

SECゲンスラー委員長のスピーチと「オークション」

志馬 祥紀

1 はじめに

米国では、SEC委員長の講演内容が話題を呼んでいる。その理由として、SECが、株式市場における手数料「無料」取引について、改革を検討しているためとの報道がある。

本稿では、当該スピーチにおける改革に関する提案部分を紹介し、その改革上の選択肢とされるオプション市場における「オークション」制度が実際にどのように運営されているかを説明し、オークションに対する肯定的あるいは否定的な見解について紹介する。その上で、「オークション」が有効に機能するために、クリアすべき論点を説明する。

2 SECゲンスラー委員長のスピーチ

(1) 内容

二〇二二年六月八日、米SECゲイリー・ゲンスラー委員長の講演「市場の構造 (Market Structure) と個人投資家」、米投資銀行パイパー・サンドラーのグローバル取引所コンファレンスにおける発言 (スピーチ翻訳は末尾の「SECゲンスラー委員長のスピーチ」を参照⁽¹⁾⁽²⁾)。

(2) スピーチにおける「オークション」の位置づけ

① 取り上げられた六つの論点

まず、スピーチが全体として関心のある領域として挙げたのが、ダークプールやホールセラーを通じた取引に関する内容である。

米国の株式取引における顧客注文の取り扱い（オーダー・ハンドリング）と執行に関連するナショナル・マーケット・システムの規則は、二〇〇五年以来、主要な部分を更新していないとの問題認識がある。

そこで委員長からスタッフに対し、「特に個人投資家のために、いかにして規則を更新し、株式市場の効率性を高めることができるか」を、市場横断的かつ総合的な観点から検討するよう要請を行った。

具体的には同作業について、「市場の値刻み」「ナショナル・ベスト・ビッド・アンド・オファー（最良売買気配、NBBO）」「注文執行品質の開示」「最良執行」「注文毎の競争」「ペイメント・フォー・オーダー・フロー、取引所リベート、関連アクセス料」の六つの論点を取り上げて説明が行われた。

(3) 本稿で取り上げる論点とゲンスラー委員長の主張の要点…注文毎の競争強化手段としての「オークション」
ゲンスラー委員長のスピーチ中、本稿で注目する論点は、「注文毎の競争」である。

当該部分の要旨として、まずSECは個人投資家の注文について、注文毎に競争の促進方法について検討している。

個人投資家（リテール投資家）の即時執行性のある注文（marketable order）の大半は、（取引所市場に回送されず）注文の回送に対してペイメント・フォー・オーダー・フロー（PFOF）を支払うホールセラーに回送

されている（さらに、この注文の流れの細分化は、年金基金などの機関投資家の注文が、（個人投資家等の）注文フローと直接、マッチング・執行しないことを意味している）。

この細分化により、リテール注文は分離されて処理されており、（取引所取引のように）注文毎に競争にさらされる注文には、リテール投資家に利益をもたらしていない。

一方、この細分化によって、個人投資家はNBBOよりも若干良い価格を受け取ることができる、という指摘もあるが、競争なき価格改善は、必ずしも最良の価格改善とは言えない。

ホールセラーは、「価格改善」によって投資家に還元している以上に利益を得ている可能性がある。さらに、現行のNBBOにはギャップがあり、公平な競争条件を示していない可能性がある。その結果、個人投資家が完全に競争的な価格を受け取っているか否かを評価する正確な基準とはなり得ない。

そこで、私（IIゲンスラー委員長）はスタッフに、個々の注文毎の競争を強化する方法について、委員会の検討に資する提案を行うよう要請した。

この個人投資家注文についての競争は、投資家が中間値またはそれ以上の価格を得られない限り、オープンで透明性の高いオークションやその他の手段で行うことができる。

上場オプション取引所では、長年にわたり個人注文のためのオークションが運営されてきた。

私は、株式オークションに関する提案を検討する際に、オプション市場の教訓を生かし、個人投資家に最良の価格を提供するために、すべての市場参加者間の完全な競争を確保することに重点を置くようスタッフに求めている。

以上が、スピーチにおける発言の要旨であるが、最も注目されるのは、個々の注文毎の競争を強化する手段と

してオプション市場における「オークション」取引を挙げている点である。

3 オプション市場におけるオークション

(1) オプションの概要

ゲンスラー委員長のスピーチにおいて言及されたオプション市場における「オークション」について、以下概要を説明する。同制度は取引所によって「オークション」「価格改善メカニズム(PIM)」等、呼称は異なるが、内容はほぼ同様である。

オークションは、価格改善メカニズムと呼ばれることもあるように、多くの場合、顧客の注文が、NBBOよりも同じあるいはそれ以上に有利な価格で執行されている。

注文の流れとしては、個人投資家が、個人投資家を対象顧客とするリテール・ブローカーに発注した注文は、通常、ホールセラーとよばれる大手ブローカー・ディーラーに回送される。

オークションは、個人投資家がリテール・ブローカーに発注する際に、「オークションによる注文執行」を希望することで取引が行われる。

取引所の会員であるホールセラーは、「顧客」と表示される個人投資家注文を、取引所にマークして提出し、オークション・プロセスが開始される。

具体的には、ホールセラーは、取引所に当該顧客注文を回送する際に、自らが資本関係を有する、あるいは契約関係を有する提携マーケットメイカーについて、顧客注文のペア注文として合致(マッチ)する価格を指定して、(当該マーケットメイカー経由で)取引所に送信する。その際、当該ホールセラーと提携したマーケットメ

