

米国株式市場規制「レギュレーション NMS」

吉川真裕

要 旨

2007年7月9日、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) 上場の100銘柄、ナスダック証券取引所 (Nasdaq) 上場の100銘柄、アメリカン証券取引所 (AMEX) 上場の50銘柄を対象として、レギュレーション NMS と呼ばれる株式市場規制が適用され、2007年10月8日には5,000銘柄を越えるすべての全米市場システム (NMS) 適格株式に対して、レギュレーション NMS が施行された。

レギュレーション NMS にたどり着くことになった証券取引委員会 (SEC) 委員長の呼びかけから8年を要したが、1990年代に進んだ株式市場の電子化に対して SEC が試みた全米市場システムの手直しがようやく一段落した。レギュレーション NMS は1970年代に導入された全米市場システムを株式市場の電子化に適應させる総合的な試みであり、米国株式市場を理解する上では欠かせない。

2005年4月6日のレギュレーション NMS の導入決定から数日後には NYSE と Arca 取引所の合併計画、Nasdaq の INET 買収合意が発表され、レギュレーション NMS が米国株式取引市場にもたらす影響の大きさを物語っていると言えよう。そして、2006年6月1日には NYSE がヨーロッパの取引所連合ユーロネクストの経営陣との合併合意に達し、2007年4月4日には環大西洋取引所となった。さらに、2007年5月25日に Nasdaq が北歐の取引所連合である OMX との合併合意に至っている。

こうしたグローバルな取引所の再編といった動きにまでたどりついたのも、もとはと言えばアメリカ国内での市場間競争の激化であり、それを後押ししたレギュレーション NMS であったと考えられる。一国の規制の変化がこれほど大きな影響を及ぼした例は他には見当たらないだろう。

目次

- I. はじめに
 - II. レギュレーション NMS 以前の米国株式市場
 - 1. 全米市場システム
 - 2. トレード・スルー規則
 - 3. PTS
 - 4. ECN
 - 5. レギュレーション ATS
 - 6. Nasdaq の電子化
 - III. レギュレーション NMS
- 1. フラグメンテーション・リリース
 - 2. NYSE の混乱
 - 3. レギュレーション NMS 提案
 - 4. 導入決定への紆余曲折
 - 5. 繰り返し延期された施行
 - 6. 導入後の取引状況
- IV. レギュレーション NMS がもたらしたもの
 - 1. 国内取引市場の合併
 - 2. 外国取引所の合併

I. はじめに

2007年7月9日、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) 上場の100銘柄、ナスダック証券取引所 (Nasdaq) 上場の100銘柄、アメリカン証券取引所 (AMEX) 上場の50銘柄を対象として、レギュレーション NMS と呼ばれる株式市場規制が適用され、2007年10月8日には5,000銘柄を越えるすべての全米市場システム (NMS) 適格株式に対して、レギュレーション NMS が施行された。

レギュレーション NMS にたどり着くことになった証券取引委員会 (SEC) 委員長の呼びかけから8年を要したが、1990年代に進んだ株式市場の電子化に対して SEC が試みた全米市場システムの手直しがようやく一段落した。もちろん、レギュレーション NMS は完璧なものではなく、今後も細部の見直しが必要になるだろうが、1970年代に導入された全米市場システムを株式市場の電子化に適応させる総合的な試みであり、米国株式市場を理解する上では欠くことのできないものである。

以下では、レギュレーション NMS 導入の背景と紆余曲折した導入決定、3度延期された施

行過程、そして導入後の取引状況を紹介し、レギュレーション NMS がもたらしたものを考察する。

II. レギュレーション NMS 以前の米国株式市場

1. 全米市場システム

National Market System (NMS) 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 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 NYSE の固定手数料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。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いる。具体的には、各市場での取引情報を統合して提供する総合取引通報システム(CTS)、各市場での最良気配を統合して提供する総合気配表示システム(CQS)、より良い気配を表示している市場へ注文を回送する市場間取引システム(ITS)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いた。

2. 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た。

また、1982年5月にNasdaq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かった。

3. 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Nasdaq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Nasdaq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、これらは当局から認可を得た公的な取引市場ではないという意味でProprietary Trading System (PTS) 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%、Nasdaq NMS銘柄の13.46%がPTSで取引されており、Nasdaq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¹⁾。ただし、Nasdaq市場は取引所市場と違い、Nasdaqで取引が行われるのではなく、Nasdaq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Instinet、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。

