

レギュレーションNMSと米国株式市場

吉川 真裕

二〇〇七年四月、ニューヨーク証券取引所（NYSE）とARCA取引所を傘下に持つアメリカの持ち株会社NYSEグループと、パリ取引所、アムステルダム取引所、ブリュッセル取引所、リスボン取引所、ロンドン国際金融先物・オプション取引所（LIFFE）を傘下に持つオランダの持ち株会社ユーロネクストの合併が実現し、大西洋を越えたアメリカの持ち株会社NYSEユーロネクストが誕生した。⁽¹⁾ アメリカのナスダックによるロンドン証券取引所の株式公開買い付けは二〇〇七年二月に失敗に終わったが、四月にはデリバティブ取引所ユーロックスを傘下に持つドイツ取引所がアメリカの個別株オプション取引で最大のシェアを持つインターナショナル・セキュリティーズ・エクステンジ（ISE）との間で買収合意に達し、一二月には大西洋を越える新たな取引所持ち株会社がドイツに誕生した。そして、五月にはナスダックが、ストックホルム取引所、ヘルシンキ取引所、コペンハーゲン取引所、レイキャビク取引所、タリン取引所、リガ取引所、ヴィルニス取引所を傘下に持つスウェーデンの持ち株会社OMXとの間で買収合意に達し、大西洋を越える取引所持ち株会社がさらにもう一つアメリカに誕生する見通しである。⁽²⁾

本稿では、こうした取引所のグローバルな再編を後押ししたとも考えられるアメリカの株式市場規制「レギュレーションNMS」の施行とその後の米国株式市場の状況について紹介する。

1 レギュレーションNMS

(1) 紆余曲折の導入決定

二〇〇四年二月二十六日、レギュレーションNMSと呼ばれる規則変更案が公表された後、四月二一日には証券取引委員会（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、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が追加提案された。

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も絡んで早期決着の見通しは立たなかった。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一月二五日にSECの委員による投票によって採決される見通しであると報じられた。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ことを明らかにした。そして、一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）。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一点であった。

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、インスタイネット、シユワツブ、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委員長が数週間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、SECは四月六日に五人の委員によるレギュレーションNMSの採決が実施され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。この時点において各誌とも三対二の多数決で二二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。

二〇〇五年四月六日、午前一〇時から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実施され、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、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。³⁾

(2) 度重なる施行の延期

二〇〇五年四月二二日、ナスダックがインスタネットを買収し、取引所類似施設（ECN）であるINETを除く部門を売却するという形でINETの買収計画が発表された。このナスダックによるINETの買収はINETでの取引シェアが低下したわけでもインスタネットの業績が極端に悪化したわけでもなく、インスタネットの親会社であったイギリスの通信社ロイターの経営戦略の見直しによるものであり、スーパーモンタージュ導入後もINETからの取引奪還を実現できなかったナスダックにとっては幸運であった。

この発表の二日前である四月二〇日に発表されたNYSEによるARCA取引所の買収は事前の報道もなく、関係者を驚かせた。INETの買収競争をナスダックと演じることを諦めたARCA取引所がナスダック銘柄での取引シェア低下を見越すと同時に、フロア取引と電子取引のハイブリッド化を目指すNYSEの支援をする形でNYSEのハイブリッド化が失敗した場合にはNYSEの電子取引システムに取って代わることも見込んだ画期的な決断であった。他方、NYSEはハイブリッド化失敗のヘッジとともに、旧パシフィック取引所のオプション取引部門と、NYSEほど厳しくない上場基準の市場を手に入れ、従来はNYSEの上場対象とはなっていなかったナスダック銘柄の取り込みをはかるという利点を考えていた。そして、上場企業の買収後に被買収企業を存続会社にする一方で、株式会社化（非会員組織化）と株式公開という時間のかかるハードルを飛び越え、会員制の非営利企業から上場された株式会社へと一気に転換し、ナスダックに追いつくことになったのである。

この二つの合併計画の発表はレギュレーションNMSの導入決定の直後におこなわれており、レギュレーションNMSがそれだけ大きなインパクトをアメリカの証券取引所に与えたものと考えられる。

