

証券市場をめぐる諸課題

1. 金融とは

お金を出す人と事業をする人の分離（「お金はあるが使い道がない人の現在のお金」と「事業をしたいがお金がない人が生み出す将来のお金」との交換）。

（1）証券市場の成立過程

- ①バイトで100万円稼いで自ら屋台のラーメン屋を開く。・・・未だ金融の要素はない。
- ②3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、3人は600万円分の責任（無限責任）を負う。
- ③100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100人の責任は最初に出した100万円に限られる（有限責任）。
- ④出資金が株式として流通する市場があれば、資金調達はさらに容易化。一方、市場での価格形成はしばしば不安定化（100人から6人を選び、全員の投票結果に最も近い投票者が賞品をもらえる「ケインズの美人投票」）。

（2）銀行の成立過程

- ①事業の将来性を判断する能力のある人（銀行）が、お金はあるが使い道のない人から預金を預かる。
- ②銀行は、預金を元手に、事業をする人あるいは企業に貸し出す（預金金利<貸出金利=利ざや）。・・・銀行は、確率的に発生する貸倒れに備えて自己資本を手元に残す。自己資本比率8%なら、自己資本の12.5倍の貸出。
- ③銀行は、次第に元手となる預金（貨幣）が存在しなくとも、貸出を行えることに気付く（銀行が企業Aに貸し出す際は、企業Aの預金口座に貸出額を記帳。企業Aが企業Bに支払いをすれば、企業Aの預金口座から企業Bの預金口座に支払額が移転する）。・・・信用創造と振替決済。
- ④いつでも引き出せる短期の預金と長期の貸出の間のミスマッチ。

(3) 資金とリスクの負担

- ①証券市場では、証券会社が投資家の注文を取り次いで手数料を得る。投資家は、投資対象のリスクを判断して自らリスクを取る。→投資家層に厚みがあれば、リスクマネーが供給されやすい。
- ②銀行は、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出し、利ざやを得る。預金者はリスクを取らない。→預金者保護の必要上、貸出判断は保守的にならざるを得ない。

ヨーロッパにおける資本主義の発展や経済成長（東インド会社、産業革命など）と金融システムの因果関係。

2. 大恐慌のアメリカと戦後の日本

(1) 大恐慌のアメリカ

1929年の株式バブル崩壊を契機とする長期不況（株価は10分の1、名目GDPは半減、国民の4人に1人が失業、4割の銀行が破綻）。

株式バブルへの制度上の反省

州法である会社法の規制の弱さを踏まえ、証券市場は連邦法で規制する。

- ①証券法・・・会社情報のディスクロージャーの強化。
- ②取引所法・・・不公正取引（相場操縦、証券詐欺）の禁止。・・・証券市場は連邦機関SECが監視する。
- ③銀行法（グラス・スティーガル法）・・・預金者を守るために投資家に損害が及ばないように、銀行と証券を分離（1980年代以降規制緩和）。

運営上の特徴

- ①判例法理の形成（証券詐欺の一般条項に基づきインサイダー取引（テキサス鋳山会社事件など）を摘発、信認義務違反理論→不正流用理論など）。
- ②柔軟な法令適用（誘引目的の立証を要する相場操縦規定を使わず、相場操縦を証券詐欺として摘発）。
- ③民事制裁金（最近のゴールドマンサックスに対するものなど）の多用。

3. 戦後の日本（80年代まで）

(1) 証券取引法制定（1947年）

上記アメリカの仕組みを概ね導入（但し、証券取引委員会は定着せず）。銀行法は、戦前の昭和金融恐慌時（1927年）に既に整備。

(2) 銀行型金融システムの形成

国全体として資本不足→銀行が低利に規制された預金で調達して、キャッチアップのために必要な産業に供給していく方式が時代に整合的。銀行は、短期運転資金と長期設備資金をともに供給し、貸出先の株式を保有し、貸出先にOBを派遣（メインバンク・システム）。貸出先の経営危機時には、救済の任にあたるなど、コーポレート・ガバナンスの担い手はメインバンク。・・・金融行政の構えは護送船団方式（競争させないことによって潰さない、潰さないことによって預金者を守る）。

一方、資金調達の間としての証券市場の役割は限定的。株式上場の目的は、資金調達より一流企業のステータス。・・・現在に至るまで、上場企業の経営者に、株主と正面から向き合うメンタリティが形成されていない。銀行のみならず、取引先企業間でも株式を持ち合い、個人株主を部外者として軽視。従業員も、会社一家における終身雇用、年功序列を保証され、株主を部外者として軽視・・・ステークホルダー共同体としての会社。

