダック銘柄の取引シェア（取引件数）



(注) 2003年9月18日, 10月16日, 11月20日, 12月18日の4日間における3,405銘柄のナスダック上場株式の取引件数をもとにして, CSEをIsland, ADFをその他ECNとして推計。

[出所] SEC Office of Economic Analysis, "Analysis of Trade-throughs in Nasdaq and NYSE Issues," *Memorandum*, December 15, 2004.

9. フラグメンテーション・リリース 1999年12月にNYSEは会員業者に対する取引時間内の外部への自己売買注文を禁ずる規則（ルール390）の撤廃を決定した。1980年にNYSEは1979年4月27日以降の上場銘柄に対してはこの市場集中義務を適用除外としたが、完全に撤廃するには20年も要したことになる。この決定の背景にはSECからの圧力があったが、SECへの規則変更承認申請においてNYSEは業者による注文の内部付け合わせ（Internalization）や注文回送に対するリベート（Payment for Order Flow）の禁止を要請した。そこで、SECは2000年2月に市場の分裂（Fragmentation）を避けるための方策として6つの案を盛り込んだリリースを提示し、コメントを求めた（フラグメンテーション・リリース）。

1999年、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックス、メリル・リンチといった大手証券会社の会長はレヴィットSEC委員長（当時）に対して、オンライン・ブローカー等による注文の内部付け合わせが横行し、機関投資家の注文を執行するには取引所の流動性が不足していると陳情し、何らかの市場統合策が必要であると働きかけていた。そして、1999年9月にレヴィット委員長が仮想指値注文板（Virtual Limit Order Book）というアイデアを講演の中で紹介したことで、ITSの導入以来、取り上げられることのなかった市場間のリンクエージ（注文回送）というテーマが再び注目を集めることになっていた。

SECが紹介した6つの案は、①取引執行と注文回送に関するより詳細なディスクロージャー、②注文の内部化とリベートの制限、③注文に対する価格改善の機会の提供、④顧客の指値注文に対するブローカー／ディーラーによる市場間フロント・ランニングの禁止、⑤最良気配の最初の注文に対する市場間時間優先原則の導入、⑥すべての指値注文に対する市場間時間優先原則の導入、というものであり、後のものほど、強く統合を意識したものであった。

このリリースに対しては多くのコメントが寄せられ、公聴会や円卓会議も開催されたが、2000年5月にSECはNYSEによるルール390撤廃だけを承認した。そして、同年7月に市場統合策が検討されたが、反対のなかった注文執行状況に関する取引市場の月間レポートと注文回送業者の四半期レポートを公表するというディスクロージャーに関する規則変更案がSECによって公表され、同年11月に決定された。

## フラグメンテーション・リリースにおける6つの市場統合案

## ① 取引執行と注文回送に関するより詳細なディスクロージャー

各市場とブローカー／ディーラーに対して、取引執行と注文回送に関するより詳細なディスクロージャーを課すことで、投資家がブローカー／ディーラーの執行能力を判断し、ブローカー／ディーラーや投資家が各市場の執行能力を判断することを助けることによって、市場間競争を促進し、執行能力の劣ったところへの注文回送を抑制する。

## ② 注文の内部化とリベートの制限

ブローカー／ディーラーが他の市場の最良気配で顧客注文を執行することを制限することにより、ブローカー／ディーラーの利益を圧縮し、注文回送者へのリベートの原資を削減することで市場の分裂を抑制する。なお、顧客注文の獲得時の最良気配よりも良い値段でのみ、ブローカー／ディーラーは注文の内部付け合わせを行うことができるといふ NYSE の提案はこの案の一種である。

## ③ 注文に対する価格改善の機会の提供

各市場に対して、成行注文や執行可能な指値注文を執行する前に何らかの形で価格改善の機会を与えることを義務づけ、注文の内部付け合わせを抑制し、価格競争を促進する。この種の案は SEC が1995年にオーダー・ハンドリング・ルールに関するパブリック・コメントを求めた際にも提案されていたが、1996年のオーダー・ハンドリング・ルールには盛り込まれなかった。

## ④ 顧客の指値注文に対するブローカー／ディーラーによる市場間フロント・ランニングの禁止

スペシャリストを含めたマーケットメーカーに対して、自動執行が可能な他の市場で先に出された顧客の指値注文を執行する前に、自分が受けた顧客注文をその価格で執行することを禁止し、市場の分裂を抑制する。ただし、これを実現するためには、各市場が顧客の指値注文の価格・数量・受け付け時間を他の市場に通知し、取引の自動執行が可能なリンクージ・システムに参加することが必要となる。

## ⑤ 最良気配の最初の注文に対する市場間時間優先原則の導入

最良気配を最初に提示した注文に対してのみ価格改善者として時間優先権を与え、各市場はその注文を消化しない限り、より良い価格以外では取引を行うことはできなくすることによって、市場の分裂を抑制し、価格競争を促進する。ただし、この場合にも、各市場は指値注文の価格・数量・受け付け時間を他の市場に通知し、取引の自動執行が可能なリンクージ・システムに参加することが必要となる。

## ⑥ すべての指値注文に対する市場間時間優先原則の導入

すべての指値注文に時間優先権を与え、各市場は同一価格では時間優先権を持つ注文を消化しない限り、取引を行うことはできなくすることによって、市場の分裂を解消し、価格競争を促進する。この場合には、各市場はすべての指値注文に価格優先／時間優先の原則を適用することになり、あたかも1つの市場のようになるが、ナショナル・リンクージ・システム (NLS) を創設することによって複数の市場が存在していても、価格優先／時間優先を実現しながら取引の自動執行を実現することになる。

〔出所〕 SEC, "NYSE Rulemaking: Notice of Filing of Proposed Rule Change To Rescind Exchange Rule 390; Commission Request for Comment on Issues Relating to Market Fragmentation," Release No. 34-42450; File No. SR-NYSE-99-48, February 23, 2000.

10. レギュレーション NMS フラグメンテーション・リリースに基づいたディスクロージャーの強化に SEC は満足しておらず、新たな市場統合策が提案されると噂される中、2004年2月5日に NYSE は注文自動執行システムである NYSE ダイレクト+の拡張を決定し、2月24日に SEC はレギュレーション NMS と名付けた規則変更案を公表した。4月には SEC の公聴会が開かれ、レギュレーション NMS 提案に対する議論が行われた。その際に最も問題となったのは、各市場を自動執行市場 (Fast Market) とフロア取引市場 (Slow Market) に分けるのではなく、確定気配が提示され、自動執行が可能な状態 (Fast Quote) かどうかで区別すべきであるということであった。そして、5月にはコメント期限を6月30日まで延長すると同時に、公聴会での議論を踏まえて Fast Quote を分類基準として採用するかどうか等が追加提案された。

他方、8月には NYSE ダイレクト+の改訂拡張案が公表された。この改訂拡張案は複雑であり、説明が不十分であるという批判が寄せられ、11月に NYSE ダイレクト+の再改訂案が公表された。これを受けて、12月にレギュレーション NMS の改訂案が公表された。改訂案の最大のポイントは、トレード・スルー規則の適用免除を選択できないこと、自動執行可能な確定気配は最良気配でなくともトレード・スルーしてはいけないこと、市場情報料収入の分配方式を取引シェア50%/最良気配比率50%と簡略化し、自動執行可能でない気配には最良気配比率分の情報料収入は分配されないことの3点であった。

2005年4月6日、SEC はコミッショナー会議において3対2の多数決でレギュレーション NMS の導入を決定した。決定内容はほぼ改訂案の通りであったが、最良気配でない確定気配のトレード・スルーは認められた。トレード・スルー規則の適用免除の選択権を支持してきた共和党指名の2人の委員は最後までトレード・スルー規則の改正に反対したが、ドナルドソン SEC 委員長 (共和党の大統領指名) が民主党指名の2人の委員の賛成を得てレギュレーション NMS は決着することになった。こうした SEC の委員の間における意見の対立は珍しく、SEC の権威を保つためにも歩み寄りを求める説得が試みられたが、結果的には成功しなかった。ただし、レギュレーション NMS の実施にあたっては十分な準備期間をとり、トレード・スルー規則 (注文保護規則と改訂案で改名) は2ヵ月間をかけて段階的に導入するという事になった。

## レギュレーション NMS のポイントと導入時期

## ① 注文保護規則（トレード・スルー規則）

各市場は NMS 適格株式の取引において自動執行可能な最良気配があれば、その値段よりも不利な価格で注文を執行してはならない。ただし、この規則には取引の活発な株式に適用可能なように、他市場の最良気配を消化するインター・マーケット・スウィープ注文、自動執行可能でない気配、1秒以内の点滅気配などの適用免除規定が存在する（なお、注文回送に人手を介する ITS は用いない）。

この規則は2006年4月10日から NYSE 上場の100銘柄、ナスダック上場の100銘柄、AMEX 上場の50銘柄を対象として導入され、2006年6月9日までにすべての NMS 適格銘柄を対象とする。

## ② 市場間アクセス

各市場は最良気配の消化に対して、1株あたり0.003ドル（1ドル未満の株価の場合には0.3%）を超えるアクセス・フィー（他の名目のフィーも含む）を課してはならない。また、各自主規制機関は他市場の売り気配以上の買い気配や、他市場の買い気配以下の売り気配を提示してはならないという規則を作成しなければならない。

この規則は2006年4月10日から NYSE 上場の100銘柄、ナスダック上場の100銘柄、AMEX 上場の50銘柄を対象として導入され、2006年6月9日までにすべての NMS 適格銘柄を対象とする。

## ③ 呼値の値刻み

各市場参加者は NMS 適格株式の取引において対象銘柄の株価が1ドル未満でないかぎり0.01ドル未満の呼値を提示してはならない。そして、対象銘柄の株価が1ドル未満の場合には0.0001ドル未満の呼値を提示してはならない。

この規則は2005年7月1日から適用される。

## ④ 市場データ

NMS 適格銘柄の株価を対象とした市場情報料収入は取引量と最良気配の比率に応じて分配する方法を変更する。そして、市場情報統合システムを構成する自主規制機関の委員会は、市場情報料収入に関する透明性を高めるために自主規制機関に属さない者の代表からなるアドバイザー委員会を設置することを義務づけられる。また、各市場は自市場の市場情報を独自に販売することを認められる。

この規則は2006年7月3日から適用される。

〔出所〕 SEC, "SEC Adopts Regulation NMS and Provisions Regarding Investment Advisers Act of 1940," Press Release 2005-48, April 7, 2005.

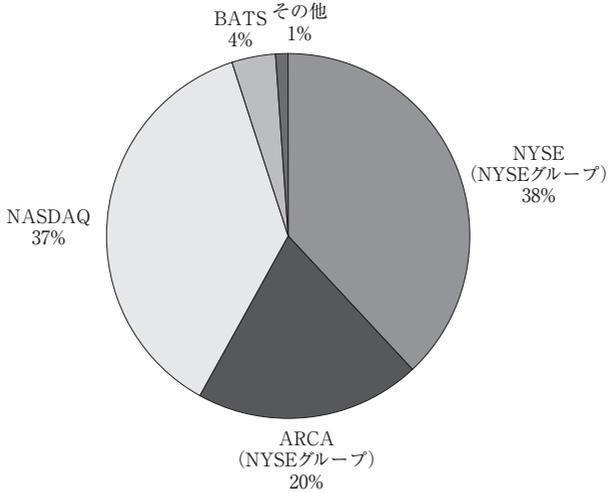
11. レギュレーション NMS 以後 レギュレーション NMS の導入が決定された直後の2005年4月20日、NYSE が ArcaEx (ECN のアーキペラゴが認可された取引所でパシフィック証券取引所の買収で合意していた) との持ち株会社のもとでの統合を発表し、4月22日にはナスダックがアイネット (インスティネットがアイランドを買収して市場を統合した ECN) を買収するという発表を行った。これらは伝統的な取引市場がレギュレーション NMS の導入をにらんで、競争相手となる ECN を囲い込み、取引シェアの維持・拡大へといち早く動き出したものとしてレギュレーション NMS の影響力を実感させた。

他方、レギュレーション NMS の導入は決定されたが、最終規則の公表は6月29日までずれ込み、注文保護規則の適用も2006年6月29日に250銘柄、8月31日にその他の NMS 適格銘柄と変更された。その後、2度延期されたものの、2007年7月9日に250銘柄、10月8日にその他の NMS 適格銘柄に注文保護規則が適用され、株式市場の取引シェアに大きな影響を及ぼすことになった。

