



**From the Corner of Wall Street**

—連載（第48回）—

東京証券取引所  
ニューヨーク駐在員事務所

**佐藤 潤宜**

## SECによる米国統合マーケット・データ配信のガバナンス体制改革の動向

### ■ 1. はじめに

米国における相場情報の配信は、各証券取引所が独自に配信するマーケット・データ（以下、「独自マーケット・データ」）及び統合マーケット・データ<sup>(注1)</sup>の2つの配信ルートがある。現在、SEC主導のもと、米国の統合マーケット・データ配信を取り巻く改革が進行中である。SECはかねて、統合マーケット・データのみを利用している投資家と取引所の独自マーケット・データを利用している投資家との間には隔たりがある点、及び2005年のレギュレーションNMSが成立した時と比較して証券取引所の合従連衡により複数の取引所が同一企業の傘下となる“取引所グループ”が出来上がったことで、統合マーケット・データ運営の意思決定における証券取引所グループの支配力が増している点に対し問題提起してきた。2020年12月には、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（以下「インフラルール」）がSECにより決定され、2021年には、統合マーケット・データのガバナンス・フレームワークの一本化（以下「CTプラン<sup>(注2)</sup>」）が最終化された。

一方で、3つの証券取引所（Nasdaq、NYSE及びCboe）はSECによる改革について、インフラルール及びCTプランに対し別々に訴訟を起こした。インフラルールについて証券取引所は、マーケット・データの配信業者の競争原理導入に関して、「利用者の情報格差を減らすどころか悪化させるものであり、マーケット・データ配信が現状の二層構造から多層構造へと変化するだけである」とし、CTプランについては、①証券取引所及びFINRA以外のブローカー等に運営委員会の意思決定権を持たせること、②複数の証券取引所を傘下に有する取引所グループの投票権数を制限すること、③現在NYSE及びNasdaqが担っている管理者（アドミニストレーター）の役割を独立した第三者に委託することの3

点について、議会から与えられているSECの権限の範疇を超えた決定であるとし、撤回を求めていた。裁判所は、2022年5月及び7月にそれぞれの訴訟に対して判決を言い渡した。インフラルールへの証券取引所の主張は却下された一方で、CTプランに関しては、上記の①のブローカー等に運営委員会の意思決定権を与えることについて証券取引所の主張を取り入れた。

SECは2023年9月1日に、統合マーケット・データのガバナンス・フレームワーク改革の観点で、証券取引所及びFINRAに対して、CTプランに取って代わる新NMSプランの提案を指示する命令<sup>(注3)</sup>を発出し、10月23日には証券取引所及びFINRAは計画案を提出した<sup>(注4)</sup>。9月の命令においては、CTプラン採択時に市場参加者や証券取引所から得たパブリックコメントを取り上げながら、SECの考え方及びCTプランの修正に関する具体的な指示内容が示されている。さらに、10月に証券取引所及びFINRAによって提出された計画案には、CTプランのガバナンス体制の構築、料金設定、アドミニストレーターを選定、システム対応等について、新たな枠組みでの統合マーケット・データの配信に向けた、詳細で具体的なスケジュールが掲載されている。

本稿では、9月1日のSECによる指示内容の概要と10月の提案に含まれる統合マーケット・データの刷新に関するスケジュールの概要を紹介する。

## ■ 2. 9月のSECによる提案指示の概要

SECは、裁判所の判決に従い、運営委員会の投票メンバーにブローカー等のメンバーを含める要件を削除し、また、裁判所の判決に整合的になるような追加的な要件を盛り込むように指示した。

### (1) ブローカー等を運営委員会のメンバーに含める要件の削除

#### a. 運営委員会の投票規程の修正

CTプランでは、統合マーケット・データに関する意思決定には、ブローカー等を含む運営委員会の投票権者の3分の2の承認及び証券取引所及びFINRAの過半数の賛成が必要であるとしていた。裁判所の判決により、ブローカー等は運営委員会の投票メンバーには含まれないこととなったため、証券取引所及びFINRAの3分の2の承認を必要とすることに修正する。図表1は前回提案されたCTプランと、再度修正指示のあったガバナンス・フレームワークの対象表である。

#### b. 諮問委員会へのメンバーの参加

運営委員会の投票メンバーとして、ブローカー等のメンバーによる運営委員会の関与は無くなったものの、広い市場参加者の意見をNMSプランに反映させることが望ましいため、当初、CTプランで提案していたものと同様のカテゴリー（従来の諮問委員会のメン



(図表 1) 統合マーケット・データの新たなガバナンス・フレームワーク

	旧 (前回提案)	新
NMSプラン名称	CT Plan	New NMS Plan
運営委員会の投票メンバー (NMSプランの意思決定)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・取引所及びFINRA</li> <li>・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、ブローカー等における投票権は、全体の1/3になるように調整。)</li> <li>(1取引所グループあたり1票(直近半年間のうち4か月以上で合計15%以上の市場シェアをもつ取引所グループについては2票。))</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・取引所及びFINRA (1取引所グループあたり1票(直近半年間のうち4か月以上で合計15%以上の市場シェアをもつ取引所グループについては2票。))</li> </ul>
運営委員会での意思決定時の多数決方法	ブローカー等を含む全体の2/3超の賛同かつ証券取引所及びFINRAの1/2超の賛同	取引所及びFINRAの3分の2の賛同
諮問委員会 (直接の意思決定には関与しない)	—	大手ブローカー、リテール・ブローカー、情報ベンダー、機関投資家に加え、上場会社及び個人投資家から1名ずつ選出

