

米テイクサイズ拡大の試験プログラム

～SECの实証結果～

清水 葉子

1 はじめに

アメリカでは、二〇〇一年から株式取引の呼値の刻み（テイクサイズ）を一セントに縮小するルール改正（デイスマライゼーション）が行われ、⁽¹⁾ 株価によらず呼値の最小の値刻みは一セントに統一されてきた。テイクサイズは、株式市場での最良の売り気配と最良の買い気配との差（スプレッド）の最小値となるので、テイクサイズが大きければ、マーケット・メーカーは投資家との売買を行うことで、一回の取引あたり大きな収益を得ることができる。逆に、投資家の立場に立てば、テイクサイズが大きいうことは、それだけ証券の取引コストが大きいということを意味している。

二〇〇一年のデイスマライゼーションは、一九九〇年代後半にマーケット・メーカーたちが結託してスプレッドを拡大し不当な利益を得ているという疑惑が持ち上がり、司法省の調査にまで発展する大きな問題となったことが直接の背景となって実施されたもので、デイスマライゼーション後は、売買スプレッドの縮小、株式の取引コストの減少、市場の流動性の増大などの点でアメリカの証券市場ではおおむね好意的に受け止められた反面、マーケット・メーカーの収益が減少したことも報じられた。

ところが二〇一〇年代に入ると、ティックサイズを再び拡大すべきだとする議論が高まり始める。一見、時代の流れに逆行するような動きの背景には、アメリカの証券市場が不活発化しているのではないかという問題意識があった。当初は強い関心を持っていないように見えたSECであるが、市場関係者の危機意識を受けて、二年間に限って小型銘柄のティックサイズを拡大し、市場への影響を確認するという試験プログラムを二〇一六年から二年間にわたって実施した。

2 アメリカでのティックサイズ拡大をめぐる議論

アメリカ証券市場に対する危機意識の口火を切ったのは、IPOタスクフォースが二〇一一年一月に財務省に提出したレポートであった。⁽²⁾このレポートでは、アメリカの上場企業数は、一九九七年には八〇〇社を超えていたが、二〇一二年には四九〇社と半分近くに減少しており、上場企業数減少の原因の一つはIPOの減少であると指摘している。二〇〇〇年前後を境に、ディールサイズが五〇〇〇万ドル未満の小規模企業のIPOが大きく減少し、それにもなつてIPO全体が縮小したことが分かる(図表1)。加えて、起業からIPOまでの期間が延びていること、起業家がIPOによる株式公開を避け、他の企業に事業を売却することで創業者利得を得るケースが増加していることを指摘している。

レポートでは、小規模企業のIPO減少の背景として、サーベンス・オクスリー法をはじめとする証券市場の規制強化がIPOのコスト増大をもたらしていることや、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短期的な取引を重視する高速のHFT(ハイ・フリクエンシー・トレーディング)にシフトした結果、取引が流動性の高い大型銘柄に集中する傾向があること、小型のIPO銘柄をカバーするアナリストの減少によ

りリサーチレポートなどの情報が減少していることなどを挙げている。

この頃並行して、ティックサイズの縮小がIPO減少の原因になっているとする考えが広く論じられるようになった。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を小さくし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とするものである。

こうした民間の議論による後押しを受けて、二〇一二年四月には、JOBS法 (Jumpstart Our Business Startups Act) が成立した。この法律は、成長性のある小規模企業の支援を目的にしたもので、一定の条件を満たした小規模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。⁽³⁾ JOBS法では、こうした規制緩和措置とあわせて、SECに対してディスマライゼーションの影響についての議会報告を義務付けた。SECは、九〇日後に行った議会報告の中で、①ディスマライゼーション後にスプレッドが縮小したこと、しかし問題になっているナスダックの小型株については統計的に優位な縮小ではないこと、②板の厚み (depth) は平均的に減少したが、最良気配から数ティック分の累積した厚みには変化がないこと、③取引速度は上がっているが、機関投資家の大口取引の執行スピードは低下したこと、④取引サイズが特に流動性の高い銘柄で小口化したこと、⑤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、⑥これによる指値の減少は見られないが、一件あたりの取引量は小口化していること、キャンセルが増加していること、⑦注文回送には大きな変化が見られないこと、⑧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、⑨相対スプレッドが低下したことで、ブローカーの新株プロモーションのインセンティブが低下した可能性⁽⁴⁾があることを述べている。