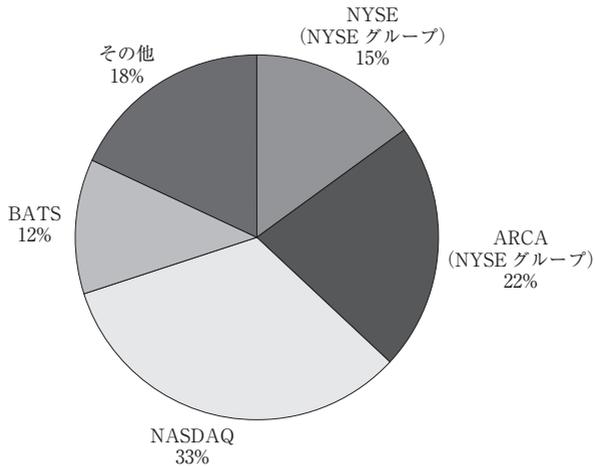
レギュレーション NMS の導入を前にした取引所の合併・再編はアメリカ国内にとどまらず、2006年には大西洋を越えて広がった。2006年3月にナスダックはロンドン証券取引所に買収提案をおこなったが、拒否されて提案を取り下げたものの25%の株式を買い付けて他の取引所による買収を難しくした。一方、ヨーロッパの取引所再編に関心を示していた NYSE は6月1日にパリ取引所を中心とするユーロネクストとの経営統合に合意した (2007年4月に実現)。先を越されたナスダックは10月に再度ロンドン証券取引所に買収提案をしたものの再び拒否され、12月に株式公開買付に踏み切ったが、2007年2月に公開買付は失敗に終わった。ところが、ナスダックは5月25日にストックホルム取引所を中心とする OMX と経営統合することで合意した (2008年2月に実現)。

取引所の合併・再編はこれだけにはとどまらず、10月にはナスダックがボストン証券取引所の買収で合意し、続く11月にはフィラデルフィア証券取引所の買収にもナスダックは合意した。そして、2008年1月には NYSE がアメリカン証券取引所の買収で合意し、アメリカ国内の証券取引所は NYSE グループとナスダック・グループにほぼ二分されることになった (その後、ダイレクトエッジを買収した BATS グローバル・マーケットを CBOE が2017年に買収し、CBOE グローバル・マーケットとの間でほぼ三分されることになった)。

レギュレーション NMS 導入後の NYSE 上場銘柄の取引シェア  
(2007年1月31日)



レギュレーション NMS 導入後の NYSE 上場銘柄取引シェア  
(2008年10月31日)



(注) データは Tabb Group による。

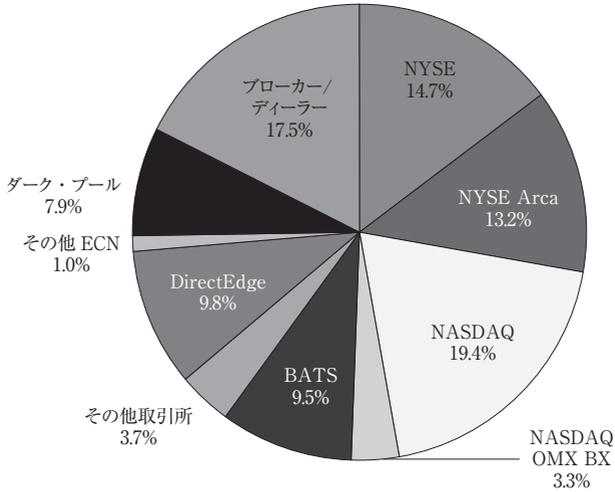
【出所】 Daniel Fisher, "Company of the Year: Nasdaq," *Forbes*, January 12, 2009.

12. 市場構造コンセプト・リリース 2009年7月24日、フラッシュ・オーダーという形でナスダック等の株式取引市場が特定顧客に一般投資家よりも30ミリ秒(0.03秒)早く市場情報を提供しており、この情報を購入した顧客は自動売買機能を持つプログラムを利用した超高速取引で巨額の利益を上げているとニューヨーク・タイムズ紙が報じて物議をかもし、9月18日にSECはフラッシュ・オーダーを禁止する規則変更提案を決定した。その規則変更提案の中でSECはフラッシュ・オーダーと同様に問題のある気配値を公開しない取引市場であるダーク・プールに関する規則変更提案を準備中であることを予告し、10月21日にはダーク・プールに関する規則変更提案を決定した。さらに、この規則変更提案の中でSECは指値注文の発注と取り消しを高頻度で繰り返すハイ・フリークエンシー・トレーディングや、取引所等が提供する施設にサーバーを設置するコロケーション、業者が顧客に名義を貸して取引所等に直接発注させるネイキッド・アクセスといった問題等を取り上げた株式市場構造に関するコンセプト・リリースを準備していることを明らかにした。そして、2010年1月13日、SECはネイキッド・アクセスに関する規則変更提案を決定した後、株式市場構造に関するコンセプト・リリースの公表を決定し、コメントを求めた。

SECの株式市場構造コンセプト・リリースは大きな規制体系の変更を意図したのではなく、レギュレーションNMSのファイン・チューニングのために、どのような問題が存在するかを確認し、その問題に対する具体的な対策のアイデアを求めたものである。とりわけ、2005年のレギュレーションNMSの決定時点ではそれほど顕著ではなく、2009年になって問題となったハイ・フリークエンシー・トレーディングに関する情報提供を求めた。

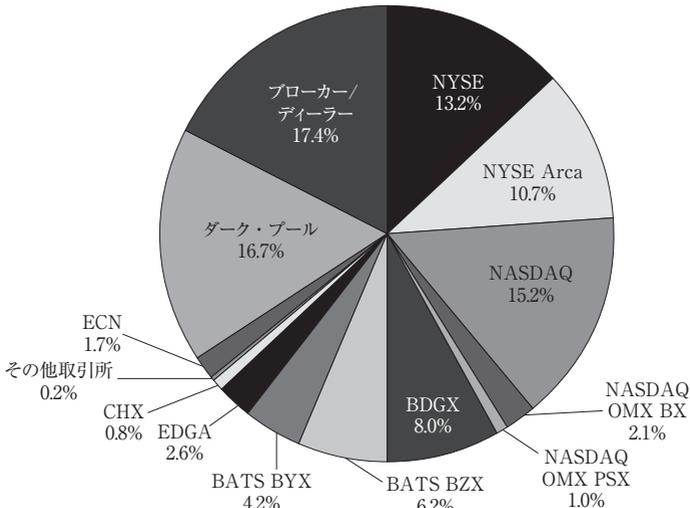
2010年5月6日、主要な株価指数が5%急落した後、ほぼ同じだけ反騰するという株価の急変動が生じた(フラッシュ・クラッシュ)。急落過程では1セントという最低価格での取引が多数成立しており、こうした事態の再発を防止するために、個別銘柄のサーキット・ブレーカーや取引取り消し規則、統合取引追跡システムの導入などが進められたが、ハイ・フリークエンシー・トレーディングに対する規制は導入されておらず、今後の検討課題と考えられている。

2009年9月のNMS銘柄取引シェア



〔出所〕 SEC, "Concept Release on Equity Market Structure," Release No.34-61358; File No. S7-02-10, January 14, 2010 (<http://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-61358.pdf>) より作成

2015年第4四半期の全上場銘柄取引シェア



〔出所〕 Valerie Bogard and Sayena Mostowfi, "US Equity Market Structure: Q4-2015 TABB Equity Digest," March 3, 2016より作成

## Ⅱ．証券取引所

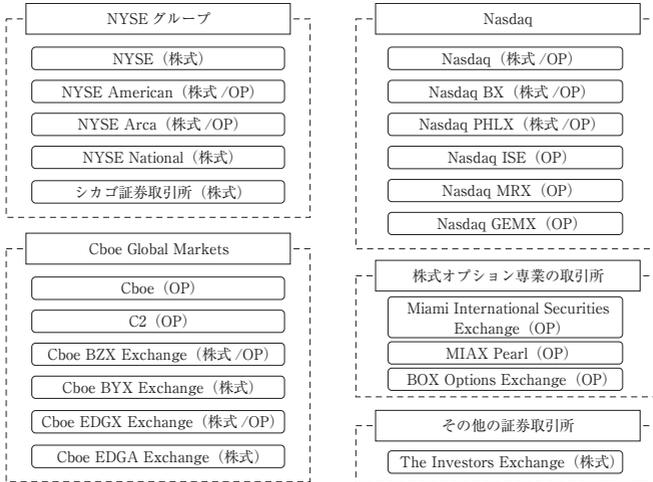
1. 取引所市場の構成 アメリカの証券取引所は、一般的に1934年証券取引所法第6条に基づいて証券取引委員会（SEC：Securities and Exchange Commission）に登録された国法証券取引所（national securities exchange）を指している。2018年9月末現在、国法証券取引所は21あり、そのうち7取引所は株式と株式オプションの双方、6取引所は株式のみ、8取引所は株式オプションのみを取り扱っている。

株式を取り扱う13の国法証券取引所は、大きく、①NYSEグループ（ニューヨーク証券取引所（NYSE）、NYSE American（旧アメリカン証券取引所）、NYSE Arca（旧アーキペラゴ）、NYSE National（旧ナショナル証券取引所）、シカゴ証券取引所）、②Nasdaq（Nasdaq Stock Market（Nasdaq）、Nasdaq BX（旧ボストン証券取引所）、Nasdaq PHLX（旧フィラデルフィア証券取引所））及び③Cboe Global Markets（Cboe BZX Exchange、Cboe BYX Exchange、Cboe EDGA Exchange、Cboe EDGX Exchange）の3大グループと、独立系で元代替取引システム（ATS：Alternative Trading System）のIEX Groupが2016年に設立した④The Investors Exchange（IEX）に分けられる。

上場市場は、NYSE、NYSE American、NYSE Arca及びNasdaqが中心となっており、中でもNYSE Arcaは、主にExchange Traded Products（ETP）の上場市場で、アメリカの大部分のETPがここに上場している。その他の取引所では、非上場取引特権（UTP：Unlisted Trading Privilege）を利用した他市場上場銘柄の売買が中心となっている。

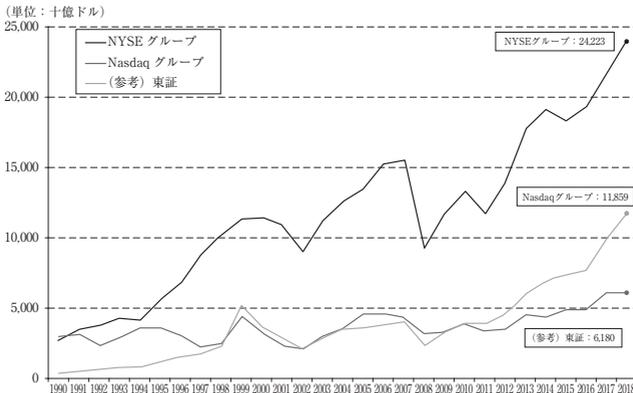
アメリカの取引所は、全米市場システム（NMS：National Market System）の枠組みにおいてリンクされており、総合気配表示システム（CQS：Consolidated Quotation System）等で最良気配を提示する市場に、市場間の注文回送システムによって注文が回送され、総合取引通報システム（CTS：Consolidated Tape System）等を通じて売買情報が公表されている。

アメリカの証券取引所 (2018年9月末)



- (注) 1) 括弧内は取扱う商品を示し、「OP」は株式オプションを意味する。  
 2) 取引所とその取引所が運営する市場名は異なる場合がある。Nasdaq PHLXの株式市場の名称はNasdaq PSXである。  
 3) 株式オプション専門の取引所は、Cboe, C2, Nasdaq ISE (IH International Securities Exchange), Nasdaq MRX (IH ISE Mercury), Nasdaq GEMX (IH ISE Gemini), カナダの取引所 TMX グループの BOX Options Exchange (IHボストン・オプション取引所), 並びに Miami International Holdings 傘下の Miami International Securities Exchange 及び MIAX Pearl である。

上場会社 (内国会社) 時価総額の推移



- (注) 1) NYSE グループは、2005年まではNYSEのみのデータ、2006年及び2007年はNYSE及びNYSE Arcaの合計、2008年以降はNYSE American (IH NYSE MKT) も含む。  
 2) Nasdaq グループのデータは、上場市場を持つNasdaqのみ。  
 3) 東証のデータは、市場第一部、市場第二部及びマザーズの合計、2013年以降はJASDAQも含む。  
 4) データは各年末時点。ただし、2018年については9月末時点。

〔出所〕 World Federation of Exchanges

**2. 取引所業界の再編** アメリカでは、2000年代後半以降、国境を跨いだ取引所のM&Aが活発化したが、近年では国内の取引所間のM&Aが活発に行われている。

NYSEは、2006年3月に大手ECNのアーキペラゴ（現NYSE Arca）と合併し、会員組織から株式会社に組織変更した。2007年4月には、欧州のEuronextとの経営統合を果たし、2008年10月にはアメリカン証券取引所（Amex）を買収した。2011年2月にはドイツ取引所との経営統合に合意したものの、当局の承認が得られず実現には至らず、2013年11月にデリバティブ取引所のIntercontinental Exchange（ICE）により買収された。その後、ICEは、IPOを通じてEuronextのスピンオフを行っている。また、ICEは、2017年1月にナショナル証券取引所（現NYSE National）、2018年7月にシカゴ証券取引所を買収した。

Nasdaqは、複数のECNの買収を経て、2006年1月にSECから国法証券取引所化に係る承認を得て、同年8月より取引所として業務を開始した。2008年2月に北欧やバルト諸国で取引所を運営するOMXとの経営統合を果たし、2008年7月にフィラデルフィア証券取引所、2008年8月にボストン証券取引所、2016年2月にカナダのATSであるChi-X Canada、2016年6月にはInternational Securities Exchange（ISE）とその傘下の3つのオプション取引所を買収した。Nasdaqは、テクノロジーの販売にも注力しており、他取引所や証券会社等に対してトレーディングや売買監視のテクノロジーを提供している。

