

# 市場規律が機能する金融システムを目指して

淵田 康之

## 金融改革プログラムとバーゼルⅡの第3の柱

2004年12月に発表された金融改革プログラムでは、改革の内容を整理する上での5つの視点の一つとして、「市場規律を補完する信頼される金融行政の確立」が掲げられている。そして、今後の金融行政当局の基本的姿勢として「市場規律を補完する審判の役割に徹すること」とされている。言い換えれば、「市場規律」なるものが、金融システムの安定性や金融機関の健全性等を確保する上で、主役に位置づけられているのである。

一方、やはり「市場規律」を3つの柱の一つとして掲げるバーゼルⅡの導入準備も、金融改革プログラムの一環として本格化しているところである。すなわち、金融庁は2005年4月、監督局総務課にバーゼルⅡ推進室を設置したが、同室は、バーゼルⅡに関する情報の提供や問合せへの対応、先進的な計算手法を採用する予定の金融機関との対話、第2の柱、第3の柱（後述）の実施に向けた対応、先進的な計算手法の承認プロセス等について海外監督当局との適切な連携を図ること、以上をミッションとしている。

金融改革プログラムによれば、2005年中に自己資本比率告示が改正され、2006年3月を目途に監督指針・解釈集が発表される他、これらを受けた検査マニュアルの改正や、統合的なリスク管理態勢の検証、銀行勘定における金利リスク等への対応を含む早期警戒制度の見直し等が予定されている。

またバーゼルⅡ導入に臨み、2005年8月を目途に、主要行に対してリスク管理高度化のための計画の策定が要請されている。同計画に盛り込まれるべき項目については、2005年3月より検討が開始されており、2005年6月までに整理される予定である。リスク管理態勢の監督については、中小・地域金融機関においては、既にリレーションシップバンキングのアクションプログラムや中小・地域金融機関に対する総合的な監督指針の中で対応されてきたが、主要行についても、自主的な対応に任せるのではなく、当局が一定のイニシャティブをとろうという発想である。なお、このリスク管理

高度化計画には、市場型間接金融の活用に関する取組み状況と早期事業再生の取組みの強化状況についても、盛り込むべき項目として検討するとされている。この背景には、伝統的な融資や証券市場とは異なるこれらの分野の発展を促そうという政策意図が窺われる。

バーゼルⅡの特徴は、規制自己資本比率の計算において、従来よりはるかにリスクセンシティブな手法が導入されたことに加え、そもそも最低自己資本比率という第1の柱だけではなく、銀行による自己資本戦略策定とその当局による監督上の検証という第2の柱、そしてディスクロージャーの充実を通じた市場規律の強化という先述の第3の柱という、三本柱からなる体系となっている点にある。バーゼルⅡ導入後は、従来のように自己資本比率が8%を割れるかどうかだけが、大きくクローズアップされる状況は改善されよう。

### バーゼルⅡに留まらない市場規律の意義

---

バーゼルⅡの第3の柱にも位置づけられた、銀行の健全性規制における市場規律の活用という発想は、とかく銀行と証券市場を対立的にとらえがちな伝統的思考回路に対し、証券市場を通じた銀行健全化という発想の転換を持ち込むものと言える。この考え方は、銀行業が高度化・複雑化する一方、当局の監督・検査にはリソース面で限界も指摘される中、市場規律を活用して規制目的の達成を補完していくべきである、という議論に基づくものである。「リスク管理の方法自体も基本的には自己責任とし、銀行の創意工夫を認めようとして、それを当局が補完的にチェックし、さらにディスクロージャーを通じて市場からもチェックをかける」という3本柱の発想が最初に自己資本規制に取り入れられたのは、1996年の市場リスク規制からであった<sup>1</sup>。

冒頭に述べた通り、この市場規律という考え方が、金融改革プログラムでも大きく取り上げられているわけであるが、より一般的に市場メカニズムを通じた規律付けという発想自体の源流を考えると、アダム・スミスにまで遡ることができよう。価格メカニズムや競争原理を発揮させることで、資源配分の効率化やイノベーションが促進されるという意味で、自由主義市場経済システムそのものが、広義に言えば市場によって規律づけられたシステムと言える。

