

2008年5月14日

野村ホールディングス株式会社
執行役 永井智亮

金融商品等の流通市場においては、取引場所として一般に、①取引価格や取引量について取引当事者間の交渉で決める相対取引から、②ブローカーやディーラーがマーケットメイクを行う(狭義の)店頭市場のほか、③取引所外の取引プラットフォームとして証券会社等が運営主体となる私設取引システム(PTS)、④取引需給を注文板に集めて取引を行う証券取引所(法律上は「金融商品取引所」)などがある。

取引市場のあり方(概念図)

	相対取引	(広義の)店頭市場(OTC)		取引所取引
		(狭義の)店頭取引(OTC)	私設取引システム(PTS)	
取引のルール	市場慣行、自主規制			取引所規則
価格発見機能	相対交渉	マーケットメイク	PTSによって価格発見機能は異なる	セントラル・オーダー・ブック
市場参加者	ディーラーや機関投資家を中心 (インターディーラー市場・対顧市場)			幅広い市場参加者 (リテールも参加)
価格の透明性	低い透明性	ベンダー等による複数のディーラーのビッド・オファーの提供		取引前(確定気配値、板情報)の透明性、取引後の透明性(取引報告)
取引の標準化	相対交渉	市場慣行、自主規制		取引所規則

(出所)野村資本市場研究所

それぞれの取引を概念的に整理すると上の図のようになる。

通常、取引所で行われる取引は、売り注文と買い注文が一つの板(セントラル・オーダー・ブック)に集められ、気配値や執行された取引価格が一般に情報提供されるため、市場の透明性は高いとされている(PTSで行われる取引もある程度は同様の評価ができる)。また、取引所取引は、取引所が定めるルールに従って行われる組織化された取引であり、上場商品の商品性やクオリティ、売買単位などが標準化されている。

これに対して、店頭市場では、市場慣行や自主規制などに則って行われており、標準化された取引所取引と比べると柔軟性があることがメリットである。例えば、大口取引を行う場合は、マーケット・インパクトの抑制という点で、取引所取引よりも有利であろう。ただし、店頭市場で行われる取引に関する情報は、基本的には一般には提供されておらず取引所取引と比べると透明性に欠ける面がある。さらに、相対取引の場合は、当事者間の合意の下に自由度の高い取引を行うことができる一方、取引相手方を探すサーチ・コストなど取引コストがかかること、当事者間で取引が行われるため取引の透明性や安全性の観点で他の取引に比べて劣ることが指摘できる。

EU-ETS 市場では、店頭市場の取引規模と取引所取引の割合は 3 対 1 と、取引所に比べると店頭市場の流動性の規模が大きい。EU-ETS 市場では、排出量取引の専門ブローカー (Evolution Markets、TFS、Natsource、GTI 等) が流動性供給の役割を担うマーケットメイク機能を果たしており、これらのブローカーの活発な取引への参加が、店頭市場の規模の発展に寄与していると評価できる。

また、EU-ETS 市場では、ブローカーやベンダーから流通市場における取引価格の情報が提供されており、市場参加者は現在どの程度の価格で排出量が取引されているかを知ることができる。欧州では、市場の透明性に対する論点に対してこうした取り組みで対応を行っている。

さらに、EU-ETS 市場では、取引所と店頭市場は異なる市場として分断されていない。店頭市場のブローカーが二つの市場の間で裁定取引を行っており、両市場はリンクしている。このような取引所と店頭市場の間の競争がより活発な取引を生んでいる背景である。

以上