イカー（提携マーケットメイカー、取引所に注文を持ち込む時点で「イニシエーティング・メンバー」とも称される）は、自己勘定で、ホールセラーから指示された価格で、顧客注文とペアになる注文をセット化して、取引所に回送する（ペア化されたマーケットメイカーの自己勘定注文は「コントラ・サイド注文」として取引所に認識される）。

取引所は、取引所の提供するシステム上で「オークション」を開始し、多くの場合一〇〇ミリ秒以内に取引が終了する（オークション・プロセスの実例詳細は次節を参照）。

オプション取引を発注した顧客（個人投資家）は、オークションの開催後、ブローカー経由で、自らの注文執行状況について、価格改善結果を含めた詳細が確認可能である。

なお、オークションにおいては、多くの取引所で注文を取引所に持ち込む提携マーケットメイカーとその自己勘定注文については、取引所のオークションで特別な以下のような待遇が設定されていることが多い。

オークション時に、提携マーケットメイカーが最も有利な価格で顧客注文に対してマッチした価格を提出（レスポンス）した回答をした場合、他の回答者（一社）が同価格の注文を提出していた場合、提携マーケットメイカーは五〇%の割り当てを受ける（他の複数のオークション回答者が存在する場合は、四〇%の割り当てが保証されている）。

また、提携マーケットメイカーは、オークションに参加した他のマーケットメイカーよりも低い手数料が課せられており、大半の取引所では、コントラ・サイド注文の執行手数料としては、約定一件につき〇・〇五ドルが課せられる。

一方、（注文を持ち込んだ提携マーケットメイカー以外の）マーケットメイカーやブローカー・ディーラーが

顧客注文に対して、注文を提出し約定した場合は、その約定一件について〇・五〇ドルが課金される。

(これら提携マーケットメイカーの執行割当保証や課金される手数料水準が他のマーケットメイカー等と異なる点については、本稿の後半で詳しく論じる)。

(2) CBOEにおけるオークション事例

本節では、オークション取引について代表的取引所であるCBOEにおけるオークション事例を紹介する(詳細はCBOE(二〇二一)を参照)。

CBOEでは、オークションをシステム(Automated Improvement Mechanism(AIM))上で行い、そのプロセスは自動化されている。

AIMにおけるオークション時間は通常取引時間帯(RTH)の午前九時三〇分から午後四時一五分(東部標準時)中であり、この時間内にオークション情報をリアルタイムで配信・実効している。

オークション開始に際し、CBOEメンバーは顧客注文及び顧客注文に対応するメンバーの自己注文の両建ての新規注文のクロスメッセージをAIMに送信することで、AIMオークションを開始する。

両建て注文には、シンボル(銘柄)、価格、数量に加え、顧客側とコントラ・サイド(顧客注文を持ち込んだメンバー)の関連情報が含まれる。AIMにおけるオークションでは、顧客側の一注文につき、最大一〇人のレスポンスを提示した会員が参加可能である。

(顧客注文をホールセラーから受け取り、自己勘定注文(コントラ・サイド注文)とペア化してオークションを開始する)イニシエーティング・メンバーは、最良価格にペア注文価格を調整するAIMの自動付け合わせ機

能を選択できる。選択した場合、イニシエーティング・メンバーは、各価格帯で発注された全ての注文とレスポンスの合計サイズに相当する数の取引量を割り当てられる。

A I M オークションにおいて、取引する参加者がイニシエーション・メンバーを含めて二名の場合、イニシエーション・メンバーは顧客注文のうち注文数量の五〇％が割り当てられ、自己勘定注文に対して執行する。

オークション参加者が、イニシエーティング・メンバーを含めて二名以上いる場合、イニシエーティング・メンバーは残りの注文数量の四〇％が割り当てられる。そして顧客注文の残りの部分は、オークションに参加したマーケットメイカー、ブローカー・ディーラー間で按分して取引される。

A I M においては、取引所においてよりスプレッドの狭い状況を形成するためのインセンティブとして、オークション開始時に N B B O で対応する注文を出したマーケットメイカー等には、同価格での他の注文に先行して執行される優先権が付与される。

以下では、C B O E が説明している具体的事例を紹介して、A I M におけるオークション状況を説明する。

この例 1 は、標準的な事例である。顧客注文に対し、オークションにおいて、複数の価格で対応する注文が発生（レスポンス）。顧客の買い注文

例 1 標準的な事例

Market	Order	Responses	Result/Allocations
NBBO .97 X 1.03	Agency Side: Buy 100 @ 1.02 AIM	Other Responses: Sell 10 @ 1.00 MM1 Sell 20 @ 1.01 MM2	Trade: 10 @ 1.00 MM1 20 @ 1.01 MM2
Cboe BBO .95 X 1.03	Contra Side: Sell 100 @ 1.02	Sell 50 @ 1.02 BD1 Sell 40 @ 1.02 BD2	28 @ 1.02 Contra 23 @ 1.02 BD1 19 @ 1.02 BD2
	Expose Order		Cancel: 72 @ 1.02 Contra 27 @ 1.02 BD1 21 @ 1.02 BD2

に対し、コントラ注文及びオークションで提示された売り注文が、値段の優先するものから顧客の買い注文とマッチ・執行され、次いで複数の同じ値段の買い注文と執行される。この場合、注文を持ち込んだマーケットメイカー（イニシエーティング・メンバー）のコントラ・サイド注文について、残高の四割が割り当てられ、残りは複数の同値の買い注文に対して、その注文量に基づき按分（プロラタ）されて執行される。

顧客の買い注文（Agency Side、1・011ドル）100枚）について、ホールセラーと提携して取引所市場に注文を持ち込んだ「提携マーケットメイカー（イニシエーティング・メンバー）」が、コントラ・サイド注文（1・02ドルで売り1000単位）をペア化して、オークションを開始する。