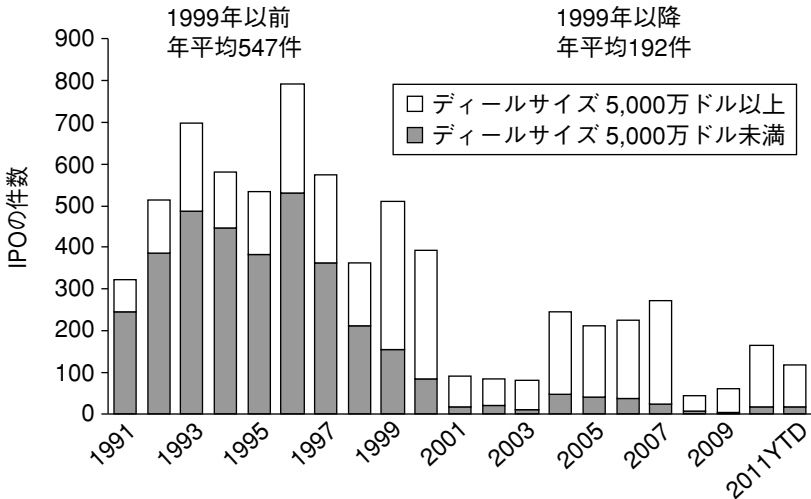
SECは、諸外国が流動性や時価総額などの銘柄特性に応じてティックサイズを変えている例を挙げて、一律

に一セントとしている点には見直しの余地があるとしつつも、IPO減少の原因は、資金調達の国際化により海外IPOが増加していることや、株式公開コストの大きさにも原因があり、ティックサイズだけがIPO減少の理由ではないとしている。

その後も、ティックサイズを拡大せよという議論はさらに高まったと見られ、二〇一三年に開催されたSECのラウンドテーブルでは、市場関係者を中心にIPO縮小を深刻に捉える意見が多く出され、ティックサイズの拡大についても議論されたことが報じられており、続いて諮問委員会でもマーケットメイクやアナリストレポートのカバレッジ拡大を含めた中小型株の取引インセンティブを高めることが流動性向上や資金調達に資することが議論された。

SECは、こうした動きを受けて、翌二〇一四年に、FINRAと取引所に対して小型銘柄のティックサイズを二年間にわたって拡大する試験プログラムを導入するためのルール改正を行うことを命じている。

図表1 規模別IPO件数



(出所) 注(2)

図表2 ティックサイズ拡大議論の経緯

2011.10	IPO Task Forceが米財務省にディシマライゼーションとIPO危機に関する問題提起レポートを提出
2012.4	JOBS Act (Jumpstart Our Business Startups Act) 成立 ディシマライゼーションと中小型銘柄のIPOとの関係についてSECが議会報告を行うことを義務付け
2012.7	SECによる議会報告 "Report to Congress on Decimalization"
2013.2	SEC Decimalization Roundtable開催 小型株のティックサイズを拡大することにおおむね賛成の意見多し
2013.3	SEC "Advisory Commission on Small and Emerging Companies"
2013.11	Small Cap Liquidity Reform Act H.R.3448成立。
2014.6	FINRAと取引所に対して12ヶ月のパイロットプログラム実施を命令。 "Order Directing the Exchanges and the Financial Industry Regulatory Authority To Submit a Tick Size Pilot Plan"
2014.8	FINRAと取引所がパイロットプログラムのためのルール改正をSECへ提出
2016.10	ティックサイズ拡大のパイロットプログラム実施（2年間）

3 試験プログラムの概要

ティックサイズを拡大するための試験プログラムは、二〇一四年六月に発表され、パブリックコメントなどの手続きを経て、予定より遅れて二〇一六年一月三日から段階的に実施された。

対象証券は、時価総額三〇億ドル以下、一日平均取引高一〇〇万株以下、終値と取引高加重平均株価（VWAP）が二ドル以上の株式とされ、総じて流動性の低い小型株が中心となっている。試験プログラムでは、対象となる約二四〇〇銘柄の株式を四つのグループに分け、①コントロール・グループは従来通りの一セント刻みの呼値で取引を行い、②第一グループは、気配提示のティックサイズは五セント刻みに拡大するが執行価格の刻みは従来通り一セント、③第二グループは気配提示、執行価格ともに五セント刻み、④第三グループは、第二グループと同じ条件でトレード・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、ダークプールと呼ばれる気配開示のない市場で取引所と同じか優れた価格での取引を禁じるルールであり、今回の試験プログラムで同時に実施されることになったものであるが、本稿の紹介では割愛する。

