

# レギュレーションNMSの決着

## SECによる全米市場システム改革

吉川 真裕

二〇〇四年二月二四日、米国証券取引委員会（SEC）はアメリカの株式市場を特徴付けてきた全米市場システム（NMS）の改革を目指す規則変更案の提案を決定した。レギュレーションNMSと名付けられたこの提案は四つの異なる規則変更案からなるが、NMSの改革を総合的に目指すという意味で一度にまとめて提案された。<sup>①</sup>中でも取引所上場株式におけるニューヨーク証券取引所（NYSE）の圧倒的な優位を覆しかねないトレード・スルー規則の変更については提案直後から議論が白熱し、八月二日にはNYSEが電子取引の拡張によるフロア取引とのハイブリッド化を申請するという大きな変化をもたらした。<sup>②</sup>ところが、NYSEのハイブリッド化計画は他市場の最良気配のみを消化して二番目以降の確定気配をトレード・スルーすることが明らかとなり、トレード・スルー規則の盲点を突いたこの計画を承認するかどうか再び問題となった。そこで、SECは最良気配から二番目以降の電子的な確定気配のトレード・スルーを認めるかどうかを含めたレギュレーションNMSの改訂案を二月一六日に公表し、二〇〇五年一月二六日までにコメントを求めた。そして、四月六日、SECはレギュレーションNMSについての決定を下した。本稿ではレギュレーションNMSをめぐる経過を振り返った後、一二月の改訂案の中身を紹介し、今回の決定の持つ意味について考察する。

## 1 レギュレーションNMSをめぐる経過

二〇〇四年二月二六日、レギュレーションNMSと呼ばれる規則変更案<sup>(3)</sup>が公表された後、四月二一日にはSECによる公聴会が開かれ、レギュレーションNMS提案に関する議論がおこなわれた。その際に最も問題となったのは、トレード・スルー規則の変更を見越して二月はじめに伝えられたNYSEダイレクト十の拡張案では不十分であり、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、五月二〇日には当初の五月二四日のコメント期限を六月三〇日まで延長すると同時に、公聴会での議論を踏まえて自動執行が可能な状態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。<sup>(4)</sup>

他方、五月一八日には下院の金融サーヴィス委員会／資本市場・保険・公営企業小委員会がこの問題に関する公聴会がおこなわれ、七月二一日と二二日には上院の銀行・住宅・都市問題委員会でも公聴会がおこなわれた。上院の公聴会ではドナルドソンSEC委員長が関係者の意見を省みず、SECが決定を強行することはないと発言したことは意外であったが、NYSEのセインCEOがNYSEダイレクト十の改訂拡張案をSECと協議中であり、間もなく公表する予定であると語ったことが注目を集めた。そして、八月二日にNYSEダイレクト十の改訂拡張案をSECに申請したことをNYSEが明らかにし、八月一六日にはSECからNYSEダイレクト十の改訂拡張案が公表された。

NYSEダイレクト十の改訂拡張案は当初の拡張案に対する批判と大口利用者からのヒアリングをもとにして、NYSEダイレクト十とNYSEの取引フロアのインターラクションを意図したものであり、NYSEの取引フロアの生き残り策とも呼べるものであった。この案では、当初案の注文数量制限の撤廃、連続注文入力制

限の撤廃、成行注文の導入に加えて、①一括執行（IOC）注文の導入、②最良気配だけでなく、注文板の消化、③最良気配以外では公開されないインタレスト・ファイルの導入、④インタレスト・ファイル等と対当し、価格改善を試みる成行注文とオークション・リミット（AL）注文の導入、⑤価格変動幅を抑える流動性補給点（LRP）の導入、⑥他市場との電子的な注文回送が盛り込まれていた。この拡張改訂案に対するコメント期限は当初、九月六日であったが、仕組みが複雑であり、説明が不十分であるという批判が寄せられ、九月二日にコメント期限が延長された後、NYSEは再改訂案を提出する意向を示した。

