

「ライブドア・ショック」と日本の株式市場の課題

大崎 貞和

要 約

1. 2006年1月16日、東京地検特捜部が証券取引法違反の疑いでライブドア社等に対する大規模な家宅捜索を行った。翌日から東京株式市場では株価が急落し、「ライブドア・ショック」と呼ばれた。しかし、子細に見ると、この株価急落はライブドア社への捜索だけが直接の原因ではなく、捜索を機に行われた一証券会社による信用取引担保掛け目の変更も影響したように思われる。
2. ライブドアをめぐる証取法違反容疑は、関係会社によるM&Aをめぐる偽計、風説の流布及び本体の2004年9月期決算をめぐる粉飾である。会社、経営幹部に加えて監査を行った公認会計士も起訴される事態となっている。
3. 株価の下落以上に深刻だったのは、ライブドア事件を機に、東証のシステム不安が表面化したことである。注文件数、約定件数の急増を受けて、東証は取引時間の短縮やライブドア株の取引をめぐる特別措置の導入などを強いられた。個人投資家によるネット取引の増加に加え、東証自身が売買単位の引き下げを進めてきたことを考えれば、システム対応は後手に回ったと言わざるを得ない。
4. ライブドア事件を機に、資本市場制度の見直しが必要との意見も聞かれた。しかし、様々な問題点をめぐって既に制度改正などの手当てが進められている。市場の監視体制が不備であったとの見方ものを射たものではない。最大の問題は、明らかに違法と断定されること以外は何でも許されるといったライブドアの経営姿勢とそれを抑制できなかったコーポレート・ガバナンスの仕組みにある。

．ライブドア事件の株式市場への影響

1．「ライブドア・ショック」？

1) 家宅捜索後の株価急落

2006年1月16日、東京地検特捜部と証券取引等監視委員会は、証券取引法違反の疑いで、ライブドアやその関連会社等に対する大規模な家宅捜索を行った。翌17日の東京株

式市場では、日経平均株価が462円安と1年半ぶりの下げ幅を記録し、18日も、464円安と大幅に下落した。多くのメディアは、この株価急落を「ライブドア・ショック」と呼ぶ。

確かに、ライブドア株には17日の寄り付きから売り注文が殺到し、売買が成立しないまま、たちまちストップ安となった。その後も、20日までの4日間の取引で連日ストップ安を記録、時価総額が半減しても、なお発

行済み株式総数の 26% 以上にあたる 2 億 8,000 万株に上る売り注文が残るという異常な状況に陥った。もっとも、家宅搜索のニュースが、直ちに投げ売りにつながったのは、ライブドア及びその関連会社の株式だけである。17 日の前引における日経平均株価は前日比 54 円高と安定していた。話題企業の重大な不祥事とはいえ、所詮、一企業の問題であり、他のほとんどの上場企業には一切関係のない話である。市場全体が急落しなかったのは当然とも言える。

ところが、17 日の後場中頃になって、様相は一変した。正に「ろうばい売り」とも形容すべき売り注文が殺到、東証一部銘柄の 92% が値下がりする状況となったのである。翌日も、売り優勢の展開が続き、日経平均株価は続落した。一体この間に何があったのか。各種報道では「不透明感」、「ライブドアからの連想で IT 関連が嫌気された」といった解説が加えられたが、それでは 17 日前場の堅調ぶりが説明できない。

2) 混乱を招いた担保掛け目引き下げ

ここで注目されるのは、17 日の日中に、マネックス証券が、ライブドア及び関連会社の株式 5 銘柄について、信用取引における代用有価証券（担保）掛け目をそれまでの 70 ~ 80% から一気にゼロに引き下げると顧客に通知したことである。この措置で、ライブドア及び関連会社の株式を信用取引の担保として差し入れていた同社顧客は、多額の追加証拠金（追い証）の差し入れを迫られることになった。

これがきっかけとなって、手持ちの他の銘柄の売却に踏み切る投資家が急増したことは容易に推測できる。しかも、担保掛け目の変更は、マネックス証券の既存顧客へのメール連絡によって伝えられたが、その事実をネット上の掲示板等を通じて積極的な売買を繰り返す個人投資家にたちまち伝わり、他の証券

会社も同様の措置を講じるのではないかとの不安心理が広がった。個人投資家の投げ売りのな売り注文が増加、それが更に事情を知らない投資家による売り注文を誘発し、17 日の相場の急変を招いたものと考えられる¹⁾。