4. ECN

1994年にNasdaq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Nasdaq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²⁾。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Nasdaqに接続していない市場にNasdaq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 Nasdaq 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 Nasdaq 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 Nasdaq で注文執行の電子化が回避されていたので、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 Nasdaq 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、Nasdaq 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 Nasdaq で指値注文をできる市場として注目され、1997年の OHR 施行後には Nasdaq 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、Nasdaq と接続されたことにより、ECN は急成長することになった。

5. 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³⁾。その際、PTS という名称に変えて Alternative Trading System (ATS) 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、②ATS 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、③ATS 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全米証券業協会 (NASD) 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上げられていた。

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⁴⁾。

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。

6. Nasdaqの電子化

ECNがNasdaq銘柄の取引を拡大させる中、Nasdaq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Nasdaq銘柄の気配はNasdaq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、Nasdaq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。

NasdaqはNasdaq銘柄の気配の配信を独占して行っており、Nasdaq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Nasdaq銘柄の新たな気配表示システムであるAlternative Display Facility (ADF)が導入された。Instinet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Arca取引所(旧アーキペラゴ)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Nasdaq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。Nasdaq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であろう。

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を受けて、ECNの取引シェアの半分以上を分け合っていたInstinetとアイランドも合併(Inet)したが、パシフィック取引所の株式取引業務を移管されたArca取引所が取引シェアを急速に高め、BrutというECNを子会社としたNasdaqとこの2つのグループでNasdaq銘柄の取引の大半を3等分することになった。

Ⅲ. レギュレーションNMS

1. 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⁵⁾。

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ケージ(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⁶⁾。

2000年2月のフラグメンテーション・リリースは最も緩やかなディスクロージャーの強化という市場統合策を採用することに落ち着いたが、これで十分とSECが考えていたわけではない。2001年1月から始まる値刻みの分数表示から小数表示への移行(Decimalization)もあり、大幅な制度変更を先延ばしにしたというのが真相であった。

他方、2002年8月には取引の活発なQQQ(Nasdaq 100指数連動型上場投資信託(ETF))、DIA(ダウ工業株指数連動型ETF)、SPY(S&P 500指数連動型ETF)の3つのETFに対して、全米最良気配(NBBO)から3セント以内であればより有利な気配が他の市場に存在していてもITSを通じてその気配を消化せずに注文執行を可能とする微量免除を9

カ月間のパイロット・プログラムとしてSECは導入した⁷⁾。この決定に際して、SECはこれらのETFは取引がきわめて活発である上、指数構成銘柄の株価から理論価格を計算することも容易であり、より良い気配値を消化せずに劣った値段で注文を執行するトレード・スルーの影響がどの程度のものであるかを検証する実験として位置付けていた(この微量免除は2003年5月以降も継続された)。

2. NYSEの混乱

SECにルール390の撤廃を迫られ、ECNとの競争も余儀なくされかねないNYSEは電子的な市場間リンケージに反対し、2000年4月には内部委員会報告書でITSの廃止を提案した⁸⁾。そして、同年12月には100株以上1,099株以下の指値注文を自動執行するNYSEダイレクト+を導入し、ECNへの対抗策を打ち出した。NYSEは2001年1月に呼値の1セント刻みへの転換を完了し、同年6月には呼値の転換に伴って機関投資家から批判が強まっていたスペシャリストの先回り取引に対する規制を強化する決定を行った。

2001年9月の同時多発テロの直後にはNYSEの早期の再開に尽力したグラッソ会長兼CEO(最高経営責任者)が注目を浴びることになったが、この功績に対して500万ドルの報奨金が内密に支払われたことも後に問題となる。同年末以降はエンロン、ワールドコムをはじめとする企業会計スキャンダルが発覚し、NYSEも上場企業に対するガバナンスの強化を推進した。ところが、2003年3月に証券業界関係者以外を対象としたNYSEの公益理事候補にシティグループのワイル会長が推薦されたことから、上場企業のガバナンスを強化した

NYSEのガバナンスが問題視されることになった。さらに、5月にはウォール・ストリート・ジャーナル紙でグラッソ会長CEOの2002年の報酬が1000万ドルを越え、退職金・年金の総額が1億ドル近いという報道が行われ、NYSEのガバナンスに対する批判が一層高まった。

2003年8月、NYSEがグラッソ会長兼CEOの報酬と退職金・年金額を公表し、それぞれ240万ドルと1億3950万ドル(後に公表され、辞退された4800万ドルを含まず)であることが明らかとなり、こうした巨額の報酬を決定した人事・報酬委員会の責任問題が浮上するとともに、カリフォルニア州の財務長官や四大公的年金の代表がグラッソ会長兼CEOの辞任を要求した。辞任を拒否していたグラッソ会長兼CEOが9月17日に辞任を承認し、これを受けて9月21日に元シティグループ会長のジョン・リード氏がNYSEの暫定会長兼CEOに決定した。

