



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

近藤 真史

—連載（第27回）—

SECによる米国市場の統合マーケット・データ配信の改革案

■ 1. はじめに

本年初より、全米の取引所の気配及び約定の情報等を統合して配信している統合マーケット・データについての議論が新たな展開を迎えている。1月8日にSECは、統合マーケット・データ配信に係るガバナンスのフレームワーク（以下「NMSプラン」、詳細は次章）について、新たな単一のNMSプランを構築する計画の提出を取引所及びFINRAに対し指示する改革案を公表した。また、続いて2月14日にSECは、統合マーケット・データの配信内容の具体的な見直しと共に、統合マーケット・データの配信業務に対して競争原理を導入する改革案を公表した。これらの改革案はそれぞれパブリック・コメントに付されたものの、想定されたとおり、各取引所からの強い反発を引き起こした。しかしながら、5月6日にSECは、1月8日に公表した改革案に基づいて、新たな単一のNMSプランを

構築する計画の提出を取引所及びFINRAに対して実際に指示し、市場関係者を驚かせた。本稿では、SECが1月8日と2月14日に公表した2つの改革案の内容を中心に、米国市場の統合マーケット・データを巡る議論の最新の状況について報告する。

■ 2. 統合マーケット・データ配信の現状

現状、米国市場には大きく分けて2つのNMSプランが存在する（図表1）。NYSEが管理するNMSプランである“CTAプラン／CQプラン”（注1）がテープA銘柄及びテープB銘柄の統合マーケット・データの運営を担い、Nasdaqが管理するNMSプランである“UTPプラン”がテープC銘柄の統合マーケット・データの運営を担っている。いずれも、統合マーケット・データの生成のために約定情報や気配情報を提供する各取引所及びFINRA（注2）で構成される運営委員会が存



(図表1) 統合マーケット・データ配信フレームワークの現状

NMSプラン	対象銘柄	運営委員会	SIP (配信主体)
CTAプラン/CQプラン (NYSEが管理者)	・ テープA銘柄 (NYSE上場銘柄) ・ テープB銘柄 (NYSE Arca, NYSE American 及びCboe上場銘柄)	各取引所及びFINRA ※別途、ブローカー及び情報ベン ダー等の市場関係者で構成さ れる諮問委員会が存在するが、 意思決定には関与しない	CTA/CQ SIP (NYSE)
UTPプラン (Nasdaqが管理者)	・ テープC銘柄 (NASDAQ上場銘柄)		UTP SIP (Nasdaq)

(出典) 各NMSプランのHP等から筆者作成

(図表2) SECが構想する統合マーケット・データの新しいフレームワーク

NMSプラン	対象銘柄	運営委員会	SIP (配信主体)
単一のNMSプラン (取引所から独立した管理者)	全上場銘柄	各取引所及びFINRA ※ブローカー、情報ベンダー、 上場会社及び個人投資家等の市 場関係者で構成される諮問委員 会が、意思決定においても全体 の1/3の投票権を有する	複数主体が参入可能 ※参入にはSEC登録が必要

(出典) SEC公表資料から筆者作成

在しており、統合マーケット・データの運営に係る重要事項の意思決定等を行っている。また、それぞれの統合マーケット・データの配信に係る実務を行う主体はSIP (Securities Information Processor) と呼ばれているが、これについても、直接的に、または子会社を通じて、NYSE及びNasdaqが担っている。こうした現状のフレームワークは、統合マーケット・データの枠組みが導入された1970年代後半から大きな変更は加えられていない。

■ 3. SEC改革案①：統合マーケット・データ配信のフレームワークの刷新

5月6日、SECは各取引所及びFINRAに対して、新たな単一のNMSプランを構築する計画を策定し提出することを指示した。SECが策定を指示した統合マーケット・データ配信の新しいフレームワークの概要は図表2のとおりである。

(1) 新しい単一のNMSプランの役割

新しい単一のNMSプランは、従来、NYSE



がテープA銘柄及びテープB銘柄、NasdaqがテープC銘柄に対してそれぞれ担ってきた統合マーケット・データの配信に係る運営について、米国に上場する全ての銘柄に対して実施する。また、従来それぞれのNMSプランが担ってきた意思決定事項のみにとどまらず、各取引所が独自に配信するマーケット・データの料金設定についても、統合マーケット・データの生成に必要な部分については、この新しいNMSプランを通して決定されることが想定されている。

(2) 運営委員会における意思決定プロセスの変更

従来のNMSプランでは、各取引所及びFINRAのみが意思決定に関与していた。また、現状、米国には13の証券取引所が実際に稼働しているが、各取引所にはそれぞれ1票の投票権が与えられているため、各NMSプランにおける意思決定は、実質的にNYSEグループ、Nasdaqグループ及びCboeグループによって支配されている^(注3)。SECによる改革案では、この意思決定における投票権を1つの取引所グループあたり最大2票までに制限する。また、ブローカーや情報ベンダー等の市場関係者で構成される諮問委員会に対しても、全体の1/3の投票権を付与する。これにより、統合マーケット・データの運営上の意思決定にブローカーや情報ベンダーが初めて直接的に関与することになる。

