



From the Corner of Wall Street

日本取引所グループ
ニューヨーク駐在員事務所

木村 亮太

—連載（第7回）—

NYSE市場等の売買制度変更について

■ 1. 米国株式市場の現状

2017年1月、ICE/NYSEは、自身が運営する市場に関して、売買対象銘柄の拡大やスピード・バンプの導入といった多くの制度変更を伴う一連の戦略を公表した。その主なポイントは以下のとおりである。

- NYSE市場にて、全ての米国上場証券に関する売買を取扱う。
- NYSE MKT市場を「NYSE American」市場に改称。そのうえで以下の対応を行う。
 - NYSE市場同様、全ての米国上場証券に関する売買を取扱う。
 - 市場を完全電子化し、指定マーケットメイカー（DMM）をe-DMMに改称する。
 - NYSE Arca市場と同様、価格優先・時間優先のモデルを採用する。
 - Discretionary Pegged Order (DPO)

及びスピード・バンプ等の新制度を導入する。

図表1は、2017年1月における各市場での上場銘柄の一日平均売買代金を示したものである。この表のとおり、2017年1月末時点において、米国には13の株式の売買を取扱う国法証券取引所が存在しており、大きくNYSEグループ（3市場）、Nasdaqグループ（3市場）、Batsグループ（4市場）、その他（3市場^{（注1）}）に大別される。米国には非上場取引特権^{（注2）}と呼ばれる制度があり、国法証券取引所は、米国のいずれかの国法証券取引所に上場している証券についてはその売買を取扱うことができる。したがって、基本的には各国法証券取引所は、上場市場に関係なく全銘柄の売買を取扱っているわけであるが、表1から分かるとおり、これまでNYSE市場はTape A銘柄のみ、NYSE MKT市場はTape B銘柄のみの売買を取扱ってきた。したがって、今回公表されたICE/NYSEの戦略は、これまで長くに亘って限定していた

(図表1) 各市場における一日平均売買代金 (2017年1月・月間)

(単位: 百万ドル)

取引所	Tape A銘柄	Tape B銘柄	Tape C銘柄	合計	比率
NYSEグループ合計	54,023	18,059	6,674	78,758	26.0%
NYSE市場	43,750	-	-	43,750	14.4%
NYSE Arca市場	10,273	17,963	6,674	34,911	11.5%
NYSE MKT市場	-	96	-	96	0.0%
Nasdaqグループ合計	21,988	10,106	26,539	58,634	19.3%
NASDAQ市場	17,125	7,350	23,414	47,890	15.8%
NASDAQ BX市場	3,994	1,653	2,308	7,955	2.6%
NASDAQ PSX市場	868	1,102	816	2,788	0.9%
Batsグループ合計	23,662	15,986	15,261	54,910	18.1%
EDGX市場	8,309	5,607	4,977	18,894	6.2%
BATS BZX市場	7,215	5,140	5,891	18,247	6.0%
BATS BYX市場	5,177	3,245	2,804	11,228	3.7%
EDGA市場	2,960	1,992	1,586	6,539	2.2%
その他					
IEX	3,473	1,128	1,773	6,375	2.1%
CHX	606	1,054	489	2,150	0.7%
NSX	25	13	11	49	0.0%
取引所合計	103,780	46,348	50,749	200,878	66.2%
取引所外合計	46,184	27,846	28,408	102,440	33.8%
全米市場合計	149,965	74,195	79,158	303,319	100.0%

(出典) Bats.com

(注) Tape A銘柄: NYSE市場上場銘柄。

Tape B銘柄: Tape A銘柄やTape C銘柄以外の銘柄。主にNYSE Arca市場に上場しているETFや、NYSE MKT市場に上場している中小型株が該当する。

