

## 第6章 株式流通市場

### I 全米市場システム (NMS)

1. NMS 構想とその背景 NMS (National Market System) はアメリカの主要株式市場を連結し、市場間競争を促して効率化をはかる仕組みの総称であり、1975年証券諸法改正法を法的根拠とする。アメリカでは非上場取引特権により上場市場以外の市場での株式取引が認められている。NMS 構想の背景には、機関投資家などの大口取引がニューヨーク証券取引所 (NYSE) などの固定された手数料体系を避けて、地方証券取引所や取引所外取引である第三市場 (NYSE 非会員業者による店頭取引市場) 執行される傾向があった。NYSE 上場銘柄の価格等の取引情報や流動性が分散化された結果、最良気配での取引を困難とする「市場の分裂」状態となり、市場取引の効率性が低下していた。SEC (証券取引委員会) は1975年の1934年証券取引所法規則19b-3 (1934年証券取引所規則) により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 (メーデー) したが、独占禁止法の適用除外であっ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ていた。市場の分裂に対応すべく連邦議会は、75年改正法により SEC の権限を拡充するとともに NMS の創設を命じた。ただし、75年改正法は NMS の定義を示さず NMS の具体的な構想は SEC に一任された。

SEC が整備した NMS は①総合取引通報システム (CTS) と②総合気配 (最良気配) 表示システム (CQS) で各市場の取引情報を統合し、③市場間注文回送システム (ITS) と合わせて、オーダー・フローの集中化を可能とする改革であった。1980年代後半に入り、米国では新たな取引システムとして私設取引システム (PTS) や代替取引システム (ATS) もしくは電子証券取引ネットワーク (ECN) が発達し始めるなど、多様な証券取引が実現しているが、これらの成長は NMS 構想による市場の発達の恩恵とも言える。しかしながら、2007年施行のレギュレーション NMS により市場間競争が促進される一方で、各取引所が導入したメイカー・テイカー手数料モデル (テイカー・フィー) を避けて、より手数料が廉価なダーク・プール等での注文執行も増え、新たな市場の分裂が問題視され始めている。

## 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. NMS の概要** 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、取引市場を周知し、最良執行を促すことを目的とする。1975年に NYSE 上場銘柄 (テープA銘柄, ネットワークA), 1976年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 (テープB銘柄, ネットワークB) を対象としてCTSは稼動し、1982年からはナスダック登録銘柄 (テープC銘柄, ネットワークC) にも導入された。

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、最良執行のためには、各市場の最良気配と注文数量の情報も不可欠である。1978年に NYSE と AMEX が最良気配の公表を目的として始めたのが総合気配表示システム CQS (Consolidated Quotation System) である。1971年に稼動したナスダック (Nasdaq) は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、1979年よりCQSを通じて情報を配信している。ただし情報の配信主体 (Securities information Processor, SIP) はテープA銘柄とテープB銘柄がCTA/CQ SIP (NYSE) であるのに対して、テープC銘柄はUTP SIP (Nasdaq) である。CTSとCQSにより情報の集約が可能となったが、近年では速度を重視する投資家向けに各取引所がデータを直接提供するサービスも行っている。

市場情報の統合によって各市場の最良気配と注文数量を把握できても、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。1978年に稼働した市場間注文回送システム ITS (Intermarket Trading System) はCQSで最良気配が公表されている市場をリアルタイムで繋ぎ、単一の統合市場の形成を可能とした。1981年にはSEC規則によりトレード・スルー (CQS上の最良気配でない価格での注文執行) 禁止規則がITSに導入されている。このトレード・スルーの禁止は後述するレギュレーションNMSの規則611 (オーダー・プロテクション規則) で強化された。ただし、電子取引技術の進歩に伴いより近代的で効率的な取引プラットフォームが求められた結果NYSEは2000年に、ナスダックも2006年にITSから離脱し、現在では取引所傘下の市場間注文回送ブローカーを通じて他の市場にアクセスしている。

市場情報配信関係用語の整理

	証券市場間の 統合ネットワーク	価格情報を提供する主体			
		管理者	運営機関	処理業者	
規制上の呼称	ナショナル・マーケット・システム (NMS)	証券情報処理装置 (SIP(s)) (Securities Information Processor)	SIP プラン (SIP Plan)	SIP 運営委員会 (SIP Operating Committee)	プロセッサ (処理業者)
現実の機関	— (一般に Consolidated Market Data Feeds と呼ばれることもある)	CTA (Consolidated Tape Association) (取引所上場銘柄情報を対象 (Nasdaqを除く)) (CQ/CTA SIPとも呼ばれる)	CTA Plan (CTA/CQPlan) (= CTA + CQ) ・CTA ・CQ (Consolidated Quotation System) (管理の主体は NYSE)	運営委員会 (Operating Committee)	SIAC (Securities Industry Automation Corporation, NYSE グループ会社)
		UTP SIP (Nasdaq 上場銘柄情報を対象)	UTP Plan (テープCとも呼ばれる) (管理の主体は Nasdaq)	Operating Committee	Nasdaq
(CTAと別個の) 取引所独自の情報提供サービス	—	総称: Proprietary Data Feed (又はダイレクト・フィード) (個々の名称は各取引所が命名)	各取引所	各取引所	各取引所

〔出所〕 志馬 (2020) 「取引所の価格情報配信に関する SEC の指令提案」『証券レポート』1720号。

上場市場別および取引所別の株式一日平均取引額 (単位 10億ドル)

	上場市場別			取引所別					総計
	テープ A 銘柄	テープ B 銘柄	テープ C 銘柄	ICE	Nasdaq	Cboe	その他	取引所外	
2013	108.04	58.18	56.44	55.66	45.19	47.32	0.00	74.50	222.67
2014	124.90	64.05	70.84	64.05	56.85	52.46	0.00	86.43	259.79
2015	131.17	71.56	75.44	71.17	58.28	56.70	0.00	92.01	278.17
2016	129.01	72.39	71.49	70.82	53.35	54.30	1.65	92.78	272.89
2017	126.45	61.30	83.40	64.55	55.98	49.01	6.44	95.18	271.15
2018	149.47	86.34	121.06	81.51	80.83	63.89	8.71	121.93	356.87
2019	137.92	75.19	108.63	75.91	71.83	52.18	9.19	112.63	321.74
2020	175.82	104.64	198.99	103.80	104.55	74.88	13.05	183.17	479.45
2021	205.29	112.31	247.06	119.61	119.77	83.37	29.98	211.94	564.66
2022	193.67	139.92	239.50	119.72	117.13	75.82	39.62	220.80	573.09
2023	174.05	114.54	226.05	105.95	99.90	60.12	33.63	215.03	514.64
2024.9月	194.12	118.70	273.07	116.70	116.42	59.66	31.07	262.05	585.90

