

証券市場と日本経済（市場監視の視点から）

1. 金融とは

(1) お金を出す人と事業をする人の分離

バイトで100万円稼いで自ら屋台のラーメン屋を開く。

三人が100万円ずつ出し合って相談しながら事業を進める。・・・法的には組合。最初の300万円に加え、この組合が追加で300万円借金してすべて失敗した場合、三人は600万円分の責任（無限責任）を負う。

百人が100万円ずつ出し合って経営者を選び事業を委ねる。・・・法的には会社。最初の1億円に加え、この会社が追加で借金してすべて失敗しても、個々の百人の責任は最初に出した100万円に限られる（有限責任）。

(2) 代表的な金融業態（資金とリスクの流れ）

銀行：預金者から元本保証という形で預金を受け入れ、自ら借り手のリスクを判断して貸し付け、利ざやを得る。預金者はリスクをとらない。

証券会社：投資家が企業の株式や社債などに投資する際に取り次いで手数料を得る。投資家は他者のリスクを判断してリスクをとる。

保険会社：保険契約者から保険料を受け入れ、病気や事故が起こった場合の保険金支払いを提供する。保険契約者は自己のリスクに備える。

ノンバンク：預金以外の方法で資金を集めて貸し付ける。

2. 株式会社と証券市場

(1) 先人の考察

A. スミス・・・株式会社の大規模化（所有と経営の分離）への懐疑。所有者（株主＝経営者＝インサイダー）によるガバナンスの重視。

J. M. ケインズ・・・資金調達手段としての有限責任の株式会社、株式流動化手段としての証券市場を評価。一方で、株主のアウトサイダー化による「美人投票（100人から美人6人を選び、全員の投票結果に最も近い投票者に賞品がもらえるもの）」型投資への懸念。「株式市場は、大衆にとって近づきにくいほうがよい」。

(2) 大恐慌（1929～）後のアメリカ

パブルの一因として規律の緩い会社法＝州法。

再発防止策として、

連邦法により、不公正取引を禁止し、ディスクロージャー義務を強化。

連邦機関SECによる市場監視。

銀行と証券の分離（1999年に緩和）

インサイダー取引規制の強化・・・有望な鉱脈を発見したテキサスの鉱山会社による自社株取得。

学会における論争：価格形成の効率性、経営者や社員のインセンティブ向上論 投資家の信頼確保論。

（3）社会主義国の市場経済移行

ロシアにおけるインサイダー・コントロールの弊害。

チェコとポーランドの市場経済体制への移行過程の相違（インサイダー取引規制と監視機関の有無）

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禁じる法律のある国は34カ国、実際に厳格に法律を執行する意思のある国は9カ国 98年末までに103カ国中、それぞれ87カ国、38カ国に増加。

（Saving Capitalism from the Capitalists, R.G.Rajan&L.Zingales）

（4）日本の金融システムの歩み概観

戦後一貫して銀行型システム（規格大量生産に整合的）・・・運転資金と設備投資資金、貸付先の株式保有、貸付先への人材派遣。ガバナンスの担い手は銀行ゆえ、経営側に株主と向き合うメンタリティが形成されない。

