

# アメリカのティックサイズ拡大議論

清水 葉子

はじめに

アメリカでは、二〇〇一年四月にデシマライゼーションが行われ、株式取引のティックサイズ（値刻み）が従来の一六分の一ドルから、一セントに縮小された。ティックサイズは、投資家にとつての直接的な取引コストである売買スプレッドの最小単位であることから、ティックサイズの一セント化によってスプレッドが小さくなり投資家利益が向上したとして、デシマライゼーションは基本的にポジティブに評価されている。

ところが、近年アメリカでIPO市場が縮小していることを受けて、ティックサイズの縮小がその一因になっているとする議論が生まれている。すなわち、ティックサイズの縮小は、マーケット・メーカーの収益である売買スプレッドの縮小につながりやすく収益性を低下させるので、とりわけ流動性の低い小型銘柄の取引インセンティブが失われる。そのため、小型銘柄はIPO後の取引がふるわず、小規模IPOそのものが行われにくくなっているとするものである。

売買スプレッドの大小は、基本的に投資家と市場ディーラー（マーケット・メーカー）との間の取り分の配分を意味している。理屈の上では、投資家にとつては、ティックサイズが小さいほど売買スプレッドも小さくなりやすく、取引コストが削減できることになるが、市場ディーラーは収益確保のために一定の売買スプレッドを必要としており、とりわけ低流動性銘柄の取引においては、リスクをカバーし市場機能を維持するためにも、ある

程度の売買スプレッドが生じることはやむを得ない。

とはいえ、現実にとどの程度の売買スプレッドが適正かは、市場環境等に大きく左右されるため、判断することは難しく、売買スプレッドが適正であるかどうかを一概に決めることはできない。一九九〇年代後半に、売買スプレッドが広すぎるとしてマーケット・メーカーが非難を受けたことを発端に、アメリカの証券市場ではティックサイズの縮小が強く求められ、二〇〇一年のデイシマライゼーションにつながった。また、その後もハイフリクエンシー・トレーディングの拡大等によって売買スプレッドは縮小傾向にあるが、こうした動きに揺り戻しが生じているのだろうか。

## 1 IPOタスクフォースによるレポート

アメリカで近年のIPO減少を指摘したのは、IPOタスクフォースが二〇一一年に財務省に提出したレポート<sup>(1)</sup>である。IPOタスクフォースは、同年三月に財務省が開催した「Access to Capital Conference（資本へのアクセスに関するカンファレンス）」に対応して組織された民間の専門家グループで、ベンチャーキャピタリスト、機関投資家、起業家、弁護士、アカデミック、会計士、投資銀行、市場運営者（NYSE、Nasdaqなど）がメンバーとなっている。

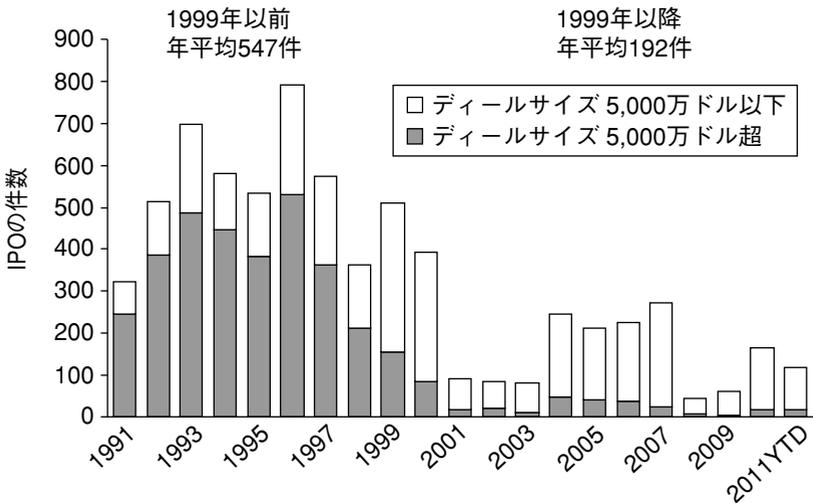
タスクフォースの議長であるベンチャーキャピタリストは、タスクフォースの目的を、現在のアメリカのIPO危機の原因を検討し、早急に実行可能なステップを踏んで新興企業の資本市場へのアクセスを回復させ、雇用創出や企業のグローバルな事業展開を可能にすることにあると述べている。

