

レギュレーション NMS に関する修正提案

大崎 貞和

要 約

1. 米国証券取引委員会（SEC）が 2004 年 2 月に発表した新規則レギュレーション NMS の提案は、取引所や ECN のビジネス戦略にも大きな影響を及ぼすものとして高い関心を集めている。
2. 4 月には規則提案に対する公聴会が開かれ、延べ 40 人以上の関係者が意見を述べた。公聴会では、とりわけ、ある銘柄の株式が複数の場所で取引されている場合に、最良気配が提示されている場所以外で注文を執行する、いわゆるトレード・スルーの禁止をどこまで緩やかにするかをめぐって様々な意見が出された。
3. SEC は、12 月になって公聴会や書面で寄せられた意見を取り入れた修正提案を発表した。新しい案では、トレード・スルーの禁止を発注者の意向で排除できるとする「オプト・アウト条項」が撤回される一方、自動化されていない市場の提示する気配を無視した注文執行を容認するなど、重要な修正が加えられた。

I. これまでの経緯

米国の証券取引委員会（SEC）は、2004 年 12 月 16 日、2 月に発表した新しい規則案であるレギュレーション NMS¹に関する修正提案を発表した²。

レギュレーション NMS は、同じ株式の売買が様々な場所で行われることで、価格形成が非効率になる「市場の分裂」を防ぎつつ、証券取引所や電子証券取引ネットワーク（ECN）が株式売買注文の獲得をめぐって互いに競争する市場間競争を維持するという狙いから提案された。採択されれば、取引所や ECN のビジネス戦略に大きな影響を及ぼすものと考えられ、市場関係者の高い関心を集めている。

SEC は、2 月の規則提案後、4 月には大規模な公聴会を開催し、延べ 40 人以上の関係者から意見を聴取した。その後、6 月末まで

書面によるコメント募集を続け、今回の修正提案に至ったものである。

修正提案では、①トレード・スルーに関する規制、②ECN 等へのアクセス、③1 セント未満の呼び値単位、④市場データへの課金方法、という公聴会でも取り上げられた四つの論点をめぐって、原案の内容がかなり改められている。以下では、原案との相違点を明らかにしつつ 4 月の公聴会で出された主要な意見と 12 月の修正提案の概要を紹介する。

II. 修正された規則案の概要

1. トレード・スルー規制

1) SEC による原案

トレード・スルーとは、ある銘柄の株式が、同時に複数の場所で取引されている場合に、市場の最良気配が提示されている場所以外で売買を成立させる行為である。現在、このト

レード・スルーは、市場間取引システム（ITS）プランに基づいて、取引所上場銘柄については原則として禁止されている³。SEC は、2月の規則案において、トレード・スルーの規制を次のように改めることを提案した。

- ① 取引所上場銘柄のみを対象としてきた従来の禁止規制の適用範囲をナスダック NMS 銘柄にも拡大する。
- ② 発注者が自らトレード・スルー禁止の適用除外とすることに同意した注文については最良気配が提示されていない場所での売買約定を認める（オプト・アウト条項）。但し、発注者の意向は個々の取引について確認しなければならず、予め包括的に適用除外の同意を得ておくことは認められない。
- ③ 自動取引システムを有する市場（例えば、ECN）と自動化されていない市場（例えば、ニューヨーク証券取引所の立会場）の両方で取引されている銘柄については、自動化されていない市場が最良気配を示している場合でも、一定の価格差の範囲内（株価によって 1~5 セント）であれば、自動化された市場で執行するトレード・スルーを容認する。

2) 公聴会での取引所関係者の意見

トレード・スルー規制は、4月の公聴会において、関係者の関心が最も高かったテーマであり、7人で構成されるパネルが3つ設けられ、延べ21人が証言に立った。

規則案に対する意見は、とりわけオプト・アウト条項や自動化市場に関する適用除外のあり方をめぐって、大きく分かれた。

もともとトレード・スルー規制に対しては、ニューヨーク証券取引所（NYSE）の立会場取引やそこで大きな役割を担うスペシャリストの既得権保護につながっているとの批判があった。それだけに、事前に予想された通り、

