Financial Research and Training Center

Discussion Paper Series

研究会報告書

金融危機後の金融・資本市場をめぐる課題

2009 年 7 月

DP2009-4

金融庁金融研究研修センター

本ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、全て執筆者の個人的見解であり、金融庁あるいは金融研究研修センターの公式見解を示すものではありません。

目　　次

はじめに……………………………………………………… i
・　研究会名簿………………………………………………ii
・　研究会開催実績…………………………………………iii

【研究報告】

Ⅰ　**総括**

金融危機後の金融・資本市場をめぐる課題（座長総括）……………… 1

柏木　茂雄

Ⅱ　**市場間競争、取引所外取引に関する問題について**

１．株式市場間競争と日本市場の課題…………………………………… 7

大崎　貞和

２．取引所外取引の現状等について……………………………………18

市本　博康

Ⅲ　**ＣＤＳ、社債・クレジット市場に関する問題について**

クレジット市場における検討課題（わが国社債市場の問題点、及び CDS の集中清算機関の設立と規制の動向）…………………………………28

吉井　一洋

Ⅳ　**ファンド規制に関する問題について**

１．金融システムの安定性担保のためのヘッジファンド規制強化…………55

岩谷　賢伸

２．エクイティ・デリバティブを用いた「隠れた持分」の問題～欧州における動向を中心として～……………………………………………………69

渡辺　宏之

Ⅴ　**投資信託、ETF に関する問題について**

１．実証ファイナンスの視点からみた投資信託市場を巡る論点整理………78

岩井　浩一

２．投資信託に関する監督法上の課題……………………………………97

加藤　貴仁

Ⅵ　**競争力強化に関する問題について**

競争力強化に関する問題（言語、法制/規制環境、金融技術を中心に）‥105

天野　正人

（参考）

「競争力強化に関する問題（特に金融技術とＩＴについて）」……………118

小粥　泰樹

はじめに

金融庁金融研究研修センター長
（慶應義塾大学経済学部教授）
吉野　直行

今般の金融危機を受けて市場を取り巻く環境が大きく変化する中で、証券市場を巡る国際的な動向を注視すると共に、我が国の証券市場制度のあるべき方向性について、幅広い視点から検討を行うことを目的に、金融研究研修センターでは、「今後の証券市場の在り方に関する研究会」を開催した。

サブプライムローン問題の発生により、金融工学の発達と金融市場の複雑化が、今回の金融危機を招いたという意見が一部には見られる。しかし、日本の金融市場を見ると、まだまだ市場型間接金融は未発達であり、預貯金中心の資産運用構造である。投資家、金融商品の供給者、金融市場のそれぞれが、今後さらに発展して行くことが不可欠であると考えられる。

機関投資家の行動は、債券市場の運用では国債が中心であり、社債・CDSなどさまざまな金融商品に運用するという投資スタンスにはなっていない。アメリカでは、生命保険・年金基金などの機関投資家は、国債保有はむしろ少なく、多様な金融商品に資金を分散しながら運用を行っている。日本の機関投資家の運用能力の一層の向上が不可欠である。また、個人投資家サイドでは金融教育の不足、金融商品（投資信託やETF）の内容を十分に理解しないで購入する利用者のための、十分な金融商品に関する情報提供、法制面の整備も必要である。

供給者側においては、新たな金融商品の開発において、投資家・個人需要者のニーズに合った金融商品を提供しようと努力するかどうか、供給者側の意欲の問題もあるように見られる。金融商品の提供者は、金融工学を使いながら、供給側から望ましいと思う金融商品を組成して販売する傾向があり、利用者の声を必ずしも反映させた金融商品の提供とは、日本では、なっていないように見受けられる。新たな商品開発は、需要側のニーズに合った金融サービスの提供ということからも生まれるはずであり、ＩＴを利用して利用者にマッチした商品開発が出来れば、日本の金融業に対する需要も増えていくはずである。また、新しい金融商品の内容を十分に説明し、さまざまな金融商品の比較ができる土壌も育てて行く必要がある。

つぎに、金融取引を結ぶ清算機関の役割も再認識されている。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の軽減、取引機関の破たんがシステミックリスクへと拡大しないためにも、中央清算機関の役割は大きい。金融サービスの供給者と投資家を結ぶ金融市場の競争が不十分であること、情報の偏在もあり、取引所の透明性・公平性の改善は、重要なテーマである。また、我が国の市場競争力強化のためには、ＩＴ・金融技術の活用、各組織間の連携、人材の育成が不可欠である。

本研究会では本年2月から6月まで、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、我が国の金融・資本市場制度のあるべき方向性について議論を行った。

本報告書は、さまざまな角度から我が国の証券市場を巡る論点が示され、展開されており、今後の金融・資本市場をめぐる課題の問題提起となっていると考える。

「今後の証券市場の在り方に関する研究会」名簿

座　　長	柏　木　茂　雄	慶應義塾大学大学院商学研究科教授
メンバー	天　野　正　人	メリルリンチ日本証券株式会社取締役
	岩　谷　賢　伸	株式会社野村資本市場研究所研究部副主任研究員
	大　崎　貞　和	株式会社野村総合研究所研究創発センター主席研究員
	加　藤　貴　仁	神戸大学大学院法学研究科准教授
	吉　井　一　洋	株式会社大和総研資本市場調査本部制度調査部長
	渡　辺　宏　之	早稲田大学法学学術院教授
	岩　井　浩　一	金融庁金融研究研修センター研究官
オブザーバー		
	市　本　博　康	株式会社東京証券取引所株式部長
ゲスト・スピーカー		
	江　原　正　弘	ゴールドマン・サックス証券株式会社金利商品業務部長
	小　粥　泰　樹	株式会社野村総合研究所金融 IT ｲﾉﾍﾞｰｼｮﾝ研究部長
金融庁金融研究研修センター		
	吉　野　直　行	金融研究研修センター長（慶應義塾大学経済学部教授）

（五十音順、敬称略）

「今後の証券市場の在り方に関する研究会」開催実績

第１回　平成２１年２月２３日（月）

（議題）　今後の検討課題について

第２回　平成２１年３月１７日（火）

（議題）　市場間競争、取引所外取引に関する問題について

・「市場間競争を巡る論点について」：大崎　貞和　氏（メンバー）

・「取引所外取引の現状等について」：市本　博康　氏（オブザーバー）

第３回　平成２１年４月２１日（火）

（議題）　ＣＤＳ、社債・クレジット市場に関する問題について

・「社債、クレジット市場の実態、CDS クリアリング等について」：吉井　一洋　氏（メンバー）

・「CDS 取引の実態等について」：江原　正弘　氏（ゲスト・スピーカー）

第４回　平成２１年５月１２日（火）

（議題）　ファンド規制に関する問題について

・「システミックリスクに関するヘッジファンド規制」：岩谷　賢伸　氏（メンバー）

・「ファンドを通じた支配権取得と開示の問題～欧州における動向を中心として」

：渡辺　宏之　氏（メンバー）

第５回　平成２１年５月２９日（金）

（議題）　投資信託、ETF に関する問題について

・「ﾘﾃｰﾙ向け運用商品における情報の非対称性と利益相反を巡る論点－投資信託・ETF を題材に－」

：岩井　浩一　氏（メンバー）

・「投資信託に関する監督法上の課題」：加藤　貴仁　氏（メンバー）

第６回　平成２１年６月１５日（月）

（議題）　競争力強化に関する問題について

・「競争力強化に関する問題（言語、法制/規制環境、金融技術、IT について）」

：天野　正人　氏（メンバー）

・「競争力強化に関する問題（特に金融技術と IT について）」

：小粥　泰樹　氏（ゲスト・スピーカー）

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体や商品・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って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、我が国で多元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う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、システミック・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行っ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ろう。

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らず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ミック・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ミック・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、システミック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意し、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ケージを深めていく中で、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。

株式市場間競争と日本市場の課題

大崎　貞和*

概　　要

伝統的な取引所の市場と私設電子取引システム（PTS、ATS、MTF などと呼ばれる）と株式の売買注文獲得を競い合う市場間競争は、世界に拡がっている。当初、ほぼアメリカ国内に限定されていた活発な競争は、EU の金融商品市場指令（MiFID）の施行後、ヨーロッパにも飛び火した。これに対して日本では、いくつかの PTS が活動しているものの、その取引高は無視し得る程度にとどまり、欧米とは状況が大きく異なっている。東証の取引システムが、かつてのような絶対的優位性を失いつつある今日、日本においても株式市場間競争の意義は大きい。本格的な競争の定着へ向けて最大の鍵となるのは、機関投資家の受託者責任の一環としての、最良執行義務であろう。

キーワード：証券取引所、PTS、ATS、MiFID、機関投資家、最良執行義務

* ㈱野村総合研究所研究創発センター主席研究員。本稿の内容はすべて個人的見解であり、金融庁及び金融研究研修センターの公式見解ではない。

１．はじめに

かつては、上場株式の組織的な取引は、取引所集中原則の考え方に基づき、証券取引所の市場で行われるのが当然とされていた。しかし、1970 年代以降、取引所集中原則は競争を阻害し、市場の効率性の向上を妨げているのではないかとの疑問にさらされるようになった。1990 年代にはコンピュータと通信技術の発達を背景に登場した PTS、ATS、MTF などと呼ばれる電子取引システムを通じた取引所外取引が活発化し、取引所市場は、次第にその地位を脅かされるようになってきた。これに対して既存の取引所は、電子取引システムへの対抗策として、自らの組織の株式会社化や取引システムの高度化、国外を含む他の取引所等との提携や M&A（買収・合併）などに乗り出した。こうして活発化した株式市場間競争は、いまや世界中に広がり、市場運営ビジネスの勢力図を塗り替えつつある。

伝統的に取引所市場への売買の集中が重視されてきた日本においても、1998 年の日本版ビッグバンによる法改正以降、市場間競争を前提とする制度が整備され、株式を取り扱う PTS もいくつか現れている。とはいえ、日本では、アメリカやヨーロッパの市場に比べると、取引所外の電子取引システムの利用はそれほど進んでいないのが実情である。このことは、同じ有価証券の取引の場が多数存在することで価格形成が非効率となる、いわゆる市場の分裂（market fragmentation）の弊害が現実化するおそれが低いといった観点から積極的に評価することもできようが、他方で、法制度面の問題から市場間競争の進展が妨げられているのではないかとの懸念も排除できないだろう。

本稿では、以上のような問題意識に基づき、株式市場間の競争をめぐる欧米と日本の現状を比較してみることとしたい。

２．欧米における株式市場間競争

２．１　アメリカの現状

ECN の発達

取引所外電子取引システムの嚆矢とされるのは、1969 年にアメリカで稼働したインスティテューショナル・ネットワーク社のインスティネットである。当初、こうしたシステムは、「第四市場」[1]、PTS（proprietary trading system）などと呼ばれたが、現在ではATS（Alternative trading system）と呼ばれる。ATSは、既存の取引所市場だけでは十分に満たされなかった大口取引、バスケット取引などの取引ニーズに応えながら、次第に取引所市場の独占的地位を脅かす存在となっていった。

[1]　取引所市場、ナスダック市場、店頭マーケット・メーカー（第三市場）に次ぐ、第四の市場という意味。

とりわけ 1990 年代後半以降は、ナスダック市場銘柄を中心に取引高を急速に拡大したECN（electronic communications network）と呼ばれるATSの一種が、取引所を巻き込んだ市場再編の台風の目とも呼ぶべき存在となっている[2]。

もともとECNは、1996 年 8 月に採択されたアメリカ証券取引委員会（SEC）の注文取扱いルールと呼ばれる一連の規則による制度改革を背景に生み出された。マーケット・メーカーとなった証券会社が売買気配を提示するマーケット・メーク方式による売買が行われていたナスダック市場では、マーケット・メーカーの提示する気配より有利な条件の顧客指値注文が、市場に公開されないことが問題視されていた。そこで注文取扱いルールは、自らの気配よりも有利な顧客指値注文を受け付けたマーケット・メーカーに対して、自らの気配値を変更した上で注文を執行するか、一定の要件を満たす取引システム（これがECNである）に回送するかを選択するよう義務づけたのである[3]。結果的に、多くのマーケット・メーカーは自らが価格変動リスクにさらされることを回避するためにECNへの回送を選択し、ECNが、マーケット・メーク方式を基本とするナスダック市場におけるオーダー・ドリブン方式による新たな注文執行の場として、急速な発達を遂げることになったのである。

アルゴリズム取引の発達

高速処理のできるコンピュータや情報を瞬時に転送できるネットワーク技術が十分に発達していない時代であれば、ECN 間の競争は長続きせず、ナスダック市場銘柄の取引は多くの取引参加者と売買注文を集め、高い流動性を確保することに成功した特定の ECN へと集中していったことだろう。

同じ銘柄を取引する複数の場が存在すれば、投資家や投資家の注文を仲介する証券会社は、経験的により有利な価格で迅速な執行が可能な場へ、多くの注文を回送しようとするだろう。多くの注文を回送される場となるためには、多くの取引参加者に注目されるような高い流動性を維持していなければならない。つまり、流動性が流動性を生むのであり、複数の注文執行の場の競争は、それほど長続きしない。

しかし、秒単位で変化する各 ECN やマーケット・メーカーの気配情報をリアルタイムで確認しながら、より優れた注文執行条件を示す注文執行の場へ注文を回送するという作業が可能であれば、当初はそれほど流動性の高くない ECN 等であっても、マーケット・メーカーなどに強気の気配を提示してもらうといった方法で、注文を集め、流動性を高めていくことが可能となろう。かつては、そのような作業は、多くの情報端末や発注端末を用いながら手作業で行

---

[2] この経緯について詳しくは、大崎（2000）参照。ちなみに、注文取扱いルール施行後に事実上認定されたECNの中には、インスティネットのように、既に取引実績のあった電子取引システムも含まれた。

[3] 注文取扱いルールを規定したSEC規則 600(b)項(23)では、「マーケット・メーカー証券会社によって投入された注文を第三者に広く公表するとともに、投入された他の注文とマッチした場合に執行することを可能にしている取引システムのうち、単一の価格によるクロッシングを行うシステムやマーケット・メーカー自身が運営するマッチング・システムでないもの」と定義されている。

うことが必要であったため、現実的ではなかった。それを自動化することで日常的な取引の方法としたのが、アルゴリズム取引である。

当初、こうした仕組みは、インターネットで小口の売買を頻繁に繰り返す個人投資家などが利用するものと考えられていたが、大口売買を行う機関投資家も、大口注文を小口に分割してアルゴリズム取引のシステムを用いて発注することで、自らの注文が市場価格を変動させてしまうマーケット・インパクトの回避が可能になることに着目し、活発に利用するようになっていった。

機関投資家が受託者責任の一環としての最良執行義務を意識し、最も有利な執行条件を強く望んだこともアルゴリズム取引の発達に寄与した。取引所市場、ECN、マーケット・メーカーなど多数の注文執行の場における気配情報を比較し、最も有利な場を探し出すよう努めなければ最良執行義務を全うしたとは言えないと考える機関投資家は、アルゴリズム取引による注文処理を行えない証券会社を発注先から除外するようになっていったのである。

トレード・スルー規制の影響

株式売買注文の執行が、投資家にとって最も有利とはどういうことかは、それほど簡単に定義づけられない。例えば、約定価格がほんの少し有利であったとしても、発注数量に見合わない数量しか約定できないのであれば、手残り株が価格変動リスクにさらされるので、最良執行とは言えないだろう。もっとも、その他の条件が同じであるのに、明らかに価格が不利な市場へ注文を回送したのでは、到底最良執行を行ったとは言えないだろう。こうした注文回送はトレード・スルーと呼ばれ、1980 年代から SEC 規則によって原則的に禁じられてきた。

ところが、2005 年 4 月に採択された SEC 規則であるレギュレーション NMS は、自動執行のできない市場で示された他の市場よりも有利な気配を無視して自動執行しても最良執行義務に反しないとするトレード・スルー規則の例外を定めたのである。

それまでニューヨーク証券取引所（NYSE）上場銘柄については、NYSE 立会場のスペシャリストが、他の市場より有利な気配を維持するよう努めていたこともあり、NYSE が高い取引シェアを維持してきた。しかし、アルゴリズム取引を多用する機関投資家からみれば、分単位の時間を要する NYSE 立会場における注文処理はスピードが遅すぎる。その間に他の市場の気配が変わってしまうことを考えれば、最良執行を保障されているとは言いにくいという見方も成り立つ。トレード・スルー規則の例外規定がレギュレーション NMS に盛り込まれたのは、そうした機関投資家の不満に対応するためであったと言うことができるだろう。

レギュレーション NMS は、自動執行のできない NYSE 立会場を素通りしても構わないと宣言したのも同然であり、NYSE 銘柄のアルゴリズム取引や ECN を通じた売買の拡大につながる一つのきっかけとなった。

市場間競争は新たな段階へ

レギュレーションNMSの制定は、NYSEの体質変化と市場間競争の激化をもたらすことにも

つながった。立会場のシェア低下が予想される中で、強い危機感を抱いたNYSEは、規則の最終採択前から電子取引システムの強化に乗り出し、2005 年 4 月には、200 年以上続いた会員制組織から株式会社組織への転換を行い、持ち株会社の下で、ECNであるアーキペラゴと事実上合併することを表明したのである[4]。

それまで伝統的な市場構造を維持しようとする保守的傾向を示していた NYSE の変身には、2003 年 5 月以降、当時のグラッソ会長の高額報酬に対する批判が噴出し、経営体制が一新されたことやスペシャリストによる不正取引が摘発されたことも一役買ったと言える。いずれにせよ、世界最大の株式市場の運営者である NYSE の方針転換をきっかけとして、アメリカにおける株式市場間競争は新たな段階に入ることになった。

その後は、NYSEとナスダックを中心とする二大株式取引所グループが、ECNや地方取引所の取り込みを通じて勢力争いを繰り広げる一方、2006 年以降に登場した新しいECNが規制上の制約を感じて取引所への転換を図るといった事態になっている[5]（図表 1）。また、アメリカでは、早くから証券会社が自社内の注文を市場の最良気配でマッチングさせ、取引所市場に回送

図表 1　SEC による事実上の承認を受けた ECN

ECN の名称	最初のレター交付	その後の動向
インスティネット	1997 年 1 月	2003 年 11 月 ECN 事業がアイランドと統合されアイネットとなり、その他の事業は 2007 年 2 月野村ホールディングスによって買収。
アイランド	1997 年 1 月	2003 年 11 月インスティネットの傘下に入りアイネットに名称変更、2005 年 12 月ナスダックによって買収。
アーキペラゴ	1997 年 1 月	2000 年 3 月パシフィック証券取引所（PCX）と提携、2005 年 1 月 PCX を買収して取引所化、2006 年 3 月ニューヨーク証券取引所（NYSE）と合併。現在、NYSE ユーロネクスト・グループ内の NYSE アーカ取引所となっている。
ブルムバーグ・トレードブック	1997 年 1 月	情報ベンダー大手のブルムバーグが運営。
REDI ブック	1997 年 10 月	2002 年 9 月アーキペラゴと合併。
アテイン（ダイレクトエッジ）	1998 年 2 月	2005 年 10 月ナイト・キャピタル・グループ傘下のダイレクトエッジによって承継される。2009 年上期の取引所化をめざしていたが、2008 年 8 月 ISE 証券取引所を買収するとともに、ISE（ユーレックス傘下）による出資受け入れを発表。
BRUT	1998 年 4 月	2004 年 7 月ナスダックによって買収。
ストライク・システム	1998 年 11 月	2000 年 2 月 BRUT と合併。
ネクストレード（オントレード）	1998 年 11 月	2004 年 4 月オントレードに承継され、2006 年 1 月シティグループによって買収。
マーケット XT	2000 年 1 月	2002 年 9 月 SEC がノー・アクションを撤回。
トラック	2002 年 1 月	1981 年創立のシステム会社トラック・データ社が運営。
BATS	2006 年 2 月	2008 年 10 月取引所化。現在は、現物株式取引所としては取引金額ペースで NYSE、ナスダックに次ぐ世界第三の取引所。

注）　太字は現在も独立ないし金融グループ傘下の ECN として機能しているもの。
（出所）ECN 運営者のホームページ等、各種報道より筆者作成。

[4]　この間の経緯について詳しくは大崎（2005a）参照。

することなく処理する内部化（internalization）が広く行われ、シンシナティ証券取引所（現NSX）のように内部化された注文を取引所取引の形をとりながら処理するシステムを提供する動きもあったが、最近では、電子取引システムを用いた注文の内部化が、ダークプール（dark pool）と呼ばれるようになり、一層の広がりをみせている。

2007 年以降、NYSEはユーロネクストとナスダックはOMXとそれぞれ共同持ち株会社を設立してグループ化しており、競争は世界的規模に拡大している。こうした市場運営者間の競争が、どのような形で「業界」における勢力地図を塗り替えていくのか見通すことは容易でないが、いずれにしても、高速での注文回送と注文処理が可能になったというハード環境と最良執行義務の確立というソフト環境の下で、同じ銘柄の売買注文を処理する複数の市場（やダークプール）が併存しながら注文獲得競争を繰り広げるという流れには、当面、大きな変化が生じることはないだろう[6]。

２．２　ヨーロッパの現状

不活発だった市場間競争

ヨーロッパでは、アメリカとは異なり、最近まで、取引所外の電子取引システムの発達はほとんどみられなかった。もっとも、株式市場間の競争が全くみられなかったというわけではない。取引所間の競争という面では、1980 年代半ば以降、ロンドン市場における大陸諸国株式の店頭取引の発達や EU（欧州連合）による市場統合の進展を背景として、国境を越える形での競争が展開されていたが、一国内での活発な市場間競争は生じていなかった。例えば、1995 年 10 月には、ロンドン証券取引所（LSE）に対抗するイギリスの第二取引所としてトレードポイント（現 SWX ヨーロッパ）が発足したが、機関投資家による利用が広がらず、取引は低迷した。

こうした状況が大きく変化したのは、2007 年 11 月のEU金融商品市場指令（MiFID）施行以後である。同指令は、証券分野における市場統合を進展させた投資サービス指令（ISD）を改正したものだが、その主要なポイントの一つは、ISDが各国政府に対して自国の株式取引を一定の範囲で取引所に集中させることを認める一方、取引所類似の電子取引システムが国境を越えて活動することを正面から認めていなかったのに対し、最良執行義務やMTF（multilateral trading facilities）といった概念を導入することで、取引所外の電子取引システムが汎ヨーロッパ規模で活動することを容認したという点にある[7]。

5　大崎（2008）。

6　2008 年夏以降世界に広がった金融危機は、金融・資本市場のあり方を大きく変革することが考えられ、短期的にも様々な変化が生じているが、こと株式市場における売買に限って言えば、電子取引の拡大や注文の小口化、取引執行の場や形態の多様化といった金融危機前からの大きな流れに変化はないように見受けられる。

7　大崎（2004）。

MiFID 施行後の展開

MiFID が施行されると、ISD の下でも域内の他国に取引端末を設置することが認められていた規制市場（具体的には証券取引所が運営する市場）のみならず、MTF（アメリカの ATS、日本の PTS に相当する電子取引システム）やシステマティック・インターナライザー（電子取引システムを使って注文の内部化を行う証券会社）にもヨーロッパ全域で業務を展開する可能性が開かれることになった。このため、MiFID 施行前夜から、投資銀行グループなどによる電子取引システム開設の動きが相次いだ。

最近では、電子取引システムを通じた取引高が大幅に増加しており、チャイエックス（Chi-X）、ターコイズ、BATSヨーロッパ、ナスダックOMXヨーロッパといったMTFにおける取引は、取引金額ベースでもヨーロッパ全体における株式取引の 1 割程度を占めるに至っている[8]。一方、取引件数ベースではMTFのシェアが 2 割を上回っており、アメリカにおけるのと同様に、高度な電子取引システムを武器に機関投資家の大口注文の小口化を実現することで、MTFの利用が拡大しているのではないかとの推論が成り立つ。

一方、電子取引システムをめぐって、アメリカにはみられないヨーロッパ的特色は、既存の取引所の市場では基本的に取引所所在国の国内株式だけが取引されるのに対し、MTFでは、ヨーロッパ中の主要銘柄が、一つのプラットフォーム上で取引されているという点にある。この点に注目すれば、各国の主要銘柄を中心に国際分散投資を行う機関投資家にとって、MTFは、既存の取引所にはみられない高い利便性を提供してくれると言うことができるだろう。このことが機関投資家に歓迎されていることは容易に推察できる。事実、いくつかの国では、主要な株式指数を構成する銘柄に限ってみると、MTFの取引シェアが、全取引に占めるシェアよりも高くなっている[9]。いまや、まさに「かつてアメリカの専売特許であった」市場間競争が、ヨーロッパでも活発化しているのである[10]。

３．日本の現状と課題

３．１　日本における PTS の現状

最初の本格的な取引所外電子取引システムが、インスティテューショナル・ネットワークすなわち「機関投資家のネットワーク」と名乗ったことに象徴されるように、欧米における電子取引システムは、主として機関投資家の取引ニーズに応えようとしながら発達を遂げてきた。これに対して、日本の株式市場では、1998 年の法改正によるPTS業務の解禁以後、主として個人投資家の取引ニーズに焦点を充てながら、電子取引システムが展開されてきたという点に大

8　吉川（2009）。なお、吉川氏は、Chi-Xを「カイX」と表記しているが、同システムの関係者に確認したところでは、「チャイエックス」と発音されるとのことである。

9　吉川（2009）。

10　吉川（2009）37 頁。

きな特色がある[11]。

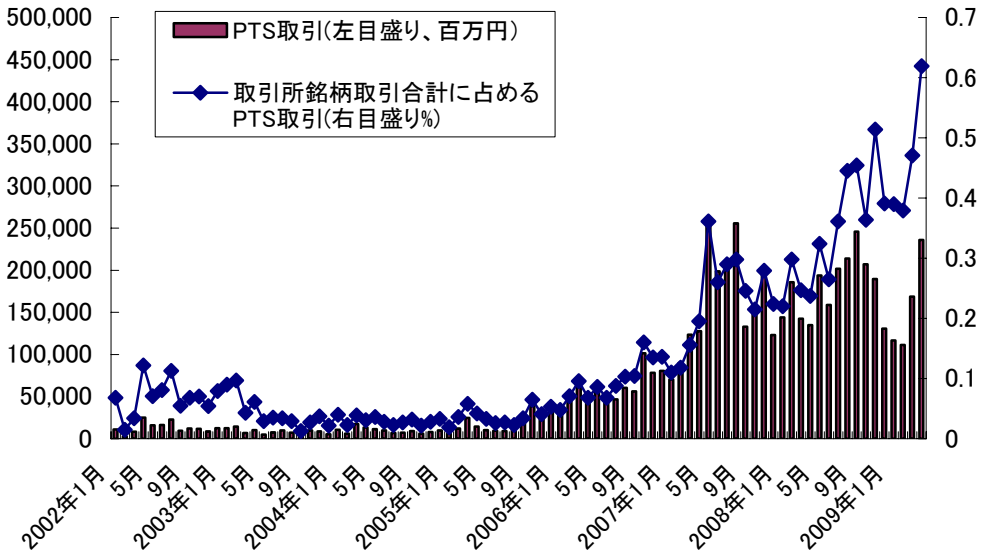
多くの株式PTSは、マネックス証券、カブドットコム証券、松井証券など、インターネットで個人投資家の売買注文を集めるオンライン証券会社によって運営されており、日中に活発な売買を行うことが難しい会社員などの個人投資家向けの夜間取引サービスが主要な柱となっている（図表 2）[12]。機関投資家向けの電子取引システムであるインスティネットが日本株も取り扱っているほか、夜間取引を中心とするPTSが昼間に取引時間を拡大して機関投資家の取引を取り込もうとする動きもみられるが、アメリカやヨーロッパとは状況が大きく異なる。PTSの取引シェアは、徐々に上昇しており、2009 年 4 月には過去最高を記録したが、上場株式取引全体の 0.62%に過ぎない（図表 3）。

図表 2　日本の株式 PTS

会社名	認可年月	取引時間	価格決定方法等
マネックス証券	2001年1月	17:30～23:59	個人投資家を対象とする終値クロス取引
インスティネット証券会社東京支店	2001年1月	7:00～21:00	機関投資家、証券会社、上場会社が対象顧客
日本証券代行	2003年6月	9:00～15:00	グリーンシート銘柄を取り扱う
カブドットコム証券	2006年7月	8:20～23:59	個人投資家を対象とするオークション方式
SBIジャパンネクスト証券	2007年6月	19:00～2:00	個人投資家を対象とするオークション方式
松井証券	2008年4月	9:00～15:00	市場価格に基づく即時決済取引
大和証券	2008年7月	18:00～23:59	個人投資家を対象とする売買気配提示方式

（出所）各社ホームページ等より筆者作成。

図表 3　日本の株式 PTS の取引金額・取引シェア推移



（出所）日本証券業協会資料より筆者作成。

[11]　2000 年 9 月、日本相互証券が、もっぱら機関投資家を対象としながら日本初の株式PTSをスタートさせたが、流動性を確保することができず、2002 年 7 月には運営を終了した。

[12]　SBIジャパンネクスト証券はオンライン証券会社とは言えないが、SBI証券（旧イー・トレード証券）から回送される注文が主力となっている。また、大和証券のPTSも、機関投資家が取引しない夜間の個人投資家向けサービスとなっている。

３．２　PTS 低迷の背景

このように、日本における株式 PTS の利用が低迷している背景としては、次のようなことが考えられるだろう。

第一に、東京証券取引所（東証）を始めとする既存取引所が、早くから電子取引に移行しており、ナスダック市場のマーケット・メーク方式にみられたような最良気配の内側で約定できないというような問題点も存在しないため、市場参加者の多くが、あえて取引所と同じようなオーダー・ドリブン方式による売買マッチング機能を提供する取引所外の電子取引システムを利用する必要性に乏しいと考えている。

第二に、PTS の多くが、個人投資家向けのオンライン証券会社のサービスとしてスタートしたことから、機関投資家は個別の PTS に取引口座を有しておらず、前述のような事情も考えれば、積極的に口座を開設しようとする意欲にも欠ける。

第三に、日本の金融商品取引法に規定される最良執行義務は、欧米で観念される、顧客や受益者にとって最も有利な条件で売買注文を執行しなければならないというものとはかなり異なり、証券会社に対して、個人投資家顧客への株式売買注文の処理方法の開示を義務づけるという趣旨のものである（金融商品取引法 40 条の 2)。多くの証券会社は、これを受けて「最も当該銘柄の売買高の大きい市場へ注文を回送する」といった最良執行方針を定めており、最良執行義務の存在は、むしろ PTS への注文回送を阻害する要因にすらなっている。

第四に、日本では、取引所市場や PTS での注文状況を一箇所でまとめて確認し、どこに最良の注文が存在するかを容易に知ることが難しい。取引所市場の注文状況は一般に公開されているし、各 PTS の注文状況は PTS に口座を開設すれば知ることができるが、「市場の最良気配」をリアルタイムで知るためには、多くの情報ソースからの情報を投資家自身が整理することが必要となるのが実情である。

３．３　課題と展望

新たな競争の必要性

このように、今のところ日本では PTS を通じた株式取引は、ほとんど無視し得るような存在に過ぎない。1998 年の「日本版ビッグバン」で「市場間競争」という概念は市民権を得たと言ってよいが、実際の競争は、もっぱら新興企業向け市場における上場会社獲得競争に終始し、同じ銘柄の売買注文の獲得をめぐって、様々な取引システムが競い合うという欧米市場にみられるような競争は現実化していない。

とはいえ、かつては、このことがそれほど大きな問題とは思われなかった。東証は、1982 年にNYSEの立会場電子取引システム（DOT)、トロント及びパリの証券取引所のシステムなどと並んで、当時としては世界でも最先端と言えるような自動化システムを導入していたし、1999 年 4 月には立会場を全廃して、自らが「巨大なPTS」とも言い得るような存在であった。既存

のメイン市場が、公正で効率的な売買の場を提供できるのであれば、市場の効率性や投資家保護といった観点からは、取り立てて問題視すべきことではないだろう[13]。

しかしながら、ここ数年来、東証で取引システムのトラブルが相次いだことや、システムの処理速度や処理能力の点で本格的なアルゴリズム・トレーディングには対応できていないといった指摘がなされるようになってきたことで、東証での取引が最も効率的だからPTSは不要というような説明をすることは困難になりつつある。国際的にみても、東証の取引におけるマーケット・インパクトは決して小さくないとの指摘もみられる[14]。他方で、情報ベンダーや一部の証券会社が、複数の取引所市場やPTSの気配情報を一元化するサービスの提供を検討し始めるなど、本格的な複数取引システム時代へ向けたインフラ整備も進みつつある[15]。

機関投資家の最良執行義務の定着へ

仮に本稿で概観したアメリカやヨーロッパで展開されているような株式市場間競争が、全体としての株式市場の質を向上させる望ましいものだと考えるならば、そうした方向へ日本市場を変革していくためには何が求められるのだろうか。筆者は、機関投資家の受託者責任の一環としての最良執行義務という観念の定着こそが最大の鍵となるものと考える。

PTS などの電子取引システムが登場しても、機関投資家による積極的な利用が進まなければ流動性が高まらず、効率的な注文執行の場とはなり得ない。機関投資家の側に、漫然とメイン市場に注文を流しているだけでは執行コストを削減して最良執行を実現することにつながらないという問題意識がなければ、新たな注文執行方法を模索しようとしないだろう。

もちろん、日本の機関投資家が、最良執行義務に対して無関心だというわけでは決してない。年金資金などの運用を受託する多くの投資運用業者は、株式の売買注文を委託する証券会社に対する厳しいブローカー評価を行い、発注シェアを決定している。ブローカー評価の項目は、委託売買手数料の水準、提供されるリサーチ情報の質や量、その他のサービスの質や量など多岐にわたるが、売買注文の執行能力もその一つに含まれるのが通例である[16]。注文執行時の市場の状況から、より一層の価格向上が可能であったとされれば、当該注文執行を行った証券会社にとってはマイナス評価の要因となり得るだろう。

もっとも、筆者は、金融商品取引法上の最良執行義務を現在のように「有価証券等取引」のみに適用対象を限定せず、投資運用業者による投資一任運用などにも適用するといった法改正を直ちに提案することには、躊躇せざるを得ない。最良執行義務の内容は、米国においても、いまだに曖昧さを伴うものであり、規制法規の解釈に杓子定規とも言うべき明快さを求めがち

---

13 大崎（2003）184 頁では、東証が巨大なPTSとも言うべき存在であることを指摘した上で、いくつかの法制上の問題点を指摘しているが、これらの問題点は 2004 年の証券取引法（当時）改正によって基本的に解消された。大崎（2005b）200～201 頁。

14 機関投資家や証券会社のトレーダー等を対象としたセミナーでは、そのような分析が報告されることがある。

15 例えば、『日経ヴェリタス』2009 年 4 月 26 日 61 面記事参照。

16 野村総合研究所（2008）122～125 頁参照。

な日本の風土に無理に適合させようとすると、実際的でないルールがつくられる結果になるのではないかという懸念が払拭できない。現在、金融庁は、詳細なルールの文言のみにとらわれないプリンシプル・ベースの規制・監督という方向性を打ち出しているが、そうした柔軟な考え方の下で、投資運用業者の最良執行義務が把握され、適正な形で PTS 等の利用を通じた注文執行方法の多様化が進んでいくことが、現段階では期待される。

参考文献

大崎貞和（2000）『株式市場間戦争』ダイヤモンド社

大崎貞和（2003）『金融構造改革の誤算』東洋経済新報社

大崎貞和（2004）「改正された EU 投資サービス指令」野村資本市場研究所『資本市場クォータリー』8 巻 1 号 30 頁

大崎貞和（2005a）「ニューヨーク証券取引所の株式会社化と自主規制」野村資本市場研究所『資本市場クォータリー』9 巻 1 号 13 頁

大崎貞和（2005b）「ボーダーレス化する取引所と市場法制」江頭憲治郎・増井良啓編『融ける境　超える法③　市場と組織』東京大学出版会 185 頁

大崎貞和（2008）「進展する米国の取引所再編と日本市場」野村総合研究所『知的資産創造』16 巻 12 号 4 頁

神山哲也（2007）「EU 金融商品市場指令の欧州資本市場への影響」野村資本市場研究所『資本市場クォータリー』10 巻 3 号 50 頁

野村総合研究所（2008）『次世代金融ビジネスの潮流』同所

吉川真裕（2009）「ヨーロッパの市場間競争　～取引所　MTF　ダークプール～」日本証券経済研究所『証研レポート』1654 号 27 頁。

取引所外取引の現状等について

市本　博康*

概　　要

平成 10 年に実施された、いわゆる「金融ビッグバン」において取引所集中義務が撤廃されたことによって、我が国では取引所外においても取引が行われるようになった。その後も取引所外取引に係る制度の見直しが行われたこともあり、現在では取引所外取引の売買代金は、東証に次ぐ規模まで拡大している。

これまでの見直しでは、取引所外取引を促進するという観点から、PTS に係る価格決定方式の拡充や取引所取引原則の廃止及び最良執行義務の導入などが実施され、その結果、当初 2 社であった株式に係る PTS は、平成 21 年 6 月現在では 6 社に増加した。また、近年においては PTS のほか、一般に気配や注文数量が公表されない証券会社内部のクロッシングによる取引も拡大している。

取引所取引では、受け付けた注文の価格、数量の全てを会員等に通知する必要があるとされているが、PTS については最良気配とその数量のみの報告でよく、証券会社内部のクロッシングについては前述のとおり、受け付けた注文の通知・報告の義務が課せられていない。市場により情報格差が生じている現状では、価格決定の透明性や市場参加者への公平な扱いが維持されているとは言いがたいため、取引所取引と PTS 等の取引所外取引には同等の規制が必要かどうかを検討する必要がある。

欧州では市場の分断が生じた結果、かえって投資者のコストが増大したとの指摘がなされている。競争への活発的な参入が行われることにより、Fragmentation が生じることは避けられないが、市場構造に係る制度を検討する場合には、全体としての利便性やコストの観点から検討を行う必要がある。

* 株式会社東京証券取引所　株式部長
本稿は、執筆者の個人的な見解であり、東京証券取引所、金融庁及び金融研究研修センターの公式見解ではない。

１．はじめに

取引所集中義務が撤廃された平成 10 年以降、取引所外取引が行われるようになり、私設取引システム（PTS）や証券会社内部のクロッシングが普及するなど、取引所外取引の多様化が生じている。一方、取引所外取引は、取引所のように十分な自主規制機能を保持しておらず、また注文形態その他に課せられる規制が十分ではないとの指摘もなされている。本稿では、取引所外取引の現状・経緯を解説するとともに、取引所外取引における今後の課題を整理した。

２．取引所外取引の現状

２．１　金融商品取引所と取引所外の比較

現在、我が国では、東京、大阪、名古屋、福岡、札幌、ジャスダックの６つの証券取引所[1]で取引が行われている。証券取引所で上場されている株式は証券取引所で取引される（取引所取引）ほか、取引所外での取引（取引所外取引）も可能である。取引所外取引では、他の取引所に上場している銘柄の取引が行われる。取引所外取引の売買代金は、2008 年には東証に次いで２番目に大きい、42.5 兆円まで拡大している。

【各取引所と取引所外取引の比較】　（時価総額・銘柄数は 2008 年末、売買代金は 2008 年の年間）

	東証	大証	名証	福岡	札幌	ジャスダック	取引所外
時価総額	283.4 兆円	183.2 兆円	110.9 兆円	53.2 兆円	46.0 兆円	8.4 兆円	―
上場銘柄数	2,487	1,049	382	142	86	926	―
売買代金（立会外含む）	578.8 兆円	26.9 兆円	975.3 億円	98.9 億円	44.5 億円	4.4 兆円	42.5 兆円

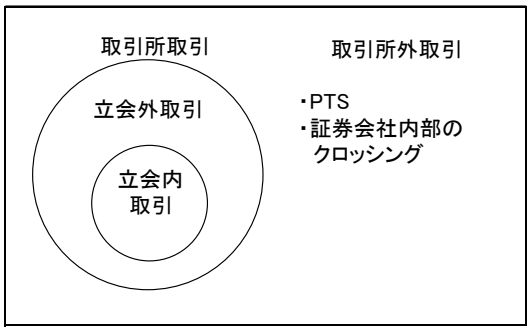
出所：各取引所及び日本証券業協会 HP

取引所取引は、立会内取引と立会外取引に区別される。前者はオークション方式[2]、後者はそれによらない方式で行われ、東証ではToSTNeT市場で立会外取引が行われている。取引所外取引とは、取引所取引によらない取引のことを指し、証券会社内で行う顧客注文同士の又は自己が相手方となる付け合せや、電子的技術を利用して同時に多数の者を相手に有価証券の売買等を集団的・組織的に行う私設取引システム（PTS）[3]などがこれに含まれる。

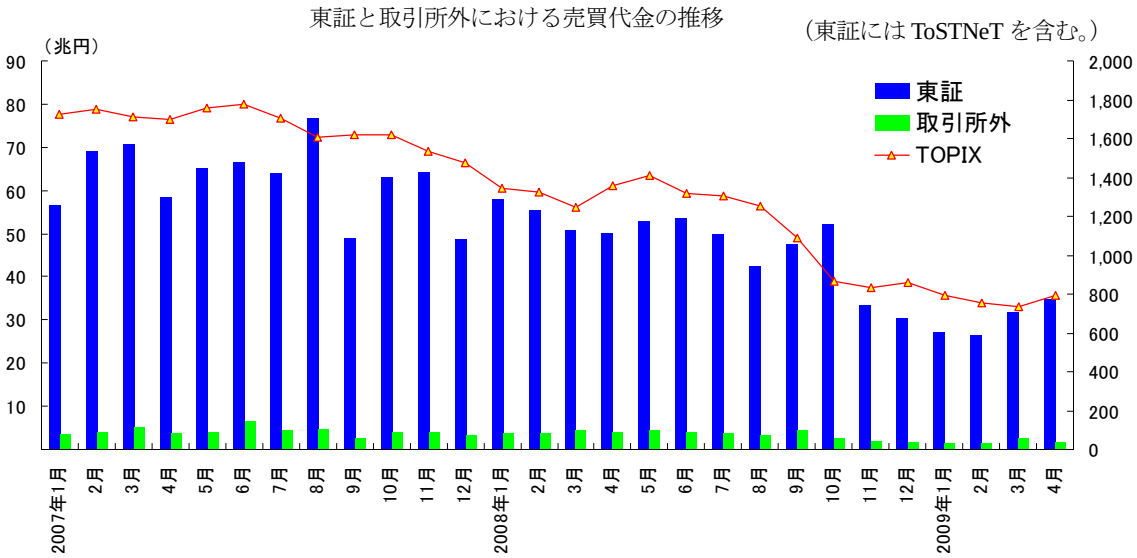
[1] その他、東京証券取引所とロンドン証券取引所によるTOKYO AIMが平成 21 年 6 月 1 日に業務を開始している。

