

# ナショナル・マーケット・システムの再考：市場構造と規制

若園智明

## 1. はじめに

本稿では、米証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission, SEC）が構築した全米市場システム（National Market System, NMS）を分析対象とし、当該システムが導入された背景と経緯を紹介するとともに、現在の NMS を巡る規制的環境の再考に関する活動についての整理と考察を試みる。

NMS は米国証券市場の基盤システムであり、今日の証券取引の多様化と深化をもたらしていると評価できよう。その一方で、高頻度取引（High Frequency Trading, HFT）やアルゴリズム・トレーディングなどに代表される金融取引技術の発展を受けて、NMS および当該システムを管理するレギュレーションNMSなどには大幅な見直しを求める声も高まっている。さらに2017年1月に発足したドナルド・トランプ政権は、同年2月に発した行政命令において、米国経済の競争力向上を目的とした総合的な規制の見直しを求めた。この規制見直しには、効率的な規制運用とともに厳格な規制の影響分析（コスト・ベネフィット分析）の必要性も含まれている<sup>1)</sup>。この行政命令を受けて10月に公表された財務省報告書の第二弾（資本市場編）では、レギュレーション NMS が見直し対象の規制に挙げられており、

---

1) 証券市場規制のコスト・ベネフィット分析の現状は、若園 [2016] を参照願いたい。

米国内で NMS およびレギュレーションNMSを巡る議論が活性化することが予想される。

資本市場の多様性と深度を国際的に比較すれば、金融危機を経ても米国市場は高い競争優位性を維持し続けている。NMSやレギュレーションNMSは米国市場に競争優位をもたらす主たる要因の1つと言える。これらについて米国内で進められている再考の論点を整理し分析することは、わが国経済の持続的な発展を考えるうえでも有益となろう。

## 2. 全米市場システム（NMS）が求められた背景

第94回連邦議会が通過させた1975年証券諸法改正法（Securities Acts Amendments of 1975, 以下75年改正法）は、その冒頭で1934年証券取引所法（以下34年法）を改正する複数の目的を記している。その第1の目的は「競争にとっての障害を取り除くこと」、第2は「米国の証券市場システムおよび清算・決済システムの発展を促進させる」であり<sup>2)</sup>、同法が市場の競争促進を通じて米国経済を活性化させようとしていることがわかる。後述するように、SECは75年改正法の求めに応じてNMSの構築に臨んだが、まず、その背景にあった環境を把握すべきであろう<sup>3)</sup>。

当時の米国は、ウォーターゲート事件の発覚によって74年8月にリチャード・ニクソンが大統領を辞任するなどの政治的な混乱もあり、74年と75年の2年連続でGDPがマイナス成長であった。また証券市場に目を向けると、60年代後半の取引高の急増に端を発する「バックオフィス危機（Back Office CrisisもしくはPaperwork Problem）」を受けて、市場機能の改善が強

2) 75年改正法が挙げたこの他の目的は、③自主規制機関（SRO）に対するSEC権限の統一化、④地方債取引に関するブローカー・ディーラーおよび銀行の規制、⑤機関化された投資運用者による証券の保有・取引に関する情報の収集および公的普及、等である。

3) 第94回連邦議会（1975年1月から77年1月）は、前年の中間選挙の結果、両院において民主党が圧倒的な多数党であった（大統領は共和党のジェラルド・フォード）。

く求められていた<sup>4)</sup>。この危機を引き起こした直接の原因は清算・決済システムの不備であったが、Seligman [2003] が著述するように、市場参加者を含めた米国証券市場全体の非効率性が根幹にあり、市場の構造問題を考える契機ともなっていた。このような資本市場の非効率性は、機関投資家の市場参加が台頭するとともに顕在化する。機関投資家が用いる大口のブロック取引や電子取引（71年創設のNASDAQ）などの新たな取引形態が勃興していたにもかかわらず、規制や規則を含めた市場制度の整備が滞滞したことが米国市場に構造的な問題を引き起こした<sup>5)</sup>。その代表例が「市場の分裂（Market Fragmentation）（佐賀 [2004]，大崎 [2004]）」問題である。

当時のニューヨーク証券取引所（NYSE）やアメリカン証券取引所（AMEX）が設定する手数料の体系は固定されており、機関投資家の大口取引に対しても同じ手数料体系が適用されていた。取引費用の削減のために主要取引所の固定手数料を避けて、地方証券取引所の他にも、取引所外取引である第三市場（証券会社が自己勘定で付け合わせる）や第四市場（投資家の注文を付け合わせる）へ上場銘柄の取引が流出するのは当然であろう<sup>6)</sup>。このような取引所外取引の増加は、証券取引とともに価格等の取引情報を分散化させる「市場の分裂」状態を生み出し、米国証券取引の効率性を低下させていた。

一方で市場の監督者である SEC は、NYSE 等の証券取引所（自主規制機

4) バックオフィス危機は1967年から70年にかけて。ブローカー・ディーラーの事務処理能力の不足から引き起こされた（日本証券経済研究所 [2016]，第1章）。Seligman [2003] によれば、69年と70年の2年間のみで、NYSE会員の約160社が廃業、約80社が他社と合併した他、80社が自己破産や解散となっている。当時の証券業界の動向については、連邦議会下院小委員会に提出された報告書であるNYSE [1971] が詳しい。

5) Mahoney and Rauterberg [2017] はSECを中心に、当時の証券規制を時系列にまとめている。参照されたい。

6) 米国は、1936年の非上場取引特権（Unlisted Trading Privileges, UTP）を行使すれば、上場されている取引所以外で取引することが可能である。市場で固定された手数料率により価格競争が禁止された状態であったため、手数料分与や互恵手数料といった非価格形態での競争がすすんでいた。詳細は佐賀 [1991] の第2章を参照されたい。

