

アメリカのティックサイズに関わる規則改正

清水 葉子

1 はじめに

アメリカ証券取引委員会（SEC）は、二〇二四年一二月に規則改正のリリースを採択し、全米市場システム（NMS）に関わる大きな修正を行ったと発表している。規則改正は、アメリカの市場構造に関わるいくつかのポイントにわたるもので、大きく分けると、（1）ティックサイズ（取引の値刻み）の修正、（2）市場アクセスフィー（取引所手数料）の上限額の引き下げ、（3）単位株未満の取引での最良価格の透明性向上、が大きなポイントとなる。

これらは、別々の論点のように見えて実はたがいに関わり合っているので、分けて論じるのは難しいところもあるが、本稿ではこのうちティックサイズ（取引の値刻み）の問題を取り上げ、SECの今回の規則改正の内容を紹介するとともに、ティックサイズの問題がこれまでどのように論じられてきたかを簡単に整理してみたい。

2 SECの規則改正

今回の規則改正は、二〇二二年一二月に提案され、パブリック・コメントなどを経て、二〇二四年九月に採択された。現在のアメリカの市場構造を決めているのは、二〇〇五年に導入されたRegulation NMSと呼ばれる一連の規則で、二〇〇七年までかけて段階的に導入された。アメリカでは一八年ぶりの大きな修正と受け止められ

ている。

規則改正のうち、ティックサイズと、市場アクセスフィーに関する改正は、二〇二五年一月から施行される一方、新しい単位株の定義に関するルールは同じく二〇〇五年一月から施行されるが、単位株未満（端株）の最良価格情報の配信は、システム準備期間が必要であるため、二〇二六年五月からとなる。

また、SECは二〇二九年まで、この改正の影響についてモニターするとしている。

本稿で取り上げるティックサイズは、証券市場での最小の値刻みのことであるが、現在アメリカでは、株価一ドル以上の銘柄（正確にはNational Market System銘柄が対象であり、おおむね取引所上場銘柄に相当する）については一セント（〇・〇一ドル）、株価一ドル未満の銘柄位について、より小さい〇・〇一セント（〇・〇〇一ドル）刻みで取り扱うことが認められている。

アメリカでは、市場参加者は多くの株式がティック制約（tick constraint）を受けていると考えられているとされる。その意味は、実際には一セントより小さいスプレッドで取引することが可能である場合でも、SEC規則六一二によってティックサイズが一セントと決められているために一セント未満の取引をすることができず、ティック制約がなければ投資家にとってより有利な取引が可能になるということである。

SECは二〇二二年一二月の規則改正の提案時点では、株価一ドル以上のNMS株式に対して、〇・一セント、〇・二セント、〇・五セントの三種類の最小ティックサイズを追加する提案を行っていたが、パブリックコメントではこの案が複雑すぎることに、極端に小さいティックサイズの導入は、価格優先を過剰に発動させることによる恐れがあることが指摘された（この点は後述）。

このため、二〇二四年の最終的なルール改正案では、株価一ドル以上のNMS銘柄のうち、平均スプレッド（時

間加重平均)が一・五セント以下の銘柄に対して、〇・五セントのティックサイズを一種類のみ追加することとされた。この時間加重平均は一年に二回、三ヶ月の評価期間にわたつて計算される。具体的には一月から三月と、七月から九月の平均スプレッドを評価して、その結果に基づいてそれぞれ五月から一〇月までと十一月から翌年四月までの期間に適用されることになった。評価期間の平均スプレッドが一・五セント以下であれば、続く半年間は、〇・五セントの小さいティックサイズが適用される。

3 ティックサイズをめぐる議論

先述のように、ティックサイズは、呼値の単位のことであり、取引の際の最小の値刻みを指す。例えば、東京証券取引所では、株価三〇〇〇円以下の銘柄であれば呼値は一円単位、五〇〇〇円以下は五円単位、三万円以下は一〇円単位などと定められている。アメリカの証券市場では、株価が一ドル以上の銘柄位については、二〇〇一年以降、一律一セントとされてきた。

ティックサイズは、日本のようなオークション・マーケットと、アメリカのようなディーラー主導のマーケットでは、意味あいがかかなり異なり、また、複数の市場が流動性をめぐって競争を行う市場間競争の条件下では、競争を左右する複雑な要因の一つとなる。

(1) 取引コストとしてのティックサイズ

日本のようなオークション・マーケットであれば、証券の売り手と買い手の間の呼値最小単位としての意味が大きい、アメリカのようにマーケット・メーカーなどと呼ばれる市場ディーラーがいて買い気配と売り気配を

出すことで取引を成り立たせている市場の場合には、事情が異なる。市場ディーラーが介入する市場では、ティックサイズは、取引の際の市場ディーラーの取り分の最小値を意味している。

すなわち、ティックサイズが一セントであれば、マーケット・メーカーは、たとえば一〇ドルの買い気配と一〇ドル一セントの売り気配を出すのが最小であるから、売りと買いの一往復で一セントの収入を得ることになる。ティックサイズが一〇セントであれば、マーケット・メーカーは最小でも一〇ドルの買い気配と一〇ドル一〇セントの売り気配を出すことになるので、売買一往復で一〇セントの収入を得ることになる。ティックサイズは売買スプレッドの最小単位であり、売買スプレッドが大きい方が市場ディーラーの取り分は大きくなるが、これは投資家にとっては取引コストである。

アメリカでは一九九〇年代にナスダックのマーケットメーカーの談合により、スプレッドが人為的に拡大され、マーケット・メーカーが不当な利益を得ているのではないかという疑惑が問題になった。こうした経緯を受けて、二〇〇一年にティックサイズが全銘柄で一セントに統一され（デイスライゼーション）、これによって投資家の取引コストである売買スプレッドは劇的に低下したと言われている。