レギュレーションNMSの施行はフィナンシャル・タイムズで報じられていたように段階的におこなわれ、新

たなトレード・スルー規則と市場アクセス・フィーについて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一方、最小呼値については二〇〇五年七月一日から、市場情報料収入の分配については二〇〇六年七月三日から適用されるスケジュールと四月段階では公表されていた。⁽⁴⁾

しかし、五〇〇ページを越えるレギュレーションNMSの最終規則の公表が六月までずれ込んだことから、新たなトレード・スルー規則と市場アクセス・フィーについては二〇〇六年六月二九日から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、同年八月三一日にはすべてのNMS適格銘柄に適用され一方、最小呼値については二〇〇五年八月二九日から、市場情報料収入の分配については二〇〇六年九月一日から適用と若干延期されることになった。⁽⁵⁾

二〇〇六年に入って準備期間の短さを指摘する声が高まり、六月二九日のフェイズ1を一カ月あまり前にしてSECは五月一六日に再び施行日の延期を発表するとともに、より詳細な実施プロセスを明らかにした。⁽⁶⁾ これにより、取引市場の自動執行可能な取引システムの決定が二〇〇六年一月一六日、取引市場の取引システムの稼動が二〇〇七年二月五日、二五〇銘柄の株式を対象とした施行が五月二一日、すべてのNMS銘柄の株式を対象とした施行が七月九日、新たな延期がおこなわれる場合の施行の最終期限が一〇月八日と発表された。そして、この延期に伴って市場情報料収入の分配についても二〇〇七年四月一日に延期されることになった。

その後、NYSEの要望によって二〇〇七年二月五日の取引システムの稼動は三月五日、五月二二日のパイロットプログラムの稼動は七月九日、七月九日の施行は一〇月八日まで三度延期されたが、最終期限は守られた。⁽⁷⁾

2 米国株式市場の取引状況

アメリカで上場されている主要株式に対して最良気配での注文執行（ただし、自動執行がおこなわれない取引市場を自動執行がおこなわれる取引市場は無視しても良い）を義務づけたレギュレーションNMSの施行は市場間競争を加速させ、拡大する取引市場と衰退する取引市場をもたらすものと予想された。二〇〇七年末時点ではまだレギュレーションNMSの施行からパイロット銘柄で半年、その他のNMS銘柄では三ヶ月足らずしか経過していないが、どのような変化が生じているのであろうか。

新聞紙上でそれほど大きく報じられていないことから明らかなように、取引量の急激な変化がレギュレーションNMSの施行をはさんで生じているわけではない。しかし、レギュレーションNMSの導入が決定されて以来、緩やかながら変化は着実に生じており、この変化こそがNYSEやナスダックにアメリカ国内の取引所の買収やヨーロッパの取引所との合併を決意させたものと考えられる。

取引所が公表する取引量に大きな変化が生じたわけではないが、最も大きな変化はNYSEでの取引で生じている。二〇〇四年一月、レギュレーションNMSの提案準備が進んでいたとき、NYSEでの電子取引は一〇％に満たず、九〇％以上の取引は取引フロアでおこなわれていた。レギュレーションNMSの提案後、NYSEは電子取引に対する制約を緩和したが、レギュレーションNMSに対応した新取引システムであるハイブリッド市場が二〇〇六年一〇月に導入される前では電子取引の比率はまだ三〇％に満たなかった。それが二〇〇七年一月のハイブリッド市場への移行完了時には電子取引の比率が八〇％以上に達し、すでにNYSEは五つの取引フロアのうち三つを閉鎖した。NYSEの取引量の統計には現れないフロア取引から電子取引へのこの変化こそが最も大きな変化であり、レギュレーションNMSがこの変化をもたらしたといっても過言ではなからう。

(1) NYSE上場銘柄

ナスダック上場銘柄ではレギュレーションNMS提案以前から電子取引による市場間競争がおこなわれていたのに対して、NYSE上場銘柄ではナスダック上場銘柄ほどECN等による取引が盛んではなく、レギュレーションNMSの施行はNYSEからの取引流出をもたらしものと予想されていた。この取引流出に対抗するためにNYSEは自らが電子取引市場となり、先に見た通り、取引フロアでの取引が激減したのである。