関（SRO）に対して与えられる法的権限が明確ではなかった（Werner [1984]）。例えば、取引所外への取引流出に対応して NYSE が定めた規則 394（取引所時間内に会員業者の取引所外での取引を禁止、後の規則390）をSECは問題視しつつも、対処する34年法規則19c-1（取引所会員が顧客の注文を取引所外に出すことを取引所規則が禁止してはならない、ただし後述するように、規則19c-1の効果には批判がある）の施行は77年である（規則390自体は99年12月に撤廃されるまで継続していた）。規則19c-1は、75年改正法がSROに対するSECの権限を明記（34年法11条A（c）（4））したことで可能になった<sup>7)</sup>。

この市場の分裂に対処すべく、SECの権限を中心とした証券諸法の見直しが連邦議会に求められていた<sup>8)</sup>。

### 3. 1975年改正法とNMS構想

分裂した市場への対処は、市場の再統合に他ならない。佐賀 [2004] によれば、この統合された市場の実現には2つのアプローチが考えられる。第1が単一市場アプローチ（Single Market Approach）であり、ある銘柄の取引を特定の市場に限定することで一物一価の状態を作りだす<sup>9)</sup>。第2が市場間競争のアプローチであり、複数の市場の気配値や取引情報を共有し、最も有利な気配値の市場に注文を回送することで市場間での競争をも

7) Off-Board Trading Restrictions と呼ばれ、NYSE 以外の証券取引所も同様の規則を作っていた。後述する1979年の連邦議会下院小委員会のヒアリングでも、NMS の進展を妨げる要因に挙げられている。SEC は1980年の34年法規則19c-3をもって、79年4月26日以降に上場した株式へのNYSE 規則390の適用を禁止した。

8) 1975年2月19日に、当時のSECチェアマンであったRay Garrett Jr.の連邦議会上院小委員会（Subcommittee on Securities）における証言を参照願いたい。この証言でも述べられているように、SECは規則19b-3を75年5月1日（メーデー）より適用し、証券取引所の固定手数料率を禁止（手数料の完全自由化）（10万ドル超の大口取引に関しては、68年に自由化されている）しているが、当該規則の適用は、連邦議会の理解と支援が背景にあった。

9) 佐賀[2004]によれば、証券取引所の会員業者に取引所集中義務を課していたのは、単一市場アプローチの考えに基づく。わが国の取引所集中義務は1998年12月に撤廃されている。

たらず。Nyquist [1995] によれば、その議論は①取引の集中化（価格発見、流動性、最良執行を促す）と、②システム全体を改善する市場間競争の要望の間で揺れ動いたようである。結局、連邦議会は市場間競争を推奨し、75年改正法において34年法を中心に市場間競争の実現に必要な証券諸法の手当を行った。Posner [1981] によれば、この市場間競争の考えは71年にSECが連邦議会に提出した報告書「Institutional Investor Study Report of the Securities and Exchange Commission」で示されている。この市場間競争アプローチを用いた市場統合の具現化が後のNMSである。

75年改正法は、34年法に11条A（National Market System for Securities; Securities Information Processors）を追加してSECに①NMSの創設を命じるとともに、②「自主規制機関（SRO）（3条（a）（26）、19条（e）（2）」、③「国法証券取引所（6条）」、④「登録証券業協会（15条A（6）（9）」、⑤「証券取引の清算および決済のための全国制度（17条A）」などで34年法を改正し、市場間競争の障害を除去すべくSECの権限拡充と市場制度の整備をはかっている<sup>10)</sup>。しかしながら中核となるNMSの設計に関して、連邦議会は75年改正法にNMSの定義を含めず、34年法の11条Aにおいて基礎的な要件（図表1）を示すに留まっている。つまりは、NMSの具体的な構想はSECに一任された<sup>11)</sup>。

当時のSECコミッショナーであるPhillip Loomis Jr.の講演録を読む

図表1 34年法Sec.11Aが記すNMSの基礎的要件

- |   |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>①経済的な効率性を伴った証券取引の執行</li> <li>②市場参加者間、取引所間および取引所市場と取引所以外の市場との間の公平な競争</li> <li>③気配値および取引情報の利用可能性</li> <li>④ブローカーが顧客の注文を最善の市場で執行することが実行可能</li> <li>⑤上記①と④に反すること無く、投資者の注文がディーラーの関与なく執行される機会</li> </ul> |
|---|

10) 75年改正法は、証券取引所や取引清算機関の他にも、全米証券業協会（NASD、現在は金融取引業規制機関（FINRA））を初めてSROと定め、SECに対してより明確なSRO監督の権限を与えた。

11) NMSの原型は、上述した1971年のInstitutional Investor Study Reportでも散見される。

と、NMS の構築にあたり、SEC はシステム内で取引されたオーダーが当該システム内に伝播するメカニズム（オーダー・フローの集中化）の構築を最重要視していたことがわかる<sup>12)</sup>。当該メカニズムの存在は、マーケット・メイカー等の市場の専門家が総てのオーダー・フローにアクセスすることを可能にし、その結果、効果的な機能と効率性が向上すると考えられた。そのようなメカニズムにとって障害とされたのが、当時の証券取引の相当部分を占めていた NYSE の規則394であり、固定化された（最小）委託手数料率である（注6参照）。これらをつまるところ、当時の証券取引の中核にあった NYSE 等の証券取引所が保持していた既得権益の解体を意味する。

75年改正法が新たに与えた権限を活用し、SECが整備したNMSは①総合取引通報システム（Consolidated Tape System, CTS）と②総合気配（最良気配）表示システム（Consolidated Quotation System, CQS）で各市場の取引情報を統合し、③市場間注文回送システム（Intermarket Trading System, ITS）と合わせて、オーダー・フローの集中化を可能とする改革であった<sup>13)</sup>。80年代後半に入り、米国では新たな取引システムとして私設取引システム（Proprietary Trading System, PTS）や代替取引システム（Alternative Trading System, ATS）もしくは電子証券取引ネットワーク（Electronic Communications Network, ECN）が発達し始めるなど、多様な証券取引が実現しているが、これはNMS構想が契機となったと言えよう。しかしながら佐賀〔2004〕も指摘するように、利害関係の対立がNMSの達成を遅らせ、例えばNASDAQやPTSはITSの対象外となるなどNMSの範囲外での取引も認められている<sup>14)</sup>。さらに、新たな取引形態であるPTS等に対するSECの法的権限の整備が遅れたことは、PTS等での取引

