



From the Corner of Wall Street

東京証券取引所
ニューヨーク駐在員事務所

山下 晴之

—連載（第50回）—

SECによる執行品質開示の向上に関する最終規則

■ 1. はじめに

2024年3月6日SECは、NMS銘柄^(注1)(≡上場銘柄)における注文執行の情報開示を規定するRule 605^(注2)の改定を採択した。Rule 605は、一般投資家が、異なる取引ベニュー間の注文執行の質を比較・評価できるようにするために20年以上前に導入された規則である。テクノロジーの進化により取引スピードが劇的に変化中、注文執行品質の透明性を高め、取引ベニュー、ブローカー・ディーラー間の競争を促進することが企図されている。

本Rule 605の規則改定は、2022年12月に提案された4つの市場構造改革案(Reg NMS 2.0)の一つである^(注3)。約3か月のパブリックコメントの募集期間を経てSEC内部で議論が重ねられていたが、今回、原案から若干の変更を伴って、SEC委員の全会一致で可決・最終化された。本Rule 605の規則改定提案

は4つの市場構造改革案の中では最も市場関係者から賛成のコメントが寄せられていたものであった。本稿では本Rule 605の規則改定の概要について報告する。

■ 2. 規則改正の背景

Rule 605は、取引所、ホールセラー(マーケット・メイカー)、ATS 運営者等を含む「注文を執行する市場側」に要求される注文執行状況の開示を規定している。注文回送状況、執行時間別の約定状況、スプレッドや価格改善状況等について銘柄単位で開示することが求められている。ペイメント・フォー・オーダー・フロー(PFOF^(注4))に関する規則整備の一環で2000年12月に盛り込まれたRule 11Ac 1-5を起点とし、その後導入されたRegulation NMSによっても変更なく継承されて今に至っている。

なお、同タイミングでは「ブローカー・ディーラー側」に対して顧客の注文の取次ぎ状

(図表1) Rule 605レポートにおける開示例

#	項目名	値	データの解釈
1	Market Place	T	FINRA
2	Market Center Code	TCDRG	Citadel
3	Date	202401	2024年1月の報告
4	Security Ticker Symbol	A	対象銘柄：Agilent Technologies, Inc.
5	Order Type Code	11	11:market order (成行注文)
6	Order Size Code	21	21:集計区分として100株以上499株以下の取引が対象
7	Total Covered Orders	392	合計392件の対象注文
8	Total Covered Shares	76217	合計76,217株の対象注文
9	Cancelled Shares	1355	合計1,355株が約定前に取消し
10	Market Center Executed Shares	74862	Citadelでは74,862株が約定
11	Away Executed Shares	0	Citadel以外に回送され約定した株数 (0件)
12	Shares from 0 to 9 Seconds	74862	注文受付後0秒から9秒までに74,862株が約定
13	Shares from 10 to 29 Seconds	0	注文受付後10秒から29秒後までの約定は0件
14	Shares from 30 to 59 Seconds	0	注文受付後30秒から59秒後までの約定は0件
15	Shares from 60 to 299 Seconds	0	注文受付後60秒から299秒後までの約定は0件
16	Shares from 5 to 30 Minutes	0	注文受付後5分から30分後までの約定は0件
17	Average Realized Spread (\$)	0.003	平均実現スプレッドは\$0.003
18	Average Effective Spread (\$)	0.0229	平均実効スプレッドは\$0.0229
19	Price-Improved Shares	73500	合計73,500株が価格改善
20	Price Improved Average Amount (\$)	0.0427	平均価格改善は\$0.0427
21	Price Improved Average Time (seconds)	0	価格改善した注文の注文受付から約定までの平均時間 (小数点以下第1位まで。それより短い時間軸は0秒で表記)
22	At-the-Quote Shares	1362	気配で約定した累計株式数
23	At-the-Quote Average Time (seconds)	0	気配で約定した注文の注文受付から約定までの平均時間 (小数点以下第1位まで。それより短い時間軸は0秒で表記)
24	Outside-the-Quote Shares	0	気配外で約定した累計株式数 (0件)
25	Outside-the-Quote Average Amount	0	気配外で約定した1株当たりの株式加重平均金額
26	Outside-the-Quote Average Time (seconds)	0	気配外で約定した注文の注文受付から約定までの平均時間 (小数点以下第1位まで。それより短い時間軸は0秒で表記)

(Citadel Securities^(注5) Rule 605レポート及びSECウェブサイト^(注6)より筆者作成)

況の開示を求めるRule 606も併せて導入されており、PFOFにおける注文回送内容や各回送先から得られたリポート金額等の開示が要求された。これらのRule 606（ブローカー側に対する開示規制）及びRule 605（市場側に対する規制）に基づき、ブローカー・ディーラーの顧客（例えば個人投資家）は、例えばまずRule 606レポートを使用してある特定のブローカー・ディーラーが注文回送する候補先の市場を特定し、その後当該候補先市場のRule 605レポートを確認して市場側の提供する執行品質を確認することで、「どのブロー