オークションに参加した他のメンバー中、マーケットメイカー（MM1）の1・000ドルの売り100枚が執行。次いでMM2の1・010ドルでの売り200枚が執行（残り70枚）、60枚のうちコントラ注文に対し40%を

<各注文の表示状況>

時点	顧客の買い注文	買い注文に対するオークションの売り注文
1	買い：1.02ドル 数量：100枚	—
1		顧客注文を受けたイニシエート・ブローカーのコントラ注文 売り：1.02ドル 数量：100枚
オークション実施		
2		レスポンス：マーケットメイカーMM1による注文 売り：1.00ドル 数量：10枚
2		レスポンス：マーケットメイカーMM2による注文 売り：1.01ドル 数量：20枚
2		レスポンス：ブローカーBD1による注文 売り：1.02ドル 数量：50枚
2		レスポンス：ブローカーBD2による注文 売り：1.02ドル 数量：40枚

<執行順・状況>

執行順	顧客注文	対応する売り注文	顧客注文の未執行残高
1	買い：1.02ドル 数量：100枚	レスポンス：MM1による注文 売り：1.00ドル 10枚（→価格が最有利）	90枚
2		レスポンス：MM2による注文 売り：1.01ドル 数量：20枚（→価格が2番目に有利）	70枚
3		顧客注文を受けたイニシエート・ブローカーの コントラ注文 売り：1.02ドル 数量：28枚（該当数量の4割を取得） （ $= (100 - 10 - 20) \times 40\%$ ）	42枚
4		レスポンス：ブローカーBD1による注文 売り：1.02ドル 数量：23枚 （残り42枚をBD1・BD2で比例配分）	19枚
4		レスポンス：ブローカーBD2による注文 売り：1.02ドル 数量：19枚 （残り42枚をBD1・BD2で比例配分）	0枚

例2 比例配分の例（パリティ・アロケーション）

Market	Order	Responses	Result/Allocations
NBBO .97 X 1.03	Agency Side: Buy 100 @ 1.02 AIM	Other Responses: Sell 100 @ 1.02 MM1	Trade: 50 @ 1.02 Contra 50 @ 1.02 MM1
Choe BBO .95 X 1.03	Contra Side: Sell 100 @ 1.02 Expose Order		Cancel: 50 @ 1.02 MM1 50 @ 1.02 Contra

割り当て、二八枚を執行（残り四二枚）、他のブローカー・ディーラー（BD）1の五〇枚、BD2の四〇枚を比例配分、（BD1が二三枚（ $\parallel 25 \times 5/9$ ）、BD2が一九枚（ $\parallel 42 \times 4/9$ ）となる）を執行する。

例2では、顧客注文に対応する注文は、コントラ・サイド注文以外には、他の会員からの一件のみの事例を説明している。

顧客注文の内容は、買い注文（一・〇二ドルで一〇〇枚）に対して、コントラ・サイド注文及び

例3 対応する既存の顧客注文の優先例

Market	Order	Responses	Result/Allocations
NBBO .97 X 1.03	Agency Side: Buy 100 @ 1.03 AIM	Other Responses: Sell 50 @ 1.03 MM1 Sell 20 @ 1.03 MM2	Trade: 10 @ 1.03 CUST 36 @ 1.03 Contra 39 @ 1.03 MM1 15 @ 1.03 MM2
Cboe BBO .95 X 1.03 (10)	Contra Side: Sell 100 @ 1.03		Cancel: 64 @ 1.03 Contra 11 @ 1.03 MM1 5 @ 1.03 MM2
CUST on Offer Sell 10 @ 1.03	Expose Order		

マーケットメイカーによる注文は共に売り注文（一・〇二ドルで一〇〇単位）である。売り注文の条件が等しいことから、顧客注文に対する割り当ては、比例配分（パリティ・アロケーション）となり、コントラ・サイド及びマーケットメイカーには各五〇単位の注文が割り当て・執行される（この場合、コントラ・サイドの比率は、四〇％ではなく、パリティを保つために五〇％となる）。

例3は、顧客注文に対応する注文として、他の顧客注文がすでに市場で提示されている事例である。

まず顧客の注文（Agency Side、一・〇三ドルで買、一〇〇枚）に対して、他の顧客注文（CUST、一・〇三ドルで売り、一〇枚）が存在し、その条件はコントラ・サイド注文（一・〇三ドルで売り、一〇〇枚）、他のマーケットメイカー（MM1及びMM2）の注文（一・〇三ドルで売り五〇枚及び二〇枚）と等しい。

この場合、既存の顧客（CUST）注文が優先され、当該一〇枚の注文が執行された後、残り九〇枚（一〇〇ー一〇枚）のうち四〇％がイニシエーティング・メンバーに割り当て・執行され（三六枚が執行）、残り五四枚についてマーケットメイカー（MM1及びMM2）間で案分・執行される。

例4は、顧客注文と対応するコントラ・サイド注文以外には、同取引所内

例4 他市場で、顧客注文に対応する有利な既存の注文が存在・同じ市場におけるレスポンスが無く、他市場への顧客注文の回送・執行 (Sweep & AIM Auction)

Market	Order	Responses	Result/Allocations
NBBO 1.20 X 1.30 BZX @ 1.30 (10) ISE @ 1.30 (10) MIAX @ 1.31 (10) ARCA @ 1.31 (10) PHLX @ 1.32 (10) Cboe BBO 1.20 X 1.35	Agency Side: Buy 100 @ 1.32 Sweep & AIM Contra Side: Sell 100 @ 1.32 Expose Order	Other Responses: None	Sweep: BZX 10 @ 1.30 ISE 10 @ 1.30 MIAX 10 @ 1.31 ARCA 10 @ 1.31 AIM ISO (60): 60 vs. Contra @ 1.32 Cancel: 40 Contra