12) 1975年11月18日に開催された Joint Securities Conference における講演。講演のタイトルは「The Securities Acts Amendments of 1975, Self-Regulation and The National Market System」。

13) これらの機能については、日本証券経済研究所〔2016〕の第6章が詳しい。

14) 日本証券経済研究所〔2016〕によれば、ITSを通じた取引は拡大していたが、例えば1980年

の増加により従来の証券取引所（NMSの範囲）の比重を減少させた一方で、新たな市場分裂の可能性をもたらした。

#### 4. レギュレーションNMSによる包括的な規制

振り返ってみれば、結果として75年改正法と SEC の NMS 構想が米国証券市場の変化を促したのは間違いがない。NMS の効果を記したNyquist [1995] は、①米国市場の時価総額が増加（1975年の850億ドルから、92年には5兆ドルに）、②機関化の進展（全株式に占める機関投資家の保有比率が、75年の30%から92年には50%超へ）、③市場間競争の勃興（NYSE のシェアが減少し、NASDAQ や PTS のシェアが増加）を指摘している。しかしながら、上述した既得権益を解体する困難性もともなって、75年改正法が意図した NMS の整備には長い時間を要した。

80年8月に公開された連邦議会下院の報告書「National Market System Five Year Status Report」は<sup>15)</sup>、75年改正法から5年間の経過した時点でも NMS が未達であることを指摘し、同法が与えた権限（特に証券取引所の規則見直しに関する）を SEC が十分に行使していないと批判する。当該報告書が最も問題視したのは、市場間のオーダー・フローを担う ITS の機能が十分ではなく<sup>16)</sup>、NYSE を中心とした証券取引所と取引所外市場との競争が阻害されている点である。また当該報告書は、SEC がこの競争阻害要因である NYSE の規則394（390）などの取引所外取引制約（Off-Board Trading Restrictions）を直ちに廃止させず、結果として証券取引所での取

---

から2000年の期間を見ても取引所市場全体に占める比率は5%に満たず、この時期の ITS による市場間競争の効果は限定されていた。

15) この報告書は、1979年9月に下院小委員会（Subcommittee on Oversight and Investigations）で実施されたヒアリングを元に作成された。同様なヒアリングは1977年にも実施されている。

16) ITSは、NYSE、AMEXの他、ボストン、ミッドウェスト、パシフィック、フィラデルフィアの各証券取引所によって運営されていたが、この時点では、シンシナティ・システムや店頭取引であるNASDAQとは連結されていなかった（NASDAQは1982年5月にITSへ接続）。注14も参照願いたい。

引費用の維持（価格競争を制限）をもたらしているとも指摘した。同様の指摘はGAO [1990] でも見られ、SEC に対して ITS の包括的な見直しとともに、NYSE 規則394（390）撤廃への取り組みを促している<sup>17)</sup>。

先述したようにSECは34年法規則19c-1を77年に施行しているが、Macey and Haddock [1985] によれば当該規則の実効性は乏しく、80年に施行した規則19c-3でも取引所規則による取引所外取引の制限撤廃を命じているものの、その対象は79年4月26日以降に上場した株式に制限された。最終的に、NYSE が規則390（394）を廃止したのは99年12月であった<sup>18)</sup>。これは当時の証券取引において、NYSE の影響力が如何に強かったかを示していると言えよう。

80年代の SEC は、例えば81年の34年法規則Aa2-1（NMS株式の定義を設定、現在は規則600）や85年の店頭（OTC）株式のオプション取引を認可など、取引所外での株式取引の制度整備を進めている。これは、取引所外での制度を整備することで、NYSE 等の証券取引所への偏重を修正し、結果として NMS が目的とする市場間競争の促進を目指したと言える<sup>19)</sup>。事実、90年代に入り NYSE の支配力に減衰が見られ（GAO [1993]）、代わりに PTS を経由した取引の増加が報告されている（Nyquist [1995]）<sup>20)</sup>。こ

17) 例えば、1999年10月27日の議会証言で、当時のSEC委員長であった Arthur Levitt も、NYSE の規則390（394）を不必要な取引コストをもたらして競争を阻害する代表例として批判している。

18) GAO [1990] が示すように、このような取引所外取引の制約は、取引所のみならず市場参加者も含めた様々な利害関係が絡んでいた。75年改正法は SEC に SRO に対する監督権限を明記したが、SEC は市場集中義務の完全撤廃を記した規則19c-2（1977年6月に提案）を撤回するなど、この問題への対処は慎重であった。その背景には、既存の市場関係者からの根強い反対があったことが挙げられる。この他に、市場外取引の制約を取り除くことにより生じる市場の分断に配慮していたとの指摘もある（Macey and Haddock [1985]）。

19) SECコミッショナーであったAulana Petersの講演「The National Market System: Thoughts on Past and Future Development」（1985年10月6日に）を参照。

20) GAO [1993] によれば、1980年から92年にかけて取引件数のNYSE比率（share of trade）は85%から65%へ減少している（取引株数ベースでは88%から82%へ減少）。ただし、SECの包括的な市場分析「Market 2000: An Examination of Current Equity Market Developments」（94年1月）によれば、93年前半期において、NASDAQ のNMS 銘柄の13.46%（取引所取引の時間中および時間外）がPTSで取引されていたのに対して、NYSE 上場銘柄がPTSで



のような技術に裏打ちされた取引システムの勃興は、NMS が目指す市場間競争をもたらす。その一方で、市場取引の構造が変化してことにより新たな市場の分裂も指摘され始め、SEC による規制対応の必要性も生じていた。（また、NASDAQ に関わるマーケット・メイカーの談合疑惑が Christie and Schitz [1994] によって指摘され、ECN に対する監督や規制の整備を求める声も高まっていた<sup>21)</sup>）