一月一五日にNYSEダイレクト＋の再改訂拡張案がSECから公表され、コメント期限は一月一六日と発表された。この再改訂拡張案は改訂拡張案の説明をより詳細におこなったにとどまらず、ストップ注文とパーセンテージ（CAP-DI）注文をNYSEダイレクト＋に追加することも含まれていた。この段階で明らかになったのは、NYSEはNYSEダイレクト＋の注文を取引フロアの注文板とインターラクティブな取引をさせ、一本値で大口注文を成立させようとしていることであり、その際に他市場の最良気配は消化するが、最良気配以外の注文は執行せずにNYSEでの注文執行をおこなうということであった。

レギュレーションNMS提案のコメント期限は六月三〇日であったが、四〇〇通以上のコメントが寄せられ、一月二日の米大統領選挙の行方（SEC委員長は大統領の指名）も絡んで、早期決着の見通しは立たなかった。しかし、一〇月七日にはSECのアトキンス委員による年内の部分決着を目指すという発言やナザレス市場規制部長によるNYSEの規則改正よりも前にレギュレーションNMSは決着するだろうという発言から、反対の少ないアクセス・フィーと最小値刻みの決定を早期におこない、反対の多いトレード・スルー規則と市場情報料収入の分配は先送りされるのではないかという見方が有力であった。

ところが、一月二二日にウォール・ストリート・ジャーナルがスクープ記事を掲載し、NYSEの規則改訂案にある他市場での最良気配以外の指値注文を無視した注文執行は認めない形でトレード・スルー提案が変更され、ナスダック銘柄も含めて適用する新提案が二月一五日のSECのコミッションナー会議で採決される見通しであることと報じられた。この情報の信憑性が高かったことは後に確認されるが、このスクープ記事はトレード・スルー提案を強行採決することに反対する人間のリークによるものであったと考えられる。

一月三〇日、SECはレギュレーションNMSの改訂案を作成中であり、年内に公表し、再度コメントを求めるところを明らかにした。そして、二月一六日にレギュレーションNMSの改訂案が公表された（コメント期限は一月二六日）<sup>5)</sup>。改訂案の最大のポイントは、自動執行可能な最良気配はトレード・スルーできない一方、自動執行可能でない最良気配はトレード・スルーしても構わないこと、そして最良気配から二番目以降の自動執行可能な確定気配のトレード・スルーを認めるかどうかについて問題提起がおこなわれたことの二点であった。

その後のマスコミの論調では改訂案の発表は反対派に反論の機会を与えてガス抜きをするためであり、当初の提案から一年を迎える二月にはこの改訂案がそのまま承認される可能性が高いものと報じられていた。反対派は大統領がSECの新委員長を指名することでこの流れを阻止しようと試みたが、ブッシュ大統領はドナルドソン委員長の続投を表明した。しかし、ドナルドソン委員長が民主党指名の二人の委員とともに共和党指名の二人の委員の反対を抑えて五回も強行採決がおこなわれたことに対しては懸念も表明されていた。そこで、年末にドナルドソン委員長が上場企業に対する巨額の罰金請求に反対投票をおこない、歩み寄りの姿勢もうかがわせた。そして、二〇〇五年に入ってからには、最良気配にない確定気配のインターマーケット・プライス・プロテクションの導入に対してドナルドソン委員長は消極的であるという関係者の話が報じられることが多くなっていた。

## 2 レギュレーションNMSの改訂案

二〇〇四年二月一六日に公表されたレギュレーションNMSの改訂案は当初案を大幅に上回る三七一ページに及ぶ文書であり、改訂案を補強するための資料として六つ（後に一つ追加して七つ）のメモランダムも合わせて公表された。細部にわたって解説することは難しいので、以下では要点のみを紹介する。

