

# 明日 への 話題

## 資本市場をより よくするために



日本取引所自主規制法人  
理事長

ほそみぞ きよし  
**細溝 清史**

「貯蓄から投資へ」と言われはじめてかなりの年月が経つが、いまだに個人金融資産のうち預貯金が過半を占める状況は変わっていない。

なぜ貯蓄（資金運用者が預金者として殆んどリスクを負わない方式）から投資（投資家としてリスクを負いリターンを追求する方式）に重点が移らないのだろうか？取引の中間に介在している者や外から関与している者に改善すべき点はないのだろうか？

最終投資家と資金調達者の間の仲介者としては、機関投資家や各種のファンド、ブローカー・ディーラー、更に取引の場としての取引所・PTS・OTCや決済機関・清算機関など多様な人達があげられる。

外から関与している者としては、監査法人・格付会社や種々の助言サービス業者、更には規制当局や自主規制機関・紛争処理機関などがあげられよう。

こういった資本市場に携わるあるいは関与する人達の課題は何か？最終投資家や資金調達者ひいては社会全体からの信頼を得ることではないかと思う。このためになすべきことは大きく3つあると思う。

第一はフィデューシャリーデューティーの実施である。金融商品取引法制定時、第一種金商業者には善管注意義務や忠実義務を課さず結局最良執行義務と狭義の適合性原則が適用されることとなった。その後、「顧客とウィンウィンの関係を作る」から「顧客本位を原則とする」ことまで重点がシフトしつつある。他の仲介者にも、例えばスチュワードシップコード制定のように金融仲介者には広くフィデューシャリーデューティーが求められつつある。

第二にインセンティブのねじれへの対応である。監査法人や格付会社などフィーをもらう相手とサービスを受益する人が違う場合に発生する。プロセスを透明かつ公正にすることが肝要だが究極的には職業倫理に頼らざるをえない。

第三に利益相反の防止である。いろんな局面で生じるが、最近の海外事例では、個人顧客の注文をHFTに回送しPFOFの形でHFTのフロントランニングの分け前をもらって最終投資家の手数料ゼロの財源にしていたとの疑いが報じられている。利益相反を放置すれば市場が社会から信用されなくなる。

資本市場に携わるあるいは関与する人達は、いわば一つの舟に乗っているようなもので市場への投資家ひいては社会の信頼を得られるよう皆で努めていくことが大事だと思っている。