

取引所の価格情報配信に関するSECの指令提案

志馬 祥紀

1 はじめに

米国では、近年、取引所の価格情報の取り扱いについて、SEC（証券取引委員会）による取引所への対応の変更や新政策が提案されている。

志馬（二〇一九）では、取引所による価格情報引き上げ提案に対し、証券業界の反対を受けて、SECが取引所を認めなかった事例と、その後の動き（SECが取引所、証券会社、投資家を招へいし、円卓会議を開催）について報告している。

今年に入り、SECは、現在複数あるSIPsの統合を命令すると共に、新たに創設される単一SIPのガバナンスについて（問題化している取引所の独自価格情報フィードとの利益相反を解決するための）要件を課すなど、取引所における価格情報の投資家への提供形態について、新たな指令案を発表した。

本研究では、米国における取引所価格情報の取り扱いについて、その後の経緯と問題の背後にある証券市場の構造変化、SECの新たな指令案について説明する。

2 取引所の取引価格情報をめぐる状況

(1) 二〇一八年一〇月一六日のSEC発表

米国証券取引委員会（SEC）は、二〇一八年一〇月一六日に特定の市場データ料金（情報フィード料金）に関する二つの証券取引所（NYSE Arca, Inc.及びNasdaq Stock Market LLC）の規則変更案について異議を申し立てる決定を下した。

当該規則変更の内容は、NYSE等の証券取引所が市場参加者に市場データの料金を請求する規則変更に関するものである。当該情報は取引所の独自フィードから提供されるが、SECは料金変更の申請を退け、取引所がその料金が取引所法上の義務（料金が公正かつ合理的であり、不当に差別的ではない）を満たさないと認定した。そして新料金計画の棚上げと、取引所が競争を害していると主張するブローカー・ディーラー等の苦情の再検討を命令、一年の努力期間を設定した。

(2) SEC主催円卓会議の様相（二〇一八年一〇月）

SECは、一〇月一六日のNYSE等取引所による規則変更案の決定後、同一〇月二五・二六日に、取引所の価格情報（とりわけその費用）をめぐる議論を整理すべく、関係者を集め円卓会議（Roundtable on Market Data and Market Access）を開催した。同会議は取引所が独自フィード経由で提供する際の費用に関して、取引所VS証券会社・投資家（主にHFT）の構図で議論が展開された。なお、同会議で出された意見の一部は、SECによる検討の上、二〇二〇年一月の指令案に反映されている。

(3) SECの規則改正提案(二〇一九年一〇月一日)

SECは、一九三四年証券取引所法に基づくレギュレーションNMSを改正し、ナショナル・マーケット・システムプラン(以下ではNMSプランと記載、複数存在する株式データ・プラン、及び登録証券情報処理機関(SIPS)の規制上の総称として使われることもある)の修正案として、手数料等を設定または変更した場合、申請時に有効となる規定の廃止を提案した(SEC(二〇一九))。

原則的な手続きとして、NMSプランの修正案はSECの承認事項(NMS規則六〇八(b))は、NMSプランの修正手続きと要件を定める)であり、SECは通常、提出された内容公表、関係者に文書によるコメント機会を提供した上で、当該修正案の承認を検討する。

しかし、NMS規則六〇八(b)(3)(i)において、NMSプランにおける手数料変更は例外と規定されており、手数料変更案は委員会に提出された時点で発効し、NMSプランはパブリック・コメントの機会に先立って、委員会の決定なしに新しい手数料の請求を開始することができた。

しかしながら今回のSECによる同例外規定の取消しにより、料金等の修正案は他の手続きと同様に、SECによって公表され、パブリック・コメントの機会を提供した上で、委員会が承認しない限り修正案の発効を阻止することとなる。

SECは同決定について、NMSプランの手数料の多額かつ広範な影響、コアデータの重要性等を鑑みて、判断したと発表した。一方、新聞報道では、取引所に対する締め付け強化のはじまりとする証券業界の見解が出されている。

なお、NMSプランにおいては、(上述の取引所の独自価格フィードの他に)登録証券情報処理機関(SIPS、

後述)が、米国の取引所上場株式やオプションの市場の投資家にリアルタイムの市場価格情報(コアデータ)を収集、集約、配信施設を管理している。SECは、取引所はこれらのNMSプランを通じてコアデータの手数料を徴収しており、その手数料収入の合計は二〇一七年に五億ドル以上に達していると発表した。

