

米国ナショナル・マーケット・システムを 巡る最近の動向

若園智明

はじめに

本稿では米国のナショナル・マーケット・システム(NMS)を対象に、NMSの構築やレギュレーションNMSが導入された背景を踏まえながら、特に米証券取引委員会(SEC)内で積み重ねられている議論を中心に紹介する。

NMSは米国証券市場の基盤システムであり、今日の証券取引の多様化と深化をもたらしていると評価できよう(図表1)。その一方で、高頻度

取引(HFT)やアルゴリズム・トレーディングなどに代表される金融取引技術の発展を受けて、NMSおよび当該システムを管理するレギュレーションNMSなどには大幅な見直しを求める声も高まっている。さらに、二〇一七年一月に発足したドナルド・トランプ政権が進める金融規制の見直し対象にレギュレーションNMSも含まれた。

図表1 全米株式市場取引シェア（2017年7月）

証券取引所（合計62.7%）	
NASDAQ	14.1%
NYSE	13.3%
NYSE Arca	9.3%
DirectEdge (EDGX)	6.5%
BATS BZX	6.2%
BATS BYX	4.9%
NASDAQ BX	3.2%
IEX	2.2%
DirectEdge (EDGA)	1.6%
その他	1.4%
取引所外	
他の取引報告を求められるシステム (Trade Reporting Facility)	22.5%
ダークプール	14.8%

〔出所〕 米財務省報告書第二弾、2017年10月公開。

一、米財務省の提言

(1) トランプ政権による金融規制の見直し

二〇一七年一月に発足したトランプ政権は、国内の規制の見直しを進めている。より詳細には拙著（証券レビュー一七年六月号）を参照願いたい。トランプ大統領は二月に金融規制の見直しを命じる大統領令（行政命令）を発している。この大統領令は、金融規制を担当する当局の会議体であるF S O Cの議長（財務長官）に対して、米金融の法律や規制・規則、ガイダンスや記録保持要求などについて全面的な見直しを命じている。

この大統領令に応じて米財務省は、六月に銀行関連の規制や規則を見直す第一弾の報告書を公開した後、一〇月には資本市場の規制や規則を対象

とした第二弾の報告書を公開している。この第二弾報告書に、レギュレーションNMSが主要な見直しの対象に含まれた。

(2) 米財務省報告書の指摘

第二弾報告書はNMSの現状を分析した上で、七つの項目で問題（図表2）が生じていることを指摘し、SECに規制の対応を推奨している。図表2のうち、④市場データ規則と⑤オーダー・プロテクション規則は後述する共和党系SEC委員も問題を指摘するレギュレーションNMSの規則である。これらについて報告書の指摘をより詳細に見てみよう。

第一に市場データ規則に関して。ブローカー・ディーラーは当該規則に従い、取引所等の注文執行媒体が保有する取引データを証券情報処理ベンダー（SIPs）経由で購入するとともに、注文

執行媒体からもノン・コア・データを直接購入している。特にHFTの台頭もあり、これらの総てのデータの入手はなれば強制的とも言えるが、この市場データの提供チャネルには十分な市場性が働かないことからデータ料金が高止まりし、結果として規制が証券取引のコストを高めている。市場データ規則に関するこのような問題を踏まえ、第二弾報告書はSECに対してレギュレーションNMSの見直しを推奨し、注文執行媒体からブローカー・ディーラーに至る情報供給チャネルに代替手段を考慮することでデータ取得コストの引き下げを促している。

第二にオーダー・プロテクション規則に関して。第二弾報告書は、取引所等の注文執行媒体の多様化にともない、特に小規模の注文執行媒体間では流動性の分断化が生じていることを指摘する。また、同規則に関して過度に価格を重視する

図表2 第二弾報告書が指摘するナショナル・マーケット・システムの問題

- ①複数の注文執行媒体 (Trading Venues) の間で見られる流動性の分断
- ②最適なティック・サイズの問題
- ③マーケット・テイカーとオーダー・フローへのリベート (利益相反問題)
- ④市場データ規則 (レギュレーション NMS の規則601および603)
- ⑤オーダー・プロテクション規則 (レギュレーション NMS の規則611)
- ⑥市場の複雑性
- ⑦レギュレーション ATS

あまり、流動性を含めた取引執行全体のコストを十分に考慮していないことを問題視する。これらを踏まえて、①保護気配値を十分に流動性があり価格改善の余地がある登録国法証券取引所のみ適用 (最良気配値保護市場の見直し)、②最少の流動性の閾値に満たない保護気配値を規則から解除する等の規則改正をSECに推奨している。