Tape C銘柄: Nasdaq市場上場銘柄。

取扱い銘柄の範囲を拡大するという、非常に大きな変化を伴うものであるということができよう。

■ 2. ICE/NYSEの戦略の詳細

(1) NYSE市場の変更

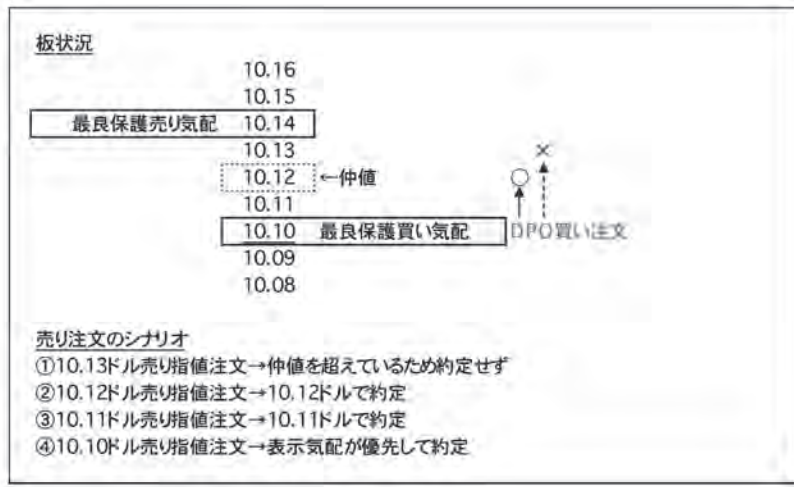
ICE/NYSEによると、2017年末までにNYSE市場を新システム「NYSE Pillar」に移行させるとともに、その取扱い対象銘柄を、現状のTape A銘柄のみから、Tape B銘柄及

びTape C銘柄も含む全ての米国上場証券に拡大する計画とのこと。当該変更に伴い、これまでNYSE市場の上場銘柄 (Tape A銘柄) のみがNYSE市場の立会場での取扱い対象銘柄であったところ、今後はETF (主にTape B銘柄) やNasdaq市場上場銘柄 (Tape C銘柄) もNYSE市場の立会場にて売買が可能となる。

NYSE市場は、後述のNYSE MKT市場の変更が行われた後は、国法証券取引所の中で唯一パリティ配分モデル^(注3)を採用する取



(図表 2) Discretionary Pegged Order (DPO) の挙動



(出典) JPXニューヨーク駐在員事務所作成。

引所となり、今回の変更に伴い、今後は Nasdaq市場上場銘柄等に関しても、新しい約定ルールを用いる市場が売買可能市場として新たに加わることとなる。

(2) NYSE MKT市場の変更

一方、NYSE MKT市場については、その市場の名称が「NYSE American」に変更されることに加えて、複数の制度変更が予定されている。

まず、新システム「NYSE Pillar」への移行については、2016年5月に移行が完了したNYSE Arcaに続いて、2017年第2四半期中の実現を目指しており、そのタイミングをもって現在の立会場売買を廃止して完全電子化すること。また、同タイミングにて、取扱対象銘柄を現状のTape B銘柄から全て

の上場銘柄に拡大することである。完全電子化に伴い、約定ルールはNYSE Arca市場と同様の「価格優先・時間優先モデル」を採用することとなり、これまでNYSE MKT市場の上場銘柄に割り当てられていたDMMについては、新たに「e-DMM^(注4)」という制度に変更されて、運営されることとなる。

しかしながら、NYSE American市場の最大の特徴としては、「Discretionary Pegged Order (DPO)」という新しい注文タイプの採用と、350マイクロ秒のスピード・バンプの導入といえるだろう。

(a) Discretionary Pegged Order (DPO)

2016年、SECは、DPOや後述のスピード・バンプに相当する制度とともに国法証券取引所化を申請していたIEXの申請内容^(注5)を承認することによって、国法証券取引所が



(図表 3) 制度変更後のNYSE市場、NYSE Arca市場及びNYSE American市場の主な特徴

	NYSE市場	NYSE Arca市場	NYSE American市場
主な上場対象銘柄	大型株	ETF	中小型株
売買対象銘柄	全銘柄	全銘柄	全銘柄
人手/自動	電子化+立会場	完全電子化	完全電子化
マーケットメイカー等	DMM、フロアブローカー	LMM	e-DMM
約定ルール	パリティ配分モデル	価格・時間	価格・時間
スピード・バンプ等	なし	なし	350マイクロ秒・DPO
手数料体系	メイカー・テイカー	メイカー・テイカー	メイカー・テイカー

(出典) JPXニューヨーク駐在員事務所作成。

DPOのような一定の裁量をもって執行される注文タイプを提供することを初めて承認した。このDPOは、具体的には以下のような特徴を有している(図表2)。

- 板に表示されない指値注文(non-displayed order)であり、
- 買いであれば最良保護買い気配、売りであれば最良保護売り気配に連動して自動的に動き、
- 最良保護買い気配と最良保護売り気配の仲値までの価格において、一定の裁量のもと執行される。

なお、NYSE American市場のDPOは、売り買いの最良保護気配が「不安定」と認められる場合には執行されることはない。現在の気配状況が「不安定」かどうかは、売り買いそれぞれの側における、1ミリ秒前の状況と比較した現時点での保護気配の数量や、過去30日平均と比較した現時点での売り買いスプレッドを元に決定されることになる。

