

# ETF市場における マーケットメイク制度の導入について



東京証券取引所 株式部調査役

**岡崎 啓**

## 1. 制度導入の背景

東京証券取引所では、2018年7月にETF市場におけるマーケットメイク制度（以下、本制度という）を導入した。ETFは「低コスト」「リアルタイムでの売買が可能」「透明性が高い」「売買が株式と同じで手軽」といった特徴を持つことに加え、流動性の増加が見られたことで、世界中で利用が急増している。

近年、日本でも残高・売買代金共に高い伸

び率を見せているものの、利用は日経225・TOPIX・JPX日経400を原資産とする一部の銘柄に集中しており、それ以外の銘柄では、十分な流動性がなく、売りたい時に売れない、買いたい時に買えない、といった状況が散見された。そこでマーケットメイカーに一定の条件での注文提示を義務付ける「気配提示義務」と、それを満たした場合にインセンティブを付与する本制度を導入することとした。

海外の取引所では、ETFにマーケットメイク制度の導入は一般的といえる。欧米の各取引所に加え、オーストラリア・香港・韓国といった各国の取引所でもマーケットメイク制度が導入<sup>(注1)</sup>されている。これは、ETFはマーケットメイカーが設定交換<sup>(注2)</sup>を行うことで初めて市中に出回る商品であり、「誰かが最初にマーケットメイクをしないと、流動性がつかない」という商品組成上の特徴からと考えられる。ETFは原資産との間でヘッジや裁定取引を行うことが可

### 〈目次〉

1. 制度導入の背景
2. 制度の概要
3. 法令上の手当て
4. 申請状況
5. 制度開始の影響
6. 今後の展望

能な商品であり、マーケットメイカーは売買が行われると、原資産の設定（解約）による調達価格と、ETFの売却（購入）価格の差額<sup>(注3)</sup>から利益を上げることが出来る。ただしETFの流動性が低い場合、マーケットメイクを行っても利益を上げられる確証が得られないため、マーケットメイカーの参入がなされない可能性がある。そこで低流動性銘柄においても制度としてマーケットメイカーにインセンティブとオブリゲーションを設定することで、「現在は流動性がない銘柄」についてもマーケットメイクを行う経済的なインセンティブが生まれることになる。

## ■ 2. 制度の概要

マーケットメイク制度は、義務と権利（報酬）から成り立っており、マーケットメイカーが一定の義務を満たした場合に、報酬を受け取るという仕組みが一般的である。本制度も同様に、決められた条件で注文を提示する気配提示義務を満たした場合にインセンティブが支払われる仕組みとなっている。今回導入した制度は、「投資家にとって必要な注文が供給されるかどうか」という観点で設計を行ったことで、他国の類似した制度と比較しても、マーケットメイカーにとって厳しい内容となっている。まず気配提示義務は①気配提示銘柄数、②気配提示時間、③スプレッド／気配提示数量、の3点から構成されている。

① 気配提示銘柄数では、「低流動性銘柄

20銘柄を含む30銘柄」「外国資産に連動するETF15銘柄」<sup>(注4)</sup>といった、一定の銘柄数を満たす必要がある。これは、流動性のある銘柄が、TOPIXや日経225、JPX日経400といった一部の銘柄に偏っているため、そうではない銘柄への申請を狙ったものである。

② 気配提示時間については、類似の制度を参考に、相当に高い水準である80%とした。マーケットメイカーは原資産の価格変動を踏まえてETFの注文を出しなおす必要があり、またETFが約定した場合にも追加で注文を出す必要がある。

③ スプレッド／気配提示数量については、銘柄種別ごとに異なる3種類の義務が課されている。気配提示が相対的に容易であるTOPIXや日経225、JPX日経400では20bpsもしくは2 ticks<sup>(注5)</sup>のスプレッドで3,000万円相当額の注文提示を、内国ものに連動する商品については50bpsもしくは3 ticksで1,000万円の提示を、外国ものに連動する商品についても50bpsもしくは3 ticksで500万円の提示を求めている。

マーケットメイカーはこれらを満たした場合に、各種手数料の割引等の形でのインセンティブを受け取ることが出来る。

(図表1) 現物設定の場合の投資家とマーケットメイカーの行動

	投資家	マーケットメイカー
ETFの需要が強い場合	ETFの買い	ETFの空売り →現物の買い →設定により現物をETFにすることで売りに充当
ETFの需要が弱い場合	ETFの売り	ETFの買い →現物の売り →解約によりETFを現物にすることで売りに充当

(図表2) 対象資産ごとのマーケットメイカーの申請銘柄数

	0社	1社	2社	3社	4社	5社	総計
日本株(市場別)	4	6	9	2	3		24
日本株(規模別)		3	2		1		6
日本株(業種別)	14	15	3	1	5		38
日本株(テーマ別)	3	5	3	3	6	5	25
エンハンス型	1	2	1				4
国内債券			1				1
不動産(REIT)	2		4	2	1	4	13
外国株	32	3	5	1			41
外国債券	3	3	6				12
商品	27	3					30
総計	86	40	34	9	16	9	194

