

金融危機後の金融・資本市場をめぐる課題

(座長総括)

慶應義塾大学
大学院商学研究科教授
柏木 茂雄

1. 金融・資本市場を取り巻く環境と課題

今日まで進められてきている我が国の金融・資本市場をめぐる制度改革の起点は、1990年代後半の金融システム改革に遡る。銀行によるリスクテイクに過度に依存していた従来の金融構造から、市場型金融へのシフトが目指される中、金融・資本市場において多くの制度変更や規制改革が実施されてきた。今般の金融危機に伴う市場の収縮の中で、一時的に従来型の間接金融への回帰が見られる局面があったとしても、中長期的には金融システムの一層の転換を推進し、市場を通じた適切な資源配分によって経済の持続的な成長を確保していくことが必要である。このような問題意識の下、平成19年12月に金融庁が公表した「市場強化プラン」(金融・資本市場競争力強化プラン)においても、信頼と活力のある市場の構築などを目的とした一連の改革案が示され、足下でも、信用格付業者に対する規制の導入や金融商品取引所と商品取引所の相互乗入れ等を盛り込んだ改正金融商品取引法が成立したところである。

一方、海外に目を転じると、2007年以降、欧米ではサブプライムローン問題に端を発して、百年に一度と言われる金融危機が勃発し、実態経済も大幅に悪化するなど全世界に深い爪痕を残している。一連の市場の混乱から、originate to distributeと言われるような証券化の手法や高レバレッジ取引による短期的な利益追求といったビジネスモデルに対する反省の動きがみられる。このため関係各国の当局は、従来十分な規制が及んでいなかった事業者や商品・取引、格付機関に対する規制の整備、金融機関等におけるリスク管理体制の強化など金融危機の再発防止に向けて規制を再構築するための取組みを進めることとなった。また、これまで金融・資本市場において金融技術やIT技術等を活用した商品・取引の多様化が急速に進展してきたが、今般の金融危機を受けて、今後、商品・取引の透明性、安定性がより重視され、国際的に標準化への回帰の流れが進展していくことも考えられる。

我が国においても、こうした国際的な動向等を踏まえ必要に応じ規制の再構築等が検討されていくこととなるだろうが、その際、市場型金融への転換や市場の競争力強化といった課題との調和をどのような形で図っていくかが大きな課題となる。

市場型金融の行き過ぎが金融危機として顕在化したとも言える欧米の状況と異なり、我が国においては市場型金融がなお未成熟の段階にあることをどのように考えるべきだろうか。市場型金融が未成熟であるために我が国においては金融危機による影響を限定的なものにとどめることができたとの見方もある一方、我が国においては市場が未成熟であるが故に生じた問題も少なくないように思われる。従って、我が国としては、今後、国際的な連携の下で必要な対応を図っていくと同時に、今般の金融危機の教訓を踏まえ、我が国の金融・資本市場を真に強固なものとするため我が国独自の処方箋も求められるのではないだろうか。その際、市場型金融への転換や競争力の強化は引き続き重要な課題を構成することとなろう。

本研究会は、本年2月から6月までの間に計6回の会合を開催し、金融・資本市場において今後課題となりうる諸分野を材料として、我が国の市場制度のあるべき方向性についての審議を行った。毎回の審議は各テーマの担当メンバーから報告を受け、これについて討議するという形で進められた。また、テーマによっては、その分野の実務専門家を招き報告を頂いた。本報告書はこれらの報告をもとにした議論の成果をまとめたものであるが、報告書を構成する各論文は各執筆者の見解をそれぞれの責任において取りまとめたものであり、研究会全体としての意見調整を行ったものではない点を申し添えたい。

この研究会報告書が一つのきっかけとなり、我が国の金融・資本市場において規制の再構築と市場の競争力強化を今後どのように進めていくべきかについての具体的議論が国内において深まることを期待したい。

2. 具体的な課題

上記の問題意識の下、本研究会では具体的に以下の諸課題についての検討を行った。

2.1 市場間競争、取引所外取引に関する問題

米国では、1990年代後半以降、株式売買注文に関する制度変更等を契機として多数の電子取引ネットワーク（ECN）が登場するとともに、現在では、ダークプールと言われる証券会社内での注文マッチングサービス等が広がりを見せるなど取引所外取引の拡大が見られる。欧州においても、これまでは取引所外の電子取引システムの発達はほとんど見られなかったとされるが、2007年のEU金融商品指令施行以後、取引所外の電子取引システム拡大の動きが見られる。