図1はNYSE上場銘柄の月間売買高をNYSEとナスダックでの取引に分けて示したものである。ここでは売り注文と買い注文が付け合わされた売買高 (matched) であらわしているが、他市場に注文が回送された売買高 (touched) や注文の内部付け合わせ (internalization) を含めた総売買高でも推移にはそれほど大きな違いはない。また、図2はNYSE上場銘柄の月間売買シェアをNYSEとナスダックに分けて示したものである。

図1を見るとNYSEでの売買高は四〇〇億株前後で推移しており、売買高が減少しているわけではないが、ナスダックでの売買高はNYSEにはまだ程遠いものの、四倍近くに増加していることがわかる。図2を見ればNYSEの取引シェアが趨勢的に低下しているのに対して、ナスダックでの取引シェアは逆に趨勢的に上昇していることがより明らかである。取引シェアを数字で見るとNYSEの取引シェアは七五%から五四%に二二%ポイント低下しているのに対して、ナスダックの取引シェアは逆に六%から一八%に二二%ポイント上昇している。この二二%ポイントと二二%ポイントの差である九%ポイントは注文が他市場に回送されたか、他市場での注文付け合わせがおこなわれたことをあらわしており、NYSEとナスダック以外でのNYSE上場銘柄の取引増加をうかがわせるものである。

図1 NYSE上場銘柄の月間（matched）売買高

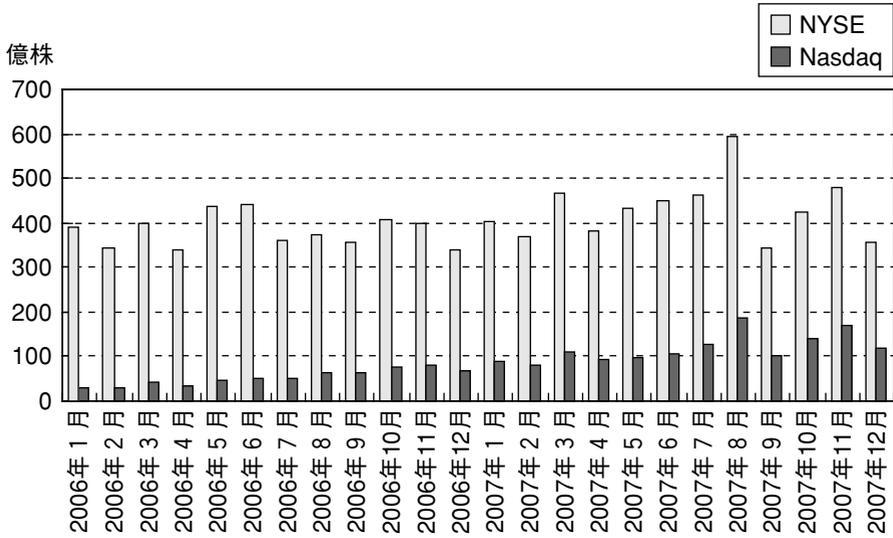
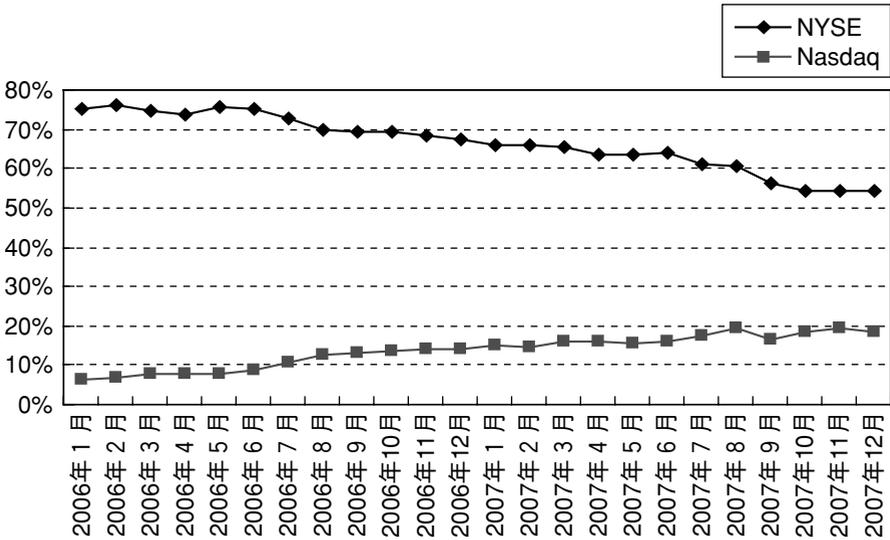