経営者と社員の一体感（終身雇用・年功序列）・・・アウトサイダーとしての株主。

転換期80年代におけるアメリカと日本（市場型金融システムへの移行の成否・・・両国における上位企業の顔ぶれ）

90年代以降の日本のバブル崩壊と損失補填騒動（監視委員会の誕生）不良債権問題の深刻化（金融庁の誕生）

市場の構成要素を、投資家・投資対象（典型的には上場企業）・両者をつなぐ仲介者（証券会社や銀行、証券取引所）の三つに単純化すれば、

98年の日本版ビッグバンは仲介者の業務のアメリカ並み自由化。

07年の金融商品取引法は投資家のリスク理解環境の整備。

残された課題として投資対象の品質保証（公開会社法？）

2．最近のインサイダー取引摘発事例

（１）外資による自社の買収という情報を取締役会で聞かされた専務が、秘書に対し、秘書名義での自社株の買付けを依頼。

（２）秘書は、依頼された専務分を自らの名義で売買するとともに、最近億単位の相続をした元夫に情報を伝えた上、元夫名義で売買。

（３）利得額 専務 20万円・・・課徴金納付。
秘書と元夫 2850万円・・・逮捕・起訴。

（４）論点

取締役会への情報伝達から公表までの期間、情報伝達相手への注意喚起。
社員の自社株売買の社内手続。
取引の名義・規模・会社の対応。

3．取引審査の手順

（１）重要事実公表前後の株価動向を悉皆チェック（特に公表前から株価が動いている場合や、公表後に大きく動いている場合）

（２）取引所から売買記録を入手（いつ、いくら、どの証券会社経由で行われたか）

（３）証券会社から売買明細を入手し、顧客別に整理（2009年から「コンプライアンスWAN」稼働）

（４）タイミングよく売買を行っている顧客を抽出して審査レポートを作成し、調査チームに送付（事案の悪質性や規模に応じ、刑事告発か課徴金を割り振る）

（５）非オンラインでの情報収集

証券取引所による売買審査（証券会社からは顧客情報、上場会社からは重要事実の決定経緯情報など）

証券会社による自ら取り次いだ売買の審査。
一般情報。

4. 発行体からの情報伝達ルートの解明

- (1) 本人
- (2) 家族・親戚・取引先
- (3) 単なる知人・友人・・・コミュニケーションの痕跡。
- (4) そして・・・(気の小さい人と厚かましい人)

5. 規制の構造

- (1) 会社関係者及び第一次情報受領者が、
- (2) (職務に関し) 重要事実を知ると、
- (3) 公表後でなければ、
- (4) 株式を売買できない。

重要事実

- (1) 決定事実・・・株式発行、合併、自社株取得など。
- (2) 発生事実・・・業務上の損害、不渡り、債権者による債務免除など。
- (3) 決算情報・・・売上高、経常利益などの一定割合以上の変化。
- (4) バスケット条項・・・(1)～(3)以外で投資判断に著しい影響を及ぼすもの。

6. 二つの初期最高裁判決

- (1) 日本商事事件(開発中の新薬の副作用で患者が死亡したことが公表される前にインサイダーが売抜け)・・・重要事実の限定列挙とバスケット条項の並立がもたらす現象。
- (2) 日本織物加工事件(M & A先の顧問弁護士が、公表前に買付け)・・・重要事実の決定時期と実現可能性。 村上ファンド事件第一審、第二審。

7. 監視体制

(1) 人員

	1998年度	2009年度
監視委	98名	374名
財務局	126名	300名
計	224名	674名

2004年以降、西武鉄道、カネボウ、ライブドア、村上ファンド・・・開示検査、課徴金検査、不公正ファイナンス監視。

(2) 民間登用 (既に3割)

(3) 合議体意思決定 (佐渡委員長、福田委員、熊野委員)

8. 課徴金制度

(1) 二重処罰禁止の呪縛

金融審議会報告 (全ての不公正取引規制違反、全ての開示義務違反、業者の行為規制違反) と発足時の対象 (インサイダー取引、変動操作型相場操縦、発行開示違反、風説の流布と偽計) の差異。

(2) 西武鉄道事件 (2004年秋)

上場廃止基準に抵触しないよう、虚偽の株主構成を40年以上継続開示。
議員立法による継続開示違反の課徴金制度。

(3) 2008年の制度拡充

不当利得との因果関係が明瞭でない違法行為も包含 (ある意味で、フィクシャスな課徴金算定基準)。繰り返す者への加算、自己申告への減算制度。

(4) 運用の段階的改善

社、社のうっかりインサイダー、日経とNHK。

9. 実質解釈の範囲 (Q & A二題)

(1) リーマンショック対応

信託や投資一任で自社株を取得する場合、契約締結後に注文指示する場合でも、注文部署が重要事実から遮断されていれば (チャイニーズウォールがあれば)、基本的にインサイダー取引には当たらない。

信託や投資一任方式ではない場合、他社株を取得する場合のチャイニーズウォールの意味は？。

(2) TOBが必要な場合

2005年2月: ライブドアによるTostnetを通じたニッポン放送株式の取得・・・市場「外」で適用されるTOB手続を東証市場「内」の取引に適用すべきと実質解釈できるか？。

2010年1月: KDDIによるJCOM株式の中間持株会社を通じた取得・・・「株券等所有割合」の実質解釈。課徴金制度の影響。

10．市場監視上の当面の問題意識

- (1) 不公正ファイナンス
- (2) グレーゾーンにある取引
- (3) 新たな金融商品、取引形態
- (4) 通常業務における能力とセンスの向上

11．金融制度改革の潮流など

2007年夏以降の金融・経済危機（強欲資本主義の破綻？市場型金融システムの終焉？）。

バーゼルルールとボルカールール。

銀行と証券。

ゴールドマンサックス提訴問題。

モノづくりの優位性の持続期間、財政赤字の持続期間、少子高齢化。

市場型金融システムに支えられた流動化、オープン化（経営者も社員も）。

グローバル資本主義のなかでの国民の豊かさ（内外資産運用の高度化）。

以上