一方、我が国においては、電子情報処理組織を使用した私設取引システム、いわゆるPTSについて制度面での整備が行われているが、株式取引に係る取引所外取引のシェアは低水準にとどまっており、また、その利用者も欧米と異なり個人投資家を主とするものに留まっ

ているとの指摘がある。このような点を捉え、1990年代以降の金融システム改革において唱えられた「市場間競争」は、もっぱら新興企業向け市場における上場会社獲得の面での競争等に限られたものとなっており、株式売買注文の獲得をめぐる様々な取引システムが競い合うといったことは実現していないとの見方がある。これに対して、このような状況は取引所自身が取引の電子化や売買マッチング機能の改善に取り組んできた成果でもあり、否定的に捉えるべきでないとの見方や、近年、取引所外取引の規模は我が国においても拡大しているとの見方もある。

このような欧米市場における動向等を踏まえ、今後、我が国で多角的な市場間競争の促進や取引所外取引の拡大をどのように捉えるべきかという点については賛否両論が見られるところである。仮に取引所外取引が拡大していく場合には、健全な市場機能の確保や投資家保護等の観点から、最良執行の確保といった論点に加えて、取引所による自主規制機能や取引の透明性・公平性の確保などをどのように考えていくかが重要な論点となる。

本テーマについては、Ⅱ－１、２において、大崎氏及び市本氏が論じているところである。

2.2 CDS、社債・クレジット市場に関する問題

2000年以降、欧米市場では、クレジットデフォルトスワップ（CDS）などのクレジット関連デリバティブの取引が急速に拡大した。このような取引の大半は店頭における相対取引の形をとり多数の当事者間で張り巡らされるように行われた。その結果、今般の金融危機におけるリーマン・ブラザーズの破綻やAIGの救済等の事態は、巨額のポジションを有する機関の破綻等を連鎖的に引き起こす危険性を強く認識させ、金融システムに与えるリスクを大きく警告するものとなった。

こうした中、店頭デリバティブ取引に係るカウンターパーティリスクを軽減し、取引機関の破綻等がシステム全体に及ぶ危険を防止する観点から、中央清算機関（CCP）の設立や取引の標準化等が国際的に強く提言されている。欧米では、すでにこのようなCCPが業務を開始しつつあり、我が国においても、取引所や業界関係者等によりCDSその他の店頭デリバティブ取引に係るCCPの設立に向けた検討が進められている。

このような店頭デリバティブ取引については標準化に対応出来ない取引も多く存在するため、システムック・リスク防止の観点からCCPを通じた取引の拡大と同時に標準化されていない取引を含む市場全体の透明性をいかに向上させ、これらの取引やこれらに大きなエクスポージャーを持つ市場参加者に対する規律付けをいかに進めていくかが重要な検討課題となっている。ただし、店頭デリバティブ取引に係るCCPへの集中や取引等の規制については、その方法によっては、これらの取引の流動性やヘッジ機能に低下をもたらしかねないとの指摘もある。国際的な動向や我が国の状況等を踏まえた入念な検討が求められることとなる。

また、我が国におけるCDS等の取引は、諸外国と比べて市場参加者の裾野が広がっており、取引量も限定的であると言われるが、その背景の一つには、そもそも社債の流通市場等の規模が欧米と比べて極めて小さい点が指摘できる。我が国において市場型金融への転換が目指される中、社債・クレジット市場の在り方について引き続き真剣な検討が重ねられるべきである。

本テーマについては、Ⅲにおいて、吉井氏が論じているところである。

2.3 ヘッジファンド規制に関する問題

今般の金融危機におけるヘッジファンドの功罪については必ずしも市場参加者の中でコンセンサスがあるわけではないが、ヘッジファンドの取引の不透明性や高レバレッジの存在等がシステムリスクを増幅し金融危機を促進したということがしばしば指摘される。

ヘッジファンドに対する規制については、これまで主に顧客保護の観点から、利益相反の問題や情報開示の問題等が議論の中心となってきた。しかし、今般の金融危機を経て、これらの事業体の健全性確保やシステムリスクの回避（市場混乱の防止）といった観点が、より強く意識されるようになってきている。

このような観点から、まず、ヘッジファンドの活動状況の全体像を把握し、システム的な観点からのリスクを特定していくことが重要であり、このため、G20 大臣会合などの場ではファンド又はその運用を行うファンドマネージャーを当局に登録させ、必要な情報の提供を求めていくことが提案されている。また、欧州などでは、金融システム上重要なヘッジファンド等に対し、自己資本規制を含む健全性に関する規制導入の動きも見られる。我が国の現状では必ずしも大規模なヘッジファンドは存在していないとの指摘もある一方、国境を越えて活動するヘッジファンドの実態を踏まえれば、これらを規制する方向性が国際的に共有されることは、規制の潜脱を回避し、金融システムの透明性の向上及び安定性の実現につながるものとして期待される。

