From the Corner of Wall Street

―連載（第43回）―

東京証券取引所
ニューヨーク駐在員事務所　**佐藤　潤宜**

SECによる米国市場構造に関する規則案の公開

1．はじめに

2021年1月に発生したGameStop騒動（注1）を発端とし、米国証券取引委員会（以下「SEC」）は、とりわけ米国株式市場における個人投資家の最良施行に関連する規則を包括的に見直すことを企図した。2022年6月には、米投資銀行パイパー・サンドラーが主催した業界イベントのスピーチにて、ギャリー・ゲンスラーSEC委員長から当該改正案の方向性が示され、業界関係者は規則改正案の公表を待ち望んでいた。米国市場構造に関する包括的な規則の改正は、2005年のレギュレーションNMSの採択以来の大きな改正となる。

SECは、2022年12月14日、市場構造に関連する4つの規則改正案（①注文執行品質の開示の改正（ルール605の改正）、②ティックサイズの見直し、アクセス料上限の引下げ及びオッド・ロット注文の公表、③小口注文の注文毎の競争（オークションの導入）、④ブローカー・ディーラーにおける最良執行ルールの導入）をそれぞれ別々に公表した。①及び②はSEC委員の全員が賛成、③及び④は、民主党委員3名が賛成：共和党委員2名が反対にて採決され、公表に至った。本稿では、SECにより提案されたこれら4つの規則改正案を概説する。

2．規則案の概要

⑴　注文執行品質の開示の改正（ルール605（注2）の改正）

ルール605は、一般投資家が、異なる取引ベニュー間の注文執行の質を比較・評価できるようにするために2000年に導入されたルールである。テクノロジーの進化により取引スピードが劇的に変化する中、注文執行品質の透明性を高め、取引ベニュー、ブローカー・ディーラー間の競争を促進することが企図されている。具体的な変更の概要は以下のとおりである。

- **情報開示対象者の拡大**：顧客口座数の多いブローカー・ディーラー、シングル・ディーラー・プラットフォーム（注３）、及び別途提案されている注文毎の競争に関する提案にて定められるオークションの当事者に対して、月次での注文執行品質の報告書の公開を義務付ける。
- **開示対象注文の拡大**：現在は、NBBOが配信されている取引時間帯に受信した注文及び取引時間帯に執行される注文が対象となっているが、改正案では、取引時間外に出された注文で、取引時間開始後に執行可能となる注文や、逆指値注文の一部等が対象となる。
- **注文サイズ区分の追加**：ラウンド・ロット（注４）を基準とし、端株注文、オッド・ロット注文、大口注文に関する注文サイズの区分を追加するなど、報告義務のあるデータ分類を変更する。
- **執行時間の詳細の開示**：執行までの時間に関する区分を廃止し、執行までの平均時間、中央値、99パーセンタイル値を、それぞれミリ秒単位以上の精度でより細かく計測できるようにする。
- **価格改善をわかりやすく表示**：実現スプレッド統計は、15秒後と１分後に算出することが義務付けられる。すべての注文タイプについて価格改善とサイズ改善を評価できる執行品質の平均有効スプレッド（注文がどの程度の価格改善を受けたかを示すパーセンテージベースの指標）等の新しい統計的指標を導入する。
- **アクセス性の確保**：規則の対象となるすべての主体が、SECのウェブサイトで公表されているXML及びPDF形式の最新版フォーマットにて公表することが求められる。

(2)　ティックサイズの見直し、アクセス料上限の引下げ、オッド・ロット注文の公表

レギュレーションNMSルール612（いわゆる“サブペニールール”）に基づき、現状、原則一律１セントに設定されているティックサイズを改正し、取引ベニューに関係なく、NMS銘柄の気配及び約定の両方に適用されるティックサイズを設定する。また、ティックサイズの縮小により、レギュレーションNMSルール610（いわゆる“アクセスルール”）に基づく、アクセス料上限の引下げを行い、証券取引所に対し、すべての手数料とリベートの金額を執行時に確定できるようにすることを義務付ける。さらに、米国統合マーケット・データ改革の一つであるマーケット・データ・インフラストラクチャールール（MDIルール）の下で2020年に採用されたオッド・ロットの定義の変更の適用を加速し、これまでラウンド・ロットのみが配信されていた統合マーケット・データの配信対象にオッド・ロットを追加する。改正の概要はそれぞれ以下のとおりである。

（図表１）新たなティックサイズの水準

ティックサイズ	評価期間中のNMS銘柄の時間加重平均気配スプレッド
0.001ドル	0.008ドル以下
0.002ドル	0.008ドル超、0.016ドル以下
0.005ドル	0.016ドル超、0.04ドル以下
0.01ドル	0.04ドル超

（出所）SEC資料（注５）から筆者作成

（図表２）アクセス料上限（株価が１ドル以上の場合）

ティックサイズ	１株当たりアクセス料の上限
0.001ドル	0.0005ドル
0.001ドル超	0.001ドル

（出所）SEC資料（注７）から筆者作成

ティックサイズの見直し

銘柄毎に一定期間の気配スプレッドの平均水準に応じて、銘柄毎にティックサイズを設定し、四半期毎に継続的に見直す（基点は銘柄・価格帯に関わらず原則一律１セントとする）。