カーを使えば価格改善を含め有利な執行となるのか」を評価することができるとされていた。ただしこの前提として、両レポートが分かれている以上、市場側で提供される執行品質がどのブローカー・ディーラーからの注文でも変わらないことが重要であるが、特定の市場側、例えばホールセラーのような流動性プロバイダーにとっては当該前提が成立していないことが課題となっていた。すなわち、ホールセラーはブローカー・ディーラーによって異なる執行品質を提供しており、特に全体的にホールセラーにとって逆選択リスクの

低い流動性の提供が見込まれるブローカー・ディーラー（≒オンライン・ブローカー）に対しては、体系的に低い実効スプレッドと高い価格改善を提供することで優遇し、更なる注文回送を獲得することを企図している（注7）とされている。

上記のように、市場側がブローカー・ディーラーとの注文回送の取り決めの違いに基づいて注文の執行品質に差異をもたらす可能性がある限り、現行のRule 605及びRule 606の組み合わせにより提供される情報では、投資家にこれらの差異を評価する方法を提供できていないといえる。これらの組み合わせのずれが課題となっている現状の枠組みを見直し、Rule 605において発注先のブローカーを起点として執行品質を評価できるようにするという試みが、本規則改正の主軸であるといえる。

また、現状のRule 605レポートにはいくつかの課題点が内在しており、本Rule 605の規則改定はこれらの個別論点の解決も試みている。最終規則の詳細に入る前に、以下では現行のRule 605に基づいて報告された開示例を示す。図表1は2024年1月のCitadel（ホールセラー／マーケットメイカー）が開示したRule 605レポートについて、合計14万行の報告レコードのうち最初の1行を抽出、成形し情報を付記したものである。このようなレポートが市場側各社から開示されているため、投資家側は例えば「どのマーケットメイカーが価格改善を提供したか」といった切り口で

分析が可能となっている。

■ 3. 最終規則^(注8)の概要

最終規則では前章で記載した課題への対応としてRule 605の対象となる報告主体の範囲を拡大するとともに、報告対象情報の項目を追加又は改定する^(注9)。以下では最終規則から主な改正点を紹介する。

（報告主体の拡張）

最終規則ではRule 605の対象となる主体の範囲を拡大し、市場側だけでなく、10万件以上の顧客口座を取り扱う又は仲介するブローカー・ディーラーも含まれることとなる。これにより、投資家は自身が利用する又は利用を検討しているブローカー・ディーラーのRule 605レポートを確認することで、直接的に当該ブローカー・ディーラーにおける注文執行品質を評価することが可能となる。なお、ブローカー・ディーラーが、市場側たるシングル・ディーラー・プラットフォーム^(注10)やATSを自ら運営するケースもある。この場合は「これまでとおりの市場側としての報告」と「今回から対象となるブローカー・ディーラー側としての報告」の2種類が必要となり、ラベルで識別することが求められている。なおドラフトの段階では、別途提案されている価格改善オークションの当事者においても当該報告の対象とされていたが、当該価格改善オークション自体の採否自体が議論中



であることから、今回の時点では対象に含まれていない。なお、顧客口座数の10万件以上という閾値により、85社のブローカー・ディーラー、及び98%の顧客口座が報告対象となるとされている。

(報告対象情報の追加及び改定)

対象注文の種類

現在は、全米最良気配 (NBBO) が配信されている時間帯に受信した注文及び取引時間帯^(注11)に執行される注文が対象となっているが、最終規則では、取引時間外に出された注文で取引時間開始後に執行可能となる注文についても即時執行可能ではない注文に限り、対象に含まれることになる。また、「対象注文 (図表 1 # 5)」に区分を追加し、これまで特別な取扱い指図 (special handling instruction) であるとして対象外とされていた逆指値注文を今回から含めて新たな区分として追加する。なお、報告対象外とされていたショート適用除外注文 (non-exempt short sale orders) についても今回から含めることと明記された。図表 2 に対象注文の新旧区分比較と注文板への例示を示す。

対象注文の数量

現在のRule 605レポートでは、「注文サイズ (図表 1 # 6)」において、銘柄の株価水準に関係なく注文した株数の切り口で集計されている。そのため、例えば値高株における数百万ドルの取引と投資単位が少ない株における数万ドルの取引が同一の区分において報