その後、与謝野金融担当相がマネックス証券の措置を「投資家にとって困惑の極み」と評するなど、同社に対する批判の声が強まった。これに対して同社は、プレス・リリースで、「（特定の株式の）担保掛け目を下げることは経営の選択肢の一つ」であり、担保評価が困難となるような事態が生じた場合には「個人投資家の利益を守る為に、早期の注意喚起を行うことは、証券会社としての責務」だと反論する。確かに、一般信用取引における担保掛け目の変更は、証券会社の判断で可能である。しかしながら、ライブドアに対する捜査の帰趨が不透明な中、即時に極端な掛け目の引き下げを行ったことは、経営判断を誤ったものと言わざるを得ないだろう。

同社は、自らの株主価値を守る責務があるとも説明しているが、「株主価値を守るために担保掛け目を引き下げた」と言うのでは、株主の利益を守るためには顧客である個人投資家の利益を損なうことも辞さないと言ったにも等しい。「早期の注意喚起」という主張にしても、それが真意であれば、文字通り注意を喚起するメールを送付するだけで良かったはずである。

ライブドア関連銘柄の担保価値が、株価の下落で目減りすることは、顧客には一目瞭然であった。何も担保掛け目を引き下げて、必要な追い証の金額を引き上げて投資家を更に追いつめる必要はなかった。17 日後場以降の市場の動きの全てが、この担保掛け目変更の影響だなどと極論するつもりは毛頭ないが、市場の混乱を招く要因の一つとなったという事実は、真摯に受け止めてもらわねばならない。

なお、日本証券業協会は、この出来事を機

に、「信用取引等の委託保証金代用有価証券の掛目の取扱いに関する検討会」を設置し、3月15日には、掛け目の変更等にあたっては顧客への説明や周知を徹底すること等を内容とする自主ルールを策定すること等を盛り込んだ報告書が取りまとめられた。

2. ライブドアをめぐる疑惑

一方、家宅搜索のきっかけとなった直接の容疑は、2004年10月、ライブドアの子会社であるバリュークリックジャパン（現ライブドアマーケティング）が、マネー情報誌の出版事業を営むマネーライフ社を完全子会社化したと発表した行為が、証券取引法158条で禁じられた、有価証券取引等のため、または「相場の変動を図る目的をもって、風説を流布し、偽計を用い」ることにあたるのではないかというものである。

当時のプレス・リリースでは、バリュー社のインターネット広告事業にマネーライフ社の金融業界に特化した広告媒体が付加されることで、「大きな事業シナジーが見込める」と説明されている²。また、マネーライフ社については、VLMA2号投資事業組合が株式を100%保有していると記載されているが、組合の実態に関する説明は一切ない。ところが、この投資事業組合は、事実上ライブドア社に支配されていたとされる。つまり、既にライブドア・グループに支配されていた会社をグループ内の上場会社の子会社へと移し替えただけの取引を「大きな事業シナジー」が実現できる企業買収として演出した疑いもたれているのである。

更に、バリュー社は、この買収の発表直後、自社株を100分割することを決議した。こうした大幅な株式分割は、新株券が発行されるまでの50日前後の期間、異常な品薄状態を現出させるため、株価が一時的に高騰する要因となりやすい³。バリュー社によるマネーライフ社買収は、株式交換によって行われた

ため、マネーライフ株を保有していたVLMA2号投資事業組合は、価格が高騰したバリュー社株式を手に入れることになり、間接的にライブドア本体にも利益をもたらした。バリュー社による情報開示が「風説の流布」にあたるだけでなく、これら一連の取引が、「偽計」とされる可能性が浮上している⁴。

かつては、額面株式制度を背景としながら、一株あたりの純資産額が5万円を下回るような株式分割は商法の規定によって禁じられていた。その狙いは、出資単位の細分化に歯止めをかけることとされる。しかし、急成長するベンチャー企業では、年度の終わりへ向かう頃には、約一年前の帳簿上の資産額と株価は大きく乖離するのがふつうである。このため、商法の規制が投資単位適正化の妨げとなってしまった。例えば、2000年1月にはヤフーの株価が1億円を上回った。同社の場合、1999年3月以降、半年ごとに2分割という株式分割を繰り返したが、4回目の分割後の株価も3千万円と、一般の個人投資家には手の届かない水準に留まった。そこで、2001年10月に施行された商法改正で、それまで認められなかった「大幅」な株式分割が可能となったのである。