他方、2003年4月にはフリード・ボストン系列のスペシャリストによるゼネラル・エレクトリック株の取引をめぐるアメリカン・センチュリーのトレーダーにグラッソ会長兼CEOが謝罪したことが報じられ、スペシャリストの不正取引疑惑が高まった。7月にはNYSEのスペシャリストのラブラン社がNYSEの内部調査に対して従業員のエメールの提出を拒んでいることが報道され、NYSEの監督能力に対する疑問も生じることになった。そして、10月にNYSEは2002年から実施してきた調査結果に基づいて大手スペシャリスト5社が顧客取引に不当に介入したとして罰金を含む制裁措置の実施を決定した。さらに、11月にはウォール・ストリート・ジャーナル紙がSECの機密

調査報告書を暴露し、過去3年間に22億株がNYSEのスペシャリストによって不正に取引され、投資家の損害は1億5000万ドルに達すると報じられた⁹⁾。また、12月にはカリフォルニア州公務員退職基金(CALPERS)がNYSEとスペシャリスト7社に対して民事訴訟を提訴した。

こうした中で、投信業界2位のヴァンガード・グループの創設者であり、Instinetの取締役でもあるボーグル氏は、グラッソ会長兼CEOの巨額報酬はスペシャリストの利益を守ったことから生じているとしてスペシャリスト制度の改革を要請し、投信最大手のフィデリティもスペシャリストの介在しない電子取引の導入を望み、次善策としてはスペシャリストの仲介を削減する方向でNYSEが取引システム改革を進めることを要望した。

NYSEはリード会長兼CEOの下で機構改革をSECに申請し、12月17日に認可された。この改革では会長とCEOを除く理事会のメンバーを証券業界や上場企業以外から選出し、関係者はアドバイザー・ボードに着くことになるというのが眼目であった。そして、翌18日にはCEOにゴールドマン・サックスのジョン・セイン社長兼COO(最高業務責任者)が1月15日に就任することが発表された。セイン氏はNYSEの完全電子化には反対であり、スペシャリストと電子取引のハイブリッド化を提唱していたことが抜擢の背景にあったものと見られている。

セインCEOの就任から3週間足らずの2004年2月5日、NYSEの理事会は注文自動執行システム、NYSEダイレクト+の拡充を決定した。具体的には30秒という連続注文制限の撤廃、1,099株という注文数量制限の撤廃、指値

注文のみという注文制限の撤廃がその中身であったが、スペシャリストの介在するフロアでの取引には何も変更は盛り込まれず、抜本的な取引制度改革とは呼べないものであった。この時点での決定はSECのスタッフが準備していると伝えられた株式市場構造改革案を牽制することが狙いであるとも報じられていた。

3. レギュレーション NMS 提案

2004年2月24日、SECのコミッショナー会議でレギュレーション NMS と名付けられた規則変更案が4人の委員全員の一致で可決された。これは4つの異なる規則変更案からなるが、米国株式市場を特徴付けてきたNMSの改革を総合的に目指すという意味でまとめて提案された¹⁰⁾。

(1) トレード・スルー規則

レギュレーション NMS 提案で第1に上げられたのは統一的なトレード・スルー規則である。従来のトレード・スルー規則は1978年8月以来、NYSEとAMEXに上場されている株式を対象としており、Nasdaq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、まず、トレード・スルー規則の適用対象にNasdaq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Nasdaqのスーパーモニター

ジュ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行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30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会する市場へは注文回送自体を行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行われてきた。レギュレーション NMS 提案ではこの両者を組み合わせ、トレード・スルー規則を存続させる一方、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1セントから5セントまで5段階）内では自動執行機能を持つ市場から人手を会する市場への注文回送義務を免除することが盛り込まれていた。

(2) 市場間アクセス

レギュレーション NMS 提案で第2に取り上げられたのは統一的な市場アクセス規則である。トレード・スルー規則の新提案が ITS の利用を削減すると予想されるために、これを補完するように各市場への ITS を経由しないアクセスを活発化させようというのがその狙いである。その際に最も問題となるのは最良気配を表示している市場へのアクセスに障害が生じる場合である。とりわけ、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だけでなく、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・モデルが慣行としてできあ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）。

さらに、Nasdaq のマーケットメーカーは売り気配以上の確定買い気配や買い気配以下の確定売り気配を提示することは禁じられているが、ECN とマーケットメーカーの間あるいは ECN どうしの間でこうした状態がしばしば生じ、ECN は相手が流動性を消化してアクセス・フィーを支払うのを待っていると批判されてきた。

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1株当たりでは1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（1株当たり0.1セント、他のフィーと合わせて1取引で1株当たり最高0.2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提案されていた。

