

流通市場におけるエクイティ証券に対する 流動性の提供

最終報告書



証券監督者国際機構代表理事会

FR07/2020

2020 年 8 月

注意：本レポートは英語版の原文を日証協事務局が翻訳したものであり、その内容は IOSCO 事務局が検証したものではありません。原文は以下をご参照ください。

NOTE: This Japanese translation is a translation of the original English-language version and its content has not been verified by the IOSCO General Secretariat. For the original, please see

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD660.pdf>

出版物は以下から入手できます。

証券監督者国際機構ウェブサイト www.iosco.org

©証券監督者国際機構 2020 無断複写・転載を禁じます。

出典が明記されている場合には、簡単な抜粋を作成または翻訳することができます。

目次

<u>章</u>	<u>ページ</u>
第1章 エグゼクティブサマリー	1
第2章 背景	3
第3章 定義	6
第4章 マーケットメイカーと流動性提供制度	8
第5章 開示	14
第6章 参加の根拠	15
第7章 マーケットメイク制度における重要な要素	16
第8章 結論	17

第1章 エグゼクティブサマリー

世界の金融市場は長年にわたり大きな変化を経験してきた。多くの場合、そうした変化は新たなテクノロジーの導入や既存テクノロジーの新たな応用によりもたらされた。こうしたテクノロジーの発達は価格発見機能などに幅広い影響を及ぼしたが、特に金融市場における流動性提供のあり方およびその役割を担う市場参加者に対して及ぼした影響は大きかった。

過去、市場に流動性を提供したのは正規に取引所が正式に認定したスペシャリストやマーケットメイカーであった。しかし最近は多くの国・地域において、新たな参加者もこの役割を担うようになってきている。このことはメリットだけではなく新たな課題ももたらしかねない。新たな流動性提供者に対して課される義務が、従来のマーケットメイカーに課される義務に比べて少なかったり異なっていたりするためだ。

IOSCO で流通市場規制を担当する第2 委員会は、過去の IOSCO の研究を踏まえた上で、株式市場における流動性提供がどう変遷してきたかを検討する調査を準備した。本報告書の情報は、規制当局、取引施設 (trading venue)、市場仲介者を対象とした調査への回答に基づいている。なお、本調査で特定された変化は他のさまざまなアセットクラスにも同様に影響を及ぼした可能性があるが、本報告書はエクイティ証券に対する流動性提供のみを対象としており、ETF やデリバティブなど他のアセットクラスは対象としていない。

本報告書は、調査に対する回答の概要（課される義務および供与されるインセンティブの内容ほか）をまとめたものである。それによれば、マーケットメイクおよび流動性提供に関する考え方には幾つかの共通したテーマがあることが明らかになった。また、流動性提供、投資家信頼感の向上、公正かつ効率的な市場の確保に資するマーケットメイク制度の重要な要素として、規制当局が考慮すべきテーマも明らかになった。

- マーケットメイカーとしての登録、またはマーケットメイカーに与えられる正式な役割と課される義務
- 義務と便益のバランス
- コンプライアンスモニタリング
- マーケットメイク制度に関する開示

本報告書作成のための調査は、新型コロナウイルス感染拡大およびそれによる市場の混乱以前に行われた。このため本報告書は新型コロナウイルスの影響については触れていない。IOSCO は今後、新型コロナウイルスが市場構造のさまざまな側面に及ぼした影響に関

する調査を検討する予定である。

第2章 背景

流動性は、公正かつ効率的な市場としての重要な要素の1つである。経済的インセンティブと取引戦略が異なるさまざまなタイプのエンティティが市場に参加することにより、市場参加者の取引執行が促進され、それにより市場の質が高められる。また、流通市場の流動性が高くかつ正しく機能していれば、投資家は保有資産を迅速かつ効率的に売買することができ、それにより発行市場も活性化される。一方で、市場の流動性が低い場合には値動きが荒くなり、そこから得られる情報量は減る。

流動性提供を促進するメカニズムやインセンティブは投資家の信頼感や市場の公正性、効率性を向上させることから、多くの場合に規制の枠組みや取引所の規則、方針、手続きなどの対象となっている。