もちろん一般に市場規律という場合、組織や制度に対する市場の

---

<sup>1</sup> 氷見野良三『検証 BIS 規制と日本』金融財政事情研究会、2003年。第3の柱と市場規律を論じた例としては、2003年10月にニューヨーク連銀で開催されたコンファレンスがある。“Beyond Pillar 3 in International Banking Regulation: Disclosure and Market Discipline of Financial Firms”, *Economic Policy Review*, FRBNY September 2004 参照。

規律付けという、もう少し狭義に使われるが、それでもバーゼルⅡの文脈だけではなく、極めて広範な分野で市場規律が発揮されていくことに大きな意義が見出されている<sup>2</sup>。

例えば国債市場は金利の変動や為替相場の変動というルートを通じて、一国の財政に対する規律を与える。株式市場や社債市場は、証券価格の変化を通じて企業経営に規律を与える。途上国については、先進国の投資家が参加するソブリン債市場や現地の株式市場が、国全体の政策運営に対する規律を与える。

もちろん財政には国会による審議があり、企業経営には取締役による監視や株主総会がある。しかし、それだけで財政の健全性や適切な企業経営が保証されないということは、歴史が証明するところである。国債市場、株式市場、社債市場が無かった時代には、極端な場合、財や人の国や企業からの直接的な逃避といった形で、往々にして財市場や労働市場を通じた破壊的な「市場規律」が最終的に生じてしまうことがあった。

しかし、証券市場という多くの参加者が膨大な情報を取り込み、将来期待を形成して時々刻々と組織へのクレームの価格付けを行うメカニズムを利用することで、より迅速に組織は規律付けられ、問題が肥大化しないうちに軌道修正することが可能となるのである。

## 市場規律の限界

市場規律の発想に対して、市場は失敗するという観点から批判することも、またそれに対して政府も失敗する、と応ずることも、従来から繰り返されてきた議論展開であるが、近年、バーゼルⅡで市場規律が一つの柱として位置づけられ、脚光を浴びたこともあり、逆に市場規律の限界を指摘する声も強まっているように思われる。

例えば、銀行規制に市場規律を活用する手段として劣後債市場の活用を長年主張してきた学者グループが存在するが<sup>3</sup>、彼らの一部は、銀行に劣後債を強制的に発行させるべきという主張も展開してきた。しかし、この考えの全面的な採用については当局も慎重な姿勢を崩していない。銀行劣後債市場がどの程度流動的な市場になるかという不安があり、流動性が不十分であれば価格も十分なシグナルとして機能しにくいためである。比較的流動性の高い大手行の劣後債も、銀行ではなく、持株会社レベルで発行されており、必ずし

<sup>2</sup> 銀行業のみならず、保険、企業、国家等への市場規律を論じた文献として、Claudio Borio et.al. (ed.), *Market Discipline Across Countries and Industries*, MIT Press 2004 がある。

<sup>3</sup> 例えば U.S. Shadow Regulatory Committee の主張を参照。

も銀行業務そのものの規律付けの手段としてふさわしくないという議論もある<sup>4</sup>。

また、アジア危機の発生は、市場における資金フローの投機的な動きが経済のボラティリティを拡大させる例として多くの各国当局者に印象付けられる結果となった。市場を通じた途上国経済の規律付けという発想は、こうした現実の下、当面、声高に主張しにくいものとなったと言える。さらに、最も発達した証券市場を持つ米国においてネットバブルが崩壊し、エンロンの破綻を契機に一連の企業スキャンダルが明るみに出たことは、市場の価格シグナルやバリュエーションの正当性に疑念を抱かせる結果となっている。

バーゼルⅡ自体も、当初の案では、市場規律のパートにおいて、詳細なディスクロージャーを銀行に要求するものとなっていたが、バーゼルⅡだけのために特別なディスクロージャーを行うことに対する銀行の批判が強かったこともあり、ディスクロージャー項目は最終的に大幅に圧縮される形となった。

---

### 市場規律を最大限機能させるために

---

とはいえ、公的規律、すなわち法規制を課すことや、政府が監督・介入するだけで、銀行に限らず政府なり一般企業といった各種の組織が適切に運営されることは不可能であり、やはり市場規律も活用していかなければならないという点については、程度の差こそあれ、基本的な一致を見るところであろう。

確かに市場は失敗するし、また不完全でもある。しかしそのことを徒にあげつらうのではなく、いかにして市場規律のメリットが最大限、発揮される姿にしていくか、という建設的な視点が必要であろう。