告され、価格改善情報 (金額ベース) が提供されているという課題がある。一般的に、大口の注文になるほど価格改善が難しくなるため、このような数百万ドルの取引と数万ドルの取引を同じ土俵で比較することは適切とはいえない。そこで最終規則では株数に変わり注文総額の区分 (\$250以下、\$250以上\$1,000以下…等) を基準として集計区分を変更することとした。つまり、注文総額の軸 (\$250未満、\$250以上\$1,000未満…等) における 8 区分の分類と、注文株数の軸 (端株、オッドロット、1ラウンドロット以上) における 3 区分の分類のマトリクスとなる、合計24区分もの分類において報告が必要となる。

執行品質統計

現在のRule 605レポートにおいて執行品質に関する統計情報が提供されている (図表 1 #17以降) が、最終規則ではこれを図表 3 のとおり改定する。

■ 4. 終わりに

第1章で触れたように、Rule 605の最終化は業界内で大いに議論を呼んでいる一連の市場構造改革案を進めるうえでの第一歩となった。ドラフトの段階で概ね市場関係者から支持は得られていただけあって骨子はドラフトから大きな変更はなく、市場関係者から受領したコメントを踏まえ一部が修正されたうえで最終化された。また、一連の市場構造改革案における 4 つの提案は互いに関係している



(図表 2) 対象注文の定義の変更及び注文板における対象注文の例（買い注文の視点による分類）

改正前	改正後
成行注文 (market orders)	同左
即時執行可能指値注文 (marketable limit orders)	同左
最良気配内指値注文 (inside-the-quote limit orders)	<ul style="list-style-type: none"> ・即時執行可能でないNBBO仲値以上の指値注文 (midpoint-or-better limit orders) ・即時執行可能でない指値注文(NMLO) ※ midpoint-or-better limit ordersを除く ・即時執行可能でないNBBO仲値以上のIOC注文 (midpoint-or-better IOC orders) ・即時執行可能でないIOC注文(NMLO IOC) (Non-marketable roe orders)
最良気配指値注文 (at-the-quote limit orders)	
最良気配付近指値注文 (near-the-quote limit orders)	
-	即時執行可能IOC注文 (Marketable immediate-or-cancel orders)
-	逆指値注文（成行） (Market orders submitted with stop prices)
-	逆指値注文（即時執行可能指値注文） (Marketable limit orders submitted with stop prices)
-	逆指値注文（即時執行可能でない指値注文） (Non-marketable limit orders submitted with stop prices)

	売り	値段	買い	
		成行		← 成行注文 (Market order)
		...		
	1,000	100.03		} 即時執行可能指値注文 (marketable limit orders)
	900 NBO	100.02		
		100.01		} 即時執行可能でないNBBO仲値以上の注文 (midpoint-or-better limit orders)
	NBBOの仲値	100.00		
NBBO 範囲		99.99		} 即時執行可能でない注文 (NMLO: Non-Marketable Limit Orders) ※本規則内ではmidpoint-or-better limit orderは含まれない
		99.98	NBB 200	
		99.97	500	
		...		

(SEC Final Ruleより筆者作成)

ものも多く、今回のRule 605の最終化の内容から他の提案についてのSECの方向性を掴むことができるかもしれない。

例えば、価格改善にて提案されている最良執行可能価格（best available price）との比較情報の導入は、統合マーケットデータにオットロット情報を加えるという本件以外の別

の提案の最終化ありきで記載されている節もあり、当該提案についても前向きに進めていく方向性が見て取れる。一方で、報告主体の拡張の内容に別途提案されている価格改善オークションの当事者を含めるかどうかの議論については、当該価格改善オークション自体の採否自体が議論中であることから今回の時

(図表3) 主な執行品質統計の改定内容

執行品質統計	改定内容
実現スプレッド (Realized Spread)	現状、実現スプレッドの測定は注文執行から5分後とされている。最終規則ではこれを50ミリ秒、1秒、15秒、1分、5分後と合計5種類の統計情報を算出することが求められる。また、平均仲値を分母として実現スプレッドを除いた%ベースの指標を導入する。
実効スプレッド (Effective Spread)	現状、実効スプレッドの算出が必要な注文形態は成行注文及び即時執行可能指値注文のみであったが、これに即時執行可能IOC注文、逆指値注文(即時執行可能注文)及び即時執行可能でないNBBO仲値以上の指値注文を含めることとする。また、平均仲値を分母として実効スプレッドを除いた%ベースの指標を導入する。
サイズ改善 (Size Improvement)	現状、価格改善の対象となった株数や金額の情報は提供されているものの、実際にNBBOの板状に表示されている注文数量と比較してどれ程多くがサイズ改善がなされているかを確認できる情報は提供されていない。今回、即時執行可能注文、逆指値注文(即時執行可能注文)及び即時執行可能でないNBBO仲値以上の指値注文に対して、注文サイズ改善ベンチマークとして、NBBO上表示されているサイズ以上の約定を受けられたかを判別するための指標を導入する。当該ベンチマークは、例えば買い注文の場合はNBBOの最良売り気配における総表示株数となる。 なお、注文サイズ改善統計も併せて導入され、最良気配より不利ではない約定の総数から前述のベンチマークを控除した数量として開示されることになる。
平均実効/平均気配比率 (Average Effective/ Quoted (E/Q) Ratio)	即時執行可能注文、逆指値注文(即時執行可能注文)及び即時執行可能でないNBBO仲値以上の指値注文に対して、平均実効スプレッド÷平均気配スプレッド(注文の価格改善の程度を示す指標)で算出した指標を導入する。また、分母の平均気配比率はNBO(全米最良売り気配)とNBB(全米最良買い気配)の差異で計算され、別途の報告が求められる。
価格改善 (Price Improvement)	現状、価格改善情報はNBBOとの比較にて提供されている(図表1 #20)。ただし、NBBOにはオドロット注文が含まれておらず、実質的に甘いベンチマークになってしまっているという課題があった。SECが引用した学術論文によると、買い注文では18%がオドロットの価格のほうがNBOよりも有利な価格を提示しており、その傾向は値嵩株ほど多くみられるという。 そのため、現在のNBBOとの比較としての価格改善情報に加え、今回から新たにNBBOの内側のオドロットの価格を加味した最良執行可能価格(best available price)を指標として導入し、当該価格との比較としての価格改善情報を提供する。対象は、即時執行可能注文及び即時執行可能でないNBBO仲値以上の指値注文のみとなる。