株式分割は、発行済みの株式を形式的に分割するに過ぎず、会社の財産を変動させるものではないため、理屈から言えば株式の価値には全く影響を与えない。見かけ上の株価は、10分割すれば10分の1というように分割割合に応じて下落するはずである。しかし、現実の市場では、株式分割は、今後の一層の株価上昇を見越して行われるため、経営者の強気の見通しを示すシグナルとされ、株価上昇の材料になりやすい。そこへ、既に触れた新株券発行までの一時的品薄状態が加わると、大幅な株式分割を行えば株価上昇を演出できることになる。

とりわけ、2004年2月、ライブドアが初の100分割を実施して以降、100分割、200

分割といった一時的需給悪化が市場に与える影響に配慮しない、それどころか、そうした影響を逆手に取ろうとしているとしか考えられない大幅な分割が相次いで行われるようになった。中には、大幅分割で親株だけが流通している状況下で、需給を更に引き締める自社株買いを実施する企業まで現れた。

こうした、零細投資家による手軽な投資を可能にするという本来の狙いを逸脱していると思われる株式分割をめぐることは、批判の声も少なくなかった。2005年3月には、東京証券取引所も、上場企業に対して大幅な株式分割を自粛するよう要請するとともに、投資家に対する注意喚起を行った。しかし、大幅分割を実施する企業は、「法律で禁じられているわけではない」と批判に耳を傾けようとはしなかったのである。

今回、ついに司直のメスが入られることになったライブドアの経営手法は、こうした法律で明白に禁じられていなければ何をやっても構わないという開き直りに充ち満ちている。その典型例は、昨年2月の立会外取引システムを通じたニッポン放送株式の大量取得である⁵。

ライブドアをめぐることは、当初の容疑となった偽計、風説の流布に加えて、その後、2004年9月期決算をめぐる粉飾決算という疑惑も浮上し、ライブドアが株式市場の基本ルールに対して重大な挑戦をし続けてきた疑いが濃厚になってきいった。事件そのものは、捜査がほぼ終了し、裁判を通じた全容の解明へとステージが移行しつつある。2月13日には法人としてのライブドアとライブドアマーケティング及び堀江前社長を含む経営幹部が偽計、風説の流布容疑で起訴されたのを皮切りに、3月14日には粉飾決算容疑でも起訴が行われた。更に、3月31日には粉飾決算に関与したとして、会計監査を担当した港陽監査法人の会計士も起訴されるに至った。当初から容疑を否認し続けている堀江前社長

以外の被告はいずれも保釈された。

・東証のシステム問題

1. システム不安に直面した東証

1月18日になって、「ライブドア・ショック」は、予想外の展開をみせることになった。個人投資家等による注文件数の急増で、東証の取引・清算システムへの負荷が高まり、決済が円滑に行われなくなることが懸念される事態となったのである。

18日の昼、東証は後場の取引状況次第では売買を全面的に停止することもあり得ると発表し、実際に正式な取引終了時間の20分前の14時40分に売買を停止した。19日以降は、システム不安が解消されるまでの暫定措置として後場の立会開始時間を30分遅らせることとし、注文件数が850万件または約定件数が400万件を超える場合には予め明らかにした上で売買を全面的に停止するという条件の下で取引が行われることになった。その後、システムの緊急増強が行われ、23日以降は、売買停止に至る約定件数の基準が450万件に引き上げられた。

自然災害やテロ、株式相場の暴落や通貨危機などの経済混乱などで、取引所の取引が停止された例は、各国にみられる。しかし、一国を代表する証券取引所における取引が、システムの処理能力の限界から停止に至るというのは、前代未聞の事態である。

ライブドア株式の取引は、東証のシステム不安がどこまで深刻なものとなるかを左右する重大な懸念材料となった。ライブドアの株価は、家宅捜索の実施が明らかとなってから最初の取引日であった17日以降、連日ストップ安を記録した。その後、ライブドアは、創業者である経営トップと主要な幹部が逮捕されたことで、企業としての長期的な存続も危ぶまれる状況に陥っている。幹部の逮捕が明らかとなったことで、東証はライブドア株

