

金融システム市場化への制度的対応の課題と限界

川村雄介（長崎大学経済学部）

金融の証券化の進展と法制度対応の経緯

オイルショックと為替管理制度の転換という外部要因を主たる契機として、わが国の経済構造は 1970 年代に根本的に変化した。これは同時に金融制度の与件の変質を意味した。80 年代以降、資金調達サイドでは銀行借入比率が低下する半面で証券発行の比重が高まり、資金運用サイドでは家計資産における有価証券比率の漸増が見られた。90 年代からは CP や資産証券化、投資信託や新タイプのファンドが盛んに活用されるようになってきた。de facto として今日でいう市場型間接金融の金融システムが現出してきたものといえる。

この間の法制度対応は後追的であった。先行する実態に対して部分的な証取法改正や個別特別立法が相次いだ。これらは証取法上の証券概念の限定的拡大や証券化関連立法に象徴的に示されている。こうした対処は 90 年代前半まではそれなりの機能を果たしていたが、爾後はむしろパッチワーク的対応の限界が目立つようになってきた。金融の市場化の速度に追いつけないとともに規制関係が複雑・錯綜化の度を増す一方になってしまったのである。主因は、証取法の有価証券限定列挙主義、証券概念と業規制のワンセット主義、従前業務の縦割り規制と裏腹に機能してきた事前防止型・相談型市場行政の転換、に求めることができ、端的には金融システムのアメリカ化と法制度の日本型の並存が矛盾の限界に至ったというべきであろう。

これらの反省点から会社法など抜本的な法改正が実施されているが、証取法の発展的大改正である金融商品取引法もかかる枠組みの中で捉えることができる。

金融商品取引法の意義

2006 年 6 月に成立した金融商品取引法は数段階の施行時期を経て 2007 年中には全面施行される。証券市場の外縁を拡大し、従前の証券取引法の対象有価証券やデリバティブ取引の拡充、業規制の横断化、柔軟化、行為規制の横断化、投資家保護の柔軟化等を図っている。また、あわせて、四半期開示制度、確認書・内部統制報告書制度などのディスクロージャー整備や公開買付け制度と大量保有報告書の見直しも行っている。さらに、不公正取引に対するペナルティの強化や証券取引等監視委員会の権限強化も盛り込まれた。

これらの中で、金融システム市場化との関連でとくに重要な諸点は、みなし有価証券の拡大、とりわけ集団投資スキーム持分の有価証券化と業規制、行為規制の横断化と柔軟化である。すなわち同法第 2 条第 2 項は信託受益権や会社の社員権とともに、一定の適用除外に該当するもの以外の民商法・特別法上の組合契約に基づく権利や社員権などで、当該権利者が出資することで事業が遂行され、その出資対象事業から生じる収益等の分配を受けることができるものを、みなし有価証券としてのいわゆる集団投資スキーム持分と位置づけた。また、証券業者と金融先物業者を再整理するとともに、ファンドの自己募集を業と定めて原則的に登録制の下に置き、特定投資家制度によって投資家のプロとアマによる

保護・規制の濃淡をつけた。かかる対応は金融システムの市場化に資するものとして一定の評価を与えることができる。

金融商品取引法の課題と限界

金融システムの市場化の意義は、不特定多数の市場参加者が各金融手段のリスクとリターンに見合った価格を決定していくこと、市場参加者は当該市場価格で任意に市場への参加・退出ができること、これらの前提として全ての市場参加者が平等に情報を共有していること、を通して効率的な資金循環を実現することに求められる。金融商品取引法はこれらの法制度インフラとして機能すべきものであるが、少なからぬ課題を残している。

すなわち、1)法律自体が膨大で複雑すぎる。広く一般投資家の参加を促進すべきであるにもかかわらず、通常人には読解困難な難解な法律になっていないか。2)ディスクロージャー制度が真に投資家に役立つものになっていない。100ページにも及ぶ開示資料が一般投資家に容易に判読可能なものであるか。3)有価証券の限定列举主義自体は維持されている。ペーパーレスが進展するなか、いまだに「紙」の存在を念頭に置いた規定になっている。4)グローバル化に平仄を合わせて、銀行・証券分離を実質的に廃しつつワンセット主義から脱却しているが、業務横断的なアプローチが本当に是であるか、旧来の縦割り規制は非であるのか、について再考の余地はないか。5)証券取引所と業界団体の機能と組織基盤について見直しがなされているが、自主規制機能強化と市場機能の強化の観点から、今後のわが国の取引所、業界団体のあり方はどうあるべきか、について踏み込んだ検討を要するのではないか、等の諸点である。

同法の発展形として金融サービス法の制定が想定されるが、その際には上記の課題を十分認識しておく必要がある。具体的には、法文の平易化（あるいは公的註釈書の刊行）、ディスクロージャーに対する発想の転換、縦割り事前防止型業規制の再評価、取引所等の統合・強化等を検討していく必要があろう。