

霞ヶ関から眺める証券市場の風景



<第2回>

インサイダー取引擁護論

金融庁・証券取引等監視委員会事務局長 大森泰人



アメリカで、インサイダー規制をめぐる議論が盛り上がったのは、有望な鉱脈を発見したテキサスの鉱山会社をめぐってである。この場合、有望な鉱脈であることを黙ったまま地主と土地買収交渉しても、別にどうってことはない。わざわざ、実はあなたの土地はとても価値がある鉱脈なので買いたい、なんて教えて交渉するのは愚かである。ところが、鉱脈発見の公表前、この会社の役員が既存の株主から自社株を買ったのは、SECが摘発した。そこで、地主と株主の違いはなに？と論争が勃発したわけだ。裁判では、会社役員は株主に対し信託義務を負っていることが摘発の根拠とされた。会社に有利な情報は信託義務に基づき株主に開示したうえで判断してもらうべきところ、内緒にしたまま自社株を売らせたのは不公平、ということである。となると、会社に不利な情報も開示したうえで、買うかどうかを判断してもらうべきということになるが、この場合、いまだ株主でもない人に信託義務を負うことになる。

M.フリードマンなど市場メカニズムに信を置く自由主義者は、こうした法律談義には関心がない。そもそもインサイダー規制なんて必要ない、と考えているからだ。彼らとて、株価を実体から乖離させる相場操縦は、取り締まるべきことに異存はない。でも、インサイダーが持つ情報は事実なのだから、公表前だろうが事実に基づき売買される

以上、実体を反映した効率的価格形成が行われると考える。また、会社に利益をもたらすプロジェクトを企画する経営者や社員にとって、仮にプロジェクトが成功しても利益が会社全体に還元されるのでは、企画するインセンティブが高まらない(ホントか?)。要は、報酬としてインサイダー取引くらい認めてやったほうが、イノベーションは促進されるのである(インサイダー取引を餌にしなければインセンティブが高まらないプロジェクトって、一体なんだろう、という気はするが)。ともあれ、こうした議論は最近では流行らない。なんと言ってもインサイダー情報を持たない普通の投資家が、不公平だと愛想尽かして市場から離れてしまっただけの子もないからだ。であれば、インサイダー規制の根拠も、一般投資家の市場への信頼を守る、という平凡な結論になる。

今回の金融危機の展開を数年前から正確に予言して名を上げたR.ラジャーンが、L.ジンガレスと著した「セヴィング・キャピタリズム」には、1990年以前、証券取引所を持つ103カ国のうち、インサイダー取引を法律で禁じている国は34カ国、実際に厳格に執行する意思がある国は9カ国だったのが、98年末までに103カ国中、それぞれ87カ国、38カ国に増加したとのデータが紹介されている。実体経済が必要とする資金を広く国民から募るためには、証券市場の公平感の向上がますます不可欠に

なったということだ。同書でもっとおもしろいのは、ほぼ国力が同じで同じ時期に市場経済に移行したチェコとポーランドの経験である。ポーランドは最初からインサイダー取引を禁止し、専門監視機関を設けて摘発した。チェコの市場政策責任者は、より市場の自浄能力に信を置いていたから、そこまで固いことをしなくとも、と考えた。当初、チェコの証券市場は賑わっていたが、しばらくすると一般投資家は、キャピタルゲインのほとんどをインサイダーに吸い上げられ、自分たちが食べ物にされていることに気づいた。90年代後半になると、ポーランド証券市場が順調に機能したのに対し、チェコ証券市場からは資金調達できなくなってしまったのである。

ひるがえて日本は、敗戦後一貫して銀行型金融システムの国と言える。経済全体にお金があれば、銀行が低利に規制された預金を国民から集め、政策的に必要な産業に供給するシステムが効率的である。敗戦国にとって、まずは工場を建て、規格大量生産によりキャッチアップするのが先決だった。短期の運転資金も、長期の設備資金も銀行から借り、自社株も持ってもしらい、銀行OBまで受け入れる。いったん完済しても関係が途切れることはなく、経営が危機に瀕すれば、メインバンクが再建を主導するという意味で、銀行がコーポレート・ガバナンスの担い手だった。こういう状況での株式公開は、資金調達のためと言うより、東証一部上場といったブランドイメージにより人材を確保したくて行われる。このため、現在に至るまで、経営者が株主と真正面から向き合う姿勢が確立していない。80年代になると、日本経済も世界のフロントランナーとなり、ジャパン・アズ・ナンバーワンになった。この局面では、今後どの産業が成長していくかが判然としないから、資金供給も、銀行の保守的な貸付担当者より、市場に参加する不特定多数の投資家に委ね、市場が今後の成長分野を見出していくのが効率的である。実際には、家計は相変わらず余ったお金を

1958年生まれ。1981年東京大学法学部卒業、大蔵省入省。大蔵省証券局市場改革推進室長、金融再生委員会事務局企画官、近畿財務局理財部長、金融庁調査室長兼法務室長、金融庁証券課長、内閣府産業再生機構設立準備室参事官、金融庁市場課長、金融庁参事官兼信用制度参事官、金融庁企画課長を経て、2009年7月より現職。著書に『金融システムを考える一ひとつの行政現場から』(2007、金融財政事情研究会)がある(なお、表紙のチワワは大森氏の愛犬コロロー)。趣味はヨーロッパ絵画とクラシック鑑賞。フェルメールとブラームスをこよなく愛してやまない。

せつせと預金し、貸付先の企業はと言えば、資金不足が緩和し一部の大企業は市場調達に移行したから、残された収益源としての不動産担保貸付に一層注力することになった。

方、同じ時期のアメリカは、試行錯誤しながら市場型金融システムに転換した。日米で上位企業の顔ぶれを30年前と比べると、日本ではほとんど変化がないのに対し、アメリカではずいぶん入れ替わっている。ビッグスリーに依存せず、西海岸のITと東海岸の金融が牽引する産業構造に転換するうえで、リスクマネーを円滑に供給し、コーポレート・ガバナンスの担い手として効率経営を強いる市場型金融システムは不可欠だったと言えよう。少し前までは、この時期の日本が実体経済に整合的な金融システムに転換できなかったことを後智恵で悔いる論調が支配的で、危機後は、アメリカ流市場原理主義に染まらなかった伝統が評価されているが、いずれも納得性は高くない。国際競争力を失って日本製品に席卷され、戦争に負け、インフレと不況に苦しめば誰だってシステムを変えなきゃいかんと思うが、世界一とおだてられれば、体制変革のインセンティブは湧きようがない。それでも、バブル期の株式市場のプレゼンスは普通の日本国民にとっても目覚しく、日経平均が4万円台に向けて邁進するなか、取引環境整備の一環としてインサイダー規制を導入し、新たな元号とともに施行することになった。

(おおもり やすひと)