

取引所における株式売買仕法の多様化

井上 武

要 約

1. 注文獲得をめぐる市場間競争が激しさを増す中、欧米の取引所においては、自市場へ取引を誘引するために様々な市場改革やサービスの拡充が続けられている。
2. 売買仕法の多様化もその一環であり、従来の単一の売買仕法の提供から、銘柄や主要な投資家の特徴に合わせて最適な売買仕法の組み合わせを提供することにより市場全体の流動性の引き上げを図ることが目指されている。
3. そうした中、オーダードリブン方式とクオートドリブン方式の双方の特長を備えたハイブリッド方式ともいえる売買仕法の導入を試みる取引所も増加している。
4. 売買仕法のハイブリッド化には、欧州の取引所で見られるようにオーダードリブン方式にマーケットメイカーの仕組みを取り入れた形のもの、マーケットメイク方式の効率性や透明性の問題に対応するためにオーダードリブン方式を活用するという双方向の流れが観察される。
5. 売買仕法の多様化は市場間競争が激化している欧米の市場において顕著であり、日本を含むアジア太平洋地域の市場では一般的ではない。
6. 新興企業や中小企業銘柄をめぐる市場間競争が展開されつつある日本市場において、今後、機関投資家など幅広い投資家による取引を促すためには一層の流動性の向上が不可欠であり、欧米の取引所による売買仕法の多様化も参考となる。

・取引所間競争の峻烈化

欧米各国では、コンピュータ、情報通信技術の急速な発達を背景としながら、ECN (electronic communication networks) や MTF (Multilateral Trading Facility) など多種多様な取引サービスが登場し、証券売買注文を獲得するための市場間競争は益々激しさを増してきている。

こうしたサービスへのニーズは、投資信託、年金基金、ヘッジファンドなど、大量の注文

を日々業務として執行する必要がある機関投資家が増加するにつれてますます増大してきている。これら機関投資家の多くは、売買頻度が非常に高く、また、インデックス運用に見られるように機械的な売買を行う必要性も高いため、有価証券の本源的な投資価値だけでなく、市場の流動性や自らの注文が証券の価格に影響をもたらす執行コストに対する関心が非常に高い。

欧米の証券取引所はこうした環境下、自市場へ取引を誘引するために注文や売買仕法の多様化、取引執行スピードの高速化などさま

ざまな改革の試みを続けている。

本レポートではこうした改革のうち、近年における証券取引所における売買仕法の多様化について、欧米の証券取引所の取り組み状況を概観する。

．売買仕法の多様化

1．売買仕法の種類と特徴

組織化された株式取引市場における売買仕法は、価格がどのようなプロセスで決定するか（価格発見）の違いからオーダードリブン方式とクオートドリブン方式に分類される。

オーダードリブン方式は、売り注文と買い注文が指値注文板と呼ばれる帳簿に集められ、価格と数量について条件が符合した売りと買いの注文が一定のルールに従って¹直接付け合わされることによって売買が成立する仕組みである。一方、クオートドリブン方式は、マーケットメイカーと呼ばれる証券売買業者などが有価証券の売りと買いの値段を提示し、投資家はその値段を基準に証券売買業者と取引を行う仕組みである²。

一方、注文処理の方法という観点からは、対当した注文を随時処理していく連続方式と一定のサイクルで一括して処理を行うコール方式に分けることができる。多くの取引所では、日中の通常取引時間内の取引手法としては、オーダードリブン方式の連続取引（以下、連続オークション方式）もしくはクオートドリブン方式の連続取引（以下、マーケットメイク方式）のいずれかを主要な売買仕法として採用してきた。

連続オークション方式は、約定成立の機会が多く、スプレッドは小さく、低コストで効率的な仕組みを提供するとされている。ただし、その一方で、売り買いの注文同士が直接対当するという仕組み上、市場の需給に大きなアンバランスが生じた際には価格変動が大きくなる、流動性の低い銘柄においては約定機会が極端に減少するという欠点があり、また、市場の透明性が高いことから大口取引の場合にはマーケット・インパクトが大きくなるといった特徴をもっている。