(SEC Final Ruleより筆者作成)

点では対象外とされており、オドロット情報の取込みと比較すると温度感の違いが見受けられる。

これら関連する提案を含めその他の市場構造改革案は市場関係者からの反対意見も多く大きな山場となることは間違いないだろう。今後も一連の市場構造改革案の最終化に向け、引き続きSECの動向が注目される。

(注1) NMS 銘柄とは、Rule 601 マーケット・データ・ルールにおける取引報告プランに基づき取引報告が収集、処理、提供される対象の株式と定義されている。当該プランにおいては、取引所に上場している株式が

報告対象となっている。

(注2) NMS 銘柄の注文を執行する主体(取引所、ATS及び店内取引を行うブローカー等)に対し、執行価格や価格改善(NBBOとの差)等に関する統計情報を月次で開示することを求める規則

(注3) 本Rule 605の改正(執行品質開示の向上)以外にも、価格改善オークションの導入、最良執行規則の整備、呼値及びアクセスフィーの見直し並びにNBBO改善が提案されている。詳細は、「From the Corner of Wall Street 連載(第43回)SECによる米国市場構造に関する規則案の公開」を参照。

(注4) 個人投資家の注文を集めるオンライン・ブローカーとマーケット・メイク戦略での売買を専門的に手掛ける高速取引業者(以下「マーケット・メイカー」)との間で、顧客から受託した注文フローを取り次いで



もらうこと（当該注文フローの執行を任せてもらうこと）に対する見返りとして、マーケット・メイカーがオンライン・ブローカーに対して一定のリベート（キックバック）を支払うという取引慣行。

(注5) Citadel Securities Rule 605 and 606 Statementsのダウンロードページ

<https://www.citadelsecurities.com/rule-605-606-statements/>

(注6) SECウェブサイト Rule605レポートの凡例等

<https://www.sec.gov/interp/legalslbim12rappxa.htm>

(注7) SECが実施した2022年1～5月期の連結監査証跡（CAT）データ分析結果より。ホールセラーにとっては価格が流動性プロバイダーにとって不利な方向に動くリスクが低いいため、逆選択リスクの低い注文に対して執行する方が収益性が高い。注文フローの逆選択リスクのレベルなどの要因によって、異なるブローカー・ディーラーに異なる執行品質を提供する可能性があるとしてされている。

(注8) 本レポートでは、主にSECの最終規則及びそのファクトシート、並びにドラフトを参考としている。FACT SHEET: <https://www.sec.gov/files/34-99679-fact-sheet.pdf>

FINAL RULE: <https://www.sec.gov/files/rules/final/2024/34-99679.pdf>

PROPOSED RULE : <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/34-96493.pdf>

(注9) 本稿では詳細は触れないが、報告主体に執行品質のサマリレポートの作成も今回から義務付けられている。現状はテキスト形式等のmachine readableな形式で自身のウェブサイトで掲載することが求められているが、加えてCSV形式及びPDF形式のサマリレポートもSECのウェブサイト上で公開されることとなる。

(注10) シングル・ディーラー・プラットフォームは、リテール・ホールセラーやOTCマーケット・メイカーとも呼ばれ、PFOFをベースに個人投資家注文の執行を担っている主体。GameStop騒動で話題となった

Citadelの他、Virtu、Two Sigma、G1X、Jane Street等が有名。

(注11) Regular Trading Hoursとして定義される時間帯で、一般的には9:30-16:00となっている。