このように、もともと流動性の高い銘柄の場合は、本来は売買スプレッドを一セント未満に縮小できる余地があっても、ティックサイズが制約になってそれ以上スプレッドを縮小できない「ティック制約」が生じてしまい、投資家の不利益になるので、ティックサイズを縮小することができれば、売買スプレッドに追加的な競争が働いて、投資家の取引コストを下げることができる。今回の規則改正も、投資家の取引コストの低下という点で、歓迎の意見が多く見られる。

(2) 気配提示インセンティブとしてのティックコスト

ティックコストが売買スプレッドの最小単位を意味しており、投資家にとつての取引コストになると反対に、ティックコストは市場ディーラーにとつては収入の最小単位であるので、気配提示のインセンティブとしても機能している。

すなわち、ベンチャー企業のように知名度が低かったり、ビジネスリスクが高かったりすることが原因で流動性が低い銘柄を考えてみると、こうした銘柄の場合は、気配を提示する市場ディーラー側に相応の利益が見込めないと、リスクをとって気配を提示することが難しい。こうしたことから、アメリカでも、しばしばベンチャー企業育成という文脈で、マーケット・メーカーに対してリスクに見合った相応の利益を確保することでセカンダリー・マーケットを充実させないと、ベンチャー企業の資金調達に支障が出るということが指摘される。

アメリカの新規上場企業が減少し、起業支援が議論されてJ O B S 法 (Jumpstart Our Business Startups) の制定につながった二〇一二年前後では、さまざまな新興企業向け支援策と並行して、マーケット・メーカーの利益確保も議論された。セカンダリー・マーケットでの市場ディーラーの取引業務に十分な利益を確保することが、アナリストによる銘柄カバレッジの拡大につながり、投資家からの投資を呼び込むことになるので、ひいては新規上場の促進策につながるとする主張であった。

この時には、ティックサイズの拡大も議論の俎上に登ったが、ルール改正にまでつながったわけではない。しかしティックサイズ拡大は、市場ディーラーによる気配提示、取引促進につながるという認識が示されたことになる。

(3) ティックサイズと流動性

日本のようなオークション・マーケットであっても、アメリカのようなディーラー・マーケットであっても、ティックサイズは、取引の流動性に一定の影響を及ぼすとされ、ティックサイズの刻みを小さくしすぎると、注文板の上で取引が分散して、注文が成立しにくくなるとされている。

具体的に考えてみると、たとえばある銘柄の株式を一〇ドルから一〇・五ドル程度で買いたいと思っている投資家が一定数いる場合、ティックサイズが一〇セントであれば、一〇ドルから一〇・五ドルの間に刻みは六つあるので、投資家の指値は一〇ドル、一〇・一ドル、一〇・二ドル・・・と六つに分散して出されることになるだろう。これに対して、ティックサイズが一セントである場合には、一〇ドルから一〇・五ドルの間に刻みは六〇あるので、投資家の指値は六〇に分散することになる。後者の方が、指値注文が板の上に薄く分散するために、売買が成立しにくくなる可能性がある。

ティックサイズは、したがって、その銘柄の株価や流動性とのバランスでうまく定めることが必要であり難しい判断となる。もともと流動性の低い銘柄のティックサイズが小さすぎると、流動性が分散してますます取引が成立しなくなると言われている。先述のJOBBS法の際にも、ベンチャー企業育成の観点から一部でこうした議論が行われた。

(4) 市場間競争の要因としてのティックサイズ

同じ銘柄を複数の市場で取引を行い、少しでも良い価格をつけている市場に注文が回送されて取引が行われる市場間競争が行われている場合には、ティックサイズはさらに複雑な性格を持つ。

市場間競争のもとでは、同じ銘柄がある市場よりも別の市場でより有利な価格（低い売り気配、高い買い気配）が出ていれば、有利な市場で執行することが投資家の利益となり、また市場仲介者も委託注文を最良執行する義務を負っている。

この場合に、市場によってティックサイズがまちまちであると、より小さく呼値を刻んでいる市場で、わずかな差で最良価格を提示することができるので、市場間競争を左右する大きな要因となる。アメリカでは、市場間競争のルールを定めた一連のRegulation NMSの中に、SECルール六一二を定めて、実質性のない市場間競争を防ぎ競争のレベルをそろえるという観点から、原則として一セントを下回る呼値を禁じている。

しかし、問題は単純ではなく、取引所などの市場のティックサイズを一セントで統一したとしても、ペイメント・フォー・オーダーフローなどのリベート払い戻し慣行により、実際には一セント未満の小さい単位で市場の側からブローカーにキックバックが行われて、呼値の下限を定めるルールが無効化されていることも多い。リベート分をあらかじめ差し引いてスプレッドを考えると、表面上は一セントのスプレッドで取引していても、実質的には一セント未満のスプレッドがすでに普及していることが可能だからである。

また、こうしたルールは一〇〇株の単位株取引にだけ適用され、端株取引は最良価格情報が公表されないなど、実質的には抜け道が多いのも事実である。

4 おわりに

このリリースは、全体としてはティックサイズ、市場アクセスフィーなど、NMS（全米市場システム）全体についての見直し、修正を意図したものであり、ティックサイズだけを議論しているわけではないが、一見つな

がりのないルール修正が複雑に絡まり合っており、アメリカの市場間競争の複雑さを示していると言える。NM
S見直しの全体像は、あらためて議論したい。

(しみず ようこ・客員研究員)