レポートでは、一九九九年ころを境に、小規模企業のIPOが大きく減少していることを指摘している（図1）。

また、起業からIPOまでの期間が延びていること（一九八〇年代前半には平均四・八年であったものが、二〇〇七年以降は平均九・四年に拡大していること）、起業の出口がIPOによる公開から、M&Aによる買収へと変化していることを指摘している（図2）。新規開業がアメリカの雇用創出に大きな役割を果たしていること、また雇用創出の多くの部分がIPO後の事業拡大期に行われることを考えると、近年のIPOの低迷は雇用創出にマイナスであることを述べている。

さらにレポートでは、アメリカのIPOの阻害要因になっているものとして、①IPOを行う企業側の要因として、SOX法をはじめとして証券市場の規制が強化されIPOのコストが増大していること、市場環境が不確実になっているため投資家からの投資を得にくいこと、②チャネルの問題として、規制が高流動性・低コスト取引に有利になっていること、大手投資銀行の顧客がファンダメンタルを重視する投資家から、トレーディングを重視するHFT（ハイフリクエンシー・トレーディング）にシフトし、その結果取引が流動性の

図1 規模別IPO件数



(出所) 注(1)

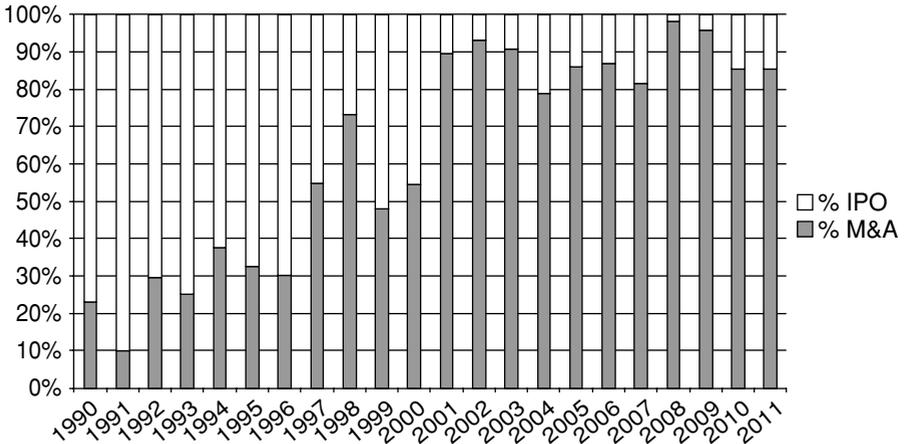
高い大型銘柄に集中する傾向があること、③買い手との接続の問題として、IPO株式がファンダメンタルを重視する投資家よりも短期の売買益を重視するトレーダーに多く配分されていること、小型のIPO銘柄のリサーチレポートなどの情報が減少していることにより、IPO銘柄が投資を得る上で不利になっていることを挙げている。

タスクフォースのレポートでは、IPO拡大の処方箋として、一定規模以下の小規模成長企業をEGC (Emerging Growth Company) と位置づけて、情報開示や届出義務を免除・軽減することでIPOコストを低下させること、IPO銘柄のリサーチに関する制約を軽減すること、IPO銘柄に投資した場合の投資減税など投資家のインセンティブを拡大することなど、多くの具体的提言を提示している。

## 2 JOBS法の成立

こうした動きと並行して、アメリカではJOBS法 (Jumpstart Our Business Startups Act) が二〇一二年四月に成立した。この法律は、小規模成長企業の支援を目的にした

図2 起業の出口としてのIPOの減少



(出所) 注(1)  
 (原資料) トムソンロイター／全米ベンチャーキャピタル協会  
 (注) M&Aは非公開企業の売却のみ。

もので、一定の条件を満たした小規模成長企業が資金調達を行いやすくするために、証券市場の規制を緩和するものである。<sup>(2)</sup> 具体的には年間総収益が一〇億ドル未満の成長企業をEGC (Emerging Growth Company) と規定して様々な緩和措置を規定している。

まず、IPOに至るまでの規制緩和として、役員報酬規制の緩和、登録届出書の監査済み財務書類の必要年数を軽減（三年分から二年分に軽減）、監査法人による内部統制監査の適用除外、公開会社会計監査委員会による監査の適用除外、情報入手のためのリサーチレポート配布の解禁、公募時の機関投資家への事前調査解禁、SECによる登録届出書の事前検討などの優遇が得られる。さらに、私募の活用、クラウド・ファンディング、簡易登録による取引の募集総額の金額基準の拡大、証券取引所法上の強制登録義務の下限株主数の引き上げなどの措置がとられるというものである。JOBS法は、こうした優遇措置によって小規模会社の資金調達を援助し、雇用拡大につなげることが目的とされる。

