

## 新しいマーケットメイク取引

証券会社が主体となる取引手法であったマーケットメイク取引が、投資家が主体となる取引手法に姿を変え、欧米取引市場における主流となってきている。欧米の動向を踏まえ、国内PTS発展への指針を示す。

欧米市場において、ここ数年、代替執行市場の存在感が再び大きくなっている。米国ECN<sup>1)</sup>は、90年代後半に挙って設立されたものの、その後の再編、また取引所による買収を通じて、一旦は落ち着きを見せていた<sup>2)</sup>。しかし、昨年は、ECNとして登場したBATSが取引所設置許可を得るなど、破竹の拡大ぶりが注目を浴びている。

欧米代替執行市場の加速的な成長の背景には、三つの要点がある。第一に、高速で堅牢なシステムをはじめとする革新的なテクノロジーである。第二に、高回転売買プレーヤーである。現在では、一部のヘッジファンドやプロップファーム<sup>3)</sup>と呼ばれる機関投資家が、流動性を供給する主体となっている。そして第三に、メイカー・テイカーモデルという、新しい取引手法の存在である。

本稿では、現在の欧米代替執行市場を牽引する取引手法であるメイカー・テイカーモデルの特徴を紹介し、国内の代替執行市場であるPTSの発展への指針を示す。

### 新しい取引手法 ～メイカー・テイカーモデルの登場

取引手法には、オークション取引とマーケットメイク取引という二つの代表的な手法が存在する。オークション取引は高流動銘柄の取引に適しており、マーケットメイク取引は証券会社が流動性の供給者（マーケットメイカー）となり、低流動銘柄の取引に適しているとされる。

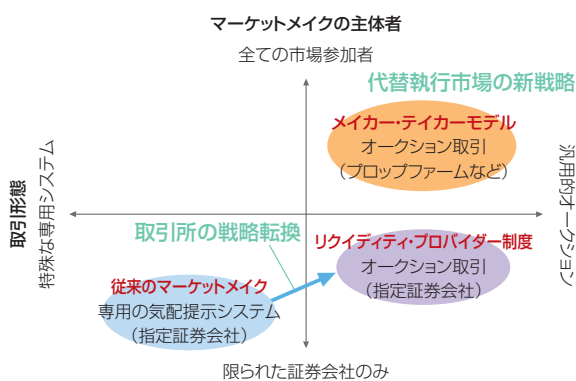
市場では、長らく二大取引手法が用いられてきたが、90年代後半、高流動銘柄のみを取り扱う代替執行市場として登場したECNが、自市場への取引参加者の誘引を目的として、新しい取引手法を生み出した。メイカー・テイカーモデルの登場である。このモデルは、形式的には、オークション取引と変わりはないが、指値注文の出

し手（メイカーと呼ばれる）にリベートと呼ばれる割戻金を支払い、成行注文の出し手（テイカーと呼ばれる）にフィーを課すという手数料体系の特徴を持っている。

このモデルでは、取引コストが抑えられるためにメイカーが進んで指値注文を行い、いわばマーケットメイカーのような機能を果たすことから、投資家が主体となる新しい形のマーケットメイク取引と考えることができる。

メイカー・テイカーモデルは、近年急拡大している高回転売買プレーヤーの投資戦略<sup>4)</sup>に合致し、CitadelやGETCOといった機関投資家のECNへの参加が活発化した。その結果、ECNは加速的に成長し、いまや既存市場を脅かす規模にまで成長している<sup>5)</sup>。

図表 各制度・モデルの位置づけと特徴



制度・モデル	オークション	メイカー・テイカーモデル	リクイディティ・プロバイダー制度	マーケットメイク
取引形態	オークション方式	オークション方式	オークション方式	マーケットメイク方式
銘柄の流動性	高	高	低	低
流動性供給の主体	全市場参加者	プロップファーム ヘッジファンドなど	指定証券会社	指定証券会社
流動性供給の義務	×	×	○	○
導入市場	取引所	代替執行市場	取引所	取引所
(例)	東証(日) NYSE(米)	BATS(米) Chi-X(英)	NYSE(米)の一部 JASDAQ(日)	NASDAQ(米)