NYSE、アメリカン証券取引所（AMEX）、シカゴ証券取引所、取引所のスペシャリストなどは、トレード・スルー規制のナスダック銘柄への拡大を支持し、オプト・アウトなどの例外条項を設けることに反対する意見を述べた。例えば、NYSEの立会場での注文執行に時間を要するという批判に対しては、遅れが生じるとしても15から20秒に過ぎない、価格向上の可能性を探るための遅れである、といった反論を行った。

更に、公聴会当日の証言こそ行わなかったものの、NYSE上場企業数社が、トレード・スルー規制があるから最良気配をめぐる競争が行われる、ナスダックは短期的な価格変動が激しくNYSEの方が市場として優れている、といった取引所の意向に沿った見解を書面で明らかにした。

また、NYSEやスペシャリストは、立会場へ注文を自動的に回送するシステムは容易に整備することができ、そうしたシステムでの処理が可能であれば、提示された気配で直ちに執行できなかった場合には、改めて他の自動執行の行われている市場へ回送することが可能となり、トレード・スルー規制の例外とするまでの必要はないはずだと主張した。仮に自動化市場の例外が実際に導入されるのであれば、取引の方法をその基準に合わせて変更することは可能だとも主張した。

SECは、公聴会後に発表したパブリック・コメントの追加募集文書で、こうした主張を取り入れて自動化市場の例外という考え方を改め、自動回送システムを通じてヒットすることのできる気配が最良気配である場合はトレード・スルーを認めないという考え方を新たに提示し、それに対するコメントを求めることにした。後述するように、公聴会を受けてSECが提示したこの考え方が、12月の修正案に取り入れられることになった。

3) 機関投資家や ECN の意見

一方、SEC の提案が実現すれば、新たに規制の網をかぶせられることになるナスダックは、規制の統一性を確保するためにナスダック銘柄にトレード・スルー規制を課すというやり方に疑問を呈し、オプト・アウトや自動化市場の例外についても、実効性は疑問だと指摘した。

また、機関投資家や大手投資銀行は、ナスダック銘柄へのトレード・スルー規制の拡大に理解を示しつつ、オプト・アウト条項の必要性を強く主張した。

この背景には、NYSE の立会場を介することによる注文執行の遅れに対してというよりも、執行の不確実性に対する強い懸念がある。例えば、フィデリティやモルガン・スタンレーは、注文が分割執行されてしまうことが最大の問題だと指摘した。また、機関投資家は単純に市場の最良気配で注文を執行してもらわなくとも、自己の利益は自分で守れるという自負心も見え隠れする。最良気配を最良執行とするのはリテールだけで良いといった趣旨の発言もあった。

機関投資家や大手投資銀行は、SEC による提案を基本的に支持したとみることができるが、自動化された市場の定義が不明確、発注の都度ではなく包括的なオプト・アウトを認めるべき、といった発言もみられ、SEC 提案以上に、注文を市場全体にさらすことなく処理する「内部化 (internalization)」を積極的に進めようとする姿勢が伺える。

更に進んで、トレード・スルー規制そのものを廃止すべきという意見も、ECN やオンライン証券会社を中心に少なからず見受けられた。例えば、インスティネットは、トレード・スルー規制を廃止するか、さもなければ包括的なオプト・アウトを認めるべきであり、自動化市場の例外は SEC が市場における取引システムの形態を規制することになってしまいうので導入すべきではない、と主張した。