### (1) トレード・スルー

レギュレーションNMS当初案で第一に上げられたのは統一的なトレード・スルー規則の適用である。従来のトレード・スルー規則は一九七八年以来、NYSEとアメリカン証券取引所（AMEX）に上場されている株式を対象としており、ナスダック銘柄には適用されてはいなかった。しかも、トレード・スルーを防止するための注文回送施設であるITSに接続している取引市場やマーケットメーカーのみがこの規則の遵守を義務づけられていた。そこで、トレード・スルー規則の適用対象にナスダックNMS銘柄を含めること、さらに、常に確定気配を提示しているスペシャリストやマーケットメーカーのみならず、すべてのブローカー／ディーラーの注文執行もこの規則の遵守を義務づけられるという形で、トレード・スルー規則を統一することが提案された。

また、ECNやナスダックのスーパーモニターのような自動執行機能を持つ市場とNYSEやAMEXのようなスペシャリストを介して取引がおこなわれる市場の間では、注文の回送から執行の有無の確認まで三〇秒もかかるITSでは整合的なトレード・スルー規則を適用することは困難であるといった問題もあった。この問題に対しては、ITSでの注文執行時間を人手を介する場合の最短時間に統一するという従来の手法の拡張で対処するか、自動執行機能を持つ市場から人手を介する市場へは注文回送自体をおこなわないという形で従来の規

則の適用を一部免除するのかという形で議論がおこなわれてきた。当初案ではこの両者を組み合わせ、最良気配よりも劣った値段での注文執行がありうることに同意した注文にはトレード・スルー規則自体の適用を免除すること、しかも最良気配からの一定の範囲（株価水準に応じて一セントから五セントまで五段階）内では自動執行機能を持つ市場から人手を介する市場への注文回送義務を免除することが提案されていた。

改訂案ではトレード・スルー規則のナスダックNMS銘柄への適用は変更されない一方、人手を介する市場の気配値を自動執行可能な市場はトレード・スルーしても良いが、自動執行可能な市場の最良気配のトレード・スルーは認められないことが提案され、自動執行可能な市場の最良気配でない指値注文に対してもトレード・スルー規則を適用するかどうかの問題提起された。なお、注文執行から一秒以内の他市場での最良気配のトレード・スルー、自動執行可能な市場の確定気配に注文を回送した大口注文（Intermarket Sweep Order）、VWAP注文（Benchmark Order）、板寄せの場合の注文執行等の七つの場合にトレード・スルー規則を免除する規定が新たに追加された。

## （2）市場間アクセス

レギュレーションNMS当初案で第二に取り上げられたのは統一的な市場アクセス・ルールである。ECNで表示された最良気配は取引実行時にアクセス・フィーを徴収されるため、必ずしも最良気配とはならないという問題がある。このアクセス・フィーの問題は単にECNが会員以外から追加料金を徴収するということだけではなく、指値注文を注文板に出して流動性を提供した者はリベートを受け、注文板を消化して流動性を消費した者はリベートを上回るフィーを支払うというビジネス・モデルが出来上がっているからである（ECNの会員以外

は流動性を提供することなく、最良気配の指値を消費することになるので、かならずアクセス・フィーを支払うことになる)。この問題に対しては、アクセス・フィーを気配値に含めるというのも一つの方法であるが、アクセス・フィーは一株当たりでは一セント未満であり、呼値の刻みをさらに細かくせざるをえないという問題とも絡むので、アクセス・フィーに上限(アクセス・フィーで一株当たり最高〇・一セント、他のフィーの累計で一株当たり最高〇・二セント、計一取引一株当たり最高〇・三セント)を設けることで、アクセス・フィー絡みの問題を軽減することが当初案では提案されていた。

改訂案ではほとんど変更はなかったが、アクセス・フィーと他のフィーの累計を分けることは困難であり、それほど意味もないので、両者を合わせて、一取引一株当たり最高〇・三セントまでと簡略化された。

