

米国のティックサイズ拡大のためのパイロット・プログラム

清水 葉子

1 はじめに

アメリカでは、二〇〇〇年代に入ってから株式新規公開（IPO）の縮小、とりわけ小型IPOの縮小などを受けて、二〇一一年頃から小型銘柄のティックサイズ（株式取引の値刻み）を拡大する議論が盛り上がってきた⁽¹⁾。当初は、SECも強い関心を示していない模様であったが、二〇一五年五月にティックサイズ拡大に関する最終リリースを発表し、ティックサイズ拡大のためのパイロット・プログラム（試験プログラム）を二〇一六年五月から二年間にわたって実施することを決定した。プログラムの実施はまだ一年先ではあるが、小型銘柄についてのティックサイズ拡大プログラムが動き出そうとしている。

周知のように、アメリカでは二〇〇一年のデシマライゼーションによって、株式取引のティックサイズは従来の一六分の一ドルから統一的に一セントに縮小された（株価一ドル未満の銘柄は例外）。ティックサイズは投資家にとっ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、デシマライゼーションは投資家利益に資するとして一般的にプラスの評価を得てきた。また、実証研究等でも、スプレッドの縮小や取引高の増加など概ね望ましい結果がみられたことが示されている。

ところが、近年アメリカでは、IPOの減少の原因がティックサイズ縮小にあるとする議論が高まり、ティックサイズを再び拡大すべしとする意見が強くなっている。すなわち、ティックサイズの縮小は、マーケット・メ

ーカーをはじめとする市場ディーラーの収益を減らしてしまい、とりわけ流動性の低い小型株の取引インセンティブが損なわれることから、小型IPOは公開後の取引がふるわず、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。ティックサイズが小さすぎてディーラー利益が阻害されているという見方はもったもな印象も受けるが、よく考えると、ティックサイズがディーラー利益に直結するとまで言えるかどうかは定かではない。本稿では、先月発表されたパイロット・プログラムの概要を紹介し、適正なティックサイズについてのアメリカでの議論を改めて振り返ることとする。

2 パイロット・プログラムの概要

ティックサイズを拡大するためのパイロット・プログラムは、二〇一四年六月に発表され、パブリック・コメントの募集が行われていた。パブリック・コメント募集の結果を受けて、実施の最終案が、二〇一五年五月に発表された。

パイロット・プログラムの概要は以下の通りである。パイロット・プログラムは、二〇一六年五月六日から二二
年間にわたって行われる。

パイロット・プログラムの対象銘柄は、時価総額三〇億ドル以下、日次平均取引一〇〇万株以下、取引高加重平均株価が最低二ドルのものとされ、総じて流動性の低い小型銘柄である。パイロット・プログラムでは、従来通り一セントのティックサイズで取引される一四〇〇銘柄のコントロール・グループに対して、比較対象とする三つのグループ（各四〇〇銘柄）が設定され、取引にどのような変化が生じたかが比較分析される予定である。第一グループは、気配提示のティックサイズを五セント刻みに拡大するが執行価格に制限を設けないグループ、

第二グループは気配提示、執行価格ともに五セント刻みとするグループ、三つ目は、第二グループと同じティックでトレード・アット・ルールを導入するものとされる。

トレード・アット・ルールは、ダークプール向けの試験的なルールで、気配開示義務を負わないダークプールと呼ばれる非取引所市場での取引を抑制することを目的とする。すなわち、トレード・アット・ルールの下では、ダークプールでの執行は取引所価格と同じ価格では認めず、取引所より優れた価格でないと執行できない。このルールは、ティックサイズ議論とは無関係であるが、ティックサイズ拡大議論に必ずしも前向きでないSECが、パイロット・プログラムを実施するのにあたっていわば抱き合わせて試験的導入をはかろうとしているものと理解されている。パイロット・プログラムには、その他大口取引向けの例外規定などが含まれる。

二〇一四年時点での計画では、パイロット・プログラムは一年計画であったが、最終案では二年間に延長された。また、当初計画では二セント、五セント、一〇セントの三種類のティックサイズの中から、発行会社自身に自社のティックサイズを選ばせることが検討されていたが、これは取り消された模様である。