このように米財務省報告書がSECに改正を求めるレギュレーションNMSはどの様な規則であり、どの様な経緯をもって導入されたのであろうか。次では時間を遡り、NMS構想とレギュレーションNMSの導入について簡潔にまとめる。

二、NMSとレギュレーション NMS

(1) NMSが求められた背景

第九四回連邦議会は、①証券市場の競争にとつての障害を取り除く、②証券市場システムおよび清算・決済システムの発展を促進させる、の二つの目的をもって一九七五年証券諸法改正法（以下七五年改正法）を通過させた。これはつまるところ、市場の競争促進を通じて米国経済を活性化させる意図である。まず、連邦議会が七五年改正法を求めた背景を述べよう。

当時の米国は、ウォーターゲート事件の発覚により七四年八月にリチャード・ニクソンが大統領を辞任するなどの政治的混乱もあり、七四年と七五年の二年連続で経済がマイナス成長であった。

また証券市場に目を向けると、六〇年代後半の取引高の急増に端を発する「バックオフィス危機」を受けて、市場機能の改善が強く求められていた。この危機を引き起こした直接の原因は清算・決済システムの不備であったが、米国証券市場全体の非効率性が根幹にあり、市場の構造問題を考える契機ともなっていた。このような市場の非効率性は、機関投資家の市場参加が台頭するとともに顕在化する。

機関投資家が用いる大口のブロック取引や電子取引（七一年創設のNASDAQ）などの新たな取引形態が勃興していたにもかかわらず、規制や規則を含めた市場制度の整備が遅滞したことが米国市場に構造的な問題を引き起こした。いわゆる「市場の分裂」問題である。

当時のニューヨーク証券取引所（NYSE）やアメリカン証券取引所が設定する手数料は固定さ

れており、機関投資家の大口取引に対しても同じ手数料体系が適用されていた。取引費用の削減のために主要取引所の固定手数料を避けて、地方証券取引所の他にも、取引所外取引である第三市場（証券会社が自己勘定で付け合わせる）や第四市場（投資家の注文を付け合わせる）へ上場銘柄の取引が流出するのは当然であろう。このような取引所外取引の増加は、証券取引とともに価格等の取引情報を分散化させる状態（市場の分裂）を生み出し、取引の効率性を低下させていた。

一方で市場の監督者であるSECは、NYSE等の証券取引所（自主規制機関）に対して行使できる法的権限が明確ではなかった。（この問題へのSECの対応は、七五年改正法がSECの権限を明記した後、七七年に施行される規則まで待たねばならない。）この市場の分裂に対処すべく、SECの権限を中心とした証券諸法の見直しが続

邦議会上に求められていた。

(2) 一九七五年改正法とNMS構想

分裂した市場への対処は、市場の再統合に他ならない。この統合された市場の実現には二つのアプローチが考えられる。第一が単一市場アプローチ（取引の集中化）であり、第二が市場間競争アプローチ（複数の市場の気配値や取引情報を共有し、最も有利な気配値の市場に注文を回送することで市場間での競争をもたらす）である。当時の連邦議会は、後者の市場間競争を選択し、七五年改正法において証券取引所法（三四年法）を中心に市場間競争の実現に必要な証券諸法の手当を行った。この市場間競争アプローチを用いた市場統合の具現化が後のNMSである。

七五年改正法は、三四年法に条文を追加してSECに①NMSの創設を命じるとともに、②「自

図表3 証券取引所に記されたNMSの基礎的な要件

- | |
|---|
| <ul style="list-style-type: none">①経済的な効率性を伴った証券取引の執行②市場参加者間、取引所間および取引所市場と取引所以外の市場との間の公平な競争③気配値および取引情報の利用可能性④ブローカーが顧客の注文を最善の市場で執行することが実行可能⑤上記①と④に反すること無く、投資者の注文がディーラーの関与なく執行される機会 |
|---|

主規制機関」、③「国法証券取引所」などについても三四年法を改正し、市場間競争の障害を除去すべくSECの権限を拡充と市場制度の整備をはかっている。しかしながら中核となるNMSの設計に関して、連邦議会は七五年改正法にNMSの定義を含めず、基礎的な要件（図表3）を示すに留まっている。つまりは、NMSの具体的な構想はSECに一任された。

当時のSEC委員であるフィリップ・ルーミスの講演録を読むと、NMSの構築にあたり、SECはシステム内でのオーダー・フローの集中化を最重要視していたことがわかる。当該メカニズムの存在は、マーケット・メイカー等の市場の専門家が総てのオーダー・フローにアクセスすることを可能にし、その結果、効果的な機能と効率性が向上すると考えられた。そのようなメカニズムにとって障害とされたのが、当時の証券取引の相当