(4) SECによる統合株式データ・プランについての指令提案

SECは、今年(二〇二〇年)に入り、一月八日に新たな指令提案「統合株式市場データに関する新たな全米市場システムプランの提出を取引所及びFINRA(金融業規制機構)に指示する指令案」を公表した(“Notice of Proposed Order Directing the Exchanges and the Financial Industry Regulatory Authority to Submit a New National Market System Plan Regarding Consolidated Equity Market Data”(Release No. 34-87906; File No. 4-757))。

新指令案は、SECが、証券市場の発展に伴い、ナショナル・マーケット・システム(NMS)における、株式市場データの公表を規定する現行のNMSプランについて、一九三四年証券取引所法の目的達成に懸念が生じているとして、同状態に対処するために公表、コメントを募集したものである(詳細は次節以降を参照)。

3 SECによる統合株式市場データ・プランに関する指令提案(二〇二〇年一月八日)

(1) 現行の制度

規制上、統合株式データ・プランと呼ばれるが、実務上は価格情報を提供する主体に注目し、SIP(s)(後述)と記載されることが多い。

米国では、取引所の価格情報を投資家に配信する経路として、大別して二つのルート（SIPs及び個別取引所による独自の情報フィード）が存在している（詳細は志馬（二〇一九）を参照）。

図表 1 市場情報配信関係用語の整理

| 規制上の呼称 | 証券市場間の統合ネットワーク・システム (NMS) | 価格情報を提供する主体 証券情報処理装置 (SIPs) (Securities Information Processor) | 管理者 | 運営機関 | 処理業者 |
|--------------------------|---------------------------|--|--|---|---|
| | | | SIPプラン (SIP Plan) | SIP運営委員会 (SIP Operating Committee) | プロセッサ (処理業者) |
| 現実の機関 | — | CTA (Consolidated Tape Association) (取引所上場銘柄情報を対象 (Nasdaqを除く)) (CQ/CTA SIPとも呼ばれる) | CTA Plan (CTA/CQPlan) (=CTA + CQ) ・CTA ・CQ (Consolidated Quotation System) (管理の主体はNYSE) | 運営委員会 (Operating Committee) | SIAC (Securities Industry Automation Corporation、NYSEグループ会社) |
| | | | UFTP SIP (Nasdaq上場銘柄情報を対象) | UFTP Plan (テープCとも呼ばれる) (管理の主体はNasdaq) | Operating Committee |
| (CTAと別個の) 取引所独自の情報提供サービス | — | 総称：Proprietary Data Feed (又はダイレクト・フィード) (個々の名称は各取引所が命名) | 各取引所 | 各取引所 | 各取引所 |

(出所) 志馬 (2019) より転記

S-I-D (Securities Information Processor) 証券情報処理装置) は、全証券取引所及びFINRAの代替表示

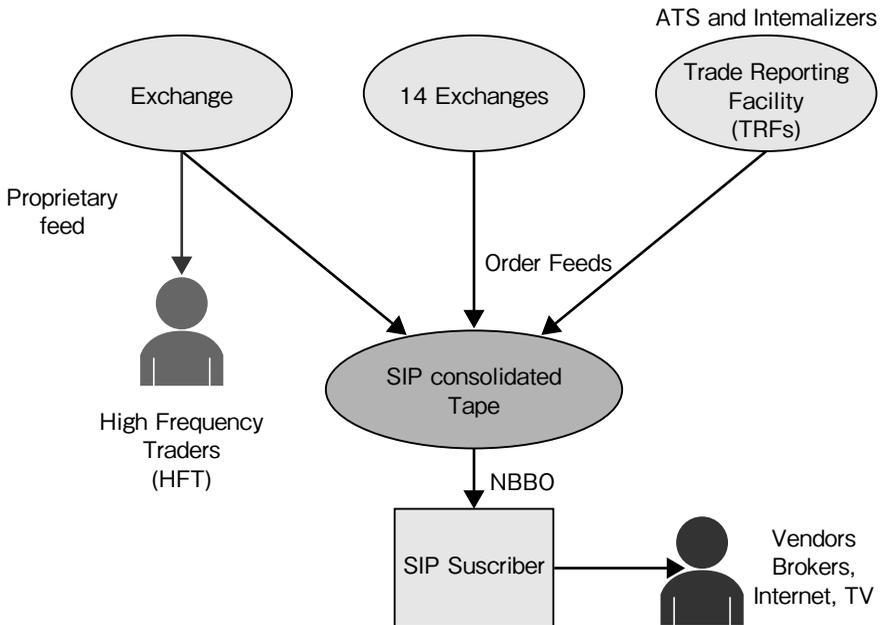
機能 (FINRA ADF) からの、全株式のビッド、アスクを処理し、一つのデータ・フィードに統合することで、米国市場を結び付けているネットワークである。

