



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 **セーラ・ビーム**

—連載（第22回）—

SECの取引料パイロット・プログラムの概要

■ 1. はじめに

SECは、NYSE Group、Nasdaq及びCboe Global Marketsといった主要取引所グループから強い反対があったにもかかわらず、2018年終盤に、NMS株式^(注1)に対する取引料パイロット・プログラム（以下「パイロット」）を承認した。当該パイロットは、取引所の現行の取引料とリベートモデルが、注文回送行為、執行クオリティ及び全般的な市場クオリティに対して与える影響をSECが分析するに際して手助けとなるデータを生み出すように設計されている。パイロットのデータは、現行の取引所の売買高に応じたフィー体系とリベート構造が、法律が求めているゴールを効果的に目指すべく運用されているか、そしてこの分野で何らかの規制アクションの可能性やニーズがあるかどうかを実証的に評価するために用いられる予定である。

もともとは2016年7月に、株式市場構造諮

問委員会^(注2)からSECに対して取引料パイロット・プログラムが提案されたが、SECは2018年3月に、SEC自身のバージョンのパイロットを提案した。その後、このSECバージョンのパイロットはパブリックコメントに付され、コメントのレビューを経た2018年12月19日に正式に採択された。SECはNMS株式に対してパイロットを実施するために、この提案をレギュレーションNMSの新ルール610Tとして採択した。当レポートでは、このSECによるパイロットの基本情報、金融業界の反応、取引所によるSECの訴訟などについて紹介する。

■ 2. パイロットの基本情報

当該パイロットは、すべての証券取引所に適用される一方で、ATS^(注3)のような取引所外の執行市場には適用されることはない。当該パイロットでは、ETPを含む特定のNMS株式に関して2つのグループを作り、



(表1) パイロットの概要

期間	<ul style="list-style-type: none"> ・パイロット前6か月間(注5) ・パイロット期間:2年間(注6) ・パイロット後6か月間
該当する執行市場	<ul style="list-style-type: none"> ・株式取引所(メイカー・テイカー制、テイカー・メイカー制いずれも対象)。 ・ATSやその他取引所外の執行市場は対象に含まれない。
対象有価証券	<ul style="list-style-type: none"> ・ETPを含むNMS株式のうち、一日平均売買高が30,000株以上の銘柄、株価が2ドル以上でパイロット期間中に終値が1ドル未満にならない銘柄、かつ、有価証券の期限が無期限又はパイロット期間を超えて期限が設定されている銘柄。
収集データ	<ul style="list-style-type: none"> ・主たる上場市場が公表するパイロット銘柄のリスト ・取引所が公表する取引料のサマリー ・注文回送のデータセット

(表2) パイロットのテストグループ

テストグループ	有価証券の数	取引料の上限	リベートの有無
テストグループ1	・730	・表示気配を奪う/表示気配を提供する注文に対して、1株あたり0.0010ドル	・あり(上限なし)
テストグループ2	<ul style="list-style-type: none"> ・730 ・これに加えて、重複上場しているカナダ銘柄も対象。 	・現状のルール610(c)(表示気配を奪う注文に対する取引料の上限は1株あたり0.0030ドル)を適用。	<ul style="list-style-type: none"> ・なし ・表示・非表示に関わらず、気配を奪う又は気配を提供する注文に対するリベート及び関連する料金体系は禁止。 ・ただし、特定のマーケットメイカーの行為に関しては適用除外。
コントロールグループ	・パイロット対象有価証券のうち、テストグループ1又はテストグループ2のいずれにも属さない銘柄。	・現状のルール610(c)(表示気配を奪う注文に対する取引料の上限は1株あたり0.0030ドル)を適用。	・あり(上限なし)

それらのグループ銘柄に対して、会員である証券会社に取引所が課金する取引料や提供するリベートについて新たな制限を設けることになる。テストグループの1つは、取引所に対してリベートやそれに関連した料金体系(ディスカウントなど)を禁止する予定であり、もう1つのテストグループは、リベートは許容するものの、課金する取引料の上限を

1株あたり0.0010ドルとする予定である(注4)。パイロットの基準適合銘柄であるものの、これら2つのテストグループに含まれない銘柄は、従来どおりの制度で売買される「コントロールグループ」として取り扱われる。

現状、レギュレーションNMSのルール610(c)では、「1株あたりの取引料は最大0.0030ドル」と規定されている。リベートに



関しては公式な上限値は設けられていないが、この最大の取引料0.0030ドルが、1株あたりのリベート最大0.0030ドルというデファクト・スタンダードを作っている根拠である。

当該パイロットによって、証券取引所は、取引料とリベートに関するデータを、標準化されたXMLフォーマットにて月次で準備し、それを自身のウェブサイトに掲載することが求められる。さらに、主たる上場市場に相当する証券取引所は、上場するパイロット対象銘柄とその変更に関する情報を自身のウェブサイトに掲載することも求められる。加えて、パイロットは、証券取引所に対して、注文回送の集積データを準備し、月次でSECに提出することも求めている。パイロット期間開始の約1か月前に、SECはパイロット対象有価証券と該当するテストグループに関して公表する予定である。詳細は、表1及び表2のとおり。

■ 3. 証券取引所及び金融業界の反応

(1) 証券取引所の反応

合計で12の証券取引所を運営するNYSE Group、Nasdaq及びCboe Global Marketの3グループは、これまで継続してSECのパイロットに反対を表明しており、とりわけ証券市場、証券取引所の競争力及び顧客に対する潜在的な有害性、並びにパイロット導入のコストをその主な反対理由として指摘してい