での他のブローカー・ディーラーからの注文が無いが、他の取引所市場にはコントラ・サイド注文より優れた注文が存在する事例である。取引所は、AIMオークションが開始される前に、より良い価格で表示されている他市場の気配と、CBOEにおける気配を提示、価格改善の機会を求め該当取引所に注文を流すことで、会員の顧客注文の流れを促進する。

この事例の場合、他の取引所市場へ注文を回送（スイープ）・執行し、一部の注文についてはAIMオークションの結果として、コントラ・サイド注文と合致・執行する点に特徴がある。

顧客の注文（買い注文、一・三三ドルで一〇〇枚）に対しコントラ・サイド注文（売り注文、一・三三ドルで一〇〇枚）が対としてオークションに提出される。この時点で、他の四取引所市場において有利な売り注文が存在している（BZXは一・三〇ドルで売り注文一〇枚、ISEは一・三〇ドルで売り注文一〇枚、MIAXは一・三三ドルで売り注文一〇枚、ARCAは一・三二ドルで売り注文一〇枚）。なお、PHLXはコントラ・サイド注文と同値であり、顧客に有利ではないため、無視される。

これら顧客に有利な他市場での既存注文（BZE、ISE、MIA

X、Arcaの各一〇枚、合計四〇枚）注文に対して、顧客注文中四〇枚が執行され、顧客の残りの六〇枚については、コントラ・サイドの注文について執行される。

このように、(CBOEのオークションにおいて顧客に有利な注文が出されず)顧客に有利な注文が他市場に存在する場合は、他市場に顧客注文が回送され、それ以外の注文についてはコントラ・サイド注文が優先される。

(3) オークションに関する評価（肯定的見解）

近年、米国の株式オプション取引所では、「オークション」が普及し、マーケットメイカー制を導入しているオプション市場を中心に、「オークション」制度が導入されている取引所が一一存在（Nasdaq BX、ISE、ISE Gemini、CBOE、Arca、BOX等。詳しくは志馬（二〇二〇）参照）。同制度は、見落とされがちであるが、市場構造において重要な位置を占めている。

オークションでは、注文回送を提供するホールセラーが、NBBO (National Best Bid and Offer) よりも約定価格を改善することを意図して、リテールの即時性のある (marketable) 注文をオークションにかけることが可能であり、理論的には、同制度は競争と価格改善のためのシンプルな場を提供している。

実際に、オークションが実施された場合、リテール注文は表示されているNBBOよりも良い約定価格を受け取る機会が提供されることが多い。

このようにオークションについては、マーケットメイカー制度を補完し、顧客により有利な注文執行の場を提供するものとして、一般には肯定的にとらえられている。

(4) オークションに関する評価（批判的見解）

オークションに関しては、実務家を中心とした批判が存在する。以下では、二つの論点を中心に批判的見解を紹介する。

① マーケットメイカーの寡占状況

多数の取引所市場に細分化されたオプション市場へのアクセスは、市場参加者に参入負担の拡大をもたらしている。中小規模のマーケットメイカーの集約化が進み、複数の取引所において一つの株式・ETF銘柄に複数のマーケットメイカーの兼任が可能とされた結果、現在ではホールセラーと提携する四社のマーケットメイカーが、対象となる一の取引所において、オプションの対象株式・ETFの四万銘柄の八四%のマーケットメイカー（スペシャリスト、プライマリー・マーケットメイカー）に任命されている。また、これら四社でリテール市場の八〇%を占めると推測される（二〇二一年五月時点、Optivar (2021b)）。

また、特定のマーケットメイカーを資本系列（あるいは契約関係を有する）に持つホールセラーがリテール・ブローカーから個人投資家注文フローを受け取る場合、ホールセラーは個人注文フローの回送先について、複数のマッチング・モデルを選択可能であり、他の市場参加者が同フローを獲得するための競争力の制限や排除が可能となる。

このような寡占的条件下において、マーケットメイカー間の競争（価格改善）がどれだけ進展するかは疑問であり、むしろマーケットメイカー間で、売買気配スプレッドが一定割合以下に縮小しないように調整する協調的行動へのインセンティブの発生が懸念される。

(参考) S. Bryzgalova et. al (2022)による分析

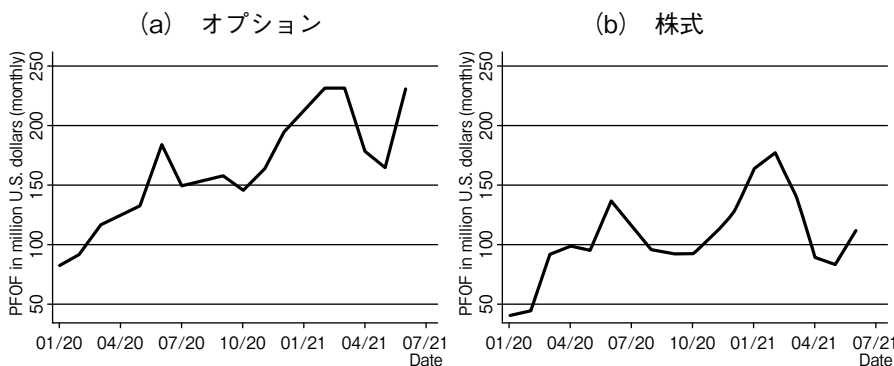
図1は、SECによるPFOFの詳細な報告義務化以降、分析対象に含まれる米国のリテール証券会社が受け取ったPFOF金額を示している。オプション取引のPFOFは、サンプルの各四半期において、株式取引のPFOFを大きく上回っている。一般に、オプション取引所のビッド・アスク・スプレッドは証券取引所の株式よりもかなり高く、リテールの売買注文を受けるマーケットメイカーは、オプション取引の実行によってより多くの利益を得ている。

