

米国株式市場の再編 - ポスト・レギュレーションNMS -

吉川 真裕（日本証券経済研究所・客員）

2005年4月6日、米国証券取引委員会（SEC）は米国の株式市場を特徴付けてきた全米市場システム（NMS）の改革を目指す規則変更案について、5の委員による3対2の多数決で承認する決定を下した。レギュレーションNMSと名付けられたこの提案は4つの異なる規則変更案からなるが、NMSの改革を総合的に目指すという意味で一度にまとめて提案された。中でも取引所上場株式におけるニューヨーク証券取引所（NYSE）の圧倒的な優位を覆しかねないトレード・スルー規則の変更については2004年2月の提案発表直後から議論が白熱し、8月にはNYSEが電子取引の拡張によるフロア取引とのハイブリッド化を申請するという大きな変化をもたらしていた。新たなトレード・スルー規則の採用は米国株式市場の再編につながると見られていたが、この決定の2週間後の4月20日にはNYSEとアーキペラゴ（ECNから証券取引所へと昇格し、パシフィック取引所の株式取引部門を運営し、株式オプション取引や規制・監督部門も含めた取引所全体の買収を申請中）との合併計画が発表され、その2日後の4月22日にはナスダックによる最大のECNであるINET（最大のECNであったインスティネットがアイランドECNを買収し、両者が統合されたECN）の買収計画が相次いで発表された。

本報告ではレギュレーションNMSをめぐる経過を要約した後、これと並行して進められた2つの合併計画の経緯を説明し、2つの合併計画をめぐるその後の経過も踏まえて、米国株式市場の再編について検討する。これらの合併計画が承認された場合には、NYSE上場銘柄を取引するNYSEグループ（傘下に子会社としてNYSEとアーキペラゴを別々に運営）、ナスダック銘柄を取引するナスダックという2大市場が誕生し、ECNが登場する前の1980年代の市場構造へと米国株式市場は逆戻りする可能性が高まっている。ECNの成長を後押しし、1990年代にナスダック市場の改革を進めたSECの政策はレギュレーションNMSによってNYSE市場の改革を目指したはずであったが、市場運営会社の統合によって市場間競争という観点からは後退することになるかもしれない。2006年4月10日から段階的に実施され、6月12日に完了が予定されているトレード・スルー規則の変更という期限を前にして、米国株式市場は大きな転換点を迎えていると言えよう。