[2] ジャスダック証券取引所ではオークション方式のほかにマーケットメイク方式を採用していたが、平成 20 年 3 月 21 日をもって廃止された。

[3] 高橋康文 編著（2005）『平成 16 年証券取引法改正のすべて』第一法規



２．２　東証と取引所外における売買代金の推移

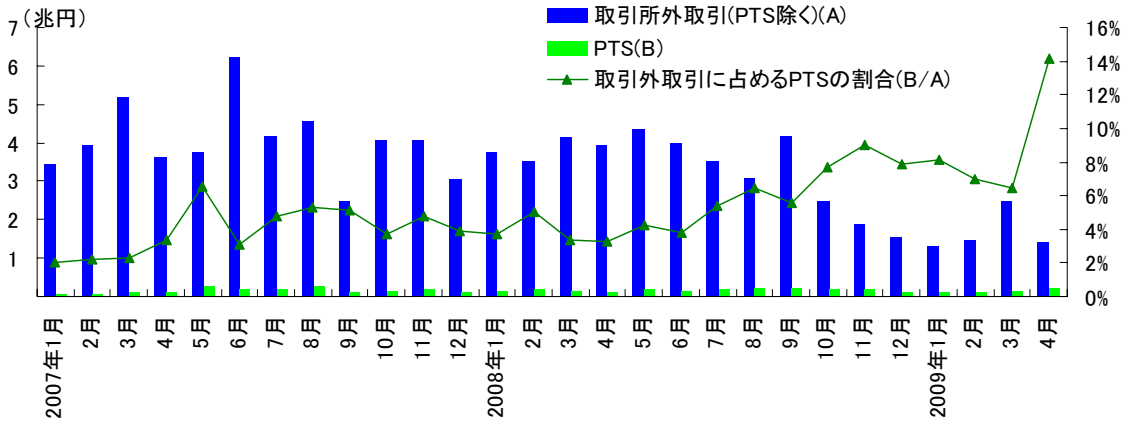


出所：東証 HP 及び日本証券業協会 HP から東証作成

上図は、東証と取引所外取引の月次の売買代金推移を表したものである。TOPIX と売買代金の相関は、東証、取引所外取引どちらも高い。TOPIX が 1,700 ポイント程度と高水準であった 2007 年と 2009 年に入ってからを比較すると、東証売買代金は約 60 兆円から約 30 兆円に、取引所外取引は約 60 億円から 20 億円弱まで落ち込んでいる。

２．３　取引所外取引と PTS の売買代金推移

取引所外取引と PTS の売買代金推移



出所：　日本証券業協会 HP から東証作成

取引所外取引全体の売買代金が 2008 年秋から減少する一方で、PTS の売買代金は堅調に推移しており、取引所外取引全体に占める PTS の割合は 2009 年 4 月で 14%を上回る水準まで上昇している。取引時間の延長などを背景に、PTS が拡大していることが読み取れる。

２．４　取引所外取引と ToSTNeT 取引の推移

取引所での売買は時間優先の原則及び価格優先の原則の下に行われていたが、従来のオークション方式では、金融テクノロジーの発達等により多様化した取引手法に対応することが困難な状況となっていた。このため東証では、大口取引やバスケット取引が持つ即時一括執行のニーズ等を踏まえ、既存のオークション方式による立会内取引とは別に、オークションの立会時間以外の時間に行う取引として、大口対当取引及びバスケット対当取引を行う立会外取引制度を、平成 9 年 11 月 14 日から導入している。さらに、東証では売買システムの刷新を進めている中で[4]、平成 20 年 1 月 15 日からは、より柔軟な利用のニーズが高まったことを受けて、オークションの立会時間にも取引時間を拡大し、ToSTNeT市場としてオークション方式による市場（立会市場）から独立した市場とするとともに、取引対象商品の拡充など取引制度の改正を行った。

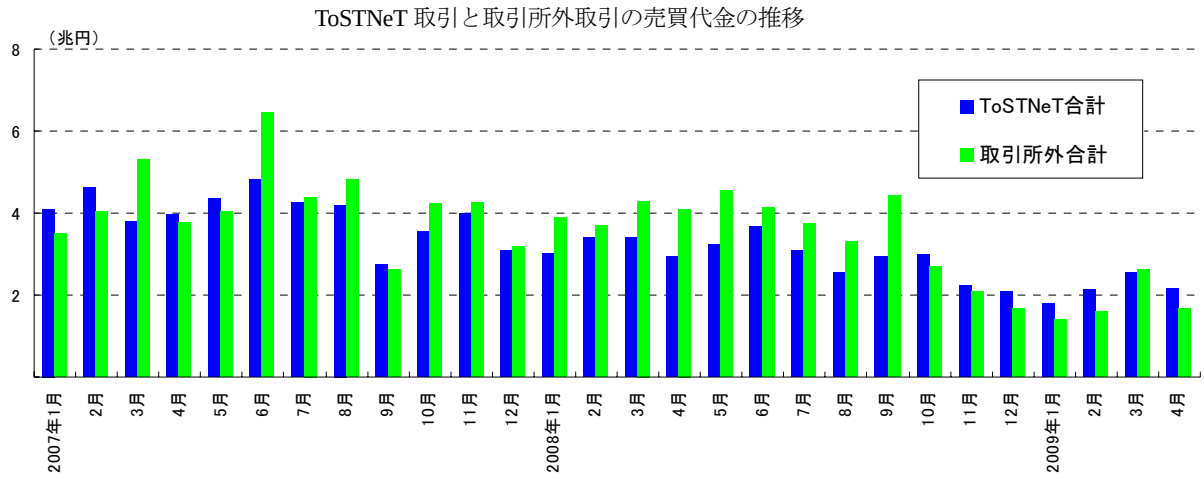
なお、大証においては J-NET、名証は N-NET など、各証券取引所においても同様の立会外取引制度が存在する。

[4] 平成 22 年 1 月 4 日には、高速性（注文応答時間が 10 ミリ秒以下）・信頼性（約定、注文板などの取引情報をメモリ上で三重化して保護）・拡張性について世界最高水準の機能を有する、現物（株式、CB等）の立会取引に係る次世代システム（arrowhead）が稼動予定である。

【ToSTNeT 市場の概要】

	単一銘柄取引		バスケット取引	終値取引
		VWAP ギャランティー取引・VWAP ターゲット取引		
取引対象商品	内外国株式・ETF・REIT・CB	同左	同左	同左
取引時間	8：20～16：30	8：20～9：00 11：00～12：30 15：00～16：30	8：20～16：30	8：20～8：45 11：00～12：15 15：00～16：00
売買単位	最低単位から可能	同左	15 銘柄以上 かつ総売買代金 1 億円以上	最低単位から可能
取引価格	立会市場の直近取引価格（※）の±7%以内。 （※）特別気配がある場合は、当該特別気配値段	VWAP ギャランティー取引：VWAP に手数料相当額を加減して得た値段 VWAP ターゲット取引：VWAP を目標とした立会市場での執行結果の加重平均価格	構成銘柄の 立会市場の直近取引価格で算出する基準代金の±5%以内	8 時 20 分～8 時 45 分 ・前日終値（最終特別気配値を含む、いずれも無い場合は当日基準値段。以下同じ）、前日終日 VWAP 11：00～12：15 前場終値、前場 VWAP 15：00～16：00 当日終値、後場及び終日 VWAP

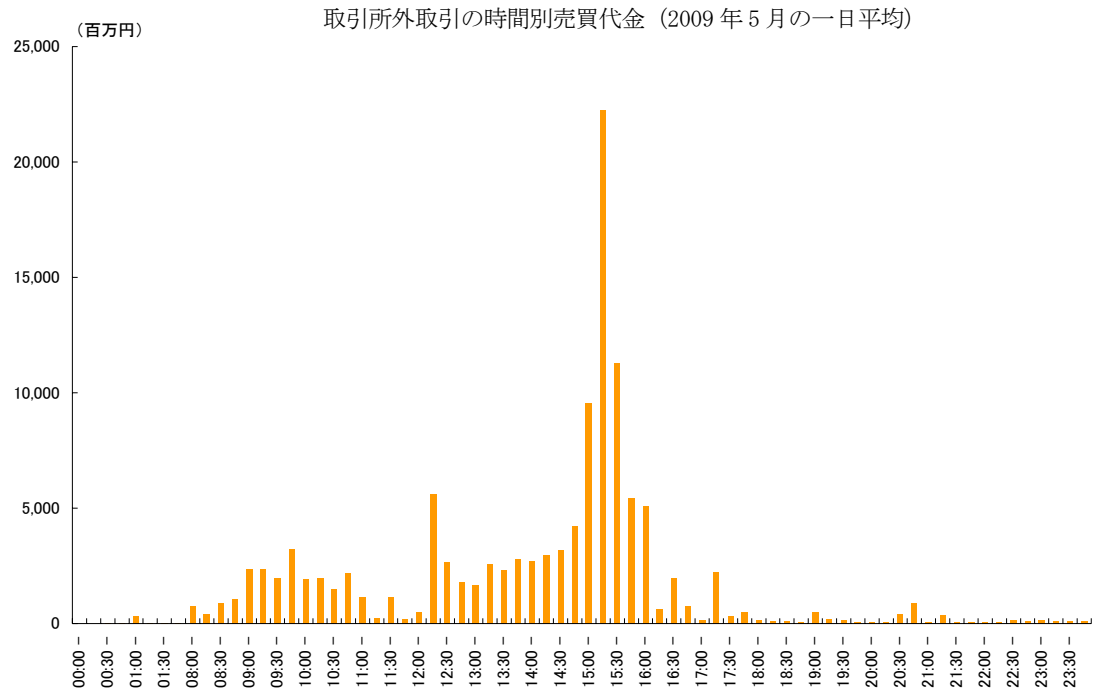
出所：東証 HP



出所：日本証券業協会 HP から東証作成

取引所外取引売買代金と東証立会外取引（ToSTNeT）を比較すると、取引所外取引が ToSTNeT を上回って推移していたが、昨秋以降は、ToSTNeT の売買代金の逆転が見られるようになった。リーマンブラザーズの破綻以降、カウンターパーティーリスクが意識されるようになったことを背景に、取引所取引として清算機関での決済が行われる点で、ToSTNeT が選好されているのではないかと推察される。

２．５　時間帯別の取引所外取引動向



出所：㈱ QUICK より東証作成

取引所外取引を時間帯別に見ると、立会終了時刻である午後 3 時以降の売買がもっとも繁盛であるが、一方、立会時間内（午前 9 時～11 時及び午後 0 時 30 分～3 時）にも一定の売買が行われている。

３．取引所外取引に係る見直しの経緯

３．１　金融ビッグバン（平成 10 年）

平成 9 年の証券取引審議会総合部会の市場ワーキング・パーティーは報告書の中で、取引所市場のあり方の見直しについて提言している。この中で、取引所集中義務は市場間競争徹底のために撤廃すべきとされた一方、取引が取引所に集中することの意義は、公正な価格形成を行う上で否定されるものではなく、取引の公正性及び透明性確保の観点から、投資家が仕切売買を明示的に希望した場合にのみ仕切売買で執行されるべきとしている。また、取引所外取引において独自の需給関係による価格形成が行われる場合には公正かつ透明に行われることが必要であるとし、そのためには、取引所外取引を行う証券会社に対して常時、気配を提示し、証券会社・取引所の気配をシステム的にリンクした上で、最良の価格で執行する義務を負わせることが前提条件であるとした。しかしながら、インフラ整備のためのコスト・準備期間、取引所の流動性低下によりかえって公正な価格形成が阻害されるおそれがあることから、システム整備は将来的な選択肢としつつ、取引所の価格形成機能を最大限活用した枠組みの構築の方が効

率的かつ望ましいと結論づけられている。同時に、証券会社は、執行した取引所外取引の内容（価格、約定数量、時間等）を直ちに自主規制機関に報告する義務を負い、自主規制機関は、取引内容を原則として直ちに公表することとされた。

取引所集中義務の撤廃により開設が予想される私設取引システムについては、価格形成機能を有するものではないとされ、証券業として整理されることとなり、売買価格の決定方法は、取引所価格を用いる方法と、顧客間の交渉に基づく価格を用いる方法に限定されていた。

上記は翌平成 10 年 12 月に金融システム改革法(いわゆる金融ビッグバン)として施行され、これを境に取引所集中義務は撤廃され、取引所外取引が行われるようになった。

３．２　私設取引システム（PTS）開設等に係る指針の策定（平成 12 年）

PTS に係る価格決定方法が制限的であるとの議論を踏まえ、平成 12 年 11 月に「私設取引システム（PTS）開設等に係る指針について」が策定され、顧客注文対等方式と売買気配提示方式の 2 方式が追加された。同時に、売買価格の決定方法を拡充したこと等により、PTS に一定の価格形成機能が生ずることとなるため、価格情報の外部公表や、PTS の規模が一定水準を超えれば、売買管理体制の整備等の一定の措置を講じなければならなくなる取引高シェアに基づく数量基準が導入された。

３．３　最良執行義務の導入（平成 17 年）

平成 15 年の金融審議会第一部会「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」においては、PTSに係る制約の撤廃、取引所取引原則の廃止及び最良執行義務の導入をすべきとされた。ワーキング報告では、価格決定方法の制約や、証券会社が上場株式等の売買注文を取引所外で執行するためには投資家による事前の明示的な意思表示が必要とされる[5]取引所取引原則等の存在により、投資家によるPTSの利用が伸びていないとの基本認識のもと、取引所原則を見直す一方で、PTSの価格決定方法の制約を廃止し取引所と同様の機能を認めることで、市場選択の幅が広がり市場間競争促進、利便性向上を期待できるとされた。

一方、PTS 制度整備等により、投資家が取引を行う市場の選択肢が広がることから最良執行の確保が必要であるとし、具体的には、証券会社が最良執行方針を定めこれを顧客に開示することとした。

４．取引所外取引の多様化

４．１　PTS の出現

平成10年12月に実施された金融ビッグバンにより、取引所集中義務が撤廃されるとともに、PTS の開設が証券業務の一つとして認められることとなり、平成 12 年 6 月には、日本相互証券

[5] 大崎貞和（2003）『取引所市場制度の再検討をめぐって』資本市場クォータリー2003 年秋　野村資本市場研究所

とイー・ボンド証券の 2 社が PTS の認可を取得した（いずれも現在は業務を終了。）。平成 21 年 6 月現在では、6 社が PTS として認可されている。

各社の傾向として、PTS 開始時は夜間取引としてスタートし、順次、昼間や夜間に取引時間を延長するケースが多い。特に、昼間取引を開始する PTS では、他の証券会社からの接続を認めるところが多く、そうした証券会社がいくつか集まった PTS がさらに流動性を高めていくといった現象が生じている。

【PTS 各社の概要】

	ｲﾝｽﾃｨﾈｯﾄ証券	ﾏﾈｯｸｽ証券	ｶﾌﾞﾄﾞｯﾄｺﾑ証券	SBI ｼﾞｬﾊﾟﾝﾈｸｽﾄ証券	松井証券	大和証券
PTS 名（通称）	ｼﾞｬﾊﾟﾝ･ｸﾛｯｼﾝｸﾞ	ﾏﾈｯｸｽﾅｲﾀｰ	kabu.comPTS	ｼﾞｬﾊﾟﾝﾈｸｽﾄ	即時決済 PTS	ﾀﾞｲﾜPTS
PTS 業務開始日	平成 13 年 7 月 9 日	平成 13 年 1 月 26 日	平成 18 年 9 月 15 日	平成 19 年 8 月 20 日	平成 20 年 5 月 12 日	平成 20 年 8 月 8 日
取引対象	非公表	約 4,000 銘柄	約 2,000 銘柄	約 4,000 銘柄	約 1,800 銘柄	約 1,900 銘柄
有価証券	・国内上場株券	・国内上場株券	・国内上場株券	・国内上場株券	・国内上場株券	・国内上場株券
	・国内上場 ETF/REIT	・国内上場 ETF/REIT	・国内上場 ETF/REIT	・国内上場 ETF/REIT	・国内上場 ETF/REIT	・国内上場 ETF/REIT
取引時間帯	8:00 － 17:00	17:30 － 23:59	8:20 － 23:59	①8:20 － 16:30	①9:00 － 12:00	18:00 － 2:00
				②19:00 － 23:59	②12:30 － 15:00	
				③0:30 － 2:00		
売買価格決定方法	・市場価格売買方式	・市場価格売買方式	・オークション方式	・顧客注文対当方式	・市場価格売買方式	・売買気配提示方式
	・顧客間交渉方式	（終値一本方式）	・市場価格売買方式	・有効期限：当日中、当日限り、セッション限り	・有効期限：当日のみ	・オークション方式
	・顧客注文対当方式					
発注方法		・ナイター本日中	・成行/指値/不成/寄付/引け/逆指値等	・指値、IOC、FOK、アイスバーグ	・指値/成行	・指値
		・ナイター成らずば翌日取引所指値/成行	・有効期限：最長 3 週間	・有効期限：当日中、当日限り、セッション限り		

出所：各社 PTS HP

４．２　証券会社内部のクロッシング

証券会社では、機関投資家からの注文に加え、自己勘定取引やリテールからの注文、さらに内部のマーケットメーク等、証券会社の内部流動性を活用した証券会社内部のクロッシングが行われており[6]、そのうちのひとつに、いわゆるダークプール（Dark Pool）と呼ばれるものがある。一般的に、ダークプールとは、取引市場に公開されていない流動性や取引参加者等の匿名

[6] 中島 尚紀（2008）『重要度が増す証券会社内でのクロッシング』大和総研ホールディングスHP

性が確保された取引環境[7]において、他市場の取引価格や気配を参照、または取引当事者同士が直接交渉することで価格を決定して取引を成立させる、内製的な価格発見機能を持たない私設の電子取引所[8]を指す。

我が国では法令上、取引所はすべての注文を参加者に通知する義務があり、また PTS においても最良気配を通知する義務が課せられている。一方、証券会社内部のクロッシングにはそうした価格の通知義務が課せられておらず、注文価格及び数量が非公開であるため、注文内容を明かすことなく取引相手の検索が可能であり、マーケットインパクトを抑えることにより、執行コストを低下させることができるとされている。

また、取引所のオークション方式と異なり、最良気配が存在しないため、売り手と買い手の双方が、取引所取引より有利な価格での執行が可能となる。

【例】

（取引所）Bid　101 / Ask 100　→　101 円でしか買えない、100 円でしか売れない
（証券会社内部のクロッシング）仲値　100.5 で取引　→　100.5 円で買える、100.5 円で売れる

５．今後の論点

前述のとおり、市場利用者のニーズの多様化や規制緩和を受けて、多様な取引所外取引、とりわけPTSや証券会社内部のクロッシングが台頭してきた。しかしそうしたPTS等は、ブローカレッジや自己売買を業務とする証券会社等が設立主体になっているものも多く、例えばフロントランニングの可能性など、公正性や中立性という点で、取引所に比べて投資家にとって必ずしも安心して利用できるものではないという指摘[9]もある。取引所とブローカーの境目が曖昧になっている現状においては、投資家が安心して利用するために、PTS等を開設している証券会社に対して、金融商品取引業者としてのみならず市場運営者としてどのような規制が必要かを検討する必要があると考えられる。

欧州では、欧州連合（EU）の金融商品市場指令（MiFID,Markets in financial instruments directive）において、日本におけるPTSに相当するMTF（multilateral trading facility）を規制市場と等しく規制する必要があることを挙げている（MiFID前文 5）[10]。例えば、MiFIDでは取引前の透明性要件として、取引所においてもMTFにおいても、等しく直近の売りと買いの価格及び注文量を通常の取引時間中、継続的に公表しなければならないとされている[11]。一方、我が国では、証券取引所は受け付けた注文の価格及び数量の全てを直ちに会員等に通知する必要があるとされて

---

[7] 伊藤慶昭（2007）『ダークプールが創る次世代の証券ビジネス』大和総研ホールディングスHPコラム

[8] 野村総合研究所金融IT イノベーション研究部（2007）『米国のダークプールの現状～証券会社の取り組みを中心に～』日本証券業協会証券決済制度改革推進センター

[9] 例えば、小川裕克（2007）『代替執行市場ATSの動向－米国で拡大するクロッシング・ネットワーク/ダークプール』FUND MANAGEMENT 2007 年秋季号 野村アセットマネジメント

[10] 神山哲也（2007）『EU金融商品市場指令の欧州資本市場への影響』資本市場クォータリー2007Winter 野村資本市場研究所

[11] MiFID第 29 条及び第 44 条

いるが、PTSにおいては顧客から受け付けた注文のうち、最良気配とその数量のみを 5 分以内に認可協会に報告すればよいこととなっており、PTSが受け付けた注文は、当該PTSの参加者以外はリアルタイムで確認することができない。これらの差異によりPTS参加者と非参加者との間に情報格差が生じており、また、一般投資者がアクセスすることができない証券会社内部のクロッシングについてはマーケットアクセス格差も生じている。健全たる市場とは、効率性、価格決定の透明性、参加者への公平な扱い及び決済面での安全性といった、公正な価格決定に必要なプロセス全てが維持されていることが必要である。当該格差が生じたまま形成された価格や取引は適正とは言いがたく、本来的には買り手・売り手の情報が十分に開示されている中で形成される価格が最も合理的であると考えられ、こうした点からも、取引所取引とPTS等には同等の規制が必要かどうかを検討する必要があると考えられる。

証券会社や機関投資家は、流動性の分散が生じている状況下の取引に対応するため、とりわけ最良執行の追求のために多大なコストを投じていると思われるが、そのコストは最終的な顧客に転嫁されるものである。MiFID 施行 1 年を機に CESR(The Committee of European Securities Regulations)が MiFID 導入に伴う市場への影響について市場関係者にコメントを募集したところ、市場の分裂により流動性の分散を招き、市場の depth を減少させ、また、価格発見が困難になるなど市場の透明性が低下し、市場全体の非効率性が高まったとの指摘がなされている。競争への活発的な参入が行われることにより、Fragmentation が生じることは避けられないが、その結果、かえって投資者の利便性の低下を招くことは本末転倒である。市場構造に係る制度を検討する場合には、全体としての利便性やコストの観点から検討を行う必要があると考えられる。

クレジット市場における検討課題

わが国社債市場の問題点、及び CDS の集中清算機関の設立と規制の動向

吉井　一洋[1]

概　　要

わが国企業の社債発行残高は銀行からの借入金残高の 5.5 分の 1 程度に過ぎず、社債発行残高の GDP に対する比率も欧米に比べると低い。さらに、欧米市場と比較して、リスクプレミアムが薄い。発行企業の業種が特定の業種に偏っている、ハイイールド債（低格付け債）市場や私募市場が未発達である、投資家が銀行に偏っている、といった特徴が見られる。

社債利回りの低さは、発行手続きというよりはローンの金利の低さを反映している面が多いと思われる。リスクに応じたプライシングやローンの流通市場の発達によりこの点が改善されることが望まれる。昨今、社債のデフォルトの事例が多発しているが、デフォルトリスクへの対応として、投資家が社債管理会社の設置を求める例が出てきている。メインバンクが社債管理会社となるわが国においては、利益相反への対応といった問題がある。また、社債のみならず借入とのパリパス（同順位性）の確保、発行時におけるコベナンツ等の開示の充実が望まれる。

流通市場においては、法人の経過利子の取扱いや源泉税の税額控除の見直し、譲渡損やデフォルト損の控除、振替社債の非居住者等の利子源泉税免除といった税制上の措置、社債レポ市場の創設による流動性の供給、実務におけるフェイルの容認、個人投資家のアクセスのための価格・気配の提供方法や価格情報インフラの見直し、機関投資家の多様な投資を促進するための多様なインデックスの開発・活用や運用方針の見直しなどの対応が望まれる。

一方、2008 年 9 月のリーマン･ブラザーズの破綻（連邦破産法チャプター11 の申請）によって、CDS の決済のために連鎖破綻が生じるのではないかという懸念が生じた。ただ、実際にはこのような事態にはならず、連鎖破綻の懸念は杞憂に終わった。

しかし、CDS のリスク管理のため、金融安定化フォーラム（現金融安定理事会）が 2008 年

[1] 大和総研資本市場調査本部制度調査部長。なお、本稿は筆者の個人的な見解であり、金融庁及び金融研究研修センターの公式見解ではない。

10 月に CDS の集中清算枠組みを整備することを提言し、これを受けて CDS の集中清算機関を設立する動きが進んでいる。この集中清算機関とは、相対取引で行われている CDS の買い手と売り手との間に立つことによって、売り手の破綻の影響が買い手に直接及ばないようにするという機能をもつ。これによって、連鎖破綻を防止しようというわけである。現在、集中清算機関の設立には、5 グループが名乗りを上げており、そのうち 3 グループはすでに業務を開始している。

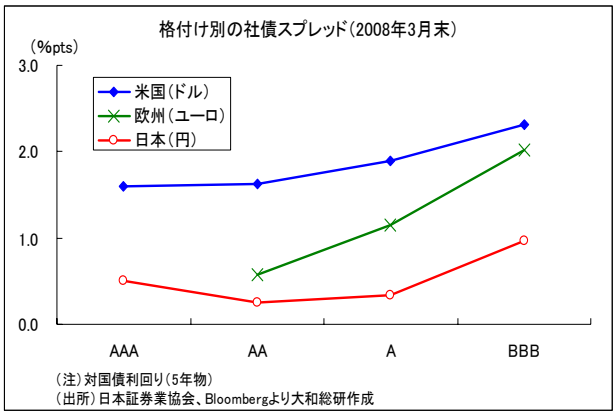
ただ、集中清算機関だけでは CDS のリスク管理には不十分だと考えられる。特殊な CDS、たとえば ABS や CDO を参照組織とする CDS、ストラクチャード CDS は清算対象には不向きだからである。これに関係して、米国財務省は、集中清算機関の設立の動きとは別に、CDS 自体を規制することを提言している。この背景には、CDS は、米国では現行法上、インサイダー取引規制等を除き規制されてないという事情がある。ただ、規制の仕方によっては、CDS の流動性が低下する、CDS という信用リスクをヘッジする手段が失われるなどのデメリットも生じると考えられる。

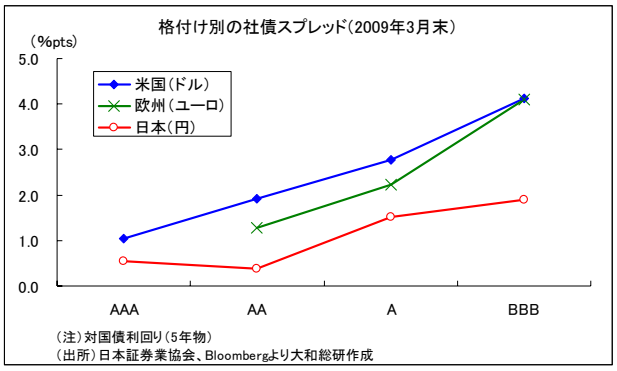
１．現状

１．１　発行規制、発行条件の決定方法、発行コスト

未曾有の金融危機により、企業の資金調達が難しくなっている環境を受け、企業が個人投資家を対象に社債を発行する事例や大型の社債発行を行う例が増加するなど、社債市場が注目を集めている。とはいえ、現状を見ると、わが国企業の社債発行残高は 2008 年度で 61 兆円であり、銀行からの借入金残高 336 兆円の 5.5 分の 1 程度に過ぎず、企業の負債の 50%超が社債である米国とは対照的である。社債発行残高の GDP に対する比率（金融機関を除く）を見ると、米国では 27%、欧州（ユーロ圏と英国）は 19%であるのに対して、わが国は 15%程度と欧米を下回っている。さらに、わが国の社債市場の特徴として、次のような特徴が指摘できる。

◆欧米市場と比較して、リスクプレミアムが薄い。格付別の社債スプレッドを米国、ＥＵと比較すると、わが国の社債スプレッドが最も小さい





◆発行企業の業種が電気・ガス、運輸・通信、金融などに偏っている。

◆BB 以下の格付けの社債など、低格付け債（ハイイールド債）市場がほとんど無い。

◆私募市場が未発達である。

◆社債の 47.4%を銀行が保有しており、投資家が銀行に偏っている。特に個人や投資信託の保有比率はそれぞれ 0.1%、1.8%と極めて低い。

１．２　欧州における社債市場の発展

米国は、従来から、国民の預金残高が少なく直接金融中心であった。これに対して欧州は、従来は、わが国と同様に企業の資金調達は融資が中心であった。しかし、1999 年の統一通貨ユーロの導入と EC（欧州委員会）の金融サービス・アクション・プラン（FSAP）に基づく EU 域内の資本（含む債券）市場の統合は、市場規模の拡大、金融技術の革新、取引コストの削減などをもたらし、社債市場の発展に寄与している。2000 年の通信事業の規制緩和は通信事業会社の社債による資金調達増加をもたらした。これら通信事業や、自動車ローンのため常時資金が必要な自動車会社以外の業種も社債による資金調達に乗り出していった。スーパーナショナルな大企業や金融機関も社債を発行し、引受金融機関に社債流通市場におけるマーケット・メイクを求めるようになった。市場慣行や取引・決済システムの整備も社債市場の発展に寄与した。M&A の増加も買収資金等の調達のため、社債発行を後押しした。

市場の統合に伴い、為替リスクや規制上の障壁が無くなったことにより、EU 域内での母国以外の国や新しい商品への投資を容易になり、機関投資家の投資行動も変化してきた。2005 年に上場企業の連結財務諸表の会計基準を国際会計基準に統一したことも、域内の投資を促進しているものと考えられる。また、ユーロ導入後に社債のデータの質が向上し、インデックスが整備されたことも機関投資家によるきめ細かな運用を可能とした。年金市場やミューチュアルファンドの高成長を追い風に、これらの基金・ファンドの社債への投資が伸びた他、保険会社も社債に投資するようになっていった。これらの要因が相俟って、欧州の社債市場は発展を続けている。

２．発行市場

２．１　発行規制、発行条件の決定方法、発行コスト

わが国の社債市場が欧米に比較して発展していない理由として、社債の利回りが低いことが挙げられる。社債の利回りが低い理由として、発行条件を決定するプロセス等に問題がある可能性がある。

わが国でも社債の発行市場の規制面では、発行登録制度の導入（さらにはプログラムアマウント方式の導入[2]）、プロ私募や少人数私募の規制の整備、売出し規制の見直し（「均一の条件」の廃止や私売出しの概念の導入[3]）など整備が進んでいる。

起債運営に関しては、わが国では、発行会社が主幹事証券会社を決定し、主幹事証券会社及び引受シ団が絶対金利、スワップ・レートに対するスプレッド、ベンチマーク国債等のスプレッド（スプレッド・プライシング方式）をベースに投資家の需要動向を探り、需要予測を行い、その結果を踏まえ発行会社と主幹事証券会社が協議して発行条件を決定する。この点について欧米市場と大きな違いはない。

ただし、欧米では公募債において、投資家に対してロードショーによる市場調査が行われる[4]。わが国では「有価証券届出書」提出前に同様の行為を行なうことは金融商品取引法上認められていない。そのため需要の予測の際に、頻繁に社債を購入する大手機関投資家を対象に、正式な発行条件を決定する前の「事前の交渉」を行うというあいまいな実務慣行があり、投資家に対して十分な情報が伝達されないという問題点が指摘されている。

また、欧米ではPOT方式が導入されている。POT方式とは、引受幹事団が連帯して販売責任を負う部分（POT）を設け、大口投資家を中心とした需要は当該部分に集めて大口投資家の需要に関する情報を共有する方式である。オーダーの重複やカラ需要を排除することで、主幹事が、投資家の正確な需要に基づいて発行会社と発行条件を交渉できるようになる。無理な引受をなくすことで、条件決定の透明性や妥当性を高めることが期待できるとされている。わが国では、顧客情報の守秘義務等の観点や税務上の問題[5]から導入されていない。ただしわが国の場合、POT方式が有効に機能するほどの需要がそもそも無いとの指摘もある。

社債の募集期間中はわが国では「均一価格販売方式」で販売され、値引き販売をしない旨が引受シ団に義務付けられる。ただし、格付けの高い社債や流動性の高い銘柄などで、需要予測をスプレッド・プライシング方式で行なう場合は、募集総額が発行総額に達し、販売が終了したと主幹事が確認した後は、均一価格リリース宣言を行うことにより、均一価格以外の販売が可能となる。これにより募集当日でも流通市場での取引に移行できることから、ディスカウン

---

[2] 2009 年 6 月 17 日に可決・成立した金融商品取引法等の一部を改正する法律による。

[3] 2009 年 6 月 17 日に可決・成立した金融商品取引法等の一部を改正する法律による。

[4]米国では届出の効力が発生するまでの待機期間中においては、口頭による売付の申込みは仮目論見書等を交付しなくても可能とされている。

[5] ＰＯＴ方式では、投資家は主幹事証券会社にまとめて販売手数料を払い、それを主幹事証券会社が各引受証券会社に配分するが、わが国の税制上、販売証券会社の収益とすることが認められていない。

ト販売の誘引になっているとの指摘がある。ディスカウント販売が行なわれれば、交渉力の無い投資家は不利な扱いをうけることになる。

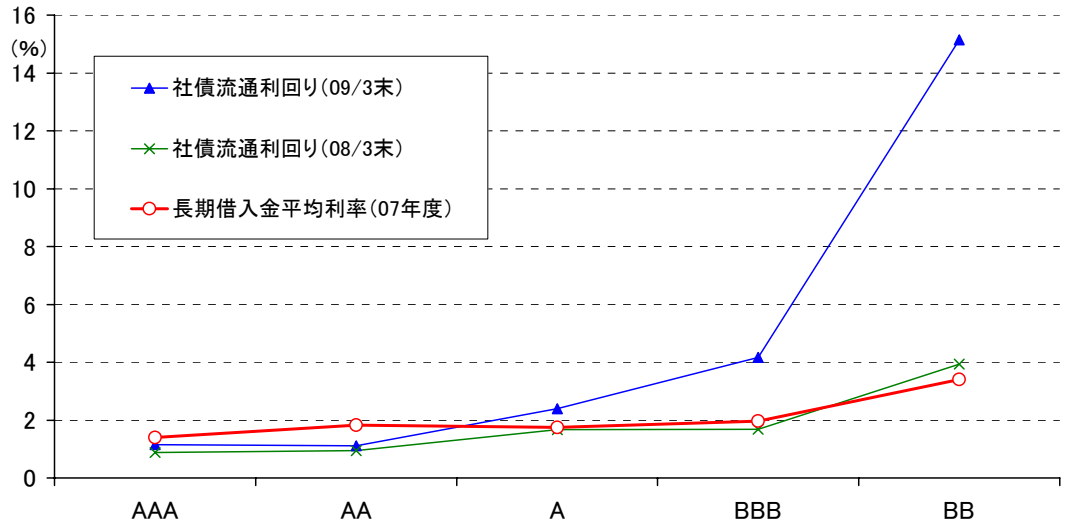
社債の引受手数料が低いことも、社債市場の発展を妨げているものと思われる。例えば、最近のある代表的な個人向け社債の引受手数料は、額面 100 円につき 35 銭、販売手数料は 20 銭であり、100 億円引き受けても 3,500 万円、販売に関しては 2,000 万円の収益にしかならない。これに対して投資信託の募集手数料は 2%程度であり、同じ 100 億円販売すれば２億円の収益になる。機関投資家向けであれば手数料の低さを各投資家への販売数量の多さでカバーできるが、個人向けについては、投資信託の販売に向ける労力を社債に振り替えるインセンティブが働かないという問題がある。

２．２　ローン金利との関係

1993 年の商法改正前は、普通社債の発行においては、通常、メインバンクが募集の受託会社となり、受託会社が起債会を組織して起債調整を行うなど、社債市場は、銀行の管理下にあった。証券会社が社債発行条件を決定するようになったのは、ここ 10 数年のことであり、社債は長きに渡って、融資の補完的な役割を果たす存在に過ぎなかったわけである。わが国企業の負債による資金調達のうち社債の占める比率が低いのはそのような歴史的背景にも原因があると思われる。

社債の発行者利回りの推移を銀行の新規貸付金利を比較すると、社債の金利の方が、ボラタイルに推移している。格付けごとの社債の利回りと借入金の利率を比較すると、低格付けのものほど借入金の金利が低く発行会社（借り手企業）にとって有利となっている。

格付け別の社債、借入利回り



（注）格付けはR&Iによる。社債利回りは残存2～5年の平均。
借入金利率の算出対象はR&I格付を有する社債の発行残がある企業のうち、明らかに外貨調達が多いと目される企業を除いた。（集計対象社数はAAA：1社、AA：44社、A：86社、BBB：34社、BB：2社）
（出所）日本証券業協会、各社有価証券報告書等より大和総研作成

このような貸付金利の低さがわが国の社債市場育成を阻害しているとの指摘も多い。特に短

期間の採算ではなく顧客との長期継続的・取引横断的な関係によって収益を獲得するリレーションシップ・バンキングの名の下に、融資先の信用リスクが貸出金利に適切に反映されていないのではないかとの指摘もある。リレーションシップ・バンキングとは「長期継続する関係の中から、借り手企業の経営者の資質や事業の将来性等についても情報を得て、融資を実行するビジネスモデル」である。リレーションシップの維持や深化によりきめ細かな信用リスク管理はできたとしても、それだけでわが国の「潜在成長力の低下による信用リスク上昇分を補うことは出来ない」[6]ため、信用リスク上昇に見合う貸出利鞘の確保が必要であるとの指摘もある。

わが国の企業向け貸出金利は、一般的には、短期プライムレート（与信リスクは反映していない）をベースに与信格付けや債権保全の状況を加味して決定されている。この貸出金利のガイドラインは半年や1年の間隔でしか見直されておらず、もっと頻度の高い見直しが必要との指摘がある。また、中小企業への手厚い信用保証制度が、与信リスクの貸出金利への反映を妨げているため、当該制度を利子補給制度に改めるべきとの指摘もある。

米国金融機関では、借り手の信用リスクに応じて貸出金利を設定するリスク・プライシングが浸透しており、わが国よりも貸出スプレッドの水準が高くなっているとの指摘も多い。数年前の資料だが、中小企業向け貸出の平均的なスプレッド水準はわが国に比べ高くなっているとの指摘もある。

欧州ではわが国と同様にリレーションシップ・バンキングが主流であったが、ユーロ誕生や金融グローバル化の進展による各国金融機関の競争激化や金融統合の加速に伴い、金融機関においても株主価値最大化を重視する経営が浸透した。その結果、金融機関によるリスクに見合ったリターンの追及や経済合理性を重視したポートフォリオマネジメントが急速に進展し、これが金融機関がシンジケート・ローン、社債の引受け、証券化商品の組成、クレジット・デリバティブの売買に積極的に取り組み、これが欧州クレジット市場の拡大につながった。

わが国でも、バーゼルⅡの導入に伴い、銀行において内部の信用格付けに基づく与信管理、リスク調整後のリターンに基づく統合的なリスク管理は進捗しつつある。

シンジケート・ローンについても、わが国では99年[7]から本格的に拡大をはじめ、2008年度の実行額は28兆円に達している。その背景には、不要・不急の借入をできるだけ抑制したい、資金調達手法を多様化（例えば返済条件や金利など）したいという企業側のニーズと、手数料収入等の収益源の多様化やリスク調整後の収益性の向上を目論む銀行側のニーズとがマッチしたこと、ＪＳＬＡ（日本ローン債権市場協会）による各種契約書雛形や市場慣行の策定などインフラが整備されたこと等が挙げられる。

シンジケート・ローンは社債のような市場性を供えたローンと位置づけられており、アレンジャーである大手銀行がマーケットメイクを行なっている。しかし、現在までのところ、売買はそれほど行なわれておらず、流通市場の育成が課題となっている。流通市場が発展すれば、

---

[6] 大山剛（2002）

[7] 「特定融資枠契約に関する法律」（99年施行）によりコミットメントラインのフィーが利息制限法の規制対象とならないことが明らかにされた。

銀行はローンの売買による機動的なＣＰＭ(与信ポートフォリオマネジメント)が可能になる。ローンの売買が増加し、マーケットでのプライシングが行なわれることで、適正なクレジット・プライシングが行われ、それが社債市場にも好影響を与えることが期待できる。

シンジケート・ローンを初めとする貸出債権の流動化促進に向けて、これまでも、債権譲渡に対する意義なき承諾を得るための借手の理解の促進や譲渡が容易な貸付契約の切り替え、非公開情報の取り扱いに関する慣行確立に向けた取組みが継続されてきた。さらに、2008 年 1 月に導入された電子記録債権を、シンジケート・ローン等に活用することが期待されている。

なお、2010 年 3 月期からは、有価証券報告書等において、貸付金の時価の開示が義務付けられる。貸付条件に借り手のリスクが適切に反映されておらず、評価損が生じている場合は、それが開示を通じて明らかになる。この点も、クレジット・プライシングの適正化を促す要因になる可能性がある。[8]

２．３　デフォルトリスクへの対応

２．３．１　社債管理会社

わが国では、社債を発行に際し、社債管理会社（人）の設置が義務付けられている。ただし、額面が 1 億円以上で社債の総額を最低額面金額で割った数が 50 未満の場合は、社債管理会社を設置せず、社債を発行できる。この場合、任意で財務代理人（ＦＡ）が設置される。(いわゆる「ＦＡ債」)。現在はこのＦＡ債が主流となっている。社債管理会社は、社債権者に対して公平・誠実義務及び善管注意義務を負い、債権者の保護だけを目的として、権利保全や債権回収の権限を行使するのに対し、財務代理人は、発行会社を代理して社債の元本・利息の支払いを行ない、社債権者のために行動する者ではない。昨今は、デフォルトの増加に伴い、機関投資家等が社債管理会社の設置を求める例も出てきている。なお、個人向け社債の場合は券面金額が 100 万円などの例が多く、社債管理会社が設置されているのが通常である。

わが国では、社債の元利払いの確実な履行確保のため、担保提供制限や利益・純資産の維持等の「財務上の特約」が付されている場合は、社債管理会社は当該特約の遵守状況を監視する義務とそのために必要な権限を有する旨が、社債管理契約上定められるのが通例である。

欧州では、プロ向けは FA 債、投資家が多い場合はトラスティー（わが国の社債管理会社に該当）が設置される。米国の場合は、公募社債については、1939 年信託証書法でトラスティーの設置が義務付けられている。ただし、発行会社のデフォルト前には、信託証書に記述された義務の履行を除いて責任を有しないため、わが国の社債管理会社に期待（あるいは特約で付加）されている発行会社の財務内容に対するモニタリング機能は持たない。

---

[8] 債券は時価評価されるが、ローンは時価評価されない点も、投資家が債券よりローンを志向する理由として挙げられる。

社債管理会社はわが国では銀行、信託会社等に限られる。証券会社等は社債管理会社になることはできない。わが国では発行会社のメインバンクが社債管理会社となることが多く、社債管理会社が代表すべき社債権者の利益と貸付債権者としての利益とが相反する状況にある。しかも、メインバンクの場合は、社債権者が有しない多くの非公開情報を有する。例えば、2001年９月にマイカルが破綻した際に、社債管理会社でもあるメインバンクが、融資の担保を取得していたことが批判を集めた。[9]。他方、メインバンクが社債管理会社となることで、発行会社の財務状況を把握して社債権者のために権限を適切に行使したり、緊急融資を行い発行会社の建て直しを図ることも考えられる。そのため、会社法では、メインバンクが社債管理会社になること自体は禁止していない。ただし、発行会社が社債の償還又は利払いについて債務を履行せず、又は支払い停止があった際に、その 3 ヵ月以内に、社債管理会社が自己の債権について担保提供又は弁済等の消滅行為を受けていた場合、社債管理会社は社債権者に対して損害賠償義務を負う。免責されるのは、誠実義務を怠らなかったことや担保供与等を受けなくても社債権者に損害が生じたであろうことを社債管理会社が証明した場合である(会社法 710 条 2 項(但し書き))。

米国では信託証書法 310 条ｂ項により、トラスティーが一定の利益相反関係を持っているか持つこととなる場合は、利益相反関係が生じたことを確認してから 90 日以内に、その利益相反関係を除去するか、トラスティーを辞任しなければならないこととしている。例えば、発行会社のデフォルト時において、トラスティーが発行会社の持分の一定割合以上を有している場合、役員の兼任がある場合、発行会社に対する債権を有している場合[10]は、上記の対応が必要となる。米国ではトラスティーがメインバンクである場合、デフォルト時の債権回収を専門の回収機関に委ねる場合もあるとの解説もある。わが国においても、誠実義務履行のための実務として、同様の対応を求めていくことが考えられる。

２．３．２　ネガティブプレッジ条項・クロスデフォルト条項

ネガティブプレッジ条項とは、「社債発行会社が、当該無担保社債よりも弁済順位の優先する担保付債務を将来負うことによって、社債の償還を危うくすることを防ぐ条項」である。担保提供制限条項とも言う。他の債権者のために担保権が設定されれば、その社債の債権者も債権額に応じて比例的に担保権を取得するという内容のものや他の債権者のために担保権の設定を制限・禁止するものなどがある。

