



From the Corner of Wall Street

東京証券取引所
ニューヨーク駐在員事務所

佐藤 潤宜

—連載（第35回）—

米国統合マーケット・データ改革が本格始動

■ 1. はじめに

近年、米国市場におけるマーケット・データを取り巻く議論が活性化している。とりわけ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・データに関しては、米国証券取引委員会（以下「SEC」）主導の下、現状のデータ配信体系における多くの問題点が提起され、市場関係者を巻き込んだ業界横断的な改革が進行中である。本年8月6日にSECは、米国における統合マーケット・データ改革の一つの柱である、統合マーケット・データ配信に係る単一の新たなガバナンス体制“CTプラン^{（注1）}”を当初案に修正を加えたうえで承認した。これは従来からSECにより問題提起されていた3大取引所グループ^{（注2）}による統合マーケット・データ配信の実質的支配における利益相反を解消するための施策であり、新たな単一の運営主体（CT Plan LLCと呼ばれる会社組織）の中に意思決定を行う運営委員会

（Operating Committee）を設立する。最終化されたCTプランでは、運営委員会における投票代表者の選定や新たな統合マーケット・データの料金などの検討すべき事項が示され、当初案では定められていなかった検討順序と具体的な期限が定められた。市場関係者からは、検討すべき内容に照らし、期限がかなりタイトであり、実現可能性に疑問を呈する声も上がっている。本稿では、CTプランの概要及び検討事項にかかるスケジュールを概説するとともに、自由化されることになる統合マーケット・データ配信業務に参入する情報ベンダーの動向を紹介する。なお、本稿中の意見にわたる部分については、筆者の個人的見解であることをあらかじめお断りしておく。

■ 2. 2つのマーケット・データ改革の概要とCTプランの位置づけ

米国における統合マーケット・データ改革



(図表1) 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 (CT Plan LLC)	全上場銘柄	SRO：取引所及びFINRA Non-SRO：機関投資家、個人投資家、 リテールブローカー、ホールセールブロー カー、情報ベンダー及び上場会社から 1名ずつ選出 (※なお、Non-SROにおける投票権は、 全体の1/3になるように調整される。)	誰でも参入可能 ※参入にはSEC登録が必要

(出典：SEC公表資料から筆者作成)

には、大きく分けて①統合マーケット・データの運営フレームワークの一本化と、②統合マーケット・データ配信業者 (SIP^(注3)) (以下「SIP」) への競争原理の導入及び配信データ拡充の2つがあり、これら2つの改革は関連しているが、別々のタイムフレームで進んでいる。CTプランの承認は、①の統合マーケット・データの運営フレームワークの一本化に該当するものであるが、CTプランの下で今後生じる統合マーケット・データ料金の決定等は、②の改革にも影響してくるものと考えられる。

(1) 統合マーケット・データの運営フレームワークの一本化

現在、米国市場には2つの統合マーケット・データ配信フレームワーク (NMSプラン^(注4)) が存在する^(注5)。現状、それぞれに統合マーケット・データの料金設定や各取引所等への収益配分方法等の意思決定を行う運営委員会が存在しており、その運営委員会は各取引所及びFINRA^(注6)のメンバーで構成されている。SECは、現状におけるSIPである

NYSE及びNasdaqの統合マーケット・データ配信に係る責任と、NYSE及びNasdaqが市場参加者に販売する独自のデータ商品の利益最大化との間で利益相反が生じていると指摘している。これら2つの統合マーケット・データのガバナンス体制を一本化する計画がCTプランである。運営委員会における意思決定にかかる投票権が取引所やFINRA以外の情報ベンダー、上場会社及び投資家等に与えられることも特徴の一つである。最終化された統合マーケット・データ配信の新しいフレームワークの概要は図表1のとおりである。