SIP は多くの場合、単数形で呼ばれるが、実際には三つの SIP が存在する。

取引所上場銘柄 (Nasdaq 上場銘柄を除く) を扱う SIP は、CIA (Consolidated Tape Association) と CQ (Consolidated Quotation System) であり、(かつては店頭市場であった) Nasdaq 上場銘柄を扱う SIP は UTP (Unlisted Trading Privileges) である。

CIA と CQ は、NYSE 上場証券 (時には「ネットワーク A」または「テープ A」証券と呼ばれる) 及び他の取引所 (Choe、NYSE Arca、NYSE American 等 (Nasdaq を除く)) 上場証券 (時には「ネットワーク B」または「テープ B」) のリアルタイムの気配情報及び取引情

図表2 SIP、Proprietary フィードの概念図



(https://www.researchgate.net/figure/fig-Architecture-of-Security-Information-Processor-SIP_fig1_325888304) より転記。

報を配信。またUTPは、Nasdaq上場証券(「ネットワークC」または「テープC」)を処理している。

当該構造は、SECがネットワークA、B、C証券を取引する全登録取引所が、取引及び気配をSIPに送信し世界規模で販売するために統合を義務付けた一九七〇年代後半に導入された。

各SIPはプラン(規制上の呼び名はNMSプラン、株式データ・プランとも呼ばれる)によって管理され、そのプラン参加者(取引所・FINRA等)から構成される運営委員会によって運営されている。

運営委員会は、個々の計画方針を設定し、それに能力を供給する技術の提供責任を負う処理業者(プロセッサ)を選択し、そして各SIPの契約、方針策定、ベンダーとの関係などの管理機能を担当するプロセッサとネットワーク管理者の双方の業績を確認する。また、運営に関する意思決定は運営委員会が行っている。

運営委員会には別途、業界全体の企業を代表し、市場の多様な視点を代表する個人で構成され、助言を行う諮問委員会(Advisory Committee)が存在する。

SIPの実務的な運営については、NYSEがCTA/CQ SIPプランの管理者として機能し、同NYSEグループ会社であるSIAC(Securities Industry Automation Corporation)が処理業者(プロセッサ)である。UTP SIPについては、Nasdaq(事業部門)が、管理者及びプロセッサとして機能している。

各取引所は、各プランに基づき、その取引(約定)情報及び気配情報をSIPに送信する義務を負う。

データプール等、取引所以外の場所における取引情報についても、SIPへの情報提供が義務付けられている。例えばデータプールは、取引情報をFINRA Trade Reporting Facility(TRF)に報告することで、同情報がSIPに送信されている。

なお、SIPとは別に、大半の取引所は独自のデータ・フィード(ダイレクト・フィードとも呼ばれる)のデー

タ・サービスを販売している。

(2) 背景にある証券市場の構造変化

二〇〇五年のレギュレーションNMS採択時に、SECは、取引所が（SIPフィードよりも内容の豊富な）独自のデータ・フィードを提供し、市場参加者がそれらのフィードを購入することも想定していた。しかし、レギュレーションNMSの二〇〇五年の採用以降、株式市場の構造と取引所の企業構造は劇的に変化した。

ITの進歩に加えて、取引所の所有構造の変更（取引所の株式会社化と「取引所グループ」の台頭）により、取引所の企業利益と、迅速、正確、信頼できる公正な（共同管理される株式データ・プラン経由の）コアデータの配信に伴うSROの（NMS下の）義務の間に矛盾が発生するようになった。SECは、これら変化が、株式データ・プランの構造と組み合わせることで、取引所のSIPsの改善へのインセンティブの欠如が深刻化していると認識する。

① 取引所の公開企業（上場企業）への転換

まず、株式データ・プランの作成時に、米国の証券取引所は会員制の非営利組織であった。

会員として取引所を所有するブローカー・ディーラーは、取引所の運営主体に対する議決権経由で、（株式データ・プランに関するものを含め）取引所の決定について意見を陳述していた。