クロスデフォルト条項とは、「当該社債以外の債務について、発行会社が期限の利益を喪失すれば、それに連動する形で、債務不履行事由を拡張する」ものである。

わが国の社債の場合、後者について社債以外の債務も対象としているものの、前者は社債の

---

[9] 同社の更生計画では、個人向け社債は、2000 万円以下の一般債権の弁済率と同様、平均して 3 割程度の弁済率とされた。一方、2000 万円超の債権の弁済率は 10%程度であり、個人向け社債の弁済率は、個人投資家へのリスクの説明が不十分であったことを配慮して決定された（日本経済新聞 03 年 5 月 29 日）

[10] 融資関係は含まれず、発行会社からの優先弁済などを制限することで利益相反を回避しているとの説明もある。

みを対象としている例が多い。他の社債との間でのパリパス（弁済の同順位性）は確保されているが、借入等の他の債務との間まで同順位性は必ずしも確保されていない。これに対して、シンジケート・ローンの場合は、通常は、社債も含め他の債務に劣後することが無いよう、上記の条項や他のコベナンツにより手当てされている。

例えば、2008 年夏に破綻したスルガコーポレーション、ゼファー、アーバンコーポレーションの例（いずれもＦＡ債）のネガティブプレッジ条項はあくまで社債間で同順位とするものであり、融資との間での同順位は確保されていなかった。融資も含めた同順位性の確保が求められるところである。

２．３．３　情報開示

わが国では、社債の発行に際して上記２．３．２については「財務上の特約」として、有価証券届出書・発行登録書や目論見書等の法定開示書類で記載することとされている。担保資産及び担保付債務の注記は義務付けられているが、あくまで財務諸表の注記としてのものである。発行会社の借入等の他の債務について、財務制限条項等のコベナンツが付されている場合に、その内容を注記することは明確に義務付けられていない。

欧米の目論見書では、発行社債の要項を全文記載する。ローン等について、当該社債の地位に影響するような契約内容があれば会計士が注記を求める。他の債務の「コベナンツ」を記載することはないが、特殊な「コベナンツ」の場合は「財務上のリスクファクター」としてわかりやすい説明文を記載することは多い。（実務担当者へのヒアリングによる）

有価証券届出書や有価証券報告書では、借入やシンジケート・ローン等の財務制限条項等について注記している例は多数見られるが、これらの注記は明確に義務付けられているわけではない。ＦＡ債が主流を占める上に、社債と借入との同順位性が確保されていないわが国の現状を考えれば、現行の「財務上の特約」に加え、明示的に、借入金等の担保やコベナンツに関する情報を、社債の投資家にわかりやすい形で、まとめて開示することを義務付ける等、情報開示の充実を図る必要があると思われる。

２．３．４　格付け

わが国では、社債の格付について、国内の格付機関 1 社の格付けだけをとって発行する例が多く、しかも投資家等が、当該格付けに過度に依存しているとの指摘がなされている。最近の破綻事例でも、格付けの引下げが遅かった点が指摘されている。格付け機関の対応の改善と共に、引受・販売業者や投資家においても、格付けはあくまで意見に過ぎないことを踏まえた対応が求められる。

３．流通市場

３．１　税制

３．１．１　居住者等の源泉税、譲渡益

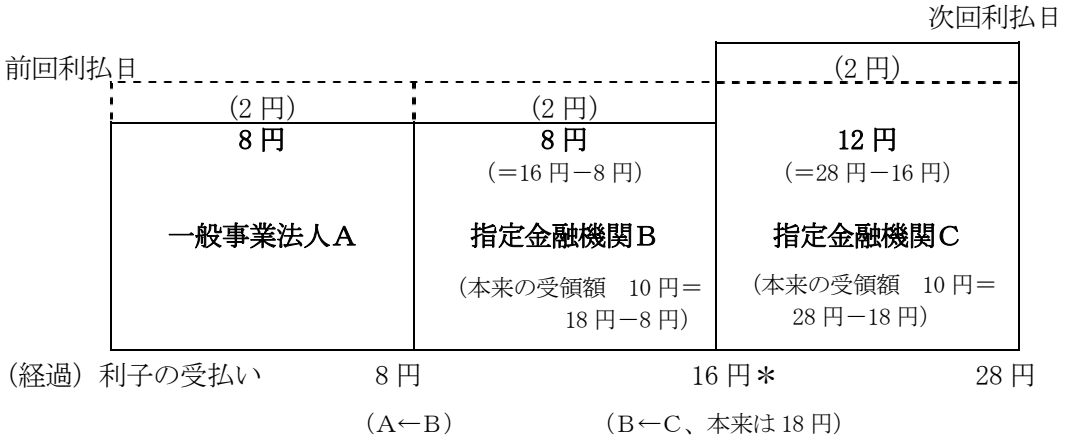
わが国の現行税制では、債券の利子に対して 20%の源泉徴収が行われる。源泉徴収は保有者が個人の場合のみならず、法人の場合にも行なわれる。ただし、法人の場合は、源泉税のうち保有期間に対応する部分を、法人税額等から控除できる。

債券の売買時に買い手から売り手に経過利子が受渡しされる際には、20%の税相当額を控除して 8 掛けで受け渡しされる。この場合、債券の売り手が法人であった場合、経過利子の税相当額は、法人税額等から控除することはできない。

公共法人・公益法人、指定金融機関、資本金 1 億円以上の事業法人（以下「非課税法人」）は債券の利子について源泉徴収不適用を受けることができる（非保有期間分は源泉徴収される。）。それ以外の法人は源泉徴収の不適用を受けることができない。債券が非課税法人から非課税法人に譲渡された場合は、これらの期間を通算して源泉徴収不適用とすることができる。一方、経過利子は、非課税法人間の取引においては税相当額を控除せず、利払い期間中に課税法人から非課税法人、非課税法人から課税法人に譲渡が行なわれた場合は 8 掛けで授受する。同じ利払い期間中に、課税法人Ａ→非課税法人Ｂ→非課税法人Ｃに譲渡された場合、源泉徴収は非課税法人Ｂ、Ｃの保有期間を通じて免除されるのに対し、経過利子の取扱いは、8 掛け（課税玉扱い）となる。そのため、非課税法人Ｂの受取額は過少、非課税法人Ｃの受取額は過大になるという問題も生じる（下図参照）。

ケース　現行制度（課税法人と指定金融機関等との取引）

《前提》①6 ヶ月間（利子計算期間）で 30 円の利払い。
②Ａが 2 ヶ月後にＢに売却、Ｂが 2 ヶ月保有後にＣに売却、Ｃが利金を受け取る。
＊　（Ａ←Ｂ）はＢからＡに支払う経過利子。



＊本来は、ＣからＢに 18 円(事業法人Ａの所有期間分 8 円と指定金融機関Ｂの所有期間分 10 円)が支払われるべきである。しかし、ＢからＣへの譲渡の際にＡ・Ｂの所有期間を個別に把握することは困難なため、実務上は経過利子 20 円から指定金融機関Ｂが売却するまでの期間の源泉税相当額 4 円を控除した 16 円が支払われる。

上記の問題は、法人税額等からの源泉税額を保有期間に関わらず全額控除できるようにし、経過利子の受け渡しを 100%授受とすれば解消できる（非課税法人への源泉徴収を保有期間に関わらず全額不適用にすればいっそう簡素な制度となる)。ただし、これらの改正を行うと個人投資家の利付債投資からの利益への課税にアンバランスが生じる。さらに、利払の直前に個人投資家が法人投資家に債券を売却し、利子相当額に対する課税逃れができてしまうという問題も生じる。金融所得課税の一体化が実現すればこの点も解消できる。

主要先進国では、債券の譲渡損について、株式も含めた有価証券譲渡益からの控除及び繰越控除、公社債のデフォルト損失の控除を認めている例が多い。わが国でも個人がリスクを負った社債等の投資を行なうためには、譲渡損のみならず、デフォルト損失の控除を認めることが望まれる。ただし、その場合、公社債の譲渡益に課税することが前提となる。いずれのメリットが大きいか今後検討していく必要があるが、わが国より個人の社債投資が活発な米国では譲渡益課税、損失控除を採用していることは一つの参考となろう。さらに、一体化を行なった場合は、上述した個人における課税のアンバランスも解消される。

３．１．２　非居住者等の源泉税免除

現在、民間国外債の利子を非居住者・外国法人が受け取る場合（2010 年３月 31 日までの発行分）や、振替国債・地方債等の利子を非居住者・外国法人が受け取る場合は、非居住者等である旨の確認を条件に、源泉徴収が免除されている。しかし、振替社債の利子を非居住者・外国法人が受け取る場合は、このような源泉徴収不適用は認められていない。非居住者等であることの確認の精度について、振替国債等と振替社債とで大きな相違は無いものと思われる。バイ・アンド・ホールド以外の多様な投資家による社債購入を促し、社債市場の活性化の呼び水とするためにも、源泉徴収不適用の範囲を振替社債に拡張することが望まれる。民間国外債の利子を非居住者・外国法人が受け取る場合の非課税措置の恒久化も合わせて行なうことが望まれる。

３．２　決済システム

３．２．１　社債レポ市場の創設

わが国の場合、その歴史的経緯から、国債は国債振替決済制度（振替機関は日本銀行)、地方債・社債は一般債振替制度（保管振替機構）で決済されている。欧州では、証券の種類に関係なく、ユーロクリア（清算機関はＬＣＨクリアネット）やクリアストリーム（清算機関はユーレックスクリアリング）といったＣＳＤ（証券集中保管機関）で集中的に決済されており、現在、ＥＵ域内でのＣＳＤへの統合・再編に組めた取り組みが進捗中である。

米国では、社債・地方債の決済機関としてＤＴＣ、清算機関としてＮＳＣＣがある。国債については連邦準備銀行が振替機関となり、連邦準備制度が運営する Fedwire を通じて取引ごと

にグロス決済される。ただし、政府債の清算会社であったＧＳＣＣとモーゲージ担保証券の清算会社であったＭＢＳＣＣが合併してできたＦＩＣＣの参加者の場合は、会員間の取引をＦＩＣＣで清算した上で、Fedwire を通じた決済が行なわれる。なお、ＤＴＣ、ＮＳＣＣ、ＦＩＣＣは持株会社であるＤＴＣＣの傘下にある。

企業の資金調達の円滑化に関する協議会がとりまとめた「社債の起債・流通市場の環境整備に係る要望事項」（2009.3.12）では、国債の清算機関として日本国債清算機関があるが、社債についてはそのような清算機関が存在せず、早急に清算機関を設立する必要がある旨が指摘されている。同提言では、清算機関が存在しないことで、保護預かりしている債券の範囲内での限定的な与信の提供による証券決済の失敗の防止、セントラルカウンターパーティーとしての証券貸借（レポ取引等）など、欧米の証券決済機関が提供している標準的なサービスが提供できない旨が指摘されている。

例えば、EU では、ユーロクリアがトライパーティーレポを提供している。これは、業者と投資家の間にカストディアンが入り、資金・債券の決済、担保の評価、マージンコールなどの手続きを行い取引の利便性を高める仕組みである。わが国では社債のレポ取引等を可能とするこのような仕組みがなく、社債に関しては、から売り等を用いた機動的な運用が行ないにくい状況にある。社債のレポ取引等が可能な仕組みを導入することで、多様な運用を可能とし、社債市場全体の流動性を高めることが期待できる。

３．２．２　フェイルの容認

わが国でも、2001 年１月に国債の「フェイル」（債券の受渡不履行）の解消に関する規則が導入され、さらに、一般債の振替決済制度に合わせ、社債等についても 2006 年１月から同規則が適用されている。即ち、フェイルが制度上は認められている。しかし、市場参加者には（即ち実務上）容認されていない。「フェイル」には市場の安全弁としての機能がある。債券が一時的に品薄の状態にある場合、「フェイル」が認められなければ、高値での無理な調達を行い価格の高騰を招く可能性がある。あるいは「フェイル」の回避のため取引が行なわれなくなり、一層、市場の流動性が低下するおそれある。リーマン・ブラザーズが破綻した際に、わが国においては実務上「フェイル」が認められていないことが、レポ市場等の混乱に拍車をかけたとの指摘もある。ただ、一方で、フェイルの多発や決済までの長期化は回避する必要がある。

米国では、「フェイル」の発生を認めつつ、その多発を防止するための「ベストプラクティス」が 2007 年に業界関係者等により導入された。さらに、フェイルはレポレート等の動向により、債券の借入コストがフェイルにより相手方に支払う経過利子を上回る局面で発生しやすいとの分析等を踏まえ、2009 年３月にフェイルを発生させた債券の渡し方に、一定のペナルティを課す「ベストプラクティス」の見直しが行なわれた。

わが国でも、債券についてこれまでの「フェイル」を認めないという考え方から、一定のペナルティを課した上で認めるという考え方に転換していく必要がある。

３．３　価格・気配の提供方法、価格情報インフラの問題点

わが国において、社債市場がなかなか拡大していかない要因としては、価格の透明性の低さが指摘できる。

一般的に、社債は証券取引所には上場されておらず、証券会社と顧客との相対取引である。したがって、同じ銘柄であっても、価格は業者によって異なる。現在、公的な機関が公表する価格としては、日本証券業協会が公表する「売買参考統計値」がある。「売買参考統計値」は、指摘報告協会員（2009 年 7 月現在 20 社）が、毎日 15 時現在の額面 5 億円程度の売買の参考となる気配（売り気配と買い気配の仲値）として 16 時 30 分までに報告した気配に基づき、協会が 17 時 30 分にまでに発表している。指定報告協会員から報告を受けた気配の「平均値」、「中央値」、「最高値」、「最低値」の４つの値からなる。さらに個人向け社債等（発行額 100 億円以上の非上場の固定利付・満期一括償還の銘柄）の店頭気配情報も発表している。こちらは引受主幹事証券会社、同社から委任を受けた証券会社、引受証券会社以外の証券会社（指定報告協会員に限る、2009 年 7 月時点で 10 社）が 15 時時点の額面 100 万円程度の売買の基準となる気配（売り気配と買い気配の仲値）を協会に報告し、翌日当該気配がそのまま発表される。いずれも、あくまで店頭売買の際の参考となるものであり、業者が当該売買参考統計値により売買取引等の約定を行うことを保証するものではない。この協会が発表する気配に関しては、従来から実勢価格を適切に反映していないとの批判がある。

その他、日本経済新聞社、金融工学研究所（格付投資情報センターの子会社）、野村証券、野村総合研究所が発表する「債券標準価格（JSPrice）」、大和証券ＳＭＢＣ・日興シティグループ証券・みずほ証券・三菱ＵＦＪ証券とブルームバーグが公表する「ブルームバーグ公社債基準価格」がある。

2004 年 5 月にＩＯＳＣＯ（証券監督者国際機構）が公表した「社債市場の透明性に関する専門委員会報告書」では、透明性について「取引に関する事前情報と事後情報が、どの程度リアルタイムに近くまたどの程度オープンに利用可能であるかの程度」と定義した上で、透明性に係る情報として投資家がどのような価格で売買を行なえるかを知るための根拠となる「事前情報」と個別の売買取引の約定価格等の情報であり、自らの売買取引の結果を比較評価するための「事後情報」に分けている。報告書では各国の実態を整理し、非上場債の店頭取引は総じて透明性が低く、特に事前情報へのアクセスが制限されていること、債券の電子取引は運営者がシェア拡大のため利便性の向上に努めていることから透明性は比較的高くなっていることを指摘している。

同報告書は、透明性が高まれば、価格の信頼性は上昇し、市場へより幅広い投資家が参加するとの意見がある一方で、過度に透明性を高めると、資本を割当ててビジネスを行っている業者が利ざやを確保できなくなり、流動性を供給しなくなる可能性があるという、価格の透明性と流動性のトレードオフの問題を指摘する意見もある旨を述べている。

この社債の価格の透明性に関するアプローチについては米国と欧州とでは異なるアプローチ

を用いている。

米国では、ＮＡＳＤ（全米証券業協会）が 2002 年 7 月にＴＲＡＣＥという制度を導入している。これは、業者との価格交渉能力を持たないリテール投資家に対して価格情報を提供することで、リテール投資家が市場価格から乖離した不利な価格で取引を行なうことを防ぐための制度である。社債の価格情報を速やかに一般に提供するシステムであり、ＮＡＳＤが組織変更したＦＩＮＲＡ（金融取引業規制機構）が運営している。同制度では、ＦＩＮＲＡの会員の社債の店頭取引は、取引執行後 15 分以内にすべてＴＲＡＣＥに報告され、その後遅滞なく一般に提供される。提供される情報は、取引の約定時間、約定価格、取引量、利回り等の事後情報である。ただし、透明性と流動性のトレードオフの関係に配慮し、一定額超の取引（ハイ・イールド債は 100 万ドル超、投資適格債は 500 万ドル超）については実額は公表されない。なお、ルール 144A債券は、プロ向けであり当該取引の情報をリテール投資家に公表してもあまり意味が無いことから、開示の対象から除外されている。ＴＲＡＣＥでは、業者や機関投資家に対してはリアルタイムの情報を有料で提供しているが、個人がＴＲＡＣＥから商業目的以外でリアルタイムの情報を入手する場合は無料とされている。さらにＦＩＮＲＡが日次ベースの集計情報を開示している他、ブルームバーグと提携して投資適格債のインデックス、ハイ・イールド債のインデックスを提供している。

ＴＲＡＣＥの導入について、ＳＥＣ、ＦＩＮＲＡのスタッフの研究では、取引コストが低下したとの肯定的な評価をしている。一方で、業者や機関投資家は、流動性が低下したとの否定的な評価をしている。

欧州では、MiFID（金融商品市場指令）では、株式に関して取引前および取引後の取引内容情報の公表を求める透明性要件が定められている。ＥＣ（欧州委員会）は、この要件が株式以外の金融商品に適用されるか否かに関するパブリックコメントの募集を 2006 年 5 月に実施し、11 月にそのフィードバック・ペーパーが公表された。トータルで 59 のコメントが寄せられたが、ほとんどが透明性の向上への反対意見だった。特に事前透明性向上への反対意見が強かった。その一方で、透明性の向上により、個人投資家の債券市場への参加が促されると意見もあった。

その後、2006 年 11 月にＥＳＭＥ（欧州証券市場専門家グループ）やＣＥＳＲ（欧州証券規制当局委員会）に諮問を行い、2007 年 8 月に報告を受け、2007 年 9 月に開催された公聴会を経て、2008 年 3 月に欧州委員会の報告が公表された。同報告では、現時点で透明性要件を株式以外の金融商品に広げる必要はないと結論付けた。ただし個人投資家の価格情報へのアクセスに関しては問題があることから、報告書では、個人投資家に対する透明性向上という課題に対しては、規制ではなく自主規制機関の透明性向上策で対応し、その動向を見守ることとしている。

自主規制機関では、ＩＣＭＡが BondMarketPrices.com.というホームページで、17：30（取引終了時）の債券の価格（最高値、最安値、仲値）、21：00（取引終了時）のビッドとオファーを無料で公表している。ＳＩＦＭＡも 2008 年 12 月に InvestinginbondsEurope.org というホームページを立ち上げ、リテール投資家向けに債券の投資教育や格付け、金利、インデックス等の基本的な情報提供をしている他、個別銘柄の価格情報提供のため、ＩＣＭＡが

BondMarketPrices.com.にリンクしている。

わが国では、社債の価格の透明性について、米国型で対応するのか欧州型で対応するのか議論はまだなされておらず、今後の検討が望まれるところである。もっとも、わが国においては、そもそも個人が社債を購入しようにも、どのような社債が現在流通しており、現在の価格がいくらなのかといった基本的な情報すら、入手することが困難な状況にある。日本証券業協会が公表している個人向け社債等の店頭気配情報は、個人投資家にはあまり知られていない模様であるし、公表されているのは約定価格ではなく一時点の気配である。一方、証券会社のホームページ等を見ても、新発社債の情報はあっても、既発の社債の情報はなかなか入手できない。新発債は、個人が投資しようとした時に出ているとは限らず、また満期や金利等の条件が、個人が想定している条件とマッチしているとは限らない。既発債を含めた情報提供を、業界を挙げて拡充していく必要があると思われる。

３．４　電子取引システム

欧米では、債券の電子取引システムが普及している。様々な業者が電子取引のためのプラットフォームを提供している。電子取引のメリットは、情報収集の手間を減らせること、複数価格の比較により価格の透明性が向上すること、取引コストが削減できることなどが挙げられている。ＳＩＦＭＡが 2006 年 12 月に公表した「債券市場における電子取引」によると、62 のプラットフォームが存在しており、次のように分類されている。

■プラットフォームのタイプ別[11]

①業者（ディーラー）間売買　26 社　②シングルディーラーと顧客間　7 社

③マルチディーラーと顧客間　26 社　④発行会社とディーラー/投資家間　9 社

■取引手法のタイプ別[12]

a. オーダードリブン型 38 社

：取引システムのセンターオーダーブックに参加者のオーダーが這い入り、市場参加者がアクセスする方式

b. マーケットメイキング/クロスマッチング型　25 社

：取引商品の選択の期間中、業者に買い気配・売り気配を提供することが義務付けられている方式

c. 複数気配引合型　32 社

：買い手企業が限られた数の他の機関（ディーラー等）に対して買い気配・売り気配の提供を求める方式

d. オークション型　16 社

：参加者にオークションの場を提供する方式

[11] SIFMA”eCommerce in the Fixed-Income Markets “(2006.12)

[12] SIFMA”eCommerce in the Fixed-Income Markets “(2006.12)

大手の業者としては、イタリア政府出資の国債取引システムに端を発するＭＴＳ（①かつa, b, d)、ＴｈｏｍｓｏｎＴｒａｄｅＷｅｂ（③かつ a, c)、証券会社連合のＭａｒｋｅｔＡｘｅｓｓ（③かつb, c)、ブルームバーグ（①～④かつa, c, d)、ＭＴＳが出資するＢｏｎｄＶｉｓｉｏｎ（③かつc)、eSpeed（①かつa）などがある。

個人投資家を対象とするプラットフォームは19あり、上記ではＴｈｏｍｓｏｎＴｒａｄｅＷｅｂが個人投資家を対象としている。

なお、わが国の債券電子取引としては、エンサイドットコム証券のyensai.comや日本相互証券のBB SuperTrade、大和証券の夜間ＰＴＳなどがあるが、あまり普及していない。その理由について、バイ・アンド・ホールドが中心で売買があまり行なわれていない、そもそもスプレッドが薄く電子取引によるコスト削減等があまり期待できない、業者が電子取引を通じて手の内をさらすことを回避している、等の指摘があるが、明確ではない。

３．５　投資家のスタンスの問題

わが国の社債の投資家のうち、機関投資家や金融機関の場合、投資の方法としては、購入した社債を満期まで持ちきるバイ・アンド・ホールドが中心となっている。Fixed Incomeなので、売却益ねらいで購入する層は少ない。満期保有目的であれば、企業会計上時価評価される償却原価での評価が認められることの影響も考えられる。ただし、損益調整のための益出し（又は損切り)、利回りアップやALMの観点からの入れ替え売買は行われている。

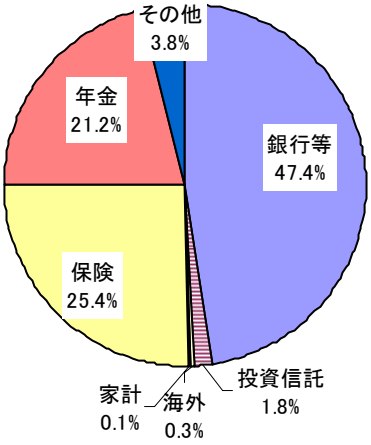
ファンドマネージャーに対する評価等についても、利益をあげた場合の評価は株式等ほど高くなく、損失を出した時の評価が厳しいため、バイ・アンド・ホールドで手堅く運用する方法を選択しがちであるとの指摘もある。

したがって、社債の流通市場での売買は、インデックス対比の超過パフォーマンスを狙う年金のアクティブ運用が中心となる。しかし、インデックスとしてはＮＯＭＵＲＡ－ＢＰＩ総合等、国債等も含めた総合指数が用いられることが多く、社債の投資はおのずと制限される。運用方針で格付け等による投資対象の制限も設けている。例えば米国ではハイ・イールド債のインデックスなどが開発・活用されている。わが国も多様なインデックスの開発・活用、運用方針の見直しなどにより多様なポートフォリオを組めるようにすることが望まれる。

わが国では社債の半分近くを銀行が保有しているが、銀行は時価評価される債券よりも時価評価されない貸付を好む傾向があり、また、特に地域金融機関においてクレジット分析に長けた人材を運用ではなく融資部門に集中していることも、社債投資が増えない要因として指摘されている。個人投資家の投資スタンスもバイ・アンド・ホールドが中心である。

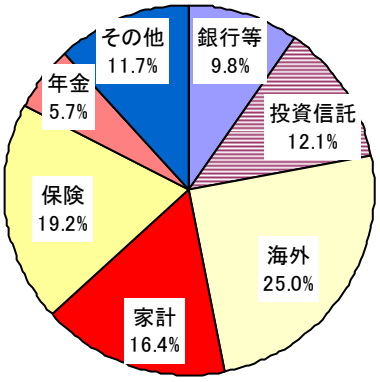
わが国では投資信託も、社債にはあまり投資していない。その理由として、エンロン破綻により大手運用会社のMMFが元本割れを起こし運用ルールが厳格化されるに伴い、社債の組み入れ余地が縮小したこと、社債市場の流動性が乏しく解約等に対応できないこと、アクティブ運用をする際のベンチマークとなるＮＯＭＵＲＡ－ＢＰＩ総合に占める社債の比率は10%程度に過ぎないこと、ヘッジツールが欠如していることなどを挙げる意見がある。

日本



（注）2008年9月末
（出所）日銀「資金循環勘定」より大和総研作成

米国（外債を含む）



（注）2008年9月末
（出所）FRB "Flow of Funds Account"より大和総研作成

４．私募債・ハイイールド債

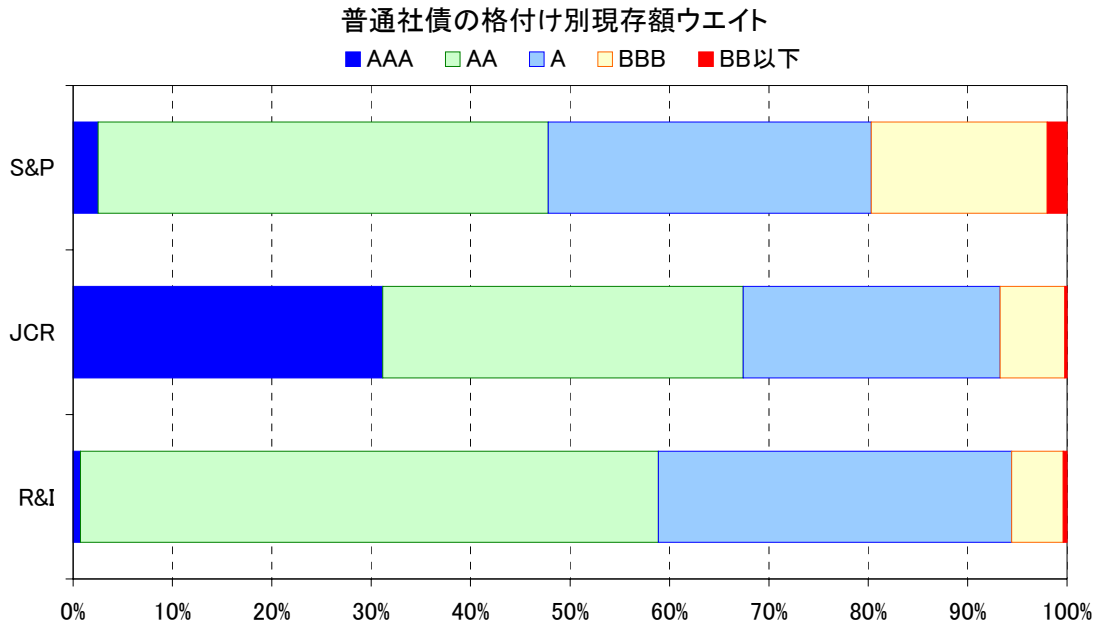
４．１　私募債

わが国では、私募債は銀行保証付のものが多く、引受先も銀行が中心であり、しかも償還期限まで持ちきることが多く、銀行融資の代わりと位置づけられている。発行企業側は、借入れと異なり、償還期限まで元本の返済は不要で、長期安定的な資金を調達できること、財務の健全性がアピールできること、将来の公募債発行の予行演習となることなどのメリットがある。一方、銀行側のメリットとしても、貸付と異なり譲渡の手続きが容易であること、発行事務手数料や各種手数料を取ることで、収益計上が前倒しできることなどが挙げられる。なお、私募債を証券会社が引き受けていない理由として、私募債が融資の代用的な側面が強く、引き受けるだけの与信管理のノウハウが証券会社に無いという点を挙げる指摘もある。

米国では、1990 年 4 月から導入したルール 144A が私募債の発展に寄与した。これは、適格機関投資家向けに私募証券を販売する場合は、1933 年証券法の登録を免除するというものである。米国では同制度用の売買システムとして、ＮＡＳＤＡＱ（現ＮＡＳＤＡＱ　ＯＭＸにＰＯＲＴＡＬという電子ボードと自動売買執行システムで構成された電子売買システムが導入された。その後、流動性向上のため 2007 年に完全電子化がはかられ、ウェブベースの新システムに移行している。適格機関投資家向けの私募は、わが国でも導入されているが、そのための売買システムは導入されていない。わが国では 2009 年 6 月から東証とロンドン証券取引所が合弁で運営するプロ向け新市場ＴＯＫＹＯ　ＡＩＭがスタートした。同市場では現在のところ、システム負担が過大ということで、債券の取引は予定していないが、社債市場育成のためにも、今後の検討が望まれるところである。

４．２　ハイイールド債

わが国では、投資非適格のハイイールド債はほとんど発行されていない。



（注）2009年1月末現在
（出所）アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

これに対して、米国ではハイイールド債への投資が活発に行なわれている。1977 年にリーマンブラザーズの 3 件の引受けが端緒となってハイイールド債の投資が開始した。同年、マイケル・ミルケンというハイイールド債（当時はジャンクボンドといった）専門の債券ディーラーを擁するドレクセル社が、ハイイールド債の新規発行業務を積極的に手がけ始めた。80 年代企業の本格的リストラやＬＢＯの増加を背景に、ハイイールド債は急増していった。

その後、89 年にミルケンがインサイダー取引規制違反で起訴され、90 年ドレクセル社が倒産した後、一時的に縮小した。しかし、92 年ごろには大手証券会社の積極的引受けを背景に、回復に向かった。

発行者にとっては、銀行からの借入よりも制約が弱いこと、証券会社にとっては、高い引受け手数料、委託者からプレッシャーを受ける機関投資家にとっては、高い利回りが魅力であった。さらに、企業再生投資（ディストレス）市場の発達がハイイールド債市場の成長に寄与した。

米国でディストレス市場が発達した背景には、1978 年連邦倒産法の第 11 章（いわゆるチャプターイレブン）の存在があるが、わが国の民事再生法や改正会社更生法は、同法にかなり類似している。今後の課題として、情報開示と裁判所の手続きの緩和を求める意見もある。

欧州では、第一フェーズとして 1997 年始めにハイイールド債が登場した。Geberit の Doughty Hanson（プライベート・エクイティ企業）によるＬＢＯがきっかけとなり、その後、類似のディ

ールが継続した。1999 年始め以後は第二フェーズに入り、テレコミュニケーション会社及び競合会社の社債発行が同市場の成長を後押しした。しかしその後、格下げ、デフォルトが続出したため市場は縮小した。その後の第三フェーズでは、米国の市場モデルに追随し、より質の高い発行者、より投資家にとって好ましい負債構造が選好されるようになった。機関投資家が投資する資産の種類も広がった。社債保有者は、発行者が一定の手元流動性を維持することや投資非適格債券が会社の資本構成内でより高いトランシェ等を達成することを要求するようになった。発行者を補完する仕組みも一般的になった。また、メザニン債やローンをプールしたＣＤＯなどが増加した。ファンドのハイイールド債への投資も活発化した。

５．ＣＤＳの清算機関設立と規制の動向

５．１　ＣＤＳの概要と市場規模

５．１．１　ＣＤＳとは

CDS とは、クレジット･デフォルト･スワップの略で、信用リスクを対象とするデリバティブの代表的商品である。

具体例で説明すると次のようになる。まず、ある企業（「プロテクションの買い手」）が社債を保有しており、その信用リスクをヘッジしたいと考えているとする。そこで、その社債の発行企業が破綻するなどした場合に、その補償を受ける契約を結ぶ。これが典型的な CDS であり、CDS は信用保険に類似している。

CDS においては、プロテクションの買い手はプロテクションの売り手に定期的にプレミアムを支払い、社債の発行体が破綻するなど、「クレジットイベント」と呼ばれる事象が発生した場合に、プロテクションの売り手に社債を引き渡す代わりに、その額面金額の支払いを受ける（現物決済型の場合）。ただ、CDS においては、社債などの保有の有無を問わないため、社債などを保有しておらず、信用リスクを負っていない者でも CDS を行うことが可能である。

今の事例では、クレジットイベント発生時に社債を引き渡すという現物決済型を説明したが、その社債の評価価格を決定し、それと額面金額の差額の支払いを受けるという差金決済型もある。差金決済型の一つであるオークション方式決済が、2009 年 4 月 8 日から ISDA（国際スワップ・デリバティブズ協会）の定義集に組み込まれ、業界標準になっている。

５．１．２　ＣＤＳ市場の拡大

CDS の利用目的には、大きく分けて保有債券等の信用リスクのヘッジする目的とトレーディング目的の二つがある。もともとは、CDS は社債保有者などの信用リスクヘッジのために生まれたが、その後 CDS の流通市場が生まれ、市場で価格が決定されるようになったため、トレーディング目的で CDS を取引する市場参加者が急増し、トレーディング目的の CDS の取引額が急拡大した。2007 年 12 月には、CDS は想定元本額で 57 兆ドルと、世界全体の GDP にも匹敵

する額にまで拡大していた。

ただ、CDS はその想定元本額では、リスクの大きさを測ることはできないことには注意が必要である。むしろ、CDS では、クレジットイベントが発生した際に、CDS の取引相手方が契約どおり取引しなかった場合に被る損失の方が重要である。このような損失が生じるリスク（カウンターパーティー・リスク）は取引の再構築コスト（正の公正価値）で図られる。従って、CDS の想定元本額よりも時価評価額の方がリスク量をより適切に表している。

しかも、統計上の想定元本額は重複してカウントされている。例えば、同一の参照組織の CDS について、売りと買いの両方のポジションをとっている場合などは、ネットの想定元本額はゼロだが、グロスでは売りと買いの両方の取引が残存して想定元本額として計上されるので、想定元本額が過大に計上される。

５．２　ＣＤＳの集中清算機関設立の動き

５．２．１　2008 年金融危機と集中清算機関設立の提言

2008 年 9 月のリーマン･ブラザーズの破綻により、リーマン･ブラザーズを参照組織とするCDSについてクレジット･イベントが発生し、プロテクションの売り手は社債の額面の 90%あまりを支払う義務が生じた。それがプロテクションの売り手の破綻を招き、連鎖破綻を惹き起こすのではないかと考えられた[13]。結果的にこのようなことにはならなかったが、同時期に破綻の危機に瀕したAIGが政府･FRBから救済措置を受けたのは、AIGが巨額のプロテクションの売り手であるということが背景にあるのではないかといわれている[14]。

こういった事態を受けて、金融安定化フォーラム（現金融安定理事会）が 2008 年 10 月に CDS の集中清算機関を設立することを提言した。

この集中清算機関は、次のような仕組みである。多くの CDS は相対取引で行われているため、プロテクションの売り手が破綻した場合、買い手は支払いを受けられない可能性がある。即ち、カウンターパーティー･リスクが生じる。トレーディング目的の場合など、買い手もプロテクションを売却している場合、このカウンターパーティー･リスクによって連鎖破綻の恐れがある。

そこで、買い手と売り手との間に集中清算機関を介在させることで、売り手の破綻の影響が直接買い手に及ばないようにしようというのが、集中清算機関の仕組みである。

５．２．２　集中清算機関設立の動き

この集中清算機関の設立については、4 つの取引所と 1 つの専業清算機関の計 5 グループが名乗りを上げており、そのうち 3 グループはすでに業務を開始している（なお、日本では東京証券取引所と東京金融取引所が CDS 集中清算業務を行うことを検討している）。

---

[13] FT.com “Banks prepare for CDS pay-outs”, October 7,2008

[14] Time “Why the Government Wouldn’t Let AIG Fail”, September 16,2008

５．２．３　集中清算機関の課題と限界

集中清算機関には課題と限界があると考えられる。

まず、課題としては、いかに多くの取引を取り込むことができるかという問題がある。集中清算機関はすでに相対で行われている取引を取り込むことになるため、既存の CDS 市場参加者がどれくらい参加するかが重要である。

もう一つの課題は、リスク管理である。これは、集中清算機関を設立しても、買い手が負担していたカウンターパーティー・リスクが消滅するわけではなく、集中清算機関が肩代わりしているだけなので、集中清算機関自体が破綻しないようにしなければならないためである。そのためには、参加者はきちんとリスク管理を行っている者に限定し、清算参加者から証拠金を徴収する必要がある。ある参加者がデフォルトした場合は、この証拠金でカバーをする。即ち、デフォルトした参加者に係る損失を、残りの参加者全員でカバーするわけである。

つぎに集中清算機関の限界だが、まず、標準化されていない CDS は清算対象とするのは困難という問題がある。現状では、集中清算機関の清算対象となるのは、少なくとも当初はインデックス CDS に限定されている。一部のグループは将来的に単体の銘柄であるシングルネーム CDS にも拡張する意向を示している。しかし、それ以外の ABS や CDO を参照組織とする CDS やストラクチャード CDS は個別性が強く、清算対象とするのは困難だと思われる。

また、それ以外にも、集中清算機関への参加を強制できない、証拠金が高ければ集中清算機関への参加がためらわれるという問題もある。

５．２．４　複数の集中清算機関が設立されることのメリット・デメリット

５.２.２で見たように、複数の集中清算機関が設立されている。複数の集中清算機関が設立されることには、集中清算機関の間で競争が行われ、最適なものが選択されるというメリットや、CDS のリスクが複数の集中清算機関に分散されるといったメリットがある。

一方、複数の清算機関が設立されると、多方向ネッティングの対象となる取引が減少するというデメリットがある。例えば、同一参照組織について三者間で CDS 取引が行われており、ネッティングを行えば決済金額は 0 円という事例では、3 つの CDS 全てがひとつの清算機関の清算対象とされていればネッティングを行った結果、決済金額を 0 円にすることができる。しかし、3 つの CDS が全て別々の清算機関の清算対象とされていれば、清算機関がネッティングを行うことはできない。このように複数の清算機関が設立されると、単一の集中清算機関に取引が集中しないため、多方向ネッティングの対象となる取引が減少してしまう。

また、複数の集中清算機関に参加する参加者は、それぞれに担保を提供しなければならない。さらに、それぞれの集中清算機関の監督機関が異なるため、集中清算機関が策定する基準について一貫性が得られるか懸念されるという問題もある[15]。

---

[15] 米国では、FRB（連邦準備制度理事会）、SEC（米国証券取引委員会）、CFTC（米国商品先物取引委員会）が集中清算機関に一貫した基準を適用するため、2008 年 11 月にMOU（覚書）を締結した。しかし、それぞれは異なる使命やアプローチ方法をとっているため、一貫性が保証され

５．３　ＣＤＳ自体の規制の動き

５．３．１　ＣＤＳに対する現行法規制（米国）

以上、集中清算機関の設立について説明したが、これとは別に、CDS 自体を規制しようという動きがある。

米国では、CDS は基本的にほとんど規制されていないといってよい。これは、2000 年に定められた商品先物現代化法によって、プロの間の店頭 CDS は、詐欺防止条項･インサイダー取引規制を除いて規制がなされないこととされたことによる。よって、CDS 業者に対する資本規制や当局への報告義務などは課されていない。

５．３．２　ＣＤＳ規制の動き

５．３．２．１　ＩＯＳＣＯの提言

2009 年 5 月 5 日、証券監督者国際機構（以下、IOSCO）の専門委員会は「非規制金融市場・商品―市中協議報告書」（以下、IOSCO 報告書）を公表した。

IOSCO 報告書は、CDS 市場の問題点として、カウンターパーティー･リスクとオペレーショナル･リスクの存在､透明性の欠如の 3 点を指摘した上で､具体的には主に以下の提言を行った。

①標準化された CDS を清算するために､集中清算機関を設立するために十分な規制構造を提供する。これには、以下のことを確保するための規制を含む。
(a)集中清算機関の破綻のリスクを最小化するための適切な資金源とリスク管理業務
(b)集中清算機関が、市場と規制当局に伝達される取引･市場情報を提供すること
(c)規制当局との協力
②集中清算機関による清算を容易にするため､金融機関と市場参加者に CDS 契約を標準化する作業を促す。

５．３．２．２　米国議会

IOSCO 報告書の公表以前に、2008 年の金融危機が発生してから、以下の 4 つの法案が CDS 規制のために提出されている。

①「デリバティブ取引保全法案」（2008 年 11 月 20 日提出）
②「金融規制改革法案」（2008 年 11 月 18 日提出）
③「デリバティブ市場改革法案」（2008 年 10 月 7 日提出）
④「デリバティブ市場透明性･説明責任法案」（2009 年 2 月 11 日提出）

②の「金融規制改革法案」は、CDS について報告･記録義務を課し、取引当事者に、全ての CDS について、連邦政府当局が認可した清算機関で清算を行うことを義務付けるものである。

るとは限らないという指摘もある。

この法案は、修正されて本稿執筆時現在（2009 年 6 月 25 日。以下同じ）、継続審議中である。

④の「デリバティブ市場透明性･説明責任法案」は、プロテクションの買い手が参照組織のエクスポージャーを保有していない限り CDS を禁止し、全ての店頭デリバティブ取引について、当局の規制下の清算機関で清算することを義務付けるものである。この法案は、下院農業委員会で承認され、本稿執筆時現在、継続審議中である。

５．３．３　米国財務省の金融規制改革報告書

2009 年 6 月 17 日、米国財務省は「金融規制改革　新たな基盤：金融監督･規制の再構築」という報告書を公表した（以下、財務省報告書）。その内容は、2008 年の金融危機で明らかになった問題点を踏まえて､金融システムへの信頼回復の観点から米国の金融監督･規制を再構築するための方向性を包括的に示したものである｡その中で CDS を含む全ての店頭デリバティブの包括的な規制の創設についても触れ、以下の政策目的を目指す包括的な規制を課すべきと指摘した。

①店頭デリバティブ市場の取引がシステミック･リスクをもたらすことの防止
②店頭デリバティブ市場における効率性と透明性の向上
③相場操縦、詐欺その他の市場濫用行為の防止
④投資能力の高くない者への店頭デリバティブ商品の不適切な販売の防止

①については、標準化された店頭デリバティブの、当局の規制に服する集中清算機関を通じた清算の義務付けと、店頭デリバティブディーラー及び巨額なカウンター・エクスポージャーを保有している企業の保守的な資本規制、事業活動基準策定、報告規制、保守的な証拠金規制といった健全性維持のための強固な監督・規制の導入が提案されている。

②については、標準化された CDS 取引の集中清算機関による清算や特殊な CDS 取引の、当局の規制に服する取引管理機関への報告などにより、CFTC と SEC に全ての店頭デリバティブに対して記録規制･報告規制を課す権限を認めるほか、集中清算機関と取引管理機関に、オープン･ポジションと取引高の合計データの公表､個々の市場参加者の取引とポジションのデータを SEC、CFTC 及びその市場参加者の主要な規制当局に提供することを提言している。

５．３．４　ＣＤＳを規制する手法のメリット・デメリット

2009 年 3 月 5 日に、米国（GAO）が「CDS によって惹き起こされるリスクに対処するための規制当局の監視と最近の改善策」という報告書を公表し、その中で CDS を規制する手法のメリットとデメリットを以下のように指摘している。

まず、集中清算機関での清算を強制するという手法には、５．２．４で述べたようなメリットがあるが､カスタマイズの程度が大きい特殊な CDS は､集中清算機関の清算対象とするのは困難であるという問題がある。

つぎに、取引所での取引を強制するという手法には、価格の透明性を改善し、集中清算機関の活用によるメリットが得られる。一方、流動性の低い CDS は取引所取引に適していない、また、契約を標準化するため CDS のリスク管理機能が制約されるというデメリットがある。

つぎに、裏づけのない CDS、つまり参照組織の債券等を保有していない者が行う CDS を禁止したり、制限したりするという手法には、CDS の取引高の膨張を防ぐというメリットがある。しかし、CDS の流動性が低下する、CDS が禁止されると信用リスクのヘッジ手段が失われるというデメリットがある。

最後に、集中登録機関への報告を強制するという手法には、透明性の向上というメリットがあるがポジションまでが公表されないよう、取引の詳細な報告書は、規制当局者への報告に限定すべきである等の問題点が指摘されている。

５．４　最後に

リーマン･ブラザーズの破綻によって CDS が連鎖破綻を招くのではないかという懸念が生じ、CDS の集中清算機関が設立されることとなった。集中清算機関はインデックス CDS など標準化されている CDS はその対象とすることができるが、カスタマイズされたものには不向きであるという限界がある。また、金融サービスプロバイダーがリスクの相殺しあうポジション同士を一斉に解約するサービスを提供したり、DTCC がデータを公表したりするなど、集中清算機関の設立以外にも改善措置が取られていることには留意が必要であろう。

日本では、東京証券取引所と東京金融取引所が清算機関の設立について検討を行っているが、日本では CDS 市場の参加者数と取引額が欧米に比較して大きくないことから、清算機関の導入は喫緊の課題ではないという指摘もある。日本で集中清算機関を設立するか、あるいは CDS 自体に何らかの具体的な規制を行うかについては、日本における CDS 市場の問題点を具体的に明らかにした上で検討することが重要であろう。

参考文献

European Fixed Income Securities :Frank J.Fabozzi Moorad Choudhry

The Handbook of Fixed Income Securities :Frank J.Fabozzi Steven V.Mann

European Fixed Income Markets Money,Bond,and Interest Rate Derivatives:Jonathan A.Batten Tomas A.Fetherston and Peter G.Szilagyi

現代社債投資研究会　徳島 勝幸（2000）『現代社債投資の実務 第３版』株式会社財経詳報社 340pp.