(注) テープA銘柄: NYSE 上場銘柄, テープB銘柄: 主に NYSE Arca 上場銘柄, テープC銘柄: ナスダック上場銘柄。

取引所外に ATS や高頻度取引 (HFT) 業者 (ホールセラー) が含まれている。

〔出所〕 Cboe および SIFMA。

3. レギュレーション NMS NMSを補完する規制対応として、SECは2000年に提示したフラグメンテーション・リリースによりディスクロージャーの強化をはかるとともに、2004年2月に新たな市場統合策としてレギュレーション NMS と名付けた規制を提案した。SECは同年11月にNYSEが公表したNYSEダイレクト+の改訂案を受けて（8月の改定拡張案の修正版）、12月にレギュレーション NMS案を改訂した。この改訂は、①トレード・スルー規則（改訂案ではオーダー・プロテクション規則）の適用免除を選択できない、②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・スルーできない、③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を加えている。SECは、2005年4月にレギュレーション NMSの最終規則を採択した。最終規則は採択されたものの、その公表が6月までずれ込んだことはレギュレーション NMSが市場に与える影響の大きさを示している。

最終規制の内容はほぼ改訂案の通りであるが、最良気配でない確定気配のトレード・スルーが認められたことが注目された。このトレード・スルーに関してはSEC委員の間で意見対立もあったことから、オーダー・プロテクション規則は段階的に導入することになった。規則の適用は2度の延期を経て、2007年7月に250銘柄、10月8日にその他のNMS適格銘柄に規則が適用され、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が採択された直後の2005年4月に、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の統合を発表し、ナスダックはアイネット（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競争相手となるECNを囲い込み、取引シェアの維持・拡大する行為であるが、レギュレーション NMSの施行を受けてのものであろう。その後の取引技術の革新などを受けて、NMSを囲む環境は大きく変化している。対応すべくSECは、2022年12月に市場構造に関する4つの規則改正を提案した。これらの内、2024年にレギュレーション NMSの規則605（注文執行品質の開示）や規則612（最小呼値、ティックサイズ）の改正などが成立している。

## レギュレーション NMS のポイントと導入時期

## ① 規則611 オーダー・プロテクション規則（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。

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 規則610 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。（2024年9月の最終規則で、1ドル以上の株価の場合は0.001ドルを上限に、1ドル未満は0.1%を上限へと引き下げられた。）

## ③ 規則612 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。（2024年9月の最終規則で最小呼値は0.01ドルから0.005ドルに引き下げられた。）

## 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月から適用されている。

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

4. レギュレーション ATS 1980年代後半からブローカー・ディーラー業務として注目を浴びたPTS (Proprietary Trading System) は、顧客を機関投資家やブローカー・ディーラーに限る電子的な取引システムを採用する取引所類似施設である。1969年に創設されたインスティテットが代表例である。自主規制機関としての規制を回避し、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。また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、1996年のオーダー・ハンドリング・ルール (OHR) 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。ナスダックと接続されたことがECNの成長を促した。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。

SECは1997年のコンセプト・リリースにおいて、PTSという名称に変えてATS (Alternative Trading System) を用いた。ATSは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すが、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とした。

またSECが1999年に施行したレギュレーションATSは、①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、②システムの運営開始・変更・停止等をSECに届け出ること、③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、④四半期ごとに取引高等を報告すること、⑤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をATSに義務付けるとともに、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ている。取引高の大きなATSは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結果、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、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.



5. ナスダックのスーパーモンタージュ ECNがナスダック銘柄の取引を拡大させた中、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検討した。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。当初ECNはこの申請に強く反対したため、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(現FINRA)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(当時)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。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。

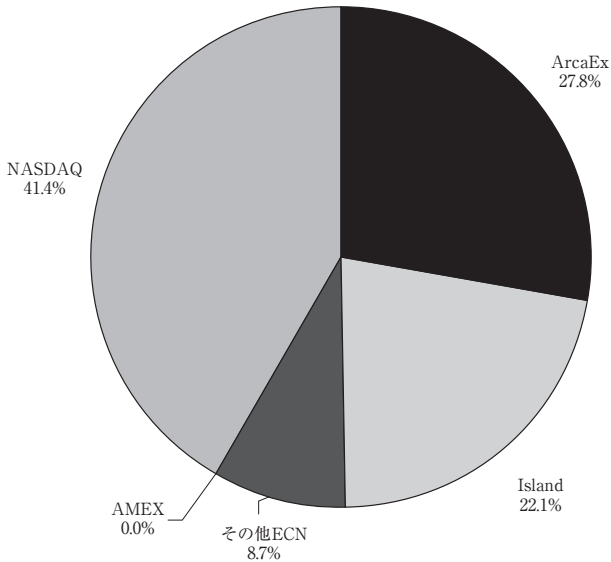
他方、ECNの勢力地図にもスーパーモンタージュの導入を機に大きな変化が見られた。中堅のレディブックとアーキベラゴの合併(ArcaEx)を受けて、ECNの取引シェアの半分以上を分け合っていたインスティネットとアイランドも合併(Inet)したが、PCXの株式取引業務を移管されたArcaExが取引シェアを急速に高め、ECNのBrutを子会社としたナスダックとこの2つのグループでナスダック銘柄の取引の大半を担うこととなった。このスーパーモンタージュは2006年にその機能をBrut ECNと統合し、より効率的で包括的な取引プラットフォームであるNasdaq Market Centerに代替された。

## 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.

## Ⅱ．証券取引所

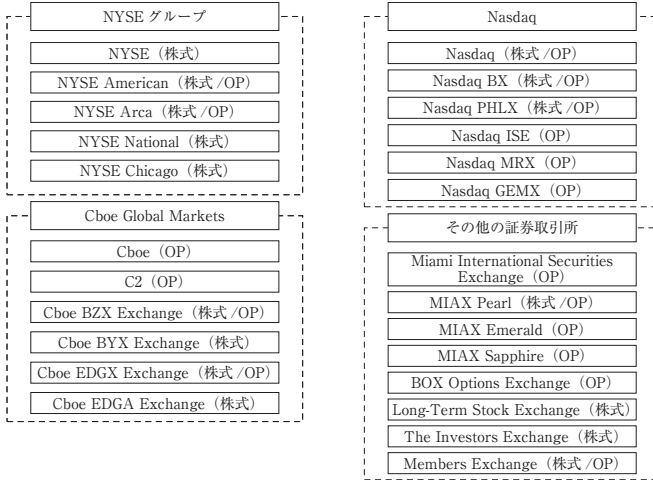
1. 取引所市場の構成 アメリカの証券取引所は、一般的に1934年証券取引所法第6条に基づいて証券取引委員会（SEC：Securities and Exchange Commission）に登録された国法証券取引所（national securities exchange）を指している。2024年10月末現在、国法証券取引所は25あり、そのうち9取引所は株式と株式オプションの双方、7取引所は株式のみ、9取引所は株式オプションのみを取り扱っている。

