

## 博士論文審査要旨

### ・論文の主題と構成

志馬氏が提出した博士論文の主題は、「市場型金融モデルにおける機能不全リスクとその対策」である。氏の問題関心は、バブル崩壊後の日本の金融システムは市場メカニズムを軸とするものに転換しつつあり、したがって今後の金融システムの機能不全リスクは、金融における市場機能が十分に働かないことから発生するという認識の下で、金融システムの機能不全リスクを除去する（あるいは許容範囲に押さえ込む）ための方策を提示しようとするところにある。

第1章「はじめに:証券市場の重要性」では、当該論文の問題関心、問題設定が述べられている。続く第2章～5章において、氏は金融における市場機能の不全リスクが顕在化した例として、空売り規制強化(2002年)、現物取引と歩調を合わせた先物取引の時間短縮策(実施にいたらなかった、2006年)、大幅な株式分割の流行、上場子会社の株式交換による完全子会社化、の4つの事例をとり上げ、それぞれ、どのような種類の機能不全リスクが生じたか(生じようとしていたか)、イベントスタディによる計量的実証分析を行い、リスク管理の観点からなすべき方策を提示している。この4つの事例研究が第2章～5章を構成する(2章「フェイルリスク・マネジメント(空売り規制の現代的解釈)」、3章「現先一体化の情報リスク・マネジメント(魔の30分問題)」、4章「発行者・投資家間の情報リスク・マネジメント(株式分割)」、5章「株主平等の原則と少数株主のリスク・マネジメント(株式交換)」)

以上を受け、最終の6章では、2～5章の事例研究の結果を市場機能不全リスクのマネジメントという観点から整理している。

### ・論文の概要

第1章では、金融システムの諸機能ならびにそれら諸機能が市場を通じて発揮されるための諸条件が理論的に整理される。ここでは、資源移転機能、リスク管理機能、決済機能、資金のプール化・小口化機能、情報提供機能、情報の非対称性解決機能、ガバナンス機能などが金融システムの諸機能として上げられる。またそれら諸機能が市場を通じて十分に発揮されるための条件として、価格形成の公正性・透明性、流動性、決済履行の確実性、情報効率性、投資家権利の平等性が満たされていることをあげる。

ついで、こうした諸条件が損なわれるケースが最近数年間に実際に顕在化した、として上記4つの事例をあげ、第2章以下各章においてそれぞれ数量的手法によって、いかなる諸条件が損なわれたか(あるいは損なわれようとしたか)、これら諸条件が損なわれるリスクを除去し、あるいは緩和するための方策は何か、積極的な政策提言を行っている。

第2章では、ケーススタディとして2002年の空売り規制強化を取り上げるなかで、上記の諸条件のうち価格形成の公正性、流動性、決済履行確実性が取り上げられる。2章では空売り規制の目的として「価格形成の公正性」のほか「フェイル（受け渡し不能）の防止」もあること、最近の英米の空売り規制の方向は、「価格形成の公正性」よりも「フェイル防止」に焦点が移っていること、他方、日本では「価格形成の公正性」に焦点を移しているため、「ティックルール」が規制の主たる手段となっていること等が指摘されている。こうした理論的整理ののち、氏はイベントスタディの計量的手法によって2002年にとられた「空売り規制強化」策を分析し、この強化策にもられた「ティックルール」は流動性条件を損なったと評価する。そして、「価格形成の公正性・透明性」は「ティックルール」によるのではなく「市場監視」強化によるべきであり、空売り規制は、「フェイル防止」に焦点を置き、決済履行の確実性を担保する方向でルールを改定すべきだと主張する。

続く3章では、上記諸条件のうち情報効率性条件が取り上げられる。2006年1月に東証のシステム・ダウンの影響で現物市場が30分間、取引時間を短縮したため、その30分間、先物市場だけで取引が行われるという事態が発生した。かかる事態に対して、現物市場空白の30分間における先物市場の価格形成が現物市場の価格形成を攪乱し、株価の乱高下をもたらすので、先物市場も同調的に30分間、取引時間を短縮すべしとの主張がでてきた。これに対し、氏は、イベントスタディの計量的手法を用いて取引時間短縮前後の価格形成を分析し、価格変動は拡大していないこと、取引時間短縮により情報効率性と市場流動性は低下したこと、現物・先物間の価格形成関係には変化がなかったこと等が明らかにされている。すなわち先物取引が現物の価格形成に悪影響を与えている証拠はなかったと結論付ける。この結果、先物市場の同調的な取引時間短縮は、なんらの利益がなく、かえって情報効率性と市場流動性を悪化させるだけであること、現物市場と先物市場についての基本的知識の普及といった継続的な啓蒙活動が重要であると主張している。