その後、取引所の株式会社化時に、その取締役会は拡大、証券業界を代表しない者を含めることが要求された。その結果、会員の代表者は減少し、取引所の大半は株主価値最大化を目的とする上場企業となった。

同変化により、(レギュレーションNMSの採択後)、多くの取引所は、「日中の取引時間中のいつでも、全てのNMS銘柄の価格と取引高に関する包括的な、正確、かつ信頼できる情報源」を確保することを確実にするための、「統合されたデータストリームの整合性と手頃な価格を維持する」という規制目標を推進せず、商業的利益をより積極的に追求するようになった。

例えば利益相反の具体的事例には、以下のような事例がある。

「特定の取引所による、レイテンシーを減らし、コンテンツを拡張した独自のデータ製品の開発・提供。すなわち、SIP製品に比して独自フィードサービスについて、高いプレミアムを付与して提供する。」

「取引所がSIPと競合するTOBデータ(最良気配)を開発した事例があり、これら商品はSIPと比較して割引価格で提供する。すなわち、SIPと真っ向から競合するデータ製品について、SIP料金よりも大きくディスカウントした値段で販売する」。こうした事例が確認されるようになった。

さらに、株式データ・プランは現在、二つの取引所(NYSE・Nasdaq)が管理・運営しているが、各取引所の従業員は、各種の機密情報にアクセス可能であり、SIPに関する情報と取引所の独自データ・フィード関連ビジネス情報について、必ずしもファイアー・ウォールが確立されていない。SECは、取引所の独自データフィード・ビジネスについて、SIPsの運営上、入手した市場データ及び顧客情報が使用、取引所の情報ビジネスに流用されている点について懸念を示している。

②取引所グループの出現

取引所の株式会社化、各取引所独自のデータ・フィードの拡大に加えて、もう一つの重要な変化は、取引所ゲ

グループの出現である。取引所グループの拡大は、株式データ・プランの運営委員会に参加している特定の取引所への議決権の割り当てとその集中問題を発生させた。

歴史的に各一票しか保有していなかった取引所の議決権が、四―五票のブロックを制御できる共通経営下の取引所グループに統合された。多くの取引所が同一資本の下で運営される取引所グループへ統合されたことで、株式データ・プラン参加者の相対的な議決力が変化し、取引所グループがプランのガバナンス関連事項に大きな議決力と影響力を保有するようになった（言い換えれば、株式データ・プランにおける独立系の取引所の相対的な発言力は希薄化した）。

各株式データ・プランにおいて、各取引所及びFINRAは一票の議決権を有する。それぞれの取引所グループ内の取引所は一団として投票する。現在、各株式データ・プランにおいて合計一七票の議決権中、一四票が三つのグループによって支配されている。

・ CBOE Holdings, Inc. : 五票 (BYX, BZX, Choe, EDGA, EDGX)

・ Intercontinental Exchange Group, Inc. (ICE) : 五票 (NYSE, NYSE American, NYSE Arca, NYSE Chicago, NYSE National)

・ Nasdaq, Inc. : 四票 (BX, ISE, NasdaqPHLX)。

この結果、少なくとも二グループの議決権で過半数の議決権を支配し、それによって以下の内容を含む、重要な株式データ・プランの活動を支配可能となっている（実務上重要な事項としては、(a) SIPデータを送信する株式データ・プランの容量、(b) プラン・プロセッサのパフォーマンスとレイテンシーに影響を与えるインフラストラクチャへの投資、(c) SIPデータに請求される料金、及び (d) 諮問委員会に参加する個人委

員の選択、が挙げられる)。

これら取引所グループの株式データ・プランに対する投票権は、取引所の独自データ製品の提供者として、ビジネス上の利益と規制上の義務との間の利益相反を悪化させている。こうした状態について、SECは、現在の議決構造は、株式市場データに関する法律一二九セクション一Aの目標(後述)を促進しないと認識している。

(参考) 個々の取引所市場とそのグループ毎の取引状況

- ・ ICE/NYSE (P, N, A, C, M) : 111・110%
- ・ Nasdaq グループ : 111・156%
- ・ CBOE グループ : 116・198%
- ・ 独立系の IEX : 112・146%

図表3は、株式の取引において、各取引所及び取引所グループが、どの程度の比率を占めているかを示している。データは二〇二〇年三月三十一日(のみ)のデータであるが、同データからも三大グループの立ち位置を掴むことができる。