4. 80年代のアメリカと日本の金融システム

(1) アメリカ

①証券市場の委託手数料自由化（1975年）・・・イギリスは1986年、日本は1999年に追随。

②70年代末期のインフレ抑制のため、ボルカーFRB議長による容赦ない金融引締め。→金利を規制された預金金融機関からの預金流出。→預金金利自由化による調達・運用の逆ざや化。

→S & L（貯蓄貸付組合）の経営危機、大手銀行は中南米債務危機。

③預金金融機関の役割が低下するなかで、証券市場を通じた資金仲介のウェイトが上昇。結果として産業構造の転換を促進（レバレッジド・バイアウトやジャンクボンドを用いたM&Aブーム）。→競争力の劣る製造業から、IT、金融などサービス産業中心の構造への転換（現在に至るまでのアメリカと日本の上位企業の変遷）。

(2) 日本

①80年代にはキャッチアップを終え、世界経済のフロントランナーに到達＝今後の成長産業が判然としない状態。元来、保守的な銀行貸出より、不特定多数の市場参加者により、リスクマネーが提供される（証券市場が今後の

成長産業を見出す) 金融システムが整合的。

②現実には、家計は余裕資金を相変わらず銀行に預金。銀行にとっては(一部の大口法人顧客が証券市場調達に移行して)、相対的に優良な貸付先が減少する一方、預金金利の段階的自由化により調達コストは徐々に増大。→不動産担保貸付への一層の注力(サブプライムローン同様、資産価格上昇を前提にした自作自演バブルの演出)。

③株式市場においても、日経平均4万円に近づくバブル(←ジャパン・アズ・ナンバーワン)。

④90年代初頭の株価、地価バブルの崩壊。→「失われた20年」へ。

5. 損失補填騒動と監視委員会の誕生

(1) 損失補填騒動(1991年夏~)

証券会社が、バブル崩壊に伴う損失につき、大口法人顧客に対してだけ補填していたことが大きな社会問題化(違法ではないが、国民感情として許容できない)。

コーチとアンパイアの分離論: プレイヤー(証券会社)が守るべきルールを決めて指導するコーチと、プレイヤーの実際の行動を判定するアンパイアを分離すべき(大蔵省がコーチとアンパイアを兼ねているからプレイヤーの行動が国民感情から乖離する、アンパイアはコーチの監督行政上の思惑から独立に客観的な事実認定をする、との考え方)。

(2) 監視委員会の誕生(1992年)

SECにならって合議体行政組織とするが、任務は事実認定に限る(いわゆる8条委員会)。・・・犯罪なら刑事告発、行政処分なら勧告。

6. 日本版ビッグバンと金融危機

(1) 日本版ビッグバン(1996年~)

基本認識: 日本の金融機関や証券市場のプレゼンス後退、一方で、護送船団行政が金融危機管理上も有効でないとの反省。

手法: 証券市場の構成要素を、①「投資家」、②「投資対象」(典型的には上場企業)、③上記①と②の「仲介者」(証券会社や証券取引所、部分的には銀行)に単純化すると、③仲介者の業務の国際標準に沿った自由化。・・・参入

を自由化して競争を促進。証券会社には顧客資産の分別管理を義務づけ、「潰さない行政」から脱却（分別管理が守られていれば、債務超過で破綻しても顧客は保護される）。「事前予防型裁量行政からルールに基づく事後チェック型行政への転換」スローガン（裁量を忌避する弊害も）。

同時に金融行政も大蔵省から分離（金融監督庁→金融庁）。

（２）金融危機（１９９７年１１月）

三洋証券（バブル崩壊に伴う関連ノンバンクの不良債権）、北海道拓殖銀行（不良債権）、山一証券（損失の「飛ばし」による隠蔽の限界）。・・・日本発金融恐慌の懸念。

（３）銀行の不良債権処理

① ９０年代初めのバブル崩壊に伴う担保不動産価格の低下→次第に不良債権化（危機感のタイムラグ）。

② １９９５年、銀行が設立した住宅専門金融会社（住専）の不良債権処理をめぐり、公的資金投入に対する激しい国民批判。

③ ９７年１１月危機を経て、予防的な公的資金投入や破綻処理に際しての公的資金使用が可能となり、セーフティネットが整備（１９９９年の主要行への公的資金 7.5 兆円投入により、金融不安はいったん沈静化）。