4章では、ケーススタディとして株式分割が取り上げられ、これに関連して上記の諸条件のうち市場流動性と情報効率性に言及している。1999年～2003年中に1対1.5以上の株式分割を行った68銘柄を分析対象として分割前後の市場流動性、価格形成の変化を検証している。分析の結果、企業側が主張する、株式分割の市場流動性向上効果は検証されなかったこと、他方でファンダメンタルを反映しない株価上昇（すなわち株価形成の公正性を損なっている）ケースが散見され、株式分割は価格操作的行為の性格を帯びていると主張する。こうした実証分析を踏まえ、氏は株式分割の持つ株価形成の悪影響を排除する観点から上場会社に対する開示規制の強化を主張する。

5章では、ケーススタディとして、株式交換を利用した親会社による上場子会社の完全子会社化が取り上げられ、これ煮関連して上記諸条件のうち投資家権利の平等性（少数株主保護）に言及している。2002年～05年中の東証上場廃止企業のうち、30%以上を保有する親会社が株式交換を利用して完全子会社化した58社を選択し、イベントスタディによって、株式交換前後の株価変化を検証している。この分析の結果、完全子会社化は会社側が主張

するように株主価値を向上させるとは必ずしもいえないこと、交換比率によっては子会社の株主間（親会社である支配株主と少数株主）との間に利益相反の関係にあること、現行法制では、親会社が意図的に交換比率を低くして少数株主から不当に利益移転を図ろうとする場合、それを阻止することが困難であることを明らかにしている。したがって、大株主・少数株主との情報格差を緩和するために積極的な情報開示を主張している。

6章は、2章～5章で対象とした各種の市場機能不全リスクを、リスク・マネジメントの観点（リスクの認識・評価・対策）から総括している。

#### ・論文の評価

当該論文において中心をなすものは2～5章までの4つの事例研究である。各事例研究は、単独でも十分、独立した論文になるほど完成度は高い。これら各事例研究における問題設定、先行研究のサーベイ、計量的手法によるイベントスタディとそれにもとづく政策提言はきわめてオーソドックスであり、内容も妥当なものである。また、これら事例研究の対象自体が極めて専門的な分野でもあることから、実務家以外に取り上げることが少ない。そうしたなかで実務家として氏が日々の職場の中で観察したものを、単なる抽象論に堕さず、丹念に事実や統計数値を拾い上げて計量分析を施しており、事例研究としても希少価値はきわめて高い。

他方、各論文が完成度の高い独立した論文の性格を帯びていることは、全体として、4つの事例研究全体をつらぬく（したがって当該論文全体における）氏の主張を支えるロジックについて、やや甘さが見られる。すなわち氏が列挙している市場機能が十分に働くための諸条件は、やや羅列気味で、相互の関係を十分、考慮しているとはいいたい面がある。たとえば、上記の 価格形成の公正性・透明性と 市場流動性、 情報効率性は時に両立しない場合もある。「合理的バブル」がそれである。合理的バブルは市場が情報効率であっても、株価がファンダメンタル・バリュウから上方に乖離して形成される状態を言う。この場合、市場流動性を犠牲にしても価格形成の公正性を確保しようという選択もありうる。空売り規制におけるティックルールはまさにこれにあたる。ティックルールは、逆に株価がファンダメンタルバリュウから下方に離れて形成されようとするときに発動されるのだが、こうした株価の下方乖離形成は不公正取引だけからもたらされるものなのか（したがって当局の監視によって排除できるものか）、なお一層の究明が必要であろう。

#### ・結論

以上、全体の論旨になお検討すべき論点が残っているように思われるが、オーソドックスな分析手法（計量手法によるイベントスタディ）によりつつ、問題意識の鮮明さと、なによりもリスク・マネジメントの観点からは未開拓の分野を切り開きつつあること、などからみて、当該論文は合格（優）とする。