



From the Corner of Wall Street

東京証券取引所
ニューヨーク駐在員事務所

山本 武

—連載（第53回・最終回）—

レギュレーションNMS関連規則改正案の一部最終化

■ 1. はじめに

SECは、2024年9月18日、近年検討を進めてきた市場構造改革（レギュレーションNMS2.0）のうち、レギュレーションNMS関連の規則改正（ティック・サイズの見直し、アクセス・フィーの上限引き下げ及びオッド・ロット注文の公表）について、全会一致で最終採択されたことを発表した。

本規則改正は、2022年12月14日に発表された市場構造改革に関連する規則改正案の4つの柱（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・フィーの上限引き下げ及びオッド・ロット注文の公表（レギュレーションNMSの改正）、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）のうちの一つである。各規則改正案については、2023年3月末にパブリックコメントが終了し

ており、比較的反対意見が少なかった①注文執行品質の開示の改正（ルール605の改正）については、2024年3月に最終化している、他方で、その他の3つの規則改正案については、パブリックコメント終了後も多くの市場関係者から保守的ないし批判的なコメントが寄せられており、最終化に向けた検討が続いていた状況であった。このような状況下において、①注文執行品質の開示の改正に続く形で、2024年9月18日、②ティック・サイズの見直し、アクセス・フィーの上限引き下げ及びオッド・ロット注文の公表（レギュレーションNMS関連の規則改正）について、規則案が最終化された。