### (3) 一セント未満の値刻み

一九九七年七月にSECがECNやマーケットメーカーの一刻み未満の気配値に対するノー・アクション・レターをナスダックに与えて以来、ECNやマーケットメーカーの間では通常の気配表示を下回る値刻みで取引がおこなわれている。二〇〇一年の値刻みの一セント刻みへの移行に際して問題となったように、価格優先原則が存在する以上、ほんのわずかでも有利であれば後から出された注文の執行が優先され、先回り取引が可能となる。通常のベンダー情報は現在、一セント刻みで報道されているにもかかわらず、一部のプロのみが一セント未満の値刻み(大半は〇・一セント、一部は〇・〇一セント)を利用しているのは問題であるとして、二〇〇一年七月にSECはこの問題に関するコンセプト・リリースを公表した。コメントの多くは現状に問題があると指摘していたが、SECは対応策を講じなかったため、二〇〇三年八月にナスダックは統一的な値刻み規則が

採用されない以上、ナスダック銘柄の値刻みを〇・一セント刻みに変更して問題の緩和にあたるという規則変更案をSECに提出した。そこで、レギュレーションNMS当初案では統一的な気配値の値刻みが提案された。提案されたのは気配値の値刻みを一セント刻みとすることであるが、株価が一ドル未満の銘柄は適用除外し、中値や加重平均価格での注文執行によって取引価格が一セント未満になることは認められるとされていた。

この問題も改訂案ではほとんど変更はなかったが、適用免除される株価が一ドル未満の銘柄の呼値を最低〇・一セントとすることが追加提案された。

#### (4) 市場データ

各市場での最良気配情報や取引情報は統合され、その情報に対する収入は取引回数や取引株数に応じて各市場に分配されている。しかし、トレード・スルー規則を悪用して最良気配を出さずに他市場での最良気配で注文を付け合せ、市場価格の改善に貢献せずに情報料収入を受け取る行為が増加している。そこで、SECは一九九九年一二月に市場情報収入に関するコンセプト・リリースを公表した。そして、市場情報に関するアドバイザー委員会が設立され、二〇〇一年九月にはこの問題に関する報告書が発行された。レギュレーションNMS当初案ではアドバイザー委員会の報告書に基づいて、市場情報料収入の分配方法の変更、各市場が最良気配以外の気配情報を独自に販売する場合の統一基準などが提案されていた。市場情報料収入の新たな分配案は、まず、これまでと同様にNYSE銘柄、AMEX銘柄、ナスダック銘柄の三つのグループに分け、次に、各グループ内で各株式の取引金額の平方根に応じて情報料収入を各株式へと割り当て、さらに、各株式に割り当てられた情報料収入を、①取引シェア(五〇%)、②気配値が最良気配であった比率(三五%)、③気配値が最良気配を改善した比

率（一五％）の三つに応じて各市場へと分配するといふものであった。

改訂案では市場情報料収入の分配方式に若干の変更が付け加えられた。まず、分配方法が複雑すぎるという批判を受けて各株式に割り当てられた情報料収入を、①取引シェア（五〇％）、②気配値が最良気配であった比率（五〇％）の二つに応じて各市場へと分配すると変更し、さらに自動執行可能でない市場の気配値をトレード・スルー規則の適用対象からはずしたことに伴い、自動執行可能でない市場には②気配値が最良気配であった比率の分配がない形に改められた。

### 3 レギュレーションNMSの最終決定

レギュレーションNMSの改訂案に対するコメントは一月二六日に締め切られたが、最初の提案から一年を迎えた二〇〇五年二月にはSECに動きは見られなかった。むしろ、SECを牽制するために二月一五日に下院の金融サーヴィス委員会／資本市場・保険・公営企業小委員会で公聴会が開催され、インステイネット、シユワツプ、ナスダック、フィデリティなどが当初案にあったトレード・スルー規則のオプト・アウト条項が削除されたことを声高に批判していた。