2006年1月にECNとして業務を開始したBATSは、SECから国法証券取引所設立に係る承認を得て、2008年10月にBZX、2010年10月にBYXの業務を開始した。また、欧州でも、2008年10月にBATS Europeを設立し、2011年11月に欧州最大のMTF（Multilateral Trading Facility）であるChi-X Europeを買収した。Direct Edge ECNは、SECから国法証券取引所設立に係る承認を得て、2010年7月にEDGAとEDGXの業務を開始し、2014年1月にBATSと合併した。その後、BATSは、2017年2月にCBOE（現Cboe Global Markets）により買収された。

## 取引所の再編を巡る主な動き（2006年以降）

2006年1月	Nasdaq が SEC より国法証券取引所化に係る承認を得る。
2006年3月	NYSE とアーキベラゴ・ホールディングスの合併が完了。NYSE レギュレーションを設立。
2006年8月	Nasdaq が国法証券取引所としての業務を開始。
2007年4月	NYSE と Euronext の経営統合が完了。持株会社 NYSE Euronext を設立。
2008年1月	NYSE がアメリカン証券取引所 (Amex) の買収を発表。
2008年2月	Nasdaq と OMX の経営統合が完了。持株会社 NASDAQ OMX グループを設立。
2008年7月	Nasdaq によるフィラデルフィア証券取引所の買収が完了。旧フィラデルフィア証券取引所は NASDAQ OMX PHLX に名称変更。
2008年8月	Nasdaq によるボストン証券取引所の買収が完了。旧ボストン証券取引所は NASDAQ OMX BX に名称変更し、2009年1月より業務を開始。
2008年8月	BATS トレーディング ECN が SEC より国法証券取引所設立に係る承認を得る。新しい取引所の名称は BATS 取引所。
2008年10月	NYSE による Amex の買収が完了。
2008年10月	BATS 取引所が国法証券取引所としての業務を開始。
2010年2月	BATS BZX がオプション取引所を設立。
2010年3月	Direct Edge ECN が SEC より2つの国法証券取引所設立に係る承認を得る。新しい取引所の名称は EDGA 取引所及び EDGX 取引所。
2010年6月	CBOE が IPO により Nasdaq に上場。
2010年7月	Direct Edge の EDGA 及び EDGX が国法証券取引所としての業務を開始。Direct Edge ECN が所有していた ISE 株式取引所は、それに併せて業務を停止。
2010年8月	BATS Global Markets が、同社で2社目の国法証券取引所となる BYX の設立の承認を得、10月に業務を開始。
2010年10月	NASDAQ OMX グループが、米国で3つ目の株式市場となる NASDAQ OMX PSX の業務を開始（なお、同市場は国法証券取引所 NASDAQ OMX PHLX に属する。）。
2011年2月	NYSE Euronext 及びドイツ取引所が、経営統合することで合意。
2011年4月	NASDAQ OMX グループは、ICE とともに、NYSE Euronext に対抗買収を提案。
2011年5月	NASDAQ OMX グループ及び ICE が、当局の承認が得られず、NYSE Euronext に対する対抗買収の計画を撤回。
2011年11月	BATS Global Markets が Chi-X Europe の買収を完了。
2011年12月	CBOE の株式市場 CBSX が NSX を買収。
2012年2月	NYSE Euronext 及びドイツ取引所が、欧州当局の承認を得られず、統合計画を撤回。
2012年12月	NYSE Euronext 及び ICE は、ICE が NYSE Euronext を買収することで合意。
2013年8月	BATS Global Markets と Direct Edge が、合併計画を発表。
2013年11月	ICE が NYSE Euronext の統合を完了。
2014年1月	BATS Global Markets が Direct Edge の統合を完了。
2014年4月	CBOE の株式取引所が運営を停止。
2014年5月	2011年に CBOE に買収された NSX が市場運営を停止。
2014年6月	ICE がヨーロッパの取引所ビジネス部門である Euronext をスピンオフし、IPO を通じて持分を売却。
2015年2月	National Stock Exchange Holdings が、CBOE から NSX を買収。取引所再運営について表明。
2015年8月	The Investors' Exchange (IEX Group) が SEC に国法証券取引所の承認を求めて申請。その後9月に再申請。
2015年11月	BATS Global Markets が2つ目のオプション取引所 EDGX Options Exchange を立上げ。
2015年12月	Nasdaq がカナダの ATS である Chi-X Canada の買収計画に合意したことを発表。
2015年12月	NSX が取引所再運営に係る SEC の承認を獲得し、運営開始。
2016年2月	Nasdaq がカナダの ATS である Chi-X Canada の買収を完了。
2016年3月	Nasdaq が Chi-X Canada (現 Nasdaq Canada) を Nasdaq CX 及び Nasdaq CX2 に改称。
2016年4月	BATS Global Markets が、同社の上場市場に自社株式を上場。
2016年6月	Nasdaq が ISE 及びその傘下の3つのオプション取引所の買収を完了。
2016年6月	The Investors' Exchange (IEX Group) が、SEC から国法証券取引所化に係る承認を得る。9月に国法証券取引所としての業務を開始。
2016年9月	CBOE が BATS Global Markets の買収を発表。
2016年12月	ICE がナショナル証券取引所 (現 NYSE National) の買収を発表。翌年1月に買収完了。
2017年2月	ICE がナショナル証券取引所の運営を停止。
2017年2月	CBOE が BATS Global Markets の買収を完了。10月に Cboe Global Markets に名称変更。
2018年3月	Nasdaq Canada が取引所としての業務を開始。
2018年3月	ICE がシカゴ証券取引所の買収を発表。
2018年4月	ICE がナショナル証券取引所を NYSE National として営業を開始。
2018年7月	ICE がシカゴ証券取引所の買収を完了。

**3. 取引市場間の競争** 近年、アメリカでは、取引所のみならず、取引所外の市場を巻き込む形で市場間の競争が激化している。2005年には自市場上場銘柄について約80%の売買高シェアを有していたNYSEは、最近では約30%までシェアを落としており、その減少分は、今はCboe Global Markets傘下の元BATSの4取引所のような新興取引所や、取引所外のダーク・プール等に奪われた結果、流動性の分散が進むこととなった。

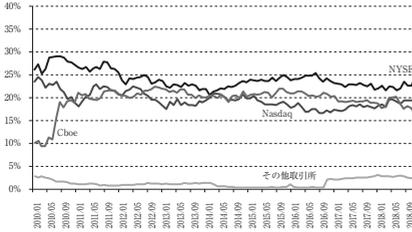
アメリカでは、2001年4月に呼値の単位を1/16ドルから1セントに変更した。これにより呼値の刻みが細かくなり、異なる価格に注文が小口分散化して、取引所市場内での大口注文の執行が困難となった。そのため、市場インパクトを抑えて取引を執行したい投資家は、取引所外の市場に注文を回送するようになった。また、2006年と2007年の間に段階的に導入されたレギュレーションNMSにおいては、トレード・スルー（最良気配を提示している市場を無視して他市場において取引を行うこと）が原則禁止されるなど、電子取引の普及を意識しつつ、市場間の競争を促す制度が導入されることとなった。

こうした制度変更等を背景とした流動性の分散は、テクノロジーの発展に伴い更に加速している。市場が分散するにつれて、複数の執行市場に跨って高速／高頻度にアルゴリズム取引を行うことでトレーディング収益を最大化しようとする高頻度取引（HFT：High Frequency Trading）が成長し、執行市場側はHFT投資家からの流動性を集めるために、彼らのニーズを満たす様々な注文タイプを導入してきた。この繰り返しにより、アメリカの市場構造は極めて複雑で分散したものとなった。

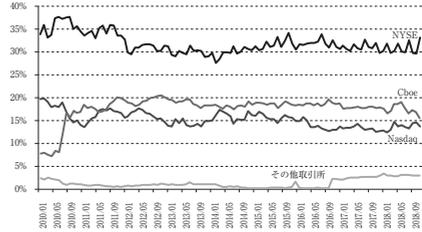
一方、過度な流動性の分散が市場の価格発見機能を損なっているとする批判や、複雑な市場構造が時にシステム障害の要因となり、個人投資家がしばしば不当な扱いを受けているという懸念が、メディア、規制当局、業界内部からも度々表明されたことを受け、2015年1月にSECは、株式市場構造アドバイザー委員会（Equity Market Structure Advisory Committee）を設置し、株式市場構造について議論を行った。本委員会は2018年1月に終了したが、ここでの議論は、呼値の刻みを拡大するパイロットプログラムの実施や、多くの取引所で導入されているアクセス料の効果を確認するパイロットプログラムの提案等に結び付いている。

上場銘柄別売買高シェアの推移

全上場銘柄 (Tape A, Tape B 及び Tape C)



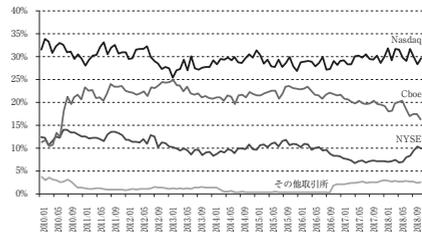
NYSE 上場銘柄 (Tape A)



NYSE American, NYSE Arca 及び  
その他取引所上場銘柄 (Tape B)



Nasdaq 上場銘柄 (Tape C)

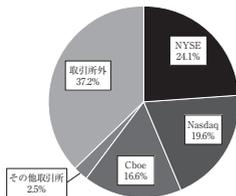


(注) NYSEはNYSE, NYSE Arca, NYSE American, NYSE National及びシカゴ証券取引所の合計。NasdaqはNasdaq, Nasdaq BX及びNasdaq PSXの合計。ChoeはEDGX, BZX, BYX及びEDGAの合計。2010年1月以降に行われたM&Aは、完了時点からそれぞれの合計に加えている。

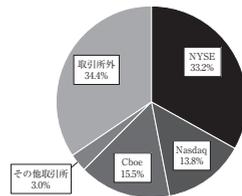
[出所] Choe

上場銘柄別売買高シェア (2018年9月)

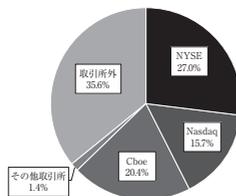
全上場銘柄 (Tape A, Tape B 及び Tape C)



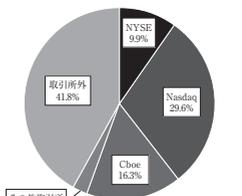
NYSE 上場銘柄 (Tape A)



NYSE American, NYSE Arca 及び  
その他取引所上場銘柄 (Tape B)



Nasdaq 上場銘柄 (Tape C)



(注) NYSEはNYSE, NYSE Arca, NYSE American, NYSE National及びシカゴ証券取引所の合計。NasdaqはNasdaq, Nasdaq BX及びNasdaq PSXの合計。ChoeはEDGX, BZX, BYX及びEDGAの合計。

[出所] Choe

4. 自主規制機能の再編 SECは、国法証券取引所のような自主規制機関（SRO：Self-Regulatory Organization）に対して、一定の規制や基準の執行に関する権限を付与し、証券取引の第一義的な規制を委ねてきた。

しかし、2003年以降、NYSE 理事長の高額報酬に対する批判やスペシャリストによる不正取引問題等をきっかけとして、自主規制機関のガバナンスの在り方について全般的な見直しが求められ、このような問題意識の高まりを背景に、NYSEは、2006年3月のアーキペラゴとの合併に際して、自主規制部門をNYSEレギュレーションとして市場運営部門から分離し、非営利法人化した。また、Nasdaqも、自主規制機能を担う全米証券業協会（NASD）から独立した国法証券取引所として分離され、2006年8月に業務を開始した。

国法証券取引所が自主規制機関として担う機能としては、会員規制や市場監視等が挙げられるが、当時、このような自主規制機関が複数存在し、検査の重複感があったこと等から、市場参加者からは規制対応の効率化を求める声も高まってきていた。そこで2007年7月、NYSEとNASDは、両社の会員規制機能を統合し、新たな自主規制機関である金融取引業規制機構（FINRA：Financial Industry Regulatory Authority）を設立した。当初、FINRAは、紛争の仲裁・調停等の各種規則の制定、NYSEとNASDのルールブックの調和化、アメリカ全土の会員証券会社に対する検査の実施、Nasdaq等から委託された市場監視業務等を行った。

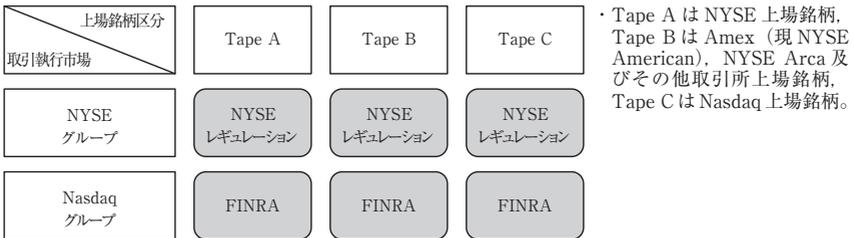
その後、市場監視機能についても効率化が図られることとなり、2008年8月にNYSEレギュレーションとFINRAが市場監視機能を整理統合することで合意した。これにより、NYSE上場銘柄についてはNYSEレギュレーションが、その他の上場銘柄（Nasdaq上場銘柄等）についてはFINRAが、それぞれ執行市場に関係なく市場監視の責任を負うこととなった（従来は、同じNYSE上場銘柄であっても、執行市場が異なれば、執行された取引所が市場監視の責任を負う形となっていた。）。さらに、NYSEレギュレーションは、2010年6月、NYSE上場銘柄の市場監視機能及び同上場銘柄の取引に係る法規執行をFINRAに移管することで合意し、結果として、FINRAは上場銘柄の取引所取引の多くの市場監視業務を引き受ける形になった。