取引所においてはこれまで、主にスペシャリストやマーケットメイカーが流動性を提供していた。これらのマーケットメイカーやスペシャリストは、公正で秩序立った市場の振興および維持を目的とする義務や禁止規定の対象とされていた。一般的に、スペシャリストとマーケットメイカーは、ある証券に関する買いおよび売りの気配値を定期的かつ継続的に提示することにより流動性を支え、通常はその対価として一定の便益を得ていた¹。

金融市場においては過去20年の間にテクノロジーや取引戦略、市場モデルなどが大きく変化するとともに規制強化が進んだ。また、多くの国や地域において、マニュアル取引を主とする中央集権型証券市場から、自動取引を主とする分断された市場へのシフトが進んだ。

これらの変化にともない、マーケットメイクも多くの国や地域で進化を遂げた。

特に一部の国や地域においては、市場流動性提供者が取引所指定のスペシャリストやマーケットメイカーから、低遅延型アルゴリズム取引モデルを使用する自動電子取引業者（または自己勘定取引業者）へと変化していった。こうした自動電子取引業者は直接、またはライセンスを有するブローカーを通じて市場にアクセスし、さまざまな商品が取引される複数の取引施設に参加することもある。さらに、一部の国や地域においては、人工知能や機械学習によって多数の証券の流動性が改善され、マーケットメイクの形態がさらに進化した。

¹ 例えば『The Influence of Market Makers in the Creation of Liquidity, Report by the Emerging Markets Committee of IOSCO』（1999年5月）参照。<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ioscopd94.pdf>から入手可能。

多くの取引施設が指定スペシャリストまたはマーケットメイカー制度を維持する一方で、マーケットメイカーと同様の方法で取引を行うそれ以外の市場参加者が、テクノロジーや規制の変化により流通市場においてかなりの流動性を提供することができるようになった（一般的には「流動性提供者」と呼ばれる）。こうした流動性提供者の中には、正式なマーケットメイク義務を負っていないにもかかわらずマーケットメイカーに与えられる便益を享受している者もいる。一方で、市場運営者が設定する流動性提供の目的または基準が満たされた場合にのみ便益が与えられるケースも存在する。しかし、流動性提供者が流動性提供の対価としてリベート（手数料の割り戻し）などの便益を得ているケースは多い。

こうした展開の中で、一部の国や地域は以下のような問題に注目するようになった。

- a) ストレス時における流動性の提供。市場の変動が激しい時期に、公正かつ秩序ある市場を維持する義務を負っていないエンティティが市場に参加している場合、危機シナリオ下において流動性が欠如したり、突然枯渇したりするケースが見られた。マーケットメイカーもストレス時には市場への参加を控えることがあった。この問題に対処するため、多くの国や地域でボラティリティ・コントロール・メカニズムが導入された²。
- b) 市場参加者の便益やインセンティブと公正な処遇とのバランス。取引施設が互いに流動性を競い合う中から、偏った便益を提供する制度や特定の市場参加者に優先的に高速アクセスを提供する制度が設定された可能性がある。
- c) 取引が少ない証券に対する流動性の提供。流動性提供者は、既に流動性が高い市場に的を絞ることが多い。流動性が低い銘柄や取引が少ない銘柄への流動性提供促進は課題であり、一部の国や地域においてはこうした市場セグメントへの流動性提供支援策が検討されている。

IOSCO は以前、テクノロジーの発達および規制強化が流動性提供に及ぼす潜在的な影響への懸念に関する複数の報告書を公表した³。これらの報告書を踏まえ、IOSCO 第2委員会⁴はマーケットメイカーやその他の流動性提供者の役割を調査した。具体的には従来のマー

² <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD607.pdf>

³ 例えば『FR 13/13, Regulatory Issues Raised by Changes in Market Structure, IOSCO Final Report』（2013年12月）を参照。<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD431.pdf>から入手可能（「(市場の) 分断がさまざまな取引スペースにおける流動性に与える影響を規制当局が定期的にモニターすること」を提言している)