(2) 統合マーケット・データ配信業者 (SIP) への競争原理の導入及び配信データ拡充

SIPへの競争原理の導入と配信内容の見直しも進んでいる。上記のとおり、現状は2つのNMSプランが存在しており、SIPはそれぞれの運営主体であるNYSE及びNasdaqの管理下にある。見直し後は、データ利用者に対しより良いデータサービスを提供するため、配信業務への参入を自由化し競争原理が導入

~~~~~

される。また、これまで長年の間変更されていなかった統合マーケット・データの気配情報も拡充<sup>(注7)</sup>されることとなった。これらの改革は、2020年12月にSECにより採択され、今後、数年間かけて施行されることとなっている。

### ■ 3. CTプランの下での統合マーケット・データ配信開始に向けた検討事項

SECは、CTプランが検討すべき各種事項の具体的な期限を定めた。最終化されたCTプランで示された今後の検討事項、期限及びその概要は次のとおりである。期限の起点は2021年8月6日である。

#### (1) 運営委員会における投票代表者の選出（2か月以内）

取引所及びFINRAに加え、機関投資家、個人投資家、リテールブローカー、ホールセールブローカー、情報ベンダー、上場会社それぞれのカテゴリーからそれぞれ1名の投票代表者（Voting Representatives）を選出する。なお、投票代表者の選出には、現在稼働中であるCTAプラン及びUTPプランの諮問委員会メンバー<sup>(注8)</sup>の過半数の賛成が必要となる<sup>(注9)</sup>。なお、本稿執筆現在において、上記それぞれのカテゴリーからの投票代表者の選出状況が一部の取引所のプレスリリース<sup>(注10)</sup>等で公表されている。

#### (2) 運営委員会がSECに対し統合マーケット・データの料金体系案を提出（4か月以内）

運営委員会は、統合マーケット・データの料金案<sup>(注11)</sup>をSECに提案する。SECは、期限を4か月以内とした理由として、取引所、FINRA及び市場関係者にとって料金設定が重要となるため、優先事項とすること、また、運営委員会のメンバーに選ばれた多くの人物が、現在の統合マーケット・データの内容と料金設定に精通していることを挙げている。

#### (3) 運営委員会が従来のSIP及びAdministratorと契約締結（8か月以内）

運営委員会は、現在、CQプラン、CTAプラン及びUTPプランの下で稼働中のSIP<sup>(注12)</sup>と契約を締結する。また、発効日から8か月以内に、運営委員会はAdministratorと契約を締結する。ここで言うAdministratorとは、現在のNYSEやNasdaqに当たる運営主体のことで、CT Plan LLCに代わり、記録管理、契約・請求の管理、分配金の管理、会社の税務機能等の管理機能を実行する主体である。また、このAdministratorは、運営委員会が提供する提案依頼書（RFP）に基づき入札が行われ選定される。

#### (4) CTプランの下での統合マーケット・データ配信開始（1年以内）

運営委員会は、Administrator及びSIPが、必要なシステムを開発し、実装し、適切にテ



ストしていることを確認しなければならないとされている。CTプランの施行日までは、統合マーケット・データの配信に関しては既存の配信の枠組みであるCQプラン、CTAプラン、UTPプランに基づいて運用を継続する。

なお、上記の検討すべき事項の検討状況として、運営委員会は、四半期ごとに書面による進捗状況をSECに報告するとともに公開する義務を負う。

#### ■ 4. 統合マーケット配信業務に参入を検討中の情報ベンダーの動向

CTプランにおいて示された検討すべき事項のうち、一つの目玉となるのが、前章（2）でも触れた料金体系の決定である。2020年12月採択されたSIPの参入自由化に伴い、統合マーケット・データの配信業務への参入を検討している情報ベンダーは、参入を判断する重要な要素である料金体系の決定を注視している。WatersTechnology<sup>(注13)、(注14)</sup>の報道によると、現在、Miami Stock Exchange、Mackay Brothers、Exegy、MayStreet、NovaSparks等が参入を検討中である。統合マーケット・データ配信業務の自由化後には12程度の業者が参入することをSECは見込んでいるが、統合マーケット・データの料金体系次第では、参入検討中の情報ベンダーが参入を躊躇する可能性もある。そのような事態が起こった場合、SECの当初の目的である競争原理の導入

が十分に実現できないため、運営委員会には慎重な判断が求められることになろう。

#### ■ 5. おわりに

今回のCTプラン承認により、米国の統合マーケット・データ改革は本格的に始動することとなる。しかしながら、市場関係者からは一連のマーケット・データ改革を左右するような内容の検討期限が1年であることは非常に短いとの声も上がっている。また、3大取引所グループは一連の統合マーケット・データ改革に対して否定的なスタンスであり、これまでにSECに対して複数の訴訟を起こしてきた。今後も継続的に問題提起がなされることも予想され、SECが構想している期限を満たすかどうかは未だ不透明である。今回CTプランで具体化された各種検討事項に対し取引所、情報ベンダー及びSECの思惑がどのように反映され、統合マーケット・データ改革がどのような形で前進していくのかについて注目が集まる。

(注1) CTプランは以下のとおり定義されている。  
CTは、Consolidated Tapeの頭文字をとったものと考えられる。

“The new national market system plan governing the public dissemination of real-time consolidated equity market data for national market system (“NMS”) stocks” (SEC公表資料より抜粋)

(注2) NYSEグループ、Nasdaqグループ、Cboeグループ

(注3) Securities Information Processor

(注4) 全米市場システム (NMS) の枠組みの下、各



取引所における気配情報と約定情報を集約・処理して、一元的に配信するための仕組みのこと。

(注5) NYSEが管理する”CTAプラン/CQプラン”及びNasdaqが管理する”UTPプラン”

(注6) 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7) 全米最良気配（NBBO）に加え、NBBOの外側5本分の気配情報等を統合マーケット・データに含める。

(注8) CTAプランの諮問委員会メンバー：<https://www.ctaplan.com/advisory-committee>

UTPプランの諮問委員会メンバー：[https://www.utpplan.com/DOC/UTP\\_ADVISORY\\_COMMITTEE.pdf](https://www.utpplan.com/DOC/UTP_ADVISORY_COMMITTEE.pdf)

(注9) 最終化されたCTプランでは、Non-SRO投票代表者の任期が2年から3年に変更されている。

(注10) <https://info.memxtrading.com/ct-plan-non-sro-voting-reps/>

(注11) 現行のCTAプランの料金表：<https://www.ctaplan.com/publicdocs/ctaplan/notifications/trader-update/Schedule%20Of%20Market%20Data%20Charges%20-%20January%201,%202015.pdf>

現行のUTPプランの料金表：<https://www.utpplan.com/doc/DataPolicies.pdf>

上記2つの料金スケジュールのサマリーが以下の資料のPage19にまとまっている。<https://www.sec.gov/comments/4-729/4729-4545881-176154.pdf>

(注12) CQプラン及びCTAプランは、SIAC（Securities Industry Automation Corporation、NYSEグループ会社）が、UTPプランはNasdaqが配信業者（SIP）である。

(注13) <https://www.watertechnology.com/regulation/7811791/us-competing-consolidators-grapple-with-pricing-uncertainty-as-sec-exchanges-battle-over-new-sip-regime>（有料記事）

(注14) <https://www.watertechnology.com/data-management/7869021/confusion-remains-over-secs-market-data-efforts>（有料記事）