株式を取り扱う16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（旧アーキベラゴ）、NYSE National（旧ナショナル証券取引所）、NYSE Chicago（旧シカゴ証券取引所）、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、④その他独立系（The Investors Exchange（IEX）、Members Exchange（MEMX）、The Long-Term Stock Exchange（LTSE）、Miami International Securities Exchange（MIAX））に分けられる。

株式の上場市場は、NYSE、NYSE American 及び Nasdaq が中心となっており、Exchange Traded Products（ETP）については、NYSE Arca、Nasdaq 及び Cboe Global Markets のいずれかに上場している。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。

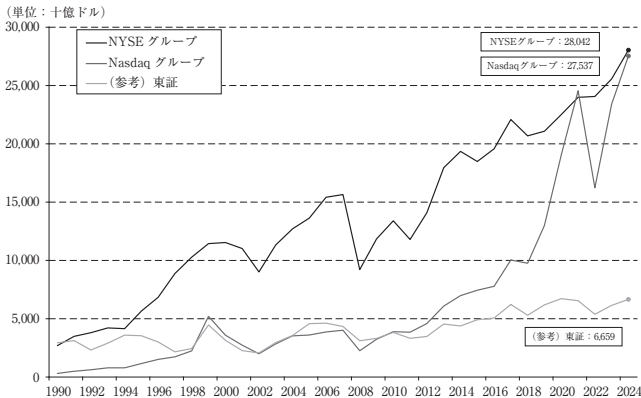
アメリカの取引所は、全米市場システム（NMS：National Market System）の枠組みにおいてリンクされており、総合気配表示システム（CQS：Consolidated Quotation System）等で最良気配を提示する市場に、市場間の注文回送システムによって注文が回送され、総合取引通報システム（CTS：Consolidated Tape System）等を通じて売買情報が公表されている。

アメリカの証券取引所 (2024年10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、International Securities Exchange (Nasdaq ISE)、ISE Mercury (Nasdaq MRX)、ISE Gemini (Nasdaq GEMX)、カナダの取引所TMXグループのBOX Options Exchange (旧ボストン・オプション取引所)、並びにMiami International Holdings傘下のMiami International Securities Exchange、MIA X Pearl及びMIA X Sapphire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 (旧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、2021年までは市場第一部、市場第二部及びマザーズの合計 (2013年以降はJASDAQも含む)。2022年以降はプライム、スタンダード、グロース市場の合計。  
 4) データは各年末時点。ただし、2024年については8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。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、他の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。

また、近年は3大取引所グループに属さない、ユニークな特色を持つ国法証券取引所が設立される動きも複数見られている。2016年9月には高速取引業者の影響を排除をうたう The Investors Exchange（IEX）が、2020年9月には有力ベンチャーキャピタルの支援を受けて長期的視野で成長を促す The Long-Term Stock Exchange（LTSE）が、そして大手金融機関の後押しのもと市場データ提供料金の引き下げを掲げる Members Exchange（MEMX）が、国法証券取引所として運営を開始している。

## 取引所の再編と設立を巡る主な動き（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 Securities Holding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。
2019年3月	Miami International Holdingsが運営するオプション取引専門の取引所であるMIAX Emeraldが国法証券取引所として業務を開始。
2020年9月	Miami International Holdingsが運営するMIAX PEARLが国法証券取引所としての業務を開始。
2020年9月	Members Exchange (MEMX)が国法証券取引所としての業務を開始。
2020年9月	The Long-Term Stock Exchange (LTSE)が国法証券取引所としての業務を開始。
2021年6月	CBOEがアジアで私設取引所業務を展開するChi-X Asiaの買収を完了。
2024年8月	Miami International Holdingsが運営するオプション取引専門の取引所であるMIAX Sapphireがオプション取引専門の国法証券取引所としての業務を開始。

**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20%までシェアを落としている。前章で紹介したような近年登場した独自の戦略を持つ新興取引所や、取引所外のダーク・プール等取引フローが奪われた結果、流動性の分散が進むこととなった。

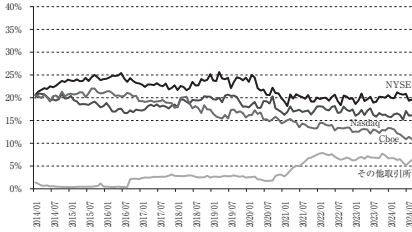
アメリカでは、2001年4月に呼値の単位を1/16ドルから1セントに変更した。これにより呼値の刻みが細かくなり、異なる価格に注文が小口分散化して、取引所市場内での大口注文の執行が困難となった。そのため、市場インパクトを抑えて取引を執行したい投資家は、取引所外の市場に注文を回送するようになった。また、2006年と2007年の間に段階的に導入されたレギュレーションNMSにおいては、トレード・スルー（最良気配を提示している市場を無視して他市場において取引を行うこと）が原則禁止されるなど、電子取引の普及を意識しつつ、市場間の競争を促す制度が導入されることとなった。

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。

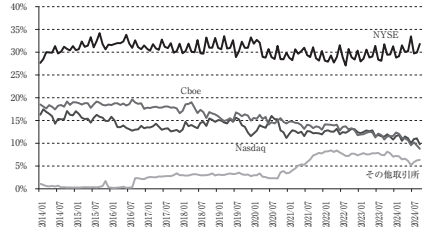
一方、過度な流動性の分散が市場の価格発見機能を損なっているとする批判や、複雑な市場構造が時にシステム障害の要因となり、個人投資家がしばしば不当な扱いを受けているという懸念が、メディア、規制当局、業界内部からも長年にわたり度々表明されてきた。こうした動きを踏まえ、2022年12月にSECは、個人投資家の最良執行に関連する規則を包括的に見直すことを企図し、市場構造改革に関連する規則改正案を発表した。2024年10月現在、注文執行品質開示の強化、ティックサイズの拡大（0.5セントテーブルの導入）及びアクセス料の上限引き下げに関する規則が既に最終化しており、これらの導入によって市場参加者の取引行動が今後変化していく可能性がある。

上場銘柄別売買高シェアの推移

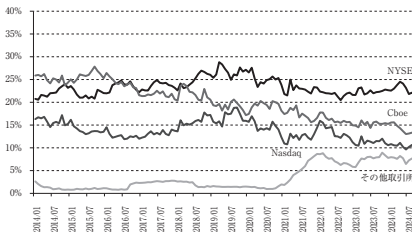
全上場銘柄 (Tape A, Tape B 及び Tape C)



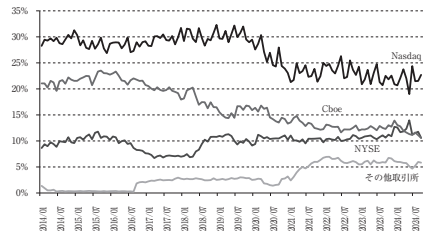
NYSE 上場銘柄 (Tape A)