マーケットメイク方式では、常にマーケットメイカーにより執行義務のある売り気配と

図表 1 様々な売買仕法の分類

	オーダードリブン	クオートドリブン	市場の 透明度
連続	連続オークション <ul style="list-style-type: none"> ・流動性が高いと約定頻度も高い ・スプレッドが薄い ・取引コストが安い^(注1) ・市場の透明度が高い ・大口取引の市場インパクトが大きい 	マーケットメイク <ul style="list-style-type: none"> ・即時性がある ・価格変動が滑らか ・取引コストが高い^(注1) ・逆選択のリスク^(注2) ・マーケットメイカーの裁量リスク 	
コール	コールオークション <ul style="list-style-type: none"> ・約定の可能性が高い ・スプレッドが薄い ・取引コストが安い^(注1) ・取引頻度が限られる 	ブロック取引 <ul style="list-style-type: none"> ・大口取引の市場インパクトが小さい 	
			市場の深さ

(注) 1．取引件数当りの人件費などの事務的成本

2．市場が大きく変動した際に、マーケットメイカーが情報劣位によるリスクを回避するためにスプレッドを拡大させたり、値付けから撤退するリスク。

(出所) 野村資本市場研究所作成

買い気配が提示されているため、取引に即時性があり、さらに銘柄に精通したマーケットメイカーが価格形成に関与するため価格変動が滑らかであるという特徴がある。その一方で、人件費などの事務的成本やマーケットメイカーのリスクを売買スプレッドでカバーするために取引コストが高くなる、マーケットメイカーの競争環境次第では提示される気配が顧客にとって不利なものとなりがちなこと、また、市場に極端な需給のアンバランスが生じた際に、マーケットメイカーが市場から撤退してしまうリスクがあるといった問題点も指摘できる。

このような特徴の違いから、ある程度流動性のある銘柄においてはオーダードリブン方式が、また、流動性の低い銘柄についてはマーケットメイク方式が上手く機能すると一般的に言われている。

なお、連続オークション方式では、取引時間の開始時と終了時にコールオークション方式を併用するのが一般的である。コールオークション方式は、注文を一定期間溜めることにより、約定の可能性が高くなる、多くの情報や投資家の判断を反映した価格形成によりスプレッドが小さくなるという特徴を持っている。すなわち、取引の頻度を低くすることで、約定の可能性の向上や取引コスト削減が可能となっている仕組みである。

この他に、主に大口の取引を執行する仕組みとしてブロック取引、クロス取引という取引が利用されている。これらは決められた価格で一定の時間に取引を行うという仕組みであり、クオートドリブン方式に近く、時点を決めて一括して処理を行うコール方式に似たものとして捉えられよう。

2. 売買仕法多様化へ向けた動き

従来、英米の市場においてはクオートドリブン方式、欧州大陸やアジアなどその他の地域ではオーダードリブン方式といったように、

それぞれの市場で採用している売買仕法を対比させることが可能であった。ところが、近年、欧米の取引所を中心に、両方の仕組みを売買仕法に採用する動きが活発化しつつあり、こうした分類はもはや当てはまらなくなってきた。

マーケットメイク方式が中心であった英米では、機関投資家の売買が多く流動性が高い銘柄について、大量かつ高速に注文が処理できる電子的なオーダードリブン方式による売買仕法を充実させる傾向が顕著であり、一方で、流動性が中低位の銘柄の取引が余り活発でない欧州大陸の市場においては、マーケットメイクの要素をとり入れた売買仕法の導入が試みられている。さらに、最近では、市場特性に応じてクオートドリブン方式とマーケットメイク方式を使い分けるだけでなく、両者の長を兼ね備えたハイブリッド方式と呼ばれる新しい取引手法を採用する取引所も増えている。

これらの背景としては、株式市場の拡大と取引所間競争の活発化が考えられる。上場企業や投資家の裾野が広がるにつれ、銘柄の流動性や主要な投資家の違いなどによって市場をいくつかの銘柄群に分けて捉えることが可能となってきている。こうした中、取引所は、これらの銘柄群に応じて最適な売買仕法を導入することで、単一の売買仕法を全ての取引について採用するのと比べて、市場全体の流動性をさらに拡大させることができると考えるようになってきている。