岡東 務、松尾 順介（2003）『現代社債市場分析～新たなるアプローチ～』シグマベイスキャピタル株式会社 283pp.

藤原 英郎、花川 泰雄（1992）『私募証券市場』株式会社東洋経済新報社 197pp.

島 義夫（2006）『日本のクレジット市場－その誕生，発展と課題－』シグマベイスキャピタル

株式会社 302pp.
胥鵬（2007）『社債市場の育成と発展』財団法人法政大学出版局
大和証券 SMBC 株式会社　金融市場部門（2008）『債権の常識』大和証券 SMBC 株式会社
大久保豊、尾藤剛（2009）『プライムレート革命』社団法人金融財政事情研究会
『図説　アメリカの証券市場　2009 年版』（2009）財団法人日本証券経済研究所
中村聡　他（2008）　『金融商品取引法　資本市場と開示　編』株式会社商事法務
レポ・トレーディング・リサーチ（2001）『最新レポ取引の全て』株式会社日本実業出版社
大澤真（2003）「欧州クレジット市場の活性化とわが国へのインプリケーション」『マーケット・レビュー』2003-J-5　日本銀行金融市場局
大澤真（2003）「企業金融の新潮流―欧州クレジット市場の経験に学ぶー」『日銀クオータリー 2003 年夏季号』日本銀行情報サービス局
大山剛（2002）「今求められるリレーションシップ・バンキングの深化」『考査局ワーキングペーパーシリーズ』2002-J-3　日本銀行考査局
小野有人、西川珠子「米国におけるリレーションシップバンキング」『みずほ総研論集』2004 年Ⅲ号　みずほ総研
リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム（基本的な考え方）　金融庁 2003 年 3 月 28 日
足立正道、大澤真「中堅・中小企業ファイナンス市場の現状と課題」『金融市場局ワーキングペーパーシリーズ』2000-J-10　日本銀行金融市場局
日本ローン債権市場協会（JSLA）　他（2003）「【特集】貸出債権市場活性化の条件」『週刊 金融財政事情』（2003 年 6 月 2 日号）pp. 22-36. 株式会社きんざい
林 洋之 他（2005）「【特集】ローン・セカンダリー市場の創造へ」『週刊 金融財政事情』（2005 年 7 月 11 日号）pp. 12-27. 株式会社きんざい
新見 明久 他（2007）「【特集】与信ポートフォリオ・マネジメント経営の幕開け」『週刊 金融財政事情』（2007 年 6 月 25 日号）pp. 10-28. 株式会社きんざい
鴛海 健起 他（2005）「第Ⅰ特集 急拡大するシンジケートローン市場」『月刊 金融ジャーナル』（2005 年 3 月号）pp. 13-30. 株式会社金融ジャーナル社
村山 昌博 他(2005)「特集 ローン市場」『証券アナリストジャーナル』(2005 年 3 月号)pp. 7-74. 日本証券アナリスト協会
徳島 勝幸（2008）「公社債デフォルトの背景　スルガ、ゼファー、アーバン倒産と社債市市場」『週刊 金融財政事情』（2008 年 11 月 10 日号）pp. 50-54. 株式会社きんざい
松尾順介「マイカル社債のデフォルトと個人向け社債処理の問題点」pp14-25
『日本経済新聞』2003 年 5 月 29 日朝刊「マイカル債 3 割弁済」
『日本経済新聞』2003 年 5 月 29 日朝刊「マイカル債の小口優遇弁済　説明不足を考慮」
『日本経済新聞』2009 年 4 月 17 日朝刊「社債、債務不履行相次ぐ　投資家保護取り組み急務」
松岡 久和 他（2002）「特集 新しい企業金融の取引法的研究」『ジェリスト』 No. 1217（2002

年 2 月 15 日号）pp. 2-60. 株式会社有斐閣
横山史生「米国国債市場『ベスト・プラクティスの策定』」（証研レポート 2007. 6）pp. 45-61. 日本証券経済研究所
横山史生「金融危機下の債券フェイルの多発について」（証研レポート 2009. 2）pp. 35-44. 日本証券経済研究所
中曽 宏（2009）「短期金融市場混乱の教訓　リーマン破綻後の混乱が浮き彫りにしたレポ市場の課題」『週刊 金融財政事情』（2009 年 3 月 9 日号）pp. 30-34. 株式会社きんざい
小立敬「社債市場の透明性をめぐる米国の論議」『資本市場クォータリー』2008Summer pp. 61-78. 野村資本市場研究所
小立敬「債券市場の透明性をめぐる EU の議論」『資本市場クォータリー』2008Autumn pp. 214-230. 野村資本市場研究所
横山史生「EU 債券市場に透明性要件制度化は必要か」（証研レポート 2008. 2）pp. 52-64 日本証券経済研究所
横山史生「EU および英国における債券市場の透明性に関する検討の動向」（証研レポート 2006. 10）pp. 36-53 日本証券経済研究所
横山史生「社債市場の透明性-IOSCO 報告書を中心に-」（証研レポート 2004. 12）pp. 39-53 日本証券経済研究所
Securities Industry and Financial Markets, “eCommerce in the Fixed-Income markets ,”December2006
岩谷賢伸「米国規則 144A 証券市場において相次ぐプラットフォームの開設」『資本市場クォータリー』2007Autumn pp. 191-199.
清水葉子「アメリカの私募市場拡大について」（証研レポート 2008. 4）pp. 40-49 日本証券経済研究所
Commission of the European Communities, “DG Internal Market and Services Working Document”2008
OTC デリバティブのポストトレード処理の整備に関する研究会（2009）「OTC デリバティブのポストトレード処理の整備に関する研究会～最終報告書～」（東京証券取引所グループウェブサイト内）
小川宏幸（2008）「わが国商品先物取引市場の規制と信頼性―欧米における市場監視・監督機構からの示唆（１）：米国商品先物取引委員会（Commodity Futures Trading Commission）」（日本商品先物振興協会ウェブサイト）
片山謙（2009）「欧米の CDS 清算機関設立動向」『月刊資本市場 2009 年 3 月号（No.283）』財団法人資本市場研究会
金融安定化フォーラム（2008）” Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience”（金融安定化フォーラムウェブサイト）
証券決済制度改革推進センター（2008）「CDS クリアリング機関設立に向けた動き～欧米取引

所グループの動向を中心に～」（証券決済制度改革推進センターウェブサイト）
――――（2009）「新規参入が相次ぐ欧州 CDS クリアリング機関～規制当局の姿勢と参加者の反応～」（証券決済制度改革推進センターウェブサイト）
関雄太（2008）「U.S.A. Inside Out」『月刊資本市場 2008 年 9 月号（No.277）』財団法人資本市場研究会
東京金融取引所（2009）「OTC デリバティブ取引のクリアリング制度に係る検討会とりまとめ」（東京金融取引所ウェブサイト）
Dechert on Point “Derivatives Developments: Tackling the $50 Trillion Credit Default Swap Market and Beyond“, December 2008
FOW “The Great CDS Exchange Race”, November,2008
――――“Derivatives exchanges ride to the rescue”, November,2008
――――“CDS trading ready to move to exchange platforms and clearing”, November,2008
――――“Two commissioners protest as CFTC and SEC strike deal on credit default swaps”, December 2008/January 2009
――――“Race for clearing still open as regulators open door to multiple CDS solutions”, December, 2008/January 2009
General Accounting Office “Regulatory Oversight and Recent Initiatives to Address Risk Posed by Credit Default Swaps”, March 5, 2009（GAO ウェブサイト）
IFLR “This is not an emergency”, December/January 2009
IOSCO” Unregulated Financial Markets and Products Consultation Report”, May 5,2009（IOSCO ウェブサイト）
ISDA Japan Credit Derivatives Committee: Research Working Group（2009）「クレジットデリバティブに関する Q&A」（東京金融取引所ウェブサイト）
The President’s Working Group on Financial Markets “Over-the-Counter Derivatives Markets and the Commodity Exchange Act”, November 1999（米国財務省ウェブサイト）
U.S. Treasury Department “Blueprint for a modernized financial regulatory structure” ,March 31,2008（米国財務省ウェブサイト）
U.S. Treasury Department “FINANCIAL REGULATORY REFORM A NEW FOUNDATION: Rebuilding Financial Supervision and Regulation” , June 17,2009（米国財務省ウェブサイト）

金融システムの安定性担保のための
ヘッジファンド規制強化

岩谷　賢伸*

概　　要

グローバル金融危機の勃発後、金融システム安定化のために様々な規制改革案が議論される中で、ヘッジファンド規制強化を巡る論議が再燃した。従来、ヘッジファンドのカウンターパーティーである銀行やプライム・ブローカーの規制・監督を通して間接的にヘッジファンドを規制する方法が主流であったが、その限界が露呈したため、ファンド運用者又はヘッジファンド自体の直接規制を強化する方向で主要国の議論が進んでいる。

過去半年ほどの間に米国財務省、英国金融サービス機構、欧州委員会、証券監督者国際機構など各国・地域の金融規制当局や国際機関・会議等からヘッジファンド規制に関する提言や規制案が発表され、2009 年 4 月の G20 サミットでも主要議題の一つとして取り上げられた。その結果、金融システム上重要なヘッジファンドについては、登録を義務付け、システミック・リスクに関連するレバレッジなどの情報を開示・報告させることが主要国の間の合意事項となった。加えて、特に欧州では、金融システム上重要なヘッジファンドに対し、自己資本規制、流動性規制、リスクマネジメント規制といった健全性に関する規制を強化しようという流れが固まりつつある。

ヘッジファンドの活動はグローバルかつ機動性が高いので、規制もグローバルに協調して行われなければ、所期の目標を達成することは難しい。国際的に一貫性を持った規制のフレームワークの構築と、各国規制当局間の緊密なコミュニケーションと連携が欠かせないだろう。新たに設立された金融安定化理事会も効果的に機能するかどうかが注目される。

キーワード：ヘッジファンド規制、IOSCO、G20 サミット

*　野村資本市場研究所副主任研究員
なお、本稿は、筆者の個人的な見解であり、所属する組織の公式見解ではない。

１．はじめに

サブプライム問題に端を発するグローバル金融危機の勃発後、金融システム安定化のために様々な規制改革案が世界的に議論されている。その中で、ヘッジファンド規制もシステミック・リスクの文脈から主要課題の一つに挙げられている。本稿では、主に 2009 年以降の各国・地域の規制当局や国際機関・会議でのヘッジファンド規制を巡る議論、提案を整理し、わが国におけるヘッジファンド規制の今後を考える上での材料を提供する。

２．ヘッジファンド規制の枠組み

最近のヘッジファンド規制を巡る議論を紹介する前に、ヘッジファンドを規制する目的とその枠組みについて整理する（図表 1）。ヘッジファンドを規制する目的には、大きく「投資家保護」と「金融システムの安定性の担保」の 2 つがある。前者は、一般的に商品の仕組みが複雑で投資リスクの高いヘッジファンドから投資家を守るための規制であり、投資家の投資適格規制、ファンド運用者の詐欺防止規制、投資家への情報開示の充実などが該当する。後者は、システミック・リスクの顕在化を回避するための規制であり、ヘッジファンドのカウンターパーティーである銀行やプライム・ブローカーの規制・監督を通して間接的にヘッジファンドを規制する間接規制と、ファンド運用者又はヘッジファンド自体を直接規制・監督する直接規制の二つの枠組みがある。従来、規制当局のキャパシティや投資家・カウンターパーティーのモラルハザードの問題などから、ヘッジファンドの活動が活発な英米の規制当局は、間接規制に重点を置き、カウンターパーティーの自己資本規制やヘッジファンドに関連するリスクマネジメント（ファンドのデューデリジェンス、モニタリング、担保の設定など）の監督を行ってきた[1]。一方で、免除規定などは各国毎に異なるものの、多くの国々でファンド運用者の登録制など直接規制が導入され、規制当局への報告などが課せられている。ただし、ヘッジファンド自体を

図表 1　ヘッジファンド規制の枠組み

	投資家保護	金融システムの安定性	
		直接規制	間接規制
規制・監督の対象	・運用者 ・ファンド ・販売者 ・投資家	・運用者 ・ファンド	・カウンターパーティー（プライム・ブローカー、銀行）
規制・監督の内容	・投資適格 ・詐欺防止 ・登録制／認可制 ・情報開示 ・ポートフォリオの評価	・登録制／認可制 ・規制当局への報告・情報開示 ・自己資本規制 ・流動性規制 ・リスクマネジメント規制	・自己資本規制 ・リスクマネジメントに関する監督（ファンドのデューデリジェンス、モニタリング、担保の設定、信用枠の設定、情報の取得などに関して）

（出所）野村資本市場研究所作成

[1] IOSCOによれば、約 450 のヘッジファンド運用者が英国を拠点に活動し、欧州のヘッジファンド資産の約 80%を運用している。

直接規制対象とする国は非常に少ない。日米英のヘッジファンド規制の概略は図表 2 の通りであるが、米国では現時点ではファンド運用者の登録が義務付けられていないものの、自主的な投資顧問会社登録が進んでいるという。グローバル金融危機の発生によるシステミック・リスクの高まりから、現在は金融システムの安定性を担保するために国際的にヘッジファンド規制を強化、統合していく方向で議論が進んでおり、特に登録・認可制導入など、ファンドの運用者又はヘッジファンド自体の直接規制の在り方に注目が集まっている。

図表 2　日米英のヘッジファンド規制の概略

- 日本
  - 金融商品取引業者として登録を受ける。事業報告書の提出等を求められたり、金融庁による報告徴収や検査など監督規制の対象となる。
  - 投資運用業者としての規制も課され、投資家に運用報告書を交付しなければならない。

- 米国
  - 現時点では登録制は導入されていないが、SEC の求めにより、登録投資顧問会社への移行が進んでおり、既に運用資産ベースで約 7 割が登録されているという。
  - 2007 年、SEC により、ファンドの運用者による勧誘対象者や投資家に対する詐欺的行為を防止する不正禁止規則が導入された。

- 英国
  - ファンド自身が外国籍でも、運用者が英国で業務を行っている場合、登録義務がある。
  - FSA が約 40 の大規模なヘッジファンドの運用者をモニタリングしており、英国における全運用資産の約半分をカバーしている。
  - ファンドの運用者は自己資本指令（CRD）に服し、最低自己資本を満たさなければならない。
  - プライム・ブローカーのモニタリングに注力している。

（出所）野村資本市場研究所作成

３．ヘッジファンド規制強化の背景

今般のグローバル金融危機を引き起こした主犯はヘッジファンドではなく、ヘッジファンドはカウンターパーティーの破綻やレバレッジの縮小などでむしろ負の影響を蒙ったという見方が世間では主流である。にもかかわらず、ヘッジファンド規制の強化が唱えられている背景は、

第一に、ヘッジファンドが金融危機を促進した可能性があるからである。例えば、投資家からの解約請求が殺到し、流動性不足に陥ったヘッジファンドの急速なポジション清算が市場の価格発見機能に障害をもたらしたと指摘されることがある。第二に、ヘッジファンドはそもそも潜在的にシステミック・リスクを増幅し得る特性を備えているからである。それらの特性とは、①ヘッジファンドの取引が不透明であること、②高いレバレッジを活用する可能性があること、③ファンド運用者と投資家などとの間の利益相反が生じる可能性が高いことなどであり、金融システム安定化のための規制の枠組みを再検討する中で、これらの特性を持つヘッジファンドは規制強化の対象とした方がよいという見解が大勢となった。

４．ヘッジファンド規制を巡る近時の議論と提言

以上を背景に、2009 年に入ってから、各国・地域の金融規制当局や国際機関・会議等からヘッジファンド規制に関する法案や提言が、又、業界団体からは最良行動規範（Best Practice）が相次いで出されており（図表 3）、以下、主要なものについて紹介する。

図表 3　ヘッジファンド規制を巡る近時の動き

年月	発行主体	報告書・最良行動規範・法案等
2008 年 1 月	Hedge Fund Working Group（業界団体）	Hedge Fund Standards: Final Report
2009 年 1 月	米国大統領作業部会	Best Practices for the Hedge Fund Industry
1 月	Group of Thirty（非営利のシンクタンク）	Financial Reform - A Framework for Financial Stability -
1 月	グラスリー及びレビン米上院議員	Hedge Fund Transparency Act
2 月	ハイレベル・グループ（欧州委員会設置）	De Larosiere Report
3 月	Managed Funds Association（業界団体）	Sound Practices for Hedge Fund Managers
3 月	英国金融サービス機構	The Turner Review
3 月	IOSCO	Hedge Funds Oversight (Consultation Report)
3 月	米国財務省	Framework for Regulatory Reform
4 月	G20 ロンドン・サミット	Declaration on Strengthening the Financial System
4 月	欧州委員会	Directive on Alternative Investment Fund Managers
6 月	米国財務省	Financial Regulatory Reform, A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation

6 月	IOSCO	Hedge Funds Oversight (Final Report)

（出所）野村資本市場研究所作成

４．１　G30 報告書

2009 年 1 月 15 日、世界の有識者で構成される非営利のシンクタンクG30（Group of Thirty）は、「金融安定化の枠組みのための金融改革を提言する報告書」（Financial Reform – A Framework for Financial Stability、以下G30 報告書）を公表した[2]。G30 には、理事会議長として、オバマ政権で新設の経済回復諮問委員会（Economic Recovery Advisory Board）の委員長を務めるポール・ボルカー元FRB議長が就任しており、また、メンバーには、財務長官に就任したティモシー・ガイトナー前ニューヨーク連銀総裁、国家経済会議（NEC）委員長に就任したローレンス・サマーズ元財務長官（ハーバード大学教授）などそうそうたる識者が名を連ねていることから、その発言には大きな注目が集まる。今回のG30 報告書は、今後の金融規制改革の議論の行方を占う上での試金石と位置付けられた。

同報告書の提言は多岐に渡っているが、ヘッジファンド規制に関わる部分「私募資本プールの監督（Oversight of Private Pools of Capital）」（図表 4）では、レバレッジを利かせた規模の大きいヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンド（以下、PE ファンド）の運用者の登録制と、ファンド運用者による投資手法や借入額などの規制当局に対する定期的な報告義務を提言した。加えて、金融システムに対する潜在的影響力が大きいと判断されるファンドについては、自己資本、流動性、リスクマネジメントに関する基準を設けることが唱えられた。また、ファンド規制のフレームワークが、国際的に一貫性を持つことが主張された。

図表 4　「私募資本プールの監督」

- **多額の借入を行う私募資本プール運用者は、適切な国の規制当局に登録されるべきである。その際、小規模な運用者や VC は登録を免除されるべきである。**
- **規制当局は同運用者に対して、運用するファンドの規模、投資手法、借入額、パフォーマンスに関する定期的な報告と適切な情報開示を求める権限を持つべきである。**
- **規制当局は、潜在的に金融システムに及ぼす影響が大きいと判断される以上の規模を持ったファンドについては、自己資本、流動性、リスクマネジメントに関する適切な基準を設定する権限を持つべきである。**
- **規制管轄に関しては、ファンドの法的所在地ではなく、運用者の業務上の本拠地を元に決めるべきである。運用者やファンドが活動するグローバルな市場の性質を勘案すると、規制のフレ**

[2] G30 報告書について詳しくは、小立敬「金融システム安定化の枠組みのための金融改革に関するG30 提言」『資本市場クォータリー』2009 年春号参照。

ームワークは国際的に一貫性を持つことが不可欠である。

（出所）G30 報告書より抜粋

４．２　米国財務省による規制フレームワーク

2009 年 3 月 26 日、米国財務省は今後の金融規制改革の第一のフォーカスとして、「システミック・リスクへの対応」に関する規制フレームワーク案を公表した[3]。「システミック・リスクへの対応」は、「消費者・投資家保護」、「規制におけるギャップの解消」、「国際協調」と並ぶ米国が今後取り組む包括的金融改革の 4 本柱の 1 つである。発表されたフレームワークにおいては、システム上重要な金融機関に対する資本・リスクマネジメント基準の高度化、OTCデリバティブ市場に対する監督・保護・開示の包括的フレームワークの構築などと並んで、一定以上の規模の全てのヘッジファンド（PEファンドなどの私募資本プールを含む）に対する登録制の導入が打ち出されている（図表 5）。米国証券取引委員会（SEC）は、以前からヘッジファンドの直接規制の強化に積極的に取り組んできたが、2004 年制定のヘッジファンドの登録制を定めたSEC規則が 2006 年に裁判所で無効判決を下されるなど、対応に苦慮してきた[4]。今回は、従来の投資家保護ではなく、システミック・リスクに関わる問題への対処を主眼に置き、登録制の導入を明確に示したことが注目に値する。それから、提言の 4 つ目に、システミック・リスクの規制・監督機関として位置付けられるシステミック・リスク・レギュレーターが、ファンドからの報告内容をSECと共有することが提言されている[5]。

図表 5　「システミック・リスクへの対応」に関するフレームワーク

＜一定以上の規模の全てのヘッジファンドに登録制導入＞

- 全てのヘッジファンドに登録を求める：預かり資産が一定規模を超えるヘッジファンド（PEファンド、VCファンドなどの私募資本プールを含む）へのアドバイザーはSEC登録を義務付けられるべきである。
- 投資家及びカウンターパーティーへの開示を義務化：SEC登録投資顧問の助言を受けるファンド全てに投資家及びカウンターパーティーへの情報開示を義務付けるべきである。
- 金融安定性への脅威を評価するのに必要な情報の提供：規制上の報告義務を負うファンド又は

[3] 同規制フレームワークについて詳しくは、関雄太「米国財務省が公表した金融規制改革のフレームワーク」『資本市場クォータリー』2009 年春号参照。
[4] 同無効判決について詳しくは、大崎貞和「SECのヘッジファンド規則に対する無効判決」『資本市場クォータリー』2006 年夏号参照。
[5] 2009 年 6 月 17 日に米国財務省が発表した金融制度改革案において、米国連邦準備制度理事会（FRB）にシステミック・リスク・レギュレーターの地位を与える方針が示された。また、同改革案では更なる提言として、SEC登録した投資顧問業者が運用指図する全ての投資ファンドに対して、投資家、債権者、カウンターパーティー、規制当局への情報開示義務を課すことを提唱している。

ファンド・ファミリーは、 コンフィデンシャル・ベースで、その規模・レバレッジが金融安定性に対して一定の脅威を有するかどうか評価するのに必要な情報を提供すべきである。

- **システミック・リスク・レギュレーターとの報告の共有**：SECは、ファンドから受けた報告内容をシステミック・リスク・レギュレーターと共有すべきである。

（出所）米国財務省「システミック・リスクへの対応に関するフレームワーク」のヘッジファンド規制に係わる部分を抜粋。

４．３　英国金融サービス機構によるターナー・レビュー

2009 年 3 月 18 日、英国の金融サービス機構（FSA）は、国際的な銀行監督規制の今後の改革について提言する「ターナー・レビュー」を発表した[6]。ターナー・レビューでは、銀行の自己資本規制、預金保険制度、格付機関などに関する提言と並び、ヘッジファンド規制についても言及している。英国では、既にヘッジファンドやPEファンドの運用者がFSAの監督下にあるため、追加的な規制強化項目として、FSAによる情報収集の権限強化や、銀行に類似し、金融システム上重要なヘッジファンドに対しては、銀行と同様の自己資本規制や流動性規制を課すことが提言されている（図表 6）。

図表 6　「ターナー・レビュー」におけるヘッジファンド規制に関する提言

- 「当局はシステミック・リスクを評価するために、ヘッジファンドのように規制対象ではないが重要性の高い金融機関から情報を収集する権限を持つべきである。当局は、銀行に類似した特徴を持ち、金融システムの安定に脅威を与えるか、もしくはシステム上重要となった機関及びグループに対して、自己資本規制や流動性規制といった健全性に関する規制やその他の規制を拡大して適用する権限を持つべきである。」

（出所）FSA「ターナー・レビュー」より抜粋。

４．４　欧州委員会によるド・ラロジェール・レポート

2009 年 2 月 25 日、バローゾ欧州委員会委員長のもとに 2008 年 10 月に設置されたハイレベル・グループが金融規制改革に関する提言をまとめた[7]。このタスク・フォースは、元フランス中央銀行総裁で欧州復興開発銀行の会長も務めたド・ラロジェール氏が議長を務めたことから「ド・ラロジェール・レポート」と呼ばれる。ターナー・レビューと同様に、同レポートも 4 月のG20 ロンドン・サミットで主要議題となることが予想された金融規制改革問題の議論をリ

[6] ターナー・レビューについて詳しくは、井上武「欧州における金融規制改革の議論」『資本市場クォータリー』2009 年春号参照。
[7] ド・ラロジェール・レポートについて詳しくは、脚注 6 の論文参照。

ードするために発表されたと考えられる。

同レポートの提言内容も多岐に渡っているが、ヘッジファンドに関しては、規制の抜け穴を埋めるということで、ヘッジファンド業務を銀行類似業務の一つと位置づけ、システミック・リスクの高いものについては規制・監督の強化を掲げている（図表 7）。具体的には、金融システム上重要なヘッジファンドについて、登録制と情報開示の強化を課している。また、ヘッジファンドを所有する銀行に対する自己資本規制の強化も提言している。欧州委員会は、これらの提言を踏まえて、ヘッジファンドの規制案をまとめることになった。

図表 7　「ド・ラロジェール・レポート」におけるヘッジファンド規制に関する提言

提言７　銀行類似業務については以下を提言

- **システミック・リスクを持つ業務を行う全ての機関及びエンティティについては、その影響に応じた適切な規制を行う。社会一般向けに業務を行っているかどうかは関係ない。**
- **金融市場の透明性を高める。特に金融システム上重要なヘッジファンドについては、EU 及び国際レベルで、登録と情報開示の制度を導入する。情報開示については、ヘッジファンドの運用者、投資戦略、投資手法、レバレッジ、国際活動に関する情報を集める。**
- **ヘッジファンドを所有もしくは運用する銀行、自己売買業務（ディーリング業務）を相当の規模で行っている機関に対して、適切な自己資本規制を導入し、厳格に監視する。**

（出所）「ド・ラロジェール・レポート」より抜粋。

４．５　IOSCO によるコンサルテーション・レポート

2009 年 3 月 19 日、証券監督者国際機構（IOSCO）は、ヘッジファンドが金融システムにもたらすリスクを軽減するための規制・監督に関して、予備的な結論と提言を含むコンサルテーション・レポートを発表した。同レポートは、金融危機においてヘッジファンドが資本市場にどのようなリスクをもたらしたかを分析し、更に現状のヘッジファンドの規制状況を整理した上で、間接規制の強化や自主的な最良行動規範の実践を引き続き支持しつつも、金融システム上重要かつリスクの高いヘッジファンドの運用者については、リスク・ベースの規制・監督を強化することを提言している。そして、規制当局がファンド運用者又はヘッジファンドに登録・認可制を導入する場合、彼らに提出を求める可能性がある情報例（図表 8）や、ファンド運用者の事業継続の要件例（図表 9）などを提示した。このレポートは、4 月のG20 ロンドン・サミットの参考資料となった[8]。

[8] その後、2009 年 6 月 22 日にIOSCOはヘッジファンドの規制・監督に関するファイナル・レポートを発表した。同レポートでは、ヘッジファンド又はその運用者に加えて、プライム・ブローカーやファンドへの資金供出者へも登録制を課す方針を示している。

図表 8　登録・認可の際、当局が提出を求める可能性がある情報例

①キー・パーソンのバックグラウンド、組織形態、オーナーシップ

②運用資産残高

③事業計画

④提供するサービス

⑤ターゲットとする投資家

⑥フィー体系

⑦投資関連の系列会社

⑧投資戦略

⑨使用するリスク管理ツール又はパラメーター

⑩社外監査法人、サブ・アドバイザー、アドミニストレーターなど主なサービス・プロバイダーの身元

⑪利益相反

（出所）IOSCO のコンサルテーション・レポートより

図表 9　ヘッジファンド運用者の事業継続の要件例

①包括的で独立したリスク管理機能

②強固で独立したコンプライアンス機能

③ファンドのバリュエーションの検証

④顧客のファンド資産の適切な分離と保護

⑤外部監査

⑥適切な財源（自己資本規制）

⑦利益相反の管理と開示

⑧報酬に関する構造と慣行に対するガバナンス

⑨透明性

⑩投資家への情報開示

（出所）IOSCO のコンサルテーション・レポートより

４．６　G20 ロンドン・サミット

2009 年 4 月 2 日、第 2 回G20 サミット（金融・世界経済に関する首脳会合）がロンドンで開催され、前回のワシントン・サミットで策定されたアクションプランをさらに推し進めるもの

として「金融システムの強化に関する宣言」が公表された[9]。会議全体の方向性としては、システム上重要な金融機関及び商品、市場への規制監督の拡大が唱えられた。以前からヘッジファンド規制に積極的な欧州（特にフランス、ドイツ）と大規模なヘッジファンドに限って規制対象としたい米国とでスタンスが分かれていたが、最終的には一定規模以上のファンド運用者又はヘッジファンドに登録制を導入し、システミック・リスクを評価するのに必要なレバレッジ等の適切な情報を、監督・規制機関に対し継続的に開示することで合意した（図表 10）。また、金融安定化フォーラムを引き継いで新設される金融安定化理事会（Financial Stability Board）に対し、ファンドが運用者とは異なる国・地域に所在する場合にも効果的な監督が確保されるよう、2009 年末までに関係当局間の協力と情報共有のためのメカニズムを策定することを要請した。

図表 10　「金融システムの強化に関する宣言」のヘッジファンド規制に関する提言

- ヘッジファンド、又は、そのマネージャーは、登録される。また、それが個別的に又は集合的にもたらすシステミック・リスクを評価するのに必要なレバレッジ等の適切な情報を監督・規制機関に対し継続的に開示することを求められる。適切な場合には、登録に最小規模要件を設けるべきである。
- 適切なリスク管理が行われることを確保するため、これらは監督の対象となる。我々は、金融安定理事会に対し、ファンドがマネージャーとは異なる国・地域に所在する場合にも、効果的な監督が確保されるよう、関係当局間の協力と情報共有のためのメカニズムを策定することを要請する。我々は、金融安定化理事会を通じて協力することにより、2009 年末までに、これらの原則を実施するための方策を策定する。我々は、金融安定化理事会に対し、次回の財務大臣・中央銀行総裁会議に対し報告を行うことを求める。
- 監督当局は、ヘッジファンドをその取引相手方とする機関が、効果的なリスク管理を行うことを求めるべきである。これには、そのファンドのレバレッジを監視し、個別の取引相手に対するエクスポージャーに制限を設定するメカニズムを含むべきである。

（出所）「金融システムの強化に関する宣言」より抜粋

４．７　欧州委員会のヘッジファンド規制強化指令案

2009 年 4 月 29 日、欧州委員会は「オルタナティブ投資ファンド運用者指令（案）」（Directive on Alternative Investment Fund Managers (AIFM)）を発表した。ド・ラロジェール・レポートの提

[9] G20 ロンドン・サミットについて詳しくは、井上武「G20 における金融規制改革の議論」『資本市場クォータリー』2009 年春号参照。

言やG20ロンドン・サミットでの議論を踏まえ、欧州委員会はヘッジファンドを含むオルタナティブ投資ファンド（以下AIF）の現行の各国規制が、国境を越えて活動するAIFの活動を監視するのに不十分であると判断した。そして、新たに出された指令案は、金融システムに重大な影響を及ぼし得るヘッジファンドやPEファンドなどのオルタナティブ投資ファンドの運用者に対する規制について、EU域内の統合的なフレームワークを定めるものである。指令案は、年内に欧州議会で承認されれば2011年に発効となる予定である。指令案の概要は以下の通り。

規制の対象

規制は、EU域内でAIFを運用する全ての運用者が対象で、AIFにはヘッジファンドやPEファンドのみならず、不動産ファンド、商品ファンド、インフラ・ストラクチャー・ファンドなど全ての非UCITSファンド[10]が含まれる。ただし、運用資産額が1億ユーロ未満の小規模な運用者は、金融システムの安定性を脅かす可能性が低いことと、高い規制コストに比して得られるベネフィットが小さいことから、規制の対象外とされた。更に、レバレッジをかけず、投資家の解約を最低5年間認めないAIFの運用者については、運用資産額が5億ユーロ未満であれば規制を免除することとした。この結果、EU域内で活動する約30%のヘッジファンドが規制の対象となり、運用資産総額ベースでは90%がカバーされる。

投資ファンド全体に網をかけるような規制にしたのは、ヘッジファンドなど特定のカテゴリーに絞ると規制の網をかいくぐる業者が現れる恐れがあるからである。一方で、投資ファンドのカテゴリーごとに規制内容を調整することも行っており、不適切な規制強化とならないように一定の配慮がなされている。

認可の取得

規制対象となる全てのAIFMは、事業活動を行うEU加盟国の監督当局より事業の認可（authorization）を得なければならない。認可の取得に当たっては、監督当局に対して、事業計画、運用するファンドの特徴（ファンドの国籍など）、ガバナンス体制、ポートフォリオ資産の評価手続き、当局への情報開示体制などについて説明が求められる。加えて、自己資本規制として最低12.5万ユーロの資本金を、更に、運用資産が2.5億ユーロを超える場合は超過部分の0.02%を積み増して保持しなければならない。

事業継続の要件

AIFMが事業活動を継続するためには、①リスクマネジメント（流動性リスク、オペレーショナル・リスク、カウンターパーティー・リスク）、②利益相反の管理と開示、③ポートフォリオ資産の公正な評価、④顧客預かり資産の管理の安全性などに関して、内部体制が確立されていることを監督当局に示さなければならない。

[10] UCITS（Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities）とは、1つのEU加盟国で認可を受ければ、EU域内市場全域で販売が可能となる投資信託である。

情報開示

指令案には、AIFM の透明性を高めるために、個々のファンドについて年次報告書を作成し、投資家と監督当局が縦覧できるようにすることが定められている。また、投資家に対しては、投資対象資産、レバレッジの活用、解約に関する方針、ポートフォリオ資産の評価、カストディ、アドミニストレーション、リスクマネジメントに関する手続き、フィー体系などを開示しなければならない。一方、監督当局に対しては、主要な取引対象と市場、主なエクスポージャー、パフォーマンス、リスクの集中度、使用するリスクマネジメントのツールなどを定期的に報告しなければならない。

特定のタイプのAIFを運用する業者への規制

特定のタイプの AIF を運用する業者に対しては、追加の規制がかけられる。まず、高いレバレッジをかけたファンドを運用する業者は、投資家に対して活用する可能性のあるレバレッジの最大レベルと実際に活用しているレバレッジの程度などを開示しなければならない。また、監督当局に対しては、レバレッジ活用の程度や大口の借入先の身元を報告しなければならない。そして、AIFM が報告したレバレッジに関する内容は、他の EU 加盟国の監督当局の間で共有される。加えて、指令案は、金融システムの安定性を確保する必要が生じた場合、欧州委員会に、更に緊急時には管轄監督当局にも AIFM が用いるレバレッジに制限を定める権限を付与する。

次に、投資先企業の経営に影響力を保持する[11]タイプのファンドを運用する業者、いわゆるバイアウト・ファンドの運用者は、ファンドの投資家や監督当局に加えて、ファンドの投資先企業やその株主及び従業員の代表者に対しても、投資戦略や目的、利益相反に関するポリシーなどを開示しなければならない。

AIFの勧誘・販売に関する権利

監督当局の認可によって AIFM は、EU 域内のプロの投資家にのみ AIF の勧誘を行うことができる。即ち、個人投資家には勧誘することができない。また、国籍が EU 域外の AIF のプロ投資家に対する勧誘に関しては、経過期間を置いて、指令案の発効から 3 年後に認められるとする。それまでは、各国の現行の規制に服する。

監督当局の協力

規制フレームワークが十全に機能するために、EU 域内の各国監督当局は AIFM のシステミック・リスクに関連する情報を適宜共有する。

[11] 指令案では、議決権の 30%以上の取得が基準となっている。

指令案によるAIFMへの認可制の導入は、G20 ロンドン･サミットなどで国際的な合意が形成されつつあったヘッジファンドの登録制から一歩踏み込んだものである。以前からヘッジファンド規制の強化に積極的な立場を取っていたフランスやドイツの意向がより強く反映されたといえる。例えば、規制の免除基準に関しても、当初欧州委員会で議論されていた案では「運用資産額 2.5 億ユーロ未満」であったが、フランス等の一部加盟国から基準が甘すぎるという批判を受けて最終的に 1 億ユーロ未満になったという[12]。それでも、フランスのラガルド財務相は、指令案の内容はまだ不十分とし、特に、第三国籍のファンドの勧誘を 3 年後から認めることに関して強く反対している[13]。

一方、ヘッジファンドやPEファンドの業界団体は指令案に強く反発している。ヘッジファンドの業界団体であるAIMA（Alternative Investment Management Association）やHFSB（Hedge Fund Standards Board）は、指令案が非常に短期間に業界に対してほとんど諮問もなく決定されたことに関して不快感を示すとともに、政治的な圧力が強く働いていることを指摘している[14]。加えてHFSBは、指令案の内容がド・ラロジェール・レポートにまとめられた専門家の見解やG20で示された提案を無視していると批判している。英国のPEファンドの業界団体BVCA（British Private Equity and Venture Capital Association）は、PEとヘッジファンドという全く異なるアセット・クラスを一つの規制のフレームワークに収めようとするのは合理的でないと批判するとともに、EU地域の 57%のPEファームが集まる英国にとって今回の指令は非常に非生産的だと述べている[15]。また、この意見との関連では、指令が施行されると多くのAIFMがEU域内からより規制の緩い地域に拠点を移し、EUの競争力が削がれるという懸念も表明されている[16]。

５．ヘッジファンド規制の行方

グローバル金融危機を経て、世界のヘッジファンド規制のトレンドは、間接規制中心から間接規制と直接規制の併用へと移った。また、金融システム上重要なヘッジファンドについては、登録を義務付け、システミック・リスクに関連するレバレッジなどの情報を開示・報告させることが主要国の間の合意事項となった。加えて、特に欧州では、金融システム上重要なヘッジファンドに対し、自己資本規制、流動性規制、リスクマネジメント規制といった健全性に関する規制を強化しようという流れが固まりつつある。

だが一方で、これらの規制の考え方をリーズナブルな規則に落とし込み、又、それを執行していくことは容易ではない。例えば、「金融システム上重要なヘッジファンド」と言っても、運用資産額で区切るのが適切か、それが適切だとして妥当な水準はいくらか、又、そもそもヘッジファンドをどのように定義するかなど、クリアにならない問題は多い。過度の規制を敷いて

[12] “EU Plans to Ramp Up Fund Rules”, *Wall Street Journal*, April 30, 2009
[13] “Paris attacks EU plans on hedge funds”, *Financial Times*, April 27, 2009
[14] AIMA及びHFSBプレスリリースより
[15] BVCAプレスリリースより
[16] “EU Poised to Tighten Regulation”, *Wall Street Journal*, April 29, 2009

しまうと、当局の執行能力を超えるような事務作業が生じてしまう恐れがある。また、網羅的な規制とするために、VC などヘッジファンド以外のオルタナティブ投資運用者に対しても規制を強化することが妥当かという問題もある。これらの問題に対して現時点では明確な答えは出ておらず、規制当局側は今後数年間試行錯誤していくことになるだろう。

それから、前章で紹介した提言等にも度々出てきているが、ヘッジファンドの活動はグローバルかつ機動性が高いので、規制もグローバルに協調して行われなければ、所期の目標を達成することは難しい。国際的に一貫性を持った規制のフレームワークの構築と、各国規制当局間の緊密なコミュニケーションと連携が欠かせないだろう。新たに設立された金融安定化理事会も効果的に機能するかどうかが注目される。

参考文献

神作裕之（責任編集）、財団法人資本市場研究会（編）（2008）『ファンド法制』財経詳報社

エクイティ・デリバティブを用いた「隠れた持分」の問題

～欧州における動向を中心として～

渡　辺　宏　之[1]

概　　要

金融イノベーションの進展により、議決権と経済的権益を分離させる、エクイティ・デリバティブの利用による「隠れた持分」ともいえる問題は、上場会社法制に対する重大な挑戦の意味を有する。

エクイティ・デリバティブは種々の有用な可能性を有するが、同時に、大量保有報告制度や公開買付規制をはじめとした現行の金融商品取引法および会社法の趣旨の潜脱にも用いられ得るものであるから、英国やスイス・フランスにおける対応も参考としつつ、我が国における対応を検討することが望ましい。

その際、「ルール改正と潜脱のいたちごっこ」にならないためにも、それらの諸国における、エクイティ・デリバティブを用いた「隠れた持分の取得」について詳細な定義規定を置く代わりに包括的に規制対象とする規定を設けようとしたことは非常に示唆的である。また、欧州諸国のように、規制手法としての「議決権の停止」も有効な手段と考えられる。

キーワード　エクイティ・デリバティブ　大量保有報告規制　公開買付規制

---

1 早稲田大学法学学術院教授。本稿の作成にあたっては、金融庁金融研究研修センター「今後の証券市場の在り方に関する研究会」第４回(2009 年 5 月 12 日)の筆者の報告時に、参加者の方々より有益なご教示を頂いた。また、UK Panel on Takeovers and Mergers、Swiss Takeover Board、Gleiss Lutz 法律事務所(Stuttgart)、Herbert Smith 法律事務所(Paris)からそれぞれ、訪問時に有益な情報を提供頂いたことに感謝申し上げる。なお、本稿の内容は筆者自身の理解および見解に基づくものであり、ありうべき誤りは筆者のみに帰する。

１．アメリカ・ドイツにおけるエクイティ・デリバティブを用いた大量保有報告・強制公開買付規制回避のケースと、規制当局の見解

2008 年 6 月、英国の投資ファンドThe Children's　Investment Master Fund(TCI)[2]が、アメリカの鉄道会社であるCSX Corporationによって訴えられた。TCIはCSX株式を買い進めており、CSX社に対し自社株購入などの提案。TCIはCSX株式に関して、投資銀行とトータル・リターン・スワップ（TRS)契約を締結した。委任状争奪戦の過程で、CSXが、TCI（および 3G)に 1934 年証券取引所法に基づく大量保有報告規制違反等があったことを理由にTCIによる定時株主総会での議決権行使禁止を求めて提訴した。

アメリカNY南部地区連邦地裁所[3]は、TRSのロングポジションの保有者にすぎないファンドであっても、1934 年証券取引所法 13 条(d)項の下における大量保有報告規制の潜脱防止規定SEC13-3(b)の下で、「状況証拠の積み上げ」的な認定により、CSX社の実質株主(beneficial owner)とみなされると判示した[4]。

これに対し、SECが提出した鑑定意見は、「単に経済的利益だけを得て、株式を保有することがないデリバティブポジションの保有者を実質株主とはみなさない」というものであった。SECのこの見解は上記判決後も変更されていないようである[5]。

同様にドイツでも最近、公開買付の局面で、買付者によるエクイティ・デリバティブ(cash settled share option)を用いた「隠れた持分」の存在が大きな問題となった。

2008 年 7 月、非公開会社である自動車産業の会社である Schaeffler は、世界最大のタイヤメーカーである Continental に公開買付を行った。Schaeffler は約 3%の議決権保有時点で voluntary offer(任意的公開買付け)を行ったが、実はその他にも先物で約 5%、cash settled share option で約 30%保有していた。

対象会社であるContinental 社は、買付者Schaefflerによる本件cash settled share option契約は、大量保有報告規制および強制的公開買付(mandatory offer)規制を潜脱する

---

2 同ファンドは、英国に本拠を置く代表的なアクティビスト系ヘッジファンドのひとつであり、わが国でも、Jパワー(旧電源開発)の株主総会で、経営陣との間で展開された委任状闘争が注目された。その際にも、トータル・リターン・スワップを用いた「隠れた持分」の存在が問題になったことが報道されている。

3 CSX Corp. v. The Children's Inv. Fund Mgmt (UK) LLP. Case No.1：08-CV-02764-LAK (S.D.N.Y. filed June 11.2008). 現在、第二巡回区連邦控訴裁判所に係属中。

4 ただし、34 年法上のbeneficial ownerに該当するかについては明言しなかった。そして、「回復し難い損害」が生じることが立証されなかったとして、ファンド側保有株式の議決権行使禁止は結論として認めなかった。太田洋「ヘッジファンド・アクティビズムの新潮流〔下〕　－英米における対応とわが国上場企業法制への示唆－」商事法務 1842 号 24 頁(2008 年)

5 SECへの訴えは通常ワシントン地区の裁判所によるため、上記判決の、SECの規制活動に対する影響は大きくないと考えられている。

ものと主張したため、Bafin(連邦金融監督庁)は以下の法令違反の有無について確認した[6]。①「投資銀行メリルリンチもしくは他の第三者がコンチネンタルの株式を Schaeffler の代理で保有していたか」(section 30(1) sentence 1 no.2 WpÜG[7], section 22(1) sentence 1 no.2 WpHG[8])、②「Schaeffler は、コンチネンタルの株式の現物を取得したいと意思表明すればコンチネンタルの株式を取得できることになっていたか」(section 30(1) sentence 1 no.5 WpÜG, section 22(1) sentence 1 no.5 WpHG)、③「議決権が共同行使されることになっていたか」(section 30(2) WpÜG, section 22(2) WpHG)

結局、Bafin は、以上の契約・合意が存在したという「証拠」がないとして、買付者 Schaeffler およびそのアドバイザー等の法令違反を認めなかったが、エクイティ・デリバティブを用いた同様のスキームは、ドイツにおける他の公開買付案件等でも使用されているといわれており、M&A 関係者の間では大きな議論を呼んでいる。

２．エクイティ・デリバティブとその開示に関する問題点

エクイティ・デリバティブは以下のような仕組みに基づいている。

ロングポジションの保有者(ヘッジファンド等)は、株式を購入する資産を拠出せずに、合意された想定元本について一定割合による利子を支払い、配当および契約終了時の値上がり益を取得する。一方、ショートポジションの保有者(金融機関等)は、特定された原資産のパフォーマンスを基礎としたキャッシュフローを支払い、例えば、変動金利および株式の値下がり分をロングポジションの保有者から受け取る。

ロングポジションの保有者は、エクイティ・デリバティブを活用することにより、直接株式を購入することなく、間接的に株式投資のエクスポージャーを増やしたり減らしたりして、ポートフォリオのリスク分散を図ることができ、大量取得を公にしないことによって、マーケットインパクトを抑えることもできる。ショートポジションの保有者は、証券の信用リスクと市場リスクをロングポジションの保有者に転嫁することができる。また、会社の経営者等の内部者が、自社株持分のリスクをヘッジするためにエクイティ・デリバティブを用いることも可能である[9]。

上記のアメリカおよびドイツでのケースで用いられたTotal Return Swap(TRS) やCash Settled Equity Swapも、エクイティ・デリバティブの一種である。Cash Settledは現金による決済を意味する。また、英国内でのエクイティ取引の約三分の一を占めるといわれて

---

[6] Bafin, Presse, Verletzung Meldepflichten bei :Übernahmeverfahren Continental AG festgestellt〔Bafin, Press, No breach of reporting requirements identified in Continental AG takeover procedure〕(2008.08.21).