部分を占めていたNYSEの規則394（取引所外取引の禁止、後の規則390）であり、固定化された（最小）委託手数料率である。これらにはつまるどころ、当時の証券取引の中枢にあったNYSE等の証券取引所が保持していた既得権益の解体が必要であったことを意味する。

七五年改正法が新たに与えた権限を活用し、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。八〇年代後半に入り、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、これはNMS構

想が契機となったと言えよう。

振り返ってみれば、結果として七五年改正法とSECのNMS構想が米国証券市場の変化を促したのは間違いない。確かにNMSの効果としては、①米国市場の時価総額が増加（七五年の八五〇億ドルから、九二年には五兆ドルに）、②機関の進展（全株式に占める機関投資家の保有比率が、七五年の三〇%から九二年には五〇%超へ）、③市場間競争の勃興（NYSEのシェアが減少し、NASDAQやPTSのシェアが増加）などが指摘されている。しかしながら、利害関係の対立もあり、七五年改正法が意図したNMSの整備には長い時間を要した。

(3) レギュレーションNMSによる包括的な規制

一九八〇年八月に公開された連邦議会下院の報告書では、七五年改正法から五年間が経過した時

点でもNMSが未達であることを指摘し、同法が与えた権限をSECが十分に行使していないと批判する。当該報告書が最も問題視したのは、市場間のオーダー・フローを担うITSの機能が十分ではなく、NYSEを中心とした証券取引所と取引所外市場との競争が阻害されている点である。

また当該報告書は、SECがこの競争阻害要因であるNYSEの規則394(390)などの取引所外取引制約を直ちに廃止させず(最終的に、NYSEが規則390を廃止したのは九九年一二月)、結果として証券取引所での取引費用の維持(価格競争を制限)をもたらししているとも指摘した。これは当時の証券取引において、NYSEの影響力が如何に強かったかをも示していると言えよう。

八〇年代のSECは、例えば八五年の店頭(OTC)株式のオプション取引を認可など、取引所外での株式取引の制度整備を進めている。これ

は、取引所外での制度を整備することで、NYSE等の証券取引所への偏重を修正し、結果としてNMSが目的とする市場間競争の促進を目指したと言える。事実、九〇年代に入りNYSEの支配力に減衰が見られ、代わりにPTSを経由した取引の増加が報告されている。このような技術に裏打ちされた取引システムの勃興は、NMSが目指す市場間競争をもたらず。その一方で、市場取引の構造が変化したことにより新たな市場の分裂も指摘され始め、SECによる規制対応の必要性も生じていた。SECは、この市場分断に対応するための六つのオプション(図表4)を示し、広く意見を募った。

最終的にSECは、〇四年二月にレギュレーションNMS案を公表し(一二月に改定案を公表)、〇五年六月に同規制を採択した(導入は八月)。レギュレーションNMSの構成を図表5で

図表4 市場分断に対応するための6つのオプション

- | | |
|---|---|
| ① | 注文の回送情報および取引執行情報の詳細な開示
・取引所、OTC マーケット・メイカー、ATS、ブローカーが対象 |
| ② | ブローカー・ディーラーの行為を制限
・最良気配値での顧客注文の internalization や、注文回送業者へのリポートを制限。 |
| ③ | 顧客の市場注文の執行前に価格改善機会を与える
・価格競争を促進、注文の internalization を抑制する。 |
| ④ | 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
・他市場の執行前の価格で、自らの顧客の注文の執行を禁止。 |
| ⑤ | 市場間での時間優先権の適用
・最初の最良気配値に時間優先を認め、その取引が成立する前に新たな最良気配値以外での取引を認めない。 |
| ⑥ | 市場間での時間優先権をすべての市場に適用 |

(注) 日本証券経済研究所 [2016] 第6章等を参照し作成。

まともている。

導入当初のレギュレーションNMSは一三の規則から構成されている（現在では、CATプランに関する規則が追加されて一四規則）（図表5）。

これらのうち、レギュレーションNMSの規則②③が定めるオーダー・プロテクション規則は、従来のNMSのITSにかかるトレード・スルー（他の最良気配よりも劣る価格での注文執行）の禁止規則を見直し、その対象にNASDAQ銘柄を含めるとともに、マーケット・メイカーやスペシャリストに加えてブローカー・ディーラーにも遵守を求めることで、より包括的な規則とされた。

当初から、このレギュレーションNMSには批判も多かった。また、規制が提案されてから導入されるまでもにも紆余曲折があった。詳細は次節で述べるが、〇五年の四月六日に最終規則を採択す