(出典) SEC公表資料から筆者作成

バー(大手ブローカー、リテール・ブローカー、情報ベンダー、機関投資家)に加え、上場会社及び個人投資家)のメンバーを諮問委員会に迎えることを求める(注5)。

### c. 証券取引所及びFINRAのみで構成される「Executive Session」の使用の制限

前回提案されたCTプランでは、ブローカー等が運営委員会の投票メンバーとして投票権を得る一方で、証券取引所、FINRA及びSECスタッフのみで構成される「Executive Session」と呼ばれる会議体の設定を可能とし、当該会議体で取り扱うことが適当な議題例についても明示されていた(注6)。しかし、ブローカー等が運営委員会の投票権を得ないため、これらの議題例を規則から削除し、「Executive Session」の使用を制限することを求める。

### (2) 追加要件

SECはさらに、証券取引所及びFINRAが前回提出したCTプランに関して受領したパブリックコメントの内容(注7)を踏まえ、新NMSプランが完全に適用される適用日及び予め規定されたタイムラインと、完了させなければならないステップを明示し、加えて、四半期ごとに定期的な進捗状況を公表することを提案した。

## ■ 3. 10月に提出された6つのステップの概要

証券取引所及びFINRAは、3章で述べた追加要件に従い、新NMSプランの実施に際して6つのステップがあると明示した。それぞれのステップの開始時期と所要月数の概要は図表2のとおりである。なお、本提案がSECによって公開され、承認された後に6つのステップが開始される。



(図表 2) 新統合マーケット・データ配信までの6つのステップと所要月数

No.	内容	開始月	所要月数	期間(月)																													
				1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
1	ガバナンスの設定	1	9	■																													
2	料金、方針、およびデータ利用契約の策定	4	18																														
3	新たなアドミニストレーターの選定	4	11																														
4	アドミニストレーターとの契約交渉	15	4																														
5	アドミニストレーターの技術的なセットアップ	19	11																														
6	CTAプラン、CQプラン、UTPプランの廃止	23	8																														

(出典) 証券取引所及びFINRAからの提案文書から筆者作成

### ■ 4. おわりに

2022年の2つの訴訟の判決後に停止していた統合マーケット・データ改革は、今回のSECからの指示により前に進むこととなる。未だSECからの正式なアナウンスメントには至っていないものの、現在の3つのNMSプランから単一のNMSプランへの移行の具体的なスケジュールが示されたことで一気に現実味を帯びている。

インフラルールによって気配情報の拡充がなされることで証券取引所が配信する独自マーケット・データと統合マーケット・データの情報粒度の差異が小さくなり、かつ本稿で紹介したガバナンス・フレームワークの改革により、統合マーケット・データの運営に関する証券取引所におけるコントロールする力が従来と比べて小さくなる。Bloomberg Intelligenceは、2019年の収益を基に証券取引所におけるマーケット・データ事業に関する収益への影響を試算した。当該試算によると、独自マーケット・データのダイレクト・フィードの収益が33%、フル板情報データの

販売における収益が20%減少するとしている(注8)。SECは、統合マーケット・データ改革により市場の透明性が向上することで、これまでダークプール等の取引所以外の取引ベニューからオーダーフローが証券取引所に流れるのではないかとの予想を出しているが、あくまでも予想に過ぎない。一方で、テクノロジーが進化し、証券投資におけるデータへの需要が高まる中、SECが主張するように統合マーケット・データの実質的な証券取引所による支配が市場参加者へのコスト増に繋がっているのであれば、是正されるべきであるという主張にも一定の合理性があると言えよう。新NMSプランへの移行スケジュールを見るとSECからの承認が下りてから30か月間を要する大プロジェクトとなる。6つのステップに要する時間は想定にすぎず、それぞれのステップでの市場参加者による議論が生まれ、更に時間がかかる可能性もある。

(注1) 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)が存在する。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”である。



(注2) 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リリースより抜粋)

(注3) <https://www.sec.gov/files/rules/other/2023/34-98271.pdf>

(注4) 本稿執筆時点でSECからは公開されていないもののMEMXが同社Webサイトで公開している。  
<https://info.memxtrading.com/regulatory-notice-23-20-proposed-nms-plan-regarding-consolidated-equity-market-data/>

(注5) 本稿執筆時点において現行のNMSプランであるCTAプラン及びUTPプランのWebサイトを参照すると、諮問委員会の個人投資家代表として、マーケット・データの配信等を業とするフィンテック会社である「Jordan & Jordan」CEOのThomas J. Jordan氏がリストに載っている。

CTA プ ラ ン： <https://www.ctaplan.com/advisory-committee>

UTPプラン： <https://www.utpplan.com/governance>

(注6) 具体的には、①高い機密性を伴うトピック、②情報ベンダー又は統合マーケット・データの購読者の監査結果に関する事項、③訴訟に関する事項、が事例として記載されている。

(注7) パブリックコメントでは、必要な期限を明確にすべきであるとの多数の意見が寄せられている。

(注8) <https://www.bgov.com/next/news/RCFP64T0AFB8#bi-top-239743>