パイロット・プログラムは、最初の一年目の結果について、一年目が終わった半年後（二〇一六年末頃）に中間報告が行われる。また取引データは分析のために公表される予定であることから、研究者等による分析結果の発表も期待できる。

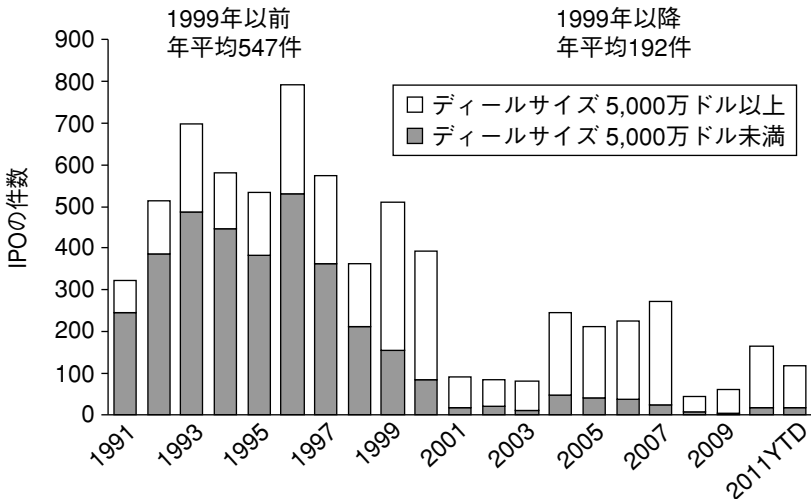
3 ティックサイズ拡大議論の背景

前述のように、アメリカでは二〇〇一年からティックサイズをそれ以前の一六分の一ドルから縮小して、統一的に一セントとするデイシマライゼーション³⁾が行われ、投資家の取引コストの縮小や取引高の拡大をもたらした

として好意的に評価された。二〇〇〇年代に入ると、新興国の台頭やSOX法の施行などによってアメリカの証券市場の国際競争力が低下することを懸念する議論が多く出されたが、証券市場の国際競争力とティックサイズとを結びつける議論が多く出されたとは考えられない。

ところが、ここに至りて証券市場の国際競争力とティックサイズとを関連づけ、ティックサイズを拡大してディーラー利益を拡大することが小型IPOの増加に資するとする議論が生まれている。前稿でも紹介したように、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⁽⁴⁾で、小規模企業のIPOが大きく減少していることを指摘し、起業からIPOまでの期間が延びていること、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等を指摘した上で、アメリカのIPOの阻害要因になっているものとして、IPOを行う企業側の要因（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や市場環境が不確実になって投資家からの投資を得にくいこと）に加えて、証券市場側の問題として、HFT（ハ

図表1 規模別IPO件数



(出所) 注(2)

イ・フリクエンシー・トレーディング)の増加で流動性の高い大型銘柄が取引が集中し、相対的に小型株に不利な市場になっていくこと、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などにより、IPO銘柄が投資を得にくい状況であることが述べられている。

こうした懸念と並行して、二〇一二年四月にJOBS法 (Jumpstart Our Business Startups Act) が成立し、一定の条件を満たした小規模成長企業の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ことが定められた。JOBS法の議会通過を受けて、SECはIPOの変化とデシマライゼーションの関係について議会報告することが定められたことから、SECは、デシマライゼーションの影響を議会に報告している⁽⁶⁾。

SECの議会レポートでは、二〇一一年のデシマライゼーション以降、執行スピードの高速化、取引サイズの小口化、キャンセルの増加、長期ボラティリティ不変、スプレッド低下などの変化があったことを挙げた上で、IPOの減少がティックサイズ縮小に起因しているわけではないものの、将来に向けて検討の余地があるとした。この時点では、SECはティックサイズ見直しの必要性が高いとは考えていなかったと推測できる。

その後、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、アメリカのIPO縮小を深刻な事態と捉える意見が出された模様である。また、二〇一三年三月には、SECの諮問委員会 Advisory Commission on Small and Emerging Companiesによつて、中小型銘柄の取引インセンティブ (マーケット・メーカーやアナリストレポートのカバレッジの拡大を含む) を高めることが流動性向上や資金調達に資することが主張され、ティックサイズの見直しが提言された。