同データにおいては、取引所市場における取引は全株の六四・三〇%を占めている。またデータ中、取引所グループに属さない取引所の比率は二・四六%に過ぎず、経営統合された三大取引所グループの存在感が窺える。

(3) SECの問題意識と指令

議会はナショナル・マーケット・システム(NMS)の構築時に、情報利用の確保が公共の利益に適い、投資

家の保護と公正かつ秩序ある市場の維持に必要であり、SECの最も重要な任務は、統合されたデータストリームの整合性と手頃な価格の維持であると認識する。

またSECは、株式の気配値や取引情報の公表は、NMSの基本的な構成要素であると認識している。

SECの見解では、市場の発展に伴い、NMSにおける、株式市場データの公表を定める株式データ・プランについて、一九三四年証券取引所法の目的達成に懸念が発生している。取引所・FINRAが参加する株式データ・プランの監督と、取引所が市場参加者に販売する独自のデータ・フィードの販売間に利益相反が発生している。

図表3 米国の取引所における取引金額

(FINRAへの報告含む、2020年3月31日付取引分、単位：100万ドル)

| Matched Volume | Tape A | Tape B | Tape C | Market Total | Market Share (%) |
|----------------------|---------|---------|---------|--------------|------------------|
| NYSE (P, N, A, C, M) | 72,533 | 34,258 | 18,252 | 125,043 | 23.30% |
| NYSE (N) | 59,209 | 3,132 | 2,366 | 64,706 | 12.06% |
| NYSE Arca (P) | 10,832 | 27,589 | 14,151 | 52,573 | 9.80% |
| NYSE National (C) | 1,627 | 1,513 | 930 | 4,070 | 0.76% |
| NYSE Chicago (M) | 457 | 1,578 | 534 | 2,570 | 0.48% |
| NYSE American (A) | 409 | 445 | 271 | 1,125 | 0.21% |
| NASDAQ (B, X, Q) | 28,551 | 22,431 | 64,743 | 115,725 | 21.56% |
| NASDAQ (Q) | 25,724 | 18,878 | 61,921 | 106,522 | 19.85% |
| NASDAQ BX (B) | 2,083 | 2,089 | 1,544 | 5,715 | 1.06% |
| NASDAQ PSX (X) | 745 | 1,465 | 1,278 | 3,488 | 0.65% |
| Boe (Z, Y, K, J) | 32,403 | 28,558 | 30,148 | 91,109 | 16.98% |
| BZX Equities (Z) | 18,547 | 13,649 | 15,835 | 48,031 | 8.95% |
| EDGX Equities (K) | 6,668 | 9,619 | 8,452 | 24,740 | 4.61% |
| EDGA Equities (J) | 4,290 | 2,577 | 3,589 | 10,455 | 1.95% |
| BYX Equities (Y) | 2,897 | 2,714 | 2,272 | 7,882 | 1.47% |
| IEX (V) | 6,817 | 1,793 | 4,600 | 13,209 | 2.46% |
| Matched Total | 140,305 | 87,040 | 117,742 | 345,086 | 64.30% |
| | | | | | |
| TRFs (DQ, DN, DB) | 62,653 | 57,996 | 70,941 | 191,590 | 35.70% |
| NASDAQ TRF Carteret | 54,217 | 50,312 | 56,018 | 160,548 | 29.92% |
| NYSE TRF | 8,217 | 7,512 | 14,429 | 30,158 | 5.62% |
| NASDAQ TRF Chicago | 219 | 172 | 493 | 884 | 0.16% |
| FINRA & TRF Total | 62,653 | 57,996 | 70,941 | 191,590 | 35.70% |
| Grand Total | 202,958 | 145,036 | 188,682 | 536,676 | 100.0% |

現行の株式データ・プランのガバナンス構造の下では、参加者は株式データ・プランを独占的に支配されている。取引所・FINRAにおける利益相反は、取引所グループの議決権の集中と相まって、法の目的達成に懸念される。

SECは、現在の株式データ・プランのガバナンス構造の下では、SIPと（取引所の）独自データ商品との間の重要な商品、パフォーマンス、価格の差異に適切に対処するためのSIPの改善が行われていないと認識し、現行の複数の株式データ・プランが存在する状況に不満（必要性、効率性の観点から）がある。