(3) 1セント未満の値刻み

1997年7月にSECがECNやマーケットメーカーの16分の1刻み未満の気配値に対するノー・アクション・レターを与えて以来、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行われていた。

2001年の値刻みの1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、1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1セント未満の値刻み（大半は0.1セント、一部は0.01セント）を利用しているのは問題であるとして、2001年7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¹¹⁾。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、2003年8月にNasdaqは統一的な値刻み規則が採用されない以上、Nasdaq銘柄の値刻みを0.1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に提出していた。

そこで、レギュレーション NMS 提案の中で統一的な気配値の値刻みを採用することが提案されることになった。提案されているのは気配値の値刻みを1セント刻みとすることであるが、株価が1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1セント未満になることは認められるとされていた。

(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1999年12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¹²⁾。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、2001年9月にはこの問題に関する報告書が発行されていた¹³⁾。

レギュレーション NMS 提案の中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、Nasdaq銘柄の3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る。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、②気配値が最良気配であった比率、③気配値が最良気配を改善した比率、の3つに応じて各市場へと分配するというものである。最後の分配にはさらに細かな計算式が設けられており、①の取引シェアが情報料収入の50%、②の最良気配比率が情報料収入の35%、③の最良気配改善比率が情報料収入の15%になるように工夫されていた。

4. 導入決定への紆余曲折

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、4月21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行われた。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2月はじめに伝えられたNYSEダイレクト+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、5月20日には当初の5月24日のコメント期限を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¹⁴⁾。

他方、5月18日には下院の金融サービス委員会/資本市場・保険・公営企業小委員会での問題に関する公聴会が行われ、7月21日と22日には上院の銀行・住宅・都市問題委員会でも公聴会が行われた。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+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、8月2日にNYSEダイレクト+の改訂拡張案をSECに申請したことをNYSEが明らかにし、8月16日にはSECからNYSEダイレクト+の改訂拡張案が公表された。

NYSEダイレクト+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+とNYSEの取引フロアのインターラクシオ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 (LRT) 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。この改訂拡張案に対するコメント期限は当初、9月6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、9月22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。

11月15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12月16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行ったにとどまらず、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シオンさせ、1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での注文執行を行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6月30日であったが、400通以上のコメントが寄せられ、11月2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、10月7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行い、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、11月22日にウォール・ストリー

ト・ジャーナル紙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、Nasdaq 銘柄も含めて適用する新提案が12月15日のSEC のコミッショ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。

11月30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、12月16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1月26日¹⁵⁾。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2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1年を迎える2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2人の委員とともに共和党指名の2人の委員の反対を抑えて5回も強行採決が行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

ン委員長は上場企業に対する巨額の罰則金請求に反対投票を行い、歩み寄りの姿勢もうかがわせた。そして、2005年に入ってから、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。

レギュレーション NMS の改訂案に対するコメントは1月26日に締め切られたが、最初の提案から1年を迎えた2005年2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2月15日に下院の金融サービス委員会／資本市場・保険・公営企業小委員会で公聴会が開催され、Instinet、シュワップ、Nasdaq、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。

3月9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、3月15日の下院の金融サービス委員会／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、3月31日にSEC は4月6日にSEC のコミッショナー会議でレギュレーション NMS 提案の採決を採る日程を明らかにした。

4月5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5人に先週配布され、その中でトレード・スルー規則のNasdaq NMS 銘柄への適用を2006年夏までに段階的に行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紙とも3対2の多数決で12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。

4月6日、午前10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提案に関する5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2人の委員の賛成、共和党選出の2人の委員の反対で3対2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12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+の再改訂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、Nasdaq銘柄の多くを取引するInstinetやArca取引所、Nasdaq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っきりと表明されており、下院の金融サービス委員会/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た。

5. 繰り返し延期された施行

レギュレーションNMSの施行はフィナンシャル・タイムズ紙で報じられていたように段階的に行われ、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2006年4月10日からNYSE上場の100銘柄、Nasdaq上場の100銘柄、AMEX上場の50銘柄を対象として導入され、同年6月12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

2005年7月1日から、市場情報料収入の分配については2006年7月3日から適用されるスケジュールと2005年4月段階では公表されていた¹⁶⁾。

しかし、500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6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2006年6月29日からNYSE上場の100銘柄、Nasdaq上場の100銘柄、AMEX上場の50銘柄を対象として導入され、同年8月31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2005年8月29日から、市場情報料収入の分配については2006年9月1日から適用と若干延期されることになった¹⁷⁾。