とライブドアマーケティング株を監理ポストに割り当て、その後の粉飾決算容疑による起訴を受けて、上場廃止を決定した（4月13日の取引を最後に上場廃止）。

とはいえ、ライブドアの事業そのものが破綻しているわけではないし、健全に事業を続けている上場企業の株式を多数保有するなど、資産価値も失われていない。そうした点を考えれば、上場廃止の前後いずれになるかはともかくとして、投資ファンド等によるM&Aの動きも生じるかも知れないとの思惑も働く。事実、上場廃止が決定された後の3月16日には、有線放送大手のUSENが、ライブドアの経営再建支援を決定し、同社の宇野康秀社長が個人でフジテレビジョンが保有するライブドア株（発行済み株式の12.75%）を買い取るという展開になった。当然、上場廃止が見込まれても株式の価値がゼロになるとは言えず、株価が下落を続ければ、いずれ、割安水準とみた買い注文が入り、多数の約定が成立する可能性は排除できないのである。

このため、ライブドア株の取引が活発化することによる東証のシステムへの負荷が大いに懸念されることとなった。と言うのも、ライブドアは、単元株制度を採用しておらず、売買単位は1株である。そして、発行済み株式数は10億株を超える。小口の個人株主も多く、株主数は2005年9月末時点で22万人にも上っていた。

この10億売買単位が上場されているという状況は、東証上場企業では異例中の異例である。時価総額トップのトヨタ自動車は3,600万単位（1単位=100株）、それに次ぐ三菱UFJフィナンシャル・グループが1,000万単位（単元株制度なし）であることからしても、ライブドアの異常さは明らかであろう。2億株を超える売り注文に対当する買い注文が入れば一体何件の約定が生じるのか。理論的には、買い注文が全て最低単位であれば最大2億件の約定ということになる。ライブド

ア株の売買成立が、東証のシステムに与える破壊的なインパクトが容易に理解されるだろう。

このため、東証は、ライブドア株の取引時間を制限するといった規制措置を導入せざるを得なくなった。実は、こうした措置は今回が初めてではない。過去にも、2004年4月には、大阪証券取引所が、株価が数円にまで下落し、マネー・ゲームの対象となったプライムシステム（現サンライズテクノロジー）株の売買がシステムに異常な負荷を与えているとして、一日二回の板寄せで売買するなどの規制措置を導入した。その後も状況が改善しなかったため、成り行き注文の禁止など更なる措置が講じられた。異例の取引規制は、同社が株式併合を行って注文状況が正常化するまで半年にわたって続いた。また、大証では、2005年6月以降、全銘柄についてシステムに過剰な負荷がかかるような注文状況となった場合には板寄せを行うといった措置がとられている。

市場全体の注目を集めている銘柄について、異例の売買方法をとることは、それ自体市場の混乱を招きかねないとも言えるが、一つの銘柄の異常な売買が市場全体を売買停止に追い込む事態を回避するためにはやむを得ない。投資単位引き下げという大義名分を背景に行われた、異常な株式分割や低すぎる投資単位の設定に異議を唱えることができないまま10億単位の上場という桁外れの事態を容認してしまった東証の判断のツケが、システムへの負荷という形で現実化してしまったのである。

2. なぜこのような事態が生じたのか？

日本の株式市場では、近年、注文、約定件数が、売買高や売買金額の伸びをはるかに上回るペースで増加している。その要因としては次のようなことが考えられる。第一に、1999年10月の手数料完全自由化以後、ネッ

ト証券取引の広がりや手数料の大幅な低下で、「デイ・トレーダー」と呼ばれるような個人投資家による頻繁な売買が可能となった。第二に、2001年9月に東証を始めとする証券取引所と証券業協会が「株式投資単位の引下げ促進に向けたアクション・プログラム」を発表し、上場企業に対して株式分割や単元のくり直しを行って投資単位を50万円未満に引下げよう働きかけた。これが功を奏し、個人投資家等による小口の注文件数が増加した。第三に、機関投資家のトレーディング技術が発達し、マーケット・インパクトの大きい大口注文を避け、小口に分割して発注する傾向が強まっている。

実は、上で述べた三つの要因のうち、第一と第三の点は、日本だけでなく、米国の市場にも共通してみられる。米国においても、ここ数年約定件数が急速に伸びており、2005年のニューヨーク証券取引所における一日平均約定件数は483万件と、東証が清算システムの能力上の限界としている450万件を上回るまでに達している（図表1）。ここで注目されるのは、最近の約定件数が、ドットコム・バブルがピークに達した1999年、2000

