

博士論文要旨

市場型金融モデルにおける機能不全リスクとその対策  
—マーケット・マイクロストラクチャーからみた市場機能向上のための提案—

2007年1月

滋賀大学大学院経済学研究科  
経済経営リスク専攻

氏名 志馬 祥紀

指導教員	二上	季代司
指導教員	有馬	敏則
指導教員	小川	功

(論文要旨) 市場型金融モデルにおける機能不全リスクとその対策

—マーケット・マイクロストラクチャーからみた市場機能向上のための提案—

わが国における金融制度改革(日本版ビッグバン構想)が行われた背景には、いわゆる間接金融に過度に依存した従来の金融構造の行き詰まりが存在する。ビッグバン後の金融構造のあり方としては、証券市場の有する機能を重視する「市場型間接金融」モデルが具体的な政策目標として採用されている。しかし現実の証券市場の法制度については、具体的な問題点や改正すべき制度等も多く、市場型間接金融において中心的機能を果たすことが期待されている証券市場に、その機能を発揮させる上で課題が多く存在する。

本研究においては、証券市場の運営に係る法制度や各種の政策について、市場利用者のリスク・マネジメントを向上させていくためには、「どのような市場構築が必要なのか」という視点から、過去の政策や証券市場を巡る事例について実証分析を行い、その問題点を指摘、必要なリスク・マネジメント策を論じる。

具体的な分析対象としては「空売り取引規制(第2章)」「デリバティブ取引(第3章)」「株式分割(第4章)」「株式交換(第5章)」を取り上げる。

第2章「空売り取引規制」においては、空売り規制について英国、米国の最近の政策、議論を注視し、わが国における空売り規制のあり方を考察した上で、空売り取引の規制強化が取引流動性に与えた影響について実証分析を行った。

その際に注目すべき事項は、空売り規制の目的とする事項は実は複数(価格変動リスクの抑制、フェイル・リスクの低減)存在しており、その目的別に異なる政策が必要ということである。そして、考察内容や実証結果を踏まえて、市場機能を高めるためには取引規模の大きな株式について価格規制(いわゆるティック・ルール)を緩和する一方、取引決済時におけるフェイル発生を防止するために、現行の価格規制と異なる規制が必要との、リスク・マネジメント策を提言する。

第3章「デリバティブ取引」においては、わが国の株価指数先物市場と株式市場におけるリスク・マネジメントについて分析を行った。具体的には、株式市場の取引時間短縮を機に提起された先物市場の価格形成批判について、論点を整理し、批判の適切性について実証分析を行った。その結果、先物市場が現物株式市場を攪乱していた事実はなく、問題提起が誤った認識に基づいていたこと、現物取引の取引時間短縮中に、日中の現物市場の情報効率性が低下していたこと等が明らかになった。本研究においては、これら分析結果にもとづき、過去の政策を俯瞰し、デリバティブ市場に関するリスク・マネジメント策を提言する。

第4章「株式分割」においては、企業の株式の実施が取引流動性に与える影響について分析を行った。その結果、株式分割が取引の流動性を向上させる明確な結果は得られなかった。これは「取引流動性を目的として」株式分割を実施する企業の説明を否定するものであり、新たなファクト・ファインディングで

ある。これら分析結果に基づき、株式市場における投資家保護を目的とするリスク・マネジメント策を提言した。

第5章「株式交換」においては、親会社がその上場子会社を株式交換によって完全子会社化する際の、親会社・子会社双方の株価の反応状況とその決定要因を分析した。その結果、株式交換情報発表後の株価の反応については親会社・子会社間の株式交換比率が決定要因となっているにも関わらず、当該比率は恣意的に決定される可能性があり、子会社株主間で利害が対立することを明らかにした。これら分析結果に基づき、少数株主保護を目的とするリスク・マネジメント策を提言する。

これら分析結果と提言内容は、証券市場のリスク・マネジメント上示唆的な事項が多くまれる。わが国の金融構造について、市場型間接金融モデルの定着が政策として推し進められる中で、本研究内容は市場の機能向上に資する具体的な制度整備案を示すものであり、今後の立法政策あるいは市場運営政策上で有効な視点を提供するものである。

以 上