



From the Corner of Wall Street

日本取引所グループ
ニューヨーク駐在員事務所 **セーラ・ビーム**

—連載（第15回）—

低流動性銘柄に係る売買市場の統合に関するNasdaqの提案

■ 1. 初めに

米国では、株式を取り扱うすべての国法証券取引所は、非上場特権（UTP：Unlisted Trading Privileges）の制度のもと、あらゆる上場銘柄の売買を取り扱うことが許されており、例えば、NYSE単独上場銘柄であってもNasdaqや他の市場での売買が可能となっている。つまり米国では、実質的に上場市場と執行市場が分断されており、上場市場と執行市場が一体のものとして取り扱われている日本とは、その関係が大きく異なっている。

2017年5月、Nasdaqは、「The Promise of Market Reform：Reigniting America's Economic Engine」と題したレポートを公表し、その中で、規模の小さい、流動性の低い株式の売買を1つの取引所に集中させるコンセプトを提案した。このコンセプトを導入する理由の1つとして、Nasdaqは、流動性を1つの取引所に集中させることにより、流動

性を改善させることができ、投資家と上場会社の双方に利益を与えるとともに、ひいては市場構造を改善させることにもつながると述べている。

2017年10月、米国財務省は、「A Financial System That Creates Economic Opportunities：Capital Markets」と題したレポートを公表し、この中で、流動性が低い株式の発行者に対して非上場特権を適用しないことを許容し、当該株式が売買される取引所や取引市場を発行体が選択できるようにするとの考え方を支持している。