手数料ゼロ・モデルの成功とリテール取引の拡大により、(新規ホルセラールの新規参入も拡大しているが)、市場の集中度は高く、米国の証券会社が受け取るPFOF全体の九〇%以上を上位五社のPFOFプロバイダーが占める(図2参照)。とりわけ上位三社(Citadel、Susquehanna、Wolverine)のシェアは、二〇二〇年初めの七〇%から二〇二一年第二四半期には八五%近くまで上昇している。

② 取引所を含む制度設計状況

現在のオークション制度は、過度に複雑で反競争的であり、しばしば投資家にとって「最良(best)の価格ではなく、より良い(better)価

図1 ペイメント・フォー・オーダー・フローの推移
(オプション(a)及び株式(b)、月次)



格をもたらす」ことがあるとの批判がある。

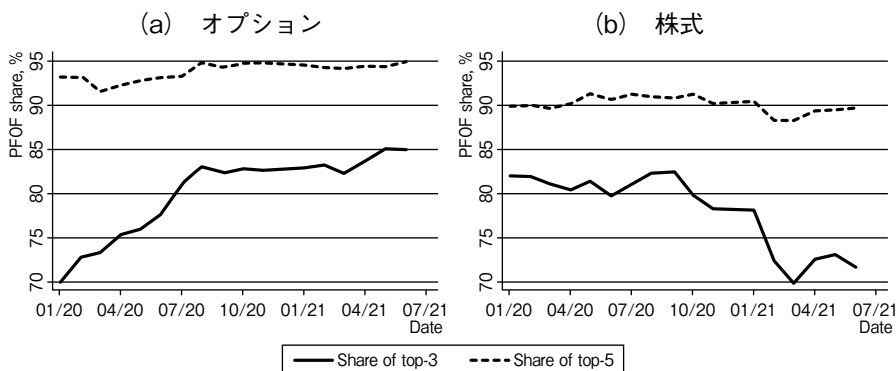
同制度は、実際には提携マーケットメイカーを持つホールセラーに注文回送における中心的役割を与えることで、オークションから大きな利益を得ている。ホールセラーは、回送の決定を選択的に集中させることで、個人投資家注文を提携マーケットメイカーがコントラ・サイド注文として最大限執行する（事実上の内部化）可能性を最大限に高め、価格改善の程度を最小限に抑えることが可能である。

また、これらのメカニズムは、ホールセラーとの提携関係を有しない独立系のマーケットメイカーについて、取引所がオークションへ参加するために過大な負担を請求していることから、その競争力を制限している。

（またマーケットメイカーは、PFOFをマーケティング費用として取引所に支払わなければならない、取引所はその一部をホールセラーにリベートとして分配し、リテール・ブローカーへの支払いを補助している。具体例は以下を参照。その他、ホールセラーと提携するマーケットメイカーの特権が存在するが、詳細は志馬（二〇二二）を参照）。

このように提携ホールセラーを有するマーケットメイカーと他の独立系マーケットメイカー間での競争条件が平等ではなく、売買スプレッド

図2 PFOFにおける市場の集中度
（オプション(a)及び株式(b)、月次)



に関する本格的な価格競争が発生しない（あるいはできない）懸念が存在している。

（参考）ホールセラー提携マーケットメイカーが他のマーケットメイカーから優遇されている一例

ホールセラーは、取引所からのマーケティング・フィー受け取りに加えて、顧客注文のペアとなる提携マーケットメイカーのレスポンスが、非提携マーケットメイカーの執行するレスポンスによって執行されなかった（ブレイクアップされた）場合、取引所から手数料クレジットを受け取る。

取引所がホールセラーに支払うこれらクレジットは、未提携のマーケットメイカーが負担する高額なオークション・レスポンス・フィーで賄われている。ホールセラーへの支払いに充てるために、大半の取引所ではコントラ・レスポンス・フィーを徴収している。

ホールセラーと提携しているマーケットメイカーのレスポンスに対して、取引所は執行された一取引あたり〇・五ドルが課金される。それ以外の（独立系マーケットメイカー等からの）無関係なレスポンスに対しては、一取引あたり〇・五〇ドルが課金される。

このような非対称的な料金体系は、非系列の競争相手よりもコスト面で優位に立っているホールセラー提携マーケットメイカーに直接報酬を与えることになり、競争の障壁となっている。

オークションに参加する可能性のある大多数の参加者は、（ホールセラーと提携しているマーケットメイカーの）約一〇倍の手数を負担することから、顧客注文の価格を最大限に改善できる可能性が低くなる。当該コストの特徴は、マーケットメイカー間に偏った競争条件をもたらし、個人投資家のスプレッドを広げる結果をもたらし得る。

「オークション」は、全ての小口注文を全市場参加者の間での価格競争に開放することを目的としているが、現在の構造では、これらのメカニズムは「最大限の」価格改善を妨げ、本質的には、ホールセラーの内部分化メカニズムとして機能している。

なお、オークションにおいて、価格改善を行う（ホールセラーと提携していない）マーケットメイカーへの手数料がなければ、取引所は取引で赤字になることが多く、それらマーケットメイカーはホールセール部門を有しないことが多い。