一方で、ECN やクロッシングネットワークなどの新規参入業者は、特定の層（最も流動性の高い銘柄群や機関投資家取引など）をターゲットにして、先駆的な売買仕法やサービスを展開し、取引所から売買注文シェアを奪いつつある。取引所においては、更なる取引の流出を防ぐために、売買仕法の改革やサービスの拡充によってこれらに対抗する必要が出てきているのである。

．ハイブリッド方式の導入

1．ロンドン証券取引所の SETSmm

ハイブリッド方式の導入には、オーダードリブン方式にマーケットメイカーを設置する流れと、クオートドリブン方式にオークションの要素を取り入れる双方向からの流れが観察される。

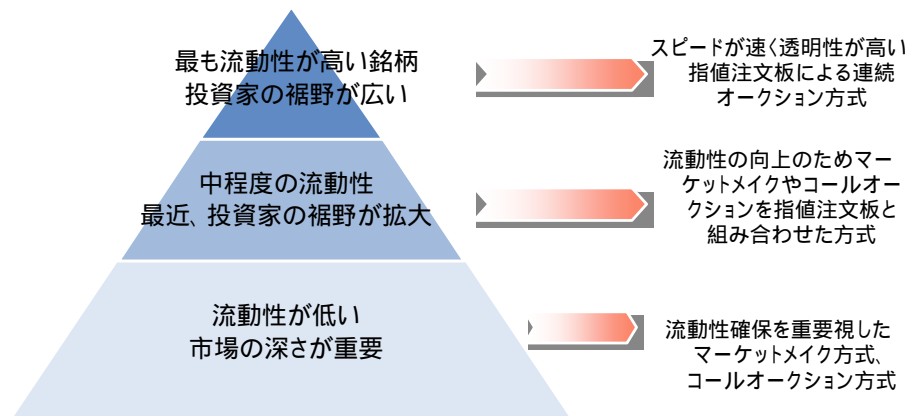
前者は主に欧州の取引所に見られる動きで、通常時間内の連続オークション及び寄り付けや引けなどで実施されるコールオークションにおいて、売り買い両方の注文を出し続け流動性を供給する義務を負ったマーケットメイカーを設置するという仕組みである。流動性の低い銘柄において上手く機能しないというオーダードリブン方式の欠点を補うために導入された方式で、主に中程度の流動性で、投資家の裾野が徐々に拡大しているような銘柄をターゲットに導入されている。

代表的なのはロンドン証券取引所の SETSmm (SETS Market Maker) である。SETSmm は指値注文板を利用したオーダードリブン方式の売買仕法を採用しているが、全ての銘柄について、常時売り買い両方の注文を出し流動性を供給する義務を負ったマーケットメイカーの設置が義務づけられている。

ロンドン証券取引所は、元来、SEAQ (Stock Exchange Automated Quotation) と呼ばれるクオートドリブン方式の取引システムを全面的に採用した市場であったが、1997年に電子的な指値注文板を用いたオーダードリブン方式の売買システムである SETS (Stock Exchange Trading Service) が導入されて以降、徐々に流動性の高い銘柄の取引にオーダードリブン方式を採用するようになってきている。この背景には、マーケットメイカーの提示する気配が市場実勢に合っていないという批判や、流動性の高い銘柄についてより効率性の高い売買仕法が求められたことなどがあった。従って、この文脈においては、ロンドン証券取引所で進められている改革は、クオートドリブン方式にオーダードリブン方式を組み入れていく過程とも捉えられる。

ハイブリッド方式である SETSmm は、SEAQ において比較的流動性が高い銘柄を取引する仕組みとして利用されていた指値注文板を利用したクロス取引 (SEAQ Cross) を引き継ぐ形で 2003 年 11 月に導入された。その後、主に中程度の流動性の銘柄を中心に、徐々にその取引対象を拡大している。2005 年も FTSE の中小型株や AIM 登録銘柄のインデックスの構成銘柄など約 360 銘柄を新たに取引対象に加え、2005 年 12 月 16 日現在、

図表 2 市場の分類と売買仕法



(出所) 野村資本市場研究所作成

577 銘柄が SETSmm で取引されている。

SETSmm におけるマーケットメイカーは取引所の指定を受けたブローカー/ディーラーであり、売買スプレッドの上限や売買注文の最低数量などを遵守する義務が課されている³。また、マーケットメイカーが流動性供給の義務に基づいて出す注文は、取り消しが出来ない注文 (Committed Principal Order) として、指値注文板では発注者の名前が表示される (図表 3 参照)。