④ その後も世界的な景気低迷のなかで、不良債権処理ははかばかしく進展せず。２００３年以降の景気回復のなかでようやく処理に目処。

銀行型金融システムにおいては、不良債権という形で実体経済のリスクが銀行だけに集中してしまうと、経済の資金循環が麻痺してしまう。→リスクが国民に広く薄くシェアされる市場型金融システムのほうが、全体としての金融システムはリスクに強靱になる。

7. 金融商品取引法（２００７年施行）の位置づけ

（１）背景

上記日本版ビッグバンにより、投資に必要なコスト（手数料）は激減し、仲介者間の競争は活性化したが、個人投資家の裾野は目に見えては拡大していない。リスクを理解して投資する文化が根付いていない（アメリカと日本における「貯蓄」と「投資」概念の違い）。

加えて、新たな投資対象が続々登場（組合型ファンド、FXなど）。→分立する投資法制を横断し、リスクが同じものは同じ扱いとする。先ほどの３つの

構成要素（①投資家、②投資対象、③仲介者）で表現すれば、①投資家が、リスクを理解する環境を保証するための③仲介者の業務の再構成。

（２）金融制度改革の今後の展開

- ①投資商品の落穂拾い。・・・商品先物取引まで含む総合取引所。
- ②投資商品以外の金融商品（預金、保険、貸出など）の制度的位置づけ。
- ③「投資対象」そのものの品質保証（公開会社法・・・後述）。

8. 法の構成要件と運用（インサイダー取引を例に）

（１）規制の意味

普通の国民が、証券市場の公正さを信頼して参加してくれるための前提条件。
市場経済移行後のチェコとポーランドの経験。
法的規制と監視機関の世界的な整備動向。

（２）日本における構成要件

- ①会社関係者（インサイダー）が、
- ②職務に関し重要事実（インサイダー情報）を知ると、
- ③その情報の公表後でなければ、
- ④その会社の株式を売買できない。

重要事実・・・①発生事実（業務上の損害、不渡りなど）、②決定事実（株式発行、合併など）、③決算情報、及び①～③に該当しない場合で投資判断に著しい影響を及ぼすもの（バスケット条項）。

（３）二つの最高裁判決

- 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）・・・バスケット条項による摘発の是非。
- ②日本織物加工事件（同社を買収する先の顧問弁護士が、公表前に買付け）・・・重要事実の決定時期と実現可能性（決定時期は実質権限を持つ者が決定した時期、実現可能性は確実でなくとも良い）。→村上ファンド事件（後述）。

（４）課徴金制度の導入（２００５年）

- ①背景・・・銀行の不良債権問題の一段落、監視委員会の限定的な機能への批判。
- ②憲法との関係・・・二重処罰禁止との抵触を避けるため、課徴金を制裁で

- ①ライブドアが、東証の時間外取引システム（相場に影響を及ぼさずに大量の取引をするための仕組み）を使い、ニッポン放送株式3割を取得（取引所市場外での株式大量取得は、株主平等を担保するため公開買付（TOB）手続によらねばならないとの法律の脱法行為・・・「違法じゃないならやっちゃおう」）。
- ②ニッポン放送はフジテレビへの第三者割当増資により、ライブドア保有分の希釈化を図ろうとする。→裁判により否認。
- ③金融庁は、時間外取引システムを公開買付（TOB）手続の対象に追加。

（2）買収防衛策の展開

- ①経済界の恐怖。→経産省・法務省によるガイドライン策定（総会決議）。
- ②ブルドックソースが、スティール・パートナーズを差別する見返りに対価を払う防衛策を最高裁が容認（カネを払ってお引取り願う）。→ガイドラインの見直し。

（3）村上ファンド・インサイダー事件（2006年）

決定事実の将来の実現可能性。

第一審：ゼロでなければ足る。

第二審：日本織物加工最高裁判例への回帰。

（4）ライブドア・村上ファンドの意味

ステークホルダー共同体としての会社のあり方、経営者間競争に向けた刺激。

10. 番外としての貸金業制度改革（2006年、2010年最終施行）

（1）背景

- ①住宅ローン以外には個人に貸さない日本の銀行。専門の消費者金融業態が発達。
- ②一億総中流社会の変容。格差拡大、貧困層の増大。
- ③貧困層が生活費補填のために消費者金融を利用（リボルビングローン）。当初の借入目的と返済困難になった時期の借入目的調査。20世紀末に初めて借りた人たちの7年間追跡調査・・・完済4割、デフォルト3割、借入継続3割（額は3倍）。