る。また、これら3グループは、現実的にはこのようなパイロットのニーズは存在しないこと、そして、パイロットは有意性の高い情報を提供するものではないことも触れている。一方、この3グループに属さない独立の証券取引所であるIEXは、リベートを提供しない料金体系を導入していることから、これまで継続的にパイロットをサポートする立場をとっている。

(2) 金融業界の反応

全体として、アセットマネージャー、年金及びその他の投資家等は、程度は異なるにせよその実施以降論争の種となっているリベート制度から何らかのデータを取る必要はあるとしたうえで、パイロットを支持する傾向にある。一方、証券会社はパイロットに対して賛否両論の反応を示しており、一般的には現行の取引料やリベート制度をレビューすることに関してサポートしつつも、とりわけコストの観点を指摘したうえでパイロットのデザインに関して懸念を表明している。また、いくつかの証券会社は、パイロットを行わずしても、現状のシステムの問題点を直す方法があるとも指摘している。

■ 4. 訴訟、SECによる保留、そしてパイロット前のデータ収集の開始

(1) 取引所による訴訟

2019年2月14日及び15日、NYSE、Nasdaq



及びCboeは、それぞれワシントンDC合衆国控訴裁判所に対してSECへの訴訟を行い、パイロットの実施を中止するためのレビューを求めた。NYSEは、その訴訟において、当該パイロットは恣意的かつ気まぐれであり、競争を促進することではなく、当局の権限を越えるものであると述べたうえで、1934年証券取引法及び行政手続法の両方に反して規定されていると主張した。Nasdaq及びCboeの訴訟も、概ね同様の主張となっている。

なお、取引所によるSECへの訴訟をサポートすることを目的として、Citadel Securities、GTS Securities及びIMC BVの米国部門が、裁判所への共同書簡においてSECのパイロットは投資家を害する構想の悪いプログラムであると述べた。一方で、数十兆円規模の資産を運用する会員を擁する投資会社協会^(注7)及び機関投資家協議会^(注8)は、SECのパイロット・プログラムを支持する共同レターを提出した。IEXと金融市場の非営利の提唱団体Better Marketsも、同様にそれぞれSECのパイロット・プログラムを支持するレターを提出している。

(2) SECによる保留

取引所は、その訴訟に関して裁判所によるレビューが行われている間は、パイロットの保留を求めている。2019年3月28日、SECは、パイロットに関する取引所の主張のメリットに関して言及することなく、ルール610Tとパイロットに関して、法的レビューを条件に

部分的保留を公表した。具体的には、SECは、取引所がパイロット前の期間にパイロット前データをSECに提供する要件、又は必要に応じてそれを一般公表する要件を保留し、さらにパイロットの期間とパイロット後の期間に関してはすべて保留とした。しかしながら、SECは、取引所の訴訟がペンディングとなっている間は、取引所はデータをSECに送付する必要はなく、また、一般に公表する必要もないものの、パイロット前の期間においてパイロット前データを収集することは求められると述べている。SECはまた、当該保留期間の間は、必須要件ではないものの、クオリティコントロールを目的として、取引所は自主的にパイロット前データをSECスタッフに対して送ることができることも述べている。

(3) パイロット前のデータ収集の開始

2019年5月21日、SECは、2019年7月1日をパイロット前期間の開始日、2019年12月31日をパイロット前期間の最終日と指定する通知を発行した。SECは、3月の保留に基づき、取引所はSECに対してデータを送付することやそれを一般に公表することは求められないことを、繰り返し言及している。

5. おわりに

IEXを除く取引所からは強い反対が表明されたものの、上述のとおり、既にパイロット前期間におけるパイロット前データの収集は

開始、SECはパイロットを実施するという意図をはっきりと示している。SECに対する取引所による訴訟に係る口頭弁論は、1つのケースとして統合されたうえで、2019年10月11日に開始される予定である。両陣営はいずれも自身のポジションを貫く意思を示していることから、当該パイロットがSECの思惑どおり進展するののかについては、今後の法的手続きを注視する必要がある。

〔出典〕

- ・ <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-298>
- ・ <https://www.sec.gov/rules/final/2018/34-84875.pdf>
- ・ <https://www.sec.gov/rules/other/2019/34-85906.pdf>
- ・ <https://www.sec.gov/comments/s7-05-18/s70518.htm>
- ・ <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-43>
- ・ <https://www.sec.gov/rules/proposed/2018/34-82873.pdf>
- ・ <https://www.sec.gov/rules/other/2019/34-85447.pdf>
- ・ <https://www.wsj.com/articles/high-speed-traders-back-exchanges-in-fight-with-sec-over-rebates-plan-11560522862>
- ・ <https://www.cadc.uscourts.gov/internet/home.nsf>

(注1) NMS : National Market System (全米市場システム)

(注2) Equity Market Structure Advisory Committee。証券業界の市場参加者を主なメンバーとして2015年1月に設立された拘束力の無い委員会であって、SECに対して市場構造問題についてアドバイスを行った。委員会は、2018年1月に解散済み。

(注3) ATS : Alternative Trading Systems (代替トレーディングシステム)

(注4) 2018年3月、SECは、①リベートあり・取引料上限1株0.0015ドルのテストグループ、②リベートあり・取引料上限1株0.0005ドルのテストグループ、③リベート禁止のテストグループ、④現状維持のコントロールグループという案を提案したが、パブリックコメントでの意見や議論を検討した結果、SECは後述のとおりグループ構成を修正している。

(注5) パイロット期間の前後6か月間は、ベンチマークとなるデータの収集期間。

(注6) ただし、1年目の最終日から起算して30日よりも前までにSECが当該パイロットをもう1年継続する旨を公表しない場合は、自動的に1年目で終了する。

(注7) Investment Company Institute

(注8) Council of Institutional Investors