図2 NYSE上場銘柄の月間（matched）取引シェア



(2) ETF

上場投資信託 (ETF) はアメリカン証券取引所が最初に上場し、近年までアメリカン証券取引所が中心市場であったが、二〇〇四年にナスダックがアメリカの証券取引所で最も活発に取引されるナスダック一〇〇株価指数連動型上場投資信託 (かつてのQQQ) をナスダック上場 (現在のQQQ) に切り替え、二〇〇六年にはラッセル二〇〇〇株価指数連動型上場投資信託 (IWM) 等がNYSEに上場移転されたこともあって、三つ巴の市場間競争がおこなわれた。ただし、NYSEとナスダックの競争といっても実際はかつてのECNであるアーキペラゴ (MYSE) とアイランド (ナスダック) の間の競争であって、アメリカン証券取引所はいち早くこの競争から脱落していた。きわめて流動性が高く、取引所にとってはドル箱商品であるETFは市場間競争が最も盛んな商品であり、どこで上場されているかは問題ではなく、いかに早く注文を執行するか、いかに安く注文を執行するか、いかに多くのリベートを注文回送者に支払うかが勝敗の分かれ目となっている。

図3はETFの月間売買高をNYSEとナスダックでの取引に分けて示したものであり、ここでも売り注文と買い注文が付け合わされた売買高 (matched) であらわしている。また、図4はETFの月間売買シェアをNYSEとナスダックに分けて示したものである (ナスダックの統計は二〇〇六年四月以降しか公表されておらず、しかも二〇〇七年一月と二月は数字が取れないため、この間は二〇〇六年一二月の数字で代用した)。

これらの図を見るとNYSEとナスダックの売買高にそれほど大きな違いはなく、激しい市場間競争がおこなわれていることが見て取れる。とりわけ、レギュレーションNMSが施行された後、ナスダックがNYSEを逆転しており、NYSE上場銘柄の取引以上に市場間競争の経過をあらわしているように思われる (なお、取引シェアの数字は各取引所の発表によるものであり、図3とかならずしも整合的ではないことをお断りしておく)。

図3 ETFの月間 (matched) 売買高

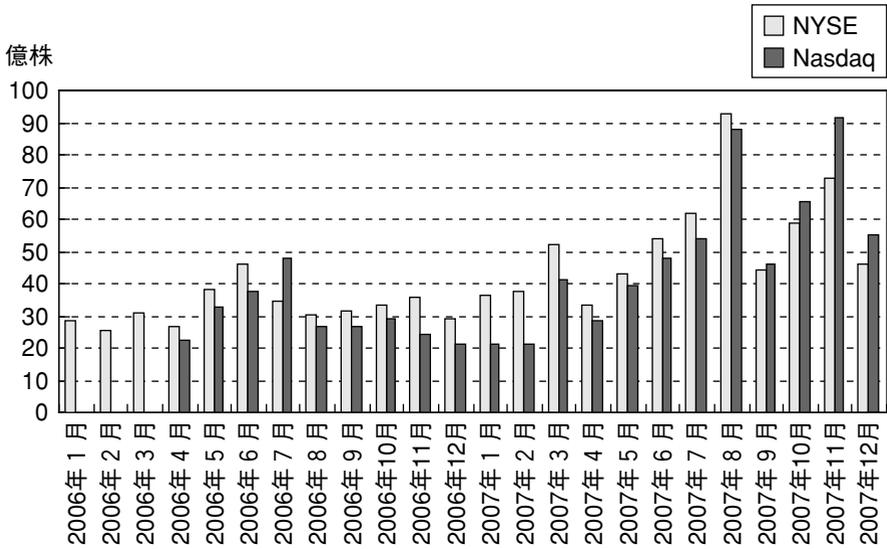
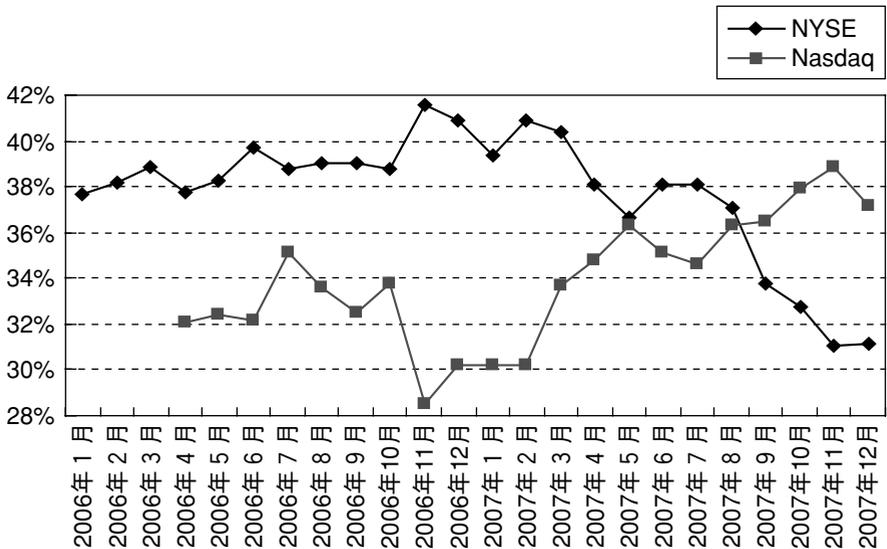