連邦議会下院小委員会のヒアリングやGAO [1993] が指摘するのは投資家による取引執行の違いである<sup>22)</sup>。例えば、大口の機関投資家（年金基金等）はPTS（インスティネットのようなECN、もしくはATS）での取引を増やす一方で、個人投資家などの小口投資家はディスカウント・ブローカーを選好する結果、それぞれが取引する市場が分断化しているとの指摘である。対してSECは、2000年2月に公開したコンセプト・リリース(No.34-42450)で、ブローカー（証券会社）が顧客から受けた注文を傘下のマーケット・メイカーに回送して処理する①「注文処理の内部化（Internalization）」と、マーケット・メイカーがブローカーに支払う②「注文回送への対価としてのリベート（Payment for Order Flow

---

取引された比率は1.40%に過ぎない。しかしながら、日本証券経済研究所 [2016] によれば、インスティネットやPOSIT等のPTSは当時の証券取引所には無かったサービスの提供で存在感を示していた。

- 21) SECは1997年に注文取扱規則（Order Handling Rule）（もしくは注文執行義務（Order Execution Obligation））と呼ばれる一連の規則（新規則11Ac1-4と11Ac1-5、および規則11Ac1-1- [2] の修正）を導入し、ECNを定義するとともに、マーケット・メイカーとスペシャリストに対して、ディスプレイ規則（Display Rule）と気配規則（Quote Rule）を要求することで取引所外取引の透明性の向上をはかった。これらは現在のレギュレーションNMSの規則604、605、602に含められている。SECは97年にOrder Handling Ruleを適用、翌98年には、レギュレーションATSによって、取引所外取引をATSとして包括的に定義（以降、公式にはPTSではなくATSが使用）するとともに、取引所に登録されないATSを当該規制の対象とすることで既存の取引所との競争条件の公平化をはかった。
- 22) GAO [1993] は、連邦議会下院のエネルギー・商業委員会に所属する小委員会（Subcommittee on Telecommunications and Finance）の要請に基づく調査結果である。また同小委員会におけるヒアリングの内容は「Oversight Hearings on the Future of the Stock Market Focusing on the Results of a GAO Study on Market Fragmentation」（1993年6月29日）で公表されている。

図表2 市場分断に対応するための6つのオプション

①注文の回送情報および取引執行情報の詳細な開示
・取引所、OTCマーケット・メイカー、ATS、ブローカーが対象
②ブローカー・ディーラーの行為を制限
・最良気配値での顧客注文の internalization や、注文回送業者へのリポートを制限。
③顧客の市場注文の執行前に価格改善機会を与える
・価格競争を促進、注文の internalization を抑制する。
④ブローカー・ディーラーによる市場間フロントランニングの禁止
・他市場の執行前の価格で、自らの顧客の注文の執行を禁止。
⑤市場間での時間優先権の適用
・最初の最良気配値に時間優先を認め、その取引が成立する前に新たな最良気配値以外での取引を認めない。
⑥市場間での時間優先権をすべての市場に適用

注) 日本証券経済研究所 [2016] 第6章も合わせて参照し作成。

Arrangement)」が<sup>23)</sup>、マーケットセンター（証券取引所、OTC マーケット・メイカー、ATS）間の価格競争を阻害する可能性を指摘している。その上でSECは、この市場分断に対応するための6つのオプション（図表2）を示し、広く意見を募った<sup>23)</sup>。

最終的にSECは、04年2月にレギュレーションNMS案を公表し（12月に改定案を公表<sup>24)</sup>、05年6月に同規制を採択した（導入は8月）。レギュレーションNMSの構成を図表3でまとめている。導入当初のレギュレーションNMSは①オーダー・プロテクション規則（Order Protection Rule、規則611）、②市場間のアクセス規則（Access Rule、規則610）、③サブ・ペニー・クォーティング規則（Sub-Penny Rule、規則612）、④市場データ規則（Market Data Rules and Plans、規則601・603）を柱とする13の規則から構成されている（現在では、CATプランに関する規則が追加されて14規則）。これらのうち、レギュレーションNMSの規則611が定めるオーダー・プロ

23) 日本証券経済研究所 [2016] によれば、モルガンスタンレーを初めとする大手投資銀行からは、オンラインブローカー等の internalization の横行が取引所の流動性に影響を与えているとの意見がもたらされた。SECは2000年11月に、注文の執行情報に関して取引所および注文回送業者に情報開示を求める規則を決定している。

24) 大崎 [2005] によれば、①自動執行以外の場が表示する気配をトレード・スルー禁止規則による保護の対象外とする、②オプト・アウト条項の撤廃、等の修正が加えられた。

図表3 レギュレーションNMSの構成

規則600	NMS証券の指定と定義
規則601	NMS株式の約定報告および約定情報の配信
規則602	NMS証券の気配の配信
規則603	NMS株式の気配・約定情報の配信や表示等
規則604	顧客の指値注文の表示
規則605	注文執行情報の開示
規則606	注文回送情報の開示
規則607	顧客口座の明細
規則608	NMSプランのファイリングと修正
規則609	証券情報処理ベンダー（SIPs）の登録
規則610	気配へのアクセス
規則611	オーダー・プロテクション規則 ・トレード・スルーの禁止および除外規定。
規則612	最小ティックサイズ（サブ・ペニー・クォーティング規則）
規則613	統合監査証跡システム（Consolidated Audit Trail, CAT） <sup>(注)</sup> ・注文情報や顧客情報等の統合的データベースとしてのCATの構築。

注）2016年11月にレギュレーションNMSへ追加された。

テクション規則は、従来のNMSのITSにかかるトレード・スルー（他の最良気配よりも劣る価格での注文執行）の禁止規則を見直し、その対象にNASDAQ銘柄を含めるとともに、マーケット・メイカーやスペシャリストに加えてブローカー・ディーラーにも遵守を求めることで、より包括的な規則とされた。