(出所) 野村総合研究所

NOTE

- 1) 電子証券ネットワークと称される、米国における代替執行市場の一つ。
- 2) 経緯は、資本市場クォーターリー 2007年冬号「米国株式市場間競争のもう一つの側面」(井上武)に詳しい。
- 3) 自己資金のみを自己利益のために運用するディーリング専門会社のこと。詳しくは、金融ITフォーカス「米国株式取引市場におけるブロップファームの影響力」(2009年1月号)を参照。
- 4) 有利な価格と数量の指値注文を出して約定機会を狙い、利潤を確保するという投資戦略。
- 5) BATSは、米国株式取引シェアの12%以上を占めるに至っている。(2009年1月現在)
- 6) SLP (Supplemental Liquidity Provider) プログラムと呼ばれ、08年11月より6カ月のスケジュールとなっている。いち早く、Goldman Sachsが参加している。
- 7) 金融商品市場指令と称され、取引所集中義務の撤廃をはじめ、欧州における金融商品取引全般を規制する法律。
- 8) 多数者間取引機能、または多角的取引システム。欧州における代替執行市場のことをあらわす。
- 9) 08年8月1日のプレスリリースによる。
- 10) 従来、同市場ではオークション取引とマーケットメイク取引が混在していたが、全銘柄を対象にLP制度によって取引が行われるようになった。
- 11) 2008年11月現在、ドイツ証券、メリルリンチ日本証券、ニューエッジ・ジャパンの3社が参加している。

## 対応を迫られる既存市場

ECNが拡大を続ける中、既存市場は対応を迫られている。NYSEは08年11月より、資格を与えた証券会社が流動性を供給した場合にリベートを支払うという、リクイディティ・プロバイダー制度（以下LP制度）のパイロットプログラムを始動させた<sup>6)</sup>。LP制度は、オークション方式を採用する点でメイカー・テイカーモデルと類似しているが、流動性供給の主体が証券会社であり、義務化されているという点で異なる。

この動きは米国に留まるものではない。欧州では、07年11月のMiFID<sup>7)</sup>施行を背景にMTF<sup>8)</sup>設置が急速に進んでいるが、米国におけるECNと同様、メイカー・テイカーモデルを採り入れることで、既存市場からの売買シェアを大きく奪い始めている。一方の既存市場では、08年9月からロンドン証券取引所がメイカー・テイカーモデルを導入するなど、対応に追われている。ロンドン証券取引所CEOのClara Furselは、モデル導入の理由を、高回転売買を行うトレーダーや一部のヘッジファンドからの注文を誘引するためと述べており<sup>9)</sup>、欧州におけるプレーヤーの存在感が増してきていることが分かる。

日本国内に目を向けてみると、欧米において代替執行市場が牽引役になったのとは逆に、取引所が率先して新制度を導入しようとする動きが見られる。JASDAQは08年4月よりLP制度を導入し、流動性供給を行った証券会社に取引参加料の控除を行うなどの待遇を与えている<sup>10)</sup>。また、東京証券取引所は08年6月より、TOPIX オプション取引に関して、LP制度に準じた流動性供給

参加者制度を導入している<sup>11)</sup>。

## 国内PTSの発展に向けて

日本の代替執行市場であるPTS市場は、オークション方式の導入や、デイトタイム取引の開始など、様々な対策を講じてきたものの、いまだに十分な売買シェアを確保できていない。しかしながら、技術面においては既存市場と比較して優位にあり、また昨今、海外ブロップファームは日本国内の代替執行市場への投資意欲が強いとも聞く。テクノロジーとプレーヤーが存在する現状において、メイカー・テイカーモデルの導入によるPTSの発展、ひいては新たな海外投資家の参入による国内市場規模の拡大が期待される。

モデルの導入にあたっては、以下の二つの課題を解決する必要がある。まず、取引手法について、手数料体系の変更についての当局による承認、またリベートに関する税制上の取り扱いといった法制面の課題である。これらは、国内での前例がないため、PTSが当局からの了承を得なければならない。次に、技術面について、取引インフラ面での課題が残る。具体的には、東証リモートメンバーシップ制度のような、海外からの直接発注、また高速取引が可能なシステムの整備が必至となるだろう。

国内市場の規模拡大と魅力向上のために、PTSによる課題解決に向けた積極的な姿勢が望まれる。

## Writer's Profile



金島 一平 Ippei Kaneshima

金融先端ビジネス企画部  
コンサルタント  
専門は執行分析  
focus@nri.co.jp