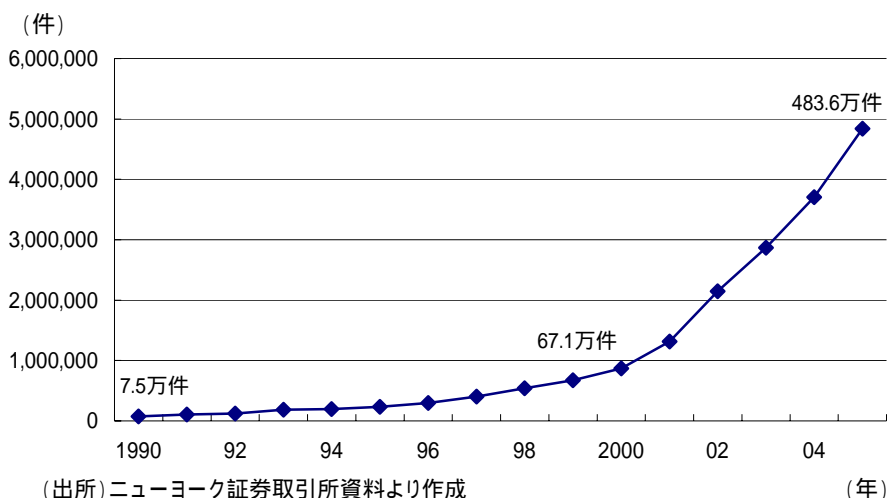
年の水準をはるかに上回っているという事実である。

ニューヨーク証券取引所は、こうした約定件数の急増という事態に適切に対処し、これまで取引システムや清算システムの能力に直接起因する大規模な問題は一度も起こしていない。それに比べて、東証のシステム整備が後手に回ってしまっていることは、否定のしようがないだろう。

では、このような事態は、全くの想定外、合理的に予想もできないようなことだったのだろうか。ここで一つ検証してみたいのは、東証が、自ら強く呼びかけた投資単位引き下げの影響を織り込んだ上でのシステム増強を進めていたのかどうかという点である。既に述べたライブドア株の売買が成立することでシステムが停止しかねないという問題も、根っこは同じとすることができる。

既に触れた通り、東証を始めとする取引所、証券業協会は、2001年9月、「株式投資単位の引下げ促進に向けたアクション・プログラム」を発表し、上場企業に対して株式分割や単元のくり直しを行って投資単位を50万円未満に引下げよう働きかけた。少なく

図表1 ニューヨーク証券取引所における一日平均約定件数の推移



とも東証は、自らが呼びかけた投資単位引き下げが市場に与える影響くらいは十分に考慮しておくべきだったのではなからうか。

下の図表 2 は、東証の一日平均売買代金の推移とそれが 1 売買単位 50 万円とした場合に、何単位分に相当するかを試算したものである。例えば、2000 年の一日平均売買代金は約 1 兆 26 億円であり、全ての銘柄の株価が 1 売買単位当たり 50 万円だったと仮定すれば、200 万単位に相当する売買規模であった。200 万単位の売買全部が最低単位の 1 単位の約定であれば、200 万件ということになる⁶。

つまり、既に 2000 年の市場環境下においても、売買単位の 50 万円程度への引き下げが貫徹されれば、最大では平均的に 200 万件の約定があり得ることを想定すべきだったとみることもできるのであり、仮にピークを平均の倍と想定するとしても、約定 400 万件への対応は当然想定すべきだったとも言えるのである。また、同じ考え方でいけば、2004

年以降、株式市場が活況に向かう中で、平均的に 300 万件の約定があり得、従って、ピーク時 600 万件程度の約定はあってもおかしくないといった想定がなされても不思議ではなかったのである。

ここで示した計算は、全くの仮設例に過ぎず、現実の約定件数の伸びを基にしたものではない。しかし、以上の分析からだけでも、約定件数 450 万件という次期清算システムの処理能力が不十分であることは、売買単位の引き下げが及ぼす影響を最大限に考慮していれば、計画策定時から明らかだったのではないとも言えそうである。東証は、最近の約定件数の伸びは想定をはるかに上回っていたというが、その想定が売買単位引き下げの及ぼす影響を十分に計算に入れたものであったかどうか疑問が残ると言わざるを得ないだろう。

・ライブドア事件の制度改革への影響

1. 東証の「責任」をめぐって

ライブドア事件を契機として、日本の株式市場をめぐる制度に問題や不備があると指摘する向きがある。様々な指摘がなされているが、その一つとして、ライブドアの株式を上場させ、虚偽とされる情報開示を「見過ごしてきた」東証の責任や仕組みの「不備」があげられることがある。