後述するように、このレギュレーションNMSには批判も多い。吉川〔2008〕が詳細に述べるように、規制が提案されてから導入されるまでもに紆余曲折があった。詳細は次節で述べるが、05年の4月6日に最終規則を採択する際には、当時のSEC委員長が共和党系のWilliam Donaldsonであるにも関わらず共和党系の2名の委員（Cynthia GlassmanとPaul Atkins）が強固に反対しており、異例の成立と呼ばれた（Gallagher〔2017〕）。

米国市場を顧みれば、レギュレーションNMSの導入は既存の証券取引所にATSを加えた包括的なNMSを再構成し、近代化された市場間競争を促す規制環境を構築したと評価されよう。清水〔2013〕によれば、レギュレーションNMSのオーダー・プロテクション規則によりATSなどの執行が速い市場の相対的優位性が増し、それまでの取引の中核であったNYSEの

優位性を大きく低下させた<sup>25)</sup>。その後の NYSE は、05年に ATS のアーキペラゴを買収し先進の取引システムの導入をはかったものの、07年の欧州ユーロネクストとの合併を経て（新名称は NYSE ユーロネクスト）、13年には新興のインターコンチネンタル取引所（10年に設立）に買収され、現在では同グループの傘下の取引所となっている（ユーロネクストは14年に IPO を経てスピンオフされた）。また、後述する財務省報告書によれば、17年7月時点で NYSE の全米証券取引のシェアは13.3%（他に NYSE Arca は9.3%）まで低下している。

## 5. NMSの再考

### (1) レギュレーションNMSの評価と批判

75年改正法が求めた効率的な証券取引や市場（間）競争などの基礎的要件（図表1）は、現在の NMS でも概ね満たされていると言えよう。これまで見てきたように、NMS の構築の過程では、様々な利害関係の調整とともに市場の発展にともなって露呈した問題への対処が行われてきた。これはすなわち、金融システムの変化に合わせて常に NMS を再考する必要があることを意味する。例えば、10年のフラッシュ・クラッシュや13年の NASDAQ のシステム障害は、NMS の点検を促す機会であろう<sup>26)</sup>。また、最良執行は NMS の基盤であるが、木村 [2012] が報告するように最良執行義務に関する複数の訴訟もあり、法制面での更なる NMS の充実も課題として指摘出来る。これらはレギュレーションNMS の問題であり、NMS

---

25) 清水 [2013] によれば、オーダー・プロテクション（トレード・スルー禁止）規則でスベチャリスト等を介した執行に時間がかかる市場の気配を無視できる規定（前注の2004年12月改定案）が入ったことで NYSE の競争優位性がそがれた。

26) 例えば、フラッシュ・クラッシュの原因の1つとして、レギュレーションNMS が構築した規制のフレームワークを挙げる報告もある（“High Frequency Trading and Mini Flash Crashes” [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2182097](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2182097)）。

の再考にとって当該規制の再検討は中核に位置づけられる。後述するようにSECは連邦法の定めに応じて当該規制の見直しを進めているが、同時に、現ドナルド・トランプ大統領が求める金融規制の包括的な見直しでもNMSは対象となっている。

詳しくは若園〔2018〕を参照願いたいだが、第115回連邦議会の両院で多数党である共和党が検討するDF法の改廃と合わせて<sup>27)</sup>、トランプ政権下での規制見直しは共和党の金融規制イデオロギーが反映される点を注意すべきである。レギュレーションNMS に関しては、SEC が当該規制を採択した際の2名の共和党系議員（Cynthia GlassmanとPaul Atkins）が公表した異議書を参照しよう<sup>28)</sup>。繰り返しになるが、SECの委員会での最終規則の採択は、当時の委員長が共和党系であるにも係わらず2名の共和党系委員が反対した上での異例の成立であった。2人の共和党系委員は同時に公開した異議書において、特にオーダー・プロテクション規則（レギュレーションNMSの規則611）について、市場間および参加者間の競争や市場取引のイノベーションを阻害すると強く批判している。また、04年12月改定規則案の提示後にSECのOffice of Economic Analysis（当時）が行った経済分析（コスト・ベネフィット分析）に対しても、外部から指摘された問題点が最終規則に生かされていない点を挙げている<sup>29)</sup>。

15年10月まで共和党系のSEC委員を務めたDaniel GallagherもレギュレーションNMSに対して批判的である。Gallagher〔2017〕では、レギュレーションNMSが取引執行を複雑にした結果、流動性コストや市場ボラティリティの上昇を招いていると指摘する。また、規則609に基づいて登録

27) 特に、第115回連邦議会下院を通過したFinancial Choice Act（H.R.10）は、まさしくカウンターDF法法案であり、保守のイデオロギーが強く反映されている。

28) "Dissent of Commissioners Cynthia A. Glassman and Paul S. Atkins to the Adoption of Regulation NMS" (<https://www.sec.gov/rules/final/34-51808-dissent.pdf>)（2005年6月29日）。

29) 例えば、注25で記した2014年12月改定案に対するドイツ銀行のコメントを援用し、OEAの見積もる規則のコストが低すぎることを指摘している。SECの証券規制における経済分析に関しては若園〔2016〕で詳しく論じている。

図表4 ドナルド・トランプ大統領の大統領令・大統領覚書

## 1. 大統領令 (Executive Order)

番号	発布	タイトル
13771	2017年1月30日	Reducing Regulation and Controlling Regulatory Costs
13772	2017年2月3日	Core Principles for Regulating the United States Financial System
13777	2017年2月24日	Enforcing the Regulatory Agenda

## 2. 大統領覚書 (Presidential Memorandum)

	発布	タイトル
	2017年4月21日	Presidential Memorandum for the Secretary of the Treasury (Subject: Financial Stability Oversight Council)
	2017年4月21日	Presidential Memorandum for the Secretary of the Treasury (Subject: Orderly Liquidation Authority)