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)

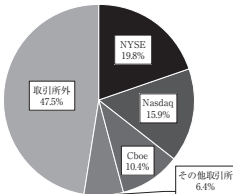


(注) NYSEはNYSE, NYSE Arca, NYSE American, NYSE National及びシカゴ証券取引所の合計。NasdaqはNasdaq, Nasdaq BX及びNasdaq PSXの合計。CboeはEDGX, BZX, BYX及びEDGAの合計。

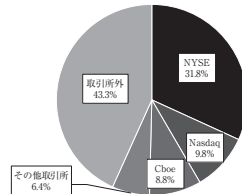
[出所] Cboe

上場銘柄別売買高シェア (2024年9月)

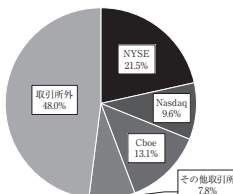
全上場銘柄 (Tape A, Tape B 及び Tape C)



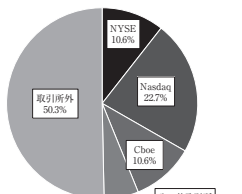
NYSE 上場銘柄 (Tape A)



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。CboeはEDGX, BZX, BYX及びEDGAの合計。

[出所] Cboe



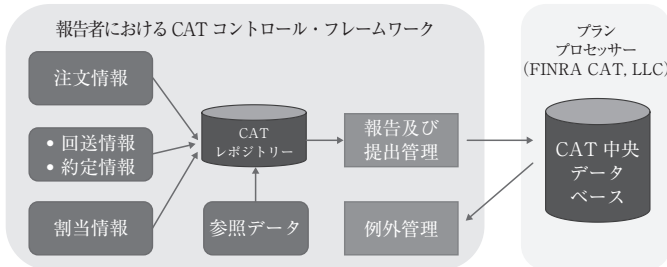
4. 自主規制と市場監視 SECは、国法証券取引所のような自主規制機関（SRO：Self-Regulatory Organization）に対して、一定の規制や基準の執行に関する権限を付与し、証券取引の第一義的な規制を委ねてきた。しかし、2003年以降、NYSE 理事長の高額報酬に対する批判やスペシャリストによる不正取引問題等をきっかけとして、自主規制機関のガバナンスの在り方について全般的な見直しが求められ、このような問題意識の高まりを背景に、NYSEは、自主規制部門をNYSE レギュレーションとして市場運営部門から分離し非営利法人化した。この頃、市場監視機能は取引銘柄の上場市場に関係なく取引が執行された取引所において行われていたが、その後市場監視機能の効率化に向けた声を背景に2007年に設立された金融取引業規制機構（FINRA：Financial Industry Regulatory Authority）が、NYSE 及び Nasdaq における取引の市場監視を一手に引き受けることとなった。その後、2013年8月に Nasdaq が、2014年10月にNYSE レギュレーションが、自身において直接市場監視等の自主規制を直接行うことを発表している。自主規制業務を再び取引所が行うことの背景として、両取引所は自らが運営する市場に関する専門性を主な理由として挙げているが、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の指摘もある。

一方で市場間取引監視（Cross-market surveillance）については、FINRA が引き続きその役割を担っており、近年の市場の分断による取引の複雑化を背景にその重要性に対して注目が高まっている。これには、市場操作（レイヤリングやスプーフィング）やインサイダー取引の禁止に係る規則や最良執行、指値注文表示等に係る規則の遵守が含まれる。FINRA は、規制責任の分配に関する規則を定めるプラン17d-2や監視業務のアウトソーシング等を規定する取引所との規制サービス契約（RSA：Regulatory Services Agreement）に基づき、当該市場間取引監視の役割を担っている。これまでFINRA は注文監査証跡システム（「OATS」）を通じて市場横断的なデータを会員証券会社から収集し、取引所における注文等に関するデータと組み合わせることでその役割を遂行してきたが、こうしたデータの統合や調査・分析等に係る非効率性を解消することを期待して2021年から段階的に運用が開始された統合取引監視システム（CAT：Consolidated Audit Trail）では、取引所や証券会社に対して注文情報や顧客情報の報告を義務付け、これらのデータを一元的に参照することが可能となっている。

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。
2014年10月	NYSEが、FINRAとの契約満了に伴い、市場監視をNYSEレギュレーションが直接行うことを発表。市場間取引監視は引き続きFINRAが担うことに。

CATの概念アーキテクチャ



※ CATコントロール・フレームワークは、CAT報告の完全性と正確性を監視可能にすることを目的として構築されている。

※プラン・プロセッサーFINRA CAT, LLC（FINRAの子会社）が、CAT参加者に代わりシステムの設計、構築、運営を担う。

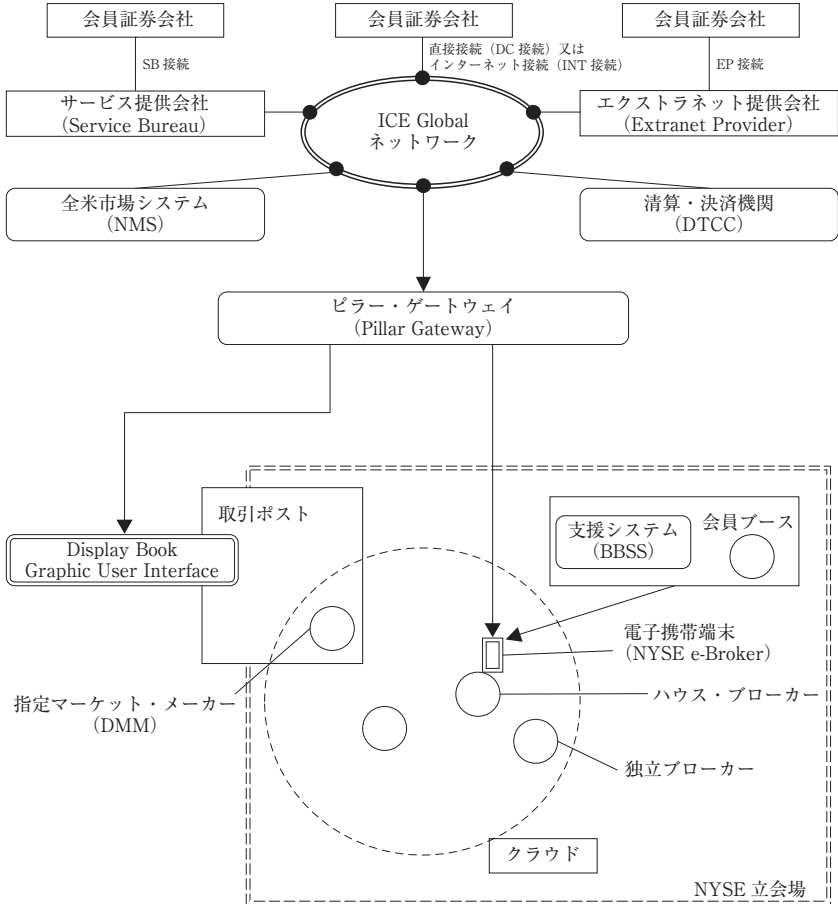
5. NYSEにおける取引の仕組み(1) NYSEグループは、2つの取引モデルを提供している。1つは、主要市場NYSEにおける電子取引と立会場取引を組み合わせたハイブリッド取引モデルで、もう1つは、その他の市場における完全な電子取引モデルである。