⁴ 第2委員会（C2）は以下の規制当局の代表者により構成される。アブダビ、オーストラリア、ブラジル、カナダ（OSC, AMF Quebec, IIROC）、中国、ドバイ、フランス、ドイツ、香港、インド、アイルランド、イタリア、日本、韓国、クウェート、マレーシア、メキシコ、オランダ、ナイジェリア、ルーマニア、ロシア、サウジアラビア、シンガポール、南アフリカ、スペイン、スウェーデン、スイス、トルコ、英国、米国（CFTC, SEC）。

ケットメイカーがどう進化してきたのか、流通市場における非伝統的流動性提供者の役割、IOSCO に加盟する国・地域の規制当局によるマーケットメイクへの対応、取引施設が導入した慣行や規則、各国・地域のアプローチの共通点などが検討された。

本報告書の対象はエクイティ証券のマーケットメイクおよび流動性提供であり、デリバティブやETFその他の資産クラスは対象としていない。本報告書は、以下の点に関して規制当局、取引施設、仲介者、マーケットメイカーに対して行った調査の結果をまとめたものである。

- (a) マーケットメイカーおよび流動性提供者として機能するエンティティの種類
- (b) 適用される規制の枠組み
- (c) マーケットメイカーおよび流動性提供者に対して（規制あるいは契約により）課せられる義務（取引施設との間に交わされたマーケットメイク契約または取引施設の規則や方針、手続きなど）
- (d) 供与される便益、インセンティブ、特典など（特に、市場の変動が激しいときに流動性を提供することに対するインセンティブ）
- (e) マーケットメイカーや流動性提供者の関心を引くために、あるいはそれらに便益を供与するために設計されたオーダーブック機能、注文方法、アクセスインフラストラクチャーなどの技術的特徴
- (f) 監督上の枠組み。例えば、取引施設や証券の発行体がインセンティブ契約などにより市場参加者に対してマーケットメイクを依頼することにより発生する利益相反に関する監督上の慣行、および関連する執行活動の情報

本報告書では調査への回答として得られた情報をまとめるとともに、マーケットメイクおよび流動性提供に関する考え方に共通するテーマを明らかにしている。また、流動性提供、投資家信頼感の向上、公正かつ効率的な市場の確保を進める上で規制当局が考慮すべき点のうち IOSCO が重要と考える主要なポイントに注目する。

第3章 定義

1. マーケットメイカー

調査結果によれば、マーケットメイカーの定義は通常、加盟国・地域の法的枠組みの中で定められており、その内容はほぼ一貫している。定義が法的枠組みの中で明示的に定められていない場合には、取引施設の規則で定められていることが多かった。

通常、マーケットメイカーとは、取引施設において双方向の気配値を定期的かつ継続的に自己勘定で提示する業者として定義される。マーケットメイカーは通常登録制であり、特定の規則または契約要件に従う⁵。

ほとんどの国・地域において、マーケットメイカーは規制当局によって登録仲介者として承認される必要がある。これは法令上の要件の場合もあれば取引施設の規則で定められている場合もある。仲介者としての登録が求められない国・地域においては、マーケットメイカーとして参加を希望する取引施設会員の健全性について、法令または取引施設の規則により詳細なデューデリジェンスが必要とされる場合がある。多くの国・地域においては、マーケットメイク制度への参加は取引施設の直接会員に限定されているが、スポンサードアクセスを有する顧客がマーケットメイカーとして参加することを容認する国・地域もある。スポンサードアクセスを有する顧客がマーケットメイカーとして参加することを許されている国・地域においては、こうした顧客がマーケットメイカーとなることについて通常、取引施設の承認が必要である。

2. 流動性提供者

調査結果によれば、幾つかの国・地域においてはマーケットメイカーと流動性提供者を明確に区別している。しかしほとんどの国・地域においては、「流動性提供者」の一貫した定義がなく、あるいは正式な用語として採用されていない。法律の枠組みの中で流動性提供者を明確に定義していると回答した国・地域はごく少数であった（例：通常業務の一環として流動性を提供するが、それを規定する契約の締結義務はない投資会社）。また、幾つかの取引施設は、流動性提供者は正式に認められた業務ではなく、正式なマーケットメイカー以外に参加者のための流動性提供制度は存在しないと回答した。一方で、流動性提供者が広義に定義されている国・地域もあった。例えば米国の幾つかの取引施設は、市場

