NOMURA

資料３

米国・欧州株式市場の構造変化と規制上の課題

2026年11月13日

野村資本市場研究所
シニアフェロー

関　雄太



金融資本市場の力で、世界と共に挑戦し、豊かな社会を実現する

We aspire to create a better world by harnessing the power of financial markets

STRICTLY PRIVATE
AND CONFIDENTIAL

© Nomura

米欧の株式市場を取り巻く潮流

- **上場の意味の変化、ETF革命、投資家の変貌などを背景に市場間競争激化と流動性の分散・分断が進展した米・欧市場**

環境変化（プライマリー）

- 上場企業数の減少
- ETFの多様化・急増　*ETF（25年末）=4,494本、ミューチュアルファンド（25年末）＝6,676本
- IPOの大型化・長期化＋減少
- 株主還元・自社株買いの増大
- ビッグテックの時価総額巨大化＋宇宙・AIセクターのメガIPO

環境変化（セカンダリー）

- 機関投資家とリテール投資家の分層化（米国ではミレニアル世代の株式・ETF投資が台頭）
- グローバル化
- インデックス投資、アルゴリズム取引、クロスアセット投資の隆盛
- アクティビズム、エンゲージメントの台頭

市場間競争の概観（全体観）

市場間競争と流動性の分散・分断

- 取引所（Lit Market）：　乱立と統廃合
- 取引所外取引（ATS/ Dark Pool/ Internalization）のシェア拡大
- 伝統的な大手取引所は総合化＋データビジネス等のサービス拡充を志向

流動性供給主体の変化

- 伝統的大手ブローカー・ディーラーには規制強化と対応コスト
- HFT、マーケット・メイカー、新興オンライン証券会社、マクロファンドなど：境界が曖昧化しつつ台頭

市場間競争の功罪

- 取引量増大と高速化・システム化
- 取引コスト（手数料）の低下とインフラ・ITコストの増大

規制上の課題

- 最良執行の意義の変化
- テクノロジーが生み出す利益相反問題（PFOF）やシステミック・リスク

米国株式市場の構造（オーバービュー）

- **米国の株式市場は現在、①取引所、②ATS・ダークプール、③ホールセラーの3層に分断されている**
- **多くのプレイヤーがひしめく中で「集中・統合」と「分断・分散」が常に同時に発生している状況**

(1-1) 3大取引所グループ

- NYSEグループ（Intercontinental Exchange傘下）
  - ニューヨーク証取（NYSE）, NYSE American, NYSE Arca, NYSE National, NYSE Texas（旧NYSE Chicago）を運営
- Nasdaqグループ（Nasdaq, Inc.）
  - Nasdaq Stock Market, Nasdaq Texas（旧ボストン証取）, Nasdaq PSX（旧フィラデルフィア証取）に加え複数のオプション取引所を展開
- Cboeグループ（Cboe Global Markets, Inc.）
  - Cboe BZX, Cboe BYX, Cboe EDGA, Cboe EDGXのほか複数のオプション・先物取引所を運営

(1-2) 独立系・新興の国法証券取引所

- IEX（Investors Exchange）
- MEMX（Members Exchange）
- MIAX PEARL Equities（MIAXグループ）
- LTSE（Long-Term Stock Exchange）
- TXSE（Texas Stock Exchange）
- 24X National Exchange

(2-1) ATS（Alternative Trading Systems）

- Regulation ATSに基づき、ブローカー・ディーラーの規制枠組みの下で複数の売買注文をシステム的にマッチングさせる私設の取引プラットフォーム
- UBS ATS（旧Crossfinder）, Intelligent Cross, Sigma X2, Level ATS, Instinct X, One Chronosなど