図4 ETFの月間 (matched) 取引シェア



(3) ナスダック上場銘柄

NYSEは自らの上場基準を最も厳しいものと自認しており、ETF以外は非上場取引特権(UTP)を行使してはいない。そして、レギュレーションNMSの施行に当たってもナスダックがNYSE上場銘柄の取引を取り込もうと懸命に努めているのに対して、ナスダック上場銘柄の取引を取り込もうとはしていない。ただし、もともとナスダック上場銘柄の取引が中心であったARCA取引所を傘下に持ったことでARCA取引所を通じてナスダック上場銘柄の取引をグループ全体としてはおこなっている。

図5はナスダック上場銘柄の月間売買高をNYSEとナスダックでの取引に分けて示したものの(ここでも売り注文と買い注文が付け合わされた売買高(matched)であらわしている)であり、図6はナスダック上場銘柄の月間取引シェアをNYSEとナスダックに分けて示したものである。

図5を見るとNYSEでの売買高はそれほど顕著ではないが緩やかに減少しており、ナスダックでの売買高は横ばいか、やや減少しているようである。しかし、図6を見ればNYSEの取引シェアもナスダックの取引シェアも趨勢的に低下していることが明らかである。取引シェアを数字で見るとNYSEの取引シェアは二二%から一八%に四%ポイント低下、ナスダックの取引シェアも五二%から四五%に七%ポイント低下している。このナスダック上場銘柄の取引シェアの低下は他市場へ注文が回送された売買高(touches)でも確認され、他市場での注文付け合わせがおこなわれたことをあらわしている。ナスダックはNYSE上場銘柄でもETFでもNYSEよりも取引シェアを伸ばしているが、ナスダック上場銘柄では取引シェアを低下させており、手放しでは喜べない状況である。ナスダック上場銘柄での取引シェアを上昇させているのは二〇〇六年に稼動した新たなECNであるBATSトレーディングやダーク・リクイディティ・プールと呼ばれる非公開の取引市場と言われている。