図表5 大統領令13772が示すコア・プリンシプル

1. 米国人が市場において自立した決断や情報に基づく選択を行ない、退職に向けて貯蓄し、個々の富を築くことを可能にする。
2. 納税者の資金による救済を防ぐ。
3. モラルハザードや情報の非対称性などのシステミック・リスクや市場の失敗に対処するより厳格な規制影響分析を通じて、経済成長や活力のある金融市場をもたらす。
4. 国内外の市場において、外国企業に対する米国企業の競争力を促進する。
5. 国際的な金融規制の交渉や会議において、米国の利益を増進 (Advance) する。
6. 規制を効率的、効果的かつ適切に調整されたものにする。
7. 連邦金融監督機関の公的な説明責任を取り戻し、連邦金融規制のフレームワークを合理的なものにする。

される3つの証券情報処理ベンダー (Securities Information Processors, SIPs) 間には競争が生じない点も問題視している。SIPs に関しては, CCMR [2016] でも, Gallagher [2017] と同様な指摘に加えて, そのガバナンスや収益等の透明性の点でも改善を要望している。

## (2) トランプ政権が求める規制見直し

第45代大統領に就任したドナルド・トランプは, 3つの大統領令と2つの大統領覚書を発令し, 金融を含めた米国の規制全体の見直しを求めている。これら5つの行政命令を図表4で掲げる。このうち大統領令13772は, FSOCの議長でもある財務長官に対して, 他のFSOCメンバーと協議した上で, 13772が掲げる「コア・プリンシプル (図表5)」に照らして既存の法律や規制, ガイダンスや記録, 保持要求等を包括的に見直し, その結果

を大統領へ報告することを命じている。大統領令13772は単なる調査と報告を命じるのみであるが、独立規制行政庁（IRA）が主な対象である点に注意すべきである<sup>30)</sup>。この大統領令の求めに応じて、財務省は17年6月に公表した銀行関連規則を見直す報告書に続き、10月に公開した第二弾報告書（資本市場編）で主要な資本市場規制の見直しと提言をまとめている。この第二弾報告書において、NMSの再考およびレギュレーションNMSの見直しが柱の1つに据えられている。

財務省報告書はNMSの現状を分析した上で、①複数の注文執行媒体（Trading Venues）の間で見られる流動性の分断、②最適なティック・サイズ問題、③マーケット・テイカーとオーダー・フローへのリベート（利益相反）、④市場データ規則、⑤オーダー・プロテクション規則、⑥市場の複雑性、⑦レギュレーションATSの7つの項目で問題が生じていることを指摘し、SECに向けて規制的対応を推奨している。これらのうち、④市場データ規則と（規則601・603）⑤オーダー・プロテクション規則（規則611）は上記の共和党系SEC委員も指摘するレギュレーションNMSの問題である。

第1に市場データ規則に関して。ブローカー・ディーラーは34年法ならびにFINRAの自主規制規則が求める最良執行義務を履行するために、注文執行媒体が保有する取引データをSIPs経由で購入する（市場データ規則で規定）とともに、注文執行媒体からもノン・コア・データを直接購入している<sup>31)</sup>。特にHFTの台頭もあり、これらの総てのデータの入手はなかば強制的となっているが、この市場データの提供チャンネルには十分な市場性が働かないことからデータ料金が高止まりし、結果として規制が証券取引のコストを高めている。

30) ムニューチン財務長官は、このコア・プリンシプルを金融規制に対するトランプ政権のロード・マップとして位置づけている（2017年5月18日の上院銀行・住宅・都市問題委員会での証言）。独立規制行政庁（IRA）については若園[2016]を参照願いたい。

31) 米国では各証券取引所が特定のSIPに配信した最良気配値は、各SIPによって全米最良気配値（National Best Bid and Offer, NBBO）に統合した後に再配信される。

財務省は SEC に対して、レギュレーションNMS を見直し、注文執行媒体からブローカー・ディーラーに至る情報供給チャンネルに代替手段を考慮することでデータ取得コストの引き下げを促している。この市場データ規則に関する財務省のリコメンドは、上記の Gallagher [2017] や CCMR [2016] が指摘している問題と同様である。

第2にオーダー・プロテクション規則に関して。財務省報告書は、同規則が特にリテール投資家の取引価格の改善と取引コストの低下をもたらす効果があることを認めつつも、注文執行媒体の多様化にともない、特に小規模の注文執行媒体間では流動性の分断化が生じていることを指摘している（これら小規模注文執行媒体間には効率的なリンケージが無い）。また、同規則に関して過度に価格を重視するあまり、流動性を含めた取引執行全体のコストを十分に考慮していないことを問題視する。

財務省報告書はSECに対して、①保護気配値（Protected Quote Status）を十分に流動性があり価格改善の余地がある登録国法証券取引所にのみ適用（最良気配値保護市場の見直し）、②最少の流動性の閾値に満たない保護気配値（Protected Quote Status）を規則から解除、等のオーダー・プロテクション規則の改正を提案するとともに、③その閾値は、SEC がブローカー・ディーラー自身のコストとその顧客のベネフィットを考慮して決めることを求めている<sup>32)</sup>。

川本 [2015] によれば、10年のフラッシュ・クラッシュ後に NYSE が提言した株式市場構造改革でも、マーケット・テイカー制度の廃止やトレード・アット規則の導入とともに、レギュレーションNMS の規則610（市場間のアクセス規則）および規則611の見直しも求められている。財務省報告書と同様に、規則611のオーダー・プロテクション規則に関しては、シェアが著しく低い最良気配値保護市場で提示されている全米最良気配値（National Best Bid and Offer, NBBO）での優先取引が命じられていること

---

32) この他にも、レギュレーションATS を修正し、NMSストックATS に関する情報開示の改善なども提案されている。



が、市場の分断化とともに、注文執行コストの増加を招いていると報告されている。

### (3) NMSを巡るSECの再考

最後に、NMSを管理するSECの活動を見てみよう。

本稿執筆時点（2017年11月）で、SEC内部におけるNMSの再考は進行中であり、レギュレーションNMSなどの具体的な改正に繋がるかは未定である。しかしながら、上記のトランプ政権の要請に基づく財務省報告書の内容等と合わせて考えても、レギュレーションNMSには相当の見直しが求められている。NMSならびにレギュレーションNMSの再考に関連するSECの活動を、時系列で並べて概観する。