（2）制度改革の経過

- ①貸金業法の制定（1983年）・・・出資法上限金利（40%）と利息制限法上限金利（15～20%）の間は「グレーゾーン」とし、貸し手が所要の

書面を借り手に交付し、借り手が任意に支払えば事後的に有効と見なす。

②日栄商工ローン問題（2000年）・・・出資法上限金利を引下げ（40%→29.2%）。取立て規制を強化。

③グレーゾーンを事実上否定する最高裁判決（2006年）・・・期限の利益喪失条項があれば任意の支払いとはいえない。

（3）上限金利規制をめぐる論点

①自由主義経済における市場メカニズムへの介入は避けるべき。←→貸し手に借り手の収入の範囲で貸す節度がなく、借り手に借入のリテラシーがなければ市場メカニズムの前提が成立していない。

②上限金利を引き下げれば貸し手のリスク許容度が低下し、返済可能な借り手まで市場から排除される。←→そうだとすると、返済不能なのに借りて人生を壊してしまう借り手の数が看過するには多過ぎる。

③上限金利を引き下げた結果、市場で満たされざる超過需要がヤミ金融に向かってしまう。←→ヤミ金融の犠牲になるのは切迫した多重債務者であり、多重債務者の新規発生抑止が優先する。

（4）総量規制の考え方

月収20万円（年収240万円）の人が400万円を30%で借りると、毎月の金利返済10万円（金利返済で精一杯で元本は減らない）。ここで金利が15%になると、金利返済だけで10万円になるまで＝元本が800万円になるまで借入を増やしてしまう。

新制度では年収の3分の1（240万円／3＝80万円）が借入限度であり、毎月の金利負担は1万円（80×0.15／12＝1）。

11. 日本経済の健康診断

（1）デフレ

①元来は、貨幣不足による物価の一律の下落を意味する（それゆえ、金融政策により対応可能）。現実に起こっているのは、アジア各国からの輸入（中国の衣料、家具など）、あるいはアジア各国との競争（韓国、台湾の電機など）による工業製品価格の下落（金融政策により対応不能）。

②個々の企業対応としては生産拠点を海外に移すことになるが、国全体の対応としては、アジア各国と競合しない分野に産業構造を転換していくしかない（転換のための資金供給と規制緩和）。

③現在、需要が供給を上回っているにも関わらず、満たされていない最も大きな分野が、医療、介護。少子高齢化に伴う需要増加に自然体で対応してい

くだけで、産業構造転換や失業の受け皿になり得る。→施設、人材両面での参入自由化。

(2) 円高

①原理的には、為替レートは購買力を等しくする方向に変化する（マクドナルド理論）。1995年の1ドル＝80円時には、日本で80万円の自動車がアメリカでは1万ドル。その後の15年間でアメリカの物価は4割弱上昇（1万ドルの自動車→1.4万ドル）、日本の物価はほぼ変わらず。従って、95年当時に相当する為替レートは1ドル＝60円弱。

②現代の為替レートは、経常収支のみならず、経常収支とは直接関係しない資本移動に影響される。日米で金利差が大きければ円資産をドル資産に変える円キャリー取引が増加し、円安要因になる（金利差が解消すれば巻き戻しの円高）。

③現在の円高に対して為替介入しても、アメリカがドル安による輸出増加を意図している以上、効果は不明。むしろ、為替レートに左右されない産業構造転換に向けた契機と位置づけるべき。

(3) 財政

①今年度一般会計予算 歳出92兆円、税収38兆円・・・ギリシア並み。

②国債（+地方債）の国内消化は限界に接近（現在は、民間資金需要がないために、銀行は国債を買うしかなく、低利での消化が可能となっているが）。→海外依存、あるいは日銀引受への懸念。→制御不能のインフレによる債務調整。