⁵ EU および英国においては、第2次金融商品市場指令（MiFID II）および金融商品市場規則（MiFIR）の中で「マーケットメイク戦略（market making strategy）」も定義されている。あるエンティティがマーケットメイク戦略（一定の取引基準を上回るアルゴリズム取引技術）を行う場合 MiFID II 上のマーケットメイカーと認定され、その結果として取引施設との間でマーケットメイカー契約を締結し、法令に定められた一定の気配値を提示する義務が生じる。

性がない注文を執行するために取引システムに入力する取引所会員は全て流動性提供者であると回答した。また別の取引施設は、流動性提供者制度が存在し、流動性提供を計測する一定の基準が充足されればインセンティブが供与されると回答した。

調査結果によれば、流動性提供者とマーケットメイカーの定義の最も大きな相違点は、課される義務の内容に関連したものである。マーケットメイカーは通常、一定の義務を履行することが求められる（例えば、オーダーブックの売りと買いの双方に定期的に流動性を提供する、あるいは一定の注文について最低執行数量を保証するなど）。従来から、マーケットメイカーは一定の証券に流動性を提供する責任を有し、市場によってはそれらの証券の取引を監視する責任も負っていた。それとは対照的に、流動性提供者は一定の義務を履行することが求められておらず、従って市場に参加しなければならない義務はない（例えば、例外的なあるいはストレスがかかった市場環境において取引を継続することは期待されていない）。流動性提供者が特定の取引施設において取引を行うかどうかの判断に影響を及ぼすのは、義務ではなくインセンティブであり、多くの場合、手数料と総コスト構造、技術的なアクセス条件、流動性、裁定取引機会などに基づいている。

第4章 マーケットメイカーと流動性提供制度

調査結果によれば、上述の通り、一部の国・地域においてマーケットメイカーは一定の義務を履行する必要がある一方で、流動性提供者にはその義務がない。しかし、マーケットメイカー制度が設定される理由と流動性提供制度が設定される理由との間には、流動性の向上、価格発見機能の強化、執行品質の向上など類似点が多いとの回答が多く見られた。

しかし一方で、確かに設定理由は類似しているものの、マーケットメイカーの役割は注文の不均衡への対応、取引秩序を維持するための不正取引の報告、発行体への対応など流動性提供者の役割よりも範囲が広いとの回答が見られた。

1. 制度の構造

(a) マーケットメイク制度

ほぼ全ての取引施設が、マーケットメイク制度があると回答した。しかし、証券の発行体と契約を締結するマーケットメイカーのカテゴリーがあると回答した取引施設は少数であった。

取引施設からはさまざまな種類のマーケットメイク制度が報告された。中には複数の制度を有する取引施設もあった。具体的には、1銘柄に対しマーケットメイカーを1社あるいは複数社とする制度、リテール注文にのみ流動性を提供するマーケットメイカー、低流動性銘柄や端数注文の執行について一定の義務を有するマーケットメイカーなどが報告された。

(b) 流動性提供制度

流動性提供制度はマーケットメイク制度ほど一般的ではなく、用語そのものが定義されていないことも多い。流動性提供制度が存在する場合、その目的はマーケットメイク制度と類似しているが、通常、参加者に対して手数料ベースのインセンティブのみを供与する点が、一定の義務や要件を課すマーケットメイク制度とは構造的に大きく異なっている。

2. 義務

一部の国・地域においては、マーケットメイカーが遵守すべき一定の義務が、規制の枠組み（法令あるいは取引施設の規則）により具体的に定められている。一般的には、マーケ

ットメイカーとしての業務を履行するために十分な資本を維持すること、双方向の確定気配値を提示すること、オーダーブックにおいてそのプレゼンスを維持すること、一定のビッド・アスク・スプレッドおよび気配提示数量・額を維持すること、一定のシステムおよび管理体制を整備することなどが規則あるいは契約により定められている。また、継続的に取引されるには板が薄く浮動株の時価総額が小さい銘柄について、短期的な需給の不均衡による極端な値動きの発生を抑えることが求められるケースも見られた。

どのような義務の履行が最も難しいかについては、調査に回答した仲介者の間で意見が分かれた。また、同じ義務であっても、取引施設によって履行の難易度が異なるという回答が見られた。義務の履行が難しくなる例としては以下が挙げられた。