(2-2) ダークプール

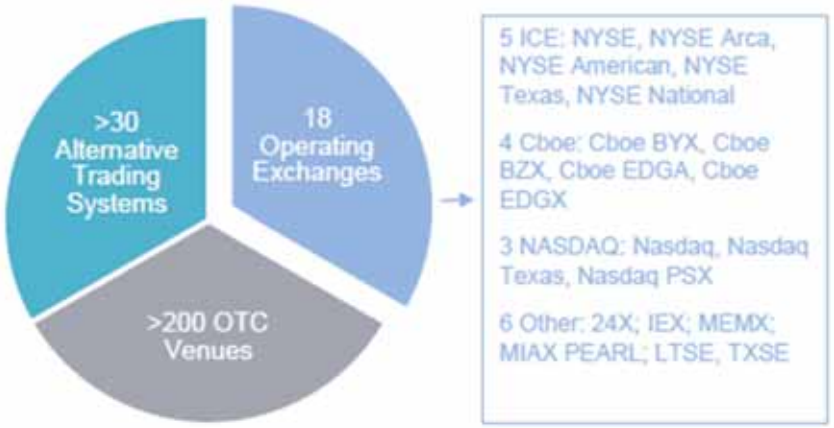
- 証券会社が顧客（投資家）から受託した注文を取引所に回送せずに、自己勘定の注文もしくは顧客注文同士で、対当させ約定させる仕組み
- Morgan Stanley (MS Trajectory Cross / MS Closing Cross), JP Morgan (JPM-X)など

(3) ホールセラー

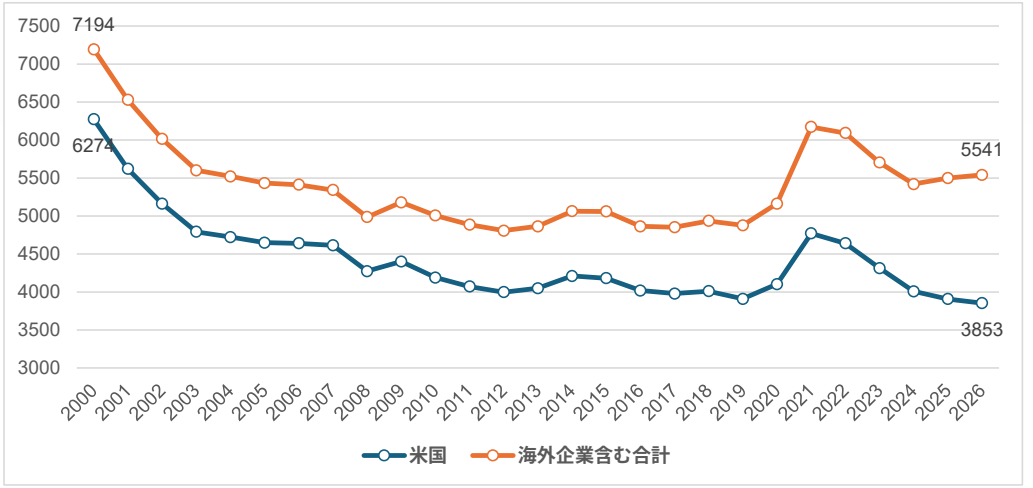
- マーケット・メーカー（Market Maker / Principal Trading Firm）のうち、特にリテール証券会社（Robinhood、Charles Schwab、E*TRADE等）から委託された個人投資家の売買注文を引き受け、自らの勘定で直接買い取り・約定処理する専門業者
- Citadel Securities, Virtu Financial, Two Sigma Securities. Jane Streetなど

(参考データ) 米国株式市場の構造変化

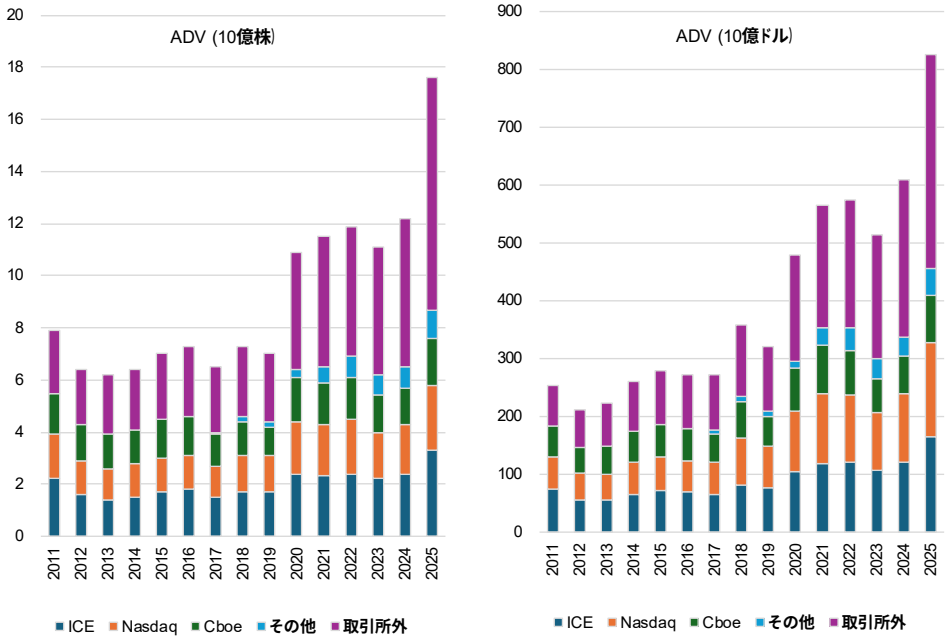
市場構造・概観



米国上場企業数の推移 (社)