このJOBS法の議会通過を受けて、SECは九〇日以内に、デイシマライゼーションがIPOと中小規模の企業に与えた影響について議会報告することが定められた。SECが必要と認めれば、一八〇日以内にEGCのティックサイズを一セント以上一〇セント未満の範囲で拡大し、すべての取引所および取引の場（PTSなど）で使うよう定めることができる。

### 3 SECによる議会レポート

SECは、この規定をうけて、二〇〇一年デイシマライゼーションによってティックサイズが一セント化されたことの影響を議会に報告している。<sup>(3)</sup> SECのレポートによると、まず、①理論上は、ティックサイズはマーケ

ット・メーカーの利益と投資家利益が相反する問題であることを認めた上で、現実には二〇〇一年以降、②執行スピードが高速化したこと、③取引サイズが特に流動性の高い銘柄で小口化したこと、④マーケット・メーカーの利益の減少は見られていないこと、⑤指値の減少は見られず、サイズも変化していないこと、ただしキャンセルが増加していること、⑥注文回送には変化が見られないこと、⑦ボラティリティは短期では上昇したが、長期では変化がないこと、⑧スプレッド低下により、ブローカーの新株発行プロモーションのインセンティブは低下していること、を挙げている。

また、SECはティックサイズの国際比較も行っており、アメリカがとりたててティックが小さいわけではない。ただし、国によっては流動性に応じてティックサイズを変えているところもあり、アメリカが一律にティックサイズを一セントと定めている点は見直しの余地があるとしている。一方、ティックサイズが一セントであることだけがアメリカのIPOを減少させているわけではなく、資金調達の国際化によって海外IPOが増加したことや、アメリカでのIPOのコストの問題（とくにSOX法などによるコスト増大）なども大きく影響していることを述べている。

SECの結論は、ティックサイズの見直しは行わないが、将来に向けて検討の余地があるというものであった。

#### 4 ラウンドテーブルの開催

また、SECはティックサイズに関するラウンドテーブルを二〇一三年二月に開催している。ラウンドテーブルでは、多くの参加者が意見を述べており、その模様はSECウェブサイトから、動画で見ることができる。

ラウンドテーブルの議論をすべて把握することはできていないが、アメリカのIPO縮小を深刻な事態と捉える意見が出され、IPO促進のためにティックサイズの縮小が必要であることが主張された模様である。

また、IPO縮小の原因として、SOX法施行等による株式公開コストの上昇が指摘されるが、参加者からは、SOX法が施行される二〇〇二年に先立つ一九九九年頃からIPOの減少が始まっており、ディシマライゼーションが実施された二〇〇一年に顕著に縮小したこと(図1参照)などが指摘されている。

確かに、この間、オーダーハンドリングルール(一九九七年)、レギュレーションATS(一九九八年)、ディシマライゼーション(二〇〇一年)、SOX法(二〇〇二年)、レギュレーションNMS(二〇〇五年から二〇〇七年まで段階的に施行)、ドッド・フランク法(二〇〇九年)と、大きな変化が続いて、全体として証券市場での資金調達に関する規制は強化される方向に向かっていけると見ることができると見られる。また、ハイフリクエンシー・トレーディングの登場によって、コンピュータープログラムを利用した高速・高頻度の取引が拡大したことにより、大型の高流動性銘柄の取引のスプレッドが大きく縮小し、その結果、もともと流動性が低く取引コストのかかる小型株取引が行われにくくなってきている可能性が生じている。ティックサイズ拡大の要望は、売買スプレッドの縮小によってトレーディングからの収益が得られにくくなったマーケット・メーカーの声を代弁しているものと推測される。加えて、小型株が市場で取引されにくくなった結果、小型株のIPOを手がけていたブティック型の小規模投資銀行も、こうした状況に不満を持っているものと考えられる。

もっとも、規制やテクノロジーに対応した市場参加者の行動変化と、アメリカで小型株IPOが減少していることとの間に、どこまでの因果関係があるかは定かではない。昨年にJOBS法が制定されたことで、小規模新興企業の支援が始まったことを好機として、雇用拡大のために小規模成長企業の支援が必要であるためには小型