試験プログラムが二年間で終了した後、SECスタッフによる分

析レポートが発表され、結論としては、一部の結果を除いて、おむねティックサイズの拡大は市場の質に悪い影響を及ぼすというものであった。

ティックサイズを拡大したグループは、これまで通り一セントの呼値で取引を継続したコントロール・グループと比べて、スプレッド、ボラティリティ、価格効率性のどの指標で見ても市場の質が低下している。またグループ一と二を比較することで、気配の呼値と取引価格の刻みの影響の差を比較すると、気配の呼値のサイズを拡大したことの影響の方が大きい。

また、ティックサイズを拡大した方が市場の厚みは増加しており、市場の流動性が拡大しているように見えるが、厚みが増加したのは最良価格の部分だけであって、最良価格の外側五セントの範囲の厚みではむしろ縮小している。大口取引が行われる場合は、最良気配の外側の一定範囲までの厚みが必要であることを考えると、市場の質はむしろ低下したと見ることもできる。特に、小型銘柄であっても、試験プログラム前に比較的小さいスプレッドで取り引きされていた銘柄については、人為的にティックサイズを拡大したことは悪影響が大きかったことが分かる。

図表 3 試験プログラムの実証分析の概要

- ① ティックサイズを拡大したグループは、スプレッドの拡大、ボラティリティの増加、価格効率の低下が見られ、全体として市場の質が低下した。
- ② 市場の質の低下は、取引価格の呼値の拡大による影響だけでなく、むしろ気配の呼値の拡大によってもたらされた。
- ③ ティックサイズを拡大した3つの試験グループ全てで、最良気配で出されている注文の量である市場の厚み (depth) は増加した。しかし、最良気配の5セント範囲まで広くとった厚みで見ると、流動性はむしろ縮小した (ただしトレード・アット・ルールの影響を受けたものを除く)。
- ④ 最良気配の外側の厚みも増加したが、大口取引の取引コストの縮小にはつながらなかった。
- ⑤ 市場の質の低下は、試験プログラム前にスプレッドが5セントより小さかった銘柄についてはさらに悪化した。このことは、人為的にティックサイズを拡大したことによる銘柄の方が悪影響が大きいことを示している。

SECの今後の方針はまだ不明だが、以上の結果を受けると、ティックサイズの拡大は投資家にとっての利益が大きく、拡大のためのルール改正が実現する見込みは低いということができないのではないだろうか。

4 おわりに

売買スプレッドは、投資家とマーケット・メーカーとの間の利益の取り分を決める数字である。ティックサイズは、売買スプレッドの下限であるから、ティックサイズを拡大することは、マーケット・メーカーの利益を拡大することのように思えるが、それは投資家の利益を犠牲にすることにつながる。

また、マーケット・メーカーの収益を決めるのはあくまでも売買スプレッドであり、ティックサイズは呼値の最小を決めているだけである。流動性が低い、あるいはボラティリティが高い銘柄の取引においては、マーケット・メーカーは一定の流動性リスクなどのリスクを負うことから、リスクをカバーして市場機能を維持するために、適正な範囲まで売買スプレッドが拡大し、マーケット・メーカーもコストに見合う利益を確保できることが本来の市場のあり方だと考えられる。その点では、売買スプレッドの最小値であるティックサイズを人為的に拡大することでマーケット・メーカーの収益を守ろうとするのは見当外れであるように見える。

一方、高度なコンピュータを利用したHFTが登場し、高速・高頻度の取引が拡大し、投資家が小さなスプレッドから利益を得ようと競争を激化させた結果、大型・高流動性銘柄のスプレッドが限界まで縮小していることも事実である。その結果、小型・低流動性銘柄のマーケット・メイクのコスト負担が相対的に大きくなってしまっている可能性も否定できない。

SECは、試験プログラムで得られたデータを公開することから、引き続き研究者による実証研究

が発表されると考えられるので注視したい。

注

- (1) Securities Exchange Commission (2000) "Order Directing the Exchanges and NASD to Submit a Decimalization Implementation Plan" Release No. 34-42360, Jan. 2000
- (2) IPO Task Force (2011) "Rebuilding the IPO On-Ramp Putting Emerging Companies, Investors and the Job Market Back on the Road to Growth", October 20, 2011
- (3) JOBS法に関する詳細は、中村聡「米国JOBS法による証券規制の変革」『金融商品取引法研究会記録』第四〇巻、日本証券経済研究所、二〇一三年一月。その後のJOBS法改正と米国のIPO活性化策については、岡田功太「米国の株式公開市場の活性化に係る施策を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2018 Autumn参照。
- (4) 清水葉子(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。
- (5) Edwin Hu, Paul Hughes, John Ritter, Parti Vegella and Hao Zhang (2018) "Tick Size Pilot Plan and Market Quality"

(しみず ようじ・客員研究員)