米国株平均日次取引量 (ADV) の推移



取引施設別米国株平均日次取引量シェア (%) の推移

平均日次取引量 (株数) シェア

	ICE	Nasdaq	Cboe	その他	取引所外
2011	28.2%	21.8%	20.5%	n/a	30.8%
2012	25.0%	20.3%	21.9%	n/a	32.8%
2013	22.6%	19.4%	21.0%	n/a	37.1%
2014	23.4%	20.3%	20.3%	n/a	35.9%
2015	24.6%	18.8%	21.7%	n/a	36.2%
2016	24.7%	17.8%	20.5%	n/a	37.0%
2017	23.1%	18.5%	18.5%	1.5%	38.5%
2018	23.3%	19.2%	17.8%	2.7%	37.0%
2019	24.3%	20.0%	15.7%	2.9%	37.1%
2020	22.0%	18.3%	15.6%	2.8%	41.3%
2021	20.2%	17.5%	14.0%	5.3%	43.9%
2022	20.2%	17.6%	13.4%	6.7%	42.0%
2023	20.0%	16.4%	12.7%	7.3%	44.5%
2024	19.7%	15.6%	11.5%	6.6%	46.7%
2025	18.8%	14.2%	10.2%	6.3%	50.6%
26Q3	19.2%	14.6%	8.9%	6.9%	50.4%

平均日次取引量 (金額ベース) シェア

	ICE	Nasdaq	Cboe	その他	取引所外
2011	29.2%	22.6%	20.8%	n/a	27.5%
2012	26.2%	22.2%	21.2%	n/a	30.5%
2013	25.0%	20.3%	21.2%	n/a	33.5%
2014	24.6%	21.9%	20.2%	n/a	33.3%
2015	25.6%	21.0%	20.4%	n/a	33.1%
2016	25.9%	19.5%	19.9%	n/a	34.0%
2017	23.8%	20.6%	18.1%	2.4%	35.1%
2018	22.8%	22.6%	17.9%	2.4%	34.2%
2019	23.6%	22.3%	16.2%	2.9%	35.0%
2020	21.7%	21.8%	15.6%	2.7%	38.2%
2021	21.2%	21.2%	14.8%	5.3%	37.5%
2022	20.9%	20.4%	13.2%	6.9%	38.5%
2023	20.6%	19.4%	11.7%	6.5%	41.8%
2024	19.9%	19.6%	10.5%	5.5%	44.4%
2025	20.1%	19.8%	9.8%	5.7%	44.7%

(出所) SIFMA資料 (Cboe Global Marketsデータ) より野村資本市場研究所作成

米国株式市場の構造変化をめぐる動き

①レギュレーションNMS改正と市場間競争の新局面

- **UTP（非上場取引特権）やアセットオーナー・機関投資家が求める最良執行義務と相まって、市場間競争と流動性の分断に多大な影響を与えてきたレギュレーションNMSが改正されようとしている**

レギュレーションNMS（2005年採択、07年施行）を構成するルール

- Rule 611（オーダー・プロテクション・ルール）：他市場の「最良気配値（NBBO）」を無視した約定の禁止（トレード・スルーの禁止）
- Rule 610（アクセス・ルール）：最良気配値への公正なアクセス担保とアクセス手数料上限
- Rule 612（サブペニー・ルール）：1株1ドル以上の銘柄における1セント未満（サブペニー）呼値の禁止
- Rules 600, 601, 603（マーケット・データ・ルール）：　統合市場データ（SIP: Securities Information Processorもしくは統合テープ）のフレームワークとデータ収益分配・管理規定

レギュレーションNMS改正の背景

- 個人投資家も市場データや執行の質に関する情報にアクセス可能となり、保護の必要性が低下
- Rule 611は「保護される気配」さえ表示すれば注文を獲得できるため、取引所の乱立を招いた
- 取引市場の分散による諸コストの増大
- 完全電子化され、ほとんどの気配が迅速・自動的に修正される現在の市場においてはロックド・マーケット、クロスド・マーケットは大きな問題とならない