NYSEでは、ほとんどの注文が、NYSE独自のトレーディング・プラットフォームであるピラー・ゲートウェイ(Pillar Gateway)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ではできず、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) ピラー・ゲートウェイは市場参加者が取引システムへ接続する際のトレーディング・プラットフォームとして機能しており、弾力性、効率性及びパフォーマンスを高めながら、システムの複雑さを軽減するように設計されている。参加者においては標準プロトコルを使用してNYSE傘下のすべての株式およびオプション市場に接続することが可能となる。

(補足3) 2024年10月末時点でのDMMは3社。

## 6. NYSE における取引の仕組み（2）

**【取引時間】** 2024年10月末現在、祝祭日を除き、NYSE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時となっている。ただし、NYSE傘下の一部の市場では、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・セッションが設けられている。

**【注文タイプ】** NYSEグループの各市場は、2024年10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2012年に採択され、試験的な導入時期においては様々な検討が行われた。例えば、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。

こうした議論とレビューを経て、複数取引所を跨いだ売買停止の取り扱いや、リミットアップ／リミットダウン制度による売買停止後の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、2019年に恒久的な制度として承認された。

## 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 (2024年10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値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 (2024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>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>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>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 (2024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。株価が上下限値に到達しその後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>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>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>

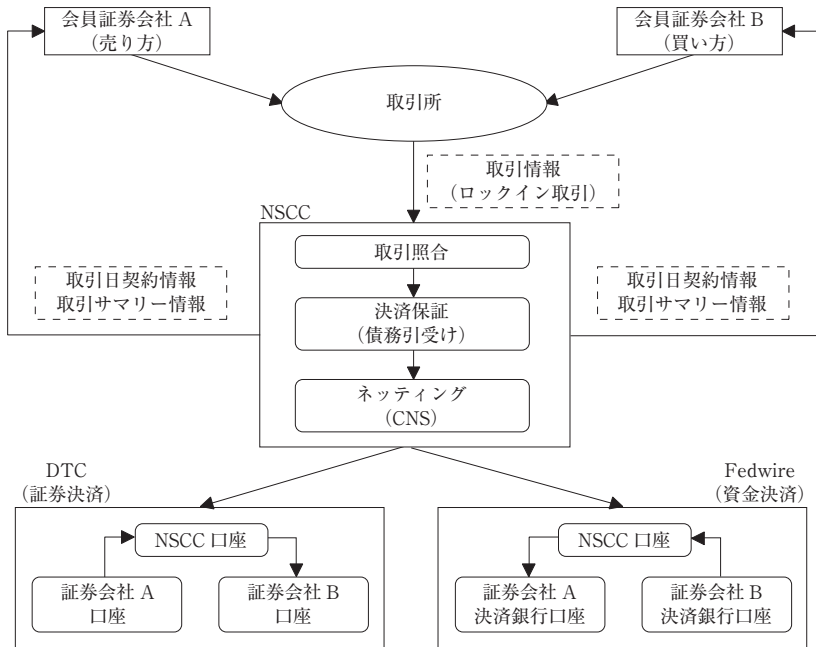
〔出所〕 SEC

**7. 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2日目(T + 1)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年頃から、リスクの低減と証券決済の効率化を企図した決済サイクル短縮化の機運が高まり、2017年9月に決済サイクルはT + 2に見直された。さらに2020年以降、度重なる市場の混乱を受け、決済サイクルを更に短縮すべきという議論が活発化し、2024年5月に決済サイクルはT + 1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)のうちに、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、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 + 1)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 + 1)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



<p>T (取引日)</p>	<p>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 + 1）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。NSCCは、CNS Projection Report等を証券会社に発行する。</p>
<p>T + 1 (決済日)</p>	<p>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。</p>

(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、決済を保証する。



**8. 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には東証のようなプライム、スタンダード、グロースといった市場区分はない（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, 2024年8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, 2024年8月末時点。

**9. 上場会社管理** 2023年12月末現在、NYSEには内国会社及び外国会社を合わせて約2,300社が上場している。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では、上場会社に対して、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、約2,300社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

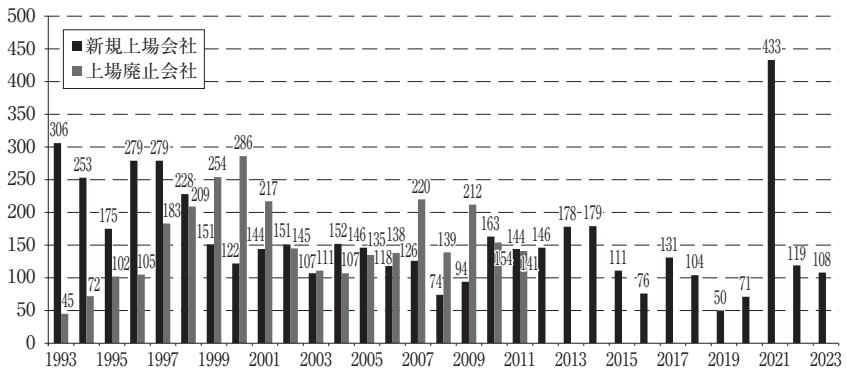
年	上場会社		上場会社（内国会社）時価総額 （百万ドル）
	うち内国会社	うち外国会社	
1995	2,242	1,996	5,654,815.40
1996	2,476	2,172	6,841,987.60
1997	2,626	2,271	8,879,630.60
1998	2,670	2,278	10,277,899.80
1999	3,025	2,620	11,437,597.30
2000	2,468	2,035	11,534,612.90
2001	2,400	1,939	11,026,586.50
2002	2,366	1,894	9,015,270.50
2003	2,308	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	1,775	20,679,476.91
2019	2,165	1,641	21,083,679.36
2020	2,229	1,695	22,509,489.46
2021	2,496	1,893	23,991,464.17
2022	2,405	1,818	24,060,385.92
2023	2,272	1,709	25,564,650.47

(注) 1) データは各年末時点。

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（Over the Counter Market：OTC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である。アメリカでは株式の店頭市場が古くから発達している。

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。気配表示の対象とされる銘柄には、取引所市場に上場されない株式のほか、上場株式も含まれた。1904年には店頭市場の気配表であるピンクシート（詳しくは後述）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。