4 おわりに

此度のゲンスラー委員長のスピーチ内容については、米国証券市場全体の制度的な見直しに言及している。スピーチの方向性に基づき、証券市場の制度や規制が変更される場合は、きわめて大規模な変化が証券市場にもたらされると想像される一方で、それほどの改革が実現可能なのかという疑問もある。

同スピーチ中において、株式市場における個人投資家注文の注文毎の競争を考える際に、オプション市場における「オークション（価格改善メカニズム）」を参考とする旨が述べられている。

しかし、オプション市場のオークションの実態を見ると、個人投資家の受け取る価格改善の可能性については、注意すべき点や修正されるべき点が多く存在している。

オプション市場における「オークション」制度は、投資家について、NBB0よりも「有利な」価格を提供し得る制度であることが確認されている。しかし、その価格が「最上の」価格であるか否かは保証の限りではなく、それを把握するための透明性や客観的な情報公開制度などの規制環境が未整備な点も多く存在する。

さらに、オークション制度の前提となる、顧客注文に対する対応注文（レスポンス）を提供するマーケットメイカー間において、競争条件が揃っていない（マーケットメイカーの費用構造や、市場の寡占度等）という、経済学の想定する「競争的市場」条件が欠如しているとの指摘もある。こうした点については、オプション市場はもちろんのこと、株式市場において同種制度を移植する場合には、考慮される必要がある。また、これら論点にかかる制度を見直すことで、より健全かつ透明性と競争力の高い市場を実現化し、全投資家にとってより良い価格設定が可能となろう。

ゲンスラー委員長のスピーチの方向性を考えれば、オプション市場におけるこれら議論内容を踏まえた上で、オプション市場はもとより、株式市場の改革も検討されると思われる面もあり、今後のSECの提案が期待される。

注

(1) 本文は (Gensler (2022)) を参照。

(2) 当該スピーチに対する反論も活発である。代表的なものとしてShah Gilaniのコラム (Gilani (2022)) がある。

参考文献

- ・ CBOE, "US Options Auction Process", Version 11.14, December 16, 2021, (US Options Auction Process, (https://cdn.cboe.com/resources/membership/US_Options_Auction_Process_Specification.pdf))
- ・ Gary Gensler, "Market Structure and the Retail Investor:" Remarks Before the Piper Sandler Global Exchange Conference".

- June 8, 2022, SEC, (<https://www.sec.gov/news/speech/gensler-remarks-piper-sandler-global-exchange-conference-060822>)
- Gilani, Shah, "How to Profit from the SEC's Latest Threat to Retail Trading" June 20, 2022, (<https://moneymorning.com/2022/06/20/how-to-profit-from-the-secs-latest-threat-to-retail-trading/>)
- Svetlana Bryzgalova, Anna Pavlova, and Taisiya Sikorskaya, "Retail Trading in Options and the Rise of the Big Three Wholesalers", June 12, 2022, (http://faculty.london.edu/apavlova/Bryzgalova_Pavlova_Sikorskaya_2022.pdf)
- Optiver (2021a), "The US equity options market is overdue for an update", Optivar, August 11, 2021, (<https://www.optiver.com/insights/blog/the-us-equity-options-market-is-overdue-for-an-update/>)
- Optivar (2021b), "Price improvement mechanisms provide an opportunity for retail orders to receive a better execution price than the displayed NBBO. However, the current model is overly complicated, anti-competitive and often results in a better price but not the best price", Optivar, August 11, 2021, (<https://www.optiver.com/insights/blog/improving-the-price-improvement-model/>)
- 志馬祥紀「米国オープン取引所の現状と歴史」証研レポート（一七二八号）、公益財団法人証券経済研究所、二〇二二年一〇月
- 志馬祥紀「米国株式オープン市場におけるP F O Fを巡る議論—その始まりから現在まで—」証研レポート（一七三〇号）、公益財団法人証券経済研究所、二〇二二年二月
- 志馬祥紀、「米国オープン市場におけるメイカー・テイカー制度をめぐる議論と状況」、証研レポート（一七三二号）、公益財団法人証券経済研究所、二〇二二年六月

参考…ゲンスラー SEC 委員長のスピーチ「マーケット・ストラクチャーとリテール投資家」(抄訳) June 8, 2022

リッチ(レペット)さん、丁寧な紹介をありがとうございました。またご一緒できることをうれしく思います。

いつものように、私の見解は私個人のものであり、仲間の委員や SEC のスタッフを代表して発言しているわけではないことをお断りしておきます。

リッチ、昨年のカンファレンスで、あなたと私は、テクノロジーがいかに株式市場を変貌させ、今も変貌させ続けているかについて話しましたね。

その結果、いくつかの良いことが起きています。例えば、個人投資家が過去にないほど市場にアクセスできるようになったことです。

しかし、このような技術革新は、市場の細分化、集中化、潜在的な非効率性などの課題にもつながっています。

現在、ホールセラー、ダークプール、取引所など、市場のさまざまな部分の間で公平な競争が行われていない。

さらに、市場はますます見えにくくなっている。

二〇〇九年、取引所外取引は米国株の取引高の四分の一を占めた。昨年、ミームストックのイベントがあったとき、その割合はピーク時で四七%に膨れ上がった。

さらに、リテール市場の注文の九〇%以上は、このリテール市場の注文フローに対価を支払う、少数の集中したホールセラーに回送されている。

このように市場が細分化され、集中化され、不平等な競争下にある現在のナショナル・マーケット・システムが、投資家にとって可能な限り公正で競争的なものであるとは言い切れません。