レギュレーションNMS 改正案（2026年6月11日）のポイント

- Rule 611（オーダー・プロテクション・ルール）の撤廃
  - 証券会社に対し、表示された「保護される気配（Protected Quote）」を回避して劣後価格で約定させることを禁じていたメカニズムを撤廃
  - 証券会社は全取引所へのデータ接続義務から解放されコスト削減が期待される一方、最良執行責任の増大などの影響が予想される
- Rule 610(e)（ロック・クロス気配の禁止）の撤廃
  - 複数取引所間で買値と売値が同価格になる（ロックド・マーケット）、買値が売値より高くなる（クロスド・マーケット）状態の禁止規定を撤廃
  - ロック状態を回避するためだけに作られた複雑な注文タイプ（Price-to-Display等）が不要となる

今後の注目点

- 新たな構造転換：「ルールによる細かな保護」から「市場原理と最良執行義務への回帰」へ移行するか
- 取引所業界の再編: シェアの低い取引所の淘汰または統合が進むか
- 最良執行基準の再定義: FINRAやSECによるブローカーへの監査・指導基準がどのように厳格化されるか
- 新しいテクノロジーとの親和性：Rule 611の制限が外れることで、分散型取引環境（DeFi, AMM（自動マーケット・メーカー））やトークン化株式など革新的なインターフェースが構築しやすくなるか

米国株式市場の構造変化をめぐる動き

②決済改革、③取引時間延長（23時間取引）

- 「時間」をめぐる市場間競争：リテール投資家・グローバル取引の取り込み。決済サイクル短縮は海外投資家に影響

決済のT+1化

- 決済サイクルの短縮化
  - 2017年: T+3 から T+2 へ短縮
  - 2024年5月: T+2 から T+1 へ短縮（対象：株式、ETF、社債、地方債、一部のミューチュアルファンド等）
  - 2021年の「ミーム株」をめぐる取引爆発と価格乱高下も背景になった（清算機関NSCCの要求証拠金急騰で一種のシステミック・リスクが発生）
- 市場参加者のオペレーションモデルに大きな影響
  - 自動化・STP化の必要性
  - 米国外の機関投資家に「タイムゾーンの壁」
- 今後の注目点
  - 市場の集約化圧力
  - T+0（即時決済）への関心が高まる（さらなる資本効率性追求）

取引時間の延長＝23/5取引へ

- NYSE Arca、Nasdaq、Cboe EDGX、24Xが23時間取引へ
  - 2026年12月6日（日）9:00pmから新取引時間へ移行
  - インフラ・自主規制機関（SIP、FINRA、DTCC）の対応も進展

（※取引セッション名称と時間：NYSE Arcaの場合）

Overnight (2026.12.6から追加)	9:00PM – 4:00AM
Early	4:00AM – 9:30AM
Core	9:30AM – 4:00PM
Late	4:00PM – 8:00PM
（メンテナンスのため休止）	8:00PM – 9:00PM

- 取引時間延長の背景
  - リテール投資家のプレゼンス拡大（米国内、海外）
  - 他の資産市場との競争・クロスアセット取引需要
- 課題と今後の注目点
  - 市場間競争の新たな局面
  - 流動性の分散、不測の価格急変動などの可能性（投資家保護）
  - トークン化との関連性など

米国株式市場の構造変化をめぐる動き

④株式トークン化と取引所

- **国外におけるサードパーティ主導型株式トークンの広がりなどを受け、米国ではSECやDTCC（DTC）が伝統的証券とトークン化証券の取引・決済システムを接続・連携する動きが発生している**

RWAのトークン化と株式

- RWA（Real World Assets, 現実資産）のトークン化：発行体主導型とサードパーティ主導型
  - 欧州で米国上場株式・ETFの価格を参照するサードパーティ主導型プロダクト組成が活発化
- SECの動き（2025年後半以降）
  - トークン化証券の分類・定義の明確化
  - トークン化証券と伝統的証券の取引・決済システムを接続・連携を促す試み
- DTC（Depository Trust Company）による「証券トークン化パイロットプログラム」
  - デジタルツイン方式を活用した米国上場株式・ETFのトークン化
  - オンチェーン化されたトークンは、DTCに保管されている現物有価証券と1対1でひも付け（トークンは登録ウォレット間で移転可能）
  - 「DTCCトークン化サービス」の初期基盤として2025年12月にSECが承認
  - 2026年10月28日に正式稼働（3年間実施の予定）。開始時点でトークン化に対応する証券は34銘柄