図5 Nasdaq上場銘柄の月間（matched）売買高

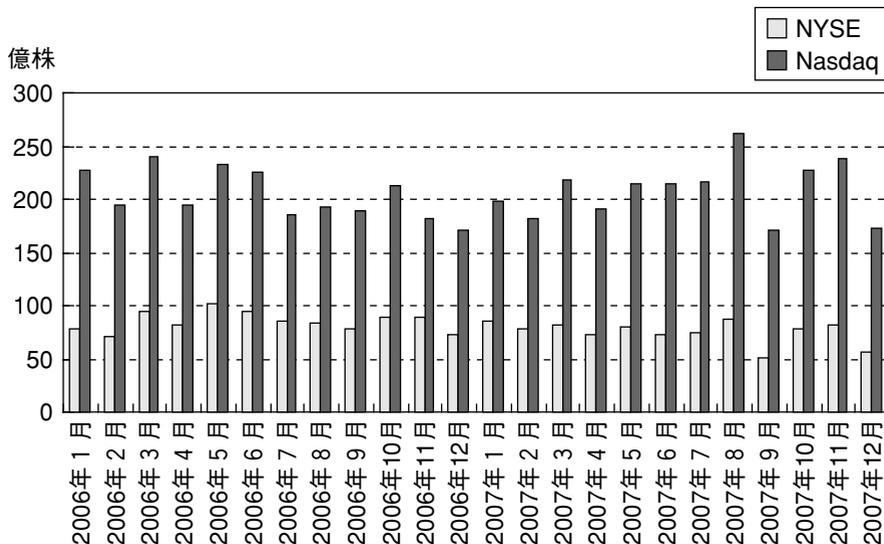
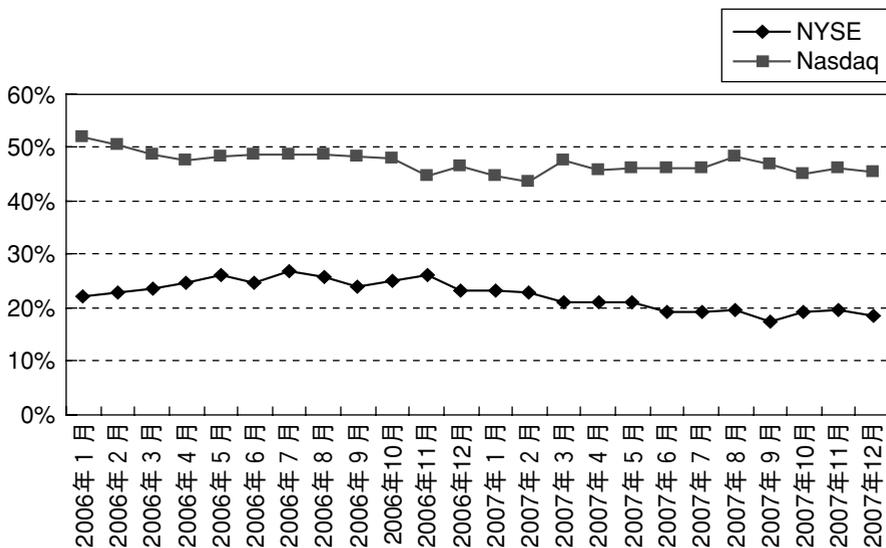


図6 Nasdaq上場銘柄の月間（matched）取引シェア



注

- (1) NYSEとユーロネクストの合併の経緯については、拙稿「NYSEとユーロネクストの合併合意―欧米証券取引所再編の思惑―」（本誌一六三六号、二〇〇六年六月）、拙稿「ユーロネクストをめぐる攻防―欧米取引所再編の行方―」（本誌一六三八号、二〇〇六年一〇月）を参照。
- (2) ナスダックとOMXの合併合意については、拙稿「トランス・アトランティック・エクステンジ―取引所はグローバル化できるのか―」（本誌一六四二号、二〇〇七年六月）、拙稿「錯綜する取引所の国際的な合併・買収・提携」（本誌一六四六号、二〇〇七年一〇月）を参照。
- (3) Securities and Exchange Commission, "SEC Adopts Regulation NMS and Provisions Regarding Investment Advisers Act of 1940," *Press Release*, 2005-48, 7 April 2005.
- (4) Securities and Exchange Commission, "SEC Adopts Regulation NMS and Provisions Regarding Investment Advisers Act of 1940," *Press Release*, 2005-48, 7 April 2005.
- (5) Securities and Exchange Commission, "Regulation NMS," Release No. 34-51808; File No. S7-10-04, 9 June 2005.
- (6) Securities and Exchange Commission, "Regulation NMS: Extension of Compliance Dates," Release No. 34-53829, 9 June 2005, "Order Exempting SROs from Compliance with the Allocation Amendment until April 1, 2007," Release No. 53828, 9 June 2005.
- (7) Securities and Exchange Commission, "Regulation NMS: Extension of Compliance Dates," Release No. 34-55160, 24 January 2007.

(たなか わ せむらゐ・密蔵研究社)