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、後述するOTCプリティンボード（OTCBB）が整備され、透明性の向上が図られることになった。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。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。ピンクシートの後身であるOTCマーケットのほか、新たな取引プラットフォームも登場した。連邦証券法の規制を受けない一州内のローカル市場も存在するようである。

FINRAの統計によれば、2023年には外国株式やADR（米国預託証券）を含む1万8千銘柄以上が株式店頭市場で取引され、売買代金は年間3,913億ドルに達した。もっとも、そのうち米国内株は銘柄数で3分の1、売買代金では11.7%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, NYSE アメリカンなど) ナスダック・グループ (BX, PHLX) Cboe グループ (BZX, BYX, EDGA, EDGX) IEX, LTSE, MIAX などの独立取引所		
OTC プリティンボード (2021年廃止)		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

暦年	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)
2015	8,260	42,593	11,642	199,287	19,902	241,880
16	8,087	44,246	12,096	192,414	20,183	236,660
17	7,345	72,584	11,495	212,693	18,840	285,277
18	7,000	62,345	11,577	317,067	18,577	379,412
19	6,818	71,934	11,953	262,162	18,771	334,096
20	6,374	95,912	12,167	357,934	18,541	453,846
21	6,117	268,477	12,653	456,932	18,770	725,409
22	6,342	69,662	12,630	444,930	18,972	514,592
23	6,196	45,818	12,357	345,502	18,553	391,320

〔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とそれによる価格改善と流動性の向上を実現した点にあった。

ナスダックは、伝統的な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。

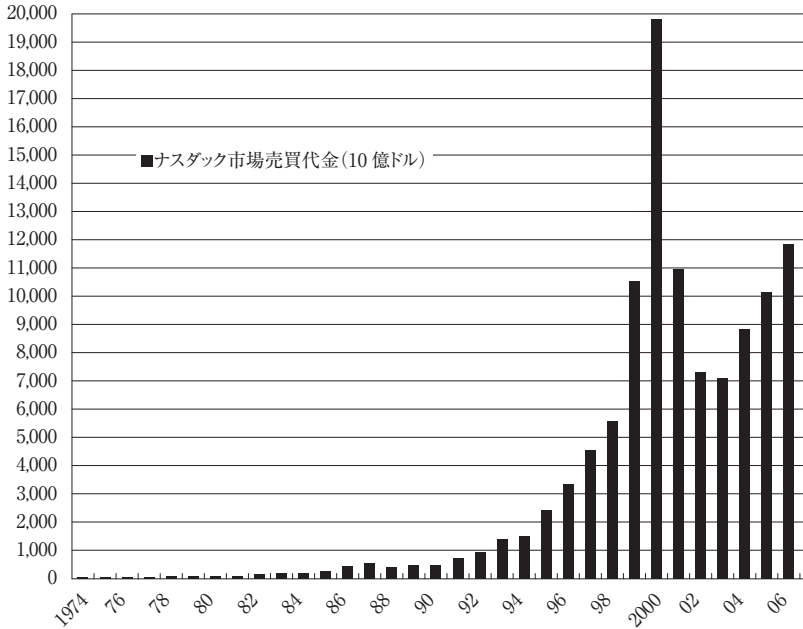
ナスダックは電子取引市場というイメージが強いが、初めからコンピュータ上での売買注文のマッチングが行われたわけではない。発注者である投資家やブローカー証券会社が、気配を提示するマーケットメーカーに電話で連絡して約定するというのが基本的な取引形態であった。その後、大量の取引を処理するためのシステム化が求められるようになり、1984年に導入された小口注文執行システム（SOES）を端緒とする注文執行の自動化が進んだ。

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されることになり、取引所市場と対等の存在とみなされるようになった。

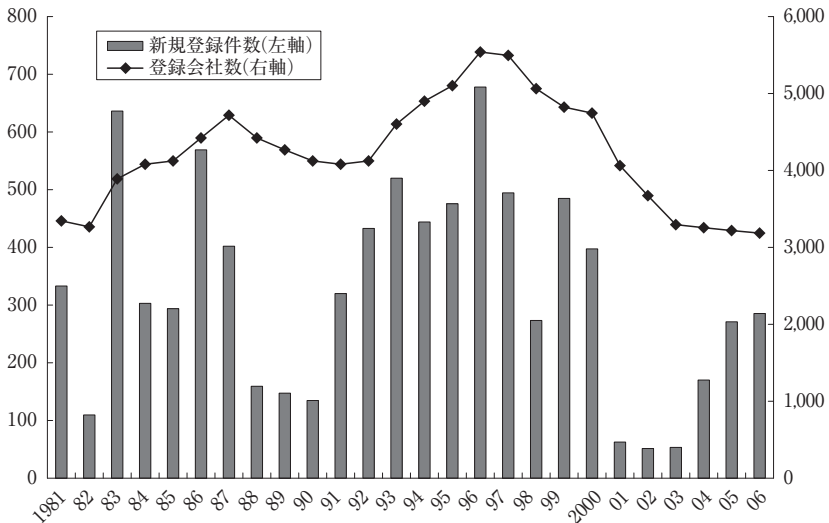
しかも、ナスダック市場の競争的マーケットメーカー制度は、取引所市場のスペシャリスト制度よりも投資家にとって好ましい制度だとの見方が強かった。ところが1994年、一つの学術論文をきっかけにナスダックのマーケットメーカー間の談合疑惑が持ち上がり、市場制度に対する信認が損なわれる事態となった。マーケットメーカーを十分に規制・監督できなかったNASDに対する批判も高まった。

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た。そこで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、証券業者の自主規制機関である FINRA (旧 NASD) が運営した非上場株式の店頭取引気配を表示する電子情報システムである。

店頭市場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、主にマーケットメーカーがピンクシート等を通じて気配を表示することで取引された。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問題を生んだ。

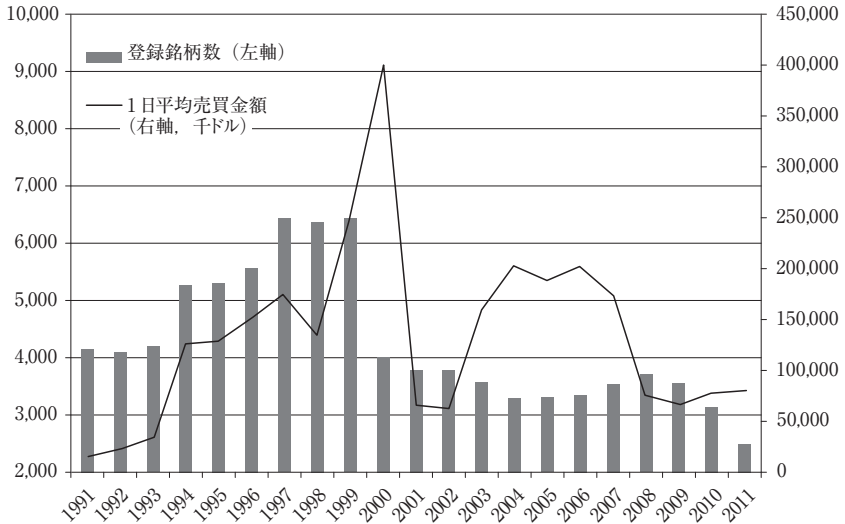
そこで1990年1月に制定された「ペニー・ストック改革法」に基づき、NASD に対して、株式店頭取引に関する価格情報の透明性を高めるためのシステム開発が勧告されることとなった。これを受けて1990年6月に稼働したのが OTCBB である。