[7] Wertpapiererwerbs-und Übernahmegesetz (有価証券取得及び買収法〔企業買収法〕)。

[8] Wertpapierhandelsgesetz (証券取引法)。

[9] 岩谷賢伸「エクイティ・スワップ、貸株取引を用いた議決権の取得と持分の隠蔽」資本市場クォータリー2007年夏号190頁、等参照。

いるContract for Differences (CfD)[10]も、代表的なエクイティ・デリバティブの一種である。これらのエクイティ・デリバティブは、名称は様々であるが、基本構造は似通っている。

テキサス大学のHenry Hu教授とBernard Black教授は、論文"The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership"**および** "Equity and Debt Decoupling and Empty Voting"の中で、hidden ownership(隠れた持分)の問題を取り上げて詳細に検討した[11]。

開示を伴わずにエクィティ・デリバティブを利用する場合には、ファンド等のロング・ポジションの保有者は、エクイティ・デリバティブのポジションを契約に従い任意に実現することなどで、タイミングを選んで固定価格で突如として大量に取得して開示することも可能であり、開示を行った場合に生じたであろう対象株式の株価上昇が生じず、コントロール・プレミアムを支払わないで株式を大量に取得することもできる。加えて、ファンド間等の水面下での共同行為(acting in concert)を容易にしている[12]。

ショートポジションの保有者(投資銀行等)は、 取引のリスクをヘッジするため、株式を購入するのが通常であるが、取引終了時に、ロングポジションの保有者(ヘッジファンド等)からの要請に応じ、「現物決済の規定やオプションが契約にない場合でも」株式現物の交付を行うことが一般的であるため、エクイティ・デリバティブの契約内容と、取引の実質的な最終形態とのギャップが生じている。それゆえ、株式の現物交付が行われた場合、ヘッジファンド等が「突然に」大量保有者として出現することになる。

ただし、ショートポジションを保有する銀行等が、常に株式現物等の交付に応じるとは限らないことが問題を複雑にしている。最近のカナダにおけるケースでは、あるヘッジファンドはScotiabankをカウンターパーティーとしてSears Canada株式のエクイティ・スワップ取引をしていた。Sears Canada社への買収提案に反対するために、ヘッジファンドはScotiabankにスワップの反対売買を行うように要請したが、後にSears Holdingsの買収のディーラーマネージャーとなっていたScotiabankはこれを拒否した[13]。

３．英国における開示規制と CfD(Contract for Differences)

英国では、いわゆる実質株主制度が存在し、株式を通常形態で保有している者だけでな

---

[10] Contract for Differences (CfD)は差金決済契約を意味し、英国ではstamp duty(印紙税)不要のメリットもある。

[11] Henry T.C. Hu and Bernard Black "The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership", Southern California Law Review, Vol. 79 (2006)〔以下、「第一論文として引用」〕; Henry T.C. Hu and Bernard S. Black, Equity and Debt Decoupling and Empty Voting Ⅱ: Importance and Extensions, University of Pennsylvania Law Review, Volume 156, Number （2008）. 〔以下、「第二論文として引用」〕。

[12] そうしたファンド間での水面下での共同行為は「ウルフパック戦術」(Wolf Pack Tactics)と呼ばれており、新種のマーケット・スィープ(market sweep)行為であるともいえる。武井一浩「ヘッジファンド・アクティビズムの新潮流〔上〕 ーウルフパック戦術(群狼戦術)と金融商品取引法ー」商事法務 1840 号 74 頁以下(2008 年)。

[13] Henry T.C. Hu and Bernard S. Black,〔第一論文〕, at 839、福本葵「ヘッジファンドが主役の新たな議決権売買」証券レポート 1651 号 39 頁(2008 年) 47-48 頁。

く、名義株等の「実質株主」を知るために会社は開示を求める権利が会社に与えられている[14]。また、企業買収規制において、買付期間中に対象会社の株式等を 1%以上保有または支配する者は、当該株式等について行った取引を開示しなければならない（Takeover Code,Rule 5.4 等）[15]。また、テイクオーバー・コード(シティ・コード)には、買付時の実質的受益者の開示に関する規定が存在し、買付者が上場会社でない場合は、買付者とその背景に関する情報を、買付文書において開示しなければならず（Takeover Code,Rule24.2)、買付によって取得された証券の譲渡の有無、最終保有者の記載も義務付けられている（Takeover Code ,Rule24.8)。しかしながら、従来はCfDは開示の対象となっていなかったため、以下のような取引が行われて支配権移転の局面で問題となった。

2004年に、アメリカの軍事産業General Dynamicsはイギリスの戦車メーカーであるAlvis社に買収オファーを行っていた。Alvis社の大株主であるBAe Systemsは当初、オファー受諾の有無を明らかにしていなかったが、Trafalgar Asset Managementら複数のヘッジファンドが協働し、CfD取引によって合計でAlvis株式の相当比率を有することを示してBAe Systemsにアプローチしたことで、BAe Systems社が結局Alvisを買収することになり、ヘッジファンド連合は当初General Dynamicsが提示していた価格よりも一割以上高い価格でAlvis株式を売却することができた[16]。英国において、同様のCfD取引は2004年に他にも複数報告されており、その中には、Philip Green氏が英国の高級スーパーマーケットMarks & Spencerへのオファーに際して、ヘッジファンド数社とCfD取引を行なったケースが含まれている[17]。

そうした状況に対し、テイクオーバー・パネル(The Panel on Takeovers and Mergers)は、2005 年 11 月から、買付期間の開示対象となる株式に、当該株式等の保有分にそれを原資産とするCfDその他のデリバティブのロングポジションの保有分を合算するものとした[18]。テイクオーバー・コード(Takeover Code) Section C.のDefinition(定義)では、対象会社証券に関するロングポジションのエクスポージャーについては、それが条件付の権利であってもなくても、当該証券に関する利益(interests in securities)と見なすことにした[19]。なお、同一のカウンターパーティーに対するロングとショートのポジションの相殺は不可であり、双方とも開示する必要がある。現物株とデリバティブの開示を一体化したコンポジット型

---

14 山田尚武「実質株主の開示制度〔上〕〔下〕」商事法務 1797 号(2007 年)32 頁・1800 号(2007 年)44 頁。

15 ただし、一括裁量権を投資家が運用者に与えている場合は、開示の対象となるのは運用者の名前だけであるが、非裁量的な運用者である場合は、出資者も開示する。

16 A Practitioner's Guide to The City Code on Takeovers and Mergers 2008/2009, at 72. Henry T.C. Hu and Bernard S. Black〔第一論文〕at 838.

17 *Ibid*. その他、2004 年の英国では、Polygon によるDFS株式取得、"Songbird" ConsortiumによるCanary Wharf 株式の取得に際して、同様のCfD取引が行われたことが報告されている。

18 The Panel on Takeovers and Mergers, Dealings in Derivatives and Options, Statement by the Code Committee of the Panel following the external consultation processes on control issues in PCP 2005/1 and PCP 2005/3(April 2006).

19 株を貸している場合は"Interests in securities"に含まれる。借りている場合は含まれない。Takeover Code, Section C. Definitions, Notes on Interests in securities, 4. Securities borrowing and lending.

の開示書式もある。

また、FSA(金融サービス機構)もルールを修正し、英国内の上場株式を原資産とするCfDは、株式保有分と合算して3%を超える場合は、基本的に大量保有報告の対象になることにした[20]。新ルールの制定をめぐっては、①何も追加規制を行わない、②開示対象となるCfDを特定する一方で、発行会社に一定の開示要求権限を与える、③CfDを一般的な大量保有報告の対象とする、④議決権との関連にかかわらず、すべてのCfDを開示の対象にする、の大別して四つの考え方が主張されていたが、FSAは③の考え方に即したルールを制定することを決めた[21]。パブリックコメントは2009年1月23日に終了し、2009年9月までに新ルールが施行される予定である。

なお、英国を拠点とするヘッジファンドが自主的に構成した団体であるHedge Fund Working Groupも、こうした開示規制の導入に賛同する意見を2007年に出している[22]。CfDに関しては、テイクオーバー・パネル、FSAによる規制に基本的に賛成している[23]。

４．他の欧州諸国（スイス、フランス、イタリア）の動向とわが国の現状

スイス

スイスでは、現物決済のエクイティ・デリバティブは大量保有報告の対象となっていたが、現金決済のエクイティ・デリバティブは対象外であったため、とくに2005年から2007年にかけて、ヘッジファンドらによる以下のような多くの濫用事例が発生した[24]。

- 2005 年の Victory Industrial による Unaxis 株式取得のケース
- 2007 年の Victory Industrial による Ascom 株式取得のケース
- 2007 年の Victory Industrial-Vekselberg による Sulzer 株式取得のケース
- 2006-2007 年の Laxey Partners とその後の Victory Industrial による Saurer 株式取得のケース
- 2007 年の Laxey Partners による Implenia 株式取得のケース

こうした状況を受け、スイス連邦銀行委員会(Swiss Federal Banking Commission)は2007年7月にルールを改正し、Cash-settled call options等の現金決済型のエクイティ・デリバティブも開示の対象にした。当該金融スキームにより株式現物を取得可能なものは、

---

[20] 空売り等の規制のため、2008年6月から一定割合(0.25%)のショートポジション保有者にも開示義務が課されている。

[21] FSA, Policy Statement, Disclosure of Contracts for Difference (March 2009) Feedback on CP08/17 and final rules. なお、市場への流動性提供目的の仲介者による場合等、若干の適用除外が予定されている。

[22] Hedge Fund Working Group, Hedge Fund Standards : Consultation Paper(October 2007).

[23] ただし、貸株に関しては、当局との対話に応じる姿勢ではあるものの、経済システム的なメリットを強調している。

[24] Henry T.C. Hu and Bernard S. Black〔第二論文〕at 655-658.

広く規制の大量保有報告規制の対象としたことが注目される[25]。

フランス

フランスでは、最近までエクイティ・デリバティブは開示の対象外であったが、AMF(金融市場庁)に設置された「主要株主とその意思表明」に関するワーキンググループ報告書[26]において、2008 年 10 月に、Contracts for difference やequity swapも開示の対象とすること、また最初の開示要件(比率)の引き下げや開示までの期間短縮等が勧告された。

すでにワーキンググループ報告書の提言を反映した新たなordinanceが 2009 年 1 月に制定され、エクイティ・デリバティブは大量保有報告の開示規制の対象となっている[27]。新たな規定は 2009 年 8 月 1 日に施行され、AMFのルール(general règlement)の修正も行われることになっている。

イタリア

イタリアでは、現行ルールの下では、コール・オプションは大量保有報告や公開買付規制の対象となっているものの[28]、エクイティ・デリバティブはそれらの対象となっていない[29]。そのため、2005年のAgnelli一族によるFiatの株式取得のケースにおいて、 マンダトリーオファー(強制公開買付)ルールの適用を回避するためにエクイティ・デリバティブ(エクイティ・スワップ)を用いることが行われた[30]。

2002年にフィアット社が業況悪化によりデット・エクイティ・スワップの形式で債権銀行団から緊急融資を受けた後、フィアットの創業者であるAgnelli一族は、経営権を維持しかつマンダトリーオファー(強制公開買付)ルールの適用を受けないために、デット・エクイティ・スワップと逆取引となるエクイティ・スワップ取引をメリルリンチと締結した。融資金未返済のため2005年に銀行団がデット・エクイティ・スワップを実行してフィアットの26%の議決権を取得した後、Agnelli一族は逆取引のエクイティ・スワップにより、当該フィアット株式を市場価格よりも安く取得したが、イタリアのConsob(国家証券委員会)は、Agnelli一族が行った行為をマンダトリーオファー・ルール違反であるとしなかった。

---

[25] Art. 20 paras 2, 2bis and 5, SESTA。現在は、Stock Exchange Ordinance(Ordinance of the Swiss Financial Market Supervisory Authority on Stock Exchanges and Securities Trading)のArt.15(Financial Instruments)(2)に規定されている。

[26] Groupe de travail preside par Bernard Field, member du College de I'AMF, Rapport sur les declarations de franchissment de seuil participation et les declaretions d'intention (Octobre 2008) 〔Publication of a working group report on major holdings and declarations of intent, Chaired by AMF Board Member Bernard Field〕.

[27] the ordinance n°2009-105 of 30 January 2009.フランスでは、2008 年の経済現代化法(*loi de modernisation de l'économie*)の制定により、政府は、フランスを魅力ある金融センターとするために、必要に応じordinanceを発出することができるようになった。

[28] 2005 年のBanco Populare di LodiによるBanca Antonveneta株式の取得のケースでは、多数の対象会社株式を対象にコール・オプション契約を締結していた買付者に対し、Consobはマンダトリーオファー(強制公開買付)を要求した

[29] ただし、重大な価格感応情報として、エクイティ・デリバティブ取引等に関する情報を開示しなければならない可能性は存在する。

[30] Henry T.C. Hu and Bernard Black〔第一論文〕at 839-840 .

しかしながら現在、イタリアにおいても、Consobはエクイティ・デリバティブ等も開示の対象とするルール改正を検討中である[31]。

日本

わが国の現行法では、株券等の現物の交付を請求できる権利が付与されているスキームであれば、明示的に大量保有報告規制の対象となっている[32]。一方で、本稿で問題にしてきたような、契約によらずに「事実上」現物を引き渡すことができるエクイティ・デリバティブのスキームのロング・ポジションについては、「他人の名義を持って株券等を所有する者」に該当し得るが、大量保有報告者の報告に係る様式や、公開買付の際の保有割合の算定方法について明示的なガイドラインがなく、その実効性やコンプライアンスについては、必ずしも明らかではない。

５．おわりに

金融イノベーションの進展により、議決権と経済的権益を分離させる、エクイティ・デリバティブの利用による「隠れた持分」ともいえる問題は、上場会社法制に対する重大な挑戦の意味を有する。

エクイティ・デリバティブは種々の有用な可能性を有するが、同時に、大量保有報告制度や公開買付規制をはじめとした現行の金融商品取引法および会社法の趣旨の潜脱にも用いられ得るものであるから、英国やスイス・フランスにおける対応も参考としつつ、我が国における対応を検討することが望ましい。

その際、「ルール改正と潜脱のいたちごっこ」にならないためにも、それらの諸国における、エクイティ・デリバティブを用いた「隠れた持分の取得」について詳細な定義規定を置く代わりに包括的に規制対象とする規定を設けようとしたことは非常に示唆的である。また、欧州諸国のように、規制手法としての「議決権の停止」も有効な手段と考えられる。

参考文献

・太田洋「ヘッジファンド・アクティビズムの新潮流〔下〕　－英米における対応とわが国上場企業法制への示唆－」商事法務 1842 号 23 頁以下(2008 年)

・武井一浩「ヘッジファンド・アクティビズムの新潮流〔上〕　－ウルフパック戦術(群狼戦術)と金融商

[31] Consobは、2009 年 5 月に、「隠れた持分(hidden ownership)」の問題に関する研究の第一人者のひとりであるHenry Hu教授を招聘し、検討会を行った。

[32] 金融商品取引法 27 条の 23 第 1 項、27 条の 23 第 3 項、金商法施行令 14 条の 4 の 2 第 1 号、株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令 1 条 1 号。太田・前掲 27 頁。

品取引法ー」商事法務 1840 号 74 頁以下(2008 年)。
・福本葵「ヘッジファンドが主役の新たな議決権売買」証券レポート 1651 号 39 頁(2008 年)。
・岩谷賢伸「エクイティ・スワップ、貸株取引を用いた議決権の取得と持分の隠蔽」資本市場クォータリー2007年夏号188頁。
▪Henry T.C. Hu and Bernard Black "The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership", Southern California Law Review, Vol. 79 (2006).
・Henry T.C. Hu and Bernard S. Black, Equity and Debt Decoupling and Empty Voting Ⅱ : Importance and Extensions, University of Pennsylvania Law Review, Volume 156, Number 3（2008）.
・Bafin, Presse, Verletzung Meldepflichten bei Übernahmeverfahren Continental AG festgestellt(2008.08.21).
・Groupe de travail preside par Bernard Field, member du College de I'AMF, Rapport sur les declarations de franchissment de seuil participation et les declaretions d'intention (Octobre 2008).
・Fredelic Grillier and Hubert Segain, Franchissements de seuils : Reglementation applicable et evolutions souhaitables, Revue Trimestrielle Droit Financier (N° 4-2007) .

実証ファイナンスの視点からみた
投資信託市場を巡る論点整理

岩井　浩一*

概　　要

投資信託、ETF 市場は多様化・複雑化が進展しており、それに伴い、市場参加者間の情報の非対称性が拡大している可能性がある。情報の非対称性が金融機関の利益相反行動を助長し、その結果、投資信託や ETF が潜在的に持つと期待されている便益が最終投資家に享受されていないことが懸念される。具体的には、まず投資信託市場では、販売会社が取り扱いファンドを選定する際に、投資家利益を省みず、自らの利益を優先させている可能性に注視すべきである。また、運用会社の運用スタイルが顕著に変化している可能性も懸念される。他方、ETF 市場では、本邦特有の売買制度等のために、流通市場での価格形成が非効率的になっている可能性がある。非効率的な価格形成は流通市場の投資家にとっても、また、金融市場全体にとっても望ましいものではない。

投資信託市場と ETF 市場におけるこれらの課題に対処するためには、適切な手段によって情報の非対称性を抑制する必要がある。具体的な方策としては、金融機関が投資家に対して負っている法的な義務の明確化、情報開示の促進、取引所売買制度の見直し、金融機関自身による適切な利益相反の管理等が考えられる。また、当局においては、金融市場や金融商品に関する情報に止まらず、投資家行動等に関しても適宜情報を収集・分析し、費用対効果を勘案したうえで適切な政策を実行していくことが望まれる。

キーワード：情報の非対称性、利益相反、投資信託、ETF（上場投資信託）

*　金融庁金融研究研修センター研究官
なお、本稿は、筆者の個人的な見解であり、金融庁及び金融研究研修センターの公式見解ではない。

１．はじめに

金融市場において情報の非対称性や利益相反が果たす役割は重要である[1]。情報の非対称性は金融市場の効率性を阻害する要因となる可能性がある。そして、現実の金融市場では、程度の差こそあれ、情報の非対称性は常に存在している。また情報の非対称性がある世界では、利益相反[2]が生じることもある。とりわけリテール向け商品については、個人投資家が情報劣位にあると考えられるので、情報の非対称性や利益相反は、政策当局にとって重要な関心事となろう。

本稿では、近年、商品性や販売チャネル等の面で多様化・複雑化が進展している投資信託と上場投資信託（以下、ETF）に着目し、①これらの商品に関してどのような情報の非対称性があるのか、②どのような利益相反が発生する余地があるのか、また、③欧米諸国の経験を参考に、どのような対応策が必要であるか、について考察する。

２．投資信託・ETF 市場の動向

投資信託とETF市場のこれまでの動向をごく簡単に振り返ると、1990 年代後半以降の累次の規制緩和等もあり、商品の多様化・複雑化が進展してきたといえる。一部には、諸外国並みの商品の多様化が達成されたとの評価も聞かれる[3]。また、販売チャネルの多様化も進展した。銀行や郵便局を通じた投資信託販売や、ネット系証券を通じた証券投資も普及してきている。このように多様化・複雑化が進展するなかで、金融商品取引法等による投資家保護の法制度整備も同時に進められてきた。

制度整備が進められてきたとはいえ、多様化・複雑化の流れのなかで、投資家と金融機関の間における情報の非対称性が拡大し、その結果、利益相反的な行動が広範化している懸念も拭いきれない。各種のアンケート調査をみると、投資家の金融リタラシーが依然として十分ではないことが確認できる[4]ほか、投資信託等の金融商品に関する苦情件数も増加傾向にある[5]。また、投資信託市場が相応の拡大を示してきたとはいえ、1990 年代後半の金融制度改革時に期待されていたほどの市場拡大には至っていないとも言える[6]。次章以降では、投資信託とETFについて、各市場が本来有すると期待されている機能に立ち戻って、どのような課題があるかを考察していくことにする。

---

[1] 例えば、Mehran and Stulz (2006)を参照。
[2] 本稿では、「情報の非対称性」を「取引当事者の間で情報量に差がある状態」という意味で用いる。「私的情報」と読み替えても差し支えない。また、「利益相反」は「取引の一方が他方を犠牲にすることで利益を得る行為、あるいは、そうした状態」という意味で用いている。利益相反に関する法律上の考え方については、本邦に関しては長谷川（2008）、欧米に関してはThevenoz and Bahar (2007)を参照。
[3] 投資信託懇談会（2008）。
[4] 例えば、金融広報中央委員会が実施している「金融に関する消費者アンケート調査」を参照。
[5] 例えば、投資信託に関して国民生活センターに寄せられた相談件数は 2004 年以降毎年増加している。
[6] 蝋山（1999）が執筆された当時、家計金融資産に占める投資信託の構成比は 2020 年に 20%前後に達すると期待されていたが、2009 年 3 月末時点では 3.3%（日本銀行資金循環統計）に過ぎない。

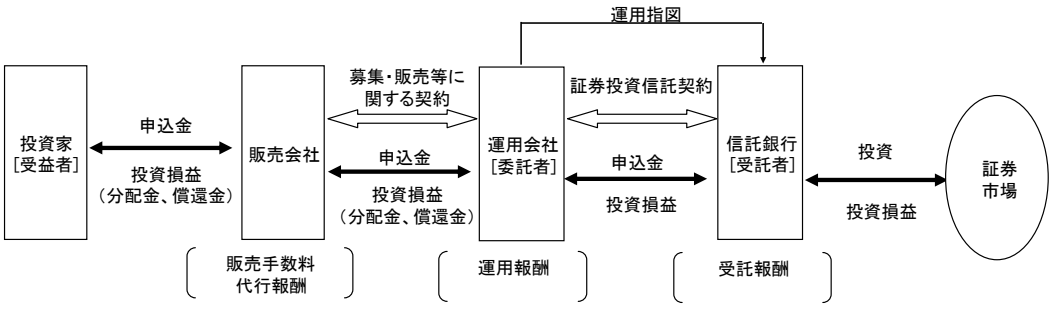
３．投資信託市場を巡る論点

３．１　投資信託市場の仕組みと機能

投資信託には様々な種類や分類がありえる[7]が、投資信託に共通するメリットとして、①少額での分散投資を可能とする、②一個人では投資困難な資産への投資を可能とする、③専門家による運用・リスク管理サービスを享受できる、④資産運用や金融市場等に関する情報を得られる、⑤資産管理に係る取引コストを低減できる、等が指摘されている[8]。世界的な投資信託市場の拡大を踏まえると、投資信託がこれらのメリットを実際に有しており、個人投資家の資産運用・配分や効用を改善してきたと言ってよかろう。本邦でも、時期による変動はあるものの、投資信託は一定の普及を示しており、投資信託という仕組みがもつ便益がある程度は実現していると思われる。

その一方で、欧米各国では、近年改めて投資信託に係る情報の非対称性やそれに伴う利益相反的な行動が問題視されつつある。図表 1 は契約型投資信託の仕組みを示したものだが、主たるプレイヤーである投資家、販売会社、運用会社の間には情報の非対称性が存在する。特に、個人投資家は、販売会社や運用会社に比較すると情報面で劣後する。具体的には、個人投資家はそもそも金融市場に関する知識に劣っていると考えられるほか、運用会社の運用手法や運用実態、また、販売会社の投資アドバイスの質を正しく評価する能力に欠けていると考えられる。

図表１　契約型投資信託（委託者指図型）の概要



情報劣後する個人投資家の存在は、販売会社や運用会社に個人投資家の利益を犠牲にして自らの利益を拡大させようという誘因を与えるおそれがある。販売会社は投資家の属性に適した投資信託を薦めるよりも、販売手数料の高い投資信託を販売するインセンティブを持つ。また、運用会社も、後述する個人投資家の行動バイアス等を利用して、リスク調整後リターンを高めるのではなく、別の方法によって運用手数料の最大化を図るインセンティブを持つ。

[7] 田村（2006）を参照。
[8] 田村（2006）、蝋山（1999）の各章等を参照した。なお、①～③は運用会社を通じて、④は運用会社及び販売会社を通じて、⑤は信託銀行を通じて、それぞれ提供されるサービスと位置づけることができよう。

３．２　欧米投資信託市場を巡る議論と取組み[9]

実際にこの数年、欧米投資信託市場に関して、販売会社や運用会社の利益相反的行為が多数報告されている。まず、販売会社については、次のような利益相反的行為が実証的に確認されている。

- 手数料の高い投資信託を優先的に販売する[10]。
- 自社グループ運用会社の投資信託を優先的に販売する。
- 運用会社が直販する投資信託と系列販社で取り扱っている投資信託の運用リターンを比較すると、後者が手数料控除前でも低い水準となっている。
- ブローカレッジ収入を目当てに、特定の運用会社の投資信託を優先的に販売する[11]。

他方、運用会社についても次のような行為が報告されている。

- 目論見書に記載のベンチマークとは異なるベンチマークを利用して運用している。
- 運用スタイルを自己都合（パフォーマンスが悪化したから、等）で変更する。
- アクティブファンドと名乗って販売し高い運用手数料を課しておきながら、運用実態はパッシブ運用になっている。
- 運用パフォーマンスの良い投資信託へ経営資源（人材、広告費、等）を投入し、パフォーマンスの悪い投資信託の運用や管理に手間をかけない。
- 運用会社が議決権を行使する際に、投資家の利益のためではなく、自社の利益を優先している。
- 投資銀行が自ら主幹事を務めるIPO銘柄のうち、売れ残りリスクのある銘柄（Cold IPO）を系列投資信託に割り当てる[12]。

こうした利益相反的行動が生じる背景の一つとして、個人投資家が情報不足のために合理的な判断が出来ずにいる可能性や、そもそも個人投資家は（十分な情報があったとしても）非合理的な行動をとる傾向があること、等が指摘されている。実際に、個人投資家の投資信託への投資行動に関して、次のような現象が確認されている。

- 過去に高いパフォーマンスとなった投資信託へ資金が流入する（return chasing）。
- 低パフォーマンスとなった投資信託では、パフォーマンスの持続性があるにもかかわらず、投資家は解約をしない（disposition effect）。
- インデックスファンドであっても、手数料を十分に考慮しないで投資する。
- インデックスファンドよりも、個別株式の方がリスクが低いと認識している。

---

[9] 本節で紹介する議論の詳細については、コラナ・セルバエス(2008), Khorana and Servaes (2007), Bergstresser et al (2007), Zhao (2005), Frye(2001), Cremers and Petajisto (2009), Huang et al (2009), Sensoy (2008), Brands et al (2005), Korkeamaki et al (2007), Christoffersen et al (2005), Elton et al (2004), Guercio and Tkac (2001), Benartzi (2001), Jain and Wu (2000)を参照。

[10] この点については米国NASD規則に抵触しているとの指摘も見受けられる（Zhao 2005）。また、Frankel (2007)によれば、他の運用会社の手数料水準よりも顕著に高い手数料を課す運用会社はthe Advisers Actに抵触する可能性があると指摘している。

[11] こうした販売会社と運用会社の関係に対する米国の規制対応の変化についてはFrankel (2007)に詳しい。

[12] こうした行為は、本邦でも、法令上はブックビルディング方式のIPOにおいて発生するおそれがある。

- マーケティング活動を積極化した投資信託は、経費率が上昇しているにもかかわらず、新規資金を獲得できる。

利益相反的な行為を規制の副作用を伴わずに抑制することは難しく、欧米当局も試行錯誤を繰り返している。難しさの背景には、投資家が合理的な投資判断を行ううえでどのような情報が有益か、あるいは、そもそも投資家はどのような投資行動をとる傾向があるのかが必ずしも明確ではないことがある。こうした背景もあって、欧米ではこのところ、投資家行動の行動バイアスを把握し、その結果を踏まえたうえで、規制手段を考案していこうとする動きがある。

具体的には第一に、欧米当局自らが各種アンケート調査やフォーカス・グループ・インタビュー等を実施し、投資家の行動特性の把握に努めている[13]。例えば米国証券取引委員会（以下、米国SEC）は、要約目論見書の記載内容を決定する際にフォーカス・グループ・インタビューを活用している[14]。

第二に、目論見書を中心に法定開示の見直しを進める動きが進展している。例えば、米国SECは、2009年1月に目論見書に利益相反に関する事項、売買回転率に関する事項を記載することを義務付けた[15]。また、欧州証券規制当局委員会（CESR）は、目論見書に代わる重要事項説明書（Key Information Document）を欧州委員会に提案したが、その提案には、運用ベンチマーク情報の記載を求める方針が含まれている。CESRが運用会社の利益相反的な行為を意識してこうした提言を行ったかは定かではないが、運用ベンチマークの開示を実施することは、運用会社の自己都合によるスタイルドリフトを抑制する効果があるものと思料される[16]。

これらの取組みは、投資家と金融機関の間の情報の非対称性やそれに伴う利益相反行為を抑制するためには、情報開示を闇雲に進めるのではなく、投資家や金融機関の行動やその背後にあるインセンティブを深く理解したうえで、必要な情報を判りやすく開示していくことが必要であることを示している。

３．３　本邦投資信託市場の特徴

モーニングスター社によれば、本邦投資信託に関する制度は諸外国に比べて優れているとされる[17]。また、国内の専門家からも、金融商品取引法の制定などもあり、規制の手段は相応に

---

[13] フォーカス・グループ・インタビューとは、ある特定の問題について、人々の意向・関心を把握するために行う少人数の座談会方式の面談方法である。

[14] 米国以外にも、フランスのAMF、オーストラリアのASIC、カナダのTask Force to Modernize Securities Legislation in Canadaが販売時の情報提供のあり方に関する調査を実施している。

[15] U.S. SEC (2009)。

[16] なお、米国SECは前述の目論見書の見直し作業の中で、パフォーマンス情報の充実（ファンドマネジャーの自己申告ベースのベンチマークと比較した運用パフォーマンスの開示、等）を検討したが、目論見書を簡素化するという見直し作業の趣旨に照らして、これらの手当てについては見送っている。但し、現行制度においても、運用パフォーマンス評価に関する情報開示として、適切な市場インデックスのリターンを併記することが求められている。

[17] Morningstar (2009)は先進国を中心とする16カ国の投資信託市場を対象に、投資家保護、目論見書等の透明性、販売実務等の透明性、手数料水準、税制、販売チャネルの多様性等、の視点から、各国市場を相対評価してい

整備されてきたという意見も聞かれている[18]。

その一方で、本邦投資信託市場の産業構造面に目を転じれば、大手金融機関の市場シェアが総じて高まる近時の傾向もあり[19]、金融機関が利益相反的な行為をとる余地はむしろ高まっているのではないかとも懸念される[20]。そこで、以下では、主に販売会社と運用会社の行動に着目しつつ、投資家保護に反するような商慣行や実務が発生している可能性について検討する。

まず、販売会社について検討する。図表 2 は、大手販売会社（証券会社、銀行）の取扱い投資信託に占める系列運用会社の投資信託の占める比率をみたものである。販売会社による違いはあるが、取扱い投資信託の過半が系列商品となっている先が散見される[21]。図表 3 は、系列商品と非系列商品の各種の属性を比較したものである。注目すべきは、大手銀行・証券会社の取扱い投資信託において、非系列商品の方が手数料水準が高く[22]、また、過去のパフォーマンスが低いという点である。この原因については厳密な検証が必要ではある[23]が、販売会社が系列商品の相対的な魅力を高めるために、敢えて見劣りする非系列商品を取り揃えているとすれば、利益相反的な行為と言わざるを得まい。

図表 2　系列ファンドの取扱い状況（2006 年 12 月）

	A証券	B証券	C証券	銀行系証券A	銀行系証券B	銀行系証券C	A銀行	B銀行	C銀行	D銀行
総ファンド数（A）	307	184	241	90	31	279	91	115	138	83
系列ファンド数（B）	226	150	118	45	14	72	57	52	81	42
系列ファンド比率（B÷A）	74%	82%	49%	50%	45%	26%	63%	45%	59%	51%

図表 3　系列ファンドと非系列ファンドの属性比較

【大手銀行、証券会社】

	系列ファンド（採用ファンドのうち系列出資があるファンド）		非系列ファンド（採用ファンドのうち系列出資がないファンド）	
	ファンド数	平均	ファンド数	平均
信託報酬計	1,373	1.240	2,182	1.425
販売手数料	1,373	1.851	2,183	2.403
星の数	1,373	2.131	2,183	2.190
シャープレシオ（過去1年）	1,254	0.470	2,022	0.341
シャープレシオ（過去3年）	1,059	0.996	1,750	0.921

【地方銀行】

	系列ファンド（採用ファンドのうち系列出資があるファンド）		非系列ファンド（採用ファンドのうち系列出資がないファンド）	
	ファンド数	平均	ファンド数	平均
信託報酬計	849	1.188	2,238	1.333
販売手数料	849	1.839	2,238	2.251
星の数	867	2.382	2,284	2.286
シャープレシオ（過去1年）	814	0.611	2,112	0.711
シャープレシオ（過去3年）	727	1.055	1,765	1.051

（注）2006年12月時点
（出所）「プリンシピア」（モーニングスター社）等から筆者作成

る。その結果、本邦投資信託市場は、米国、中国に次ぐ高いランキングと判定されている。

[18] 例えば、本報告書の加藤論文（「投資信託に関する監督法上の課題」）を参照。

[19] 杉田（2007）によれば、投資信託運用業における上位 5 社の市場シェアを欧米諸国とすると、本邦の市場シェアは 64%であり相対的に高い。

[20] 同様の問題意識は、欧米投資信託市場に関しても指摘されている。例えば、Gil-Bazo and Martinez (2004), Korkeamaki and Smythe (2004), Bergstresser et al (2007), Frye (2001)を参照。

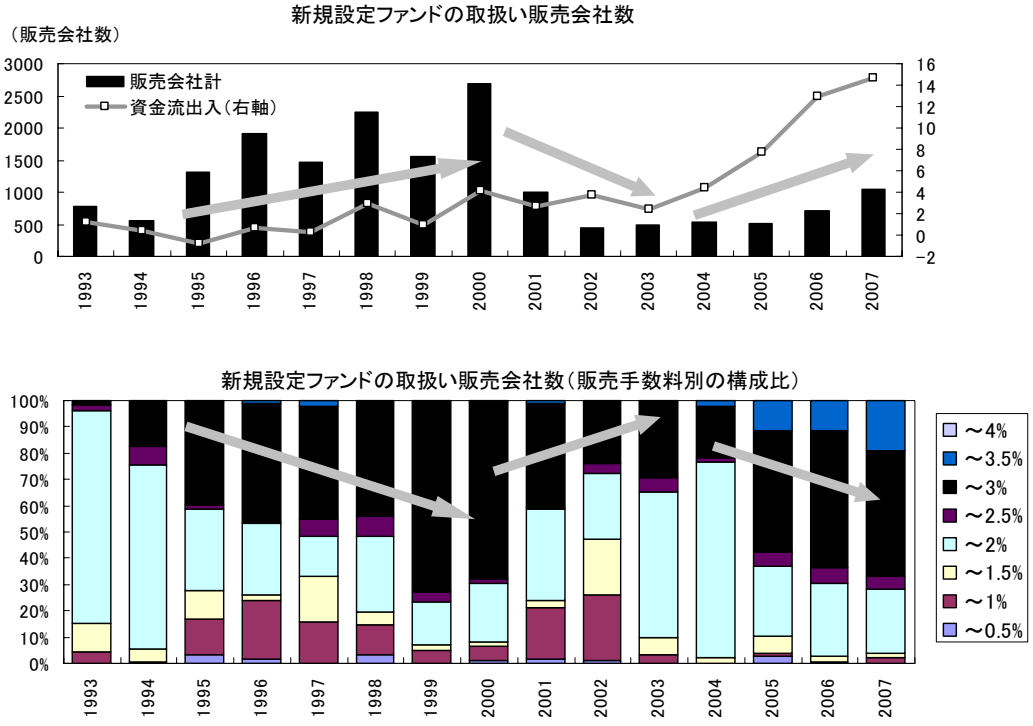
[21] 計数を解釈する際には、幅をもって評価する必要がある。例えば、系列運用会社の市場シェアが大きい販売会社では、必然的に系列商品の取扱い比率が高くなる。

[22] 地方銀行においても同様の傾向がある。

[23] 岩井（2008）は、この論点について、個別販社別のデータを用い、統計的に検証し、概ね同様の指摘をしている。

また、図表 4 は投資信託への需要動向の変化に応じて販売会社がどのような投資信託を販売してきたかを示している。上図は、投資信託への資金流出入額と新規設定ファンドの取扱い販売会社数を比較したものである。時期による相違はあるものの、資金流入が大きい時期ほど新規設定ファンドが多く販売される傾向が看取されよう。下図は、取扱いの開始された新規設定ファンドを販売手数料別に分類したものである。新規設定ファンドが多く販売されている時期（即ち投資信託への資金流入が多い時期）ほど、販売手数料の高いファンドの比率が上昇する傾向がある。このようにみると、販売会社は、投資信託の需要が強まる時期には、販売手数料の高いファンドをより多く取り揃えて顧客需要に応えようとしていると思われる。投資家が高い手数料でも納得のうえ投資をしているのであれば、こうした販売会社の行動は何ら問題ではないが、仮に、投資家が十分な情報を得ていない、あるいは、投資家に非合理的な行動（例えば、リターンの後追い、手数料を考慮しない投資行動、等）があるとすれば、欧米当局の取組みでみたように、本邦でも何らかの対応が必要となるのではないだろうか。

図表 4　販売会社の新規設定ファンドの取扱い行動



（注）各年に新規設定された追加型株式投信を対象に、当該新規設定投信の取扱いを開始した販売会社数を示す。
（出所）投資信託協会資料より筆者作成

次に、運用会社に着目する。まず運用スタイルがどの程度変化しているかを確認する。図表 5 は 2005 年から 2006 年にかけての株式投資信託の運用スタイルの変化を示している[24]。表中の