自主規制機能の再編を巡る動き

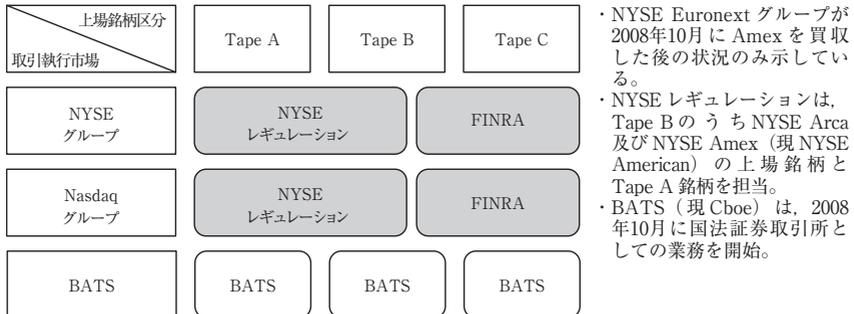
2004年11月	SECが自主規制機関のガバナンスの在り方に関するコンセプト・リリース（討議用文書）を公表。
2006年3月	NYSEとアーキベラゴ・ホールディングスの合併が完了。持株会社NYSEグループが設立されるとともに、会員組織から株式会社へ組織変更（NYSEグループ株はNYSE市場に上場）。旧アーキベラゴはNYSE Arcaと名称変更。同時に、自主規制機能を分離したNYSEレギュレーションを設立。
2006年8月	Nasdaqが国法証券取引所としての業務を開始（主要な自主規制機能をNASDに委託）。NasdaqとNASDが完全に分離。
2006年11月	NYSEとNASDが会員検査機能を統合し、新たな自主規制機関を設立することで合意。
2007年1月	NASD会員がNYSEとの会員検査機能統合を承認。
2007年7月	SECが統合を承認し、金融取引業規制機構（FINRA）が発足。
2008年8月	FINRAとNYSEレギュレーションが、市場監視機能を上場銘柄別に整理統合することで合意。
2010年6月	NYSEレギュレーションは、2010年6月にFINRAにNYSE上場銘柄の市場監視機能及び同上場銘柄の取引に係る法規執行機能を移管することで合意。

市場審査機能のFINRAへの統合

2007年7月FINRA発足後～2008年8月まで【市場監視は取引執行市場】



2008年8月～2010年6月まで【市場監視は上場銘柄区分毎】



5. NYSE レギュレーション等と FINRA 自主規制機関としてのNYSE レギュレーションが担う機能は、①会員規制、②市場監視、③上場審査、④上場会社管理、⑤法規執行の5つに分けることができ、このうち①会員規制、②市場監視及び⑤法規執行については、2007年7月のFINRA設立と2010年6月のFINRAとの合意を経て、ほぼ全面的にFINRAへ業務移管された。その結果、NYSEレギュレーションは③上場審査と④上場会社管理を主体的に行うこととなった。

一方、FINRAは、相次ぐ取引所からの業務移管を受けて、自主規制に係る影響力が強化された。その業務は①FINRA規則の作成（ブローカー・ディーラーや外務員を対象とする規則をSECの承認を前提に作成）、②ブローカー・ディーラー等の登録、試験及び教育、③ブローカー・ディーラー等の監督・法規執行、④株式・オプション市場等の監視、⑤取引レポート（取引所外で執行された会員ブローカー・ディーラーの取引情報が集約されるメカニズム、Trade Reporting Facilityの提供）、⑥投資家教育、⑦投資家とブローカー・ディーラー間の紛争の解決、というように多岐に渡っている。

2013年5月、Direct Edgeは、自身が運営する2つの取引所における市場監視業務をFINRAが行うことに合意し、2014年2月、BATS Global Marketsは、同社がDirect Edgeと統合してできた各取引所に係る市場間の取引監視をFINRAが行うことに合意した。また2014年12月には、CBOEがCBOEとC2の市場に関して、市場監視、調査及び懲戒業務等をFINRAが行うことに合意している。このような動きは自主規制機能をさらにFINRAに統合する動きを示すものの、その後NasdaqとNYSEは、自主規制業務の一部をFINRAから取り戻すよう働きかけるようになった。2013年8月、Nasdaqは、市場間の取引監視、会員規制及び疑わしい取引に係る調査・告発機能については引き続きFINRAに委託しつつも、自身の市場内の取引監視に関する権限についてはFINRAから取り戻す決定をした。2014年10月にNYSEは、取引監視、調査及び法規執行について、FINRAに代わってNYSEレギュレーションが直接行うことを発表し、2016年3月に業務移管が完了した。なお、市場間の取引監視と会員ブローカー・ディーラーの登録、試験及び審査業務についてはFINRAに残された。自主規制業務を再び取引所が行うことの本来的理由として、両取引所は自らが運営する市場に関する専門性を挙げているが、一部の関係者からは、自主規制機関ステータスによって得られる広範な法的免除特権を維持することが狙いではないかと指摘する声もあがっている。



2010年6月以降～2013年後半【市場監視はFINRA】

上場銘柄区分 取引執行市場	Tape A	Tape B	Tape C
NYSE グループ	FINRA	FINRA	FINRA
Nasdaq グループ	FINRA	FINRA	FINRA
BATS	BATS	BATS	BATS

- ・市場監視機能は、FINRA がほぼ一括して提供する形式。
- ・各取引所は、FINRA が提供する市場審査機能が適切かどうか監視する責任を負う。

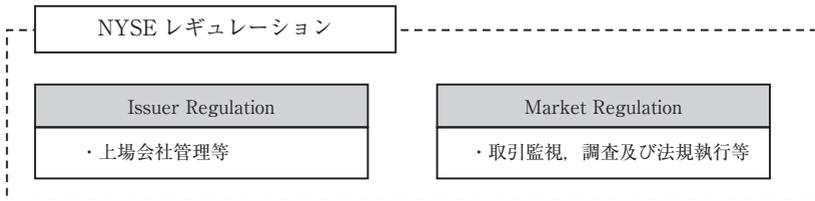


2014年以降～2018年9月現在【市場監視は各取引所が実施】

上場銘柄区分 取引執行市場	Tape A	Tape B	Tape C
NYSE グループ	NYSE レギュレーション	NYSE レギュレーション	NYSE レギュレーション
Nasdaq グループ	Nasdaq	Nasdaq	Nasdaq
Cboe (旧 BATS)	Cboe (旧 BATS)	Cboe (旧 BATS)	Cboe (旧 BATS)

- ・各取引所が自市場の取引監視を実施。FINRA は市場間の取引監視 (Cross-market surveillance) を実施。
- ・NYSE は、2016年1月1日以降、自市場の市場監視を行っている。

NYSE レギュレーション内の管轄

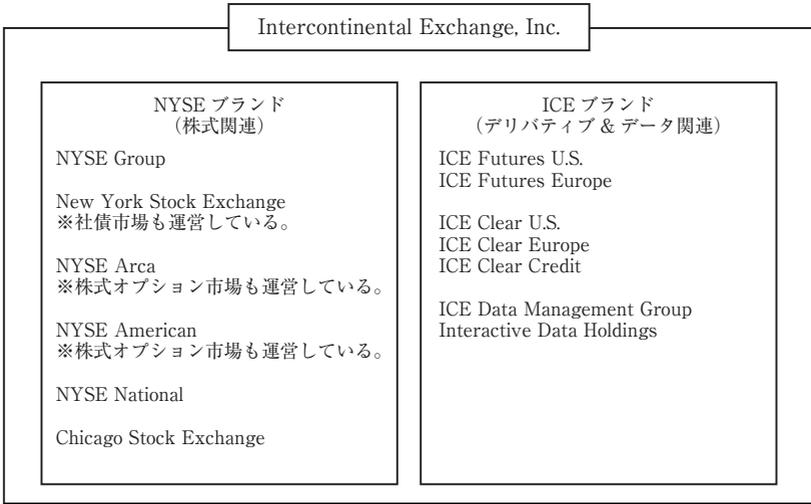


**6. 取引所の組織構造** NYSE が属する Intercontinental Exchange(ICE) は、大きく分けてデリバティブ関連商品やデータを取扱う ICE グループと、株式等関連商品を取扱う NYSE グループに二分される。ICE は、コモディティの完全電子取引市場として、2000年にジョージア州アトランタにて業務を開始し、その後はロンドン国際石油取引所（2001年）、ニューヨーク商品取引所（2007年）等、主にデリバティブの取引プラットフォームや取引所を買収しながら成長した。そして、ICE は2013年に、200年以上の歴史を有する NYSE Euronext を買収することで、株式取引のビジネスに参入を果たすこととなる。その後の買収の結果、ICE は米国で、NYSE, NYSE American, NYSE Arca, NYSE National 及びシカゴ証券取引所の5つの国法証券取引所を運営する組織に成長した。

親会社である Intercontinental Exchange の運営構造は、株主総会の下に取締役会が設置され、取締役会に監査委員会、報酬委員会、指名・コーポレートガバナンス委員会及びリスク管理委員会の4つの委員会が常設される形となっている。取締役の数は12名となっており、内規及びガバナンスガイドラインによって、取締役の過半数は独立取締役で、NYSE 上場基準に定める独立性基準を満たすことが求められている。2018年9月末時点において、CEO を除き全ての取締役は独立取締役となっている。

NYSE 及び他のグループ内取引所は、それぞれ独自の取締役会を有している。NYSE の取締役会は、取締役候補者推薦委員会、規制監督委員会、そして規制監督委員会の小委員会である審査委員会を有する。なお、2016年初に行われた FINRA から NYSE への自主規制業務の返還に伴って、NYSE レギュレーションは独立した非営利法人ではなくなり、グループ内のすべての株式及び株式オプション市場に関連する規制業務を取り扱う独立した1つの部門として再統合された。この変更の一環として、グループ内各取引所の取締役会には、各取引所の規制業務等を監督する規制監督委員会が設置された。また、各取引所の規制監督委員会にレポートを行う最高規制責任者も設置された。

Intercontinental Exchange のグループ会社



(注) 上のリストでは、主要な企業のみを掲載している。NYSE ブランドの企業は2018年9月末現在、ICE ブランドの企業は2017年末現在の情報による。

NYSE の委員会



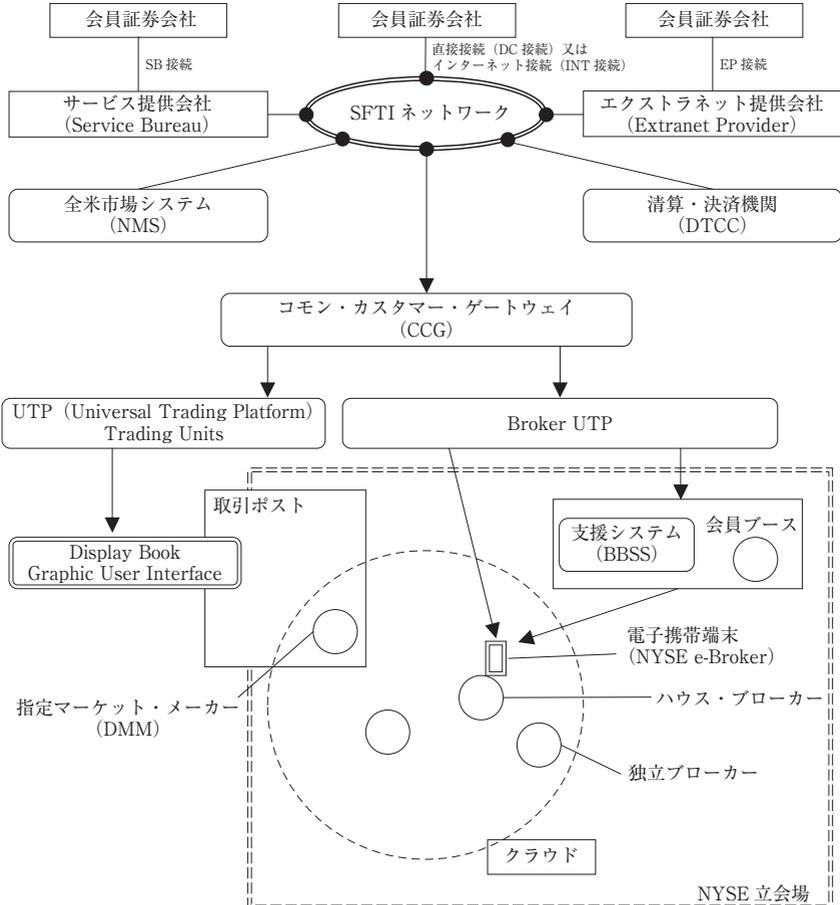
7. NYSEにおける取引の仕組み（1） NYSEグループは、2つの取引モデルを提供している。1つは、主要市場NYSEにおける電子取引と立会場取引を組み合わせたハイブリッド取引モデルで、もう1つは、その他の市場における完全な電子取引モデルである。