### 3. 法令上の手当て

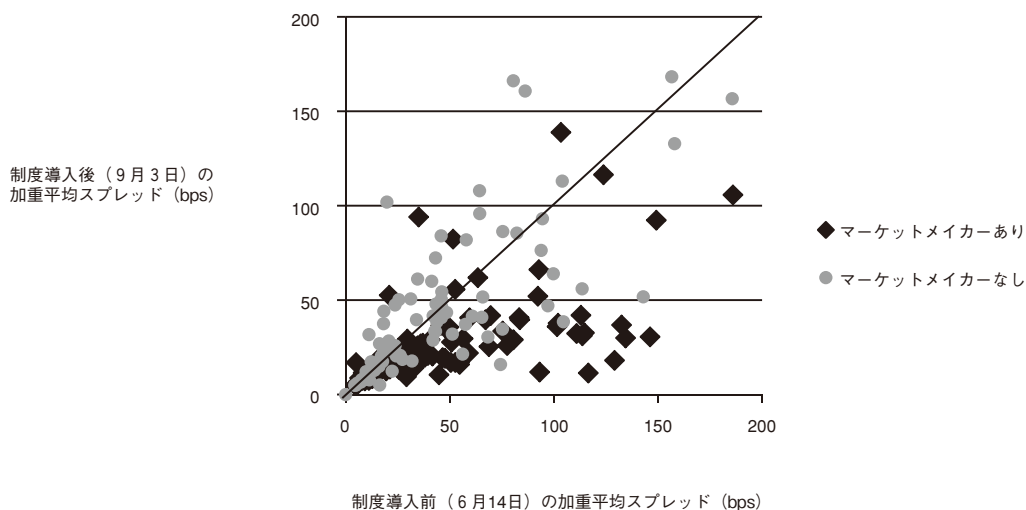
ETFの円滑な流通を支えるため、本制度の導入は内閣府令の改正を伴っている。マーケットメイカーは原則として、注文を提示し続けることで投資家の売買の相手方となる。ETFの需要が強く、投資家がETFを買いたい場合、マーケットメイカーは売りで応える必要がある。その際、マーケットメイカーが在庫としてETFを持っている場合を除き、投資家の手元に渡るETFは、現物を(追加)設定することで新たに作られるため、多くの

場合、マーケットメイカーは手元にETFがない状態で売り注文を出す、すなわち空売りを行うことになる。ETFの需要が強い中で空売りが出来ないと裁定取引が出来ず、原資産の価格に対してETFが割高な状態になってしまう。こういった状態を避けるために、マーケットメイカーの行う空売りは2018年4月施行の府令改正により、空売り規制の適用除外<sup>(注6)</sup>となっている。

### 4. 申請状況

2018年9月1日現在、国内から2社、海外

(図表3) 制度開始前(6月14日)と制度開始後(9月3日)のспレッドの比較(bps)



から3社の計5社が参加し、制度対象194銘柄中、108銘柄に申請が行われている。日本株を対象としたETFだけでなく、様々なアセットクラスを対象にしたETFに申請が行われており、各アセットクラスが概ね網羅されている。

## 5. 制度開始の影響

本制度開始の影響を測る指標としては、注文提示状況(спレッド・デプス)、売買代金及び純資産残高に着目している。制度では注文提示状況を規定しており、マーケットメイカーの参入によりспレッドやデプスが改善し、「いつでも適切な価格で売り買い出来る」ようになることで売買が増え、最終的には純資産残高の増加につながっていくことを

期待している。

まず注文提示状況のうち、спレッドについては、多くの銘柄で縮小が見られている。9月3日の気配提示状況を見ても、マーケットメイカーが申請している108銘柄の中には、制度導入前は100bpsを超えるспレッドとなっていたものも多くあったが、93銘柄では平均спレッド(注7)で50bpsを下回っており、60銘柄では25bpsを下回っている。最良気配の数量を見ても、66銘柄で1,000万円を超える注文が提示されている。

また、市況の影響を受けやすいため、今後詳細な分析を行っていく必要があるが、一部の銘柄においては売買代金や純資産残高の増加も見られている。

## 6. 今後の展望

制度を導入して2か月、マーケットメイカーの参入により、多くの銘柄でスプレッドの減少とデプスの増加といった気配提示状況の改善が見られている。信託報酬だけでなく執行コストまで含めて考えても相当に安価で執行出来る環境が整ってきた。他方、米国のETF市場に目を向けると、「流動性が集中したことで原資産よりも執行コストが低くなる」「ファンドが大きくなれば信託報酬を下げることで新たな投資家層を呼び込む」「新規参入や新商品の導入により、費用面・商品面のいずれにおいても競争が発生し続ける」といった複数の現象が同時に発生し、流動性やコスト面で他商品よりも優れた商品となったことで、個人やIFAだけでなく年金のような機関投資家にも投資対象として選ばれ、成長を続けている。日本のETF市場においても、流動性や品ぞろえなど、複合的に改善に取り組んでいくことで、より広く利用される市場を作っていきたいと考えている。

(注1) 市場によっては、市場間競争におけるシェア確保のための施策として、「(競合する)他市場よりも相対的に良い値段の提示」を目的にマーケットメイク制度を導入しているようなケースも見られる。

(注2) 株式のバスケットを差し入れることでETFを受け取る設定、ETFを差し入れることで株式のバスケットを受け取る交換の両方がある。金銭設定

型の場合、株式の代わりに金銭の差し入れ・受け取りとなる。

(注3) 流動性の高い銘柄では特に、設定交換を伴わずに売り買いの差額から利益を上げることもある

(注4) 最初の半年間は猶予期間として、銘柄数が少なくても良いとしている

(注5) 価格が低い場合に、呼値の刻みとの関係で比率が大きくなりすぎる場合があるため、その場合にはティックでも良いとしている

(注6) 有価証券の取引等の規制に関する内閣府令第9条の3の17

(注7) 時間加重平均スプレッドを採用