三月九日には上院の銀行・住宅・土地問題委員会の公聴会でドナルドソンSEC委員長が数週間のうちに改訂案の決定をおこなう意向を表明し、三月一五日の下院の金融サーヴィス委員会／資本市場・保険・公営企業小委員会の公聴会でもドナルドソン委員長が改訂案の正当性を強調していた。そして、三月三一日にSECは四月六日にSECのコミッションナー会議でレギュレーションNMSの採決を採る日程を明らかにした。

四月五日のフィナンシャル・タイムズ電子版では採決を採る最終提案文書が委員五人に先週配布され、その中

でトレード・スルー規則のナスダックNMS銘柄への適用を二〇〇六年夏までに段階的におこなうという形でドナルドソン委員長が反対派の説得に努めていると報じられた。<sup>(6)</sup>この時点において各誌とも三対二の多数決で二月の改訂案に近い形でレギュレーションNMSが決着する見通しを報じていた。

四月六日、午前二〇時からSECで開催されたオープン・ミーティングにおいてレギュレーションNMSに関する五人の委員による採決が採られ、ドナルドソン委員長と民主党選出の二人の委員の賛成、共和党選出の二人の委員の反対で三対二という予想通りの形で決着することになった。

決定内容はほぼ一二月の改訂案に沿った形であったが、トレード・スルー規則の適用に段階的アプローチが採り入れられたほか、NYSEダイレクト+の再改定拡張案を実施困難にしかねない、自動執行可能な市場の最良気配でない指値注文に対するトレード・スルー規則の適用は見送られた。この決定に対して、NYSEがいち早く賛辞を表明したのに対して、ナスダック銘柄の多くを取引するインスタネットやアルカエックス(ArcEX)、ナスダックからは明確なコメントは発表されていない。その代わりに、議会の有力議員からはこの決定に対する反対がはつきりと表明されており、下院の金融サーヴィス委員会／資本市場・保険・公営企業小委員会のリチャード・ベーカー委員長(共和党、ルイジアナ)はこの決定を阻止するための法案を提出すると意気込んでいる。

ウォール・ストリート・ジャーナル電子版によれば、レギュレーションNMSの実施は段階的におこなわれ、新たなトレード・スルー規則は二〇〇六年四月一〇日からNYSE上場の一〇〇銘柄、ナスダック上場の一〇〇銘柄、AMEX上場の五〇銘柄を対象として導入され、同年六月一二日にはすべてのNMS適格銘柄に適用されるスケジュールであるという。そして、最小呼値は二〇〇五年七月一日から、市場情報料収入の分配は二〇〇六年七月からと報じられているが、市場アクセス・フィーについては導入日時が言及されていない。<sup>(7)</sup>

#### 4 レギュレーションNMSの意味するもの

二〇〇四年二月の公表直後から活発に議論されてきたSECの規則改正案、レギュレーションNMSは二〇〇五年四月六日に最終決定がおこなわれた。四月六日のオープン・ミーティングにおけるドナルドソン委員長のオープンング・ステートメントでも紹介された通り、当初案に対して九〇〇件、一二月の改訂案に対しては一五〇件を超えるコメントが寄せられ、これだけ関係者の関心を集めた規則は珍しい<sup>(8)</sup>。中でも取引所上場株式におけるNYSEの圧倒的な優位を覆しかねないトレード・スルー規則の変更については提案直後から議論が白熱し、NYSEが電子取引の拡張によるフロア取引とのハイブリッド化を申請するという大きな変化でもたらした。ところが、NYSEのハイブリッド化計画は他市場の最良気配のみを消化して二番目以降の確定気配をトレード・スルーすることが明らかとなり、トレード・スルー規則の盲点を突いたこの計画を承認するのかが再び問題となった。