非上場株式の 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などの書類を提出するだけで足りた。「勝手市場」とも呼ぶべき規制の緩やかな場だったのである。

1993年以降、OTCBB を市場として整備する制度改革が進められたが、このことは結果的に OTCBB の衰退につながった。まず、登録銘柄の取引の約定成立後90秒以内の報告が義務づけられ、1999年7年には、登録銘柄の SEC 登録と法定継続情報開示が義務づけられた。この規制強化の影響は大きく、新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) へと衣替える計画が明らかとなったが、2003年に中止された。

他方、後述のように、ピンクシートを電子取引システムに衣替えた OTC マーケットの機能強化が進み、未公開株式を流通させる新たな仕組みも生まれたことで、OTCBB の役割は低下した。2018年8月時点で登録銘柄数は4、月間約定件数は15件と、風前の灯火とも言うべき状況に陥った。運営者である FINRA にとってもシステムの維持コストがかさむだけのお荷物と化した OTCBB は、FINRA 規則改正で廃止が決まり、2021年11月8日をもって取引や情報配信が停止されたのである。

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、同じ発行者が刊行した債券の気配表は、黄色の紙に印刷されたのでイエローシートと呼ばれた。

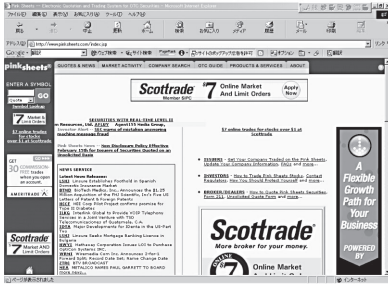
ピンクシートには銘柄ごとに気配を提示するマーケットメーカーの名称と連絡先電話番号が掲載されており、取引を希望する投資家や証券会社は、マーケットメーカーに電話で連絡をとって相対交渉で売買を成立させた。ピンクシートに気配が掲載される銘柄は、必ずしも未公開株式には限定されず、取引所上場銘柄やナスダック登録銘柄も含まれた。掲載される気配は前日のものであったため、マーケットメーカーは掲載気配を尊重する義務を負うわけではなく、実際の売買価格が掲載気配と乖離することは当然視されていた。

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、現在 OTC マーケッツ・グループの CEO であるクロムウェル・カールソン氏を中心とする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したのである。

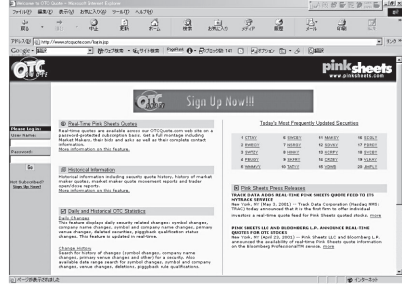
ピンクシート・システムの運営会社は、2000年に社名を Pink Sheets LLC. に変更するとともにウェブサイトを立ち上げ、インターネットを通じたリアルタイムの気配情報配信を開始した。2008年には株式会社化して社名を Pink OTC Markets, Inc. と改め、2010年には現在の OTC Markets Group, Inc. へと改称した。従って、現在ではピンクシートという名称の株式取引の場は存在しない。次節で述べる OTC マーケッツの市場区分の一つピンク・マーケットとしてその名残をとどめているのみである。

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。しかし、前述のように、未公開株式だけが取り扱われたわけではなく、そうした理解は正確とは言えない。むしろピンクシートは、取引所市場外で活動するマーケットメーカーの宣伝媒体だったと見るべきだろう。

ピンクシート関連サイト (2008年当時)

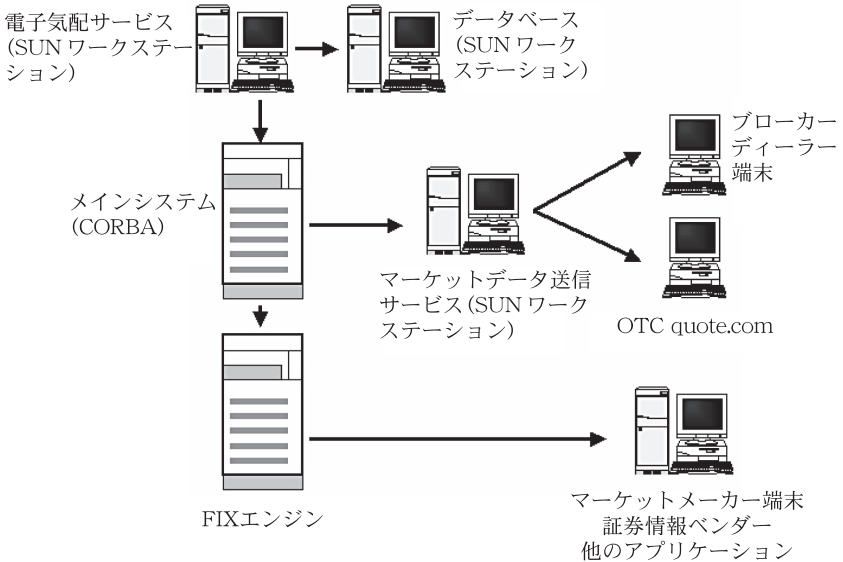


ピンクシート情報の有料サイト  
<http://www.otcquote.com/>



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 OTC マーケッツ・グループの子会社で SEC 登録を受けた 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取引が行われている。登録銘柄数は、株式以外の証券も含め 1 万 2 千以上に達する。

OTC マーケッツの特色は、後述する未公開株式の取引プラットフォームとは異なり、零細な個人投資家が自由に取引に参加できる点にある。しばしば玉石混交の市場と言われたが、2007年、求められる情報開示のレベル等による市場区分が創設された。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つの区分だが、2025年7月以降、ピンク・マーケットが、最新の情報を入手可能な銘柄の OTCID とそれ以外のピンク・リミテッド・マーケットに分けられて4区分となる予定である。

最上位区分である OTCQX には、世界的な著名大企業を含む米国外の企業が多数含まれる。これは、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ことに伴う負担を嫌う外国企業が、SEC 登録の不要な ADR（アメリカ預託証券）を発行するケースが少なくないためである。