(3) 統合マーケット・データの配信業務に対する競争原理の導入

現状ではNYSE及びNasdaqに独占されているSIPの役割について、SECの改革案では、事前にSEC登録することで誰でも参入可能としている。また、各SIPには、統合マーケット・データの配信内容としてSECが定めるものを全て含んだサービスの提供を必須とした上で、それらの一部分だけを提供するサービスや、例えばフル板の統合気配情報（全取引所の全ての値段の気配情報を統合したもの）など、より付加価値の高い独自のサービスを追加的に提供することも認められている。併せて、各取引所に対しては、全てのSIPに対して必要なデータを公平に提供することが求められる。SECの2月14日の公表資料によると、NYSE及びNasdaqを含めて最大で合計12程度のSIPが運営されることになるの見込んでいるという。一方、新たに“self-aggregator”という概念も導入される。“self-aggregator”は、統合マーケット・データを関連会社や外部顧客に対して提供することはできないものの、各取引所から必要なデータを受信して自社及び自社顧客（投資家）のために独自に統合マーケット・データを生成し利用することが認められる。

(図表3) 株価水準に応じたラウンド・ロット数量の変更案 (注5)

株価	ラウンド・ロット数量	上場銘柄数	売買代金の割合
— \$ 50.00	100	7,188	31.70%
\$ 50.01 — \$ 100.00	20	1,094	21.06%
\$ 100.01 — \$ 500.00	10	575	43.40%
\$ 500.01 — \$ 1,000.00	2	14	0.64%
\$ 1,000.01 —	1	15	3.19%

(出典) SECの公表資料より筆者作成

4. SEC改革案②：統合マーケット・データの配信内容の見直し

SECが2月14日に公表した改革案では、統合マーケット・データの配信内容についても大規模な見直しが提案されている。これについては、今後、市場関係者からのパブリック・コメント結果等を踏まえて変更される可能性があるものの、現時点においてSECが想定している内容を本章にて紹介する。

(1) 株価水準に応じたラウンド・ロット数量の見直し

現状、米国市場においてラウンド・ロットは原則として一律100株となっており、統合マーケット・データの全米最良気配 (NBBO (注4)) には各取引所におけるラウンド・ロット以上の数量の気配のみが採用されてい

る。一方、近年では、株価が1,000ドルを超えているAmazonやAlphabet (Google) など、個人投資家にも馴染みが深い巨大テクノロジー企業をはじめとして、株価が高水準な銘柄が増加傾向にあり、そうした銘柄を中心に100株未満での発注や約定が無視できない規模となってきている。こうした状況を踏まえて、SECの改革案では、ラウンド・ロットの数量を株価水準に応じて変更することを提案している (図表3)。この変更により、売買代金ベースで約68.3%の売買に影響を与えることになるほか、とりわけ株価が1,000ドルを超える銘柄については、数量にかかわらず全ての気配がNBBOに採用されることになる。

(2) 統合マーケット・データにおける気配情報の拡充

現状の統合マーケット・データでは、NBBOのみを気配情報として配信している。ゆえに、高度な取引戦略を駆使する高速取引



業者や一部の機関投資家においては、NBBO以外の気配情報を把握するために、各取引所が独自に配信するマーケット・データを取得することが事実上必須となっている。今回のSECの改革案では、前述のとおり、ラウンド・ロット数量の変更を通じて統合マーケット・データで配信されるNBBOの内容が変化することに加え、新たに保護気配^(注6)をNBBOとは別途定義することにより、保護気配も併せて配信するものとしている。さらに、NBBOと保護気配の値段が異なる場合において、両者の間にある全ての気配情報も併せて配信し、また保護気配の外側5本分の気配情報も新たに統合マーケット・データに含めることを提案している。

■ 5. おわりに

SECによる今回の改革案が実現すれば、2007年に全面施行されたレギュレーションNMSの導入以来の大規模な米国市場の改革となるであろう。新型コロナウイルスの感染拡大によりSECも含めた市場関係者の業務体制に未だ大きな影響が生じている中でも、新しいNMSプランの構築計画の提出を各取引所等に対して指示した点からは、今回の改革を遅滞なく推進していくというSECの強い意向が伺える。しかしながら、近年、情報技術の発展及び市場構造の複雑化の進展に伴い、米国市場における規制改革の議論にかかる期

間は長期化の傾向にある。今回のSECの改革案についても、既に各取引所は強い反発を表明しており、何らかの決着を見るまでには、今後、非常に長い時間がかかるであろう。

〔出典〕

- ・ <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-5>
- ・ <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-34>
- ・ <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-103>

(注1) 約定情報を取り扱うCTA (Consolidated Tape Association) プランと、気配情報を取り扱うCQ (Consolidated Quotation) プランから成る。ただし、これらは別々にNMSプランとしてSEC登録されているものの、一体のものとして取り扱われることが一般的である。

(注2) FINRAはATS (ダークプール等) 及びSDP (single-dealer platform、リテール・ホールセラーによる自己勘定での約定等) の約定情報/気配情報を収集してSIPに提供している。

(注3) 既に運営を廃止した一部の取引所にも投票権が付与され続けており、現在、NYSEグループは5票、Nasdaqグループは4票、Cboeグループは5票を有している。

(注4) National Best Bid and Offer、全ての取引所で公表されている買い気配と売り気配のうち、最良値段の気配のこと。

(注5) 上場銘柄数は2019年9月の終値の平均値で判定、売買代金の割合は2019年9月の実績。

(注6) レギュレーションNMSルール611「Order Protection Rule」で定められており、現状では原則としてNBBOと同義となっている。各取引所は



受け付けた注文を当該時点における保護気配よりも劣った価格で約定させることが禁じられている

(トレード・スルーの禁止)。