SECは09年10月に公表した「Strategic Plan 2010-2015」において、市場構造の発展に合わせて、レギュレーションATSおよびレギュレーションNMSの見直し(Updating)を行うことを明記した。レギュレーションNMSの導入は05年であるが、07年時点でも当該規制が十分に稼働していないとの批判があったことを鑑みれば、SECの見直しの表明は早期から始まっていたと言えよう。NMSの構造について、翌10年1月にNMSを包括的に見直すべく「Concept Release on Market Structure」を公開し、①市場構造、②HFT、③ダークプール等の公開市場外での流動性(Undisplayed Liquidity)などに対するパブリック・コメントを募っている。

NMSを巡るSECの具体的な活動は、15年4月にSECの部局であるDivision of Trading and Markets(DTM)が、Market Structure Advisory Committeeに宛てて作成したメモランダムより活性化しているように見える<sup>33)</sup>。このメモランダムは、①市場の分断、②取引量および取引の平均サイズ、③トレード・スルー・レートの3項目に関して、レギュレーション

---

33) 現在の名称は、Equity Market Structure Advisory Committee(EMSAC)。連邦諮問委員会法(Federal Advisory Committee Act)によりSEC内に設置された諮問委員会であり、SEC外部の11名の委員(17年11月現在)から構成されている。

NMS の規則611が市場に与えている影響をまとめている<sup>34)</sup>。特に NYSE 上場株式と NASDAQ 上場株式に関する市場の分断についての分析は興味深い。DTMによれば、取引所取引では NYSE 上場株式のみ市場の分断化が進んでいることが観測された一方で、ダークプールにおける取引では NYSE 上場株式と NASDAQ 上場株式ともに分断化が見られる。その上で規則611に対して、①注文執行媒体間での過度な市場の分断化を引き起こし、市場の複雑性と市場参加者のコストを増加させている、②間接的ではあるがダークプールでの取引への移行を促している、③機関投資家に複数の小ロット気配値へのアクセスを課すことで短期のプロップ投資家に機関投資家の取引動向を知らせることになり、機関投資家の不利益となっている、④指値注文表示のリポートに関する SEC の目的が達成されていない、などの問題が生じていると明記した。市場取引を管轄する SEC の部署より、レギュレーションNMS が新たな市場の分断化をもたらしている可能性が示されたことは重要であろう。DTM は16年1月に EMSAC (注33) に対して提出したメモランダムでも、レギュレーションNMS の規則 (605, 606) を取り上げている<sup>35)</sup>。

さらにSECは16年9月に、Regulatory Flexibility Act (RFA) の求めに従い、レギュレーションNMSを含めた11の規則の見直し (Review) リストを公表した<sup>36)</sup>。RFA の610条 (a) が求める見直し項目には、①規則を継続させるべきか、②規則に対する苦情、③規則の複雑さ、④他の規則 (連邦、州等) との重複や矛盾、⑤規制導入による経済情勢等の変化など、が含まれている。このリストの公表に応じて、米国投資信託協会 (Investment

---

34) <https://www.sec.gov/spotlight/emsac/memo-rule-611-regulation-nms.pdf>

35) 主に個人投資家に影響を与えるオーダー・フローの情報開示や利益相反問題に関して、市場の現状をまとめている。<https://www.sec.gov/spotlight/equity-market-structure/issues-affecting-customers-emsac-012616.pdf>

36) Regulatory Flexibility Actが定期的な見直しを命じる規則は、施行から10年間に経過した小規模企業に重大な経済的影響を与える規則であるため、レギュレーションNMS の市場アクセス規則やオーダー・プロテクション規則の見直しが強制されているわけではない。

Company Institute, ICI) や米国証券業金融市場協会 (Securities Industry and Financial Markets Association, SIFMA) などからコメントが寄せられている<sup>37)</sup>。SIPs については繰り返しになるが、資本市場規制委員会 (CCMR) が提出したコメント (CCMR [2016]) でも、Gallagher [2017] などと同様に、SIPs 間での競争促進やその収益に関する情報開示の要求などが含まれている。

SECの規則見直しリストの公開直後(16年11月)に、SEC内に設置された諮問委員会である EMSAC からは、注文執行の情報開示を扱う規則605と規則606の見直しが提案されている<sup>38)</sup>。この内容は、注文執行に関する技術的な修正が中心であるが、オーダー・フローへの対価としてのリベートが与える影響の分析などもSECに求めている。また、EMSACの小委員会からは規則611の廃止について検討するメモランダムも公開されている(17年4月)。

このように、市場監督者である SEC の内部においても、NMS およびレギュレーションNMS の見直し活動が進められている。上記の財務省報告書等の指摘と概ね共通の問題が議論されていることから、このような見直しは着実に具現化されると考えられる。

## 6. まとめにかえて

米国の市場の特徴の1つとして、取引執行の場が非常に多様であることが挙げられる。米国では、NASDAQ, NYSE, NYSE Arca, Direct Edge, BATS など、複数の証券取引所で取引が執行されているだけでなく、ダ

---

37) ICI からは NMS における自主規制機関の権限見直しと SIPs の収益構造等の透明性向上についての要望、SIFMA からはレギュレーションNMS が市場の分断化と複雑化をもたらしているとの批判とともに、オーダー・プロテクション規則の大幅な見直しの要望が寄せられている。

38) この諮問委員会からの提案は、外部からのパネリストを招いて同年8月に開催された会合を受けて提示された。

ークプールでの取引も存在感を示している。対して米国以外の先進国では、証券取引の場は概ね特定の取引所に集中している。わが国も国内に5つの金融商品取引所（札幌，日本，名古屋，大阪，福岡）を有するものの，ともに日本取引所グループに属する東京証券取引所（現物取引）と大阪取引所（デリバティブ取引）での取引シェアが他を圧倒している。分断化した市場への対応として①単一市場アプローチと②市場間競争アプローチ（佐賀 [2004]）について言及したが，市場間競争アプローチを選択した米国に対して，日本は単一市場アプローチとなろう。本稿で見たように，複数の取引執行の場による競争促進は，規制的手当が複雑（コスト高）となる欠点があるものの，市場の多様化と深化をもたらす利点もある。財務省報告書の第一弾は金融規制および監督構造の効率化を提案しているが，この試みは特に米国では重要であろう。