伝統的取引所の戦略

- Nasdaq
  - 株式トークン・デザイン： プログラマブルな投資家エンゲージメント」などの実現を目指す（2027年上半期に開始を期待）
  - xStocksを運営する暗号資産取引所Kraken（Payward）との提携
- NYSE/ICE
  - セキュリタイズとの提携
  - 暗号資産取引所OKXと合弁会社OKXICE LLCを設立
  - SEC「イノベーション免除制度」の下でネイティブトークン専用の新プラットフォームOKXICE TSV (Tokenized Securities Venue)の立ち上げを進める → 発行体企業から異議申し立てが相次ぐ

今後の注目点

- ポストトレード領域・担保管理への影響
- 議決権などの権利の取扱が複雑な株式のトークン化（オンチェーン化）がどのように進展するか
- 発行体が自社株式のトークン化を推進するのか
- 今後の24時間取引論議や市場間競争に影響を与える可能性

欧州株式市場の構造（オーバービュー）

- **欧州株式市場は2007年のMiFID施行以降、流動性が分散した市場構造へ一気に変化した**
- **MTFは現在ではLit, Dark, Periodic Auctionなどの複数のブックを提供する複合型の私設取引所グループとして機能**

(1) Lit Books

- 売買気配がPre-tradeで全市場参加者へリアルタイム公開される伝統的な連続オークション（CLOB: Central Limit Order Book）取引
- 価格発見機能の中核を担い、ここで形成される最良気配値がSIsの価格決定基準（ミッドポイント等）となる
- プレイヤー： 主要取引所（ユーロネクスト、LSE, ドイツ取引所、SIX スイス証券取引所など）、MTF（Cboe Europe, Aquis Exchangeなど）

(2) Dark Books

- 約定成立まで注文情報非公開（プレトレード透明性適用除外）。インパクトを避けてブロック取引を執行する目的で活用される。MiFID IIでDouble Volume Capが導入されたが Large In Scale（大口）ウェーバー等を活用して広く利用されている
- プレイヤー： Cboe BIDS Europe, UBS MTF, Liquidnet, LSEG Turquise Plato, Euronext Block

(3) Systematic Internalisers (SIs)

- 証券会社・投資銀行が顧客注文の相手方となって直に自己対向売買を行う取引メカニズム。MiFID II 以降、取引施設を介さないチャネルとして拡大
- プレイヤー： マーケット・メーカー、投資銀行自己勘定

(4) Periodic Auctions

- 取引時間中に、数ミリ秒～数秒間の極めて短時間の無作為なタイミングでバッチオークションを頻繁に開催し、価格を板寄せさせる取引メカニズム
- プレイヤー： Cboe Periodic Auctionsなど

(5) Closing Auctions

- 取引日の最後に実施される一括オークション（当該日のOfficial Closing Priceを算出・確定）。ETF やインデックスファンドの急増に伴い、ベンチマーク価格での確実な約定を求める資金が集中する場となっている
- プレイヤー： 各国主要取引所

(6) Bilateral Channels/ OTC

- 取引所やMTFなどを介さず、証券会社と顧客あるいは機関投資家同士が相対で交渉・執行する取引形式。ポートフォリオ・トレーディング、デリバティブ関連のヘッジ取引、高度にカスタマイズされた複雑な注文の執行に利用される
- プレイヤー： 投資銀行、証券会社

(参考データ) 欧州株式市場の構造変化

欧州株式取引高シェア (取引メカニズム別) ：xytデータによる

Adjusted for transactions not contributing to price formation
調整後 (価格形成に貢献しなかった取引を除外)