2006年に入って準備期間の短さを指摘する声が高まり、6月29日のフェイズ1を1ヵ月あまり前にしてSECは5月16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¹⁸⁾。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2006年10月16日、取引市場の取引システムの稼働が2007年2月5日、250銘柄の株式を対象とした施行が5月21日、すべてのNMS銘柄の株式を対象とした施行が7月9日、新たな延期が行われる場合の施行の最終期限が10月8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2007年4月1日に延期されることになった。

その後、NYSEの要望によって2007年2月5日の取引システムの稼働は3月5日、5月21日のパイロット・プログラムの施行は7月9日、7月9日の施行は10月8日まで三度延期されたが、最終期限は守られた¹⁹⁾。

6. 導入後の取引状況

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行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。2007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3ヵ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、緩やかにしながら変化は着実に生じており、この変化こそが NYSE や Nasdaq 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。

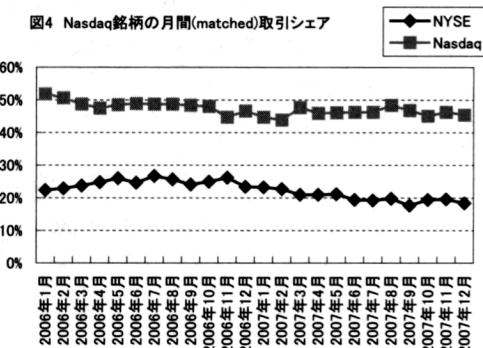
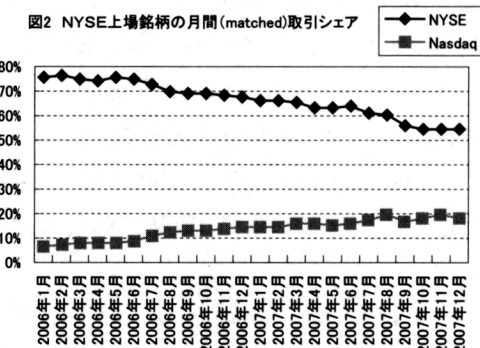
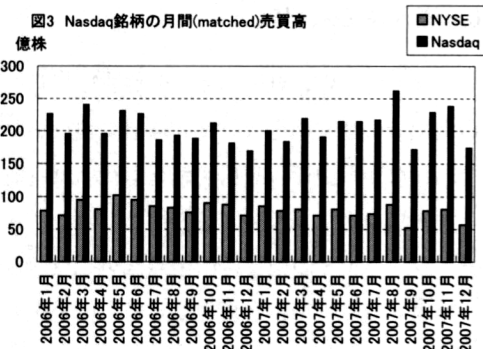
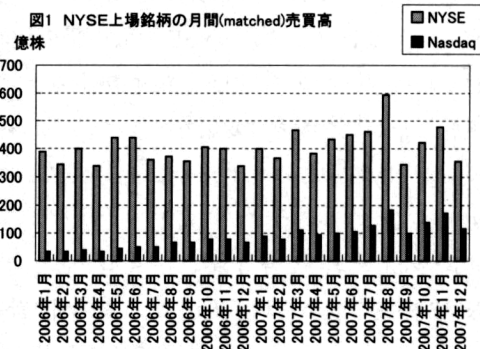
取引所が公表する取引量に大きな変化が生じたわけではないが、最も大きな変化は NYSE での取引で生じている。2004年1月、レギュレーション NMS の提案準備が進んでいたとき、NYSE での電子取引は10%に満たず、90%以上の取引は取引フロアで行われていた。レギュレーション NMS の提案後、NYSE は電子取引に対する制約を緩和したが、レギュレーション NMS に対応した新取引システムであるハイブリッド市場が2006年10月に導入される前では電子取引の比率はまだ30%に満たなかった。それが2007年1月のハイブリッド市場への移行完了時には電子取引の比率が80%以上

に達し、すでに NYSE は5つの取引フロアのうち3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。

Nasdaq 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行われていたのに対して、NYSE 上場銘柄では Nasdaq 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す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Nasdaq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上場銘柄の月間取引シェアをNYSEとNasdaq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400億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、Nasdaqでの売買高はNYSEにはまだ程遠いものの、4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、Nasdaq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75%から



54%に21%ポイント低下しているのに対して、Nasdaqの取引シェアは逆に6%から18%に12%ポイント上昇している。この21%ポイントと12%ポイントの差である9%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行われたことをあらわしており、NYSEとNasdaq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。

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Nasdaq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、Nasdaq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Nasdaq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Nasdaq上場銘柄の取引をグループ全体としては行っている。

図3はNasdaq上場銘柄の月間売買高を図1と同様にNYSEとNasdaqでの取引に分けて示したものであり、図4はNasdaq上場銘柄の月間取引シェアをNYSEとNasdaqに分けて示したものである。