- 市場環境によって要件が異なる場合
- より高度なテクノロジーを用いて低遅延型取引戦略を駆使する流動性提供者と比較して、マーケットメイカーが競争上不利な立場に置かれる場合

一方、流動性提供者の義務については、市場品質インセンティブプログラムあるいは手数料の減免を提供する代わりに最小限のパフォーマンス水準の充足を求める取引施設が見られた。しかしほとんどの取引施設においては、流動性提供者に便益を供与する代償として何らかの義務が課されていることはなかった。

3. インセンティブ

調査結果によれば、取引施設はマーケットメイカーの参加を奨励するためにインセンティブまたは便益を供与すると同時に、市場の公正性を確保する義務も課すバランスが取れたマーケットメイク制度を導入している。マーケットメイカーおよび流動性提供者に供与される便益やインセンティブに関する規定については、法令で定めている国・地域もあれば、取引施設の規則や方針の中で定めている国・地域もある。

取引施設はインセンティブスキームをいろいろな形で定めているが、通常その目的は市場の質の向上および取引高の増加である。しかし、中小型銘柄の流動性向上を目的としてマーケットメイク制度を設計していると回答した取引施設も一部見られた。ビジネスあるいは戦略上の目標を達成するためにそのようなスキームを設けていると明示的に回答した取引施設もあった。また、発行体がインセンティブを支払うマーケットメイク制度については、発行体のニーズが考慮に入れられていた。さらに、高速回線や高速の市場データ・分析を駆使する市場参加者による裁定取引から、マーケットメイカーの注文を保護するように設計された便益を提供する取引施設も見られた。

マーケットメイク制度で採用されている便益やインセンティブの種類としては、リベート（手数料割り戻し）、会費あるいは取引手数料の減免、その他の金銭的インセンティブ（注文を当該取引施設に流すことに対する報奨金、過剰なメッセージングに対するペナルティの免除、メッセージスロットリングパラメーターの引き上げなど）がある。この中ではリベートおよび手数料の減免が一般的のようであった。少数の取引施設はオーダーブックの中でマーケットメイカーの気配値を優先していた。また、専用のインターフェース、接続容量の増加、一定のタイプの注文への優先的アクセスなど、金銭以外の利便性を提供する取引施設も一部に見られた。

また、流動性が低い銘柄に対してのみインセンティブを提供する取引施設や、メッセージング量や取引注文比率（OTR）の許容量引き上げ、取引手数料の減免などを提供する取引施設もあった。

間接的な経済的インセンティブ（取引税、空売り規制及び米国市場における SRO 取引手数料に関する規制上の軽減措置や、資本評価の有利な取り扱いなどの規制上の優遇など）を提供する取引施設もある。しかし、これらの措置が重要であるかどうかは、取引機会の性質によって異なるとの回答も見られた。結局、業者がある取引施設においてマーケットメイクを開始したり中止したりする判断は、それにより得られる便益と取引施設が規定する要件（例えばより薄いスプレッドの提示、気配提示数量の増加、気配提示時間の延長など）を銘柄・セグメントごとに比較検討して行われている。

一方、流動性提供制度が供与する便益やインセンティブは、一般的に手数料の割り戻しかディスカウントである。取引施設がマーケットメイカーと流動性提供者の双方に手数料に関するインセンティブを供与しているケースもわずかながらあるが、そうした場合、マーケットメイカーにはさらに追加的なインセンティブが供与されている。また、目標を達成した場合に、マーケットメイカーには金銭的および取引面でのインセンティブが供与されるが、流動性提供者には手数料の優遇のみが供与されるというケースも見られた。

4. 例外的あるいはストレスがかかった市場環境下における義務およびインセンティブ

幾つかの国・地域は、例外的な状況または値動きが激しいもしくはストレスがかかった市場環境においては、マーケットメイクのインセンティブや義務を見直すとして回答した。こうした環境下で取引施設は、スプレッド要件や気配値提示義務を緩和もしくは一時停止することがある。一部の取引施設は、ストレス環境下で流動性を提供するマーケットメイカー