アクセス料の見直し（注６）

NMSルール610の改正案にて、アクセス料の上限を引き下げる（現状は１株当たり0.003ドル）。あらゆる市場で表示される最良気配価格に対する手数料の水準を制限するものである。以下は、株価水準が１ドル以上の場合のアクセス料について示す。

最良価格へのアクセスの向上（オッド・ロット情報の配信）

レギュレーションNMSルール603（b）の改正案により、既存の統合マーケット・データ配信業者（SIP）にオッド・ロット情報の収集、集約、配信を義務付け、証券取引所及びFINRAにオッド・ロット情報の生成に必要なデータをSIPに提供するよう求める。

⑶　小口注文に係る注文毎の競争（オークションの導入）

現在、個人投資家の即時約定可能な注文の90％以上が、リテール・ホールセラーと呼ばれる少数の取引所外販売業者（マーケットメーカー）に取り次がれている。機関投資家を含む他の市場参加者が、これらの注文に対してより有利な価格を提供するための機会が提供されていない。当該競争力の欠如の量は、リテール・ホールセラーの取引１ドルあたり1.08ベーシスポイントと推定され、年間15億ドルに上ると推定されている。

そこで、個人投資家の特定の注文の執行の

ための競争を強化するため、公正かつオープンなオークションにかけることを義務付ける。本規則案は国法証券取引所及びATS以外の取引ベニューにも適用される。

適用される注文：

- 自然人、または自然人やその家族のために法的な形で保有されている口座からの注文
- 過去6ヶ月において、NMS銘柄の1日当たりの平均約定件数が40件未満の注文

適用除外注文：

- オークションが運営されていない時に受注・執行した注文
- 20万ドル以上の注文
- 注文受付時の全米最良気配（NBBO）の中値と同等もしくはそれよりも有利な価格で執行された注文
- 顧客が選択した指値注文が、注文受付時のNBBOの中値と同値またはそれよりも有利な価格で執行された注文

(4) ブローカー・ディーラーにおける最良執行ルールの導入

最良執行ルールとは、ブローカー・ディーラーが、最も有利な条件で顧客の取引を執行することを求めるものである。最良執行規則は、1968年にFINRAの前身である全米証券業協会（National Association of Securities Dealers）によって初めて制定されたが、SECが制定する規則としては今回が初めてとなる。今回提案された規則では、最良執行基準を設け、株式に限らない有価証券の販売に際し、ブローカー・ディーラー、国債ブローカー・ディーラー、地方債ディーラーに対し、最良執行に関する詳細な方針と手続きを設定することを求めるものである。さらに、個人投資家の注文に関して利益相反が懸念される取引を行うブローカー・ディーラーは追加の義務を負う。ここでいう「利益相反が懸念される取引」の中に、注文フローに対して支払いを受領する取引（いわゆるPFOF（ペイメント・フォー・オーダー・フロー））が含まれる。なお、これらの最良執行方針の四半期毎のレビューと文書化が求められる。

3．おわりに

今回提案された4つの規則改正案は総計で、約1,650ページにも及ぶ大規模な提案である。これらの提案には、少なくとも2023年3月31日までパブリックコメント募集期間が設けられる。昨今、SECの規則改正案後のパブリックコメント募集期間が短いとの批判が集まっている中、3か月超のコメント募集期間が設けられることとなった。市場参加者からは、投資家保護の観点から透明性、公平性が向上するとのポジティブな意見がある一方で、昨今の流動性が非常に高い相場状況の中で米国市場は堅牢さを保持してきた中で、複雑性を生み、投資家への便益以上にコストがかかるのではないか、との改正に慎重な意見も散見されている。今後、パブリックコメン

ト内外で幅広い議論がなされることが想定される。

(注1) ゲームソフト小売大手チェーンGameStopをはじめとする米国証券市場の一部の銘柄において、2021年1月下旬、それらの銘柄の空売りを推奨したヘッジファンドへの反発から個人投資家がRedditをはじめとするニュース掲示板等のSNSで結託して株価を吊り上げた騒動。

(注2) NMS銘柄の注文を執行する主体（取引所、ATS及び店内取引を行うブローカー等）に対し、執行価格や価格改善（NBBOとの差）等に関する統計情報を月次で開示することを求める規則

(注3) シングル・ディーラー・プラットフォームは、リテール・ホールセラーやOTCマーケット・メイカーとも呼ばれ、PFOFをベースに個人投資家注文の執行を担っている主体。

(注4) 現状は原則として一律100株

(注5) https://www.sec.gov/files/34-96494-fact-sheet.pdf

(注6) アクセス料はメイカー・テイカー手数料モデルにおけるリベートの上限を間接的に制限する指標である。現状、アクセス料の上限が1株当たり0.003ドルとなっているため、多くの取引市場では「テイカー・フィー：0.0030ドル／メイカー・リベート：0.0028ドル」といったような形で手数料が設定されている。今回のアクセス料上限の引き下げ提案は、メイカー・リベートの絶対額を減少させることにつながり、間接的にブローカーの執行市場選択において、メイカー・リベートの多寡による影響を抑制するものと捉えることができる。

(注7) https://www.sec.gov/files/34-96494-fact-sheet.pdf