4) 修正提案の内容

以上のような意見を受けて作成されたトレード・スルー規制に関する SEC の修正提案 (規則 611) は次の通りである⁴。

- ① 取引所上場銘柄のみを対象としてきた従来の禁止規制の適用範囲をナスダック NMS 銘柄にも拡大する (原案と同じ)。
- ② 但し、トレード・スルー禁止規制によって保護される気配値は、自動化された気配のみとする⁵。自動化された気配とは、当該気配に対当する注文が、即時に自動執行されるものを指す⁶ (この点は規則 600 の定義規定による)。
- ③ 瞬時に市場の最良気配が変わるといった事態に対処するため、注文執行前 1 秒以内に他の市場で提示されたより良い気配値を無視して注文を執行させてもトレード・スルーに該当しないとする例外規定を設ける。
- ④ 一定以上の大きさの注文を完全に約定させるために、最良気配に次ぐ気配を提示している市場へも同時に発注を行うことがあるが、そうした注文であることを明らかにするために intermarket sweep order と明示された注文は、他市場の気配をチェックすることなく、直ちに執行させてもトレード・スルーに該当しないとする例外規定を設ける。
- ⑤ 原案にあったオプト・アウト条項は設けない。

SEC は、ECN 等の批判を受け入れて、NYSE の立会場のように自動執行が行われない取引の場が表示する気配をトレード・スルー禁止による保護の対象外とする姿勢を明確にする一方、取引所やスペシャリストが強く反対してきたオプト・アウト条項を撤回することにしたわけである。また、新たに提案された二つの例外規定は、いずれも市場の実態に合わせたもので、関係者の声を受け入れたものと言うことができる。

2. ECN 等へのアクセス

1) SEC による原案

取引所や ECN は、取引市場の開設、運営という広く公益に資する業務を営んではいないが、民間の企業（あるいは機関）である以上、一部の顧客だけを優遇したり、顧客向けに一般の公衆向けとは質や価格の異なる情報を提供したりすることへの誘因が働くのは当然とも言える。

しかし、そうした行動を許容したのでは、トレード・スルーの禁止を徹底したとしても、例えば、注文執行を委託されたブローカーが取引参加者となっていない ECN 上での有利な価格の注文は、執行に要する総コストを考慮すれば、顧客にとって最も有利なものとはならない可能性がある。

そこで SEC は、取引所、マーケット・メーカー、ECN など気配情報を発信する者に対して、自市場の会員や顧客でない者に会員や顧客との差別取り扱いにあたるような手数料等を課してはならないとする規制を設けるよう提案した（規則 610）。すなわち、取引所、ECN 等は、自らが公表する気配に相当する注文の執行にあたって、1 株当たり 0.1 セント（株価 1 ドル未満の銘柄の場合、株価の 0.1%）を超える手数料を課してはならないものとし、システム接続手数料（access fee）のような取引手数料以外の手数料は合算して 1 株当たり 0.2 セント（株価 1 ドル未満の銘柄の場合、株価の 0.2%）を超えてはならないとしたのである⁷。

同時に、ECN を始めとする代替的取引システム（ATS）を規制するレギュレーション ATS（1934 年法規則 300 乃至 303）の取引参加資格に関する差別的な取り扱いの禁止規定の改正も提案した⁸。現行の規則 301 では、過去 6 ヶ月の期間のうち 4 ヶ月以上について、取引対象となる証券の一日平均総取引高の 20% 以上を取り扱った ATS に対して、取引

への参加資格の審査に関する客観的な基準を設け、その基準を差別的でない方法で適用することが義務づけられるが、SEC は、この基準を一日平均総取引高の 5% に引き下げることを提案した。

2) 公聴会での意見

前者の提案に対しては、取引所や ECN など市場運営者を中心に、SEC が取引に係わる手数料の水準を直接規制するのは行き過ぎだとの意見が寄せられた。中でも、インスタネットは、そもそも SEC には手数料を規制する権限がないのではないかと指摘し、規制そのものに疑問を呈した。提案内容を基本的には支持すると述べたナスダックも、アクセス手数料を規制する権限を明確にすべきと述べ、同じような疑念を表明した。もっとも、ブルームバーグ・トレードブックのように、アクセス・フィーを禁止すべきと主張した市場運営者もある。