2. 大陸の取引所におけるリクイディティ・プロバイダー制度

ユーロネクストやドイツ取引所などの欧州大陸の取引所で採用されているハイブリッド方式は、オーダードリブン方式に流動性を供給するマーケットメイカーを設置するという点ではロンドン証券取引所の SETSmm と同じ方式であるが、マーケットメイカーの設置が発行体による任意であるという点が大きく異なっている。

ドイツ取引所やユーロネクストでは、上場銘柄は、取引所が設定した流動性の指標⁴によって定期的に評価され、一定の基準を満たさない場合には、一日 1 回もしくは 2 回のコールオークションでしか取引されない銘柄に区分される。ただし、流動性が低い銘柄でも発行体の選択で、流動性を供給するマーケットメイカー⁵を付けたハイブリッド方式を採用すれば連続取引を行うことが可能であるという仕組みとなっている。

マーケットメイカーはロンドン証券取引所と同様に、各取引所から指定を受けたブローカー/ディーラーで、売買スプレッドや最低注文数量、取引への参加率について義務が課されている⁶。また、マーケットメイカーの流動性供給に関するパフォーマンス評価も定期的実施され、一定の格付けを下回り、改善が見られない場合には、指定の取り消しを受ける仕組みとなっている。

欧州大陸のハイブリッド方式の特徴として、マーケットメイカーが発行体との間で流動性

図表 3 SETSmm のスクリーンイメージ

Listed Company	LCPY	P Close	336	GBX
NMS 25,000	Segment STMM	Sector F25T	ISIN GB0009529859	YVol 1.00m
Last	336 AT at 08:45 Vol 7,807			
Prev	336 335AT 335AT 336AT			
Trade Hi	337	Open	336	Total Vol 107,899
Trade Lo	335	VWAP	335%	SETS Vol 52,807
BUY	TVol 135,082	Base 336	TVol 87,500	SELL
6	FIRM CMPY 59,082	336 - 336¾	2,700	1
2	3,000 8,000	336 336¾	2,700	1
CMPY	23,000 15,000	336 338	25,000	27,700 FIRM
2	34,082 11,082	336 338¾	10,800	38,500 2
FIRM	59,082 25,000	336 339	25,000	63,500 CMPY
1	109,082 50,000	325 339	10,000	73,500 1
1	134,082 25,000	324½ 350	1,000	74,500 1
1	135,082 1,000	300 365	7,000	81,500 1
		420	6,000	87,500 1

買い注文表示

最良気配提示
マーケットメイ
カー名

発注者開示指値注文
(Committed
Principal order) を提
示しているマーケ
ットメイカー

売り注文表示

(出所) ロンドン証券取引所資料より野村資本市場研究所作成

供給に関する契約を結び、発行体から手数料を受け取る仕組みを採用している点があげられる⁷。この契約については取引所は全く関与しておらず、あくまでも発行体とマーケットメイカーの間での契約という位置付けになっている。内容についても取引所が規定するマーケットメイカーの最低義務を満たしていれば十分であり、例えば、より厳しい流動性供給の契約を高めの手数を支払って結ぶことも可能である。

ハイブリッド方式におけるマーケットメイカーは、指値注文と競合しなくてはならないため、純粋なマーケットメイク方式のようにスプレッドによるコストの回収が難しい。一方で、取引には一定の義務が課されているため、リスクは依然として大きく、何らかのインセンティブが必要となる。取引所としては、マーケットメイク業務に関連した注文については手数料を免除する一方で、それ以上の優遇措置はマーケットメイカーに対して提供していない。

この制度の基本的なコンセプトは、発行体が自社の株式の流動性に責任を持つべきというものである。いまや営利企業となった取引所としては、収益性がそもそも高くない流動性の低い銘柄に対して、優遇措置による追加的なコスト負担は経営上難しいと判断されているためである。

マーケットメイカーは、発行体からの手数料以外に、市場外の取引や発行体からのビジネスを誘引するためといった、より間接的な経済的利益を目的としてマーケットメイク業務を行っているようである。