市場規律が有効となるための前提条件として、バーゼル委員会総支配人だったアンドリュー・クロケット氏は、以下のポイントをあげている<sup>5</sup>。

- ①市場参加者が意思決定に必要な十分な情報を保有していること。  
特に発行体は都合の悪い情報についても、十分、市場参加者と会話する必要がある。
- ②市場参加者にその情報を正確に処理する能力があること。
- ③市場参加者が正しいインセンティブを保有していること。

---

<sup>4</sup> Simon Kwan “The Promise and Limits of Market Discipline in Banking”, *FRBSF Economic Letter*, December 13, 2002 参照。

<sup>5</sup> Andrew Crockett “Market discipline and financial stability”, BIS Speeches, May 23, 2001

④市場参加者が市場規律を行使する正しいメカニズムを持っていること。

上記のポイントを念頭に置きつつ、以下、市場規律を発揮させるために重要と考えられる事項を、より具体的に検討してみよう。

### 1. ディスクロージャーと非財務情報の開示

クロケット氏が第一のポイントとして指摘したように、市場に必要な情報が提供されていなければ、市場規律は適切に働かない。必要十分な情報とは、投資家が求める情報であり、法規制で強制開示を要請されている項目に限らないし、また財務情報に限らない。投資家に企業価値を正しく評価してもらうために、自主的に IR 活動を行うことは、その意味で重要なことである。

ただし、企業経営者が意思決定を行う時に利用するような情報は、投資家にも価値があるのであり、こうした情報を含め幅広く開示していくべきである、というジェンキンス委員会の報告が出されてから 10 年になるものの、近年に至るまではかばかしい進展はない。もっと言えば「内部的な業績評価システムの大きな進歩にもかかわらず、会社がマーケットへ報告する情報の種類と方法は、この 100 年のあいだにほとんど変化をみなかった」のである<sup>6</sup>。

やはり強制ないしそれに準じた公的な働きかけがなければ、真に投資家の立場に立った情報提供は実現しないというのが現実なのかもしれない。その意味で、今般の金融改革プログラムにおいて、金融機関に対して、利用者満足度アンケート調査等を実施し、アンケート結果とそれを受けて経営改善を行った項目等を公表することが要請された点は興味深い。さらに、中小・地域金融機関に対しては、新たなアクションプログラムにおいて、各行が数値目標を含む客観的な目標を自主的に選択して掲げ、これを開示するよう要請されている点も注目される。

前者は、利用者の満足度を重視した金融機関経営の確立という金融改革プログラムの趣旨に沿った施策であるが、利用者満足度という指標は、投資家に開示すべき非財務的情報の一つとしてしばしば強調されてきた項目なのである。また後者の施策は、不良債権比率の半減といった行政の直接的なプレッシャーではなく、情報開示というルートを通じて、市場及び地域住民による金融機関の規律付けを図ろうというものである。規制業種である金融機関に限定された措置とはいえ、こうした非財務的情報の開示や法規制以外のルートを通じた規律付けに向けた当局からの働きかけは、今後、他の業種においても参考とされてしかるべきであろう。

<sup>6</sup> ボブ・エクレス他『企業情報の開示』東洋経済新報社、2002年（原題 *The ValueReporting Revolution*）参照。

## 2. 内部統制とガバナンス

ディスクロージャーをいくら充実させても、情報そのものが信頼できないものであれば、かえって市場を混乱させ、市場規律も正常に機能しない。これがエンロン以降の企業スキャンダルの大きな教訓である。これに対して、米国ではサーベンス・オックスレイ法が成立し、内部統制の強化、取締役の独立性の強化等が図られた。

わが国においても、一部の大企業において有価証券報告書の虚偽記載問題が生じたことを契機に、2004年12月24日、金融審議会は、「ディスクロージャー制度の信頼性確保に向けて」という報告を公表した。この中には、財務報告に係る内部統制の有効性に関する経営者による評価の基準と公認会計士による検証の基準の明確化をはかること、及びコーポレート・ガバナンスに係る開示の充実が求められている。

現状、内部統制については、企業会計審議会に内部統制部会が設置され、具体的な検討が進められているところである。また、コーポレート・ガバナンスについては、金融審議会における投資サービス法の議論の一環としても議論が行われており、2005年4月15日の会合においては、取引所規則として、社外取締役を義務付けるべきではないか、という問題提起もなされている。