に対して、手数料面でインセンティブ（100%払い戻し）を供与したり、ストレス環境下で義務を履行した銘柄数に応じた月額プレミアムを支払ったりしている。

一方、一部の国・地域においては、例外的な状況または値動きが激しいもしくはストレスがかかった市場環境下においても、流動性提供者がこうした義務を負うことはない。実際、市場の値動きが激しいときにこれをチャンスと見て市場にとどまった流動性提供者もあった一方で、流動性提供者が市場から流動性を引き上げたと回答した国・地域があった。

新型コロナウイルスが市場構造に及ぼした影響を調査するため、このメカニズムがどう働いたかを IOSCO が将来的に調査することがある。

5. マーケットメイク制度の承認

調査結果によれば、多くの国・地域において、取引施設がマーケットメイク制度または流動性提供制度を有する場合、当該制度は取引施設により制定されている。

一方で、規制当局が取引施設の規則、方針、手続きあるいは手数料体系を確認もしくは承認する過程で、マーケットメイク制度や流動性提供制度をも確認または承認しているケースもあった。他の国・地域においては、規制当局が法令遵守の観点からマーケットメイク制度を確認したり、あるいはマーケットメイク制度（および対応する便益と義務）が公正および秩序立った取引および投資家保護に影響を及ぼすことがないようにするという、より幅広い規制監督の観点から確認したりするケースも見られた。

6. パフォーマンスモニタリング

調査結果によれば、ほとんどの取引施設が、マーケットメイカーの義務と受領した便益、および規制上またはその他の契約上の要件の遵守について、市場におけるマーケットメイカーのパフォーマンスをモニタリングしている。一部の国・地域においては、マーケットメイカーに義務を遵守させることを目的として、取引施設がマーケットメイカーの行動をモニタリングしていた。また別の国・地域では、市場の動きをモニタリングするという一般的な義務の一環として、マーケットメイカーをモニタリングしていた。

モニタリングの目的は、マーケットメイカーが規制上あるいは契約上の義務を履行しているかどうか、従ってマーケットメイク制度が供与するインセンティブを受領する資格があるかどうかを確認することである。義務が履行されていないにもかかわらずマーケットメ

イカーが便益を供与されていれば、不公正または過度の利益を得ている恐れがある。

同様に流動性提供者についても、インセンティブスキームの要件を充足しているかどうか（その結果として便益を供与される資格があるかどうか）を取引施設がモニタリングしている。

ほとんどのマーケットメイク制度やインセンティブスキームにおいて、モニタリングは、取引日終日または少なくとも毎日、電子的に行われている。取引施設がその結果をマーケットメイカーや流動性提供者にフィードバックする頻度は、当日引け後から月次のパフォーマンスレポートまでさまざまである。こうしたステータスレポートには、引け後に自動的に生成されるマーケットメイク完了報告書や必要に応じて行われる分析などがある。

マーケットメイカーが所定のパフォーマンスを達成していない、または義務を履行していない場合に取引施設が取る措置は、通常は以下のようなものである。

- 警告状
- 便益の撤回または削減
- 義務の不履行が複数回に及んだ場合には、制度またはスキームからの完全な除名
- 内部における調査（パフォーマンス未達または非遵守の内容と範囲、市場への影響、非遵守の期間、過去の懲罰歴などを検討）
- 制裁金の賦課
- 懲戒処分（譴責、審判、資格停止、誓約書および罰金、公告、免許剥奪など）

流動性提供制度に参加する流動性提供者が制度の条項を遵守しなかった場合、通常は不遵守の期間に対応するインセンティブを受け取ることができない。その他の措置または制裁が課されることは一般的にない。

一部の取引施設は、定められた義務に関連するパフォーマンスをモニタリングするだけでなく、マーケットメイカーや流動性提供者が提供した流動性の品質（すなわち市場の質への影響）を計測基準に基づいてモニタリングしている。検討される基準は以下のようなものである。

- 市場の深さ：ある証券の各価格水準における気配提示数量
- スプレッド：マーケットメイク制度または流動性提供制度を通じて提供された流動性の品質を測る基準としての実効スプレッド、実現スプレッドまたは時間加重スプレッド