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。ほほかつての 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銘柄の多くについては、当初は情報開示がほとんど行われていなかった。しかし2021年9月に施行された SEC 規則15c2-11の改正で、証券会社が発行者に関する最新の公表されている情報の入手できない株式等について気配を表示することが禁じられたため、情報入手の困難な銘柄は、証券会社や機関投資家、レギュレーション D のプロ投資家である自衛力認定投資家などに参加者が限定されるエキスパート市場へ移行することになった。エキスパート市場は新たな市場区分と見ることもできるが、マーケットメーカーによる投資家への勧誘が認められない点が大きく異なる。

2024年10月31日時点では、OTC マーケッツの登録銘柄数は12,301、1日の取引金額は約27億ドル、約定件数は約27.6万件であった。

## OTC マーケットの市場区分（登録基準の主要項目）

<p>OTCQX (636銘柄)</p>	<p>米国株の登録基準</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• OTC リンク上でのマーケットメーカーによる気配表示。</li> <li>• 株価5ドル未満のペニー・ストックでないこと</li> <li>• 運営会社の認定を受けたコーポレート・ブローカー証券会社を指定すること。</li> <li>• 米国 GAAP に準拠する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>• 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>外国株の登録基準</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• OTCリンク上でのマーケットメーカーによる気配表示。</li> <li>• ペニー・ストックでないこと。</li> <li>• 適格外国取引所に上場するかまたはSEC登録していること。</li> <li>• 監査済み年次報告書を開示すること。</li> <li>• 英語で適時情報開示を行うこと。</li> </ul>
<p>OTCQB (1,100銘柄)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• OTC リンク上でのマーケットメーカーによる1セント以上の買い気配表示維持。</li> <li>• 監査済み財務諸表の開示と重要情報の適時開示。</li> <li>• 破産しておらず、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。</li> <li>• 外国会社の場合、適格外国取引所に上場するかSEC登録しており、運営会社の認定した法律事務所や監査法人等の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 (10,563銘柄)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 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>• 証券会社が規則15c2-11を遵守し、最新の情報を開示すること。</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）という区別が表示される。</li> </ul>

(注) カッコ内は各市場区分の登録銘柄数。このほかエキスパート市場に3,687銘柄が登録されていた(2024年10月31日時点)。

[出所] OTC マーケッツ社資料より作成。

6. 未公開株式の取引プラットフォーム アメリカでは2010年代半ば以降、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た。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。スタートアップ企業は、IPOを急がずとも大規模な資金調達を実現できるようになったのである。

ユニコーンやそれに準ずるような未公開企業の株式への投資家の関心は高い。一方、未公開企業の側に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による保有株式の売却への対応が求められるなど、未公開段階での株式流動化に対するニーズがある。

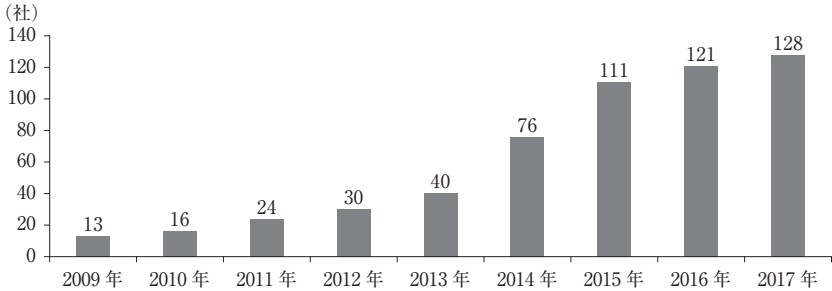
そこで生まれたのが未公開株式の流動化ニーズに応える取引プラットフォームである。初期の例としては、2004年創業のセカンドマーケットや2009年設立のシェアーズポストがあり、リンクドイン、フェイスブック、ツイッターなど、未公開のまま世界的な知名度を獲得した企業の株式を取扱い、注目を集めた。

近年最も活発に利用されている取引プラットフォームは、2013年にナスダック証券取引所とシェアーズポストの合弁事業としてスタートし、2015年にはセカンドマーケットを買収したナスダック・プライベート・マーケット（NPM）である。2021年以降、大手金融機関等からの出資を受け入れてナスダック・グループとの関係は維持しつつ、独立の道を歩んでいる。このほか、エクイティ・ゼンといった取引プラットフォームも多くの未公開株式を取り扱っている。

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に関する規則144Aなどに依拠しながら、限られた投資家間での株式の売買を可能にするものである。

2012年に成立したジョブズ法（JOBS Act：Jumpstart Our Business Startups Act）で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、未公開株のより幅広い流通を可能にする規定が盛り込まれた。また、2020年のSEC規則改正では、レギュレーションDに依拠する未公開株式の売付け可能とされる自衛力認定投資家の範囲が拡大された。未公開株式取引プラットフォームの利用拡大は、こうした規制緩和の動きによって後押しされているのである。

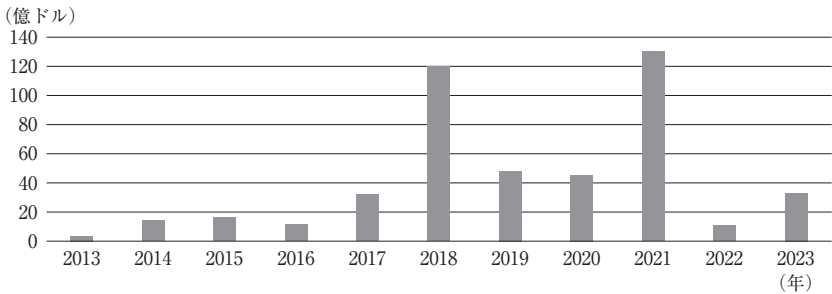
急増したユニコーン企業数



(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。

ナスダック・プライベート・マーケット (NPM) の取引高推移



(注) 1. 2013年、14年の計数はNPMによって買取されたセカンドマーケットの取引高。  
2. 2022年の計数は推計値。

〔出所〕 NPMのプレスリリース、野村資本市場研究所資料等より作成。

2020年の規則改正で拡張された自衛力認定投資家の範囲

	新たに自衛力認定投資家とされた類型
自然人	<ul style="list-style-type: none"> <li>SECが指定する専門資格や地位または適切な教育機関から授与された資格情報を有する者</li> <li>当該有価証券の発行者となるヘッジファンド等の知識を有する従業員</li> </ul>
法人その他の団体	<ul style="list-style-type: none"> <li>登録投資助言業者 (RIA)</li> <li>農村地域事業投資会社</li> <li>総資産500万ドル超の有限責任会社 (LLC)</li> <li>総資産500万ドル超のファミリー・オフィスとその受益者</li> <li>当該有価証券の取得のために組織されたものでない総資産500万ドル超の団体</li> </ul>

〔出所〕 SEC資料より作成。