四月六日の最終決定は直前に予想された通りの内容であり、改訂案にはほぼ沿った形であったが、NYSEダイレクト十の再改定拡張案を実施困難にしかねない、自動執行可能な市場の最良気配でない指値注文に対するトレード・スルー規則の適用 (Depth of Book Approach) は見送られた。DOBアプローチの導入を強要すれば二〇〇年に見られたようにCLOB (Central Limit Order Book) やモノリス (Monolith) といった批判を呼び起し、四分野の規則変更すべてが凍結されてしまう恐れがあったからであろう。ただし、NYSEダイレクト十の拡張後の状況によっては再び将来DOBアプローチが提案されることになる可能性もないとは言い切れない。

今回のレギュレーションNMSの決定は見方によってはきわめて巧妙に仕組まれたものとも言えるかもしれない。とりわけ、関係者の関心の高いトレード・スルー規則に注意を集め、単独で提案されれば強硬な反対も出か

ねない問題を大きな反対もなく、通過させることに結果的には成功したとも考えられる。また、トレード・スルー規則についても、オプト・アウト（選択的適用除外）という極論を提案し、これに対する反対意見を利用して、まずトレード・スルー規則の撤廃を封じる一方、自動執行可能でない気配に対する自動執行可能である気配のトレード・スルーを認めることでNYSEの電子化を強力に後押しすることになった。そして、その上で今度はCLOBにもなりかねないDOBアプローチを追加提案することで、最良気配にある注文だけを対象としたBBO (Best Bid and Offer) アプローチに落ち着けばDOBアプローチを採用されるよりはまだまだましであるという安堵感を反対者にもたらしたのではないだろうか。こうした筋書きを最初から計画した参謀がSECにいたのかどうかはわからないが、後知恵ではそう考えられなくもない。ドナルドソン委員長がうまくバランスのとれた決定であると最終的に自画自賛したあたりからはそうした疑いも浮かんでくる。

さて、アメリカの株式市場を特徴付けてきたNMSの改革はレギュレーションNMSという形で、ひとまずは方向が定まったわけであるが、レギュレーションNMS事態は目標ではなく、NMSを補強するための手段に過ぎない。そして、NMS（全米市場システム）事態も、より良い市場を実現するための手段として一九七五年証券諸法改革法で位置付けられているのであるから、それ自体が目標ではありえない。市場間競争を通じて効率性を高めるという目標と、市場の分裂を回避するために市場の統合を進めるという目標のバランスをとることこそNMSの役割であり、このバランスがどちらかに偏れば引き戻す必要が、通信・情報技術の進歩や機関化の進展によって、今後も絶え間なく生じることになるであろう。アメリカの株式市場に関して言えば、NYSEダイレクト十の拡張案の実施がどのような結果をもたらすのかという点が最も注目されるところである。

注

- (1) この提案に至る経緯とその中身については、拙稿「レギュレーションNMS-SECの全米市場システム改革案」(本誌一六二三号、二〇〇四年四月)を参照。
- (2) NYSEのハイブリッド化計画については、拙稿「ニューヨーク証券取引所のハイブリッド化」NYSEダイレクターの改訂拡張案」(本誌一六二九号、二〇〇四年一〇月)を参照。
- (3) SEC, "Proposed Rule: Regulation NMS," Release No.34-49325; File No. S7-10-04, 26 February 2004.
- (4) SEC, "Proposed Rule: Regulation NMS - Extension of Comment Period and Supplemental Request for Comment," Release No.34-49749; File No. S7-10-04, 20 May 2004.
- (5) SEC, "Regulation NMS - Proposed Rules and Amendments to the Joint Industry Plans for Disseminating Market," Release No.34-50870; File No. S7-10-04, 16 December 2004.
- (6) Andrew Parker, "SEC chief offers olive branch in reform dispute," *FT.com*, 5 April 2005.
- (7) Judith Burns, "2nd UPDATE: SEC Votes To Adopt Controversial Market Reforms," *WSJ.com*, 6 April 2005.
- (8) William H. Donaldson, "Statement by SEC Chairman: Opening Statement at Commission Open Meeting of April 6, 2005, re: Regulation NMS," 6 April 2005.

(よしかわ まさひろ・客員研究員)