しかし、ヘッジファンドに関する規制の具体的なあり方については、欧米当局の間においてもスタンスの差があることが指摘されている。過度な規制を課すことにより、ヘッジファンドが有する流動性供給等の機能が阻害されることのないよう配慮し、バランスのとれた検討が進められていく必要がある。

また、ヘッジファンドが行う貸株やエクイティ関連のデリバティブ取引については、諸外国において経済的な権益なしに議決権を有したり、経済的権益を有しつつ実質的な株式保有を隠蔽したりする可能性が指摘されており、これらの点は今後我が国においても開示規制等との関係で留意すべき論点となろう。

本テーマについては、Ⅳ-1、2において、岩谷氏及び渡辺氏が論じているところである。

2.4 投資信託、ETFに関する問題

我が国の投資信託やETF等に関しては、数次の制度改正を通じて商品の多様化、利便性の向上への取組みがなされている。平成19年12月に公表された「市場強化プラン」においても、ETFの多様化が盛り込まれ、取引所において商品関連のETFを含め幅広い種類のETFの取扱いが実現している。

しかし、ETFについては、一部の銘柄を除き個人投資家による認知度が必ずしも高くないとされ、取引量が低迷している。また、投資信託一般についても、今般の金融危機により個人投資家による資金フローが減少し、未だに本格的に資金が回帰する動きに至っていないとされる。

こうした中、投資信託及びETFを投資家にとって信頼性の高い、魅力ある商品として定着させていくための努力がこれまで以上に求められている。その際、投資家との間での情報の非対称性の克服や利益相反の防止に向けた取組み、さらに、指標連動型の投資信託及びETFについて、指標との適切な連動性確保のための措置の徹底等が重要であると指摘されており、これらの課題に対する真剣な取組みが求められよう。

投資信託は集団投資スキームの一種であるが、金融商品取引法の販売・運用段階の規制に加えて、投資信託法により組成段階の規律が行われている点で他の集団投資スキームと比べ一段手厚い規制が整備されている。これは、他のスキームと比べて、投資信託を個人投資家にとって、より信頼のできる投資スキームとして定着させていくことを目指したものとして評価することもできる。しかし、他のスキームを用いた商品が発達してきたこと等に伴い、集団投資スキーム全体について組成段階の規律をいかに過不足なく整備していくかは引き続き法制面での重要な課題となる。こうした観点から、投資信託法による規制のあり方やその法制上の位置付けについて今後さらに検討を深めていく必要がある。

本テーマについては、V-1、2において、加藤氏及び岩井氏が論じているところである。

2.5 競争力強化に関する問題

近年、国際的な市場間競争が激化している中で、我が国の金融・資本市場は国際金融センターとしての相対的なプレゼンスを低下させる傾向にあるとの指摘があり、金融・資本市場の競争力を強化することが重要な課題となっている。

我が国には、1,500兆円に及ぶ個人金融資産や世界第二位の実体経済の存在など、他の金融センターと比較して優位な要素もある一方、市場競争力との観点から見れば必ずしもこれらの強みが十分に生かされていないという現状がある。この背景として、規制環境面に加えて言語やIT・金融技術などの面での障壁がしばしば指摘される。

言語の問題については、英語の対応力を基盤に国際金融センター化を進めている香港やシンガポールとは環境が異なる面もあるが、金融・資本市場がますます国際的なリンクを深めていく中で、かかる弱点への対応は引き続き大きな課題である。

また、IT・金融技術について、欧米市場では、IT技術が発達するのに伴ってデリバティブや証券化手法などを利用した新たな金融商品や金融技術の革新が行われてきたことに留意する必要がある。我が国市場は、このようなイノベーションの面で遅れており、我が国市場の競争力強化のためにはIT技術力の強化が重要なポイントの一つであるとの指摘がある。他方、純粋に技術面から見れば我が国のIT・金融技術自体は必ずしも劣後しておらず、劣後しているのは技術を活用する組織設計やガバナンスの面であるとの見方もある。市場参加者において、IT・金融技術の活用に向けた組織内の連携や専門人材の育成など総合的な取組みが求められる。

本テーマについては、VIにおいて、天野氏が論じているところである。また、ゲスト・スピーカーとして研究会で報告頂いた小粥氏による作成資料もあわせて参照されたい。