図表5 レギュレーション NMS の構成

規則600	NMS 証券の指定と定義
規則601	NMS 株式の約定報告および約定情報の配信
規則602	NMS 証券の気配の配信
規則603	NMS 株式の気配・約定情報の配信や表示等
規則604	顧客の指値注文の表示
規則605	注文執行情報の開示
規則606	注文回送情報の開示
規則607	顧客口座の明細
規則608	NMS プランのファイリングと修正
規則609	証券情報処理ベンダー（SIPs）の登録
規則610	気配へのアクセス
規則611	オーダー・プロテクション規則 ・トレード・スルーの禁止および除外規定。
規則612	最小ティックサイズ（サブ・ペニー・クォーティング規則）
規則613	統合監査証跡システム（Consolidated Audit Trail、CAT） ^(注) ・注文情報や顧客情報等の統合的データベースとしての CAT の構築。

(注) 2016年11月にレギュレーション NMS へ追加された。

る際には、当時の SEC 委員長（ウイリアム・ドナルドソン）が共和党系であるにも関わらず共和党系の二名の委員が強固に反対しており、異例の成立と呼ばれた。

米国市場を顧みれば、レギュレーション NMS の導入は既存の証券取引所に ATS を加えた包括的な NMS を再構成し、近代化された市場間競争を促す規制環境を構築したと評価されよう。レギュレーション NMS のオーダー・プロテクション規則により ATS などの執行が速い市場の相対的優位性が増し、それまでの取引の中核であった NYSE の優位性を大きく低下させたとの学術研究もある。その後の NYSE は、〇五年に ATS のアーキペラゴを買収し先進の取引システムの導入をはかったものの、〇七年の欧州ユーロネクストとの合併を経て（新名称は NYSE ユーロネクスト）、一三年には新興のインターコンチネンタ

ル取引所（一〇年に設立）に買収され、現在では同グループの傘下の取引所となっている（ユーロネクストは一四年にIPOを経てスピントフされた）。

三、NMSへの批判とSEC内の 議論

(1) レギュレーションNMSの評価と批判

七五年改正法が求めた基礎的要件（図表3）は、現在のNMSでも概ね満たされていると言えよう。これまで見てきたように、NMSの構築の過程では、様々な利害関係の調整とともに市場の発展にともなうて露呈した問題への対処が行われてきた。これはすなわち、金融システムの変化に合わせて常にNMSを再考する必要があることを意味する。例えば、一〇年のフラッシュ・クラッ

シュや一三年のNASDAQのシステム障害は、NMSの点検を促す機会であろう。最初に述べたように、トランプ大統領が求める金融規制の包括的な見直しでもNMSは対象となっており、また後述の通り、SECの内部でも議論が積み重ねられている。

レギュレーションNMSに関しては、SECが当該規制を採択した際の二名の共和党系議員が公表した異議書を参照しよう。繰り返しになるが、SECの委員会での最終規則の採択は、当時の委員長が共和党系であるにも係わらず二名の共和党系委員が反対した上での異例の成立であった。二人の共和党系委員は同時に公開した異議書において、特にオーダー・プロテクション規則（レギュレーションNMSの規則611）について、市場間および参加者間の競争や市場取引のイノベーションを阻害すると強く批判している。また、〇四年

一二月改定規則案の提示後にSECの経済分析室（当時）が行った経済分析（コスト・ベネフィット分析）に対しても、外部から指摘された問題点が最終規則に生かされていない点を挙げている。

さらに、一五年一〇月まで共和党系のSEC委員を務めたダニエル・ギャラガーもレギュレーションNMSに対して批判的である。ギャラガーは、レギュレーションNMSが取引執行を複雑にした結果、流動性コストや市場ボラティリティの上昇を招いていると指摘する。また、規則S6に基づいて登録される三つの証券情報処理ベンダー（SIPs）間には競争が生じない点も問題視している。SIPsに関しては、そのガバナンスや収益等の透明性が欠如していることなどの問題を指摘する声も多い。

(2) SEC内の議論

最後に、NMSを管理するSEC内で交わされている議論を見てみよう。

本稿執筆時点（二〇一七年一月）で、SEC内部におけるNMSの再考は進行中であり、レギュレーションNMSなどの具体的な改正に繋がるかは未定である。しかしながら、上記の米財務省第二弾報告書の指摘と合わせて考えても、レギュレーションNMSには相当の見直しが求められている。NMSならびにレギュレーションNMSの再考に関連するSECの活動を、時系列で並べて概観する。

SECは〇九年一〇月に公表した「戦略プラン二〇一〇―二〇一五年」において、市場構造の発展に合わせて、レギュレーションNMSの見直しを行うことを明記した。レギュレーションNMSの導入は〇五年であるが、〇七年時点でも当該規

