

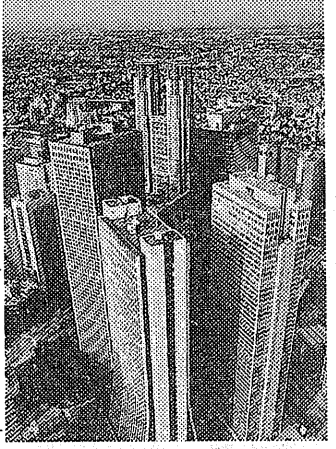
株式市場再生の条件

▷5◁

株価がピークの五分の一以下にまで下落した一九九一年から「大恐慌」の最中、米国の上院銀行通貨委員会はP・ペコラ氏を委員長とする特別委員会（通称ペコラ委員会）を設置した。株価暴落の原因や、暴落以前の大投機の過程で起こった様々な問題について二年間にわたる公開で審議、一五、千頁に及ぶ報告書をまとめた。これが証券取引の重要性を再確認することにつながり、米証券取引委員会（SEC）の創設など証券取引の基礎整備をもたらした。

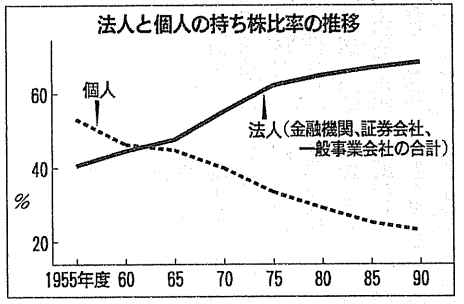
青木建設百十二億円、住友不動産百十四億円、沖電気工業八十五億円。いずれも九二年三月期の株式を中心とする有価証券の評価損額だ。東芝セラムックスのように評価損の計上で赤字に転落した企業もある。米国では一般的とはいえない企業による株式保有は、これまで含み益の源泉であり、安定経営をもたらした。だが、史上最大の暴落によってその強みが、いま、自らを傷つけている。

同委の基本認識はそれを踏まえて作られた一九三四年証券取引引所法一条に表れている。「株の不当な変動は、国民経済の非常事態を引き起す」と。その企業について保有する株式の含



右肩上がりの株価形成の土台に、含み益の拡大や有利な資金調達の武器になっていた。「含み」をもちこいた経営など

株の上昇の背景には土地の含み益の増大も……



含み経営脱皮へ再点検

資産、時価評価し開示を

年)の証券不況のおと、日本証券保有組合など株の買い支え機関が吸い上げていた株が放出され、金融機関や事業会社にハマ込まれたのがきっかけ。

「持合いが土台」

資金が寝てしまつて持合いは見方によっては、非合理だ。だが、それによる株式の安定化が

してこなかった。社長は財務畑出身でもない限り、自社の含み益の額など知らないだろうし、知る必要もなかった。(田代有三 三重工業副社長) というのが企業経営者の声だろう。とはいへ、赤字の時に株式を売却、含ませたという。

「結局、含み益は経営者の姿勢をルーズにしただけ」と奥村宏 龍谷大学教授は手厳しい。

含みといえど、土地も見逃せない。八八年以降の株価の値上がりで地価の上昇、それによる企業の持つ土地の含み益増大を材料にしたのは記憶に新しい。同時に値上がりした土地を担保に金融機関が信用創造を拡大した結果、国内の地価や株価の上昇に弾みをつけたばかりでなく、海外不動産の買いあさり

み益から含み損を差し引いた額を有価証券報告書を基に計算しても九一年時点でピーク時に比べ十三兆円以上目減りしている。

終戦直後禁止されていた企業の株式保有・持合いが本格化するのは昭和四十年(一九六五

金融システム立て直しも

資本金効率を計

パブルがはじけた今、たのはエンティファイ(新株発行を伴う資金調実施)と並行して高ち合った株式の大幅値と、不動産関連融資の付きによる金融機関の悪化である。

奥村教授は含み経営改め「資産を時価で再軽真実の資産内容を開示さればならない」という。「の資産で経営を点検し直本を効率的に使っているツクする必要が。そのみ資産を材料に株価を押し上げるようなマネーの暴走を」ともつた。

九二年三月期決算から市場有価証券については時価のバランスシート(含み損対外)での表示が始まったが、の時価評価開示はまだだ。ランシントそのものを既

までに発展、欧米諸国かを浴びた。

点検

インサイダー取引規制

米ウォールストリート・ジャーナル紙には月一回、「インサイダー・トレーディング・スポットライト」という欄がある。会社役員などインサイダー(内部者)が米証券取引委員会(SEC)に届け出た株式売買の一覧だ。これらは内部情報に基づき不正取引ではない。米国の内部者が株券を届けて自由に株式を売買している。

米国の証券取引法に詳しい岡山明和証券顧問は「米国のインサイダー取引規制を善悪法に分類すると、米国の不正取引ではない。米国の内部者が株券を届けて自由に株式を売買している。取先との長期的関係を重視

米国では「損得法」

インサイダー取引規制の仕組み自体は、日本が米国の手本に倣ってきたことであって、日米の間で大きな違いはない。陣容に差はあるとはいえ、日本にも、米SECに当たる証券取引等監



倫理的制裁にとどまる。ただ、罰を受けるのは大企業などに限っては恥ずかしいとの意識が強いから、通常の内部者取引さえ「自主規制」してしまおうという奇妙なことが起る。これに対し、米国は違反行為で得た利益の三倍までSECが民事制裁金を科すことができ