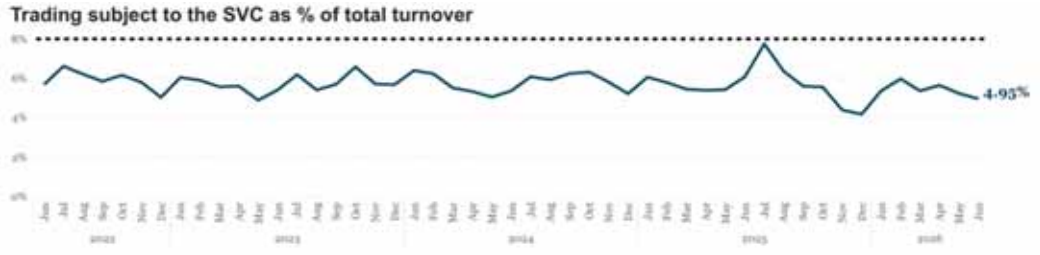
		2021	2022	2023	2024	2025	26Q2
On-Venue	Lit order book	37%	35%	33%	27%	27%	26%
取引所	Auction	14%	15%	18%	18%	24%	22%
	Subject to the Volume Cap	5%	4%	5%	5%	5%	5%
	Off-Book (On-Exchange)	15%	16%	18%	22%	7%	7%
	小計	71%	70%	73%	72%	62%	61%
Off-Venue	SI	12%	15%	16%	13%	18%	19%
取引所外	OTC	17%	15%	10%	15%	20%	20%
	小計	29%	30%	27%	28%	38%	39%

Unadjusted
調整前

		2021	2022	2023	2024	2025	26Q2
On-Venue	Lit order book	27%	25%	22%	24%	19%	18%
取引所	Auction	11%	11%	12%	16%	17%	16%
	Subject to the Volume Cap	4%	3%	4%	4%	4%	4%
	Off-Book (On-Exchange)	11%	12%	12%	20%	21%	23%
	小計	53%	51%	50%	63%	61%	60%
Off-Venue	SI	13%	14%	14%	15%	15%	15%
取引所外	OTC	34%	35%	36%	22%	24%	25%
	小計	47%	49%	50%	37%	39%	40%

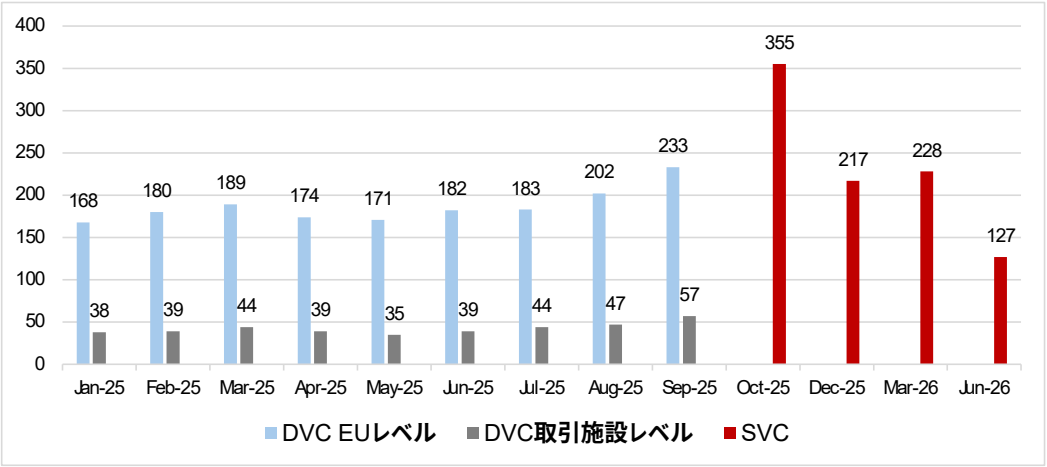
*2023年データは第3四半期のもの
(出所) AFME資料より野村資本市場研究所作成

Single Volume Capの対象となる取引 (全取引に占める%)



(出所) AFME (xytデータ)

DVCもしくはSVCによって取引が停止された銘柄の数



(出所) AFME資料 (ESMAデータ) より野村資本市場研究所作成

欧州株式市場の構造変化をめぐる動き

①欧州の市場間競争・分断の現状

- MiFID（金融商品市場指令、2007年施行）以降の市場間競争激化
  - 低コスト化や執行チャネルの選択肢の多様化： MTF（多角的取引施設、米国のATSに相当）制度が創設され、伝統的取引所（規制市場）のシェアを獲得。Cboe Europe（旧Chi-X Europe）やAcquisなどが成長する契機となった
  - クロスボーダー分断は軽微： 欧州全体での国境を越えた取引の分断は全体の2%未満
  - 取引所外取引への分散は顕著： 出来高の約70%が、取引所（Lit Book）以外のチャネル（MTF、ダーク・ブック、システマティック・インターナライザー、OTC等）に分散
- 流動性分散の副作用
  - 価格発見機能の希薄化: 注文が多数の板や私設プールに細分化され、事前透明性のある「見えている流動性（Visible Liquidity）」が薄くなる
  - 上場・資金調達環境の魅力低下: 流動性が分断され見えにくくなった結果、資金調達の場所としての魅力が米国等に比べ見劣り → 上場企業の減少や米国市場への流動性・上場流出（Capital Drain）が課題に