[24] ここではモーニングスター社の分類による運用スタイルが変化したか否かを基準としている。現実の運用手法は必ずしもモーニングスター社の分類では捉えきれない可能性がある点には留意が必要である。

対角線上の計数（網掛け部分）は運用スタイルが不変であった投資信託の比率を示す（対角線上以外の計数は、運用スタイルが変化した投資信託の比率である）。注目すべきは、運用スタイルの変更が広範に確認できる点である。多くの運用スタイルにおいて、3～6 割程度の投資信託が、翌年には異なる運用スタイルとして分類されている。特に、小型株バリュー運用の投資信託では、大型株運用に運用スタイルを変更している先もある。小型株と大型株の運用リスクが決定的に異なることを踏まえると、こうした運用スタイルの変更は投資家保護上、問題視すべきかもしれない[25]。

図表 5 運用スタイルの変化

2005 \ 2006	Large Value	Large Blend	Large Growth	Middle Value	Middle Blend	Middle Growth	Small Value	Small Blend	Small Growth	Total
Large Value	60%	20%	20%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	5
Large Blend	2%	41%	39%	2%	11%	4%	0%	0%	0%	46
Large Growth	1%	10%	65%	0%	3%	19%	1%	0%	0%	69
Middle Value	14%	0%	0%	71%	7%	0%	7%	0%	0%	14
Middle Blend	3%	18%	46%	4%	16%	11%	0%	1%	0%	92
Middle Growth	0%	1%	34%	0%	7%	54%	0%	0%	3%	67
Small Value	5%	0%	5%	16%	11%	0%	58%	0%	5%	19
Small Blend	0%	0%	8%	0%	0%	0%	23%	31%	38%	13
Small Growth	0%	0%	0%	0%	3%	16%	3%	11%	68%	38

（出所）「プリンシピア」（モーニングスター社）より筆者作成

図表 6 運用残高別の運用手数料

純資産残高	インデックス型			バランス型			ファンド・オブ・ファンズ			業種別インデックス型		
	ファンド数		運用手数料（平均）	ファンド数		運用手数料（平均）	ファンド数		運用手数料（平均）	ファンド数		運用手数料（平均）
1億円未満	4	<3%>	0.22	65	<9%>	0.46	7	<5%>	0.72	10	<17%>	0.54
1億円～10億円未満	18	<14%>	0.25	145	<21%>	0.50	25	<18%>	0.74	27	<46%>	0.40
10億円～50億円未満	39	<30%>	0.29	245	<36%>	0.57	35	<26%>	0.69	20	<34%>	0.29
50億円～100億円未満	22	<17%>	0.22	79	<11%>	0.52	15	<11%>	0.73	1	<2%>	0.32
100億円～1000億円未満	38	<29%>	0.28	123	<18%>	0.60	42	<31%>	0.72	1	<2%>	0.32
1000億円～5000億円未満	7	<5%>	0.20	26	<4%>	0.63	10	<7%>	0.89	n.a.	n.a.	n.a.
5000億円～	3	<2%>	0.11	5	<1%>	0.67	2	<1%>	0.58	n.a.	n.a.	n.a.
合計	131	<100%>	0.26	688	<100%>	0.55	136	<100%>	0.73	59	<100%>	0.39

純資産残高	国際株式型			国内株式型			転換社債型			派生商品型		
	ファンド数		運用手数料（平均）	ファンド数		運用手数料（平均）	ファンド数		運用手数料（平均）	ファンド数		運用手数料（平均）
1億円未満	26	<7%>	0.77	38	<7%>	0.58	n.a.	n.a.	n.a.	3	<5%>	0.35
1億円～10億円未満	99	<28%>	0.84	115	<20%>	0.67	5	<36%>	0.45	16	<29%>	0.42
10億円～50億円未満	99	<28%>	0.80	194	<33%>	0.73	4	<29%>	0.58	20	<36%>	0.57
50億円～100億円未満	52	<14%>	0.86	82	<14%>	0.73	1	<7%>	0.25	10	<18%>	0.64
100億円～1000億円未満	71	<20%>	0.83	139	<24%>	0.72	4	<29%>	0.71	7	<13%>	0.71
1000億円～5000億円未満	12	<3%>	0.87	13	<2%>	0.72	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5000億円～	1	<0%>	1.22	1	<0%>	0.87	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
合計	360	<100%>	0.83	582	<100%>	0.70	14	<100%>	0.55	56	<100%>	0.54

（注）1.2006年12月時点。
2.運用手数料は各純資産残高クラス内の平均値。
3.括弧内は、各ファンド種類の合計に占める構成比。
（出所）「プリンシピア」（モーニングスター社）より筆者作成

また、投資家が運用資産に係る規模の経済性を享受できることも重要と考えられる[26]。図表 6 は運用残高別に運用手数料を比較したものである。これをみる限り、本邦においては、運用残高が大きくなるほど、運用手数料が低下するという関係性は確認されない。

[25] こうした運用スタイルの変更が法令上どのように解されるかは必ずしも明確ではない。極端な運用スタイルの変更が、投信法規則 29 条の基準（投資信託の商品としての同一性を失わせる）に該当すると判断される場合には、運用会社は同法に則った対応する必要があろう。

[26] Frankel (2007)によれば、米国において 12b-1 手数料が導入された背景の一つには、規模の経済性を通じて投資家にメリットが生じると期待されていたことがある。

これらの観察結果はいずれも、投資家利益を毀損しかねないような金融機関行動が発生している可能性を示唆している。そして、このような金融機関行動が発生しているとすれば、この原因としては、投資家が十分な情報を得ていないこと、投資家の非合理的な行動、更には、投資家と金融機関の間で利害が対立していることがあると思われる。

３．４　本邦投資信託市場の制度面での検討課題

投資信託に関する法制度面での課題を考察する。まず、販売実務の適正化に関しては、第一に、現行法において販売会社が投資家に対して負っている義務が十分かどうかという点が議論される必要があろう。前節の観察結果を踏まえると、金融商品取引法における誠実公正義務（36条）及び適合性原則（40条）や、金融商品販売法における説明義務（3条）が投資家利益を保護するうえで十分かどうかは不透明である。販売会社の義務のあり方を考える際には、例えば、確定拠出年金法における運営管理機関の忠実義務（99条）や禁止行為（100条5号）を参考にし[27]、忠実義務を課していく方向性で議論することも検討されてよいだろう[28]。第二に、利益相反に関する情報を目論見書等で明記することを検討する価値があろう。第三に、中立的な投資信託評価会社を育成していく必要もあろう。現在でも投資信託協会に36社が登録されているが[29]、筆者の印象では、これら評価機関の間で十分な競争原理が発揮されているとは思われないほか、多くの評価会社は投資信託の騰落率を基にしたランキングを提示しているに過ぎない。投資信託のパフォーマンスをどのような手法で評価するかについては、今なお様々な議論がある[30]ため、是非とも、投資信託評価会社間の競争等を促して、投資家にとって有益な評価情報が利用できるようになることが望ましい[31]。

次に運用実務に関しては、第一に、運用会社が投資家に対して負っている義務と運用の自由度との関係をどのように考えるべきかについて、議論を深める必要があろう。投資運用業については金融商品取引法において忠実義務・善管注意義務（42条）が課せられている。筆者の知る限り、どのような運用実務がこれらの義務に反するかについて明確な考え方は確立されていない。また、前述の通り、運用スタイルの変更が、投信法における商品の同一性に関する考え方とどのように関係するかについても明確ではない[32]。これらの法的な論点を踏まえたうえで、次に検討すべきとすれば、運用実態に関する情報を法定開示させていくかどうかを検討する必要があろう。また、投資信託評価会社の機能向上が達成されれば、運用会社に対する規律付けとしても期待できる。

---

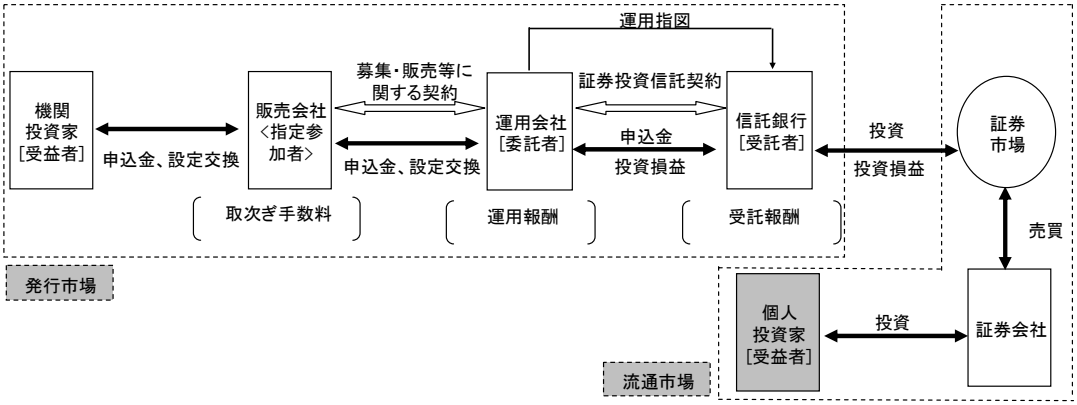
[27] 松尾（2009）を参照した。
[28] なお、金融商品取引業者が投資助言を行う場合には、忠実義務、善管注意義務を負う（金商法41条）。
[29] 2009年2月時点。
[30] 例えば、評価手法の限界や改善策についてはAmec and Sourd (2005)、Ingersoll et al (2007)を参照。
[31] 信用格付け機関については金融商品取引法の改正により選択登録制が採用された。投資家保護という観点からみると、個人投資家が主たる投資主体である投資信託の評価についても、同様の制度を採用することが検討されてもよかろう。
[32] 本報告書の加藤論文では、投資信託の仕組み規制の在り方について興味深い議論を展開している。

４．ETF市場を巡る論点[33]

４．１　ETF 市場の仕組みと機能

ETF市場の最大の特徴であり且つ投資信託市場との違いは、ETF市場が発行市場と流通市場の 2 つの市場から構成されている点である（図表 7）。発行市場では、ETF株式（受益証券）とETFの構成銘柄の設定・交換が行われ、主に、機関投資家や証券会社が参加する。他方、流通市場では、市場価格でETF株式が売買され、機関投資家だけではなく個人投資家も参加する。発行市場と流通市場の間で裁定取引が生じる[34]ことにより、両市場の価格が互いに大きく乖離することはないと期待されている。価格間の乖離が小さい状況が実現すれば、流通市場にしか参加しない個人投資家も効率的な価格[35]での売買が可能となる。

図表 7　ETF 市場の概要



投資家にとって、ETFというアセットクラスが持つメリットとして以下の点が指摘されている[36]。第一に、比較的少額の資金でインデックス投資や分散投資が可能となる点である。第二は、流通市場を通じた日中取引が可能であり、また、流通市場の価格が効率的に形成されるという特徴である。第三は、投資信託で生じる資金フローに伴う投資家間の利害対立が発生しない点である[37]。更に、関連市場（現物株式市場、指数先物市場、等）における価格発見機能が

[33] 本章の議論の詳細については岩井（2009）を参照。

[34] ETFに係る裁定取引は、現実には、現物株式市場、指数先物市場、指数オプション市場等、様々な市場間で生じていると考えられる。

[35] ここでいう「効率的な価格」とは、流通市場の価格が発行市場の価格（ETFの構成銘柄の価値）から大きく乖離することなく形成されるという意味である。なお、欧米クローズドエンドファンド市場では、発行市場と流通市場の間で大きな乖離（価格差）が確認されている（Lee et al 1991, Pontiff 1996, Gemmill and Thomas 2002, Pontiff 2006, Cherkes et al 2009）。ETFは発行市場において発行済み株式数が変化し、且つ、流通市場で常時取引が可能であることから、クローズドエンドファンドで観察されてきた大幅な価格差は発生しないと期待されている。

[36] ETFについて否定的な見解がないわけではない。例えば、バンガード社の創設者ボーグル氏は「ETFは回転売買やリターンの後追い（return chasing）を助長するため、個人投資家の中長期的な資産形成には不適切である」と指摘している（IndexUniverse 2009）。また、レバレッジETFやインバースETFについては、中長期的な資産形成には不適切であるとの指摘も聞かれる（Grene 2009）。

[37] 投資信託では、解約に備えて保有資産の一部を現金等の流動性の高い資産として保有することが多く、運用

向上し、金融市場全体の効率性にも寄与しうるという指摘もある[38]。

しかしながら、投資信託市場と同様に、ETF 市場においても市場参加者間での情報の非対称性が発生する余地がある。機関投資家（特に証券会社）は発行市場、流通市場、更には関連市場に参加しており、これらの市場から様々な情報（価格動向や投資家の売買戦略等に関する情報）を獲得している。これに対して、一般の個人投資家は流通市場にしか参加していないうえ、日中の価格や売買動向を具に観察しているわけでもない。従って、機関投資家と個人投資家の間には情報の非対称性が発生していると考えられる。

情報の非対称性があるなかで、流通市場における価格形成が非効率的となった場合を想定すると、投資家間の利害対立が顕現化する可能性がある。具体的には、何らかの理由から裁定取引が機能せず、流通市場の価格が発行市場の価格から大きく乖離した状態が持続したとすれば、流通市場にしか参加しない個人投資家は非効率的な価格での売買を余儀なくされるであろう[39]。更に、情報面で優位な機関投資家が、大幅な乖離が発生している状況において、情報面で劣後する個人投資家の存在を前提とした取引を行うことも可能となろう[40]。

このようにみると、ETF 市場において投資家間の利害対立を抑制するためには、裁定取引が常に円滑に機能し、流通市場の価格形成が効率的となることが必要となる。そのためには、裁定取引を阻害しうる要因を極力排除することが求められ、次節でみるように、欧州 ETF 市場では、裁定取引が円滑となるように制度面での様々な工夫が取り入れられている。

４．２　欧米 ETF 市場を巡る議論と取組み

欧米ETF市場における裁定取引が円滑に機能しているという研究が報告されている。中小型株指数や海外株価指数に連動するETFについては、裁定取引が阻害されているとの指摘もあり、必ずしもコンセンサスは得られていないが、国内大型株価指数に連動するETFについては、裁定取引が十分に機能していると考えられている[41]。

リターンを悪化させる一因となる。また、実際に解約が発生した場合には、解約資金を確保するために保有資産の一部を売却することもあり、その取引に要する取引コストも運用リターンを悪化させる。こうした運用リターンの悪化は、解約を行う投資家ではなく、引き続き投資信託を保有し続ける投資家が負担することになるため、投資信託では投資家間の利害対立が内在することになる。これに対して、ETFの場合には、資金流出入に伴う取引コストは資金流出入を引き起こした投資家自身が負担するため、投資家間の利害対立は発生しない（これらの論点については、例えば、Edelen 1999, Gastineau 2002 を参照）。但し、Guedi and Huang (2008)は、ファイナンス理論の視点から、ETFにおいて投資家間の利害対立が発生しないことは、必ずしもETFのメリットとはいえないと指摘している。

[38] Ricie and Modura (2007)はNASDAQ100 指数連動型ETFが導入された結果、指数構成銘柄の流動性が改善したと報告している。また、ETF市場の価格発見機能が他の市場（指数先物、等）に比べて優れているかに関する研究もある（例えば、Hasbrouck 2003, Ackert and Tian 1998）。

[39] 同様の指摘はCurcio et al(2004)にも見られる。

[40] 投資家間の情報格差と投資行動については、Kaniel and Liu (2006), Bloomfield et al (2005), Anand et al (2005), Chakravarty (2001)等を参照。なお、岩井（2009）は、これら既存研究の議論を踏まえたうえで、本邦ETF市場を対象に実証的な接近を試みている。

[41] 中小型株指数や海外株価指数に連動するETFについてもクローズドエンドファンドに比べれば乖離は小さいことが確認されている。欧米ETF市場における裁定取引の評価に関しては、Ackert and Tian (2000), Engle and Sakar (2006), Elton et al (2002), Curicio et al (2004), Jares and Lavin (2004), Cherry (2004), Simon and Sternberg (2005), Tse and Martinez (2007), Kayali (2007), Deville (2008), Delcoure and Zhong (2007)を参照。

また、裁定取引を円滑にするために欧米ETF市場において様々な工夫が施されている点は注目に値しよう。例えば、欧米取引所はETFの取引に流動性提供義務を負ったマーケットメーカーを利用している。取引所は流動性提供に関する具体的な内容を定量的に定め、流動性提供に関する契約をマーケットメーカーと取り交わす。典型的な契約内容は、①ビッドアスクスプレッドを一定幅以内に維持する、②一定の注文サイズ以上の注文には必ず気配値を提示する義務をマーケットメーカーに負わせる、③これらの義務を一定以上果たした場合には売買手数料の割引を行う、というものである[42]。また、ETFデリバティブ市場も急速に整備されてきており、ETF市場の流動性向上に貢献していると考えられている[43]。

更に、日中の価格情報の提供を通じて裁定取引を円滑にすると共に、投資家間の情報格差を減じるために、Indicative NAV[44]が利用されている。Indicative NAVとは、構成銘柄の直前の約定価格情報を基にして 15 秒毎に算出されるETFの時価推定値であり、情報ベンダー等を通じて投資家に伝達されている。

また、法定開示を通じて情報の非対称性を緩和する取組みもある。米国SECは、2009 年 1 月にETFの法定開示書類に乖離情報の記載を義務付けることを公表した[45]。米国SECは同規則を導入する目的として、流通市場の投資家のETFに関する理解促進や、流通市場の投資家にとって必要な情報を提供することを指摘している。つまり、今般の米国SECの規則改正の背景には、乖離に関する情報は流通市場の投資家にとって必要であるとの判断があったといえよう[46]。

４．３　本邦 ETF 市場の特徴

欧米ETF市場と比べると本邦ETF市場には、裁定取引を円滑にする仕組みが部分的に欠如している。第一に、本邦取引所におけるETF取引には流動性提供義務を負ったマーケットメーカーは利用されていない。指定参加者である証券会社が流動性を提供することが期待されてはいるが[47]、明確な義務を負っていないなかでは、欧米におけるマーケットメーカーと比べると自ずとその行動様式は異なっていると予想される。第二に、ETFデリバティブ市場は今のところ存在しない。第三に、Indicative NAVが利用されていない[48]。従って、個人投資家が流通市場で

---

[42] 契約の実効性を確保するために、欧米の取引所はマーケットメーカーの履行状況を常時（日中）監視している。また、マーケットメーカーの履行度合いに応じて格付けを付与している取引所もある。

[43] ETFデリバティブ市場においてもマーケットメーカーを利用する取引所もある。ETFデリバティブ市場の急成長については、例えばEgalka and Moran (2006)を参照。

[44] Indicative Optimized Portfolio Value (IOPV)と呼称される場合もある。

[45] 具体的には、目論見書に流通市場の取引価格がNAVから乖離しうること等を記載する、N-1Aに乖離率（乖離の対NAV比率）を記載する、等を義務化している。規則の詳細はU.S. SEC (2009)を参照。なお、同規則は 2009 年 3 月末から発効している。

[46] 米国では、ETFの気配値が普通株に比べて余りに頻繁に変化するために、15 秒毎に算出されるIndicative NAVでは不十分であるとの意見も出始めている。また、機関投資家は、実務上、一般に公表されるIndicative NAVは利用しておらず、ETFの構成銘柄のその瞬間の気配仲値を基に自らETFの時価を算出し、取引戦略に活かしていると言われている。詳しくはGastineau (2009)を参照。

[47] 取引所規則における指定参加者の流動性提供は努力義務と考えられる。

[48] 株式会社QUICKが 2009 年 5 月頃より同社の端末を通じてQUICK Indicative Value (QIV)を公開している。QIVはETFの前営業日の基準価額に取引当日中のベンチマークの変化率を反映させたものであり、この計算方法は欧米で利用されているIndicative NAVとは異なるものである。尤も、QIVと欧米で利用されているIndicative NAVの

取引をする際に、その時点における市場価格が効率的な水準であるかどうかを判断することは出来ない。第四に、法定開示において詳細な乖離情報を開示することは求められていない[49]。

こうした制度面での違いを踏まえると、本邦 ETF の価格形成が非効率的になっている可能性が疑われる。そこで、以下では、本邦 ETF 市場における価格形成の効率性を、流動性と乖離水準から検討してみる。

まず、ETFの流動性を確認する。図表 8 はETFの気配提示時間を示している[50]。ETF全体の平均値でみると、日中取引時間の約 49%の時間において気配値が提示されている。これを出来高グループ別にみると、出来高の低い 2 つのグループに属するETFでは、日中取引時間の 4%～22%の時間しか気配値が提示されておらず、流動性が極めて低いことを示している。図表 9 は日中取引時間帯別の約定件数を示している。ETF全体の平均値でみると、30 分毎に分割された各時間帯において、10～20 件程度の約定が生じていることがわかる。これを出来高グループ別にみると、出来高の低い 2 つのグループに属するETFではほとんど約定が成立しておらず、図表 8 と同様、流動性の低さが再確認できる。

図表 8　気配提示時間

	全銘柄				出来高グループ 1			
	平均	比率	中央値	比率	平均	比率	中央値	比率
9:00am～9:30am	16.8	54%	19.0	61%	24.7	80%	30.0	97%
9:31am～10:00am	15.9	53%	17.0	57%	23.4	78%	29.0	97%
10:01am～10:30am	15.4	51%	16.0	53%	22.9	76%	28.0	93%
10:31am～11:00am	14.9	50%	15.0	50%	22.3	74%	27.0	90%
12:30pm～13:00pm	13.4	44%	9.0	29%	21.9	71%	29.0	94%
13:01pm～13:30pm	13.2	44%	10.0	33%	21.3	71%	28.0	93%
13:31pm～14:00pm	13.5	45%	11.0	37%	21.4	72%	27.0	93%
14:01pm～14:30pm	14.0	47%	12.0	43%	22.0	74%	28.0	93%
14:31pm～15:00pm	14.5	49%	13.0	47%	22.4	75%	28.0	93%
日中合計	131.5	49%	109.0	40%	202.3	75%	252.0	93%

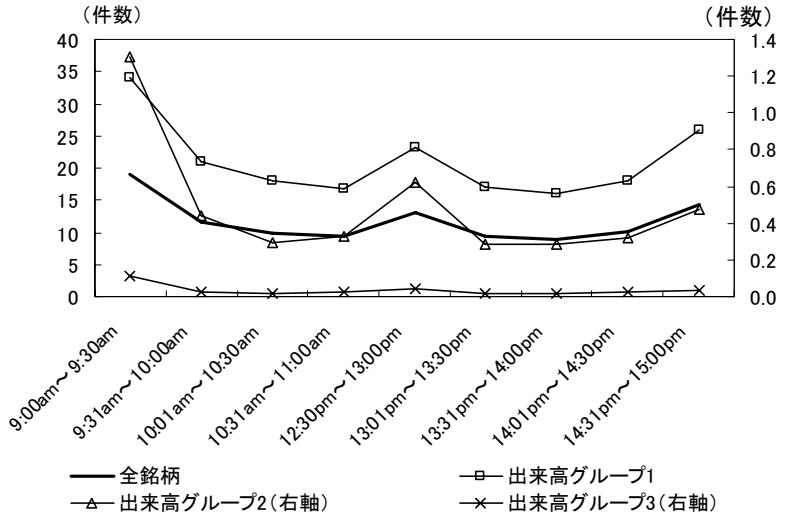
	出来高グループ2				出来高グループ3			
	平均	比率	中央値	比率	平均	比率	中央値	比率
9:00am～9:30am	9.6	31%	5.0	16%	1.4	5%	0.0	0%
9:31am～10:00am	8.8	29%	6.0	20%	1.7	6%	0.0	0%
10:01am～10:30am	8.3	28%	6.0	20%	1.8	6%	0.0	0%
10:31am～11:00am	7.7	26%	5.0	17%	1.8	6%	0.0	0%
12:30pm～13:00pm	4.2	14%	0.0	0%	0.4	1%	0.0	0%
13:01pm～13:30pm	4.7	16%	0.0	0%	0.5	2%	0.0	0%
13:31pm～14:00pm	5.3	18%	0.0	0%	0.6	2%	0.0	0%
14:01pm～14:30pm	6.0	20%	0.0	0%	0.7	2%	0.0	0%
14:31pm～15:00pm	6.4	21%	2.0	7%	1.0	3%	0.0	0%
日中合計	60.5	22%	46.0	17%	9.8	4%	0.0	0%

精度がどの程度異なるかについては、実証的に確認されるべき点であろう。

[49] 最近、取引所のウェブサイトにおいて日次ベースの乖離情報が公表されるようになっているが、筆者の知る限り、日中の乖離情報については公表されていない。

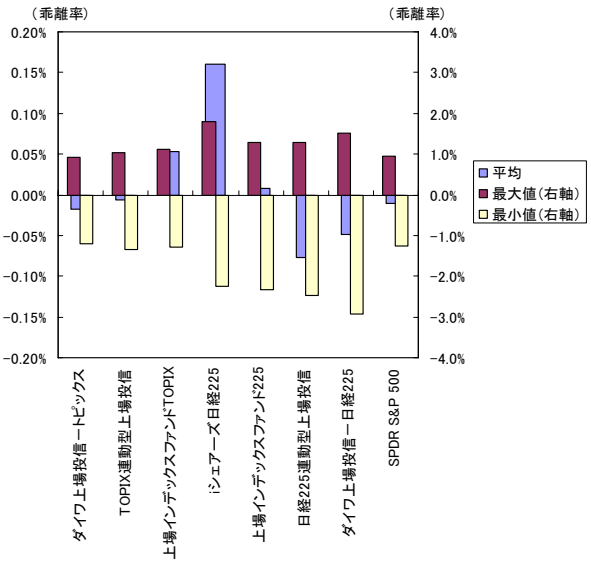
[50] 図表 8, 9 の「出来高グループ」は、本邦ETFを出来高の水準によって 3 分類した結果である。出来高の大きいグループから 1、2、3 と付番している。出来高グループの分類基準の詳細については岩井（2009）を参照。

図表 9　約定件数



次に乖離の大きさを検討する。図表 10 は、本邦において相対的に流動性の高いとされる ETF の乖離率を、米国で最も流動性が高く裁定取引も十分に機能しているとされる ETF（以下 SPDR）と比較したものである。本邦 ETF の最大値や最小値が SPDR よりも（絶対値でみて）大きくなる傾向はあるが、平均値でみれば、遜色のない水準と評価することも一様可能であろう。つまり、乖離の大きさからみる限りは、本邦 ETF のうち流動性の高い ETF については、裁定取引や価格形成の効率性に大きな問題は発生していないと考えられる。また、図表 11 は、2009 年 5 月 26 日時点における幾つかの ETF の乖離水準を示している。流動性の低い ETF も含んでいることから、乖離率は最大で 13%を越えている。欧米の既存研究において乖離率が 1%を超えると裁定取引が機能していないと懸念されていることを念頭に置くと、表中の複数の ETF では裁定取引が不十分であると推察される。

図表 10　日米 ETF の乖離率



図表 11　本邦 ETF の乖離率

日付	コード	銘柄略称	基準価額(円)*1	終値(円)	乖離率(%)*2
2009/5/25	1322	上場パンタ	3,430	3,890	+13.41
2009/5/25	1313	ＫＯＤＥＸ２００	1,366	1,540	+12.74
2009/5/25	1347	上場グリチ	303,083	3,100	+2.28
2009/5/25	1314	上場新興	52,569	534	+1.58
2009/5/25	1345	上場Ｊリート	85,252	865	+1.46
2009/5/25	1612	ＥＴＦ・銀行	16,328	165	+1.05
2009/5/25	1325	ボベスパ	23,595	238	+0.86
2009/5/25	1343	ＲＥＩＴ－ＥＴＦ	87,813	884	+0.66
2009/5/25	1615	銀行	17,297	174	+0.59
2009/5/25	1644	ダイワ電力	11,216	11,280	+0.57
2009/5/25	1639	ダイワ自動	11,018	11,080	+0.56
2009/5/25	1633	不動産	158,040	15,870	+0.41
2009/5/25	1635	ダイワエネ	14,541	14,600	+0.40
2009/5/25	1622	自動車	112,678	11,310	+0.37
2009/5/25	1645	ダイワ運輸	10,958	10,990	+0.29
2009/5/25	1623	鉄鋼非鉄	223,552	22,410	+0.24
2009/5/25	1626	情通サ他	85,820	8,600	+0.20
2009/5/25	1646	ダイワ商社	18,156	18,190	+0.18
2009/5/25	1624	機械	153,099	15,330	+0.13
2009/5/25	1308	上場ＴＰＸ	89,393	895	+0.11
2009/5/25	1632	金融	93,293	9,340	+0.11
2009/5/25	1638	ダイワ医薬	10,600	10,610	+0.09
2009/5/25	1628	運輸物流	110,711	11,080	+0.08
2009/5/25	1630	小売	87,235	8,730	+0.07
2009/5/25	1629	商社卸売	185,491	18,560	+0.05
2009/5/25	1627	電力ガス	113,952	11,400	+0.04
2009/5/25	1631	銀行・１７	108,746	10,880	+0.04
2009/5/25	1617	食品	129,455	12,950	+0.03
2009/5/25	1330	上場２２５	9,619	9,620	+0.01
2009/5/25	1641	ダイワ機械	15,099	15,100	+0.00
2009/5/25	1348	ＭＸＳトピクス	88,329	883	-0.03
2009/5/25	1636	ダイワ建設	11,464	11,460	-0.03
2009/5/25	1650	ダイワ不動	15,755	15,750	-0.03
2009/5/25	1621	医薬品	108,253	10,820	-0.04
2009/5/25	1634	ダイワ食品	12,888	12,880	-0.06

（注）2009 年 5 月 26 日時点。
（出所）東京証券取引所

また、実証的な根拠はないものの、本邦ETF市場における指定参加者制度が裁定取引の障害になっている可能性も懸念される。指定参加者制度とは、機関投資家が発行市場における設定・交換を行う場合に、指定参加者である証券会社を通じて行うという仕組みである。指定参加者は、設定・交換を請け負う対価として手数料（取次ぎ手数料）を課しているが、この手数料は指定参加者が自由に決めている。従って、指定参加者が高い手数料を課すことによって、発行市場と流通市場を跨る裁定機会を独占することが、理論的には可能となる。指定参加者の価格設定行動や裁定取引行動によっては、発行市場を通じた裁定取引を行う主体が指定参加者に限定されてしまい、結果として、裁定取引が十分に機能しない事態も想像される[51]。

以上より、本邦 ETF に関しては、売買制度や利用可能な情報が限定的であること等を理由に、裁定取引が十分に機能していない可能性が懸念される。また、その結果、投資家間の利害対立が発生している可能性もあると思われる。

４．４　本邦 ETF 市場の制度面での検討課題

前節の議論を踏まえて、ETFに関する法制度面での検討課題を整理する。第一に、投資家間の情報格差を解消する必要がある。具体的には、Indicative NAVの利用促進が望まれる。現状では、Indicative NAVの公表を法制度上要求する取扱いになっていない。既に株式会社QUICKが独

[51] 筆者の知る限り、各ETFの指定参加者名や取次ぎ手数料に関する公表データは存在しない。

自の指標を公表し始めており、今後、民間における自主的な取組みが広がることも期待できなくはないが、Indicative NAVの重要性に鑑みれば[52]、取引所の上場要件に含める等の制度面での手当ても検討すべきであろう。また、流通市場において乖離が発生しうること、及び、市場の注文動向によっては日中取引が出来ない状況が発生しうることを、目論見書等に記載することも検討する価値はあろう。第二に、ETFの流通市場における流動性を改善する必要もあろう。欧米ETF市場における流動性提供義務を負ったマーケットメーカーを参考にし、売買制度の在り方に関して議論を深める必要がある[53]。その際には、指定参加者制度のメリットとデメリットも併せて議論することが望ましい。また、ETFの新商品が今後とも開発されることを展望すると、ETFという商品が最低限満たすべき性質について、ある程度の統一的な基準や考え方を整理しておくことも肝要となろう[54]。

５．最後に

投資信託、ETF は共に商品性の多様化・複雑化が進んでおり、情報の非対称性や利益相反の余地が拡大していると考えられる。情報開示や売買手法等の各種制度が情報の非対称性や利益相反を抑制しきれていない結果、各商品が潜在的に持つと期待されている便益が最終投資家に享受されていない可能性がある。投資信託、ETF のそれぞれに関する制度上の個別検討課題は前述の通りであるが、それら個別論点に加えて、産業全体を俯瞰した視点も必要であろう。

具体的には第一に、金融商品の供給サイドに着目すると、大手金融機関の市場シェアが拡大する傾向があるなかで、利益相反的な行為が発生しやすい点に留意する必要がある。今後新商品が開発される場合には、常に、金融機関が持つ利益相反への誘引を理解する必要があろう。また、金融機関自身においても、利益相反的行為を自ら適切に管理するという姿勢が一層必要となろう。第二に、需要サイドについては、引き続き投資家の金融リタラシーを改善していく必要がある。また、中立的な立場からの情報提供がもっと活用されることも望まれる。第三に、政策対応を検討する場合には、その費用対効果を出来る限り把握したうえで、適切な政策手段を採用する必要がある[55]。当局においては、自主規制機関や金融機関からの情報収集に努めると共に、投資家行動に関する各種アンケート調査を実施する等し、そのうえで、費用対効果の視点から適切な政策を採用することが必要となろう。

---

[52] Gastineau (2009)によれば、米国では、ETFが最初に開発された当時、米国SECがIndicative NAVを公表することを要求したとされる。

[53] 前述の通り、本邦ETFでも流動性の高いETFでは乖離水準も小さく、価格形成の効率性は確保されている可能性がある。従って、売買制度の見直しを議論する場合には、流動性の低いETFに焦点を当てることが現実的な対応といえるかもしれない。その際には、上場廃止基準において適正な流動性要件を検討することも必要となろう。

[54] 本報告書の加藤論文も参照。

[55] 利益相反が発生している場合に、公的介入をするべきかどうかは、利益相反のネット便益と公的規制のネット便益を比較する必要がある。こうした点については、Mehran and Stultz (2006)を参照。

参考文献

岩井浩一（2008）「日本の投資信託市場の将来」『投資信託の将来』東洋経済新報社

----------（2009）「我が国 ETF 市場のマーケット・マイクロストラクチャーと投資家の注文行動」『FSA リサーチ・レビュー、第 5 号、2009 年 3 月』金融庁金融研究研修センター

コラナ・セルバエス（2008）「世界の投資信託業の将来について」『投資信託の将来』東洋経済新報社

杉田浩治（2007）「投信ビジネスの国際比較」日本証券経済研究所

田村威（2006）『投資信託　基礎と実務』経済法令研究会

投資信託懇談会（2008）『投資信託懇談会報告書』

長谷川俊明（2008）『利益相反とフィナンシャル・ビジネス』金融財政事情研究会

松尾直彦（2009）「金融商品取引法の視点からとらえた DC 制度の課題」NPO401k 教育協会主催のカンファレンス『確定拠出年金の理解と発展のために』における発表資料

蝋山昌一（1999）『投資信託と資産運用』日本経済新聞社

Ackert, F, L., and Tian, S, T. (1998), "The Introduction of Toronto Index Participation Units and Arbitrage Opportunities in the Toronto 35 Index Option Market", *The Journal of Derivatives*, Summer 1998, pp.44-53.

----------(2000), "Arbitrage and Valuation in the Market for Standard and Poor's Depositary Receipts", *Financial Management*, Autumn 2000, pp.71-88.

Anand, A., Chakravarty, S., and Martell, T. (2005), "Empirical evidence on the evolution of liquidity: Choice of market versus limit orders by informed and uninformed traders", *Journal of Financial Markets*, 8, 288-308.

Amec , N., and Sourd, L, V. (2005), "Rating the Ratings," Edhec Risk and Asset Management Research Centre.

Benartzi, S. (2001), "Excessive Extrapolation and the Allocation of 401(k) Accounts to Company Stock," *The Journal of Finance*, Vol56, No.5, pp.1747-1764.

Bergstresser, D., Chalmers, J., and Tufano, P. (2007), "Assessing the Costs and Benefits of Brokers in the Mutual Fund Industry," forthcoming in *Review of Financial Studies*.

Bloomfield, R., O'Hara, M., and Saar, G. (2005), "The 'Make or Take' decision in an electronic market: evidence on evolution of liquidity", *Journal of Financial Economics*, 75, 165-199.

Brands, S., Brown, J, S., and Gallagher, R, D. (2005), "Portfolio Concentration and Investment Manager Performance," *International Review of Finance*, No.2, pp.149-174.

Curcio, R, J., Lipka, J, M., and Thornton, H, H. (2004), "Cubes and the individual investor", *Financial Services Review*, 13, 123-138.

Chakravarty, S. (2001), "Stealth trading: which traders' trades move stock prices?", *Journal of Financial Economics*, 61, 289-307.

Cherkes, M., Sagi, J., and Stanton, R. (2009), "A Liquidity-Based Theory of Closed-End Funds," *Review of Financial Studies*, Vol.22, No.1, pp.257-297.

Cherry, J. (2004), "The Limits of Arbitrage: Evidence from Exchange Traded Funds", *working paper*, Department of Economics, University of California-Berkeley (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=628061).

Christoffersen, S., Evans, R., and Musto, D. (2005), "The Economics of Mutual-Fund Brokerage: Evidence from the Cross Section of Investment Channels, " *working paper*.

Cremers, M., and Petajisto, A. (2009), "How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That

Predicts Performance," forthcoming in *Review of Financial Studies*. (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=891719)

Delcoure, N., and Zhong, M. (2007), "On the premiums of iShares", *Journal of Empirical Finance*, 14, 168-195.

Edelen, R, M. (1999), "Investor Flows and the Assessed Performance of Open-end Fund Managers," *Journal of Financial Economics*, Vol.53, Issue.3, pp.439-466.

Egalka, R, M., and Moran, M, T. (2006), "Options on ETFs and Indexes: Tools for Portfolio Management and Higher Yields," *A Guide to Exchange-Traded Funds and Indexing Innovations*, Fall 2006, Institutional Investors.

Elton, J, E., Gruber, J, M., Comer, G., and Li, K. (2002), "Spiders: Where are the Bugs?," *Journal of Business*, 75, 453-472.

Elton, J, E., Gruber, J, M., and Busse, A, J. (2004), "Are Investor Rational? Choices among Index Funds," *The Journal of Finance*, Vol.59, No.1, pp.261-288.

Engle, R., and Sakar, D. (2006), "Premiums-Discounts and Exchange Traded Funds," *Journal of Derivatives*, Summer 2006, 27-45.

Franker, T. (2007), "United States Mutual Fund Investors, Their Managers and Distributors," Chapter 12 in *Conflicts of Interest Corporate Governance and Financial Markets*, Edited by Luc Thévenoz and Rashid Bahar.

Frye, B, M. (2001), "The Performance of Bank-Managed Mutual Funds," *The Journal of Financial Research*, Vol.XXIV, No.3, pp.419-442.

Gastineau, G. (2002), *The Exchange-Traded Funds Manual*, Wiley.

Gastineau, G. (2009), "How To Minimize Your Cost Of Trading ETFs," *Journal of Indexes*, July/August 2009, pp.24-50.

Gemmill, G., and Thomas, D, C. (2002), "Noise Trading, Costly Arbitrage, and Asset Prices: Evidence form Closed-End Funds," *The Journal of Finance*, Vol.57, No.6, pp.2571-2594.

Gil-Bazo, J. and Martinez, A, M. (2004), "The black box of mutual fund fees," *Revista de Ecnomia Financiera*, No.4, pp.54-82.

Grene, S. (2009), "Finra Warns on Leveraged ETFs," *Financial Times*, June 22 2009.

Guedj, I., and Huang, J. (2008), "Are ETFs Replacing Index Mutual Funds?," *working paper* (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1108728).

Guercio, D, D., and Tkac, A, P. (2001), "Star Power: The Effect of Morningstar Ratings on Mutual Fund Flows," *Working Paper Series*, 2001-15, Federal Reserve Bank of Atlanta.

Hasbrouck, J. (2003), "Intraday Price Formation in U.S. Equity Index Markets," *The Journal of Finance,* Vol.58, No.6, pp.2375-2399.

Huang, J., Sialm, C., and Zhang, H. (2009), "Risk Shifting and Mutual Fund Performance," *working paper*.

IndexUniverse. (2009), "A Discussion With John Bogle," (http://seekingalpha.com/article/144512-a-discussion-with-john-bogle).

Ingersoll, J., Spiegel, M., and Goetzmann, W. (2007), "Portfolio Performance Manipulation and Manipulation-proof Performance Measures," *Review of Financial Studies*, Vol.20, No.5, pp.1503-1546.

Jain, C, P., and Wu, S, J. (2000), "Truth in Mutual Fund Advertising: Evidence on Future Performance and Fund Flows," *The Journal of Finance*, Vol. 55, No.2, pp.937-958.

Jares, T, E., and Lavin, A, M. (2004), "Japan and Hong Kong Exchange-Traded Funds (ETFs): Discounts, Returns, and Trading Strategies", *Journal of Financial Services Research*, 25, 1, 57-69.

Kaniel, R., and Liu, H. (2006), "So What Orders Do Informed Traders Use?", *Journal of Business*, 79, 4, 1867-1913.

Kayali, M, M. (2007), "Pricing Efficiency of Exchange Traded Funds in Turkey: Early Evidence from the Dow Jones Istanbul 20", *International Research Journal of Finance and Economics*, 10, 14-23.

Khorana, A., and Servaes, H. (2007), "Competition and Conflicts of Interest the U.S. Mutual Fund Industry," *working paper*.

Korkeamaki, T., and Symthe, T. (2004), "Effects of market segmentation and bank concentration on mutual fund expenses and returns: evidence from Finland, " *European Financial Management*, No.10, pp.413-438.

Korkeamaki, T., Puttonen, V., and Smythe, T. (2007), "Advertising and mutual fund asset flows," *International Journal of Bank Marketing*, Vol.25, pp.434-451.

Lee, C, M, C., Shleifer, A., and Thaler, R, H., (1991), "Investor Sentiment and the Closed-End Fund Puzzle," *The Journal of Finance*, Vol.46, No.1, pp.75-109.

Mehran, H., and Stulz, M, S. (2006), "The economics of conflicts of interest in financial institutions," *Journal of Financial Economics*, 85, pp.267-296.

Morningstar (2009), "Global Fund Investor Expericence," Morningstar Fund Research.

Pontiff, J. (1996), "Costly Arbitrage: Evidence from Closed-End Funds," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.111, No.4, pp.1135-1151.

----------(2006), "Costly Arbirage and the myth of idiosyncratic risk," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.42, Issues.1-2, pp.35-52.

Richie, N., and Modura, J. (2007), "Impact of the QQQ on Liquidity and Risk of the Underlying Stocks," *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol.47, pp.411-421.

Sensoy, A, B. (2008), "Performance Evaluation and Self-Designated Benchmark Indexes in the Mutual Fund Industry," *working paper*.

Simon, D, P., and Sternberg, J, S. (2005), "Overreaction and Trading Strategies in European iShares", *The Journal of Alternative Investments*, Summer, 29-41.

Tse, Y., and Martinez, V. (2007), "Price Discovery and Informational Efficiency of International iShares Funds", *Global Finance Journal*, 18, 1, 1-15.

U.S. SEC. (2009), "Disclosure and New Prospectus Delivery Option for Registered Open-End Management Investment Companies; Final Rule," *17 CER Parts 230, 232, 239, et al*.