NYSEでは、ほとんどの注文が、コモン・カスタマー・ゲートウェイを経て、注文を処理するマッチング・エンジンに直接送られ、電子取引に参加する。そして、残りのごく一部の注文は、委託注文を執行する立会場のフロア・ブローカーにシステムを通して直接又は会員ブースを通して送られる。フロア・ブローカーが手元の電子携帯端末（NYSE e-Broker）で受けた注文は、マッチング・エンジンに直接入力される、アルゴリズム取引戦略に送信される、又は割り当てられた取引ポストにおいて手動で処理される。取引ポストでは、非常に活発な銘柄の場合、その株式のマーケット・メイクを担当する指定マーケット・メーカー（DMM：Designated Market Maker）を中心に、注文を持つ会員が集まって競争売買が行われている（この集団をクラウドと言う。）。成行注文及びその時の売り気配や買い気配に合致する指値注文は、即時に執行される。一方、時価から離れた値段での指値注文は、板に入力され、執行可能となった時点で電子的に執行される。取引執行は、価格優先、時間優先、数量優先の原則により行われる。

このハイブリッド取引モデルで重要な役割を果たすDMMは、取引所から割り当てられた特定の銘柄について、公正且つ秩序ある市場を維持するため、取引時間の一定割合でNMS上の最良気配（NBBO：National Best Bid and Offer）を提示する義務を負うとともに、市場の寄り付き、引け及び需給不均衡時における適切な価格発見機能を提供する。

DMMは、従前のスペシャリストの特権であった他の会員が見ることのできない注文内容の一部を見るということはず、気配表示義務等に対するインセンティブはあるものの、あくまで他の会員と同様の立場として取り扱われる。なお、DMMに加えて、フロア外にて電子的な気配提示義務を負う補完的流動性供給者（SLP：Supplemental Liquidity Provider）も流動性提供の役割を果たしており、割り当てられた銘柄において、自己勘定で少なくとも取引時間中の10%以上はNBBOを提示する義務を負っている。

NYSE 立会場までの電子的な注文フロー



(補足1) フロア・トレーダーは、ハウス・ブローカーと呼ばれる自身の所属する証券会社から立会場に送られて来た注文を執行する会員と独立ブローカーと呼ばれるハウス・ブローカーに代わって注文を執行する会員に分かれる。

(補足2) NYSEは、弾力性、効率性及びパフォーマンスを向上させ、システムの複雑さを軽減するために、新しいテクノロジープラットフォーム「PILLAR」への移行を、2016年から開始した。NYSE Arca、NYSE American及びNYSE Nationalは、既に移行完了済み。主要市場であるNYSEは、部分的にPILLARに移行しており、2018年に買収されたシカゴ証券取引所の移行スケジュールは、2018年9月時点では明らかにされていない。

(補足3) 2018年9月末時点でのDMMは5社。

## 8. NYSE における取引の仕組み（2）

【取引時間】 祝祭日を除き、NYSE のすべての現物市場の日中立会時間は、平日の午前9時30分から午後4時。ただし、主要市場のNYSEを除く他市場では、日中立会時間の前後に、アーリー・トレーディング・セッション及びレイト・トレーディング・セッションがある。

【注文タイプ】 NYSE グループの各市場は、2018年9月末現在、成行注文、指値注文、IOC 注文（即時執行又はキャンセル注文）及びこれらから派生した注文等、多くの注文タイプを提供している。DMM やフロア・トレーダーが立会場のみで使用できる注文タイプも多く存在する。

【売買規制措置】 NYSE を含む全米の株式市場では、株価の急変に対応したサーキット・ブレーカー制度を導入している。同制度は、1987年の暴落を背景に初めて導入されて以来、20年以上もダウ工業株30種平均を基準指数として用いてきたが、2010年5月に発生したフラッシュ・クラッシュ（瞬時の株価急落）に対処できなかった反省を踏まえ、より多くの銘柄で構成されるS&P500指数を基準指数とする新たな市場全体のサーキット・ブレーカー制度が2013年に導入されることとなった。

フラッシュ・クラッシュへの対応として、個別株ベースでも極端なボラティリティを抑制するため、個別株サーキット・ブレーカーが導入されたが、これはその後リミットアップ／リミットダウン制度にとって代わられた。リミットアップ／リミットダウン制度は、パイロット・プログラムとして2013年から2014年にかけて段階的に導入されている。

なお、2015年8月24日のボラティリティ上昇の際には、特に売買開始時の個別株の急落や、その後の急速なリバウンドをうまく制御できていなかったということで、リミットアップ／リミットダウン制度が機能していなかったと批判された。また、ETFの構成銘柄の多くが売買停止となったことで、ETFを適切にプライシングすることが困難となり、結果としてETFそのものも頻繁に売買停止となるなど、ETFに関連した課題も浮き彫りになった。その後、議論とレビューを経て、複数取引所を跨いだ売買停止後の再開時の取り扱いや、再開時における可変制限値幅の導入等の変更が実施された。

## NYSE における Tape A 銘柄に対する主な注文タイプ 約定上位5種類 (2018年9月)

寄付き／引け条件付注文	寄付き又は引けのみに有効となる成行注文又は指値注文。最も一般的なタイプは、引けに全量執行される引け条件付注文。
即時執行又はキャンセル注文	一部又は全部の数量について即時に執行され、執行されなかった数量はキャンセルされる成行注文又は指値注文。最も一般的なタイプは、IOC ISO (Immediate-or-Cancel Intermarket Sweep Order) というもので、他の取引所の気配に関わらず、当該取引所のブック内における約定可能な気配と約定する注文。
表示指値注文	指定した値段又はそれよりも有利な値段で、指定した数量の株式を買付ける又は売付ける注文でブックに表示されるもの。最も一般的なタイプは、回送不可注文(当該注文は他の取引所に回送されない)。
非表示指値注文	ブック上には表示されないが、執行可能として登録される指値注文。最も一般的なタイプはMPL-ALO注文と呼ばれるもので、最良売り気配と最良買い気配の仲間で執行される非表示の指値注文であるが、発注時点で仮に執行可能であったとしても約定せず非表示注文として板に登録され、反対側から執行可能な価格で注文が入ったときに約定する注文。
一部表示指値注文	最低数量のみがブック上に表示され、それ以外はリザーブとなりブック上には表示されない指値注文。表示数量が約定する都度、リザーブにある残注文から最低数量が表示される。

〔出所〕 NYSE

## 市場全体のサーキット・ブレーカー制度 (2018年)

概要	S&P500指数が前日終値から一定基準下落した場合に、市場全体の売買を一定時間停止する制度。発動基準は以下のとおり日々算出される。
発動基準と売買停止時間	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) S&amp;P500指数が前日比7%下落した場合(レベル1) <ul style="list-style-type: none"> <li>・09:30~15:25の間に発生 → 発生時から15分間の売買停止</li> <li>・15:25~16:00の間に発生 → 売買は停止しない</li> </ul> </li> <li>2) S&amp;P500指数が前日比13%下落した場合(レベル2) <ul style="list-style-type: none"> <li>・09:30~15:25の間に発生 → 発生時から15分間の売買停止</li> <li>・15:25~16:00の間に発生 → 売買は停止しない</li> </ul> </li> <li>3) S&amp;P500指数が前日比20%下落した場合(レベル3) <ul style="list-style-type: none"> <li>・時間帯に関係なく、発生した時点で終日売買停止</li> </ul> </li> </ol>

〔出所〕 SEC

## リミットアップ／リミットダウン制度 (2018年)

制度概要	直近5分間の個別銘柄の値動きの算術平均を基準値として、その基準値から上下一定の割合の値幅に値動きを制限する制度。株価が上下限值に到達しその後15秒以内に値幅内に戻らない場合は、当該銘柄は5分間の売買停止。
基準と値幅	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) S&amp;P 500指数及びRussell 1000指数の構成銘柄並びに一部のETP (Tier 1 株式) <ul style="list-style-type: none"> <li>・株価3ドル超: 基準値から上下5%の範囲内</li> <li>・株価0.75ドル~3ドル: 基準値から上下20%の範囲内</li> <li>・株価0.75ドル未満: 基準値から上下0.15ドル又は75%のうち狭い方の範囲内</li> </ul> </li> <li>2) その他のNMS銘柄及び小規模のETP (Tier 2 株式) <ul style="list-style-type: none"> <li>・株価3ドル超: 基準値から上下10%の範囲内</li> <li>・株価0.75ドル~3ドル: 基準値から上下20%の範囲内</li> <li>・株価0.75ドル未満: 基準値から上下0.15ドル又は75%のうち狭い方の範囲内</li> </ul> </li> </ol>
備考	<ul style="list-style-type: none"> <li>・Tier 2 レバレッジETFの値幅は、レバレッジ倍率に応じて決定される。</li> <li>・9:30~9:45及び15:35~16:00の間は、上の値幅は2倍になる。</li> </ul>

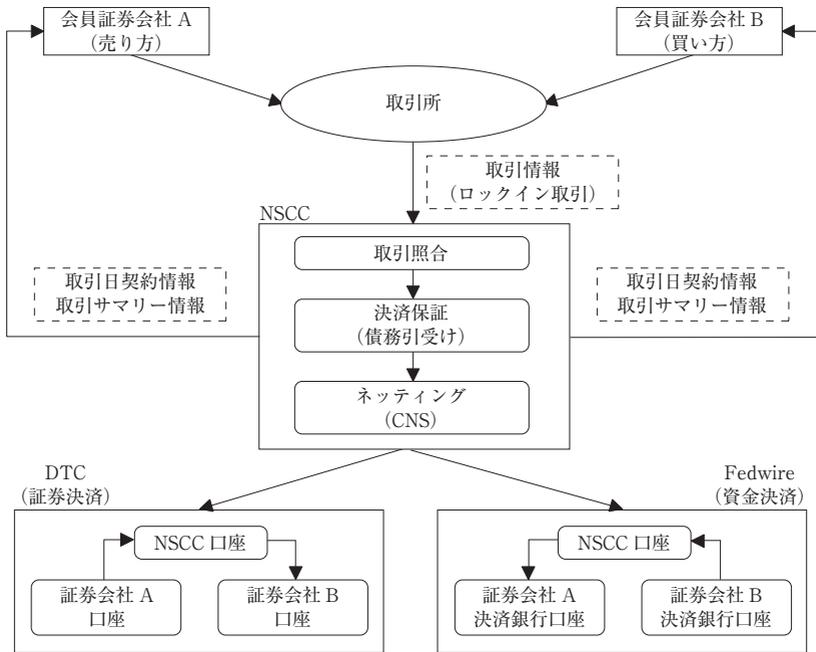
〔出所〕 SEC

**9. 取引の清算及び決済** 取引所取引の決済は、取引日を含めて3日目(T + 2)に、証券会社ごとに売りと買いをネットティングして証券の受渡し及び資金の受払いが行われる。こうしたネットティング処理等は、NSCC (National Securities Clearing Corporation)が行っている。また、証券の受渡しはDTC (Depository Trust Company)における口座振替により、資金の受払いはFRBにおける口座振替により行われる。NSCCは、1976年に設立された清算機関(CCP: Central Counterparty)で、上場株式や社債、地方債、ミューチュアル・ファンド、ETF等の取引照合、決済保証及びネットティングを行っている。一方、DTCは、有価証券の保管振替等を目的とし、1973年に設立された証券保管機関(CSD: Central Securities Depository)である。なお、両社は1999年11月に経営統合し、新設されたDTCC (Depository Trust Clearing Corporation)という持株会社の100%子会社となっている。

1995年以降、米国では、それまでのT + 5からT + 3に短縮された決済サイクルを用いていたが、2014年にDTCCは、関連する業界参加者とともに、更なる決済サイクルの短縮のための委員会を設立した。そして2017年9月、決済サイクルはT + 2に短縮された。

取引成立から清算及び決済までの流れであるが、まず、取引日(T)に、取引情報が取引所からNSCCに通知され、NSCCにおいて取引照合が行われる(ただし、現在ほぼ100%の株式取引が、取引所において照合済み取引(ロックイン取引)としてNSCCに通知されている)。取引日(T)の夜間に、NSCCは、すべての照合された取引の詳細を電子的なレポートとして証券会社に発行する。取引が検証されると、NSCCは決済保証を行い、ネットティング・システムであるCNS (Continuous Net Settlement)におけるネットティングが行われる。翌日(T + 1)、NSCCは証券会社に対して全ての取引リストに加え、決済日(T + 2)に決済予定のネット・ポジション(証券及び資金)のアップデート情報を通知する。決済日(T + 2)になると、NSCCはDTCに対して証券の振替指図を送り、証券会社とNSCCとの間の口座振替によって証券の受渡しが行われる。一方、資金決済については、NSCCが証券会社及び決済銀行に対して資金決済指図を送り、FRBにおいてNSCCと証券会社(又はその決済銀行)との間の口座振替によって資金の受払いが行われる。