これに対して、後者の提案に対しては、市場運営者も多くが理解を示した。書面で意見を述べたブロック・トレーディング・システムの運営会社リクイドネット（Liquidnet）のように、基準の引き下げに対する反対意見もみられたが、その主眼は、気配を表示しないクロッシング・システムやコール・オークション・システムへの適用免除を狙いとするものであり、通常取引所のようなオーダー・ドリブン・システムに関しては、公平なアクセスの保障を義務づけるべきとの見方が有力であった。

ここでも、ブルームバーグ・トレードブックは、他の市場運営者と意見を異にし、公平なアクセスの保障が義務づけられると、大口投資家を優遇した手数料体系を導入するといった形での ATS 間の競争が不可能になると反対意見を唱えた。

なお、ゴールドマン・サックスは、アクセス・フィーが徴収されれば表面上は最良気配

が提示されている市場であっても、投資家にとっては最も有利な執行条件とはならないという問題点を指摘し、ECN へのアクセスという論点が、トレード・スルーの規制とも深く関連していることを印象づけた。

3) 修正提案の内容

SEC は、取引所や ECN 等が、トレード・スルー禁止規制によって保護される気配値に該当する注文を執行する際に課す手数料の上限を総額で 1 株当たり 0.3 セント（株価 1 ドル未満の銘柄の場合、株価の 0.3%）と改めた。注文執行手数料と接続手数料を区別して規制するのは複雑すぎるとの判断からである。

それ以外の点については、文言の技術的な修正を加えつつも、取引参加者に対する差別的取扱いの禁止、異なる注文執行ポイントが競合する結果売りと買いの最良気配が同じになったまま約定が成立しないロックド・マーケット（locked market）や、ある注文執行ポイントの買いの最良気配が他のポイントの売りの最良気配を上回るクロスド・マーケット（crossed market）の回避に関する自主規制機関（SRO）の規則制定義務など、基本的には原案を踏襲することとした。

前述のように、公聴会等では、市場運営者が課す手数料に上限を設けるという規制手法そのものに対する批判も強かったが、SEC の当初の方針が貫かれることになったと言えよう。

3. 1 セント未満の呼び値単位

SEC は、2001 年 4 月のデシマリゼーション（呼び値の 10 進法への移行）完了後、ECN 等によって活用されるようになった 1 セント未満の呼び値単位が、市場の透明性や厚みといった観点から問題が多いと判断し、株価が 1 ドル未満の場合を例外として原則禁止するよう提案した（規則 612）。

この提案に関しては、ETF を例外扱いにす

べきといった指摘もみられたものの、SEC を支持する意見が多く寄せられた。中には、ブルット ECN のように、市場運営者が自ら排除するので規制は不要との意見や AMEX のように、1 セント未満を禁じただけでは不十分で最低呼び値単位を 5 セントにすべきといった意見もみられた。

結局、SEC は、株価が 1 ドル未満の株式については呼び値の下限を 0.01 セントとするという新たな提案を付け加えた上で、ほぼ原案通りの内容を再提案することとした。

4. 市場データへの課金方法

SEC は、SRO やその会員が NMS 銘柄の約定データを独自に公表することを禁じる規制を撤廃するとともに、情報ベンダー等の配信に関する規制の詳細を見直すことを提案していた（規則 601 及び 603）。また、同時に、NMS（全国市場システム）を構成する様々な情報システムを通じて発信される気配情報や取引情報の販売から得られる収入を、市場運営者間で分配する際の算定式を変更することを提案した⁹。