しかも、不正なインサイダー取引をSECに通報した者には罰金の一部を限度に報復金を出すという徹底ぶり。「私人を警察官代わりに使った」と法

持ち合い制度が壁

公正な市場育ため一因に

日米で認識に差

日本では、株式公開企業や証券会社の目録の行いを陰に傷つけることにより、不正を予防しようとしているのに対し、米国は、市場へのアクセスは原則自由とするかわり、違反者は制裁金を合わせて一億もの支払いを命じられた。善悪も異なることから経済制裁色が強い。

している様子が見え。新日本国士業株を巡る疑念で証券取引等監視委員会から告発された丸紅建設機械販売(東京・中央)の梶川史郎社長は「インサイダー取引規制になじめない日本人経営者の気持ちを代弁している。丸紅建設によると、従前から新日本国士業の業績不振を把握していたところへ複数企業から手形不渡の情報が寄せられたという。」「かなり広く周知されていると思われる情報を入手した以上、座して待つことなく新日本国士業株を売却したことは経営者として自然な行為」とのコメントには、監視委員会との判断で納得いかないものを感じている。罪意識薄い経営者 確かに、取引先の信用情報を他社より早くキャッチし対応することは経営者の使命だ。だが、金銭貸借や企業間信用、商品の売買など相対取引と、株式売買のような公開市場での取引とは、全く性質が異なる。公開市場での取引は、公正で透明でなければ、その価格の信頼性が保証されない。公表前の情報に基づいてインサイダー取引が不正とされ、厳しく取り締まられねばならない理由だ。公正な価格に対する認識が日本と希薄なのは、新日本国士業事件に清水銀行がかかわっていたことにも表れている。企業と株式を持ち合っている日本の銀行の場合、融資関係と資本関係との区別があいまいになる危険性がある。「債権回収も保有株売却も、資産保全」という観点からすると同じに映る。持ち合いがある限り、インサイダー取引規制は張り子の虎(トウ)にならぬか。」「失を公表する前に、ある阪神相銀が情報期保有してきたタネ売り、損失を回避し、清水銀行は八年繰り返してしまっ

米国流は形式のみ

そもそも、八九年に現行のインサイダー取引規制が導入されたきっかけは、八七年の阪神相互銀行(現在の阪神銀行)によ

るタネホ化学工業株にあった。タネホ先物取引の失敗による失を公表する前に、ある阪神相銀が情報期保有してきたタネ売り、損失を回避し、清水銀行は八年繰り返してしまっ

「日本の証券取引法には米国式をなす本型の長期取引シブ優先の経済インサイダー取引のうまく機能しないインサイダー取引のものにできるか本が本物の市場経済をどうにかか」(東京証券部

非常時の株式市場管理

編集委員 末村 篤

先週末の日経平均株価は直近の安値（二月六日）から約一五％上昇、東証一部の時価総額で約三十二兆円、信託銀行を除く銀行保有株式の時価総額も約三兆円増加した。

デフレ対策で即効性があるのは株価対策のみ。政府のデフレ対応策は不良債権処理で目玉らしい目玉がなかったものの、市場対策に盛り込まれた空売り規制の強化が効果を発揮した。「買い方官軍、売り方賊軍の空軍の中で、売り方の形勢不利と見た素直な反応だが、長続きはしまい」というのが市場関係者の見方だ。

投資家が貸株や信用取引制度を利用して調達した株式を

News 反射鏡

空売り規制強化は下策か

なりの構わぬ株価対策には批判が多い。投資家のヘッジ手段が制約され裁定取引もしにくくなる。取引に厚みを増して流動性を高める潤滑油が枯渇する。反対売買の買い戻しが株価反発のエネルギー

売る空売りの規制強化は、過度な投機的取引で株価の下落に拍車がかかるのを防ぐ株価対策が狙いだ。報告義務や価格制限の強化、情報開示の拡大大、株式調達コストの引き上げ、違反行為の監視強化、厳正処分などが内容である。取引ルールに対応できるコン

ピューターシステムを導入すれば足りる。むしろ、信用取引の規制強化で個人投資家を相手にするネット証券など国内証券会社の経営を直撃する可能性が大きいといわれる。

オーソドックスな議論として、売り崩しなどの違法行為の排除や信用取引の規制の抜け穴封じについては誰も異存

はないはずだ。平時の議論として、株式市場の機能と活力を引き出すため、過度の規制で取引を萎縮させるのは一角を矯（た）めて牛を殺す「下策」というのも正論である。問題は、大手銀行が政府の全面的な支援を必要とし、国

米の大恐慌での経験に学べ

家財政が破たんの瀬戸際まで追い詰められた現状は、国家の非常時という点にある。

株式の信用取引（空売り）の明示的規制は米国にはあっても欧州にはない。米国は一九三三年銀行法と三四年証券

取引所法で投機的取引（証券金融）と相場操縦、詐欺的行為の規制を明文化し、銀行法では商業銀行の株式保有を禁止した。証券金融の元締は中央銀行であり、ウォール街の局地的なルールではない。

証券と金融の結合によるスパイラル的な信用の膨張と収縮は不正行為を誘発してさらなるスパイラルを呼び、銀行信用と国家信用を破壊する（大蔵省証券局OBの團山英明氏）。国家による市場管理は大恐慌から学んだ米

資本主義の確信なのだ。株式市場の崩壊が一般金融から実体経済まで甚大な影響を及ぼし、銀行システムと国家財政の破たんに帰結した経験を持つ国は米国以外にない。

米国の制度を輸入した日本だが、証券市場と証券金融のシステム設計の神髄を理解している人はまだだ。金融庁が分かっているのか疑問だが、正常な経済を前提に批判しても議論はかみ合わない。日銀はなぜ傍観しているのか。

米国の一九三三年段階にあると思われる日本は、大本の銀行経営の立て直しと銀行のバランスシートの株式市場からの遮断を必要としている。非常事態下の市場管理の意味と問題の根源に向けた対策を真剣に考えるべきだ。