取引の清算及び決済フロー



T (取引日)	NYSE等の取引所で取引が執行されると、通常、その取引は照合済み取引（ロックイン取引）としてNSCCに取引情報が送付される。なお、照合済みでない取引（非ロックイン取引）については、売り方及び買い方双方が取引情報をNSCCに送付し、NSCCにおいて取引照合が行われることとなる（現在、株式取引のほぼ100%は照合済み取引となっている。）。そして、NSCCは証券会社に対して、すべての照合された取引の詳細を、Cycle 1 Consolidated Trade Summary (CTS) という電子的なレポートとして証券会社に発行する。本レポートには、決済日（T+2）に決済予定の個別銘柄及び資金のネット・ポジションが含まれる。
T+1	NSCCは、CNS Projection Report等を証券会社に発行する。
T+2 (決済日)	証券については、NSCCがDTCに対して振替指図を発出し、証券会社とNSCCとの間の口座振替によって証券の受渡しが行われる。一方、資金については、NSCCが証券会社及び決済銀行に対して資金決済指図を発出し、Fedwire（FRB運営の銀行間資金決済・国債決済システム）を通じた証券会社（又はその決済銀行）とNSCCとの間の口座振替によって資金の支払いが行われる。

（注）ロックイン取引の検証後に、NSCCは債務引受け（売り方と買い方の間に入り、債権債務の当事者となる）を行い、決済を保证する。

10. 上場制度 NYSEに株式の上場を希望する会社は、財務数値や株式の分布状況等について、いくつかの上場基準を満たす必要がある。上場基準は、内国会社向けの基準と外国会社向けの基準があるものの、NYSEには東証のような市場第一部及び市場第二部といった区分はない（NYSE ArcaやNYSE Americanは、NYSEとは別市場であり、それぞれ独自の上場基準を有している。）。また、一般的な会社の株式（普通株式）の上場基準以外にも、REIT（不動産投資信託）やクローズド・エンド型投資会社等を想定した上場基準が別途存在している。

上場基準に掲げる財務基準のうち、税引き前利益とは、財務報告書に記載される利益ではなく、NYSEが独自に定義する利益である。NYSEの利益基準は、例えば商品ラインの除去、設備の統廃合等により生じる費用や、子会社株式の売却損益等の一時的な影響を控除することにより、会社の継続的な事業から得られる利益を中心に見ていこうとするものである。従って、一時的な要因等により赤字を計上している会社であっても、NYSEに上場できることもある。

また、NYSEによる上場審査は、上述のような数値基準の他にも様々なポイントに着目して行われている。NYSEが上場希望会社及び上場会社向けに公表している、NYSE上場マニュアル（NYSE Listed Company Manual）によれば、数値基準よりもむしろ「上場申請会社に対する国民的関心の程度、申請会社の製品の市場特性、業界における相対的安定性と地位、事業内容の将来性等に重点が置かれる」と解説されている。更に、独立役員のみで構成される監査委員会、報酬委員会及び指名・コーポレート・ガバナンス委員会の設置といったコーポレート・ガバナンスに関する基準も設けられている。

一方、上場後に株式の分布状況が悪化した場合等は、最終的に上場廃止になることもある。上場株式が上場維持基準に抵触した場合でも、直ちに上場廃止になるわけでないが、そのような場合、会社はNYSEに対して改善プランを提示することができる。改善プランを提示しなかった場合や、改善プランの有効性がNYSEによって認められなかった場合等は、速やかに上場廃止の手続きに入ることとなる。日本のような整理銘柄という制度が存在しないため、一旦上場廃止が決定されると速やかに上場廃止となる（正式な上場廃止はSECへの申請が必要）が、多くの場合、上場廃止となった銘柄は直ちにOTC市場で売買が継続される。

## NYSE における主な上場基準（内国会社普通株式の場合）

分布基準（Distribution Criteria）	
株主数 Holders	A) 他市場からの変更上場等： ・北米の単位株主数400人以上、又は ・北米の株主数2200人以上且つ最近6カ月の月間平均売買高10万株以上、 又は ・北米の株主数500人以上且つ最近12カ月の月間平均売買高100万株以上 B) 新規株式公開（IPO）の場合： 北米の単位株主数400人以上
流通株式数 Public Shares	110万株以上
流通株式時価総額 Market Value of Public Shares	A) 他市場からの変更上場等の場合：1億ドル以上 B) 新規株式公開（IPO）や会社分割（Carve-Out, Spin-Off）等の場合： 4,000万ドル以上 ※ 上記に加え、既公開会社の場合は終値を有していること、IPO等の場 合は公開価格が4ドル以上となる必要がある。
財務基準（Financial Criteria）	
利益 Earnings	最近3年間の税引き前利益の合計が1,000万ドル以上且つ最近2年間の税引 き前利益がそれぞれ200万ドル以上且つ最近3年間の税引き前利益がプ ラス、又は、最近3年間の税引き前利益の合計が1,200万ドル以上且つ最近1 年間の税引き前利益が500万ドル以上且つ最近3年間の2年目の税引き前 利益が200万ドル以上
全世界での時価総額 Global Market Capitalization	A) 他市場からの変更上場等の場合： ・全世界での時価総額が2億ドル以上 ・新規上場申請書提出の承認までの直近90日間において、終値が4ドル 以上 ・会社の事業計画及び営業実績から、継続的に時価総額を保つ又は増加 させると見込むことが可能 B) 新規株式公開（IPO）や会社分割（Carve-Out, Spin-Off）等の場合： ・全世界での時価総額が2億ドル以上となることを見込むことが可能

- (注) 1) 分布基準は、株主数、流通株式数、流通株式時価総額の全てを満たす必要がある。  
2) 北米とは、米国、カナダ及びメキシコを指す。  
3) 単位株主数とは、最低取引単位以上の株式を保有している株主数のこと。  
4) 財務基準は、利益と全世界での時価総額のうち、いずれか1つを満たす必要がある。

〔出所〕 NYSE Listed Company Manual, 2018年9月末時点。

## NYSE における主な上場維持基準（内国会社普通株式の場合）

以下のいずれかの場合に該当しないこと。

株価基準（Price Criteria for Capital or Common Stock）	
30連続営業日における平均終値が1ドルを下回った場合	
分布基準（Distribution Criteria for Capital or Common Stock）	
A) 総株主数が400人を下回った場合、又は B) 総株主数が1,200人を下回り且つ最近12カ月の月間平均売買高が10万株を下回った場合、又は C) 流通株式数が60万株を下回った場合	
財務基準（Numerical Criteria for Capital or Common Stock）	
A) 30連続営業日における全世界での平均時価総額が5,000万ドルを下回り且つ資本の額（Stock- holders' Equity）が5,000万ドルを下回った場合、又は B) 30連続営業日における全世界での平均時価総額が1,500万ドルを下回った場合	

- (注) NYSEでは、上表のような量的上場維持基準（Quantitative Continued Listing Criteria）の他に、コーポレ  
ート・ガバナンス、開示及び事業活動に関する要件などの質的上場維持基準（Qualitative Continued Listing Cri-  
teria）がある。

〔出所〕 NYSE Listed Company Manual, 2018年9月末時点。

**11. 上場会社管理** 2018年9月末現在、NYSEには内国会社及び外国会社を合わせて2,300社以上が上場している。これらの上場会社が遵守・履行しなければならない事項は、上場契約書やNYSE上場マニュアル（NYSE Listed Company Manual）等に記載されている。自主規制機能としての上場会社管理の基本は、上場会社がこれらの事項を適切に実行するよう監視・指導することであり、ディスクロージャー（企業情報の開示）、特にタイムリー・ディスクロージャー（適時情報開示）の徹底及び重要な情報や決定事項の取引所への通知の徹底が中心となっている。

ディスクロージャー制度は、アメリカにおける証券規制の基本であるが、SECは、定期的なディスクロージャー、すなわち年次報告書（フォーム10-K）や四半期報告書（フォーム10-Q）に重点を置いており、タイムリー・ディスクロージャーについては、取引所規則等によって補完される関係にある。NYSEにおけるタイムリー・ディスクロージャー制度は、上場会社は、①常識的にみて、上場する有価証券の相場に重大な影響を与えると考えられるニュースや情報については直ちにこれを公表すること、②異常な取引行為や株価変動をもたらしている根拠のない噂が流布している場合には、速やかにこれを打ち消す措置をとること、③認められたルールに基づいて作成された財務報告書の定期的かつタイムリーな公表を確保することを求めている。

NYSEの場合、上場会社管理の要となっているのが、NYSEレギュレーション内のIssuer Regulation（上場管理部門）の担当者である。上場管理部門では、2,300社以上をいくつかのグループに分けて各担当者に割り当て、各担当者が割当企業のプレスリリースやニュース発表を継続的にモニタリングしている。また、FINRAやMarket Regulation（市場監視部門）等との連携も、上場会社管理の重要な手段の一つとなっている。

円滑且つ公正な取引所市場の運営のためには、ディスクロージャーの徹底のほか、会社動向や株式分布の状況等を含む上場会社の実態把握についても、取引所における上場会社管理の重要な業務の一つとなっている。

## NYSE における上場会社数及び上場会社（内国会社）時価総額の推移

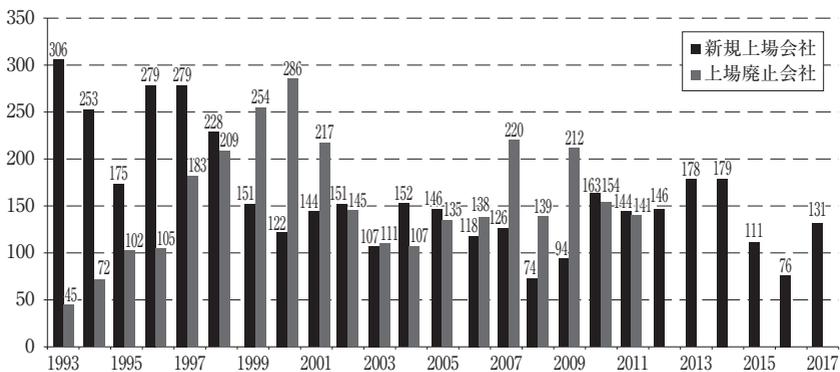
年	上場会社		上場会社（内国会社）時価総額 （百万ドル）
	うち内国会社	うち外国会社	
1995	2,242	1,996	5,654,815.40
1996	2,476	2,172	6,841,987.60
1997	2,626	2,271	8,879,630.60
1998	2,670	2,278	10,277,899.80
1999	3,025	2,620	11,437,597.30
2000	2,468	2,035	11,534,612.90
2001	2,400	1,939	11,026,586.50
2002	2,366	1,894	9,015,270.50
2003	2,308	1,842	11,328,953.10
2004	2,293	1,834	12,707,578.30
2005	2,270	1,818	13,632,303.00
2006	2,280	1,829	15,421,167.90
2007	2,273	1,852	15,650,832.50
2008	1,963	1,548	9,208,934.10
2009	2,327	1,832	11,837,793.30
2010	2,317	1,799	13,394,081.80
2011	2,308	1,788	11,795,575.45
2012	2,339	1,815	14,085,944.12
2013	2,371	1,852	17,949,883.80
2014	2,466	1,939	19,351,417.24
2015	2,441	1,923	18,486,204.34
2016	2,307	1,822	19,573,073.69
2017	2,286	1,791	22,081,367.01
2018	2,285	1,780	24,223,206.00

(注) 1) データは各年末時点（ただし、2018年は9月末時点）。

2) 2005年まではNYSEのみのデータ、2006年及び2007年はNYSE及びNYSE Arcaの合計。2008年以降はNYSE American（旧NYSE MKT）も含む。

〔出所〕 World Federation of Exchanges

## NYSE における新規上場会社数及び上場廃止会社数の推移



(注) 1) 2005年まではNYSEのみのデータ、2006年及び2007年はNYSE及びNYSE Arcaの合計。2008年以降はNYSE American（旧NYSE MKT）も含む。

2) 新規上場会社数及び上場廃止会社数には、投資会社（Investment Fund）は含まない。

3) 2012年以降、上場廃止会社数は公表されていない。

〔出所〕 NYSE 及び World Federation of Exchanges

### Ⅲ 店頭市場

1. 店頭市場の歴史と現状 店頭市場とは、証券会社や投資家が証券取引所の市場外で行う店頭取引が組織的に行われる場を指す。証券会社のカウンター越しに取引されるという意味で、Over the Counter Market (OTC 市場) と呼ばれてきた。

株式店頭市場の起源は、証券会社が特定の銘柄の売買気配を継続的に提示するマーケットメーカーとしての業務を営んだことに求められる。マーケット・メイキングが活発化するにつれ、情報の組織的な提供が求められるようになり、1904年には店頭市場の気配表であるピンクシートが創刊された。

初期の店頭市場は、実際の売買価格が気配表の記載と大きく異なったり、マーケットメーカーが不当に高いマーク・アップ（マージン）を得るなど、投資家保護の観点からは問題が多かった。このため1938年に証券取引所法の改正法（マロニー法）が制定され、店頭市場の自主規制機関として全国証券業協会（NASD、現 FINRA）が設けられることになったのである。

NASD が監督する店頭市場は、1971年の「全米証券業協会自動気配表示システム（National Association of Securities Dealers Automated Quotations：NASDAQ）」の稼働によって世界初の立会場を有しない組織的な株式市場であるナスダック市場へと発展した。一方、ナスダック市場の登録基準を満たさない銘柄を取り扱う店頭市場についても、1990年以降、NASD が運営する OTC ブリテンボード（OTCBB）が整備され、透明性の向上が図られることになった。こうした非上場銘柄の店頭市場以外に上場銘柄の店頭市場も形成された（第三市場）。