当該問題に対処するために、現行の株式データ・プランのガバナンス上のこれら問題に対処することが重要である。

SECはさらに、既存の三つの独立した株式データ・プランを単一の新統合データ・プランに統合することで、NMSにおける株価情報の統合データ・フィードの改善を検討している。

新統合データ・プランは、既存の重複、非効率性、及び株式データ・プラン間の不整合を減らし、プランのガバナンスとメンテナンスを簡素化するものでなければならぬ。

SECは、取引所・FINRAに対し、本指令案に記載されたガバナンスの問題に対処するための新統合データ・プランを策定し、株式データ・プランを単一の新しいデータ・プランへ統合するよう指示する。

証券取引所等を含む幅広い市場参加者の意見や、株式データ・プランに対するSEC独自の意見に基づき、SECは、新統合データ・プランの具体的なガバナンス規定を提案する。

SECは、現行の株式データ・プランを新しい単一のデータ・プランに統合することで、SIPの運営のためのガバナンス構造がより効率的になると認識する。

併せて、SECは、取引所・FINRAは以下の要件を満たす新統合データ・プランを策定すべきであると提案した。

・取引所、市場参加者、投資家間のビジネスと取引関係の進化を考慮に入れたガバナンス構造に基づいて運営されること。

・市場参加者にとってのコアデータの有用性を確保し、法第一A条（及びその下の規則）に沿った公正かつ合理的な条件でコアデータが提供されることを確保するように設計されていること。

具体的には、運営委員会の指名対象や指名方法、運営における議決権の割当に言及している。例としては、以下の事項がある。

・SROメンバー（取引所・FINRA）は新統合データ・プランの運営及び管理に関する運営委員会の運営と管理の全事項に一票を投じる権限が付与される。SROメンバーは一取引所グループあるいは（統合された株式市場シェアが（運営委員会の選挙に先立つ六か月中四か月について）一五%以上を占める株式市場センターである）無関係なSROを代表し、二票を投じる権限が認められる。

・新統合データ・プランでは、運営委員会（任期二年）について、以下の各分野を代表する個人を含める（機関投資家（例：資産運用会社）、主に個人投資家の顧客を有するブローカー・ディーラー、主に機関投資家の顧客を有するブローカー・ディーラー、証券市場データベンダー、NMS証券の発行者、及び個人投資家。ただし、証券市場データベンダー、証券発行者、及び個人投資家の代表者は、それぞれSRO、ブローカー・ディーラー、または機関投資家と提携できない）。

4 おわりに

S E Cは、取引所価格データの取り扱いについて、過去二年間で、これまでの姿勢を大規模に転換した。

具体的には、取引所に対し（独自のデータ・フィードの料金引き上げを認めない等）、厳しい姿勢で対処している。

取引所独自のデータ・フィードに比して、技術的に遅れているS I P（株式会社データ・プラン）について、抜本的な改革を要求しており、新統合データ・プランの設立と、そのガバナンスについて厳しい要件の設置を求めている。

これら姿勢転換の背後には、「投資家の求めるデータの種類変化」に加えて、「取引所の株式会社化」「経営資本を同じくする取引所グループの出現」といった証券市場の構造変化が存在している。

なお今後であるが、S E Cによる、取引所価格情報に関する規制強化は、本件が最後の事例とは考えにくい。継続的に、新たな規制や各種提案が行われると思われる、注視が必要である。

参考文献

- ・ BRADFORD, HAZEL (2019), "SEC CALLS FOR MORE TRANSPARENCY IN NMS CORE DATA FEES", October 02, 2019, (<https://www.pionline.com/regulation/sec-calls-more-transparency-nms-core-data-fees>)
- ・ Johnson, Katanga (2019), "U.S. SEC proposes exchanges seek public consultation on data fee changes", REUTERS, OCTOBER 2, 2019, (<https://www.reuters.com/article/us-usa-sec-exchanges/u-s-sec-proposes-exchanges-seek-public-consultation-on-data-fee-changes-idUSKBN1WH04A>)

・ SEC (2019), "Rescission of Effective-Upon-Filing Procedure for NMS Plan Fee Amendments" [Release No. 34-87193; File No. S7-15-19] (<https://www.sec.gov/rules/proposed/2019/3487193.pptd>)

・ 志馬祥紀 (二〇一九) 「米国における取引所情報の配信をめぐる議論」『証研レポート』(一七二四号)、二〇一九年六月、pp. 21-56

(しま よしのり・客員研究員)