4つの規則改正案から構成されるSECが推進する今般の市場構造改革は、もともと2021年1月に発生したGameStop騒動を発端としており、とりわけ個人投資家の最良執行に関連する規則を包括的に見直すことを企図したものである。米国市場構造に関する包括的な規則改正は、2005年のレギュレーション

~~~~~

NMSの採択に遡ることになり、実現すれば約20年ぶりの大きな改正となることから、米国における業界関係者からの注目と期待も大きい。本稿では、SECにより最終規則化されたレギュレーションNMSの改正（ティック・サイズの見直し、アクセス・フィーの上限引き下げ及びオッド・ロット注文の公表）について、その概要を報告する。

## ■ 2. レギュレーションNMS関連規則改正の背景と当初提案内容

レギュレーションNMSとは、一般的にはSECルール600～612に定められる一連の規則の総称であり、「競争原理を確保しつつも、各市場をリンクすることで投資家保護を図る」というSECが掲げる理念をもとに定められたルールである。レギュレーションNMSは大きく4つのルールから構成されており、それぞれ、①ルール612：サブペニー・ルール（Sub-Penny Rule）、②ルール610：アクセス・ルール（Access Rule）、③ルール611：オーダー・プロテクション・ルール（Order Protection Rule）、④ルール601及び603：マーケット・データ・ルール（Market Data Rule）である。このうち、今回規則改正案が最終化された、①ティック・サイズについて規定したルール612：サブペニー・ルール、及び、②アクセス・フィーについて規定したルール610：アクセス・ルールについて、

概要を解説するとともに、2022年12月の当初提案内容について振り返りたい。

### (1) 【ティック・サイズ】ルール612：サブペニー・ルール

ルール612のいわゆるサブペニー・ルールとは、気配表示における最小ティック・サイズを統一することで、取引市場間のティック・サイズの差異から生じうる様々な問題を解決し、価格の透明性を向上させ、フェアな取引環境を確保することを目的とするルールである。具体的には、売買の際の気配表示において、最小ティック・サイズを0.01ドルとするものである（注1）。「0.01ドル（1セント＝1ペニー）よりも小さい単位（サブペニー単位）での気配表示を禁止する」という意味から、サブペニー・ルールと呼ばれている。サブペニー・ルールの導入以前は、米国の取引ベニューによって気配表示できるティック・サイズにバラつきがあり、ティック・サイズの違いを利用したベニュー間での先回り行為や、ティックが荒い伝統的な取引所市場におけるデプスの減少（流動性の流出）といった問題が散見されていた。そこで、ティック・サイズにかかるフェアな取引環境を確保するためにサブペニー・ルールの導入に至った、というのが歴史的な経緯である。

サブペニー・ルール導入以降、取引市場の高度化や市場間競争の激化等により、ティック・サイズが適切な水準となっていない銘柄については、見直しを行うべきではないかと



の声が大きくなってきており、これまでも度々議論が行われてきた。こうした背景を踏まえ、2022年12月に公表されたSECの当初提案では、現状、原則一律0.01ドル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、平均気配スプレッドに応じたティック・テーブル方式を採用することが提案された。すなわち、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ティック・サイズが設定され、四半期毎に継続的に見直すこととする内容である。

## (2) 【アクセス・フィー】 ルール610： アクセス・ルール

ルール610のアクセス・ルールは、その名のとおり取引市場へのアクセスに関するルールを定めたものであり、取引市場が乱立している中で最良気配を提示する市場における取引しか基本的には許容されていない米国市場において、迅速かつ効率的な市場間の注文回送の仕組みを実現するために存在するルールである。具体的には、取引市場に対して、不当なアクセス制限を課すことを禁止する等のルールを規定しており、どの市場から誰の注文が回送されてきたとしても、全ての注文を公平に取り扱わなければならないという原則を定めている。このようにマーケット・アクセスに関する考え方を整理することと併せて、不当なアクセス制限の禁止という趣旨が達成されるようにするため、ルール610では取引手数料（アクセス・フィー）に関しても

規定しており、取引市場が課すことができるアクセス・フィーについて、1株当たり0.003ドルを上限とするという制限を設けている（注3）。

他方で、予てより市場関係者からは、「アクセス・フィーの上限については法令等で規制すべき内容ではなく市場原理に委ねるべきだ」、「上限値を定める方式ではなく固定値方式とすべき」といった批判的な声が挙がっており、度々議論が行われてきた。加えて、アクセス・フィーはメイカー・テイカー手数料モデルにおけるテイカー・フィーに他ならず、この上限値によってメイカー・リベート（PFOFも含む）の多寡が決まるという、市場構造上重要な要素となっている。近年市場間競争が更に激化し、ブローカレッジ・フィーをはじめとする各種手数料が見直されつつある中、2005年から続く当該アクセス・フィーの上限値が果たして適切な水準かどうか見直しの機運が高まっていた。

このような状況下、2022年12月に公表されたSECの当初提案では、以下のとおりアクセス・フィーの上限引き下げ（現行0.003ドル→改正案ドル0.001以下、ティック・サイズに応じて変動）が提案されており、取引市場に対し、全てのフィー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内容であった。

以上がルール612（サブペニー・ルール）及びルール610（アクセス・ルール）における規則改正案の内容であるが、2022年12月の



(図表 1) 2022年12月の当初提案で示されたティック・テーブル

| 評価期間中のNMS銘柄の時間加重平均気配スプレッド | ティック・サイズ |
|---------------------------|----------|
| \$0.008以下                 | \$0.001  |
| \$0.008超、\$0.016以下        | \$0.002  |
| \$0.016超、\$0.04以下         | \$0.005  |
| \$0.04超                   | \$0.01   |

(出所) SEC資料 (注2) から作成

(図表 2) 2022年12月の当初提案で示されたアクセス・フィー上限 (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・フィーの上限 |
|----------|------------------|
| \$0.001  | \$0.0005         |
| \$0.001超 | \$0.001          |

(出所) SEC資料 (注4) から作成