また、算定式の策定手続きの透明性や効率性を高めるという観点から、SRO 以外の中立的な立場のメンバーで構成される顧問委員会の設置を提案していた¹⁰。

これらの提案に対しては、算式の具体的な中身を中心に反対意見が多く寄せられた。また、オンライン証券会社大手のアメリトレードが、費用負担を強いられる仲介者の立場から、算式の見直しよりもむしろ情報提供のために必要なコストの明細を開示すべきとの見解を述べた。

SEC は、公聴会での意見等を踏まえた修正提案において、現在の算定式が報告取引件数の多い市場運営者にとって有利になり過ぎている面を修正するという原案の方向性を維持しながら、トレード・スルー禁止規制に関する見直し内容などを反映させつつ、算定式

の簡素化を図った。また、顧問委員会についても、原案の内容をほぼ踏襲しながら、再提案を行った。

Ⅲ. 修正提案の意義と今後の見通し

今回の修正提案で最も注目されるのは、トレード・スルーの禁止規制に関して、当初提案されていたオプト・アウト条項を撤回して規制の徹底を図る一方、NYSE の立会場のような自動化が進んでいない取引の場で表示された気配を無視することがトレード・スルーに当たらないことを明確にした点である。

もともと、NYSE は既に自動執行システムの役割を大幅に拡充することにつながる市場改革構想¹¹を発表しており、それが実現すれば、取引高の大半が自動取引によるものとなり、立会場の気配がトレード・スルー規制による「保護」を受けないとしても、大きな打撃とはならないものと考えられる。

SEC は、今回の修正提案に対するコメントを1月下旬まで受け付けるとしている。前回の原案に比べてコメント期間が短いことから、既に議論は尽くされたとの SEC の判断がうかがえる。市場関係者の大きな注目を集めてきたレギュレーション NMS は、当初の予定よりは遅れるものの、早ければ 2005 年 2 月にも最終的に採択される運びとなろう。

のみとするか、各取引システムのブックの厚みまでを考慮した幅広いものとするか、という二つの選択肢を提示してコメントを求めている（規則 600(b)(57)）。

⁶ システム自体が自動化されている市場であっても、システム障害や容量不足等の理由から即時執行が可能でない場合には、最良気配を「手動」と表示して公表しなければならないものとされる。

⁷ なお、大崎・注 1 前掲、23 頁の「自らが公表する気配に対当する注文の執行にあたって、1 株当たり 1 セント（株価 1 ドル未満の銘柄の場合、株価の 1%）を超える手数料を課してはならないものとされ、アクセス・フィーのように取引手数料以外の手数料を合算しても、1 株当たり 2 セント（株価 1 ドル未満の銘柄の場合、株価の 2%）を超えてはならないものとされる。」との記述は誤りであり、本文の通りに訂正したい。

⁸ この点については、レギュレーション NMS の本体とは別の規則となっているため、大崎・注 1 前掲では触れておらず、ここで改めて紹介する。

⁹ これは市場運営者が独自に協議して策定する共同プラン（joint industry plan）の形をとって定められている。

¹⁰ 共同プランの改正案として提案されている。

¹¹ 大崎貞和「ニューヨーク証券取引所のハイブリッド市場構想」『資本市場クォーターリー』2004 年夏号参照。

¹ 大崎貞和「レギュレーション NMS 提案について」『資本市場クォーターリー』2004 年春号参照。

² SEC, Release No. 34-50870, Regulation NMS, December 16, 2004.

³ 1 万株以上のいわゆるブロック取引注文はトレード・スルー禁止の対象とならない。また、100 株以下の小口注文が最良気配を示しているも、トレード・スルーすることが認められている。

⁴ なお、SEC は、従来この規則案を「トレード・スルー規則」と呼んできたが、実際に採択された場合には「注文保護規則（Order Protection Rule）」と命名するとしている。規則の趣旨が、トレード・スルーという行為を禁じることで、売買注文、とりわけ指値注文の保護を図るものだからである。

⁵ SEC は、保護されるべき気配の範囲として、NMS 上の最良気配（NBBO）として公表されているもの