3. 米国におけるハイブリッド取引への移行

クオートドリブン方式からハイブリッド方式への移行の代表例は、ナスダックが 2004 年に導入した新システム、スーパーモンタージュである。この新システムでは、マーケットメイカーの気配だけでなく、ECN や他の

取引所、さらには一般のブローカー・ディーラーの気配及び注文情報が、オーダードリブン方式における指値注文板のように統合表示される。マーケットメイク方式の特長を維持しつつも事実上のオーダードリブン方式へと移行しつつある仕組みと捉えられる。ナスダックは 1997 年にマーケットメイカーの談合疑惑⁸などを受けて導入されたオーダー・ハンドリング・ルールを受け、マーケットメイカーが自己の気配よりも有利な顧客注文を全て ECN に回送するような事態が生じ、ナスダック上場銘柄のナスダックにおける取引シェアが大きく減少した。スーパーモンタージュの導入は、流動性の高い銘柄について、ナスダックにおいても ECN など他のオーダードリブン方式と同様の効率的な価格形成、取引が実現できることを狙ったものである。さらにナスダックでは、オーダードリブン方式では一般的である寄り付きと引けの取引におけるコールオークション取引を 2004 年に導入した。

一方、スペシャリストが介在することでクオートドリブン方式の要素を取り入れているニューヨーク証券取引所においても、小口の注文について最良価格で自動執行するシステムである NYSE Direct+ が導入され、今後、注文量制限の撤廃や価格向上機会の提供、注文種類の増加などの機能拡充が計画されている。

・主要取引所の状況

以上、欧米の主要取引所について最近の売買仕法に関する改革の状況を見てきた。図表 4 は世界の主要市場における売買仕法の違いを見たものであるが、取引所間競争が活発化している欧米において多様な売買仕法が導入されている状況がわかる。一方で、現在までのところ余り市場間競争が活発でないアジア太平洋地域では、対照的にほとんどの証券取引所がオーダードリブン方式のみを採用して

図表 4 主要取引所における売買仕法

	取引所名	トレーディング方式	マーケットメーカー
北米	ニューヨーク証券取引所	ハイブリッド ²	利用
	ナスダック	ハイブリッド ³	利用
	アーキベラゴ取引所	ハイブリッド	利用
	トロント証券取引所	ハイブリッド	利用
欧州	ロンドン証券取引所	オーダードリブン/ハイブリッド/クオートドリブ	利用
	ユーロネクスト	ハイブリッド/クオートドリブン	利用
	ドイツ取引所	ハイブリッド	利用
	イタリア取引所	オーダードリブン/ハイブリッド	利用
	スイス取引所	オーダードリブン/ハイブリッド	利用
	OMX取引所		
	コペンハーゲン証券取引所(デンマーク)	オーダードリブン/ハイブリッド	利用
	ストックホルム証券取引所(スウェーデン)	ハイブリッド	利用
	ヘルシンキ証券取引所(フィンランド)	ハイブリッド	利用
	タリン証券取引所(エストニア)	ハイブリッド	利用
リガ証券取引所(ラトビア)	ハイブリッド	利用	
ビルニャス証券取引所(リトアニア)	オーダードリブン	利用	
アジア	東京証券取引所	オーダードリブン	
	大阪証券取引所	オーダードリブン	
	ジャスダック証券取引所	オーダードリブン/クオートドリブン	利用
	オーストラリア証券取引所	オーダードリブン	
	香港取引所	オーダードリブン/ハイブリッド	利用
	韓国取引所	オーダードリブン/ハイブリッド	利用
	シンガポール取引所	オーダードリブン	
	台湾証券取引所	オーダードリブン	

- (注) 1. ここでいうハイブリッドとは指値注文板とマーケットメイクを組み合わせた方式を指す。
 2. ニューヨーク証券取引所はスペシャリストによる指値注文板の運営。小口注文について NYSE Direct+で最良気配での自動執行を実施。
 3. ナスダックはマーケットメイカーと ECN、取引所の気配の統合表示。また、寄り付きと引けにおいてオークションを利用。