しかし、ライブドアの前身であるオン・ザ・エッジが上場したのは、東証マザーズ市場の開設から間もない 2000 年 4 月であり、2004 年頃の行為とされる今回の事件だけから上場審査に問題があったとするのは飛躍が過ぎよう。また、東証が虚偽開示を見抜けなかったと言われればその通りだが、そもそも取引所は、自らの市場で開示されている情報の真実性を担保する責任までは追いつけない。開示内容の審査は、発行会社や公認会計士が行うべきであり、意図的な開示の不正は、取

図表 2

売買単位が50万円になったとすれば。。。		
年(2005年は月)	東証一日平均売買代金(単位:百万円)	50万円=1単位で換算した売買単位数
2000	1,002,673	2,005,346
2001	822,201	1,644,402
2002	785,994	1,571,988
2003	989,270	1,978,540
2004	1,394,801	2,789,602
2005.1	1,368,539	2,737,078
2	1,542,379	3,084,758
3	1,688,120	3,376,240
4	1,440,813	2,881,626
5	1,373,312	2,746,624
6	1,391,252	2,782,504
7	1,424,251	2,848,502
8	1,936,878	3,873,756
9	2,561,198	5,122,396
10	2,687,333	5,374,666
11	3,145,863	6,291,726
12	3,470,866	6,941,732

(出所)東証資料より作成

引所の方では防止できない。

東証マザーズ市場を舞台にライブドアによる資金調達や株式分割が繰り返されたことで、今回の事件を新興企業向け市場全体の問題とする見方もあるようだが、それも行き過ぎであろう。東証マザーズ開設以降、新興企業向け市場の整備が進んだことで、創業から株式公開までに要する期間は格段に短くなり、成長企業の資金調達が容易になった。ここ数年、毎年百数十社に上るベンチャー企業が株式を公開し、成長資金を調達している（図表 3）。残念ながら、今回の事件を含め、新興企業向け市場を舞台とした不祥事は、何件か起きている。しかし、延べ 900 社近い新興企業向け市場での新規公開企業のうちの数社が問題を起こしただけで、日本の産業構造転換に資する市場の意義を没却することはできない。ライブドア事件が、新興企業向け市場の敷居を高くするような「改革」につながれば、まさしく「角を矯めて牛を殺す」の愚にほかならない。

2. 必要ない株式分割規制

第二に、ライブドアやその関連会社が株価吊り上げの手段として用いたとされる大幅な株式分割に対する批判が高まっている。しかし、既に述べた通り、株式分割制度そのものに問題があるわけでは決してなく、株券の受け渡しに関する仕組みを悪用した発行者に大きな問題点があったのである。そして、株券の受け渡しをめぐるのは、2006 年 1 月 4 日から分割基準日の翌日から新株の売買が可能となっており、現在では深刻な問題はないと言える。

もちろん、この仕組みの手当てや東証による自粛要請と投資家への注意喚起（2005 年 3 月）のタイミングが遅すぎたとの批判は、甘受すべきであろう。とはいえ、あえて繰り返しておくが、現段階で、株式分割に関する新たな規制を検討することが必要だとは全く思われない。

図表 3 主要新興市場における新規公開件数、及び上場企業数

	東証マザーズ	ジャスダック	ヘラクレス	その他	合計
1999年	2	73	-	0	75
2000年	27	97	40	0	164
2001年	7	98	43	2	150
2002年	8	70	24	0	102
2003年	33	63	11	1	108
2004年	56	71	18	7	152
2005年	37	68	22	16	143
99年～05年の 累積上場企業数	170	540	158	26	894
2005年末 上場企業数	150	956	125	24	1,255

(注) その他はセントレックス(名古屋)、アンビシャス(札幌)、Q-BOARD(福岡)の合計
(出所) 各取引所公表資料より野村資本市場研究所作成

3. 新たな粉飾対策の必要性は限定的

第三に、ライブドアやその関連会社が決算を粉飾していたとの疑惑が生じたことをめぐり、アメリカのエンロン・ワールドコム事件との類似性を指摘したり、その後の制度改革に学ぶべきといった声が上がっている。この点については、日本でも、既に、2004年10月に明るみに出た西武鉄道による有価証券報告書への虚偽記載やその後のカネボウの粉飾決算などを契機として制度改革へ向けた検討が着手され、金融審議会や企業会計審議会の報告書が取りまとめられている。

一連の報告書による提言のうち、継続開示書類への虚偽記載に課徴金制度を適用することなどは、既に法令上の手当てがなされている。また、アメリカのサーベンス・オクスレー法に範をとった内部統制監査制度の導入についても、3月13日に国会に提出された金融商品取引法（いわゆる投資サービス法）案において、所要の手当てがなされることになっている。今後、粉飾決算に対する監査法人の責任のあり方など、更に議論を深めるべき点もないわけではないが、決して制度の整備が後手に回っているわけではないことは、確認しておく必要がある。