確かに、アメリカ証券市場の規制面を見ると、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

ンATS（一九九八年）、デイ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MS（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制約が強まっていると見ることができると見られる。

とはいえ、起業の出口が一般的にIPOからM&Aに移行していることは、IPOタスク・フォースのレポートでも指摘されており、またIPOそのものも二〇一三年ころから再び増加している。IPO減少はティックサイズとは別の多様な要因によるものである可能性も高く、ティックサイズ拡大と直接的に結びつけるのはやや牽強附会な印象を受ける。

一方、HFTの登場によってコンピュータ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、高頻度の売買で小さなスプレッドから薄利多売的に収益を得る取引が増加し、証券市場の収益構造が変化した可能性がある。大型の高流動性銘柄に取引が集中するとともに大型銘柄のスプレッドが縮小し、その一方で、もとも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いる可能性がある。

4 おわりに

マーケット・メーカーなどの市場ディーラーの収益や投資家の取引コストを決めるのは、直接的には売買スプレッドであり、ティックサイズではない。しかし、ティックサイズは売買スプレッドの下限を定めていることから、ティックサイズが大きすぎる場合には、市場ディーラーに過剰な利益をもたらすという批判はあたる。

しかし一方で、ティックサイズは、値刻みの「最小」を定めているだけであるから、効率的な競争が行われて

いれば、低流動性・高コスト（ボラティリティが高いなど）銘柄は、競争を通じてコストに見合っただけでスプレッドが拡大し、ディーラーもコストに対応する利益が確保できるはずである。問題となるのは、ティックサイズを拡大することというよりは、適正なスプレッドの形成を阻害している他の要因が存在しないかを検討することがまず第一であろう。

また、スプレッドにしてもティックサイズにしても、株価と比したときの実質サイズが重要であって、一律に一セント、あるいは五セントと定めることには合理性はない。日本でも欧州でも、ティックサイズは株価におおむね比例して段階的に定められているが、アメリカでは一セントに一律化されてきた。その結果、実質ティックサイズのバランスが適切でない可能性がある。また、欧州では流動性に応じたティックサイズも検討されている。

これとは別に、低流動性（小型）銘柄の取引は、これまで高流動性銘柄の取引から得られる利益をディーラーの社内の内部補助によって賄うことで成立していた可能性は否定できない。近年のHFTの拡大によって、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、従来のような内部補助が不可能になったために、低流動性銘柄の取引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、HFT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、市場の収益構造が変化している可能性がある。

今回のティックサイズ拡大をめぐる議論が小型銘柄IPOの拡大とは別に、HFT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であれば、市場の収益構造の変化として興味深い。

ひるがえって日本では、昨年度から東京証券取引所でのティックサイズ縮小が段階的に開始されている。しかしこの事情はアメリカでのティックサイズ拡大議論とは大きく異なる。アメリカでのティックサイズ拡大が、小型の低流動性銘柄に限定した議論であるのに対して、日本でティックサイズ縮小が行われているのは、TOPX100構成銘柄という極めて流動性の高いグループであること、日本では株価ごとの相対値で見た実質ティックサイズを揃える方向で見直しが行われていることなどを考えると、同列に比較して論じることができないと考えられる。

注

- (1) 議論の紹介は、清水(二〇一三)「アメリカのティックサイズ拡大議論」証研レポート一六七九号、二〇一三年八月、参照。
- (2) SEC (2014) "Order Directing the Exchanges and the Financial Industry Regulatory Authority To Submit a Tick Size Pilot Plan" Release No.34-72460, June, 2014
- (3) SEC (2000) "Order Directing the Exchanges and NASD to Submit a Decimalization Implementation Plan" Release No.34-42360, Jan. 2000
- (4) 注(1)参照。
- (5) 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.
- (6) SEC "Report to Congress on Decimalization As Required by Section 106 of the Jumpstart Our Business Startups Act" July

2012

(7) <http://www.sec.gov/spotlight/decimalization.shtml>

(しみず ようこ・客員研究員)