SEC当初提案ではこれらに加えて、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・ロットの定義変更の適用についても提案されている。具体的には、ルール603の改正により、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、従来ではラウンド・ロット (=100株) 以上の注文のみが統合マーケット・データの配信対象となっていたところ、オッド・ロット (=100株以下) 注文についても対象として追加配信するというものである。

### 3. 最終化された規則改正内容

以下、最終化されたレギュレーション NMS関連の規則改正内容について紹介する

(注5)。

#### (1) 【ティック・サイズ】ルール612：サブペニー・ルール→当初提案内容からシンプル化

前述した2022年12月の当初提案内容においては、現状原則0.01ドル (=1セント) の最小ティック・サイズについて、時間加重平均気配スプレッドに応じたティック・テーブル方式への移行が提案されたが、その後の市場関係者との対話の中では、制度の複雑性やオペレーション実務の負担増から反対意見が続出していた。

その結果、最終規則化にあたっては、ティック・サイズ制限によって適切に値付けできていない銘柄 (Tick-Constrained Stock) への対応を主眼として、現行の0.01ドルに加え、新たに0.005ドル (=0.5セント) の区分を追加するに留めることとなった。2023年のデー

タをもととしたSECの分析によれば、新しい0.005ドルのティック・サイズが適用されるのは2,420銘柄となり、全米売買高の74%、売買代金の45%を占めるに至る<sup>(注6)</sup>。

また、ティック・サイズが変更となる境界判断については、現行規則で用いられている気配提示値段方式から、当初提案で出された時間加重平均気配スプレッド方式が最終規則でも維持されている。最終規則の適用時期は2025年11月が予定されている。

## (2) 【アクセス・フィー】ルール610： アクセス・ルール→当初提案内容から シンプル化

アクセス・フィーに関しては、基本的に全ての銘柄におけるアクセス・フィーの上限を引き下げるべきという当初の思想はそのまま維持されることとなり、結果、1株当たり0.001ドルを上限とすることとされた<sup>(注8)</sup>。現行規則では1株当たり0.003ドルが上限であったため3分の1の水準に引き下げられた形だが、これまでの議論において、市場関係者からも、「取引市場へのアクセス・フィーが安くなれば、取引市場の価格設定が柔軟化し、注文フローを集めるためのリベートの過度な支払いにまつわる複雑さが軽減されるだろう」といったポジティブな意見も寄せられている。なお、当初提案ではティック・テーブル原案に従って、0.001ドルのティック・サイズをアクセス・フィー区分の境界判断に用いていたものの、最終規則では単純な水準

引き下げとなっている。

また、取引市場に対して、全てのフィーとリベートの金額を執行時に確定できるように義務付けることについては、当初提案から変更なくそのまま採択されている。アクセス・フィーの最終規則の適用時期はティック・サイズの見直しと合わせて2025年11月が予定されている。

## ■ 4. おわりに

本レポートで解説したとおり、SECが推進する市場構造改革の4つの規則改正案のうち、2つ目の規則改正であるレギュレーションNMSの改正案が最終化された。規則改正の骨子である二点、すなわちティック・サイズの見直し、そしてアクセス・フィーの上限の引き下げについては、ともに現行のレギュレーションNMSが導入された2005年から継続的に議論が行われてきたものであり、当時よりもテクノロジーが進化し、市場間競争が更に激化した今日の米国市場を踏まえると、今回のようなルールの見直しは必要な対応と言えるだろう。

他方で、米国市場の根幹をなすレギュレーションNMSは取引市場や市場関係者へ与える影響がとりわけ大きいと考えられることから、規則改正後のモニタリングや効果測定が十分に行われることも必要不可欠である。例えば、ティック・サイズの変更ひとつとっても、ティックが細くなることで板が薄く見



(図表 3) 最終規則化されたティック・テーブル

| 評価期間中のNMS銘柄の時間加重平均気配スプレッド | ティック・サイズ |
|---------------------------|----------|
| \$0.015以下                 | \$0.005  |
| \$0.015超                  | \$0.01   |

(出所) SEC資料 (注7) から作成

えてしまう（デプスが減少しているように見えてしまう）という懸念や、スプレッドによってティック・テーブルが変わるといふわかりづらさが投資家の混乱を招いてしまう可能性も考えられる。また、アクセス・フィーの上限引き下げに関してはリポートに大きな影響を与え、取引市場の流動性獲得や市場間競争の構図が大きく変わる可能性も秘めている。こういった点が市場関係者に今後どう評価され、どう議論されていくかについては注視が必要だろう。

今回のレギュレーションNMS関連ルールの規則最終化をもって、SECが推進する市場構造改革の4つの規則改正案のうち2つが最終化を迎え、一連の改革も見方次第では5合目に差し掛かったと言えるかもしれない。しかしながら、残す2つの規則改正案は市場関係者からの反対意見が非常に多く、審議が難航している状況である。米国国内に目を向ければ、大統領選の結果を踏まえ政治的な変化・混乱が予想されることから、SECの市場構造改革の残り2つの規則改正案が近いうちに最終化される見込みは低いものと考えられる(注9)。今後、市場構造改革の完遂を急ぐよりも、まずは最終化された規則案をしっかりと市場関係者にフィットする形で導入し、

着実に機能させていくことが期待される。

(注1) 但し、気配表示価格が1ドル未満の場合は最小ティック・サイズは0.0001ドルとなる。

(注2) <https://www.sec.gov/files/34-96494-fact-sheet.pdf>

(注3) 但し、1ドル未満の気配へのアクセスの場合は気配価格の0.3%をアクセス・フィーの上限とする。

(注4) <https://www.sec.gov/files/34-96494-fact-sheet.pdf>

(注5) 以下では、統合マーケット・データについて触れていないが、ティック・サイズやアクセス・フィーの見直しと同様に最終採択されている。基本的に当初提案通りオッド・ロット情報を統合マーケット・データに含める内容だが、適用時期が2026年5月に早められた。

(注6) <https://www.sec.gov/files/rules/final/2024/34-101070.pdf>

(注7) <https://www.sec.gov/files/34-101070-fact-sheet.pdf>

(注8) 但し、1ドル未満の気配へのアクセスの場合は気配価格の0.1%をアクセス・フィーの上限とする。

(注9) 但し、残る市場構造改革の4つの柱の一つである「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」について、近いうちに最終化議論が行われるのではないかと観測も一部の市場関係者から聞こえている。



\* 「From the Corner of Wall Street」は本号にて連載を一旦終了いたします。長きにわたりありがとうございました。