2006年8月、店頭市場の代名詞とされてきたナスダックが国法取引所登録を行い取引所市場となった。しかし、その後も全米市場システム（NMS）に取り込まれない未公開株式の取引は活発である。OTCBB やピンクシートの後身である OTC マーケッツを通じたもののほか、最近では、IT（情報技術）の発達で新たな仕組みも登場している。

FINRA の統計によれば、2018年8月現在、外国株式や ADR（米国預託証券）を含む約1万7千銘柄が株式店頭市場で取引されており、売買代金は月間約316億ドルに達する。但し、米国内株は銘柄数で4割、売買代金では約15%を占めるにとどまる。

## アメリカにおける店頭市場の構造

ニューヨーク証券取引所 (NYSE)	ナスダック証券取引所	第三市場 (上場株の店頭取引)
その他の取引所 NYSE グループ (NYSE Arca など) ナスダック・グループ (BX, PHLX など) シカゴ, ナショナル (地方取引所) BATS Direct Edge グループ (BZX, BYX, EDGA, EDGX)		
OTC プリティンボード		OTC マーケッツ
特定の州内で株式が流通するローカル市場や 未公開株式の流通市場		

## 近年の株式店頭市場取引状況

	国内株		外国株 (含む ADR)		合計	
	銘柄数	売買金額 (百万ドル)	銘柄数	売買金額 (百万ドル)	銘柄数	売買金額 (百万ドル)
2014年	7,234	4,208	10,441	23,361	17,675	27,571
2015年	7,729	36,122	11,355	183,088	19,082	219,211
2016年	7,934	41,351	11,784	180,353	19,701	221,705
2017年	7,301	69,704	11,202	201,935	18,496	271,640
2018年1月	6,742	10,771	10,384	30,565	17,124	41,338
2月	6,718	4,995	10,334	25,380	17,051	30,377
3月	6,715	4,406	10,339	25,478	17,053	29,885
4月	6,711	4,296	10,360	25,180	17,070	29,477
5月	6,682	4,912	10,348	24,489	17,029	29,402
6月	6,672	4,455	10,344	24,918	17,016	29,375
7月	6,668	4,211	10,357	20,478	17,023	24,691
8月	6,642	4,623	10,397	26,980	17,039	31,604

〔出所〕 FINRA 資料より作成。

2. ナスダックの歴史 株式の店頭市場としてのナスダックは1971年に成立したが、その最大の特徴は、全米に散らばるマーケットメーカーが示す気配情報をコンピュータ・システム上で集約することにより、マーケットメーカー間の競争による価格向上と高い流動性を実現した点にあった。

ナスダックは、取引所市場よりも緩やかな登録基準や立会場でのオークション取引とは異なる先進的なイメージがハイテク企業に好まれ、成長企業の株式公開の場としての地位を確立した。アップル・コンピュータ、インテル、マイクロソフト、ヤフー、グーグルなどIT企業の雄は、いずれも取引所ではなくナスダックでの株式新規公開（IPO）の途を選んだのである。

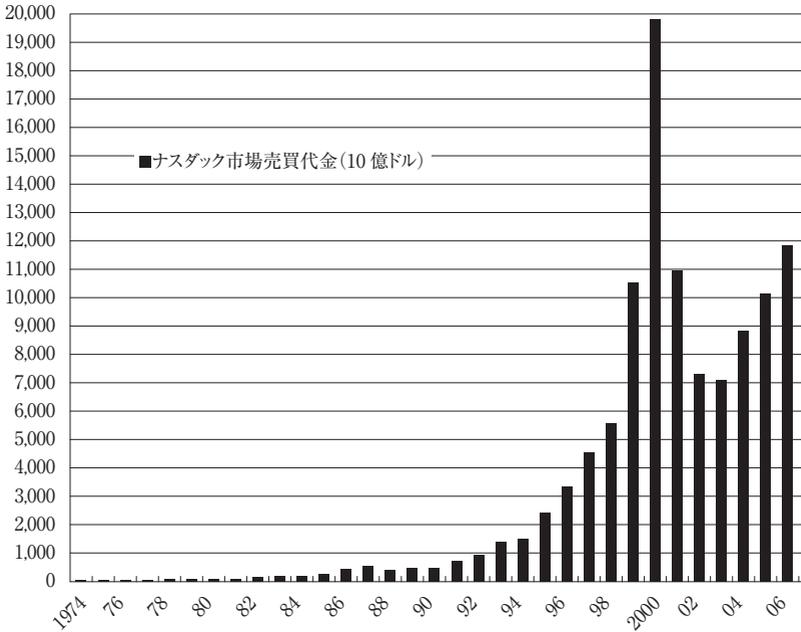
ナスダックは電子取引市場というイメージが強いが、当初からコンピュータ上での売買注文のマッチングが行われたわけではない。基本的な取引形態は、発注者である投資家やブローカーが気配を提示するマーケットメーカーに電話で連絡して約定するというものであった。その後、増加する取引を処理するためにシステム化が求められるようになり、1984年に導入された小口注文執行システム（SOES）を端緒とする注文執行の自動化が進んだ。

ナスダック市場は当初、取引所の上場基準を満たせない企業の株式を取引する場として位置づけられていた。しかし、1982年にNMS銘柄を取引するセクションが設けられ、上場企業並みの基準を充足した銘柄も登録することになったことで取引所市場と対等の存在とみなされるようになった。

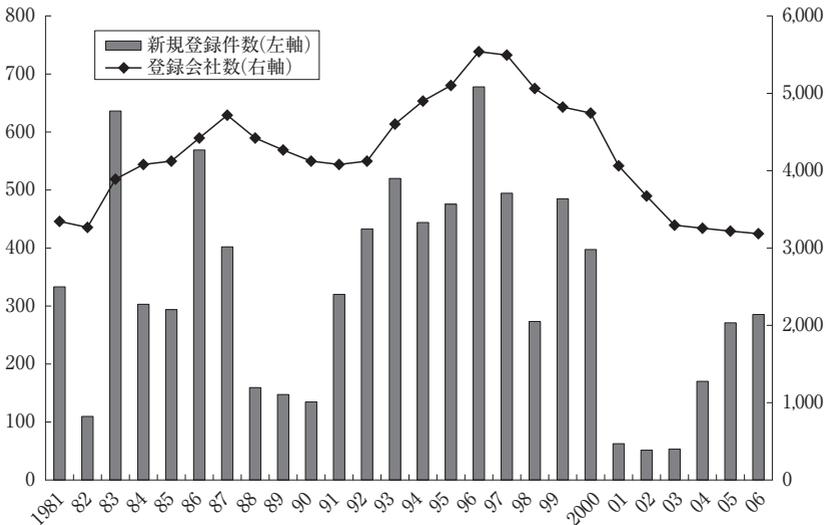
取引所市場のスペシャリスト制度は、各上場銘柄につき一人のマーケットメーカーを指定するものであり、ナスダックの競争的マーケットメーカーの方が投資家にとって好ましい制度のように思われる。ところが1994年にある学術論文がきっかけとなってナスダックのマーケットメーカー間の談合疑惑が持ち上がり、市場に対する信認が損なわれるとともに、マーケットメーカーを十分に規制・監督できなかったNASDに対する批判が高まった。

このことは、全ての証券業者を監督する自主規制機関が、株式だけを取り扱う事実上の取引所を運営することの問題点を示したとも言える。他方、市場としてのナスダックも、世界的な市場間競争が激化する中で、非営利の自主規制機関の一部門であることに限界を感じるようになっていった。2006年8月、ナスダックは取引所に転換し、店頭市場としての歴史に幕を下ろしたのである。

店頭市場としてのナスダックの発展（売買代金の推移）



店頭市場としてのナスダックにおける IPO 件数，登録会社数の推移



〔出所〕 旧 NASD，FINRA 資料より作成。

**3. OTC ブリティンボード** OTC ブリティンボード (OTCBB) とは、未公開株式の店頭取引気配を表示する電子情報システムであり、証券業者の自主規制機関である FINRA (旧 NASD) によって運営されている。

店頭市場としてのナスダックの登録基準を満たさない企業の株式は、ナスダック・システムの稼働後も、マーケットメーカーがピンクシートなどを通じて気配を表示することで取引されていた。こうした店頭取引の対象となる株式の大半は、時価が5ドル以下の、いわゆるペニー・ストックであり、詐欺的な勧誘が横行して多くの個人投資家が被害を受けるなど、投資家保護の観点から大きな問題を生んだ。そこで1990年1月、1934年証券取引所法を改正する「ペニー・ストック改革法」が制定され、NASD に対して、株式店頭取引に関する価格情報の透明性を高めるためのシステム開発が勧告されたのである。

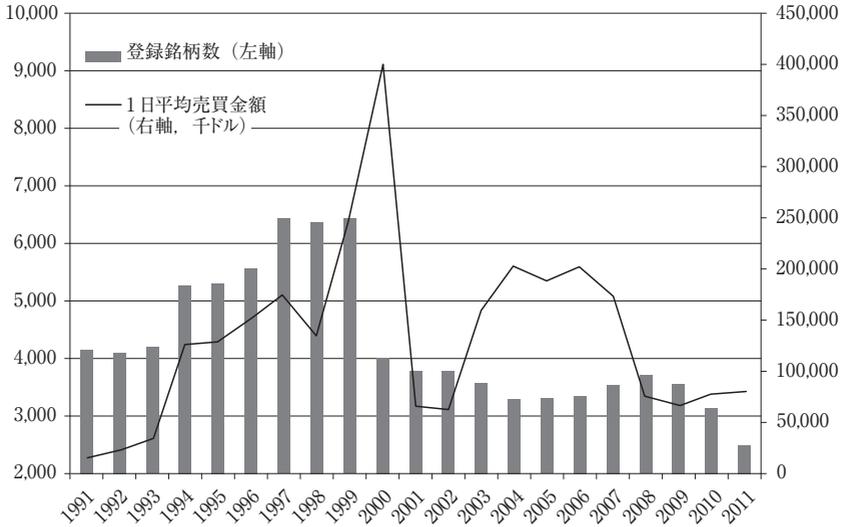
これを受けて1990年6月に稼働したのが OTCBB である。当初の仕組みは、ナスダックの取引端末を通じてアクセスでき、登録銘柄ごとに、気配を提示するマーケットメーカー名と連絡先、気配値が表示されるというものであった。

OTCBB への登録にあたっては、特に審査手続きは要求されず、マーケットメーカーとなる証券会社が発行会社に関する簡単な情報を記載した Form211 などの書類を FINRA に対して提出するだけで足りる。いわば「勝手に市場」とも言うべき規制の緩やかな市場だが、1993年以降、取引報告や情報開示に関する規制が強化され、市場としての整備が進んだ。

すなわち、1993年以降、OTCBB 上の取引を約定成立後90秒以内に報告することが義務づけられ、1999年7月には、新たな規則で OTCBB 登録銘柄の SEC への登録と法定の継続情報開示が義務づけられることになった。この規制強化の影響は大きく、規則が全面施行された2000年6月にかけて3,000銘柄以上が登録廃止となった。その後2001年には OTCBB をブリティンボード取引所 (BBX) へと衣替えする計画が明らかとなったが、2003年中止された。

近年は、後述するように、ピンクシートを電子取引システムに衣替えした OTC マーケットの機能と情報開示の充実も図られていることや未公開株式を流通させる新たな仕組みが生まれたことで、OTCBB の役割は低下している。OTCBB の登録銘柄数は近年著しく減少しており、2018年8月時点では登録銘柄数4、月間約定件数は15件と、もはや風前の灯火とも言うべき状況にある。

OTCBB 登録銘柄数と1日平均売買金額の推移 (2011年まで)



OTCBB 登録銘柄数と売買金額の推移

	内国株		外国株		合計	
	登録銘柄数	売買金額 (千ドル)	登録銘柄数	売買金額 (千ドル)	登録銘柄数	売買金額 (千ドル)
2014年	597	1,768,705	21	5,842	618	1,774,547
2015年	699	8,780,115	23	61,456	722	8,841,571
2016年	423	971,154	11	19,023	434	990,177
2017年	99	218,233	4	6,164	103	224,398
2018年1月	34	17,010	—	—	34	17,010
2月	34	9,116	1	390	35	9,506
3月	33	11,894	1	1,371	34	13,265
4月	31	10,685	1	1,955	32	12,641
5月	31	7,881	1	865	32	8,746
6月	32	9,958	1	606	33	10,564
7月	19	2,024	1	1,620	20	3,645
8月	3	26	1	21	4	47

〔出所〕 FINRA 資料より作成。

4. **ピンクシート** OTCBB が設けられる以前から非上場株式の店頭取引を円滑に行うための情報源として広く利用されていたのが、1904年に創刊された日刊の気配表ピンクシートである。その名称は気配表の印刷に用いられた紙の色に由来し、同時に発行されていた債券の気配表は、黄色の紙に印刷されたのでイエローシートと呼ばれていた。