2018年4月23日に開催された、低流動性銘柄に係る市場構造を議論するSECラウンドテーブルにおいて、Nasdaqは改めて自身の考えを主張するとともに、SECに対して近日中に提案をすると述べ、同年4月25日、NasdaqはSECに対してレターを提出した。当該レターでは、非上場特権を最大12か月間適用せず、時価総額が小さく流動性の低いNasdaq上場会社に対して、上場会社が希望

~~~~~  
する場においては、Nasdaqのみで売買されることを許容することをSECに対して求めている。

Nasdaqの提案は、米国市場構造の根幹である非上場特権を覆す可能性のあるものであり、仮にこれが実現した場合、その影響は極めて大きいものになることが想定される。本稿では、非上場特権の概要及びNasdaqの提案内容について概観する。

## ■ 2. 非上場特権の概要

非上場特権は、1934年証券取引法（以下「1934年法」）のSection 12 (f) に規定されており、同規定に基づき、上場銘柄は上場する市場以外でも売買が可能となっている。非上場特権のコンセプトとその利用については、1936年以降、1934年法にて様々な形態や程度で存在しており、継続的に見直しがなされている。なお、非上場特権の行使については、従前はSECに申請し承認を得ることが必要であったものの、1994年の制度改正によりこの手続きは廃止され、現在、各取引所は、SECへの申請と承認を得ることなく非上場特権を行使できるようになっている。

非上場特権の存在と取引所外取引市場における売買の増加は、長きにわたり、米国株式市場のさらなるフラグメンテーションを導いてきた。現在、米国には、株式を取り扱う13の国法証券取引所と証券会社が運営する約50の取引市場が存在しており、そのいずれの市

場においても同一の上場銘柄を売買することが可能となっている。

## ■ 3. Nasdaqの提案内容

### (1) 非上場特権の適用除外の対象銘柄

- ① 事業会社が発行する株式（ETPは対象外）
- ② 上場当初の時価総額が7億ドル以下、又は最近の時価総額が20億ドル以下
- ③ 一日平均売買高が10万株以下
- ④ 株価が1ドル超、かつ
- ⑤ 現在実施されているティックサイズ・パイロットプログラムのテストグループ1～3に含まれていない銘柄

Nasdaqによると、提案レポート作成時点において、789社が①～④の条件を満たしているとのことである。Nasdaqの提案では、非上場特権の適用除外はあくまで上場会社の任意であり、また、取引所外取引については、仮に非上場特権の適用除外となる銘柄であったとしても、従来どおり執行可能とされている。

### (2) 提案内容に対するNasdaqの考え方

Nasdaqは、非上場特権の適用除外の提案は、以下の観点から、上場会社、投資家、及び市場構造に便益があるとしている。

- ・非上場特権は、市場のフラグメンテーションを悪化させ、その結果、より流動性



が低い証券の市場クオリティに対しては悪いインパクトを与える可能性がある。

- ・非上場特権の適用除外により、指値注文や反対側の成行注文が単一市場に集中され、これにより約定機会が向上し、価格発見機能が向上する。
- ・非上場特権の適用除外は、非上場特権が適用される環境下では実現できない種類の市場構造の革新を促す。
- ・Nasdaqは、対象銘柄の需要と供給を集めるためにより効果的なメカニズムとも考えられる日中オークションの導入を検討しているが、当該制度は非上場特権の環境下では効果的ではなくなる。
- ・対象銘柄の売買を集中させることにより、適切なティックサイズ制度や売買単位制度を導入しやすくなる。これにより、表示気配は、その売買特性に合わせて最適化されることが見込まれる。
- ・対象銘柄に係る非上場特権の適用除外は、次の観点から市場の複雑性を低減し、市場の安定性と効率性を促進させる。
  - － 他市場に接続する必要がなくなる。
  - － 財務省レポートで推奨されており、ブローカー・ディーラーが果たす最良執行義務の単純化に資する。
  - － 売買がNasdaqに集中することにより、売買審査も統合可能。審査方法や審査パターンの革新につながる可能性がある。

－ 市場の分断を前提とした注文種類や人工的な遅延を発生させるシステムは不要となり、市場の単純化に資する。

- ・米国市場は分断が進んでいる一方、北欧NasdaqのFirst North市場は分断されていない。両市場は、同じ売買システム、及び電子注文制度を採用しているが、First North市場の低流動性株式のほうに、米国市場よりもスプレッドが狭くボラティリティが低い。

### (3) 懸念事項に対するNasdaqの考え方

- ・回復力：Nasdaqは、非上場特権の適用除外の実施前に、強靱なホット・ホットのバックアップシステムを導入する予定。
- ・レギュレーションNMS：対象銘柄は引き続きNMS銘柄として、引き続きレギュレーションNMSの対象とするべき。
- ・市場間競争：非上場特権の適用除外が認められた場合、各取引所は自らが提供するサービスの価値を示すため、上場サービスや売買サービスに関する市場間競争がより活発になると考える。一方で、ブローカー・ディーラーと取引所の間、ブローカー・ディーラー間、又はブローカー・ディーラーや取引所にサービスを提供するベンダー間の競争には影響を与えないと考える。
- ・マーケットデータ料金：Nasdaqは当該



非上場特権の適用除外に関連して、マーケットデータ料金を引き上げるつもりはない。

## ■ 5. 今後の見通し

2018年4月23日に開催された低流動性銘柄に係るSECラウンドテーブルでは、Nasdaqの提案に対する賛否の意見の他、フラグメンテーションが進んだ米国証券市場の課題に関して、レギュレーションNMSの包括的見直しを含め、より幅広いが議論が行われた。ジェイ・クレイトンSEC委員長は、過去、中小企業の市場の改善にプライオリティを置くと述べているものの、これまでのところSECは、Nasdaqによる非上場特権の適用除外の提案に対して正式にコメントを出しておらず、今後のSECの動向が注目されるところである。

### 【出典】

- ・ [https://listingcenter.nasdaq.com/assets/Nasdaq\\_%20Comment\\_Letter\\_Issuer\\_Choice\\_Application.pdf](https://listingcenter.nasdaq.com/assets/Nasdaq_%20Comment_Letter_Issuer_Choice_Application.pdf)
- ・ [http://business.nasdaq.com/media/Nasdaq\\_Blueprint\\_to\\_Revitalize\\_Capital\\_Markets\\_April\\_2018\\_tcm5044-43175.pdf](http://business.nasdaq.com/media/Nasdaq_Blueprint_to_Revitalize_Capital_Markets_April_2018_tcm5044-43175.pdf)
- ・ [http://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/working-paper/tvdivq000008q5y-att/JPX\\_WP\\_SP.pdf](http://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/working-paper/tvdivq000008q5y-att/JPX_WP_SP.pdf)