Zhao, X. (2005), "The role of brokers and financial advisors behind investments into load funds," *working paper.*

投資信託に関する監督法上の課題

加藤貴仁*

概　要

投資信託に関する規制には、投資信託の受益証券や投信法人が発行する投資証券などの発行が原則として金商法第 2 章の開示規制の対象になることに加えて、投資信託及び投資法人に関する法律(以下、投信法という)という特別法が存在するという特徴がある。しかし、金商法が集団投資スキームについて包括的な規制を設けた以上、投資信託について投信法という形で特別の規制を設ける必要性の有無について、再検討する必要がある。

金商法の開示規制・勧誘規制の実効性に問題がある場合には、それらを補う形で、投信法においては、最低限の商品規制・仕組み規制を設ける必要がある。ただし、投資信託の商品性の多様化を前提とすると、投信法の規制対象を個人投資家向けの投資信託に限定するなど、焦点を絞った規制を構築することが検討されることが望ましい。

キーワード：投資信託、集団投資スキーム

*神戸大学大学院法学研究科准教授

なお、本稿は、筆者の個人的な見解であり、金融庁及び金融研究研修センターの公式見解ではない。

１．はじめに

投資信託とは、投資家から集めた資金を有価証券・デリバティブ取引・不動産等へ投資し、その成果を分配することを目的とする集団投資スキームの一種である。投資信託に関する規制には、他の集団投資スキームに対する規制と比較して、次の２つの特徴がある。第１に、集団投資スキーム持分を表章する、投資信託の受益証券や投信法人が発行する投資証券は、いわゆる第１項有価証券とされている（金商法２条１項10号11号)。したがって、投資信託の受益証券の発行などは、原則として、金商法第２章の開示規制の対象となる。これに対して、集団投資スキーム持分（金商法２条２項５号）は、例外的に、金商法第２章の開示規制の対象となるにすぎない（金商法３条３号)。

第２に、集団投資スキームの仕組み規制として、投資信託及び投資法人に関する法律（以下、投信法という）が存在する。もちろん、集団投資スキームとして利用される「器」については、民法上の組合や匿名組合に関する一般規定の適用がある。これに対して、投信法は、その規制対象を、集団投資スキームとして利用される「器」に特化している点に特徴がある。

本稿では、投資信託に関する規制について、後者の点、すなわち、仕組み規制としての投信法の意義を再検討することを目的とする。具体的には、金商法制定後も残存する投信法の規制にどのような意義があるのか、また、金商法への統合を考慮する場合に仕組み規制としてどのような規制を構築することが望ましいかに焦点を絞って検討する。なお、紙幅の都合上、本稿では投信法における委託者指図型投資信託に関する規制を中心に検討する。[1]

２．投信法上の規制の現状

２．１　投資信託の当事者間の法律関係と投信法の規制の概要

日本法の投資信託は、主に沿革上の理由から、委託者が運用権限を持ち、受託者は運用財産の受動的な管理者として位置づけられてきた。[2]そのため、投資信託の当事者間の関係は、信託法理が想定するものとは大きく異なる。 特に、委託者と受益者の法律関係をどのように規定するかは、投信法の前身である証券投資信託法が昭和26年に制定されて以来、大きな問題であった。[3]しかし、この点については、投資信託委託会社は、投資運用業を行う者として、受益者に対して善管注意義務・忠実義務を負うことが立法により明示されることで、解決済みである（金商法42条１項２号２項)。[4]むしろ、受託者が受動的な役割を果たすに過ぎないことが、信託法

[1] 実務上、投信法人はRIETを組成する際に利用されることが多いと指摘されている。近藤光男ほか（2009）468頁。投信法人については、前田雅弘（2000年)、浜田道代（2002年）などに詳細な解説がなされている。なお、委託者指図型投資信託と投資法人という経済的機能が極めて類似する制度を併存させることの意義について、批判的に検討するものとして、藤田友敬（2002年）がある。

[2] 神田秀樹(1996年)235-237頁、鴻常夫編（1998年）161-162頁。

[3] 岸田雅雄（1986年)541-549頁、森本滋(1990年)183-184頁、神田秀樹(1995年)153-154頁、鴻常夫編（1998年）168-170頁。

[4] また、利益相反防止を目的とした各種の行為規制を遵守することも要求されている（金商法42条１項２号２項･42条の2)。

理の観点からは問題とされるべきである。[5]

投信法の規制は、組成段階と運用段階に分けられる。そして、規制の内容は、日本法の投資信託の特色を踏まえて、投資信託委託会社に関する規定が中心となっている。以下では、組成段階に関する規制の現状を概観する。[6]

２．２　委託者指図型投資信託の定義

投信法では、「委託者指図型投資信託」が定義されている（投信法２条 11 項)。この定義は、次の３点で投資信託の仕組み規制として機能する。第１に、委託者資格が投信運用業を行う金融商品取引業者に限定されるとともに、信託会社が除外されている（投信法２条 11 項)。投資信託の運用対象財産に不動産が含まれる場合には、さらに資格が限定される（投信法 3 条)。また、委託者資格の限定は、２．３で検討する証券投資信託の委託者資格を限定するという点でも重要な意味を持つ。

第２に、運用対象資産は「特定資産」に限定されている。投信法が明文で認める有価証券・不動産に加えて、投信法施行令(以下、投信令という)によって、デリバティブ取引に係る権利などが指定されている。[7]2009 年改正によって、特定資産に商品・商品デリバティブ取引が追加されたことにより、「特定資産」の範囲は大幅に広がった。ただし、「有価証券」、「デリバティブ取引」などの定義は、金商法の定義に連動していることに注意する必要がある(投信法２条５項６項)。[8]

第３に、投資信託は、均等に分割された受益権を表章する受益証券(投信法２条７項)を発行する義務を負う（投信法６条１項)。その結果、受益証券間に優先劣後関係を設けたり、いわゆるデュアル・ファンドを利用することが禁止される。

２．３　証券投資信託

投信法には、委託者指図型投資信託の一類型として、証券投資信託が定義されている。証券投資信託とは、投資信託財産の総額の２分の１以上を、流動性の高い有価証券等で運用する委託者指図型投資信託である（投信法２条４項，投信令 6)。[9]そして、流動性の高い有価証券等

---

[5] 投資信託の当事者間の法律関係の明確化の必要性は、実務上も、重要な問題として認識されている。投資信託懇談会（2008 年３月）22 頁。

[6] 運用段階の規制として、運用手法に関する規制（投信法９条～11 条･223 条の 3)、運用権限の委託に関する規制（投信法２条１項･12 条)、利益相反のおそれがある場合の書面交付義務（投信法 13）が定められている。

[7] 投信令３条は、以下の資産を特定資産として指定している。有価証券、デリバティブ取引に係る権利、不動産、不動産の賃借権、地上権、約束手形、金銭債権、匿名組合出資持分、商品、商品投資等取引に係る権利、である。

[8] 「特定資産」の範囲が現行法ほど広くなかった時代、投資信託の運用対象資産に、証取法上の有価証券以外の資産を加えるべきことが主張されることがあった。森本滋(1990 年)182-183 頁。確かに、金商法上の有価証券・デリバティブ取引の範囲も、投信法上の特定資産の範囲も、大幅に広がっている。しかし、特定資産の範囲を金商法上の定義に連動させる意義は、立法費用の削減と業際規制以外には想定できないように思われる。神田秀樹(1995 年)158 頁。

[9] 「流動性の高い有価証券等」とは、第１項有価証券(金商法２条１項)、有価証券表示権利(金商法２条２項)、特定電子記録債権(金商２条２項）と、これらについての有価証券関連デリバティブ取引(投信令 5)である。

への投資を目的とする信託は、原則として、証券投資信託の形式をとることが要求されている（投信法 7 第 1 文）。

ただし、有価証券等への投資を目的とする信託であっても、流動性の低い有価証券への投資を目的としたり、受益証券を発行しなかったり、受益権を分割しなかった場合には、証券投資信託に関する規制の適用はない（投信法 7 条第 2 文）。また、信託形態を利用せずに組成された、流動性の高い有価証券等への投資を目的とする集団投資スキームも同様である。

証券投資信託に関連する規制の意義は、悪質な業者の参入を防止することで、投資家を保護する点にあると説明されており、[10]また、証券投資信託の委託者資格から信託会社が除外されているが、これは資産運用を行う委託者と資産保管を行う受託者の牽制機能を発揮させることにより投資者保護を図ることが目的であると説明されている。しかし、これについては業際調整の意味合いも大きいように思われる。[11]

２．４　その他の仕組み規制

既に述べた規制に加えて、投資信託の仕組みに関連する規制として、投資信託約款に関する規制と金銭信託の原則に関する規制が存在する。順に検討する。

第 1 に、投資信託委託会社は、投資信託の受益証券が販売される前に、投資信託約款を作成し、内閣総理大臣に届出なければならない（投信法 4 条）。投資信託約款の内容は法定されている（投信法 4 条 2 項）。投資信託約款には、運用に関する事項や償還・収益の分配に関する事項など、受益証券の保有者の権利に関する重要な事項が定められている。そのため、投資信託約款の変更を行うためには、受益証券保有者の書面による決議を経る必要がある（投信法 17 条）。ただし、書面による決議を経なければならないのは、投資信託約款の「重大な変更」に限られる（投信法 17 条 1 項括弧書）。[12]書面による決議が必要である場合には、反対の議決権行使をした受益証券保有者に受益権買取請求が認められる（投信法 18 条 1 項）。

第 2 に、原則として、委託者指図型投資信託は金銭信託でなければならない（投信法 8 条 1 項）。すなわち、投資家は、投資信託に受益証券と引き替えに金銭を交付し、償還の際には、投資信託は投資家に受益証券と引き替えに金銭を交付する必要がある。金銭信託の原則は、投資額と投資収益の評価と、投資収益の換価という 2 点において、投資家保護に寄与していると説明されている。[13]

ただし、例外的に換価が容易な資産に投資することを目的とする投資信託については、金銭信託の原則の適用が除外される（投信令 12 条，投信規則 19 条）。2008 年と 2009 年の改正で

---

[10] 神崎克郎ほか(2006 年)638 頁。

[11] 神田秀樹(1995 年)157-158 頁。

[12] 変更の内容が重大か否かは、受益証券保有者の利益に関わる事項(投信法 4 条 2 項 1 号 2 号 5 号～11 号 13 号～15 号、投資信託及び投資法人に関する法律施行規則(以下、投信規則という)7 条各号)に関する変更か否か、商品としての同一性を喪失させる程度の変更であるか否かという観点から判断される（投信規則 29)。

[13] 池田唯一ほか（2008 年）61 頁。ETFは、通常、現物拠出型ETFとして組成される。すなわち、募集に応じて受益権を取得するためには、指数に連動する現物株式ポートフォリオを拠出する必要がある。現物拠出型ETFの仕組みについては、野村アセットマネジメント株式会社(2008 年)144 頁を参照。

は、ETFの多様化を目的に、金銭信託の原則の例外が緩和された。[14]しかし、金銭信託の原則の例外を満たす条件として、適格指標(投信規則 19 条 1 項)との連動や適格指標の変動率が受益証券価格の変動率に適正に反映していること(投信規則 19 条 2 項)が要求されるなど、間接的な商品規制として機能していることに注意する必要がある。

３．投資信託の監督法上の課題

３．１　規制手法の変遷

投資信託に関する規制は、金融技術の発展と顧客層の拡大に伴う投資信託のニーズの多様化を受けて、大きな変化を被った。規制手法の観点からは、次の 3 つの変化が重要である。第 1 に、平成 10 年改正により、投資信託約款が個別承認制から事前届出制に改められた。ただし、同時に裁判所の緊急停止命令が導入された（投信法 26 条)。[15]第 2 に、平成 10 年改正により、投資信託の受益証券が証取法第 2 章の開示規制の対象となった。同改正以前は、投資信託に独自の開示規制が設けられていた。[16]第 3 に、金商法制定時に、投資運用業である投資信託委託業の参入規制が、認可制から届出制に緩和された（金商法 29 条)。

このように、投資信託の規制手法は、商品規制の緩和と、開示規制・勧誘規制による代替という形で変遷した。商品規制の意義は、投資家保護の観点から、いわば後見的な役割を果たすことにある。[17]しかし、投資信託の商品性の多様化と顧客層の多様化は、後見的規制の対象を曖昧にする。[18]実務的にも、監督官庁が商品の内容を逐一規制することは、費用対効果の観点から現実的ではない。また、後見的規制には、投資信託のリスクの程度について投資家に誤った印象をいただかせるなど、負の側面があることにも留意されるべきである。[19]投資信託の商品性が多様化したとしても、開示規制や適合性の原則(金商法 40 条 1 号)などの勧誘規制が機能していれば、監督当局の役割が限定されても、特段の問題はないように思われる。[20]

以上の検討を踏まえると、投資信託に関する特別法の必要性は、金商法の開示規制・勧誘規制の有効性と密接に関係することが明らかになろう。しかし、現在、投資信託について、開示規制・勧誘規制によって必要十分な規制がなされているか否かは別に検討される必要がある。特に、勧誘規制を通じて、投資家が購入した投資信託と投資家の適合性がどの程度確保されているかは、慎重に判断される必要がある。また、開示規制の有効性は、投資信託の販売会社間の市場競争と投資信託委託会社間の市場競争が十分に機能しているか否かを踏まえて、評価さ

---

[14] 池田唯一ほか（2008 年）61 頁。

[15] 裁判所の緊急停止命令は、投資信託約款の事前届出制の弊害を防止する措置と理解されている。神崎克郎ほか(2006 年) 628 頁(注 3)。

[16] 神田秀樹(1996 年)237 頁。平成 10 年改正以前の、投資信託の受益証券の販売に関する規制については、岸田雅雄（1986 年)537−539 頁において詳細な解説がなされている。

[17] 森本滋(1990 年)184 頁

[18] 森本滋(1995 年)436−437 頁。

[19] Henry T. C. Hu(2000), at 837-838; Stephen J. Choi & A. C. Pritchard(2003), at 7.

[20] 神田秀樹(1995 年)161 頁、森本滋(1995 年)428･443 注 35･36。商品規制の緩和と、開示規制・勧誘規制による代替は、金融技術の発展に応じて、投資信託が、多様な資産運用の手段を迅速に提供することを可能にするという意義があることも指摘されている。投資信託懇談会（2008 年 3 月）7 頁以下。

れる必要がある。[21]

３．２　集団投資スキームと投資信託

仮に、金商法の開示規制・勧誘規制を補うために、投資信託に関する特別法を設ける必要性があるとした場合、どのような規制を設ける必要があるのであろうか。投資信託の商品性の多様化は、「投資信託」を一括りにして規制対象とすることを困難にしている。規制対象の不明確がもたらす問題は、既に、現行投信法にも表れている。

第１に、投資信託は個人投資家向けの投資商品と説明される場合が多い。[22]しかし、投信法上、いわゆる私募投資信託を設定することも認められている。[23]金商法では、公募・私募に応じて木目の細かい対応がなされている。また、特定投資家制度と適格機関投資家等特例業務も同様の意義を有する。しかし、投信法上、公募投資信託と私募投資信託について、特段の規制上の差異が設けられているわけではない。[24]

第２に、証券投資信託に関する規制を投資家保護の観点から基礎付けることは、もはや困難ではないかと思われる。なぜなら、金商法の制定により、集団投資スキームの運営の大部分が業規制の対象とされたからである。その結果、少なくとも有価証券投資を目的とする集団投資スキームについては、悪質業者の参入防止という点で、証券投資信託の規制の重要性は著しく減少している。また、証券投資信託が想定する流動性の高い有価証券への投資を目的する集団投資スキームよりも、流動性の低い有価証券への投資を目的とする集団投資スキームの方が、投資家保護の必要性は強い。今後は、業際調整以外の観点から、集団投資スキームの中で特に規制の必要性が高いものを抽出する作業が必要になると思われる。[25]

３．３　今後の規制の方向性

投資信託に関する監督法上の課題として、第１に挙げられるべきは、投資信託委託会社や販売会社と受益者との利益相反の防止である。しかし、この問題については、新たな規制を設けるよりも、まずは、エンフォースメントを強化することが当面の課題となろう。[26]金商法の制

---

[21] 投資信託の販売会社間と投資信託委託会社間の市場競争の現状については、本報告書の岩井論文で検討されている。また、日本では、投資信託委託会社は投資信託の販売を担当する証券会社の兼営から発展したという沿革上の理由から、投資信託委託会社の証券会社に対する独立性を確保する必要性が高いという問題もある。森本滋(1990 年)184 頁。投資信託業界の市場競争の現状については、アメリカにおいても活発な議論の対象となっている。See, e. g., William A.Birdthistle(2009), at 5 note 20.

[22] かっては、証券投資信託法の目的として、「証券投資信託の制度を確立し、証券投資信託の受益者の保護を図ることにより一般投資者による証券投資を容易にすること」が挙げられていた。そのため、証券投資信託法の目的として、「一般投資者の保護」が重要である説明されていた。岸田雅雄（1986 年)534 頁。しかし、現行法投信法１条では、「一般投資者」という用語は用いられていない。

[23] 平成 10 年改正によって、私募投資信託を設定できることが明文化された。神田秀樹(2000 年)227-228 頁。

[24] 最も大きな差異は、裁判所の緊急停止命令の対象範囲ではないかと思われる。

[25] ただし、商品取引と金融取引の業際調整や統合に関する議論は、今後も継続すると思われる。この点については、紙幅の都合上、別稿で改めて検討したい。

[26] ただし、投資信託における受託者の地位と、投資信託委託会社に義務違反が存在した場合の受益者の権利(投信法 21 条)などを再検討することは考えられる。この場合、信託法や信託業法の規律を、投信法において変更すること、又は投資信託委託会社と受益者の関係に、信託法や信託業法における受託者と受益者の関係に関す

定により、規制の手段は、それなりに整備されたとも思われるからである。[27]

第2に、最終的に金商法と投信法を統合するか否かはともかく、投信法の規制を再検討する必要がある。すなわち、商品規制の緩和と開示規制・勧誘規制による代替の果てに、最後に残るべき商品規制・仕組み規制の内容が明らかにされなければならない。[28]投資信託の商品性の多様化を前提にすると、全ての投資信託に共通する原則を設けるよりは、規制の必要性が高いと思われる商品に焦点を絞った規制を構築することが望ましい。焦点の絞り方としては、投信法の適用がある投資信託を、個人投資家向けの投資商品に限定することが考えられる。[29]

具体的な仕組み規制の内容については、今後の検討課題である。ただし、既に存在するETFの仕組み規制は重要な示唆を与えてくれる。ETFの仕組み規制の要点は、指数連動型投資信託として投資家に販売する以上、指数との連動を可能にするような運用手法の採用を要求する点にあると思われる。このことを一般化すれば、投資信託の内容として投資家に提示した運用手法の実行が著しく困難である場合には、そもそも当該投資信託は商品に欠陥があると評価されよう。投資信託の運用対象財産が多様化したことを踏まえると、運用手法に着目して投資信託を分類し、それを規制に反映させてもよいのではなかろうか。いずれにせよ、新たな仕組み規制を構築する際には、現存する投資信託の商品性とそれらの顧客層を包括的に分析する必要があることはいうまでもない。[30]

参考文献

近藤光男ほか（2009）『金融商品取引法入門』商事法務
池田唯一ほか（2008年）『逐条解説・2008年金融商品取引法改正』商事法務
野村アセットマネジメント株式会社(2008年)『投資信託の法務と実務』金融財政事情研究会

る規律を適用することが検討されるべきことになる（鴻常夫編（1998年）88頁、関貴志(2007年)316-317頁)。前者については、信託法・信託業法上、投資信託委託会社の指図に従った信託事務処理を行っていれば、善管注意義務(信託法29条2項･信託業法28条2項)を履行したことになると考えられているようである（関貴志(2007年)315-316頁)。しかし、投信法によって、受託者が受益者の代わりに投資信託委託会社を監督することを義務付けることが考慮されてもよいのではなかろうか。後者については、投信法人に関する規制(投信法116条)と同じく、会社法の株主代表訴訟に関する規定の準用が考慮されるべきではなかろうか。これらの点については、信託法理又は会社法理にとらわれることなく、あるべき投資信託のガバナンスの仕組みを検討するという視点も重要である。神田秀樹(1995年)160-161頁。

[27] ただし、本報告書の岩井論文で取り上げられているように、欧米においても、利益相反にまつわる問題は継続して重大な関心事で有り続けている点に留意される必要はある。

[28] 鴻常夫編（1998年）170頁。

[29] なお、日本はアメリカと比較して、投資信託の顧客層に占める中・若年層の割合が著しく低いといわれている。投資信託懇談会（2008年3月）2～6頁。このことは、裏返せば、中・若年層と比較してリスク許容度が高いとはいえない高齢者層に、顧客層が固まっていることを意味する。ただし、投資信託の顧客層の偏りは、一般的な金融資産保有層の偏りを反映しているにすぎないかもしれない。しかし、投資信託に限らず、リスク許容度が高いとはいえない世代に顧客層が偏ることは、規制の必要性を肯定する要素である。

[30] 森本滋(1995年)444-445頁

投資信託懇談会（2008 年 3 月）「「投資信託懇談会」報告書」
関貴志(2007 年)「投資信託と新信託法」新井誠編『新信託法の基礎と運用』300 頁以下 日本評論社
神崎克郎ほか（2006 年)『証券取引法』青林書院
神田秀樹(2000 年)「証券投資信託の改正」証券取引法研究会編『金融システム改革と証券取引制度』227 頁以下 日本証券経済研究所
前田雅弘（2000 年)「証券投資法人制度」証券取引法研究会編『金融システム改革と証券取引制度』233 頁以下 日本証券経済研究所
藤田友敬(2002 年)「組織法からみた金融システム改革諸法」商事法務 1637 号 36 頁以下
浜田道代（2002 年)「集団投資スキームー資産流動化と投資信託」証券取引法研究会編『市場改革の進展と証券規制の課題』125 頁以下 日本証券経済研究所
鴻常夫編（1998 年)『商事信託法制』有斐閣
神田秀樹（1996 年)「証券投資信託の誕生」『昭和商法学史』227 頁以下 日本評論社
森本滋（1995 年)「証券投資信託の将来―商品ファンド法も視野に入れて―」鴻先生古稀記念論文集『現代企業立法の軌跡と展望』417 頁以下 商事法務研究会
神田秀樹（1995 年)「証券投資信託の法的側面」フィナンシャル・レビュー36 号 147 頁以下
森本滋（1990 年)「証券投資信託の現状と課題」ジュリ 948 号 181 頁以下
岸田雅雄（1986 年)「証券投資信託」『証券取引法大系』531 頁以下 商事法務研究会
William A. Birdthistle(2009), ,Investment Indiscipline: A Behavioral Approach to Mutual Fund Jurisprudence(June 1, 2009). University of Illinois Law Review, Forthcoming. Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=1412878.
Stephen J. Choi & A. C. Pritchard(2003), Behavioral Economics and the SEC, 56 Stan. L. Rev. 1
Henry T. C. Hu(2000), Faith and Magic: Investor Beliefs and Government Neutrality ,78 Tex. L. Rev. 777

競争力強化に関する問題

言語、法制/規制環境、金融技術を中心に

天野　正人*

概　　要

向後の日本の経済成長の見込みをどう評価するにせよ、現在に至るまで積み上げた先進国としての地位と膨大なストックを保有しているのは疑いのない事実である。経済成長の潜在力エンジンが限られる中でどのようにストックを活用しフローを生み出すのか。特に金融資産を金融業の成長に結びつけ、経済の成長に寄与させるかは重要なポイントである。

金融業の成長を考えるとき、国内のマーケットの充実と国際金融センター化としての収益力の拡大の二つの方向性が考えられる。後者は言語とどう向き合うかという大テーマが関係する。

まずは国内マーケットの充実が注力課題であり個人投資家を中心とした金融資産の流動化がキーとなる。規制環境・決済インフラも整いつつある中、投資家の投資活動を促進するのに仲介業者の果たす役割と責任は重大である。一方、発行体顧客としての企業セクターを見てみると、まだまだビジネス機会発掘の余地があり、これを後押しするための資本市場の法制面で考慮も必要である。

そして、日本市場の国際金融センター化を考えると、規制情報、発行体情報の英語での伝達の内容を充実させ、国際市場としての評価を高める必要があるとともに、ユーロ市場をモデルとするようなグローバルな債券市場の英語対応インフラ作りのイニシアティブをとること、英語での上場・公募についての対応の許容範囲を広げながら海外発行体を吸引することが肝要となる。課題も多く、明確な競争力強化の目標設定と投入する資金・時間・人員と達成効果の分析も必要となる。

* メリルリンチ日本証券株式会社　取締役
本稿は筆者の個人的な見解であり、メリルリンチ日本証券及びバンクオブアメリカとしての公式見解ではないことをまずお断りしておく。
同時に、本稿の執筆にあたっては、当社リサーチ部門のマクロ・エコノミストグループの方には貴重な分析とデータを提供していただき非常に感謝している。また、株式・債券商品部門、オペレーション部門、法務・コンプライアンス部門など、助力を頂いた皆様方に謝意を申し上げたい。

1-1　マーケット現状認識

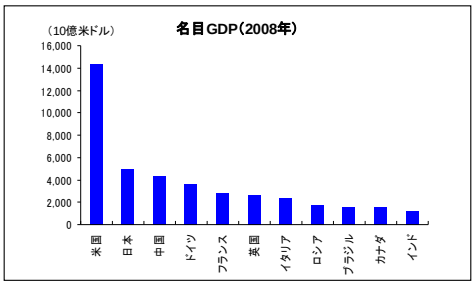
最初に現状マーケットの認識を確認させて頂くと、世界第二位の経済力、大きな個人金融資産と対外資産のストック等が日本語という言語環境に備わっており、単一民族・単一国家そしてジオグラフィカルに欧米の中心地から離れた地域にこれだけのものが存在している。英語対応力を基盤に国際金融政策を国策とする香港・シンガポールと環境は異なっている。先進国としての規制環境法制面での充実は、比較優位にあると思われる。日本人投資家のグローバルマーケットに対する関心は決して低くはない。制度・商品・ドキュメンテーション面での成熟と質的のグローバル化は相当程度進んでいる。(ただし、言語の面でそこまで進んでいるかというとそれはまた別問題である。) 一方で、経済力で日本をしのぎつつある中国、準英語圏で大きな存在力を秘めたインド等、急成長の新興市場、国際金融センターとしての地位を確立しつつあるシンガポール・香港との競争・連携をしながらグローバルな市場の中でのポジショニングを見つけていくという難しい現状である。適切な手を打たなければ縮小均衡と Japan Passing のサイクルにはまるリスクがある。

1-2　日本が貯えた力

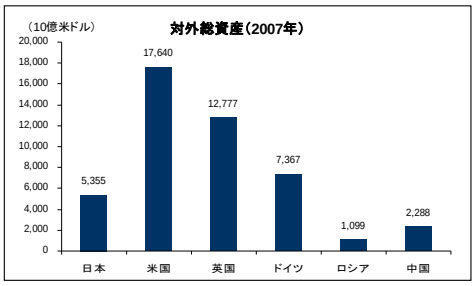
図表 A の如く名目 GDP 世界第二位、対外総資産も総程度大きく、対外純資産になれば、世界に突出して一位、家計の金融資産でもドイツ、英国、フランスを足し上げた分ほどの資産が日本にはある。これから他の金融資産に転換できる余地のある預貯金の額は極めて日本は大きいといえる。また、図表 B の如く通貨別債券発行残高でも円がドル、ユーロに続いており、居住者による国内通貨建て債券の規模としても、(日本政府の莫大な財政赤字の面というのもあるものの) EU や英国を凌いでいて対アジア諸国は比較にもならない。デリバティブを見てみても為替・金利のデリバティブいずれも日本円の影響は大きい。

図表　A

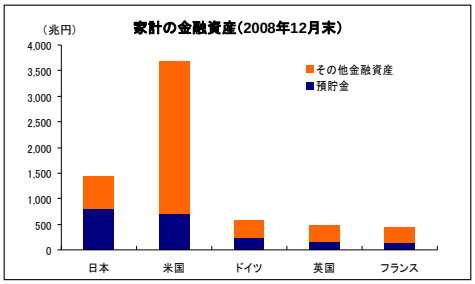
日本が貯えた力



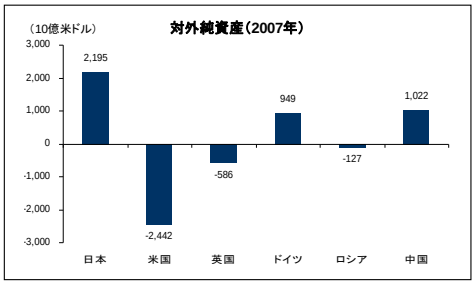
出所：IMF



出所：IMF



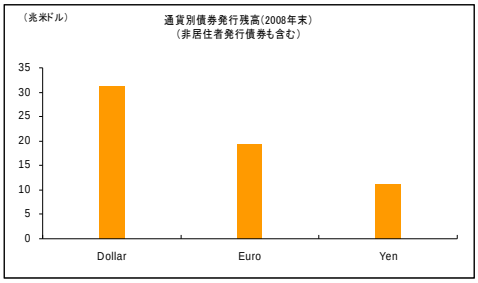
出所：各国中央銀行



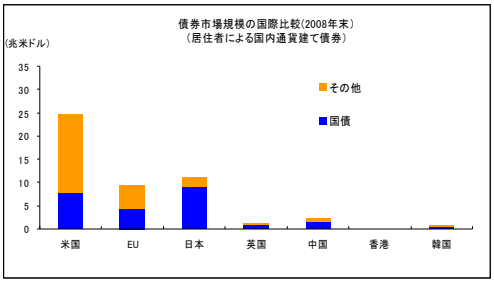
出所：IMF

図表　B

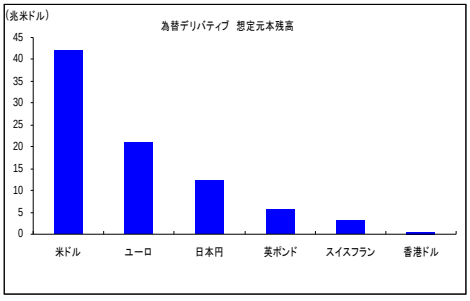
日本が貯えた力



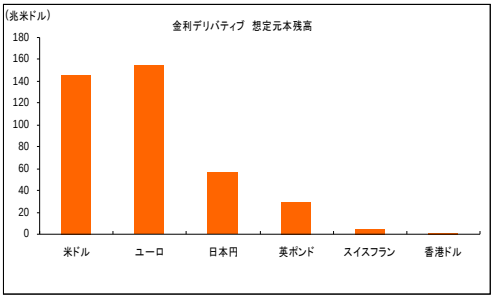
出所：BIS



出所：BIS



出所：BIS



出所：BIS

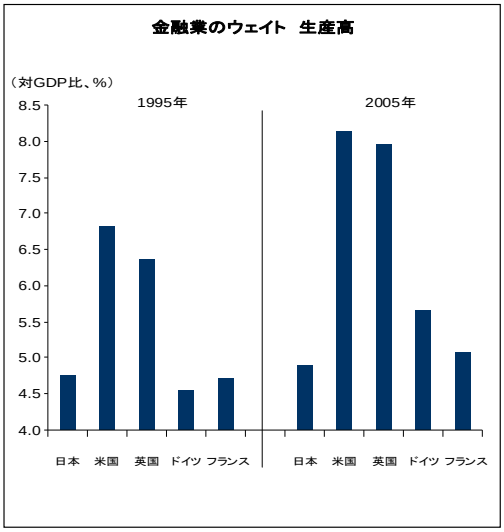
1-3　方向性の選択肢

これだけのストックをどのようにこれからの金融業の拡大に生かし金融セクターを成長のエンジンにしてゆくのかが課題であることは申し上げるまでもない。勿論巨大かつ質の高い国内マーケットとロンドンをモデルとするような国際的な金融センターとしての競争力を有するのが理想である。但し、これを実現するには決済のインフラ、IT のグローバル化はもとより、取引の英語でのドキュメンテーション能力、執行能力を更に高め、香港・シンガポールとの競争に打ち勝つことが必要である。発行体の英語での情報発信の充実と外国発行体、商品の英文情報を受け入れる投資家層の拡大が望ましい。このような大幅な英語対応力強化による国際市場センター化の現実的なハードルは相当高いと認識せざるを得ない。

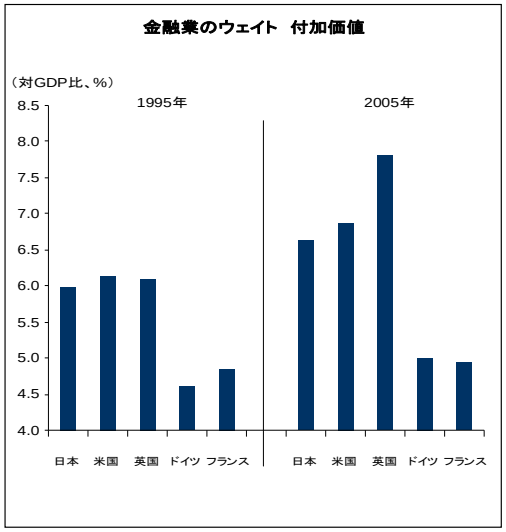
もし、国際金融センター化、それによって相当程度のGDPにおける金融業の比率を占めていくというような構造的な転換までも考えるのであれば、いかに言語問題を乗り超えるか重い課題が残る。参考に金融業のウェイト・対応米比を参照していただきたい。　生産高対比でいうと、まだまだ少なく英米どころかドイツ・フランスにも劣っている。[①]なお、金融業がグローバル化しているという事を考えると、英語圏であるという事と金融業のウェイトには相関関係があるのかもしれない、一方で注目すべきデータとして付加価値比率でみると日本は結構健闘している。（あるいは人件費が高いという事も言えるかもしれない。）
いずれにせよ、生産高比率はもとより、付加価値比率においても金融業のウェイトを延ばしていく余地があるのではないかと思われる。

図表　C

金融業のウェイト・対欧米比



出所：EU



出所：EU

① なおシンガポールでは、2006 年名目 GDP 対比 11%を金融業が占めるというデータがある。後出参考文献「アジア証券市場と日本」P114

そこでまずメインシナリオとして、言語の問題を捨象してできることは何かという事を考えていき、日本市場の質の向上と活力の強化によって、日本語という障壁を補う吸引力と競争力を有するという方向をひとつ考えねばならない。

6月16日に発表になった「貯蓄から投資へ」という金融・資本市場政策懇談会の報告書のテーマはグローバルな市場の中で日本市場の位置づけを押し上げる意味を持つ。報告書は広汎で深い内容になっており実行するのは容易ではないが、先延ばしの許されない課題であろう。ここで逐一内容を繰り返さないが一つ申し上げられることは、金融業者の質というものが非常に大きな証券市場の活性化に相関関係があり、それがキーポイントではないかと考えられる。②

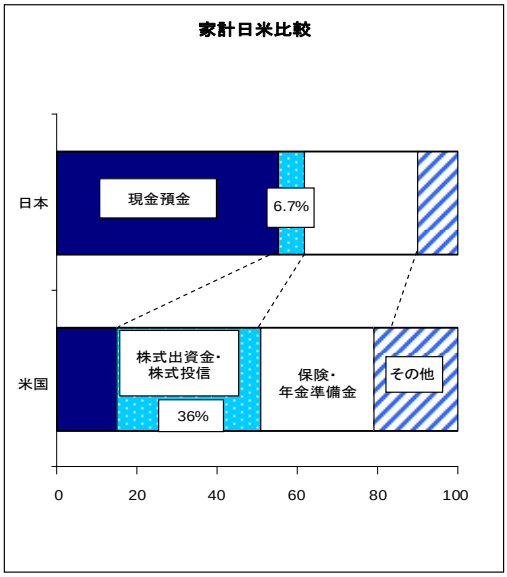
1-4　家計・個人の金融資産及び投資傾向

図表Dの家計日米比較を見ると、やはり転換余地の大きさを改めて認識する。注目すべき点として家計の金融資産の外貨建て資産のウェイトが急速に成長していることがあげられる。家計の投資に対する選択肢が広まっているという傾向がある。さらに、図表Eに示される如くサブプライム以後、家計・個人が株式購入額にポジティブになっており、外国証券の購入もプラスになっている。さらに個人向け社債の発行額が伸びてきているというところが注目点の投資傾向であるといえる。

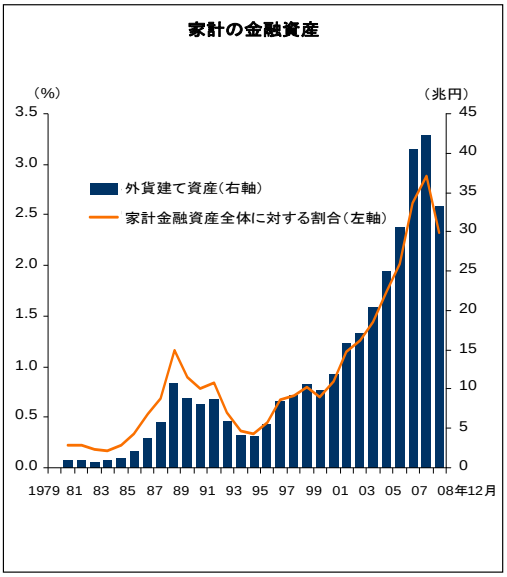
② なお、株式（証券）市場の発展要因や間接金融セクターも含めた金融セクターとの相関、経済発展との相関について調査した論文として後出参考文献"Stock Market Development and Financial Intermediary"/"Macro Economic of Stock Market Development" などが挙げられるが、日本の貯蓄率の高さ、間接金融セクターの強さは必ずしも株式証券市場の発展の阻害要因ではなく、両立補充要因と考えることができよう。貯蓄と投資も背反的と考える必要はない。

図表　D

家計の金融資産



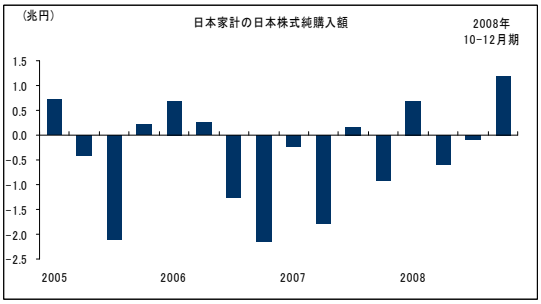
出所：日銀、米連銀



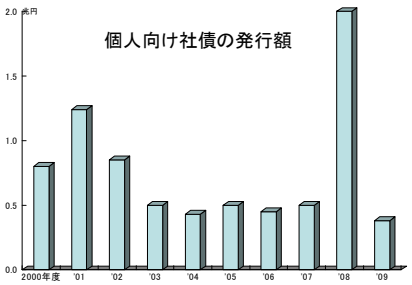
出所：日銀、投信協会

図表　E

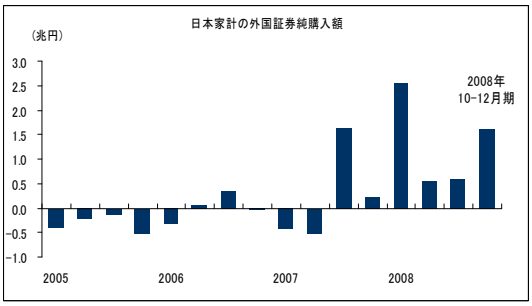
家計・個人の投資傾向



出所：日銀



アイ・エヌ情報センター調べ、 09年度は6月5日時点
日経ヴェリタス65号　54ページ引用



出所：日銀

9

1-5　金融技術・規制環境

金融技術は金融工学の発展、規制環境、金融仲介業者の質並びに投資家の需要との相関の総体である。しかし今、日系・外資系全体をトータルに見て日本企業の金融技術の進展度合いを見ると、デリバティブ・証券化等の金融技術において日本は決してビハインドではないと考える。投資家対応特に個人においては、顧客を適格にプロファイリングし（Know Your Customer）リスク許容度、需要を把握した上での販売を行う能力が仲介業者に問われる。つまり、金融技術というハードな面ではなく、ソフトの面での金融技術、これが求められているところであり、このような姿勢はコンプライアンスの樹立と投資家の信頼の獲得に不可欠である。それは個人の「貯蓄から投資へ」の流れを作るキーポイントであると考えられる。

法制面の充実は対中国・インドの競争上のキーポイントになる。金融法制自身が、金融技術の進展が障害となっているとの議論は少ない。(むしろ周辺法制として旧態然とした担信法等の改正を考えるべきであろう。加えて、ファイアーウォール顧客情報共有規制に関してはオプト・アウトのシステムは不充分であり、法人投資家については英米並みに是非完全緩和を考えていただきたい。）また、現状で複雑な金融技術を要する金融商品需要が今は少ない。
しかしながら金融イノベーションが重要となる局面の対応する必要が無いわけではない。パブリックコメントは法令解釈の明確化に有意義であるが、定期的に解釈を見直す機会があっても良いのではないか。また新商品の開発上不可避な、行政庁の解釈の明確化の時間を短くするためあるいは登録・認可・承認の処理期間を短縮するため人員拡充が必要と思われる。

プリンシプル・ベース、リスク・フォーカスという原則論のもと、規制環境の適切な方向性は作れていると思われる。一歩踏み超えて、金融業者自身のサービスの質の国際規格・ランキングというものをコンサルタント等を採用し評価するシステムを作り、更には金融行政庁のサービス自身についてもそのような競争原理を取り入れて、市場の競争力を算定するというような試みも面白いかもしれない。さらに金融当局と税務当局で Coordinate をしていただき、金融商品の開発・販売力の増大に協力していただくことが肝要であると思われる。

1-6　決済インフラ

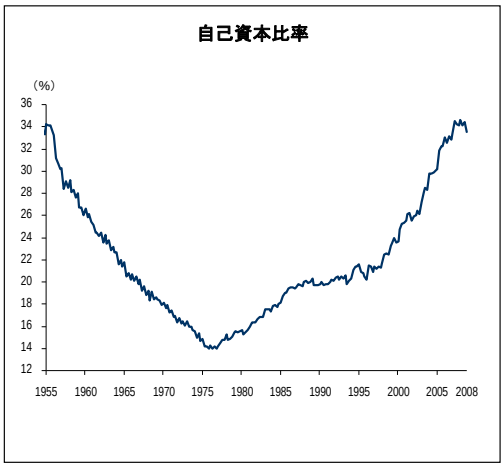
債券・株式電子化対応、DVP 決済など証券決済のインフラは進化しており、国際的に見劣りしないものとの評価が高い。保振において、周辺の貸株サービス等を提供するとなお評価は上がると思われる。クリアリング機能のクリアリング機構への一元化、保振とクリアリング機構による担保一元化により参加者の利便性はさらに向上すると思われる。しかし、決済インフラが充実しても、債券市場の流動性が上がらなければ、宝の持ち腐れになってしまう側面は否めない。国際会計基準の導入、リスク管理技術の向上と決済インフラの充実が、流通市場の流動性を作ることを期待して止まない。さらに今議論されているクレジット・デリバティブのマーケットの規模を拡大しクリアリング機構を作るというイニシアティブがあるが、これは債券市

場の流動性とも非常にリンクしている問題であると思われる。勿論、リアルタイムでクレジット･デリバティブのクリアリングのインフラができるという事は勿論それなりに意味があるが。

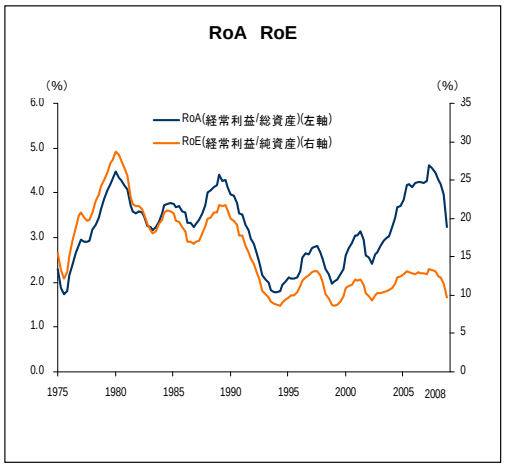
1-7　企業セクター、財務基盤と収益力

一方、投資家対応目線から転換し、発行体サイドの面から言及をさせていただきたい。一般的に日本の企業のセクターは、比較的自己資本率が充実する一方で ROE は国際的な水準としては低く、これがオフセットの関係になっていると考えられている。（図表 F 参照）図表 G を参照していただくとおわかりのように、これだけの経済規模のある国にして株式発行額、社債発行額は少ないと言わざるを得ない。また、グローバル M&A においても然りである。まだまだ未成熟であり拡大余地はあるのではないかと考えられる。財務の健全性に配慮しながら、適度なレバレッジをかけもう少し ROE を高くしていくことが適正な範囲で望ましいのであればデット・キャピタルマーケットの機会が拡大しようし、これから成長あるいは自己資本充実のために株式資本の充実が必要であるならばそれはエクイティ・キャピタルマーケットの資金調達活動が活性化する。そしてグローバルな M&A 取引にも拡大余地がある。資本市場の質を高めることで、より大きな機会を発掘できると期待される。