(出所) 野村資本市場研究所作成

いる状況にある⁹。

また、図表 5 は主要取引所における市場区分の設定状況と売買手法の関係を見たものである。取引所においては、従来から市場区分を用いることにより、上位企業グループの品質に対するイメージを損なわずに上場企業の裾野を拡大させることや、下位企業グループに対する投資家の認知度を高め市場全体の流動性を向上させるといったことが行われてきた。

近年の売買仕法の多様化に際しては、従来からの市場区分と売買仕法をリンクさせる場合や、新しく売買仕法の違いによって市場区分を設定する場合がある。

例えば、ロンドン証券取引所で取引されている株式は国籍や上場制度の違いから英国上場銘柄、国際上場銘柄、AIM (Alternative Investment Market)¹⁰に分けることが可能だ

が、これとは別に、売買仕法の違いと銘柄の国籍の違いによって合計 8 つの市場区分に分けられている¹¹。したがって、AIM 銘柄は、売買仕法による 8 つの区分では複数の区分に分散して取引されている。

わが国の状況

日本では複数の市場区分を設定している取引所が大部分であるが、売買仕法を市場区分毎に変えている取引所はない。日本で唯一マーケットメイク方式を採用しているジャスダック証券取引所においても市場区分と売買仕法を関連付ける政策は最近まで採られてこなかった¹²。

日本においては近年、新興企業や中小企業銘柄をめぐって市場間競争が展開されつつある。競争においては、上場基準や上場手続き

図表 5 主要取引所の市場区分と売買仕法

	指値注文板のみ	複数仕法/ハイブリッド方式を活用	
市場区分を設定	香港取引所 ^(注2) シンガポール取引所 東京証券取引所 大阪証券取引所	ナスダック ^(注3) アーキペラゴ取引所 トロント証券取引所 ロンドン証券取引所 ユーロネクスト ^(注4) ドイツ取引所 ^(注5)	イタリア取引所 スイス取引所 OMX(除くりガ証券取引所) 韓国取引所
市場区分無し	オーストラリア証券取引所 台湾証券取引所	ニューヨーク証券取引所 ^(注6) ジャスダック証券取引所	

- (注) 1. ここでいう市場区分には、従来からの銘柄の時価総額や投資家数などによって設定されたものと異なった売買仕法の適用のために流動性などによって設定されたものの両方を含む。
2. 米国株式、ETFを取引するパイロット・プログラムではマーケットメイカーを利用。
3. マーケットメイカー、ECN、取引所の気配が統合的に表示される。寄り付きと引けはコールオークション(板寄せ)を利用。
4. Euronext100index 採用銘柄にはマーケットメイカーはつけられない。
5. 流動性の高い銘柄についてはマーケットメイカーは必要なし。
6. スペシャリストが指値注文板を運営、価格の連続性など状況に応じて流動性の供給も行う。

(出所) 野村資本市場研究所作成

の容易さ、上場後の株価推移といった点が強調されがちである。しかし、売買高や売買スプレッド、株価の変動といった流動性を表わす指標は、今後、個人投資家中心の市場から、機関投資家など幅広い投資家を取り込んで市場を更に発展させるために重要な要素であることは間違いない。

欧米の取引所のように、市場区分毎に異なった売買仕法を採用するなど、銘柄の特徴にあった最適な売買の仕組みを導入し、市場の流動性の向上を目指すことも考えられよう。

¹ 価格優先、時間優先のルールに従って順番に処理される場合が一般的である。すなわち、最も高い値段を提示した買い注文と最も低い値段を提示した売り注文のうち、時間的に先に出された注文から順に売買を成立させていくというもの。

² オーダードリブン方式は注文駆動方式、クオートドリブン方式は気配駆動方式と訳される。

³ SETSmm には、中型株の STMM、中型株以外の SSMM、商品ベースの債務証券の SSMU、ETF の四つのプラットフォームがあり、それぞれにマーケットメイカーの義務として、スプレッドの上限や売買注文の最低数量が決まっている。例えば、STMM の場合、スプレッドの上限は、前日の終値の 5% 若しくは前日の終値の 10% か 3 ペンスの大きい方、となっており、売買注文の最低数量は $NMS (Normal Market Size) \times 1/4$ となっている。ちなみに、NMS は取引所が各銘柄の流動性を表わすために 4 半期ごとに計算する指標で、マーケットメイカーが義務を負う最低取引単位を決定するために利用される。NMS の計算式は、 $\{ (過去 12 \text{ ヶ月の売買代金合計}) \div (営業日 \times 前月の終値) \} \times 2.5\%$ である。