昨年のミーム株イベントに関する最近の報告書の中で、SEC スタッフは、株式市場全体における我々の三つのミッションを推

進するという観点から、検討すべき四つの分野について述べています。

現在までに、委員会はそのうちの二つの項目、決済サイクルの短縮と空売りの情報開示の強化に関する提案を発表しています。

また、デジタル・エンゲージメントの実践に関する意見募集も行っています。

今日は、スタッフから挙がったもう一つの項目に注目したいと思います。「ダークプールやホールセラーを通じた取引」です。

特にオーダー・ハンドリングと執行に関連するナショナル・マーケット・システムのルールは、二〇〇五年以来、主要な部分を更新していません。

そこで昨年、私はスタッフに対し、特に個人投資家のために、いかにして規則を更新し、株式市場の効率性を高めることができ
るかを、市場横断的かつ総合的な観点から検討するよう要請しました。

今日は、その作業について、六つの分野にわたって説明したいと思います…

最小値刻み

ナショナル・ベスト・ビッド・アンド・オファー

注文執行品質の開示

最良執行

注文毎の競争

ペイメント・フォー・オーダーフロー、取引所リベート、関連アクセス料

最小値刻み

まず、有価証券が値付けされる最小単位、いわゆるティックサイズについて説明したいと思います。

現在、異なる取引場所の間で公平な競争が行われているとは言えません。様々な格差がありますが、特に注目したのはティックサイズです。

ライトマーケットで、投資家は一円単位でしか価格を見ることができない。しかし、ホールセラーは、一円以下の価格でも注文を受けることができ、オープンな競争もない。

今年一〜五月の出来高の半分以上がティックサイズに制約された銘柄であった。一方、1/10ペニーを含むサブ・ペニー取引は、取引所外で執行される出来高の三七%を占めている。

このような活動を考えると、なぜライトマーケットに一ペニーの制約があるのか疑問です。この仕組みが公正であり、競争を促進するのに最適なものであるかどうか、真の疑問が生じます。なぜ、すべての取引場所が一円ペニー未満の単位で約定する機会を等しく持てるようにしないのでしょうか。

そこで、ティックサイズに関する二つの側面について、委員会が検討するための提案を行うようスタッフに要請しました。

これには、第一に、異なるマーケットセンター間でティックサイズを調和させ、すべての取引が最小の単位で行われるようにすることが含まれます。

第二に、取引所外のサブ・ペニー取引の膨大な量と、取引所のリテール流動性プログラムで現在認められていることを考慮し、取引所外の活動により合致するように最小ティックサイズを縮小する可能性があります。

ナショナル・ベスト・ビッド・アンド・オファー

次に、N B B O (National Best Bid and Offer) について説明します。

N B B Oは、異なる取引所間の情報を集約するために設計された気配です。投資家に取引前の重要な透明性を提供します。これ

らの株式は、オーダープロテクションルールの対象となります。

私はスタッフに、NBBOに関連する三つの問題を検討するように依頼しました。問題は、NBBOに何が含まれ、何が除外されているかということです。

まず、NBBOには現在、一〇〇株以上の気配値である単位株（ラウンドロット）と呼ばれるものしか含まれていません。

それは、いくつかの決定的なギャップを残しているようです。取引・気配値データを用いたスタッフの計算では、二〇一四年一月には約一五%だった端株ロットが、二〇二二年三月には取引の五五%以上に増加したことが判明しています。

個人投資家、つまり端株ロットで売買する可能性が高い投資家は、この価格を見ることができない。

二〇二〇年、委員会は市場インフラストラクチャー規則を採用し、これは最近法廷で支持されました。

この規則では、ラウンドロットの定義が新たに設けられ、株価に応じて、一〇〇株から一株の間のどこにでもなることができるようになりました。

また、端株ロットの情報をコアマーケットデータに追加しました。

移行スケジュールでは、新しいラウンドロットの導入は数年先になる可能性があります。そこで、新しいラウンドロットの定義の導入を早めることができないか検討するよう、スタッフに依頼しました。

また、インフラストラクチャー・ルールは、残りの端株ロットの気配情報の透明性を向上させました。

私はスタッフに対し、インフラストラクチャー・ルールのこの部分についても、実施を早めるかどうか検討するよう要請しました。

これらのスケジュールを早めることで、個人投資家がより早くより良い価格を目にすることができるようになると私は考えています。

第三に、投資家が株式の数量に関係なく市場で得られる最良の価格を知ることができるよう、端株のベストビッドとオフアーを設けるべきかについても検討するようスタッフに要請した。

注文執行品質の開示

次に、個人投資家が証券会社の執行品質を比較する能力をどのように高めることができるかを考えてみたいと思います。

今日、個人投資家は、ブローカーが顧客にどの程度の価格改善を提供しているかなど、ブローカー間の執行を比較することができません。

それは、ダークプール、ホールセラー、取引所などの「マーケットセンター」だけが、毎月の規則六〇五レポートでこれらの情報を提供することが義務付けられているからです。

さらに、この規則は二〇〇〇年以降、実質的に更新されていない。

そこで、投資家が注文執行品質についてより有用な情報を得られるよう、規則六〇五のアップデートについて委員会の検討に資する提案を行うようスタッフに求めています。

これには、マーケットセンターとともに、ブローカー・ディーラーが毎月規則六〇五の報告書を提出することを義務付けることも含まれる可能性があります。

さらに、私はスタッフに対し、すべての報告者がスプレッドに対する価格改善の割合など、執行の質に関する要約統計の提供を義務付けるかどうかを検討するよう提言しました。

最良執行

第四に、最良執行に目を向けたいと思います。

現在、Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) とMunicipal Securities Rulemaking Board (MSRB) は最良執行に関する規則を有していますが、SECは有していません。