日本コーポレートセクター　　図表　F
財務基盤と収益力



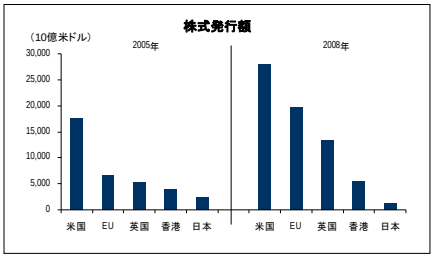
出所：財務省



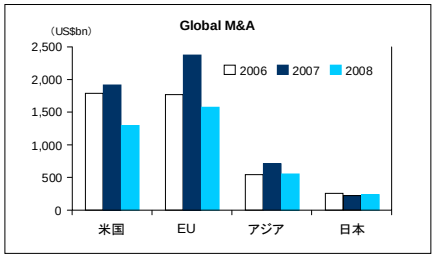
出所：財務省

図表　G

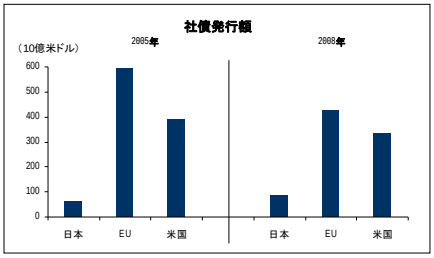
発行市場　M&Aデータ



出所：World Federation of Exchanges
注：　米国はNYSE、EUはEuronext、英国はLSE、香港はHKSE、東京はTSE



出所：Dealogic



出所：Dealogic、日本証券業協会

1-8　資本市場関連の法制面での提案

そこで、資本市場関連の法制面の提案を何点か挙げさせていただきたい。まず機関投資家向け私募のルール[③]を手直しして且つ現在法令改正進行中の私売出しの機関投資家向けの転売ルールを考慮していただくことによってルール 144A型のプライマリーマーケットとしての成功を収める必要があると思われる。(アメリカの 1990 年ルール 144A導入後の私募市場の拡大につき図表H参照)

転売制限は①株式・新株予約権については契約で拘束するのではなく告知にとどめ、②制限期間を限定、③（日本の金商法は原則属地主義を採用していると考えられるので）機関投資家向けの転換制限も海外投資家、海外市場への転売については、規制の対象外であることを、政省令又は解釈上のガイドライン等で明確にする必要がると思われる。[④⑤]これらにより機関投資家向け私募は、海外企業のグローバルオファーリングの調達の一部を日本が担う形ができると想定される。上場を伴わない国内公募いわゆるPOWLも一つの選択肢であるが、こちらを発行市場として拡大することは意味がある。

---

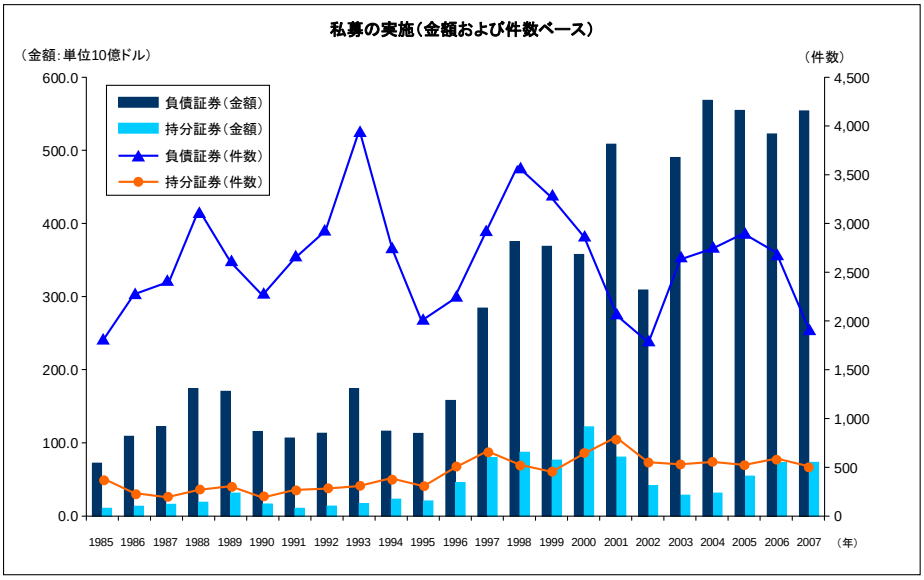
③ 金商法 2 条 3 項 2 号イ、　施行令の 4 条、1 号ロ、2 号、3 号、定義府令 11 条

④ 証取法・金商法の域外適用に関しては議論があり、属地主義を採用しているとの考え方が多いと思われる。しかし、グローバルオファーリングのコンテクストで RegsS 的なセーフハーバーを取り入れる必要性を指摘するむきもある。少なくとも機関投資家向け私募については転売制限の適用範囲を明確にする意味は大きい。日本市場の国際化の面からルール 144A と RegS タイプの規定の必要性を指摘した文献として後出参考文献　青木浩子著「国際証券取引と開示規制」参照。

⑤ なお、特定投資家向け取得・勧誘（金商法 2 条 3 項 2 号ロ）についてルール 144A 型の私募の日本型を想定しているならば、入り口の転売制限契約締結要件は告知にとどめ、制限期間を限定/開示情報としての特定証券情報につきプロ向け流通市場に上場しない外国発行体に関して合理的な情報の指定が告示などによって行う必要があるように思われる。

図表　H

米国私募発行市場



出所：SIFMA、Fact Book, 2008, pp.12-13.
アメリカの証券市場2009年版、日本証券経済研究所

また、市場参加者への情報のアクセスの公平性を担保するルール、ソフト情報の開示促進のためのルール作り。情報のアクセスの均質性並びにソフト情報の開示の促進は、投資家の市場への信頼と回帰を高め、発行体にもプラスになる。⑥

企業金融型証券による調達に関しては、必要とされる開示のレベルを、発行体の属性（Well Known Seasoned Issuers “WKSIs”等の考え方）継続開示実績と時下総額等により柔軟化・多様化、継続開示実績をより機動的な資金調達行為につなげることが考えられて良い。⑦

また、投資銀行の立場から言及させていただくとコーポレート・ファイナンスとリサーチレポートの関係を整理したガイドライン一定の要件を満たし通常発行される調査レポートは、証券の発行、募集の勧誘と見做されないという明確なルール又はガイドラインがあると、資本市場に係る投資銀行・引受会社には意味が大きいと思われる。⑧

第三者割当て、ブロックトレード他、情報の公開前のリスク分配行為にセーフ・ハーバー・ルールを考えていただきたい。（プレヒアルールの手直し、法人関係情報を提供しての勧誘、法人関係情報に基づく自己取引関係⑨）

戦略的あるいはファイナンシャルな株式等の取得/投資では、公表まえに一定の機関投資家に

---

⑥ 米国 Regulation FD (Rule 100-~103)、EU Market Abuse Directive Art.6, 米国 33 年 Act Section 27A, 34 年 Act Section 21 E, Rule 175, Regulation S-K 303

⑦ 米国 2005 Securities Reform Act

⑧ 米国 Rule 137, 138 &139.

⑨ 金融商品取引業者府令　117 条 1 項 14~16 号

リスクを配分する取引形態はあり得る。このような場合、情報の対称性を無くすため守秘義務契約でインサイダー情報の流用の抑止を確認した上でこのような行為が非公開情報を発行体の同意を得た上で、開示場合により相手方からコミットメントをとることもあり得る。これが文理上一律法人関係情報を提供しての勧誘又法人関係情報に基づく自己取引に該当してしまうのは不合理といえる。

クロスボーダーなM&Aでは是非日本の企業が株式を買収対価として外国企業を買収できるような法制にしていく必要がある。海外買収ビークルとしての子会社に対する株式の発行については、実質組織再編行為として現物出資と有利発行の規定適用の例外とするというような形が考えられる。[10]　また、一定の要件を満たす現金対価合併を税制適格化として、ここに非公開化取引をスムースに遂行できる必要がある。

1-9　言語面を中心とした国際化に関するポイント

日本市場のグローバル化には「規制情報」の英語による伝達の充実が必要である。そもそも縦の言語である日本語を横にするだけの不自然さ、原文の英文自体の複雑さなどを考慮すると単純な翻訳ということでは規制情報の伝達手段としては十分ではないと思われる。もう少し、各特定の主題、大量報告、公開買付、公募、私募、インサイダー、空売りなどテーマごとに分かりやすい噛み砕いた英語情報をつけて、条文の翻訳情報と組み合わせるなどして外国投資家、外国業者、外国発行体に理解し易い形での規制情報を作り、市場参加者の評価を高め日本市場のプレゼンスを高くすることが大事なのではないだろうか。さらに発行体のアニュアルリポート等の英語情報の充実もグローバル化に不可欠である。逆に、不要な翻訳情報の要求は可能な限り、排除したほうが良いと思われる。私募外国投信の届出上の日本語書類は不要であろうし、投信法 58 条　外国上場会社委任状勧誘書類等の翻訳も不要と思われる。さらにアグレッシブに言わせていただくと、外国投信の請求目論見書は英語原文で対応するとは不可能であろうか。

市場展開として、AIMの今後の展開は注目すべきところである。ただ、外国Blue Chipが日本に来るというインセンティブを与えるために、例えばNYSEと提携し、上場審査について、英語書類での申請を簡略な形で認め、本国等で提出している英語継続開示、適時開示書類をそのまま活用、継続開示の負担と大幅に縮小する形をとり、個人投資家が入れるようにするのも一考ではなかろうか。[11][12]

---

[10] 現行会社法の下で、クロスボーダーな組織再編行為について（三角）合併の規定がそのまま適用になり、海外の買収子会社に対しての親会社新株の発行規定と現物出資の規定を捨象できるという考え方（後出参考文献　江頭憲治郎「株式会社法」P768 、長島・大野・常松法律事務所「新会社法」P.788）もある。明文規定で整理するほうが望ましい。
なお、現実的に親会社の海外の上場のプロセスが必要となるが、日本の会社同志の合併であっても米国人株主が 10%を超えれば F-4 の SEC への届出と報告会社化は不可避と考えられるので、クロスボーダーM&A と国内 M&A を比較した上で海外上場が組織再編行為のネックとなるとは必ずしも言えない。

[11] AIM においてどれだけの発行体の上場意欲を喚起するのか疑問の余地もなくはない。そこで SOX 法等で鍛えられた一定要件を満たす外国 Blue Chip 発行体の上場インセンティブを増やす事も無理とは思われない。

[12] なお、EU では英語による上場申請、継続開示、公募等の道を開き（目論見書指令）独仏等では目論見書の母国語要約を付することで英文ディスクロージャーの道を広げている。日本が市場の国際化としての英文開示対応、現状ではまだ不十分というところであろうか。日本の課題としては、市場の英語化と個人投資家との保護のバランスに尽きよう。

最後に、ユーロボンド市場に比肩すべき市場をアジアに作るとの構想（アジアゲートウェイ構想の一部）を考えるとき、ロンドンの役割を日本がとりに行くのか？　そのためには英語対応力・言語も含めたグローバル標準の決済・IT のインフラの創成にアジア版のユーロクリアシステムを日本で作ってしまうこと、そして弁護士・会計士等のプロフェッショナルのグローバル化を進めるために人材を確保するのは不可欠である。そしてプライマリーからセカンダリーまで相当程度日本の市場が担えるような形となると日本の金融業界の成長に寄与する。ただし、流動性の高い債券市場ができるのか、発行体それぞれの本国の破産法や外国為替のコントロール、源泉徴収など未解決の問題は多く実現へ向けての対費用効果分析が必要となろう。

参考文献/資料

川村　雄介　「アジア証券市場と日本」　金融財政事情研究会
日本証券経済研究所

青木　浩子　「国際証券取引と開示規制」　東京大学出版会

山内　惟介　「国際金融証券市場と法」　中央大学出版部

雁金　利男　「アメリカ証券市場」　日本証券経済研究所

江頭　憲治郎　「株式会社法」　有斐閣

長島・大野・常松法律事務所　商事法務
「新会社法」第 2 版

Aslı Demirgüç Kunt and Ross Levine　The World Bank Economic Review 10 (2)
"Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts"

Valeriano F. Garcia and Lin Liu　Journal of Applied Economics, Vol. II No.1
"Macroeconomic Determinants of Stock Market Development"

平成 19 年 12 月 21 日　金融庁
「金融・資本市場競争力強化プラン」

平成 21 年 6 月 16 日　日本証券業協会
「金融・資本市場に関する」政策懇談会」報告書

今後の証券市場の在り方に関する研究会

競争力強化に関する問題
（特に金融技術とITについて）

2009／06／15

（株）野村総合研究所
金融フロンティア事業本部
金融先端ビジネス企画部 松本
金融ITイノベーション研究部 小粥

IT（情報技術）とFT（金融技術）が日本の金融力の足枷になっている！？

【IT面】

■確かに、日本の（広義）金融機関において「ITのビジネス活用が十分でない」と感じている経営者は多い

✧時間がかかる/コストがかかる/ビジネス要件が理解されない・・・

✧新たな技術のビジネス適用において実績のあるベンダーが少ない

狭義のITレベルよりも、「ITをビジネスに活用できているか」という視点を重視

【FT面】

■確かに、日本ではデリバティブ等の新商品開発において欧米に劣後しているように見える

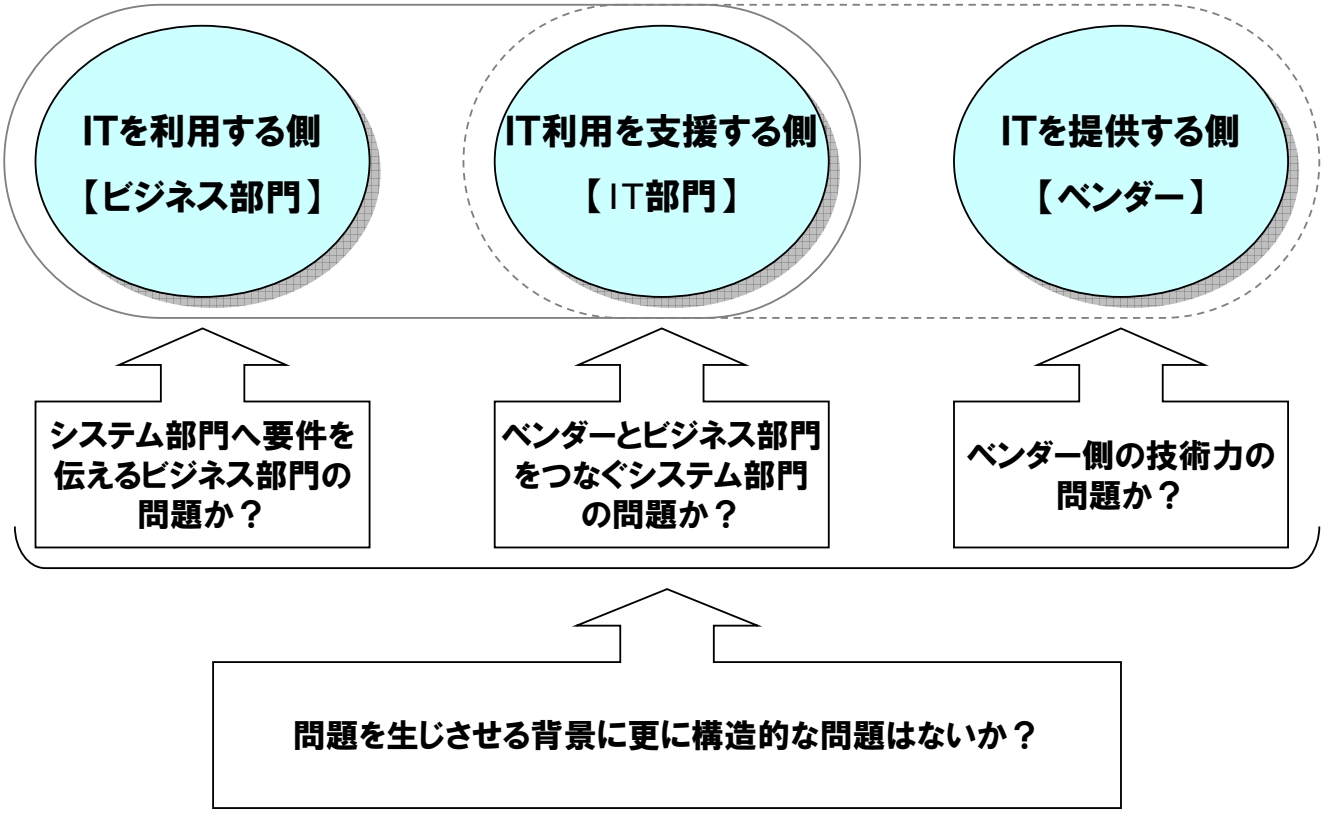
✧CDS等の取引量も米国の100分の1

✧ファイナンス関連の研究論文も欧米に比べて質・量ともに見劣り

狭義のFTレベルよりも、「FTをビジネスに活用できているか」という視点を重視

Copyright（C）2006 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

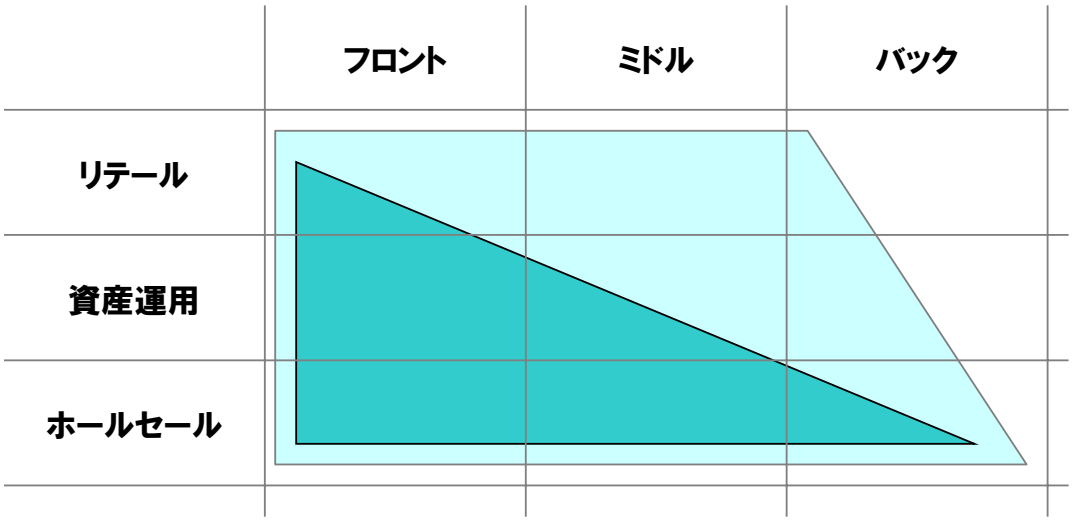
ITのビジネス活用が不十分だとしたらどこに原因があるのか？



NRI Copyright(C) 2006 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

「ITのビジネス活用が十分でない」は一般論としては語れない

- ■全ての金融機関で問題が生じているわけではない
  - ✧国内資金決済系のシステムやオンライン証券などでは先進性も見られる
- ■全てのビジネス部門で同水準の問題が生じているわけではない
  - ✧問題が多いのは、グローバル金融市場の中で競争する必要のあるグローバルホールセールの領域



NRI Copyright(C) 2006 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

日本の金融機関におけるシステム開発への一般的な見方

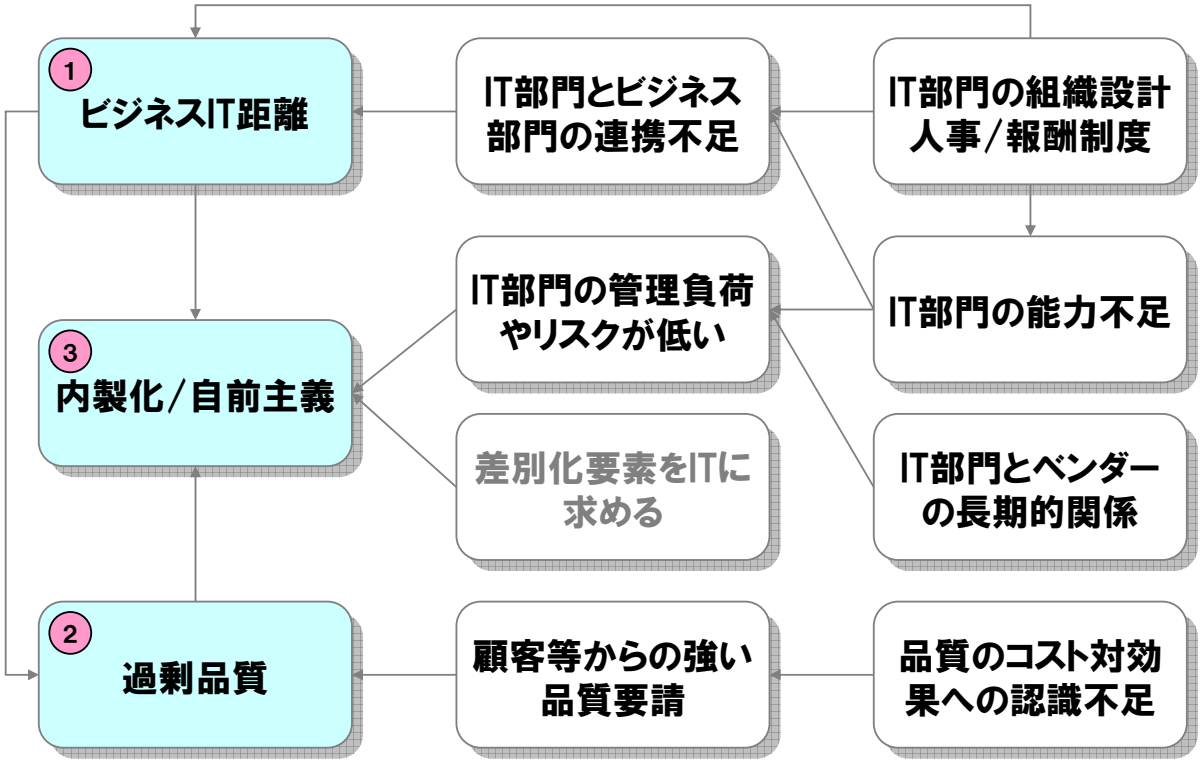
■【ビジネス部門とIT部門の距離】
- ✧ビジネス部門とIT部門の間で意識上の乖離が生じており、IT部門がビジネス部門のパートナーとなり得ていない
- ✧特に日本の金融機関においてはフロント業務においてこの傾向が強いが、外資系も含めて広く一般的に存在する傾向
- ✧結果として、「IT部門はベンダー寄りで役に立たない」、「ITが制約となってビジネス展開が制限されるという意識が強い」といった状況に陥る

■【内製化/自前主義】
- ✧大手金融機関を中心としてパッケージよりもカスタマイズを指向する傾向が強い
- ✧結果として、「新たなビジネスを開始するに当たってスピード感が足りない」、「システム開発にコストがかかってしまう」、「メンテナンスの多くのコストを費やし抜本的な改革ができない」などの問題を生む

■【過剰品質】
- ✧マテリアリティ・ポリシー（Materiality Policy：重要性指針）が欠如している中で品質にはコストがかかるという視点が軽視される
- ✧「ATMが止まれば新聞沙汰」、「投信基準価額は日々投信会社と信託銀行双方で計算して照合」・・・
- ✧結果として、「開発工程の中でテスト工程に非常に多くのコストが発生している」、「金融機関の日常業務の中でも一円単位の数字合わせに業界全体として多大なコストが発生している」、「戦略的な投資のための余力がない」といった状況を生む

NRI Copyright（C）2006 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

問題の背景



NRI Copyright（C）2006 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

ビジネスIT間距離を縮める工夫

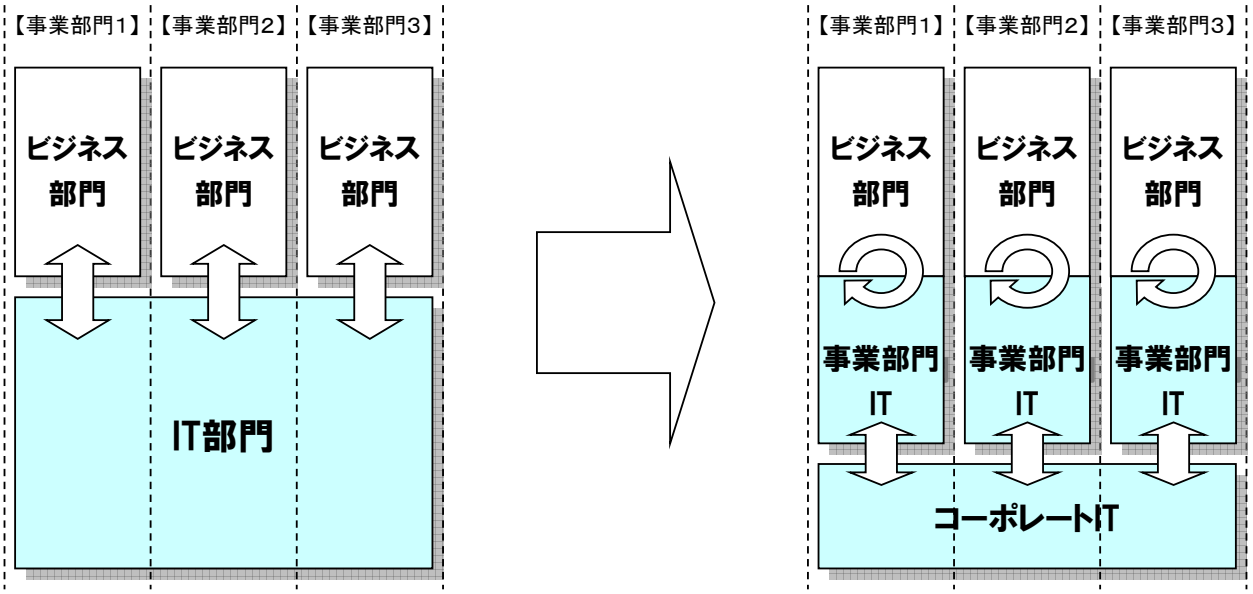
■組織設計上の工夫
- ✧コーポレートITと事業部門ITを分離した上で、事業部門ITを各事業部門のコントロール下に置く
- ✧ビジネス部門の問題意識を捉えIT部門としての提案を推進するBA（ビジネスアナリスト）人材の増強を行う

■人事評価/報酬制度上の工夫
- ✧IT部門の社員に対する360度評価
  - ✦IT部門、あるいは個別社員に対するビジネス部門評価を考慮（ビジネス部門を顧客（Client）と見立ててCS調査を実施する、など）
- ✧IT部門の専門性強化/モチベーションマネジメント
  - ✦IT部門管理職のキャリアパス見直し（優秀な管理職）、中途採用の増強
  - ✦事業部門ITにおける業績連動型報酬（事業部門自体の業績連動報酬が前提）
- ✧CIOの地位向上
  - ✦ビジネス部門とIT部門の経営層においてローテーション人事

NRI Copyright（C）2006 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

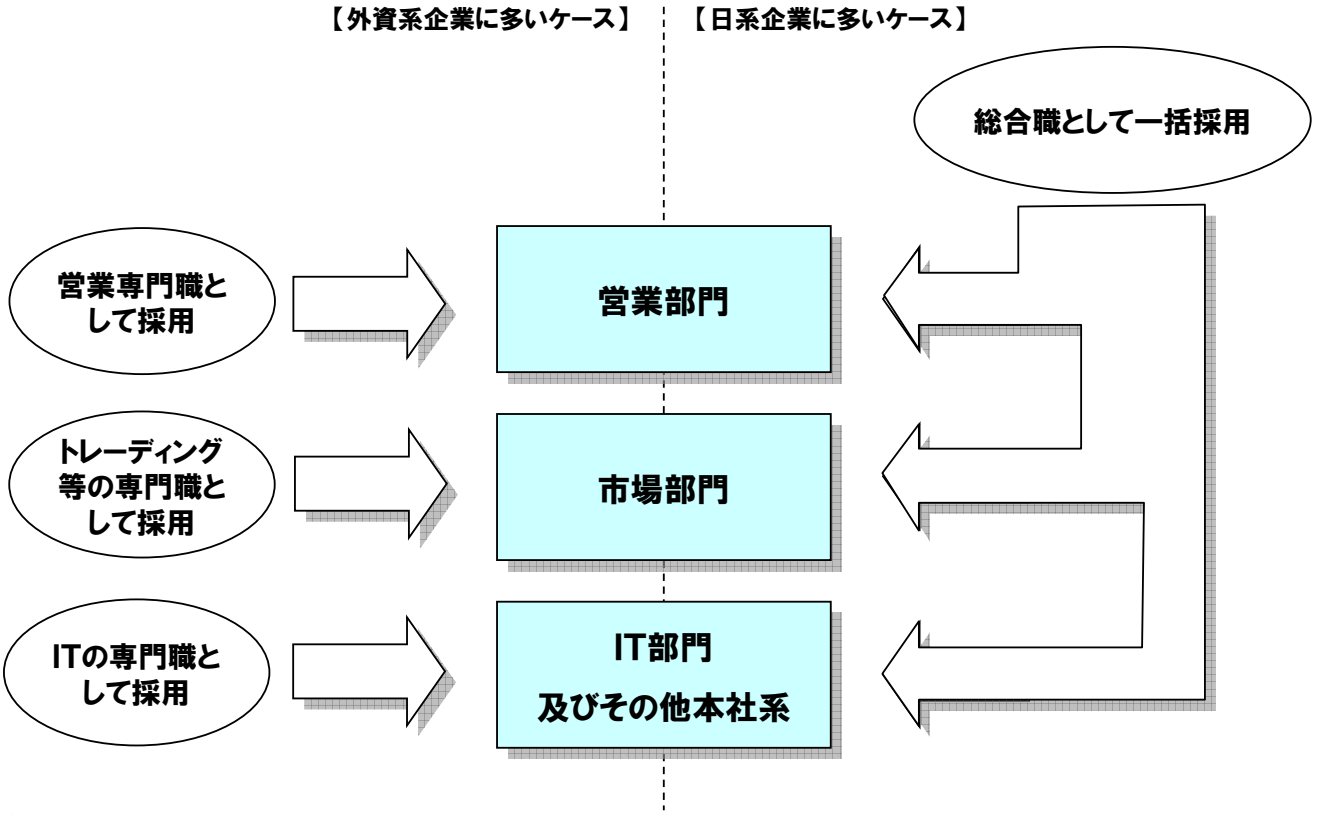
コーポレートITと事業部門IT

■IT部門を事業部門ITとコーポレートITに分離する
■事業部門ITは各ビジネス部門に所属（ただし、フロント業務やミドル業務の一部に限定）
■事業部門ITが主として業務アプリを構築、コーポレートITはインフラの管理や統一ルールの管理等に特化



NRI Copyright（C）2006 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

金融機関における人材の採用



NRI Copyright(C) 2006 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

過剰品質:「バグはなくならない！？」

■システム開発におけるテスト工程の模擬シミュレーション

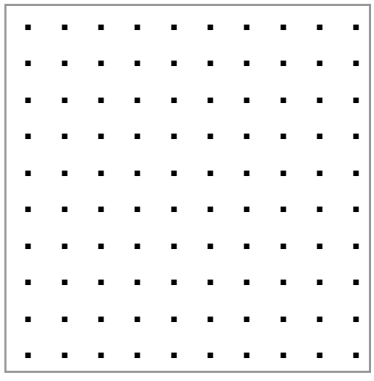
✧図1は、10×10のエリア。ここに100個の点がある。

✧ここに半径　2の円をランダムに落としていく(「テストでバグを検出できる」ということ)。

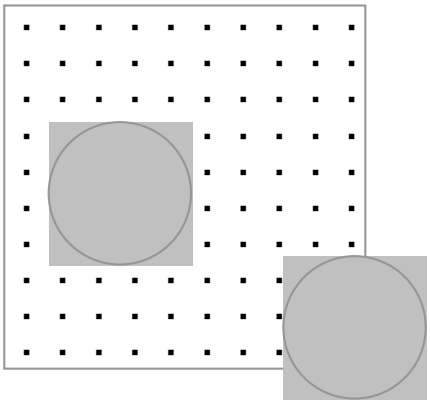
✧図2の左の円では13個の点をカバーし、右下の円では6個の点をカバーしている。

✧円をランダムに落とし続ける時、何回で全ての点をカバーできるでしょう？

（図1）



（図2）



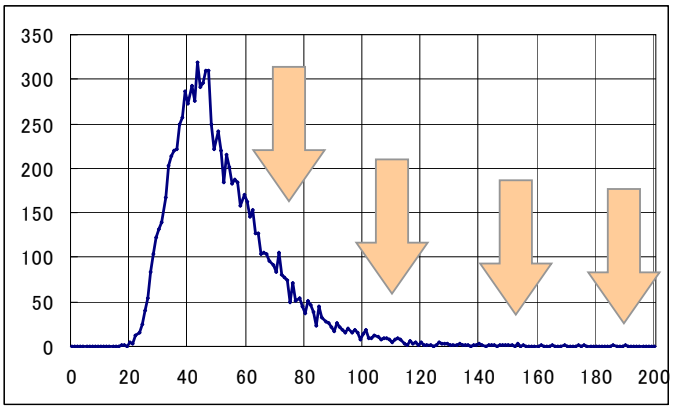
NRI Copyright(C) 2006 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

過剰品質:「バグはなくならない！？」 ー(続き)ー

②－2

■シミュレーション結果
- ✧最短は**18回**
- ✧メディアン(中央値)が49回
- ✧平均が**51.9回**
- ✧バグが発生するのが10%以下にまでなるのが76回
- ✧1%以下までならば113回
- ✧0.1%以下までならば154回
- ✧1万回の実験で最多、即ち0.01%以下までならば、なんと**190回**

■もっと効果的にバグをつぶす工夫
- ✧ランダムにテストするのではなく、重要度に応じてテストを設計する
- ✧例えば、UAT(ユーザー・アクセプタンス・テスト)の重視



	回数	差
90%	76	
99%	113	37
99. 9%	154	41
99. 99%	190	36

NRI Copyright(C) 2006 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

パッケージと内製化の比較

③－1

	パッケージ	内製化
業務アプリの開発にかかる時間/コスト	○ 業務ロジック部分は開発済み × 日本語化等の負荷は別途かかる	× 業務ノウハウがある場合でも多大な時間とコストを要する
社内システムとの接続	△社内システムと蜜に連携させるには多大な労力を要するケースある	△既存システムを生かした設計とすることで相対的にコスト下げられる
ユーザーによる要件定義の負荷	○ 新規ビジネスへの参入に際してはパッケージ内に織り込まれた業務モデルを活かせるので負荷低い	×ユーザー側の負担は大きい
メンテナンス/保守に伴うリスク	△全体の品質を確保するために、信頼できる外部パッケージベンダーの選定が重要 × 海外ベンダーの場合、コミュニケーションコストも大きく、IT部門の管理コスト高くなる	○ 全て自社でコントロールできるという点では品質に対するコミットメントレベルを高く設定できる
拡張に向けた負荷とベンダー依存リスク	○ ベンダーが業界動向に応じて機能拡張していくので自ら対応する負荷は下がる × ベンダーの機能拡充方針に依存するリスク	× 拡張性は大きいが自ら設計開発を行なう負荷は大きい ○ ベンダー依存のリスクはない
適した業務領域	■時間をかけずに立ちあげたい領域 ■差別化要素が少ない領域(バックなど)	■ 差別化要素が大きいと判断される領域(フロントなど)

NRI Copyright(C) 2006 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

ハコ物導入：ビジネスが後追いになるケースが多い

③－2

「ハコ物」の例	日本での導入	導入に際しての課題
DWH（データ・ウェアハウス）を中心に据えた社内システム改革	■90年代より金融機関における適用を試みるプロジェクト散見されたが、実効性を伴って活用されているケースは稀（生保、銀行、AM等）	■DWHの重要性は言われているが、DWHを管理する業務についての重要性は軽視されている ■品質を伴わないDWHは単なるゴミの山となる
CRM（クライアントリレーションマネジメント）による商品開発及びマーケティングの強化	■一時、ブームとなって金融機関を中心としてCRM用パッケージの導入を進めたがその後中断 ■改めてEBM（イベントベーストマーケティング）としてプロモーションが始まっている	■CRMを活かす為に必要となる社内データの収集に困難を来たすケース多い ■CRMの意義が全社的に理解されないままシステム導入に走った結果、更に信頼を失う悪循環も発生
ALM（アセット・ライアビリティ・マネジメント）による全社的リスク管理機能強化	■80年代よりその重要性が銀行や生保で言われ、実際にパッケージを中心とした導入が銀行で進んだ ■しかし、実効性ある形で運営されているものは少ない	■経営においてALM分析の結果を活用する局面が少ない ■リスクとリターンのトレードオフ関係に対する経営層の正しい理解

NRI Copyright（C）2006 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

金融機関のIT力に作用する「日本的」な要素

■異質なものを組織内に取り込むための管理フレームワークの弱さ

⇦同質な環境において「阿吽の呼吸」で仕事をする日本的分化

⇦個別のルールで縛ると「異質なもの」の能力を損なう結果となってしまう（枠組みはシンプルで分かりやすく能力を最大限引き出す形が好ましい：プリンシプルベース）

■IT人材の専門性向上を阻むローテーション人事

⇦日本においてはIT人材市場の流動性が高くない（大分、良くはなってきたが・・・）ので各金融機関が新人採用から面倒を見る必要あり

⇦調整型人材を重用する日本的雇用慣行がIT部門に適した人材を育成する上で障害になってきた

■突出して優秀なIT人材に報いることができない金融ITの現場

⇦投資銀行業務のフロントではビジネス部門に所属し、ビジネスチームと一体化して動くITメンバーが存在する

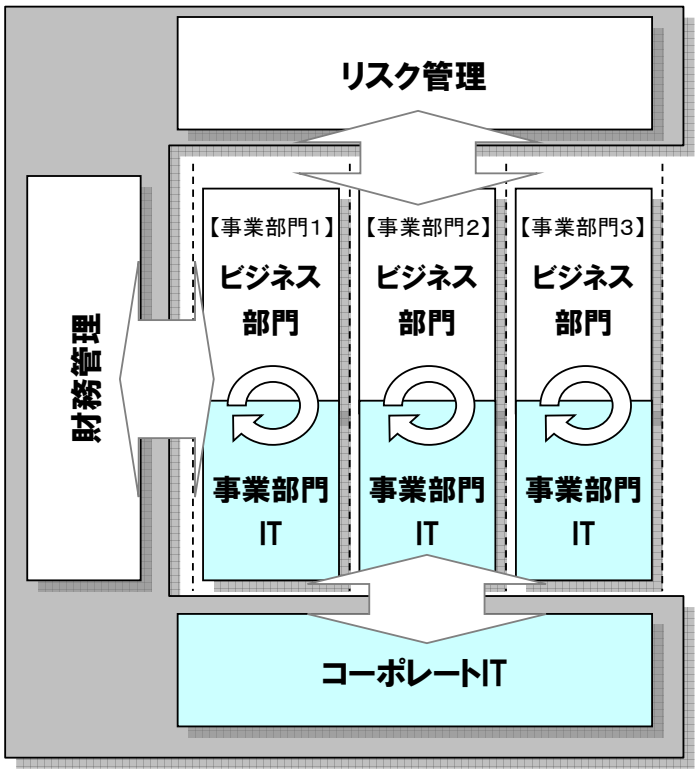
⇦そもそもの問題として、金融ビジネスで突出した収益を稼ぐことに対し批判的な見方（日本的美学と言われることも）がある中では、金融IT分野での突出した人材登用はむずかしい

NRI Copyright（C）2006 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

管理フレームワークは「異質なもの」の価値を高める

- 金融機関におけるビジネスの管理フレームワークは主としてIT管理、リスク管理、財務管理で構成される
- 事業部門ITが自由に活動するためには全社的な整合性を考慮した基本ルールが必要
- これはビジネス部門においても同様
  - ✧例えば新たにエネルギー関連ビジネスを始める投資銀行では、当該ビジネスの新たなチーム外部から採用し、一定の枠組みの中で活動させなければならない
- 細かな手続き型ルールでは「異質なもの」の能力を引き出すことは難しい
- 「異質なもの」が日常的に出入りする環境下で鍛え上げえられた外資系金融機関に分がある

【ビジネスの「器」としての管理フレームワーク】



NRI Copyright(C) 2006 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

FT(金融技術)における問題もITの相似形(もっとシンプル)

- ビジネスとの距離に関する問題もある
  - ✧一部の金融機関ではFT人材を子会社化したり、事業部門とは独立した部門として集め、人材育成に向けた枠組みを重視
  - ✧事業部門の現場からやや離れた存在となることで、「ビジネスFT距離」といった問題も出てきている
  - ✧FT人材を集めて組織化するだけの体力がない金融機関ではビジネスの現場にてFTを採用するケースもあるが、俗人的な業務に埋もれ能力が発揮できていないケースも多い
- 突出した人材を採用できていないという事実もITと同様
  - ✧突出した人材が必要となるような真にイノベーティブなビジネスのケースが少ない
  - ✧事業部門自体が業績連動型報酬でないケースがほとんどであり、FT人材にも高い能力に見合った報酬を提供することはできていない
- FT人材の不足が問題というよりは、FT人材を必要とするビジネス活動が低調なことが問題
  - ✧大学におけるファイナンス講座も増えておりFT人材の卵は多い状態
  - ✧むしろ、ビジネス側で新たな事業に乗り出したり、リスク管理機能を強化したり、科学的なマーケティング導入を本格化させたり、といった動きが加速しない限り、実務経験を持った人材の厚みは出てこない

NRI Copyright(C) 2006 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

全体をまとめると・・・

- ITやFTは確かにビジネスを推進する上で重要な要素ではあるが、単にビジネス力を決める条件になっているだけではない
  - ビジネス全体の中でどの程度ITを重視して戦略を立てるか、FT人材を必要とするようなイノベーティブなビジネスが生まれているか、といったビジネス側のスタンスの帰結でもある
- ビジネス側でよりイノベーションを追求する動きが強まらない点に関してはその原因を改めて確認する必要がある
  - 過剰品質もイノベーションから逆方向を向いていることの一つの現われである
- ITやFTをビジネスに有効活用しようと思えば、人事/報酬制度など「日本的」と言われるビジネス慣行を見直す必要が出てくる
  - 管理フレームワークの弱さは早急に補われるべきテーマである
  - ただし、「日本的」と言われた様々なビジネス慣行にも徐々に変化が生じている
  - とりわけ、金融危機後に外資系・日系を跨いだ業界再編が起きており、「日本的」な要素を一気に解消する企業も出てくる

NRI Copyright(C) 2006 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

NRI Copyright(C) 2006 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

金融庁金融研究研修センター

〒100-8967　東京都千代田区霞ヶ関 3-2-1
中央合同庁舎 7 号館　金融庁 15 階

Tel.03-3506-6000（内線 3293）
Fax.03-3506-6716
URL. http://www.fsa.go.jp/frtc/index.html