③早急な財政構造健全化を測らないと、将来の成長力の毀損、世代間不公平の激化。

(4) 雇用

①90年代以降、非正規雇用が増加し、今や雇用者の3分の1。不況期には派遣切りなど非正規の犠牲により、正規が既得権を守られる構図。

②最低賃金引上げ、派遣規制強化など非正規雇用規制の強化論。←→正規雇用の流動化論。

③失業給付、生活保護などのセーフティネットを強化した上での雇用自由化（北欧型モデル）。

12. 金融システム（行政）側の対応

前提：制度的な対応は相当程度進展。一方、金融・経済危機を踏まえた国際

的な規制強化の動向には、日本の現実を踏まえて対処。後は、制度のセンスある運用。

(1) 合成の誤謬の回避

①不況期の売上減少に対して企業は、賃金を切り下げ、商品価格を下げようとするが、全労働者の賃金が下がれば総需要が減少してますます売上は減少。一方、家計は、将来不安に備えて貯蓄を増やそうとするが、全家計が貯蓄を増やそうとすれば、マクロの消費が減って貯蓄の源泉である所得を減らしてしまう（国家的貯蓄目標は達成できない）。同様に、銀行も不況期には新規貸出を抑制し、回収を急ぐが、全銀行が同じ行動をとれば、存続可能な借り手まで破綻しかねない。→中小企業金融円滑化法による返済猶予、条件変更の懲憑。

②逆に、好況期には、銀行の資産価格が上昇し自己資本が充実するため、レバレッジを高めて投資を増やし景気変動を増幅しがちになる（プロシクリカリティ）。→景気変動を相殺する形での（カウンターシクリカルな）自己資本規制の工夫。さらに、リスク管理手法に多様性がないと、市場価格の変動はかえって激しくなることに留意（リーマンブラザーズ、シティバンク←→ゴールドマンサックス、JPモルガン）。

(2) 銀行と証券会社の連携によるリスクマネーの供給

①この国で、中小企業の経営者や社員の意欲、能力を最も知っているのは（信用金庫などの協同組織を含む）銀行だが、預金者保護の必要上、取れるリスクには限界がある（自己資本比率8%では、10社に1社目利きに失敗しただけで自己資本はなくなってしまう）。一方、証券会社は、株式の引受け、売出し業務を担っているが、未だ普通の国民に認知されていない。

②投資対象としての将来性が期待できるが、銀行が貸すには担保が不足しているとか、金額が大き過ぎるといった場合、銀行が証券会社と連携（あるいは、自らのグループ内に証券会社を設立し）て、その企業を証券市場に誘導することが有益。もちろん銀行として地域の顧客に投資信託などの商品を販売できるが、地域の企業の市場調達ニーズの入口機能を担うことができる。

(3) コーポレート・ガバナンスの強化

会社が、従業員や取引先など身内のステークホルダー共同体のままでは、環境変化に対応した改革が困難。株主が、身近な会社を選んで長く付き合う上

で有意義と考えられる制度の整備（独立社外取締役、監査役、情報開示、企業集団、M&Aなど）。現在、法制審議会で審議中の公開会社をめぐる検討も（③仲介者間の競争・・・日本版ビッグバン、①投資家のリスク理解環境の保証・・・金融商品取引法、に引き続き）、②投資対象の品質保証、強化という観点から行われることが望ましい。

同様に、株式持合いの段階的解消（金融行政としては、銀行の持合い株式の段階的な解消）。

（４）クロスボーダーの資金仲介

①資金の内→外の流れとしては、今後、相対的に高い成長が見込まれる地域や産業を分析し、運用者のリスク許容度に応じて（投信などの形で）提供する。銀行の新興国向け貸出も増加しているが、さらに資金を必要とする際には、日本国内の投資家を案内（あるいは日本の取引所に上場）。

②資金の外→内の流れとしては、レナウンのケースのようなM&Aの仲介。技術・ノウハウ提供の見返りに市場を得て雇用を守る。

③上記①②の業務に習熟してくれば、アジアにおいてオフショア（外→外）の資金仲介を担うことも可能。

1.3. 金融行政と金融業界

「変わらない」ことが現代日本の最大のリスク。

「変わる」ためには先立つ資金が必要、それをどう効果的に供給していくか。

行政の建前と本音の乖離

ビッグバンのスローガン：「事前予防型裁量行政からルールに基づく事後チェック型行政への転換」。

現実にしてきたこと

期限を切って銀行に不良債権処理を促す、あるいは銀行の自己資本不足に備えて公的資金を投入する・・・事前予防そのもの。

破綻処理・・・先行き生きて行けるか否かを見極める究極の裁量。

一方で、スローガンは行政官の心理や行動に影響。ルールにないことを自分の頭で考えて発言することを躊躇。業界は行政の意向を慮って推測・・・金融商品取引法施行時の防御的過剰対応（70歳以上の顧客は家族同伴）。

プリンシプル・ベースでの本音と対話の行政。