これらのFINRAおよびMSRB規則は、ブローカー・ディーラーに対し、顧客の注文を最良の市場で執行するために合理的な努力を払い、顧客が現行の市場条件の下で最も有利な価格を受け取ることができるようにすることを求めています。

SECが独自の最良執行規則を提案すれば、投資家は恩恵を受けるかもしれないと思います。さらに、ブローカー・ディーラーと投資家は、ブローカーが顧客の注文を処理・執行する際に満たさなければならない手続き上の基準をより詳細に知ることによって利益を得ることができるかもしれません。

そこで、私はスタッフに、株式とその他の証券について、SECが独自の最良執行規則を提案することを検討するよう要請しました。

注文毎の競争

次に、個人投資家のために注文毎にできる限り競争を促進する方法についてお話ししたいと思います。

競争は、経済的レント、つまり市場競争以上の超過利潤が発生しうるところでの効率性を促進する。

先に述べたように、リテールの即時性のある注文の大部分は、この注文フローに対価を支払うホールセラーに流れている。

さらに、この細分化は、年金基金などの機関投資家とその注文フローと直接対話することがないことを意味します。

このような細分化により、リテール注文は分離され、注文毎の競争にさらされる注文ほどには、リテール投資家に利益をもたら

さないかもしれません。

このようなセグメンテーションにより、個人投資家はNBBOよりも若干良い価格を受け取ることができる、という指摘もある。しかし、競争なき価格改善は、必ずしも最良の価格改善とは言えません。

ホールセラーは、価格改善という点で投資家に還元している以上に貯めている可能性があります。

さらに、先に述べたように、現行のNBBOにはギャップがあり、公平な競争条件を表していない可能性がある。

その結果、個人投資家が完全に競争的な価格を受け取っているかどうかを評価するための正確な物差しとはなり得ない。

そこで、私はスタッフに対して、注文毎の競争を強化する方法について、委員会の検討に資するための提案を行うよう要請した。

これは、投資家が中間値またはそれ以上の価格を得られない限り、オープンで透明性の高いオークションやその他の手段で行うことができる。

上場しているオプション取引所では、長年にわたり個人注文のためのオークションが運営されてきた。

私は、株式オークションに関する提案を検討する際に、オプション市場の教訓を生かし、個人投資家に最良の価格を提供するために、すべての市場参加者間の完全な競争を確保することに重点を置くようスタッフに求めている。

ペイメント・フォー・オーダーフロー、取引所リベート、関連アクセス料

最後に、ペイメント・フォー・オーダーフロー、取引所リベート、関連アクセス料の支払いについて説明します。

ペイメント・フォー・オーダーフロー、取引所リベート、関連アクセス料は、利益相反に関わる現実的な問題を引き起こす可能性があります。

二〇二〇年のロビンフッドに対する委員会の和解による強制措置で説明されているように、PFOFはルーティングの決定を歪

める可能性があります。

ロビンフッドの注文フローを誘致しようとする特定の主要取引会社は、P F O Fと顧客の価格改善の間にトレードオフがあることを伝えました。

GameStopの報告書でスタッフが書いたように、P F O Fは、ブローカー・ディーラーが顧客の取引を増やすためにゲーミフィケーションなどのデジタル・エンゲージメント手法を用いるインセンティブになるかもしれない。

E Uは、P F O Fの禁止を積極的に検討しており、英国、カナダ、オーストラリアの規制当局に加わる可能性があります。

取引所リベートにもコンフリクトが発生する可能性があります。

取引所はトレーダーに対してリベートを支払う。

取引量の多いトレーダーはこのような取り決めによってより多くの利益を得ており、個人投資家はこれらのリベートから直接利益を得ることはありません。

P F O Fが、即時性のあるリテール注文のルーティングに利益相反をもたらすように、取引所のリベートは、顧客の指値注文のルーティングに同様の相反をもたらす可能性があります。

そこで、私はスタッフに、オーダーフローとリベートの支払いに関するコンフリクトを軽減する方法について提案するよう依頼しました。

私は、取引所手数料（取引所の気配にアクセスするために誰かが支払うもの）やリベートをもっと透明化し、投資家が取引執行時にこれらの金額を理解できるようにすべきかどうかを検討するよう、彼らに要請しました。

最後に、最小ティックサイズを引き下げられる可能性があることを踏まえて、アクセス料をどのように変更するか検討するよう、スタッフに要請しました。

現在、価格が一ドル以上の保護された気配に対するアクセス料は、一株当たり一ペニーの一〇分の三が上限となっています。最小価格刻みを引き下げた場合、それに比例してこれらのアクセスフィーの上限も引き下げることが適切であると思われます。

結論

結論として、私たちSECは、米国が世界の資本市場のゴールドスタンダードであり続けるために、ルールを新しくする機会を探す必要があると思います。

私たちは、資本市場における自然なリーダーシップを誇りに思うことはできません。新しい金融技術やビジネス・モデルは、投資家や発行体のために金融のあり方を変え続けています。かつてないほど多くの個人投資家が私たちの市場にアクセスしています。他の国も同様に、深く、競争力のある資本市場を開発し、わが国を追い越そうとしています。

現在の市場の細分化、集中化、公平な競争の場の欠如を考えると、現在の国内市場システムが投資家にとって可能な限り公平で競争的なものであるとは言い切れません。

個人投資家のために、ここはもっと頑張れるのではないのでしょうか。ありがとうございました。

(しま よしのり・客員研究員)