図3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、Nasdaq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4を見ればNYSEの取引シェアもNasdaq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22%から18%に4%ポイント低下、Nasdaqの取引

シェアも52%から45%に7%ポイント低下している。この Nasdaq 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 (touched) でも確認され、他市場での注文付け合わせが行われたことをあらわしている。Nasdaq は NYSE 上場銘柄では NYSE よりも取引シェアを伸ばしているが、Nasdaq 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。Nasdaq 上場銘柄での取引シェアを上昇させているのは2006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。

IV. レギュレーション NMS がもたらしたもの

1. 国内取引市場の合併

2005年4月20日午後4時の取引終了直前になって Arca 取引所の株価が8%急上昇した。当日の午後4時30分からは Arca 取引所の第1四半期の決算報告が予定されていたが、午後4時の取引終了後に NYSE と Arca 取引所から両社の合併記者会見を午後5時に行うことが発表された²⁰⁾。

NYSE と Arca 取引所という組み合わせはこれまでに噂にのぼったこともなく、驚きをもって迎えられた。かつて Arca 取引所のパトナム会長は他の ECN と同様に NYSE に対して厳しく、2004年7月の公聴会でも NYSE は Arca 取引所の最良気配を1週間に11,816回もトレード・スルーしていると批判していた²¹⁾。そして、2005年に入ってセイン CEO が NYSE の取引開始時間の繰り上げを唆した際にも Arca 取引所の取引開始時間を午前8時から午

前4時に繰り上げ、NYSE の氣勢を制していた (NYSE の取引開始繰り上げは見送り)。取引開始時間の繰り上げのほか、債券や ETF、個別株オプションといった新商品の導入、株式会社化、一部会員の要望の強い株式公開など、セイン CEO が模索してきた新たな戦略を、Arca 取引所との合併計画は一挙に実現することも可能になるという意味で「セイン CEO が帽子の中からウサギを取り出した」とも報じられた。

NYSE と Arca 取引所の合併計画発表から2日後の4月22日、Nasdaq は ECN の INET を持つ Instinet をロイターから買収し、機関投資家向けブローカー部門を投資会社シルバー・レイク・パートナーズに売却する計画を発表した。この買収計画に先立ち、Instinet は子会社のリンチ・ジョーンズ&ライアン (LJR) をバンク・オブ・ニューヨークに売却する予定であり、ロイターが62%の株式を保有していた Instinet は3分割され、ロイターは Nasdaq から9億3450万ドル、シルバー・レイク・パートナーズから2億7500万ドル、バンク・オブ・ニューヨークから1億7400万ドル、合計18億7800万ドルを取得することになる。そして、Nasdaq は7億5000万ドルを6年債の発行から、2億500万ドルを投資会社ヘルマン&フリードマンとシルバー・レイク・パートナーズに対する転換社債の割り当て発行から調達する計画も合わせて発表した²²⁾。

この買収計画は NYSE と Arca 取引所の合併に続いて発表されたため驚かれたが、4月15日にフィナンシャル・タイムズ紙電子版で報じられており、関係者の間では予想された範囲内の出来事であった。というのも、Instinet の売却は親会社であるロイターの戦略見直しに伴う

もので、2004年11月にロイターがInstinetの売却先を探しているという観測記事がでて以来、シカゴ・マーカントイル取引所やArca取引所、Nasdaqの名前が候補者として上がり、1月25日にはNasdaq自身が有力ECNの買収を検討していると表明していたからであった。

Nasdaqが目当てとするECNのINETをその一部とするInstinetは機関投資家向けブローカー業務等、多様なビジネスを手がけ、株式時価総額ではNasdaqを上回っていたため、Nasdaqにとってはロイターが望む一括買収が困難であるとともに、Nasdaqにとって不要なビジネスの整理を買収後に行うことを避けるための苦心がシルバー・レイク・パートナーズやバンク・オブ・ニューヨークを巻き込んで複雑な仕組みを作り上げることになったものと考えられる。

2005年4月6日のレギュレーションNMSの導入決定から数日後にこうした大きな変化が生じたのはレギュレーションNMSがアメリカの株式取引市場にもたらす影響の大きさを物語っているものであろう。ヨーロッパやアジアで進む取引所の電子化が意図的に遅らされていたアメリカではSECがECNを優遇することで取引所の電子化を後押ししてきたとも考えられるが、レギュレーションNMSは電子化しなければ競争上不利になることからNYSEとNasdaqという2大市場がArca取引所(旧アーキペラゴ)とINET(旧アイランド)を買収によって取り込み、SECの意図に反してレギュレーションNMSの施行による競争の激化を事前に押さえ込んだとも言えよう。