## 3. ファイナンシャル・ゲートキーパーの役割

企業がディスクローズのため、情報を用意する段階と、投資家が実際にその情報を利用し投資意思決定を行う段階までの間に介在する主体が、情報の適正性を見極め、これを歪めず、正確にかつわかりやすく伝達することも要求される。

エンロン事件以降明らかになった米国資本市場問題のもう一つの教訓は、会計監査人、証券アナリスト、格付け機関といったいわゆるファイナンシャル・ゲートキーパーらが、情報の適正性を見極めるどころか、自らの利益のために歪めて投資家に伝達したケースがあったということである。

この結果、会計監査人に対してはPCABOという独立した監視機関が設置され、また監査人と企業との癒着を防ぐ措置が導入された。証券アナリストについては、投資銀行部門からの独立が徹底され、また独立系リサーチの推奨が行われている。格付け会社については、2005年4月にSECがNRSROの定義に関する規則案を公表したところであるが、引続き議会で議論が続いている。

わが国においても、監査制度への信任向上を目指し、2003年5月に公認会計士法が改正され、これを受けて、企業との癒着の防止等独立性の確保が図られた他、公認会計士や監査法人の会計監査が適切だったかどうかを監督すべく、2004年4月、金融庁に公認会

計士・監査審査会が設置された。また前記の「ディスクロージャー制度の信頼性確保に向けて」において、会計監査に関与した公認会計士の氏名、監査法人への所属及び監査勤続年数等について開示の充実も求められた。

アナリスト問題については、2004年3月の日本証券業協会の理事会決議で「アナリスト・レポートの取り扱い等について」が改正され、米国同様、アナリストが引受部門や投資銀行部門の提案活動に関与することを禁止する規定が追加された。

#### 4. 規制・監督・エンフォースメント機能

不公平・不公正な取引が横行する市場においては、価格が歪められたり、投資家が遠ざかって流動性も不十分になるかもしれない。そもそも公正性を疑われる市場に市場規律の機能を求めることは不適切である。従って、市場規律が発揮されるためには、投資家保護が貫徹され、信頼できる市場を構築していく必要がある。

信頼できる市場を支えるフレームワークとしては、開示規制、業規制、自主規制、セイフティネット、市場規制、不公正取引規制等が必要であるが、同時にこれら規制が実効性を持つためのエンフォースメントが重要である。

この点、米国ではエンロン事件以降、SECの大幅な機能強化が図られ、1000人近くの増員が実現し、SEC全体で4090人、投資サービスに係る企画立案、監督、監視部門の人員は3142人（いずれも2004事務年度）という陣容になっている。英国FSAも2115人である（2005年事務年度）。

これに対して、わが国は2005年3月末時点の投資サービスに係る企画立案、監督、監視部門の人員は、財務局の証券監督部門及び監視官部門を含めても、552人に過ぎない。

こうした当局のスタッフの充実だけではなく、課徴金のような行政罰の制度を充実させ、迅速に各種の不正行為が処罰されることが有効と考えられる。わが国においては、2005年4月1日より、証取法が改正され課徴金制度が施行された。ただし、同制度は継続開示義務違反については対象とされなかったこと（今国会で法改正の見込み）、課徴金額が経済的利得相当額に留まっており懲罰的要素が限定的であることなど、依然問題が残されている。

この他、機動的に発動できる差止・是正命令制度、行政による民事訴訟のサポート、クラスアクションの導入等、投資家保護の実効性を高めるための工夫として、米国で有効に機能しているものの、日本では活用されていないものが多々ある点についても、今後、本格的な検討が必要であろう。

## 5. プロとアマの区別

多様なニーズに応じて多様な商品の市場を整備することは、金融資本市場の効率性の向上につながるばかりではなく、多様なルートを通じて市場規律が働くようになる結果、市場規律の実効性が高まることにつながることを期待される。

銀行劣後債市場の発展が期待されてきたことも、株式市場を通じた銀行に対する市場規律に比べて、より預金者の選好に近いシグナルが、銀行経営者に発せられると考えられるためである。