- 売買高：取引した証券の売買回転率⁶または売買高に占めるシェア
- マーケットメイカーの取引シェア：一般的なパラメータとしては、特定銘柄における総売買高に対するマーケットメイカーまたは流動性提供者の取引シェア

7. 制度の評価

多くの取引施設がマーケットメイカー制度または流動性提供制度を定期的（1 カ月、6 カ月または少なくとも 1 年ごと）に見直しているが、それと同数の取引施設はインセンティブスキームを評価、再調整する期間を設定していない。既存の制度の評価を行う基準としては以下のようなものがある。

- 競争上のポジション
- IT 能力と処理の遅延
- ストレス状況
- 同一制度内における市場参加者間の競争
- 流動性テイカーおよび発行体のニーズ
- スキームの有効性
- オーダーブックの品質
- 市場環境の変化、または市場からのフィードバックや協議を通じた要請への対応

⁶ 取引施設からの回答には定義が記載されていなかったが、国際取引所連合（WFE）は売買回転率をある銘柄の売買代金を時価総額で除した比率と定義している。<https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/statistics/WFE%20Statistics%20Definitions%20Manual%202019%20September%202019.pdf>を参照。

第5章 開示

1. マーケットメイク制度および流動性提供制度の開示

一般的に、マーケットメイク制度に関する情報は開示されていると言える。これは、法的要件であることもあれば、取引施設の全ての規則や方針は開示されなければならないという取引施設の一般的な要件あるいは慣行に基づいている場合もある。多くの場合、公開情報には具体的な義務あるいは基準は含まれておらず、スキームのモデルおよび主な特徴が記載されている。この透明性により、マーケットメイカー（およびその他の市場参加者）は、当該制度やスキームの中で他の参加者に課されている義務および提供されている便益やインセンティブを知ることができる⁷。

また、開示義務がないとの回答があった国・地域もあった。

2. パフォーマンス計測基準とマーケットメイカーのパフォーマンスの開示

マーケットメイカーのパフォーマンスに関するデータの開示が法令によって義務付けられている国・地域は2つのみであった（ただし法令はマーケットメイカーの「パフォーマンス」の定義について具体的には言及していない）。また、一部の国・地域においては、法令上は求められていないものの、取引施設がマーケットメイカーのパフォーマンスに関する情報を独自に公表していた。少数の取引施設は、マーケットメイカーまたは流動性提供者のパフォーマンスに関する集計値および市場シェアに基づくランキングを公表している。また、市場の質のパラメータ（例えば流動性が支援されている金融商品の平均気配値提示時間、平均スプレッド、売買高など）に基づく四半期ごとのレーティングを公表している取引施設もあった。また、マーケットメイカーまたは流動性提供者が義務を履行しない、または業務停止命令を受けた場合に、例外的に一般的なパフォーマンス数値を公表することがあると回答した取引施設があり、その場合はウェブサイトで告知するとのことであった。

⁷ EU および英国においては、取引施設はマーケットメイク契約を締結した業者名および当該契約の対象となる金融商品も開示しなければならない。この開示は、マーケットメイク制度への公正かつ公平なアクセスを確保することを目的としている。

第6章 参加の根拠

1. マーケットメイカーまたは流動性提供者

仲介者が市場に参加する場合、特定の証券のマーケットメイカーになるか、または流動性提供者になるかを選択することができるが、一般的にはそれを強制されることはない（業務内容が特定の法令または取引施設が規定する要件（例えば EU および英国の法令）に抵触する場合を除く）。

仲介者がマーケットメイカーになるか、あるいは流動性提供者になるかを判断する場合に考慮する重大な要素は、参加によって発生するコストと得られる便益の比較、あるいは取引施設のプログラムにより得られる便益と課される義務の比較をした費用対効果である。例えば、制度上、流動性提供者に対してマーケットメイカーと同等の義務が課せられることがない一方で、流動性提供者が得る便益はマーケットメイカーが得る便益よりもメリットが少ないものであることが多い。仲介者が取引施設から得られるインセンティブの中で最も重要と認識するのが、取引費用の軽減である。これによりビッド・アスク・スプレッドをタイトに維持することができると考えられるからである。

マーケットメイカーになることを選択する根拠としてもう1つ挙げられたのは、市場の品質を改善したいという意向である。これは一般的なインセンティブであるという回答もあれば、顧客ニーズへの対応に関連しているとの回答も見られた。