2. 外国取引所の合併

ECNとの市場間競争で劣勢を続けたNas-

daqはINETの買収によってNasdaq銘柄の取引シェアを回復することに成功した。この経験をもとに新たな展開が始まることになった。NYSEのセインCEOはロンドン証券取引所をめぐるヨーロッパの取引所統合の動きに早くから関心を示し、アメリカ国内で守勢に回るよりも外国へ進出し、攻勢にでるという選択肢を口にしてきた。一方、NasdaqはかつてNasdaqジャパンやNasdaqヨーロッパ、Nasdaqドイツェラントといった形でグローバル展開を試みたが、ITバブル崩壊後は国外からは撤退し、その後は外国への関心をほとんど示してこなかった。

ところが、オーストラリアのマッコリー・グループによる株式公開買付を撤回させたばかりのロンドン証券取引所にNasdaqは2006年3月に買収提案を行った。この買収提案はなんらかのビジョンにもとづく計画というよりもNYSEの先回りをしてNYSEに国外という逃げ道を与えまいとする行動としか考えられない。ロンドン証券取引所の経営陣に買収提案を拒否されるといったんは撤回しながら、株式を買い集め、2006年12月には株式公開買付に踏み切った。しかし、2007年2月には買取価格を引き上げることなく、この株式公開買付は失敗に終わった。

一方、Nasdaqに先を越されたNYSEも一時はロンドン証券取引所の株式買い集めを検討したが、実行には移さなかった。後からみればちょうどその頃にユーロネクストとの合併交渉が進んでいたことになるが、2006年5月22日にドイツ取引所との合併交渉を大株主に強いられていた旧パリ取引所を中心とした取引所連合ユーロネクストに対してNYSEは合併提案を行った²³⁾。そして、6月1日にはユーロネク

トの経営陣との合意に達し、2007年4月4日には Nasdaq を出し抜いて環大西洋取引所となった²⁴⁾。ただし、環大西洋取引所といっても持ち株会社のもとに複数の取引所が共存しているだけであって、取引市場が統合されているわけでも注文回送が行われているわけでもない。

しかし、上場された持ち株会社 NYSE ユーロネクストとしては経営の安定性を確保でき、各取引所が買収提案を受けるという心配もなくなった。実際、2007年度の業績速報ではヨーロッパでの取引拡大がグループ全体の業績を底上げしており、NYSE がアメリカ国内にとどまっていた場合よりも良い結果が伝えられている。

他方、ロンドン証券取引所の株式公開買付に失敗した Nasdaq は NYSE に海外展開という点では追い越され、2007年5月25日に北欧の取引所連合である OMX との合併合意に方向転換することになった²⁵⁾。しかし、8月17日には資金力の豊富な中東のドバイ取引所が OMX の株式公開買付に踏み切り、一時は再び海外展開の失敗かと心配されたが、9月20日にドバイ取引所と出資を含めた提携関係に入ることにより、OMX との合併の見通しがついたばかりである²⁶⁾。

OMX は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、アイスランド取引所、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であるが、傘下の取引所をすべて合わせてもオランダやスイス一国の市場規模であり、Nasdaq にとって OMX との合併がどのような効果をもたらすかは予測しがたい。たしかに OMX は取引所の取引システム開発会社としては世界一の実績を持つが、それが Nasdaq の業績に

どの程度の影響を及ぼすのかという点については NYSE にとってのユーロネクストとは比べものにならない。ビジョンをもった海外展開ではなく、NYSE との対抗意識から開始した海外展開であるだけに今後の展開にも見通しを持ちにくい。

NYSE や Nasdaq がヨーロッパに進出したことでグローバルな取引所再編ということが騒がれるようになったが、NYSE も Nasdaq も取引市場としてヨーロッパに進出したわけではなく、あくまで親会社（株主）として進出しただけであって、それが今後どのような展開になるかは見通しがつかない。もともとは激化するアメリカ国内の市場間競争から逃れ、ブランド力を生かした海外での収益拡大が目標であって、NYSE にとっても Nasdaq にとっても取引所の再編や統合は利益が上がらなければ追及しないだろう。

こうしたグローバルな取引所の再編といった動きにまでたどりついたのも、もとはと言えばアメリカ国内での市場間競争の激化であり、それを後押ししたレギュレーション NMS であつたと考えられる。一国の規制の変化がこれほど大きな影響を及ぼした例は他には見当たらないだろう。