⁴ ドイツ取引所では XLM (Xetra Liquidity Measure) という指標で上場銘柄の流動性評価が実施されている。四半期評価で、XLM が一定の基準を満たさなかった銘柄、及び一日の平均売買代金が四半期平均

で 250 万ユーロを下回った銘柄については、流動性評価においてカテゴリー B に分類され、1 日 1 回のコールオークションで取引するオークション銘柄に指定され、主要なインデックスの構成銘柄からも外される。ユーロネクストでは年間取引回数が 2,500 回以上といった基準を設けている。

⁵ ドイツ取引所では指定スポンサー (designated sponsor)、ユーロネクストではリクイディティ・プロバイダー (liquidity provider)、と呼ばれている。

⁶ ドイツ取引所では銘柄の流動性や株価によってスプレッドの上限 (2% ~ 10%) や売買注文の最低数量 (5,000 ~ 20,000 単位) が決まっている。また、取引への最低参加率 (連続取引 50%、コールオークション 80 ~ 90%) も規定されている。ユーロネクストにおいても銘柄の流動性によってスプレッドの上限 (4 ~ 5%) と最低売買単位 (3,000 ~ 10,000 ユーロ) が定められている。

⁷ ドイツ取引所やユーロネクストでは、マーケットメイカーは発行体から年間 15,000 ~ 20,000 ユーロの手数料を受け取っている。

⁸ 1994 年に出されたヴァンダービルト大学のクリスティ教授とオハイオ州立大学のシュルツ教授による論文から、マーケットメイカーの最良気配のスプレッドの多くが呼び値の刻み (ティックサイズ) である 1/8 ドルではなく 1/4 となっており、3/8 や 5/8 といった奇数の気配表示を行わないように申し合わせている疑惑が持ち上がった。詳しくは大崎貞和『株式市場間競争』(ダイヤモンド社、2000 年) を参照のこと。

⁹ 韓国取引所は 2006 年 1 月 2 日からリクイディティ・プロバイダー制度を導入。欧州の取引所で利用されている制度を参考とし、発行体と証券会社が流動性供給の契約を交わす仕組み。日中の通常取引時間内に指値注文板における売り注文と買い注文のスプレッドが 3% を超えた場合に、リクイディティ・プロバイダーが 5 分以内に売り買い両方の注文を一定量出す義務を負う。

¹⁰ 1995 年に設立された市場区分で、英国において上場審査を所管する UKLA (UK Listing Authority) の審査を受けた正式な上場ではなく、基準が緩やかな登録という仕組みを利用したロンドン証券取引所が監督する市場。

¹¹ 連続オークション方式を採用している SETS (Stock Exchange Trading Service)、連続オークションにマーケットメイカーを設置するハイブリッド方式の SETSmm (SETS Market Maker)、マーケットメイク方式の SEAQ (Stock Exchange Automated Quotations)、マーケットメイクと連続オークションを並列させたハイブリッド方式の SEATSPlus (Stock Exchange Alternative Trading System)、連続オークション方式でオランダ株を対象とする EUROSETS、連続オークション方式もしくは 1 日 3 回のコールオークション方式で外国株式の預託証券 (DR) を対象とする IOB (International Order Book)、SETSmm と同様のハイブリッド方式もしくは 1 日 3 回のコールオークション方式で外国株を

対象とする IBB (International Bulletin Board)、マーケットメイク方式で欧米主要銘柄を対象とする IRS (International Retail Service) の 8 つのセグメントに分けられている。

¹² 2004 年からは株主数が 600 人に達しない新規上場銘柄について、当初 1 年間はマーケットメイク方式の採用を義務づける制度が導入されている。この制度変更により、流動性が低いと思われる企業については半ば強制的にマーケットメイク制度を採用させる仕組みとなった。ただし、IPO 時の株主数 600 人という基準はハードルとしてはそれほど高くは無く、今後、ハードルを引き上げることや既存の上場企業についても基準を適用するなどによって、流動性による区分と売買仕法を関連付けることも考えられよう。