制が十分に稼働していないとの批判があったことを鑑みれば、SECの見直しの表明は早期から始まっていたと言えよう。NMSの構造について、翌一〇年一月にNMSを包括的に見直すべく「市場構造に関するコンセプトリリース」を公開し、①市場構造、②HFT、③ダークプール等の公開市場外での流動性などに対するパブリック・コメントを募っている。

NMSを巡るSECの具体的な活動は、一五年四月にSECの部局である取引市場部(DTM)が、SEC内の諮問委員会に宛てて作成したメモより活性化しているように見える。このメモランダムは、①市場の分断、②取引量および取引の平均サイズ、③トレード・スルー・レートの三項目に関して、レギュレーションNMSの規則①が市場に与えている影響をまとめている。特にNYSE上場株式とNASDAQ上場株式に関する市

場の分断についての分析は興味深い。

DTMによれば、取引所取引ではNYSE上場株式のみ市場の分断化が進んでいることが観測された一方で、ダークプールにおける取引ではNYSE上場株式とNASDAQ上場株式ともに分断化が見られる。その上で規則①に対して、①注文執行媒体間での過度な市場の分断化を引き起こし、市場の複雑性と市場参加者のコストを増加させている、②間接的ではあるがダークプールでの取引への移行を促している、③機関投資家に複数の小ロット気配値へのアクセスを課すことで短期のプロップ投資家に機関投資家の取引動向を知らせることになり、機関投資家の不利益となつている、④指値注文表示のリバートに関するSECの目的が達成されていない、などの問題が生じていると明記した。市場取引を管轄するSECの部署より、レギュレーションNMSが新たな市場の分

断化をもたらしている可能性が示されたことは重要であろう。DTMは一六年一月に諮問委員会に対して提出したメモでも、レギュレーションNM Sの規則(605、606)を取り上げている。

さらにSECは一六年九月に、柔軟規制法(RFA)の求めに従いレギュレーションNMSを含めた一一の規則の見直しリストを公表した。このリストの公表に応じて、米国投資信託協会(ICI)や米国証券業金融市場協会(SIFMA)などからコメントが寄せられている。SIPsについては繰り返しになるが、資本市場規制委員会(CCMR)が公開したコメントでも、前述のギャラガー前SEC委員などと同様に、SIPs間での競争促進やその収益に関する情報開示の要求などが含まれている。

SECの規則見直しリストの公開直後(一六年一一月)に、SEC内の諮問委員会からは、注文

執行の情報開示を扱う規則605と規則606の見直しが提案されている。この内容は、注文執行に関する技術的な修正が中心であるが、オーダー・フローへの対価としてのリベートが与える影響の分析などもSECに求めている。また、諮問委員会傘下の小委員会からは規則611の廃止について検討するメモも公開されている(一七年四月)。

このように、市場監督者であるSECの内部においても、NMSおよびレギュレーションNMSに関する議論が積み重ねられている。米財務省第二弾報告書等の指摘と概ね共通の問題が議論されていることから、このような見直しは着実に具現化されると考えられる。

まとめにかえて

米国市場の特徴の一つとして、取引執行の場が

非常に多様であることが挙げられる。米国では、NASDAQ、NYSE、NYSE Arca、Direct Edge、BATSなど、複数の証券取引所で取引が執行されているだけでなく、ダークプールでの取引も存在感を示している（図表1）。

複数の取引執行の場による競争促進は、規制的手当が複雑（コスト高）となる欠点があるものの、市場の多様化と深化をもたらす利点もある。二〇〇八年に深刻化した金融危機の震源地でありながら、米国は先進国中で最もはやく経済成長の途についたように見える。この要因の一つに、国内での競争を通じた資本市場の強さが挙げられよう。

【引用文献】

伊豆久「一九九九」米国における市場間競争の展開『証券経済研究』日本証券経済研究所、第二〇号、一―二〇頁

大崎貞和「二〇〇四」『レギュレーションNMS提案について―米国における株式市場規制見直しの動き―』『資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所、Spring、一―八頁
佐賀卓雄「一九九二」『アメリカの証券業―変貌過程と規制緩和―』東洋経済新報社

佐賀卓雄「二〇〇四」『市場間競争の論理と現実―レギュレーションNMSによせて―』『証券経済研究』日本証券経済研究所、第四八号、一二月、一三一―二頁

日本証券経済研究所「二〇一六」『図説アメリカの証券市場』二〇一六年版

若園智明「二〇一五」『米国の金融規制変革』日本経済評論社

（わかぞの ちあき・当研究所主任研究員）