あえて言えば、ライブドアによって悪用されたとされる投資事業組合をめぐる規制は、新しい論点かも知れない。もっとも、この点についても、会計基準の見直しが検討されているほか、上で触れた金融商品取引法案において、一定の手当てがなされている。2005年末に公表された金融審議会の報告書では、投資事業組合を始めとするファンドの登録制度等について、やや消極的なトーンとなっていたが、法案には、ファンドの設定者が自ら投資家への勧誘を行う、いわゆる自己募集についても、原則として金融商品取引業としての規制を及ぼすことが盛り込まれている。そこでは、プロ投資家のみを対象として自己募集を行う場合には、通常の業規制である登録

制の対象とせず、事前の届出で足りるとするなど、規制の実効性を確保しながら、過剰規制に陥らないよう配慮がなされている。

ライブドア事件で問題となった投資事業組合など、私募のファンドに規制を課すことには、ベンチャーキャピタリストなど実務家を中心に強い抵抗がみられるようである。しかし、私募において開示規制が免除されるのは、あくまで勧誘対象となる投資家の保護という観点からである。私募ファンドのあり方が市場全体に影響を及ぼす可能性が否定できない以上、勧誘対象者の保護とは異なる観点からの規制については、合理性があると言わざるを得ないのではなかろうか。

4. 市場監視体制をめぐって

1) 監視体制に不備はなかった

第四に、今回の事件が、証券市場の監視体制の不備を露呈したとの見方についてである。筆者は、こうした見方に対して、大きな疑問を感じている。むしろ、今回の事件は、金融ビッグバンで打ち出された事前規制型行政から事後監視型行政への転換が定着し、市場の監視がきちんと行われていることを示したとみるべきであろう。

今回の摘発は、不正な開示等が実行されてから1年半ほどで行われている。社会面に大きく取り上げられる殺人や誘拐などの事件などに比べれば、強制捜査に着手するまでに時間がかかったような印象を受けるかも知れないが、開示制度違反の多くは、その時点では気付かれない形で実行されるだけに、内偵捜査に時間を要するのはやむを得ない。

風説の流布をめぐる過去の事件を例にとれば、公開企業の社長があからさまな虚偽情報を記者会見で公表した例として名高いテーエスデー事件でさえも、問題の記者会見（1992年8月）から証券取引等監視委員会による刑事告発（1995年6月）まで2年10ヵ月を要した。しかも、テーエスデーの場合、

会見から 2 ヶ月後の 11 月初めには、社長自らが会見内容が事実でなかったと発表していたのに対し、今回の事件では、ライブドア側は、現在に至るまで問題とされた開示内容が虚偽であったとは公式には認めていないのである⁷。

また、今回東京地検特捜部が前面に出る形で捜査が進んでいることで、証券取引等監視委員会の体制が不十分ではないかといった見方もなされているが、これもあまり的を射たものとは言えないだろう。確かに、監視委員会は、証券取引法違反を摘発する任務を主として担う機関だが、社会的影響が大きい重要事件で、しかも、容疑者の身柄拘束などを迅速に行う必要がある場合に、地検特捜部と密接に連携して捜査を行うのは当然のことである。

もちろん、今回の事件を機に、証券取引等監視委員会の人員や予算が十分であるかどうかを検証し、必要な増強が行われるのは悪いことではない。もっとも、その検証に際して、アメリカの証券取引委員会（SEC）との安易な比較に走るのは考え物である。アメリカは、日本に比べて国土も広いし、証券市場の規模も格段に大きい。SEC の人員・予算規模が大きいのは当然である。アメリカとの比較だけからいたずらに監視委員会の人員や予算の増強を図ることは、行政のスリム化という社会の要請にも反することになる。監視委員会の「機能強化」については、多面的で慎重な検討が必要であろう。

2) 金融庁からの「独立」は必要か？

監視委員会の機能強化論に関連して、金融庁から完全に独立した「日本版 SEC」を創設すべきとの声も聞かれる。筆者は、こうした見解が必ずしも妥当とは思われないことを過去にも何度か論じている。ここで、あえて詳細な議論を繰り返すことは避けたいが、特に重要な点として次の二つを指摘しておきた