また、一般投資家が大量に参加して値付けされる市場よりも、高度な能力を有する機関投資家のみが参加する市場において発せられるメッセージの方が、企業経営者や監督当局にとって早期警報として重要となるかもしれない。IPOにおいて、単純な全員参加型のオークションではなく、ブックビルディングが重視される傾向が強いのも、後者のプロセスの方が有力な機関投資家のバリュエーション判断を、適正な価格決定に反映させる余地が生まれるからである。

このように、市場規律の有効性向上という観点からも、投資家のニーズに応じつつではあるが、プロに限定された市場を発展させることは有意義であろう。プロに参加者を限定することで、投資家保護への懸念から重装備の規制が導入され、事実上、市場の発展や十分な流動性の確保が困難になるような事態も回避しやすくなる。

その意味で参考となるのが、米国におけるアセットバックト証券市場の発展である。同市場は、従来の会社証券とは異なるものの、オリジネーター、サービサー、格付け機関、そして機関投資家といったプロの間で市場ルール、市場慣行が自律的に形成され発展してきた。SECは、電話会議や面談、ノーアクションレターという形で、これらのプロのイニシャティブに対して、随時、市場の健全な発展のためのサポートをしてきた。

2004年12月15日、SECはアセットバックト証券に関するルールを採択したが、これは、これまでの市場発展過程におけるSECの判断等を、改めて入念に市場関係者とコミュニケーションを重ねた上で、体系化したものである。その意味で、「マーケットドリブン」なルールであるとされる。また、革新の著しい市場であるが故に、ルールでは原則や例を示すに留め、詳細なルールを定めることでイノベーションを阻害しないよう工夫している。従って、同ルールは、「プリンシプルベース」のルールと評価される。

わが国においては、往々にして市場導入が政府主導で行われ、その際まず詳細な法規制を規定する所から出発することが多いように思われる。そして、市場がスタートすると市場関係者は商品の複雑性、先端性に十分配慮しないで、一般個人にマーケティングし、問題を起こすことも生じていたように思われる。この結果、法規制が

さらに強化されるといった事態につながることになる。詳細な法規制定が先行することは、罪刑法定主義がとられており、原則を示した上で、その後は解釈や裁判の積み重ねで、ルールが実務的に練られていくという、プリンシプルベースのアプローチが取りにくいという理由もあろう。もちろん、外為証拠金取引のように、政府が関与しない中で、民間ベースで市場が形成されたケースの方が、より深刻な問題が生じるケースが多かったという面もある。

現在行われている投資サービス法の議論で、プロとアマの区分が再検討され、プロ向けの市場については規制負担を低減しつつ、イノベーションを促進することを可能にしようという配慮がなされる方向で議論が展開していることは、望ましい方向と言えよう。ただし、プロの行動に対する自由度を拡大する場合、プロが問題ある行動に走らないよう、プロに対し、当局、及び株主や委託者からの厳しいモニタリングが、日常的に有効に機能していることが大前提となることを忘れてはならない。

## 6. 投資家教育の推進と過度なセイフティネットの見直し

一方、アマのレベルを上げていくための投資家教育についても、過度な規制や政府介入を排し、より低コストで効率的な市場機能の発揮を実現していくために、一段と本格的な取り組みが必要である。クロケット氏の第二のポイントである、投資判断のための情報処理能力は、社会全体で高めていく必要があるのである。金融改革プログラムでは、「利用者のライフサイクルに応じ、身近な事例に即した金融経済教育の拡充」が掲げられ、この一環として、2005年3月より、金融経済教育懇談会がスタートしたところである。

なお、投資家教育や金融経済教育をいくら行ったところで、過度なセイフティネットが張り巡らされていれば、投資家は正常なリスク・リターンのトレードオフが存在する市場に参加しようとしめない。その意味で、2005年4月1日からペイオフが全面解禁されたことは、投資家教育や金融経済教育が成立するための大前提がようやく実現したことを意味する。さらに、こうした過度なセイフティネットの結果、従来、市場参加者一般において、市場規律を行使するインセンティブが希薄となっていた可能性があり、その点の改善につながる措置という点でも意義がある。

ただし過度なセイフティネットの問題は、ペイオフ全面解禁で解決したわけではない。裁量的な先延ばし政策がとられるのではなく、迅速に早期是正措置が発動され、必要とあらば躊躇なく銀行の破綻処理プロセスが実行されるという確信が、市場参加者の間に深く浸透していなければならない。端的な例をあげれば、仮に銀行劣後債が発行されていようと、銀行が安易に公的資金で救済されるのであ