株IPO支援のためのティックサイズの拡大を、という声が大きくなってきているものと推測される。

## 5 取引所のパイロット・プログラム申請

一方、報道によると、複数の取引所が、小型で流動性の低い銘柄についてティックサイズを拡大するパイロット・プログラム（試験的プログラム）を準備しているとされる。パイロット・プログラムの対象銘柄は一〇〇銘柄と報じられている。報道では、二〇〇一年のデシマライゼーション以降、一セントのティックサイズでの取引が行われているが、マーケット・メーカーの利益が十分でないために流動性が損なわれているという専門家の声を紹介し、パイロット・プログラムには市場参加者から取引所への要請があったこと、SECも前向きに検討しているという感触を得ていることが触れられている。また、JOB S法で、SECにデシマライゼーションの影響を確認して一〇セントまでの範囲でティックサイズ拡大を検討することが定められたことにも触れている。

報道によれば、パイロットプログラムの実施期間は六ヶ月で、その間取引所は、ティックサイズ拡大の影響を毎月SECに報告するとしている。また、小規模公開企業は、自社株のティックサイズを五セントもしくは一〇セントまでで選択できるようにする法案も準備されているとしている。とはいえ、この報道に対して、NYSE、Nasdaq、BATSの三主要取引所およびSECはコメントしていない。

## おわりに

売買スプレッドは、投資家と市場ディーラー（マーケット・メーカー）との間の取り分の配分であり、ティッ

クサイズはスプレッドの下限を定めていることから、投資家の取引コストとマーケット・メーカーの収益に少ない影響を与える。とくに低流動性銘柄の取引においては、リスクをカバーし市場機能を維持するためにもある程度の売買スプレッドが生じることはやむを得ない。

これに対して、近年のハイフリクエンシー・トレーディングの拡大により、高速・高頻度の取引によって小さなスプレッドからでも大きな利益を得るトレーディングが広がっており、全体としてスプレッドの縮小につながっていることは広く指摘されている。こうした中で、低流動性銘柄をファンダメンタルに基づいて（低頻度で）取引することが困難になってきている可能性は否定できない。すなわち、ハイフリクエンシー・トレーディングの普及などに見られるテクノロジーの進展で、高流動性銘柄の取引の優位性が進んで、低流動性銘柄の取引に困難が生じている可能性があり、こうした状況に、マーケット・メーカーやティック型投資銀行などが危機感を持っていることが、ティックサイズ拡大議論につながったと考えられる。また、同様のことが、セルサイドのアナリストのリサーチの範囲が高流動性銘柄に集まり、小規模会社のカバレッジが縮小しているといった指摘にもつながるだろう。

アメリカは、ベンチャー企業の開業率の高さが経済のエンジンになっており、そうしたベンチャー企業の資金調達証券市場でのIPOを通じて活発に行われていることが特徴であるとされる。こうした経済構造の社会では、小規模成長企業のIPO支援が雇用の拡大につながるといふ議論は説得力がある。JOBS法が、小規模成長企業の証券市場における資金調達支援を通じて雇用拡大をめざすための政策であることも、そうした市場環境から理解可能である。

もつとも、ティックサイズの拡大が直接的に小規模成長企業の支援を通じて雇用拡大にまでつながるかどうか

には不確実な点もあり、JOB S法制定を好機として、市場関係者がティックサイズ縮小で失った利益の取り戻しに動いているという見方も可能である。

今回のティックサイズ拡大をめぐる議論が、ハイフリクエンシー・トレーディングの急拡大で、高流動性銘柄に偏って生じた優位性を是正しようとする動きなのか、雇用創出を名目に市場関係者がデイシマライゼーションで失った取り分を取り戻そうとするものなのか、判断は難しい。ティックサイズの適正値を巡るアメリカでの議論が、投資家にとっての取引コストであると同時に市場機能をなうマーケット・メーカーの収益でもある売買スプレッドや、低流動性銘柄の位置づけに影響を及ぼすことは注目される。

注

- (1) IPO Task Force "Rebuilding the IPO On-Ramp Putting Emerging Companies, Investors and the Job Market Back on the Road to Growth", October 20, 2011.
- (2) JOB S法に関する詳細は、中村聡『米国JOB S法による証券規制の変革』日本証券経済研究所、金融商品取引法研究会研究記録、第40号、二〇一三年一月、参照。
- (3) SEC "Report to Congress on Decimalization, As Required by Section 106 of the Jumpstart Our Business Startups Act", July 2012.
- (4) "Exchanges said to prepare pilot programs for changing tick sizes," Bloomberg, June 14, 2013. <http://www.bloomberg.com/news/2013-06-14/exchanges-said-to-prepare-pilot-programs-for-changing-tick-sizes.html>

(しみず ようじこ・客員研究員)