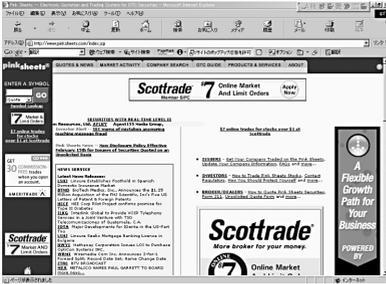
ピンクシートには銘柄ごとに気配を提示するマーケットメーカーの名称と連絡先電話番号が掲載されており、取引を希望する投資家や証券会社は、マーケットメーカーに電話で連絡をとって相対交渉で売買を成立させていた。なお、ピンクシートに気配が掲載される銘柄は、必ずしも未公開株式には限定されず、取引所上場銘柄やナスダック登録銘柄も含まれた。また、掲載される気配は前日のものであったため、マーケットメーカーは掲載気配を尊重する義務を負うわけではなく、実際の売買価格が掲載気配と乖離することは当然視されていた。

ピンクシートは、長く NQB (National Quotation Bureau) によって日刊誌として出版されていたが、1997年、クロムウェル・カールソン氏を中心としたグループによって買収され、大きな変貌を遂げることになった。1999年にピンクシート・システムが稼働し、紙の気配表から電子情報システムへと移行することになったのである。

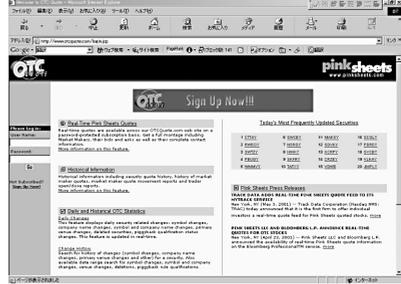
また、運営会社は、2000年に社名を Pink Sheets LLC. に変更するとともにウェブサイトを立ち上げ、インターネットを通じたリアルタイムの気配情報配信を開始した。2008年には運営会社が株式会社化し、社名を Pink OTC Markets, Inc. と改め、その後2010年には OTC Markets Group, Inc. へと再度改称し、今日に至っている。従って、現在ではピンクシートという名称の市場は公式には存在せず、次節で述べる OTC マーケットの市場区分の一つピンク・オープンマーケットとしてその名残をとどめるのみである。

ピンクシートは、しばしばニューヨーク証券取引所 (NYSE) を頂点とするアメリカ株式市場の階層構造の裾野を成すものと受け止められてきたが、前述のように、未公開株式だけを取り扱ったわけではなく、そうした理解は正確とは言えない。しかし、気配掲載の基準が特に設けられていなかった事実からすれば、ピンクシートが株式市場の最下層という見方も外的外れではないだろう。

ピンクシート関連サイト (2008年当時)

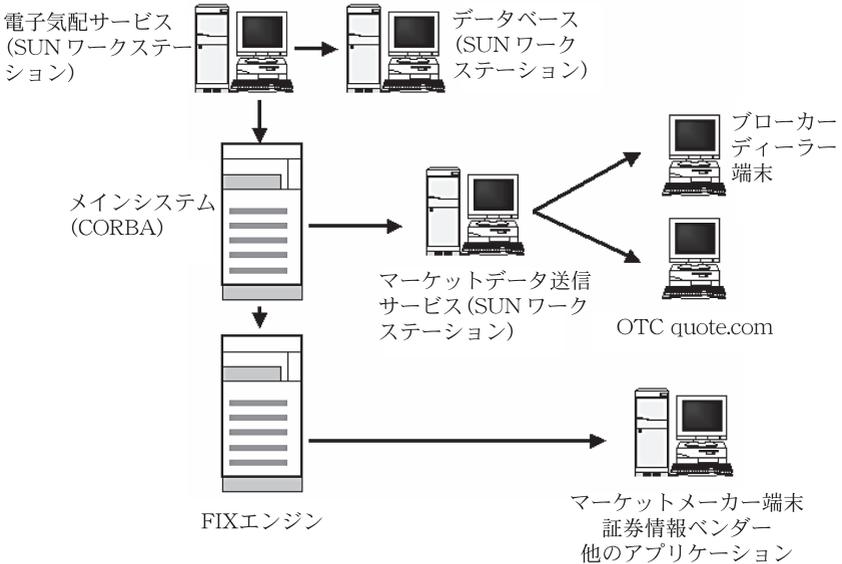


ピンクシート情報の有料サイト  
<http://www.otcquote.com/>



ピンクシートのメインサイト  
<http://www.pinksheets.com/>

ピンクシート・システム (Electronic Quotation Service) (2008年当時)



5. OTC マーケッツ ピンクシートの後身である OTC マーケッツでは、市場運営会社である OTC マーケッツ・グループの子会社で登録 ATS（代替取引システム）である OTC リンク上でマーケットメーカーが気配を表示することで株式の取引が行われている。

法定の情報開示義務に加えて、OTC マーケッツ登録銘柄に対して一律に課される情報開示義務といったものは存在せず、企業情報の入手が著しく困難な銘柄すら存在する。とはいえ2007年から入手できる情報のレベルなどによる市場区分が設けられており、もはや玉石混淆の市場とは言えない。現在の市場区分は OTCQX ベストマーケット、OTCQB ベンチャーマーケット、ピンク・オープンマーケットの3つである。

最上位区分である OTCQX には、化学の BASF や薬品のロシュ、ドイツテレコムといった世界的な著名大企業を含め米国外の企業が多数含まれることが特徴的である。これは、多くの米国外企業が、アメリカの取引所市場に株式を上場すると SEC 登録が必要となり、SOX 法の内部統制報告・監査制度の適用を受けることになるなど負担が大きいと考え、SEC 登録の不要な ADR（アメリカ預託証書）を発行しているためである。

OTCQX に次ぐものとして位置づけられる OTCQB は、監査済みの財務諸表を開示できることが主要な登録要件となっている。ほぼ OTCBB 登録に相当する市場区分と言える。

一方、下位の区分であるピンクに含まれる銘柄の多くについては、継続的な情報開示がほとんど、あるいは全く行われていない。それでもマーケットメーカーによる売買気配が提示され、情報が不十分である旨の警告を伴いつつ、一般の個人を含む投資家が希望すれば売買できる状態が確保されている。この点は、SEC 登録を回避するために、取引に参加できる投資家の範囲を限定している未公開株式の流通市場（詳しくは次節）とは大きく異なっている。

2018年10月時点では、OTC マーケッツの登録銘柄数は1万400以上、1日の取引金額は約15億ドル、約定件数は約25万件であった。OTC プリティンボードの登録銘柄数が、情報開示規制の強化で減少して以降横ばい傾向にあるのに対し、OTC マーケッツでの取引は、2009年1月当時は50銘柄に過ぎなかった OTCQX 銘柄が532銘柄に増加するなど、拡大傾向にある。

## OTC マーケットの市場区分（登録基準の主要項目）

<p>OTCQX (532銘柄)</p>	<p>外国株と米国株に共通する基準</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• OTC リンク上でマーケットメーカーによる気配表示が行われること。</li> <li>• 法律事務所や信託銀行などが就任する OTCQX スポンサーによる紹介状が発給されること。</li> <li>• 監査済み財務諸表を含む継続情報開示が行われ、重要情報を適時開示すること。</li> <li>• ①純資産200万ドル以上で営業年数3年以上または純資産500万ドル以上、②3年間の平均売上高600万ドル以上、③株価5ドル以上かつ純収入50万ドル以上等、のいずれかを満たすこと。</li> <li>• 100株以上保有株主数50人以上。</li> <li>• 10セント以上の買い気配を維持。</li> <li>• 時価総額500万ドル以上を維持。</li> </ul> <p>※より厳しい基準を満たす場合プレミア銘柄に分類される。</p> <p>米国株のみに求められる基準</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 独立取締役2名以上を有すること。</li> <li>• 独立取締役が過半数を占める監査委員会を有すること。</li> <li>• 株主総会の15日前までに財務報告を株主に提供すること。</li> </ul>
<p>OTCQB (1,017銘柄)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• OTC リンク上でマーケットメーカーによる気配表示が行われること。</li> <li>• 監査済み財務諸表を開示すること。</li> <li>• 1セント以上の買い気配を維持。</li> <li>• 破産していないこと。</li> <li>• 100株以上保有株主数50人以上。</li> <li>• 原則として発行済み株式の10%以上が浮動株であること。</li> <li>• 外国会社の場合、法律事務所や信託銀行などが就任する OTCQB スポンサーによる紹介状が発給されること。</li> </ul>
<p>ピンク (9,016銘柄)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• OTC リンク上でマーケットメーカーによる気配表示が行われること。</li> <li>• 入手可能な情報のレベルによって、①開示銘柄、②限定開示銘柄（過去6ヵ月以内に開示した財務情報等が存在）、③非開示銘柄、という区別が表示される。</li> </ul>

（注）各銘柄区分に属する銘柄数は2018年10月2日時点。

〔出所〕 OTC マーケット社資料より作成。

**6. 未公開株式の流通市場** アメリカでは近年、株式新規公開（IPO）の件数が減少する一方で、ユニコーンと呼ばれる企業価値10億ドル以上の未公開企業が増加し、未公開株式投資への関心が高まっている。他方、IPOを目指すベンチャー企業の側でもファンドの償還期限が迫るベンチャーキャピタルや退社する幹部社員などによる保有株式の売却が必要になるなど、未公開段階での株式流動化に対するニーズが高まっている。

この背景には、上場株式投資よりも高いリターンを求めるプライベート・エクイティ投資の活発化と規模拡大がある。ベンチャー企業はIPOを急がなくてもPEファンドからの大規模な資金調達が可能となっているのである。

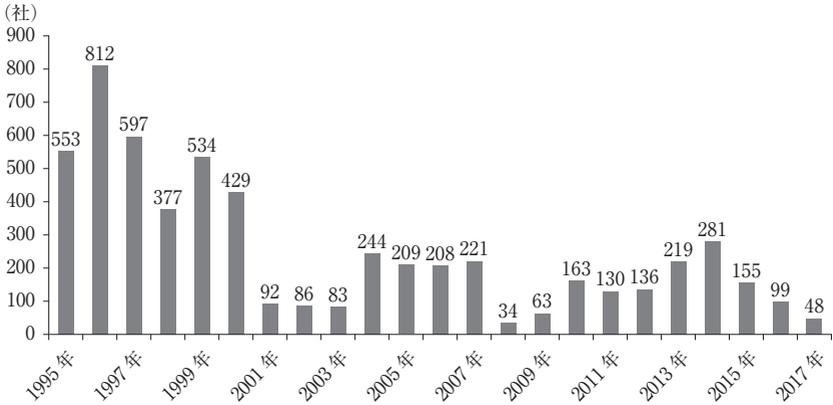
こうした未公開株式の流動化ニーズに応える取引システムが、近年存在感を高めている。2004年に創業したセカンドマーケットや2009年に設立されたシェアーズポストがその典型例であり、リンクドイン、フェイスブック、ツイッターなど、未公開のまま世界的な知名度を獲得した企業の株式を取扱い、注目を集めた。

これらはいずれも私募に関するセーフハーバー・ルールであるレギュレーションDや適格機関投資家間の株式流通を可能にする規則144Aなどに基づいて、インターネット上の電子掲示板などの仕組みを通じ限定的な投資家間での株式の売買を可能にするものである。

新たな形での未公開株式取引を後押しするのが、2012年4月に成立したジョブズ法（JOBS Act：Jumpstart Our Business Startups Act）に象徴される規制緩和の動きである。同法には私募や登録を伴わない転売に関する一般向け勧誘の解禁や継続開示義務の外形基準の引き上げなど、未公開株の幅広い流通を可能にする内容が盛り込まれ、その後も「ジョブズ法2.0」と呼ばれるような規制見直しが行われている。

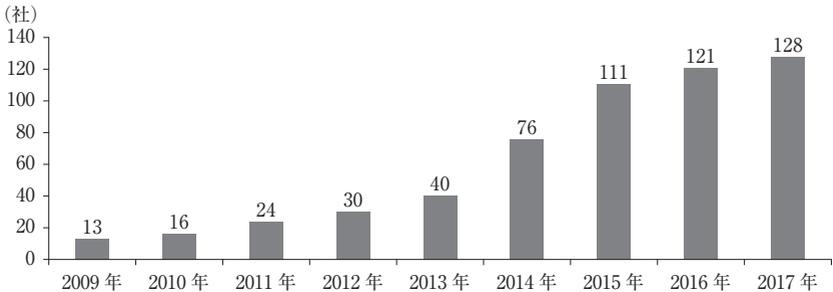
従来、IPOの場として中心的な役割を担ってきたナスダックも新たな取り組みを進めている。2013年3月には、シェアーズポストとの合併事業として、ナスダック・プライベート・マーケット（NPM）を立ち上げ、2015年10月にはセカンドマーケットを買収してNPMと統合した。同時にシェアーズポストが保有するNPM株式を買い取って完全子会社化する一方、ブロックチェーン技術を用いた未公開株式流通の仕組みナスダック・リンクを稼働させている。

IPO 件数の推移



(注) SEC に登録された IPO が対象。買収目的会社 (SPAC) やファンドは除く。  
 [出所] SEC より野村資本市場研究所作成

増加するユニコーン企業数



(注) 1. エグジットしたものは翌年の数値から除外。  
 2. 2017年の数値は8月時点のもの。  
 [出所] PitchBook, "Unicorn Report 2017" より野村資本市場研究所作成

セカンドマーケットとナスダック・プライベート・マーケット (NPM) の取引高の推移



[出所] 各種資料より野村資本市場研究所作成