最後に，2008年に深刻化した金融危機の震源地でありながら，米国は先進国中で最もはやく経済成長の途についたように見える。この要因の1つに，国内資本市場の強さが挙げられる。翻って日本を考えるに，ゼロ金利政策下で銀行等の間接金融メカニズムは疲弊し，日本銀行が介入する株式市場と国債市場は本来の市場メカニズムを放棄した状態にある。危機の象徴であるリーマンショックから10年を経て，日米の金融機能の差をみると嘆息を漏らさざるを得ない。

## 引用文献

- 伊豆久 [1999] 「米国における市場間競争の展開」『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第20号, 1-20頁
- 大崎貞和 [2004] 「レギュレーションNMS 提案について－米国における株式市場規制見直しの動き－」『資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所, Spring, 1-8頁
- 大崎貞和 [2005] 「レギュレーションNMSに関する修正提案」『野村資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所, Winter, 1-6頁
- 川本隆雄 [2015] 「米国における株式市場構造改革議論とその行方」『月刊資本市場』資本市場研究会, 11月号, 36-43頁
- 木村真生子 [2012] 「米国の最良執行義務を巡る判例の展開－Newton事件判決後の諸相－」『筑波ロー・ジャーナル』筑波大学法科大学院, 11号, 133-159頁
- 佐賀卓雄 [1991] 『アメリカの証券業－変貌過程と規制緩和』東洋経済新報社
- 佐賀卓雄 [2004] 「市場間競争の論理と現実－レギュレーションNMSによせて－」『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第48号, 12月, 13-22頁
- 清水葉子 [2013] 『HFT, PTS, ダークプールの諸外国における動向：欧米での証券市場間の競争や技術革新に関する考察』, Discussion Paper Series, 金融庁金融研究センター, DP2013-2
- 日本証券経済研究所 [2016] 『図説アメリカの証券市場』2016年版
- 吉川浩史, 齋藤芳充 [2016] 「SECによって公表された統合取引監視システム (CAT) 構築プラン」『野村資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所, Summer, ウェブサイト掲載版
- 吉川真裕 [2008] 「米国株式市場規制「レギュレーションNMS」」『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第61号, 73-92頁
- 若園智明 [2015] 『米国の金融規制変革』日本経済評論社
- 若園智明 [2016] 「米国証券規制の経済的評価：現状と検証」『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第96号, 1-20頁
- 若園智明 [2018] 「アメリカ共和党の金融規制政策」『金融技術革新・金融規制の進展と証券業』第5章, 日本証券経済研究所 (2018年発刊予定)
- Barr, Michael et al. [2016], *Financial Regulation: Law and Policy*, Foundation Press.
- Committee on Capital Markets Regulation (CCMR) [2016], *The U.S. Equity Markets, A Plan for Regulatory Reform, Chapter 3*, July.
- Christie, William and Paul Schitz [1994], "Why do NASDQ Market Makers Avoid

- Odd-Eighth Quotes?," *Journal of Finance*, Vol.49, Issue 5, pp1813-1840.
- GAO [1990], *SEC Action Needed to Address National Market System Issues*, GGD-90-52.
- GAO [1993], *SEC Actions Needed to Address Market Fragmentation Issues*, GGD-93-35.
- Gallagher, Daniel [2017], "How to Reform Equity Market Structure: Eliminate "Reg NMS" and Build Venture Exchanges," *Prosperity Unleashed: Smarter Financial Regulation*, Heritage Foundation, Chapter 7, pp.95-104.
- Heritage Foundation [2017], *Prosperity Unleashed: Smarter Financial Regulation*, The Heritage Foundation.
- Macey, Jonathan and David Haddock [1985], "Shirking at the SEC: The Failure of the National Market System," *University of Illinois Law Review*, No.2, pp.315-362.
- Mahoney, Paul and Gabriel Rauterberg [2017], "The Regulation of Trading Markets: A Survey and Evaluation," *Law and Economics Research Paper Series*, University of Virginia School of Law, 2017-07.
- Nyquist, Polly [1995], "Failure to Engage: The Regulation of Proprietary Trading Systems," *Yale Law & Policy Review*, Vol.13, Issue2, pp.281-337.
- NYSE [1971], *Crisis in the Securities Industry*, New York Stock Exchange Inc.
- Posner, Norman [1981], "Restructuring the Stock Markets: A Critical Look at the SEC's National Market System," *New York University Law Review*, No.56, December, pp.883-919.
- Seligman, Joel [2003], *The Transformation of Wall Street Third Edition*, Aspen Publishers.
- Werner, Walter [1984], "The SEC as a Market Regulator," *Virginia Law Review*, Vol.70, No.4, pp.755-784.

## A Review of the National Market System in the U.S.

Chiaki WAKAZONO

### 《Abstract》

In this article, I analyze the National Market System (NMS), which was constructed by the US Securities and Exchange Commission (SEC). I will consider the activities concerning reconsideration of regulatory environment surrounding NMS.

NMS is the foundation system of the US securities market and, it brings about diversification and a deepening of securities trading at present. However, in response to the development of financial transaction technologies, such as High Frequency Trading (HFT), Algorithmic Trading and others, an increasing number of voices are calling for a substantial review of NMS and Regulation NMS that control the system.

In addition, in the Executive Order issued in February 2017, the Donald Trump administration called for a comprehensive review of financial regulations to improve the competitiveness of the US economy.

Comparing the diversity and depth of capital markets internationally, the US market continues to maintain a high competitive advantage, even after the financial crisis. NMS and Regulation NMS are two of the main factors behind this advantage. It will be useful to think about the sustainable development of the Japanese economy by organizing and analyzing the points for reconsideration that are currently being promoted in the United States.