注

- 1) Securities and Exchange Commission, *Market 2000: An Examination of Current Equity Market Development*, January 1994.
- 2) Securities and Exchange Commission, "Order Execution Obligations," Release No. 34-37619A, 9 September 1996.
- 3) Securities and Exchange Commission, "Regulation of Exchanges," Release No. 34-38672, 23 May 1997.
- 4) Securities and Exchange Commission, "Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems," Release No. 34-40760, 8 December 1998.
- 5) SEC, "NYSE Rulemaking: Notice of Filing of Pro-

- posed Rule Change To Rescind Exchange Rule 390; Commission Request for Comment on Issues Relating to Market Fragmentation," Release No. 34-42450, 23 February 2000.
- 6) Securities and Exchange Commission, "Disclosure of Order Execution and Routing Practices," Release No. 34-43590, 17 November 2000.
 - 7) SEC, "Order Pursuant to Section 11A of the Securities Exchange Act of 1934 and Rule 11Aa 3-2 (f) Thereunder Granting a De Minis Exemption for Transactions in Certain Exchange-Traded Funds from the Trade-Through Provisions of the Intermarket Trading System," Release No. 34-46428, 28 August 2002.
 - 8) Special Committee on Market Structure, Governance and Ownership, "Market Structure Report," 6 April 2000.
 - 9) 2004年3月30日, SECとNYSEはスペシャリスト大手5社が総額2億4182万3257ドル(うち1億5408万7622ドルは投資家への補償金)を支払うことで合意したと発表した。
 - 10) Securities and Exchange Commission, "Proposed Rule: Regulation NMS," Release No. 34-49325; File No. S 7-10-04, 24 February 2004.
 - 11) Securities and Exchange Commission, "SEC Concept Release: Request for Comment on the Effects of Decimal Trading in Subpennies," Release No. 44568, 18 July 2001.
 - 12) Securities and Exchange Commission, "SEC Concept Release: Regulation of Market Information Fees and Revenues," Release No. 42208, 9 December 1999.
 - 13) *Report of the Advisory Committee on Market Information: A Blueprint for Responsible Change*, 14 September 2001.
 - 14) SEC, "Proposed Rule: Regulation NMS - Extension of Comment Period and Supplemental Request for Comment," Release No.34-49749; File No. S 7-10-04, 20 May 2004.
 - 15) Securities and Exchange Commission, "Regulation NMS - Proposed Rules and Amendments to the Joint Industry Plans for Disseminating Market," Release No.34-50870; File No. S 7-10-04, 16 December 2004.
 - 16) Securities and Exchange Commission, "SEC Adopts Regulation NMS and Provisions Regarding Investment Advisers Act of 1940," *Press Release*, 2005-48, 7 April 2005.
 - 17) Securities and Exchange Commission, "Regulation NMS," Release No. 34-51808; File No. S 7-10-04, 9 June 2005.
 - 18) 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.
 - 19) Securities and Exchange Commission, "Regulation NMS: Extension of Compliance Dates," Release No. 34-55160, 24 January 2007.
 - 20) NYSE and ArcaEx, "New York Stock Exchange and Archipelago Exchange Agree to Merge -NYSE Group, Inc. Will Become a Publicly Held Company -," *News Release*, 20 April 2005.
 - 21) *Written Statement of Gerald D. Putnam, Chairman & Chief Executive Officer, Archipelago Holdings, L.L.C., Concerning "Regulation NMS and Developments in Market Structure" before Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eighth Congress*, 21 July 2004.
 - 22) NASDAQ Stock Market, Inc, "NASDAQ To Acquire Instinet," *Press Release*, 22 May 2005.
 - 23) NYSE Group, Inc., "NYSE Group, Inc. Proposes Historic Business Combination With Euronext N.V. - NYSE Euronext will be a Truly Global Marketplace -," *News Release*, 21 May 2006.
 - 24) NYSE Group, Inc. and Euronext N.V., "NYSE GROUP AND EURONEXT N.V. AGREE TO A MERGER OF EQUALS -Combination Will Create The First Global Exchange-," *News Release*, 2 June 2006, NYSE Euronext, Inc, "Shares of NYSE Euronext begin trading, marking the beginning of the first truly global financial marketplace," *News Release*, 4 April 2007.
 - 25) NASDAQ Stock Market, Inc. and OMX AB, "NASDAQ And OMX To Combine - The Leading Innovators In The Exchange Industry To Create The World's Premier Exchange And Technology Company - Combination Recommended By Both OMX and NASDAQ Boards And Supported By Key OMX And NASDAQ Shareholders," *Press Release*, 25 May 2007.
 - 26) NASDAQ Stock Market, Inc., "NASDAQ with Borse Dubai and OMX Takes Leadership to Create a Unique Global Exchange Platform," *Press Release*, 20 September 2007.

(当研究所客員研究員)