②「統合・可視化」を促す規制改革

- シングル・ボリューム・キャップ（SVC）メカニズムへの移行
  - MiFID以降、ダーク・プールなど取引所外取引への注文集中
  - MiFID II（2018年施行）においてダーク取引の上限としてダブル・ボリューム・キャップ（DVC）を導入 → 実際にはDVC非対象のチャネル（システマティック・インターナライザーなど）のオーダーフローが増加するなど想定外の効果
  - MiFIR ReviewでSVC導入（2025年10月移行）：EU全体の12ヶ月間の総取引量の7%に制限
- 欧州統合テープ（EuroCTP）の本格稼働（2026年9月）
  - MiFIR Review（2024年）で株式・ETF、債券、デリバティブの 3 アセットクラスに対する CTP 導入を正式決定
  - 市場全体の流動性を可視化、最良執行の精度改善、データコスト削減など → 非透明取引への依存が抑制されるとの期待
- 資本市場同盟（CMU）、貯蓄・投資同盟（SIU）の推進
  - MiFIR Review： 取引前・取引後の情報開示などの規制を簡素化。PFOFの原則禁止
  - EMIR（欧州市場インフラ規則） 3.0：Brexit以降LCH等に集中していた清算ビジネスを域内に取り戻す狙い。清算プロセス簡素化も
  - Listing Act（上場法）： 上場規則の調和・簡素化など
  - 市場統合・監督パッケージ（MISP）： 2025年12月公表、2026年10月にECOFINで合意。ESMAの監督権限拡大を図る一方、PEMO（汎欧州市場運営者）のライセンス導入などを検討

欧州株式市場の構造変化をめぐる動き（続）

③ポストトレード改革・T+1決済への移行

- 2027年10月のT+1決済移行に向けた準備が加速
  - ポストトレードの非効率性に焦点
  - EU加盟国ごとの税制・会社法、分散したCSD（中央証券保管機関）の存在
  - 決済のフェイルや莫大なコスト、かつ資本市場同盟（CMU）の推進におけるボトルネック
  - 清算の域内回帰を狙うEMIR 3.0などの規制改革
- 市場間競争への影響
  - ユーロネクスト：ミラノ証券取引所買収に伴いCC&G（現Euronext Clearing）を手に入れる
  - ドイツ取引所：Eurex ClearingとClearstreamをすでに保有。T+1移行、デジタル対応を進め、他国の非効率なローカルCSDからシェアを奪う狙いとされる
  - 自社で清算機関やCSDを持たないMTF（Cboe Europeなど）はEuroCCPやLCH等と連携

④上場企業の米国流出とListing Act

- IPOの流出
  - Arm（英国の半導体設計大手）、Spotify（スウェーデン発の音楽配信大手）、BioNTech（ドイツのバイオ企業）、Arrival（英国のEVメーカー）など
- 既上場大型企業の上場変更
  - CRH（アイルランド・建材世界大手）、Linde（独産業ガス大手）、Ferguson（英配管資材大手）など
- Listing Act：EUが推進する包括的な規制改革パッケージ
  - 創業者・経営権の保護：複数議決権株式の解禁・標準化
  - 上場コスト・手続きの大幅削減：目論見書の記載要件緩和、追加発行・既存上場企業の開示負担の軽減
  - 市場の流動性・可視性の向上：MAR（市場濫用規制）の合理化によるインサイダー開示の明確化、スポンサード・リサーチの費用ルールの柔軟化など
- 今後の課題
  - 需要サイドの改革の必要性：欧州域内の家計資産や年金基金の投資を呼び込めるか
  - 税制や倒産法制などの統合も必要か

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的か機械的かまたはその他いかなる方法であるかを問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

NOMURA

金融資本市場の力で、世界と共に挑戦し、
豊かな社会を実現する

We aspire to create a better world by
harnessing the power of financial markets