い。

第一に、アメリカの SEC が証券市場のみについて、制度の企画や規則制定から違反摘発に至る幅広い権限を有するのに対し、日本の金融庁は、証券市場のみならず、銀行、保険に至るまでを守備範囲とすることで、業際の壁が低下し、コングロマリット化の進む市場の実情によりよく対応できる体制となっている。単純にアメリカの SEC を真似て、証券市場行政を監視委員会へ移管し、更に金融庁から全面的に独立させたりすれば、行政の確な対応力はむしろ損なわれるだろう。

第二に、アメリカの SEC がとる独立行政委員会という形態が、市場行政や市場監視の機関として最適かどうかには疑問が多い。円滑な行政の推進には他の省庁との調整や折衝が不可欠であり、その場合、独立性の高さは、逆に孤立の要因にもなりかねない。独立性の過度の強調は、民主的コントロールという観点からも疑問である。法人の形態としては民間の会社という異例の形をとるイギリスの金融サービス機構（FSA）ですら、政府から独立した機関ではなく財務省の監督下にあり、しかも、その監督の仕組みは、2000 年金融サービス・市場法の下で、それまでよりも強固なものに改められているのである。

・ライブドア事件の教訓

ライブドアとその関連会社は、明らかに違法と断定されること以外は何をやっても構わないという姿勢で、様々な手段を駆使してマネー・ゲーム的な M&A 活動を繰り返してきた。それが度を超して違法行為にまで手を染めてしまったわけである。最大の問題は、そうした経営姿勢とそれを抑制できなかったライブドアのガバナンスの仕組みにある。

しかし、既に述べたように、今回の事件を契機として、新たに大幅な見直しを行わなければならない制度上の深刻な問題点は、東証

のシステムをめぐる問題を除けば、ほとんど存在しないと言ってよい。むしろ、懸念されたのは、事件に対する反感から、短絡的な規制強化が行われ、市場の健全な発展に水を差しかねないことである。

なお、英国の経済紙『フィナンシャル・タイムズ』は、1月18日付の社説において、「日本の旧体制派が復讐の味を味わう」と題し、ライブドアの堀江氏が日本の企業社会に新風を吹き込み、制度の不備を明らかにした、などと評価した上で、日本が自由で開かれた金融市場が国富の創出のために不可欠だという事実を受け入れるまでは、更に多くの堀江氏のような果敢な体制破壊者が必要だ」と論じた。

しかし、今回の事件を日本の企業社会における新旧勢力対立の表れとする見方は正しくない。日本の金融・資本市場制度は、1998年の金融ビッグバンを契機として、「護送船団行政」に象徴される事前規制型の仕組みから自由で開かれた事後規制型の仕組みへと一大転換を遂げた。既に日本は、『フィナンシャル・タイムズ』紙が擁護する、自由で開かれた金融市場が国富の創出のために不可欠だという考え方に立脚した制度を確立している。ライブドアの行動を快く思わない経済人が少なくなかったことは事実だろうが、同社は、日本の企業社会の秩序に挑戦したがゆえに捜査の対象となったのではない。不正・違法な行為の疑いが生じたために捜査を受けたのである。今後も大胆な変革者が続出するのは大いに結構だが、願わくば、不正・違法な手段を用いることなく、既成観念に挑戦してもらいたいものである。

¹ マネックス証券は、自社ホームページにおいて「当社による5銘柄の代用有価証券掛目の引き下げと、ここ数日間の市場全体の株価変動との間には、因果関係があるとは考えておりません」との見解を1月19日付で公表している。しかし、19日、20日の株式相場の推移からも、17日、18日の急落が、一時的な需給要因によるものであったことを強く示唆している。

² ライブドアマーケティング社ホームページに掲載されていた2004年10月25日付プレス・リリース。

³ なお、今年1月4日から分割基準日の翌日から新株の売買が可能となったことで、こうした問題は解消された。

⁴ ライブドアをめぐることは、このほか2004年9月期決算をめぐる粉飾疑惑も浮上している。

⁵ 拙稿「ニッポン放送をめぐる経営支配権争奪と資本市場法制」『資本市場クォーターリー』2005年春号参照。

⁶ もちろん実際の売買では、全ての注文が最低取引単位と同じ大きさということは常識的にあり得ないが、システムの能力を考える際には、論理的にあり得る最大限の負荷を考えておく必要がある。

⁷ アメリカのエンロン事件でも、内部告発を受けて会社が自ら決算修正を行ったことがSECによる調査の発端となったことを想起されたい。