れば、劣後債の保有者は銀行のリスクを真剣にモニターせず、劣後債市場を通じた銀行への市場規律など働きようもないのである。

## ただ自由のためだけにではなく

---

ビッグバン以降、金融・資本市場分野の規制緩和は急速に進展し、わが国の発行体、業者、投資家等の市場参加者が市場で享受できる自由度は、既に欧米の市場参加者と遜色が無いレベルとなっているのではないかと思われる。

しかし、自由度の拡大に伴う潜在的な問題の拡大に対して、バランス良く対抗措置が整備されてきたかどうかについては、反省すべき点も多いように思われる<sup>7</sup>。

### 1. ビッグバンの負の側面

ビッグバンを受けて実現した取引や商品等において、その後、市場に対する信頼性を損ねる問題につながったものが以下のようにいくつか指摘できる。

- ▶ 1997年7月18日から個別株オプション取引が東京、大阪の両証券取引所で開始されたが、大阪証券取引所において、当時の副理事長の指示で仮装取引やなれ合い取引が行われたという疑いが生じた（2005年2月17日、大阪地裁は元副理事長に対し無罪の判決）。
- ▶ EB債（エクステンヂャブルボンド、他社株転換社債）も、1998年12月の店頭デリバティブ解禁を受けてスタートしたが、その後、償還条件決定日において作為的相場形成が行われるという問題が相次いだ。
- ▶ ビッグバンにおける証券取引審議会の報告書（1997年）において、取引ニーズの多様化に対応した取引市場のあり方について問題提起がなされたことを踏まえ、東京証券取引所は、1998年より、立会外取引の場として ToSTNeT を導入した。ToSTNeT-1 での取引は、事実上相対取引であるにも係らず、取引所内取引として TOB 規制の対象外となっていたため、今般、ライブドアが TOB の手法をとらず、ニッポン放送の株式を大量取得することに利用され、違法性を問われる事態となった。この結果、2005年3月、この点の見直しを含む証

---

<sup>7</sup> この点は早稲田大学の上村達男教授が一貫して主張されてきた。例えば上村達男「市場監視機能・体制の強化」『ジュリスト』2004年12月1日号など。この中で同教授は、日本の資本市場法制の自由度はアメリカ以上と見ることもできる、としている。

券取引法改正案が国会に提出された。

- ▶ 外為証拠金取引も、ビッグバンで外国為替業務の自由化が実現した結果スタートしたビジネスである。これも監督官庁の定まらないまま、不適切な勧誘や詐欺的売買の被害者が拡大して社会問題化した末に、ようやく 2005 年 7 月 1 日より、改正金融先物取引法の施行で、法的手当てがなされることとなった。
- ▶ 証券業が免許制から登録制になったことを契機に、多くの新規参入が実現したこと自体は、歓迎すべきことであった。しかしこうした証券会社の一部が、従来、関係者の自己規律の下、プロ向けにしか提供されていなかった各種ファンド商品をネット上で小口で販売するなどした結果、新たな規制導入の議論につながった。またこうした証券会社の一部が扱う新規公開銘柄において、上場後、会計不祥事等が発覚するなど、問題が指摘されるケースが頻発するという状況も生じている。

## 2. さらなる問題と混乱

ビッグバン以降、新たに実現した新商品や規制緩和においても、問題や混乱が生じている例は少なくない。

- ▶ 2001 年 3 月の緊急経済対策を受けて、同年 6 月より ETF が導入されたが、ETF の組成を巡っても、作為的相場形成の問題が生じた。
- ▶ 株式分割は個人株主増大のため推奨されてきた経緯がある。東京証券取引所は、2001 年 9 月に「株式投資単位の引き下げ促進に向けたアクションプログラム」を公表し、大幅な株式分割の実施等を要請していた。ところが、高倍率の分割を行った上で、子株が市場に出回るまでの間、市場に流通する株式数が不足する状況が生まれ、高株価が生じる場合があることを利用する動きが一部に広がった。例えば、上昇した株式価値を生かし、株式交換による企業買収を行うような企業が登場するようになった。この結果、東京証券取引所も、2005 年 3 月 7 日、5 倍を超える分割は複数回に分けること、投資単位が 1 万円を下回るような株式分割を自粛すること、CB 発行後 6 ヶ月程度の間は株式分割を避けること等を上場会社に対して要請した。また、2005 年 3 月 10 日には、投資家に対して、大幅な株式分割が行われた銘柄の売買について、需給状況の大幅な変化に十分留意することを求める発表を行っている。
- ▶ 経済界は、子会社再編等を円滑に行うことを目的に、TOB 強制制度の緩和を要請していた。ところが、昨今、敵対的買収