また、一部の証券会社にとって、マーケットメイカーまたは流動性提供者になることを選ぶ根拠は、証券の発行体に関連したものであった。マーケットメイカーになることによりマーケットメイカーが発行体にサービスの提供をするだろうという期待を高めることができるとの回答が見られた。また、マーケットメイカーや流動性提供者になることにより発行体との関係に良い影響が出て、関係が改善されるとの回答も見られた。

2. 参加する取引施設の選択

参加する取引施設の選択における重要な要素のひとつを、取引に関わる費用とする回答があった。これには、接続コスト、手数料やリベート体系、会費、取引コスト、コミッションなどが含まれる。また、流動性および流動性へのアクセス機会も回答として多く挙げられた。

第7章 マーケットメイク制度における重要な要素

この調査により、マーケットメイク制度に関連して規制当局が考慮すべき重要な要素として、以下に示す共通テーマが明らかになった。

1. マーケットメイカーとしての登録、またはマーケットメイカーに与えられる正式な役割と課される義務。 マーケットメイクに携わるエンティティは、市場の流動性向上および効率化に資するために一定の気配値提示義務を充足することが求められ、その際には公正かつ秩序立った取引の確保を含むあらゆる要件を遵守しなければならない。このため、マーケットメイクに携わるに足るかを判断するパラメータを有することが重要となる。
2. 義務と便益のバランス。 マーケットメイク制度に参加するかどうかの判断は、主にそれにかかるコストと得られる経済的インセンティブによって決定される。さらに、取引施設はマーケットメイカーの参加を促すため、マーケットメイカーが義務を履行する代わりに便益を得られるように制度を設計している。しかし、便益と履行すべき義務のバランスが取れていない場合には、マーケットメイカーが得る利益やアクセス権の公正性に懸念が生じる恐れがある。さらに市場では、取引戦略、取引施設の商品やサービスが時間の経過とともに変化していくため、マーケットメイク制度自体もバランスと公正性が維持されるように適応していく必要がある。
3. コンプライアンスモニタリング。 マーケットメイカーが制度の条項や取引施設との契約を遵守しているかどうかをモニタリングすることにより、マーケットメイカーが義務を遵守しているか、また制度の便益を受ける資格を有しているかどうかを確認することができる。マーケットメイカーが義務を履行していない場合、マーケットメイカーに支払われた手数料または認められた流動性へのアクセスについて、マーケットメイカーは不公正または不当な利益を得ている恐れがある。
4. マーケットメイク制度に関する開示。 マーケットメイク制度の透明性およびその主な特徴を確保することにより、マーケットメイカーおよびその他の市場参加者は、制度参加者に課される義務および供与される便益やインセンティブを知ることができる。また、透明性が確保されていれば、制度が公正かつ秩序立った市場に及ぼす潜在的影響を全ての市場参加者が把握することができ、取引施設に対してはバランスが取れた形で制度を設計するよう促す効果もある。

第8章 結論

流動性提供は価格発見において重要な役割を担い、公正かつ効率的な市場の重要な要素である。流動性提供とその役割を担うさまざまな市場参加者は、金融市場の多くの側面と同様に進化を遂げてきた。株式市場は歴史的に見れば、取引所が認めた正式なマーケットメイカーに効率的な価格発見機能の確保を依存してきた。しかし多くの国・地域において過去何年にもわたってその依存度が低下している。こうした変化はメリットと課題の双方をもたらす。特に株式市場の効率的な運営が、流動性提供義務を負わないエンティティの参加に依存するようになればなおさらである。しかし、新たな参加者が出現したとしても、多くの市場におけるマーケットメイカーの役割が大変重要であることに変わりはない。

取引施設が導入するインセンティブプログラムは、効率的な市場を維持するために必要な流動性を確保する上で大変重要であり、それを監視する規制当局の役割も、進化し続けるマーケットが効率的に機能し続けるように新たな要素を取り入れていくことが必要である。

本報告書をまとめるための調査から得られた情報は、マーケットメイク制度やその他の流動性提供インセンティブ制度を規制当局が評価する上で検討すべき有用なアイデアを提供するであろう。