- (b) 350マイクロ秒のスピード・バンプ
DPOに加えて、NYSE American市場は、

350マイクロ秒のスピード・バンプを採用し、注文の到達から執行までの間に意図的な遅延を促す予定。この遅延措置によって、あらかじめ発注されていたペッグ注文(注6)は、価格情報の変更を踏まえて確実に価格が更新されたうえで執行タイミングを迎えることが可能となる。

なお、この350マイクロ秒のスピード・バンプは、外部に配信される全てのデータや他市場に回送される注文に対しても適用されることとなる。

(3) まとめ

これら一連の変更を踏まえた後のNYSE市場、NYSE Arca市場及びNYSE American市場のそれぞれの特徴は、図表3のとおりとなる。

■ 3. 終わりに

スピード・バンプを用いた意図的に遅い市場メカニズムや、DPOという執行価格に関



して取引所が一定の裁量を有する注文タイプは、「フラッシュ・ボーイズ^(注7)」にて脚光を浴びたブラッド・カツヤマ氏率いるIEXが導入したことで注目を浴びた制度であるが、IEXがこれらの制度を用いた国法証券取引所の申請をしていた際、ICE/NYSEをはじめとする他の取引所関係者は、その制度の有効性に対して懐疑的なコメントや公平性を損なうという趣旨のコメントを出しつつも、一方で仮にIEXに認められた場合、競争のためには追随することも検討するとの立場を表明していた。したがって、今回ICE/NYSEが、自らの市場の一つにおいて、IEXとほぼ同様の制度を導入するという流れは、ある程度は想定されていた動きと考えられる。

しかしながら、全米株式市場の一日平均売買高のほぼ3割を占め、高頻度取引業者(HFT)による売買が活発に行われているとされるETFをNYSE市場やNYSE American市場の売買対象に加えるということは、ETFの執行市場に関して新しい制度を用いた市場が加わることであり、さらに米国の執行市場の多様化と複雑化が進展するものと想定される。

今回の一連の制度改正により、ICE/NYSEは、全ての米国上場証券の売買に関して、NYSE Arca市場という完全電子化された高速市場から、NYSE市場のように人手を介した市場や、NYSE American市場のように意図的に遅いメカニズムを導入する市場まで、特徴が大きく異なる市場において取扱う

こととなる。今後、これら3市場に加えてさらにNYSE National市場が稼働することが予定されているわけであるが、この執行市場の多様化とスピードに対する取扱いの相違が米国の執行市場の様相をどのように変えていくことになるのか、注目していくこととしたい。

〔出典〕

- ・ <https://ir.theice.com/press/press-releases/all-categories/2017/01-11-2017-142606416>
- ・ <http://www.tradersmagazine.com/news/viewpoints/getting-up-to-speed-on-the-nyse-announcement-115866-1.html?ET=tradersmagazine:e2737:5104356a:&st=email>
- ・ <https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/markets/nyse-mkt/rule-filings/filings/2017/NYSEMKT-2017-01-%20Re-file%203.pdf>
- ・ <http://www.wsj.com/articles/BT-CO-20170111-709427>
- ・ <https://ir.theice.com/press/press-releases/all-categories/2017/01-25-2017-152443995>
- ・ <https://www.nyse.com/news/nyse-american-trading-functionality>
- ・ http://www.tradersmagazine.com/news/ecns_and_exchanges/nyse-announces-own-speed-bump-mechanism-115875-1.html?ET=tradersmagazine:e273:5104356a:&st=email
- ・ <http://www.reuters.com/article/us-ice-nyse-speedbump-idUSKBN1591YE>
- ・ <http://www.wsj.com/articles/BT-CO-20170125-709596>
- ・ <https://www.iextrading.com/trading/dpeg/>

(注1) NSXは、2017年2月をもって市場運営を停止し、その後「NYSE National」市場というNYSEグ

ループの一市場として運営されることが予定されている。

(注2) Unlisted Trading Privilege：UTPのこと。

(注3) 各価格において、顧客、DMM、フロアブローカーの注文が、各カテゴリー内で優先順序が決定されるとともに、約定についてはカテゴリー毎に比例配分される方法。完全な時間優先とはしないことで、注文の到着時間に関わらず、複数のカテゴリーの投資家が同値の約定に対して公平に取扱われる機会を増すことが可能となる。

(注4) 基本的には従来のDMMと同じ役割であり、完全電子化に伴って名称が変更されている。

(注5) IEX の DPO は「Discretionary Peg Order：D-Peg™」と呼ばれ、厳密にはNYSE American市場のそれとは異なるが、基本的な概念については同様である。

(注6) DPOやミッドポイント注文など、板の動きに連動して値段が動く注文のことをいう。

(注7) Michael Lewis, “Flash Boys：A Wall Street Revolt”, March 31, 2014