の事例が生ずると、一転して、むしろ TOB に係る規制を強化しようという姿勢を強めるに至っている。

### 3. 事後チェック行政だけでは済まされない

それぞれの制度の導入論、規制緩和論の論拠は、正当なものであったとしても、各種の問題や疑惑を引き起こすような事態を防止できるような建付けに、個々の制度ないしは日本の市場インフラ全体がなっていたのかどうか、という点が問われているのである。

金融行政は、ビッグバンを契機に、原則禁止から原則自由に転換すると同時に、事前裁量型から事後チェック型に転換したと強調されてきた。しかし自由度が高まる中で生じうる様々な問題を極力抑止し、万一問題が生じた場合これを迅速かつ漏れのないように摘発し、問題を起こした者に対して相応のペナルティを課し、さらに被害者を最大限救済する、という仕組みが整備されることが重要であることは言うまでもない。

ところが、監視スタッフの人数一つとっても、欧米並みの自由度を追求しながら欧米よりもはるかに少人数の監視スタッフしかいないままであり、現状の人員増のペースでは永遠に米国レベルには達し得ないのではないかと慨嘆せざるをえないのが現状である。仮に米国の人員レベルが過剰という判断でもあるならば、それを正当化する理屈づけが必要であるし、現状、わが国の人員が不足しているものの、すぐには最適レベルに達することができないというのであれば、他の部分で投資家保護のレベルを米国以上に強化することもやむをえないとも言える。あるいは、システムによる監視や、リスクアセスメントに基づく予防型行政の強化等も考えられるが、これらは、最近 SEC が試みているところであり、やはり米国に後追いの対応となる<sup>8</sup>。いずれにしても、現状のままで、事後チェック行政への転換と言って済まされるものではないであろう。

もちろん事後チェック体制が不備だからといって、事前裁量行政に逆戻りすべきということではない。ただ、なんらかの規制緩和を実現するにしても、それが発行体等、特定の関係者を主に利するだけではなく、わが国の市場の効率性・公平性に資するということを担保できるよう、起こりうる不正や問題に十分配慮が行き届き、これを予防する枠組が備わっているかどうか等について、従来以上に事前の検討が、審議会等を通じ、オープンかつ透明な形で議論され、国民に示されていくことが望まれよう。

また問題の予防という意味では、参加者のガバナンス、内部統制、受託者責任等の強化も重要である。さらに、ペナルティや利用者相

<sup>8</sup> 淵田康之「SEC の戦略的プラン」『資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所 2004 年秋号参照。

談、被害者救済の仕組みは、英米に比べても遅れた状況にあると考えられ、早急な対応が必要であろう。

金融改革プログラムでは、金融サービス利用者相談室を、2005年7月を目途に立ち上げる予定とされている。こうした機能を有効に活用することにより、金融証券市場で今後とも生じていくであろう各種の問題が、社会問題、政治問題、刑事問題として拡大してしまう前に、金融庁として早期に察知し、しかるべき対応が迅速に実行されることも期待されよう。もちろん、昨今の企業買収を巡って裁判所の判断が決定的な役割を担った点を見るにつけても、司法機能の充実も、市場インフラとして欠くべからざることといえよう。

#### 4. 市場に対する規律付けと市場による規律付け

市場規律の考え方は、公的規律、すなわち法規制による直接的コントロールや行政のコントロールに過度に依存するところから生ずる諸問題への対応として主張されてきた。しかし、法規制や行政による規律がなければ市場が適切に機能し、発展しないということは、とりわけエンロン事件等の米国市場を巡る諸問題を見ても、また昨今の日本の市場を巡る諸問題を見ても、明らかと言える。

まずは市場を規律付けできなければ、市場によって規律付けされる金融システムを実現することも覚束無い。これが金融規制緩和時代の日米の歴史が示す一つの教訓と言えよう。

図表 公的規律と市場規律

