

証券市場の現況と環境整備

工藤 江記

はじめに

日本経済は、バブル崩壊後の 1993 年にマイナス成長を記録して以来低成長を続けている。経済成長には限界がないものと仮定すると、やはりこの状況は好ましいものではない。一般的に経済は若干のインフレ気味な状態が好ましいとされる。この状態に移行させるために、現在のデフレから脱却しなければならない。

デフレ時の対応として、日本政府は、95 年 9 月より日本銀行が金利誘導の目安となる金利水準を 0.5%付近に引き下げて低金利政策が始まり、99 年 2 月よりその水準をさらに引き下げて、いわゆる“ゼロ金利政策”が始まった。しかしそれでも借り手がなかなか付かない状況であったので、公開市場操作により市場から債券を買い、量的緩和政策へと対応の変化をみせた。これにより資金の供給量が増加することになる。だが 2005 年以降札割れ¹が 1 月に 13 回、2 月に 12 回と頻発している。そのことから実際市場には、余剰資金があると予想され、企業がより活発に活用する手段が今後の重要となると考えられる。

また個人には、ペイオフ解禁による預金保障や、老後の年金問題など人々の金融資産に対する不安が高まりつつある。以前までの高度成長期やインフレであった時には、金利も高く銀行に預けておけば確実に金融資産を増やすことが出来、今後の生活に十分対応出来ていた。しかしデフレ時代の到来は、預貯金以外の資産運用場所の必要性を発生させた。

『物的資産』の価値が下がる一方のデフレ時代、そのなかで個人資産を形成するには『金融資産』を増やす努力が必要となる。特に企業の資金調達方法が『間接金融方式』から『直接金融方式』に移行するにつれ、金融資産の重要性が増してきたのだ²。

間接金融の代表例は銀行貸付であり、直接金融の代表例は株式や社債であると言える。両者を比較した場合、違いは金利の差や元本割れのリスクなどが挙げられるが、それらは全ては債権・債務関係が何処に存在しているかで考えることができる。

直接金融への移行は銀行などの間接金融方式の崩壊・消滅を意味するものではなく、証券取引などの新たな選択肢の発展を意味する。用途として、余剰資金の効果的な使用方法としても、個人の資産運用の方法としても期待する。しかし、まだまだ多くの不備があることも事実である。それらを、市場、企業、そして個人の視点から考えていきたいと思う。

1. 金融環境の変化と証券市場

1. 1 金融ビッグバン

1996 年、橋本内閣が提唱した金融制度改革がある。それは日本版金融ビッグバンと呼ばれるものであり、それ以来、金融業務間での垣根が下がり始め、企業の生存競争が激しくなった。これにより近年、金融機関の統廃合が相次いでいる。1991 年 3 月時点で 4,659 社有った金融機関³が、2001 年 11 月には、1,918 社⁴になっている。僅か 10 年で 59%減少したことになる。その中でも

最も減少率が大きいのは、農業協同組合であり 3,600 から 1,135 と約 69%が無くなっている。なお農協を除いた場合でも、1,159 社から 783 社へと約 26%の減少をみせている。

今までは、銀行・信金・信組・農協等を通じた間接金融が長期にわたって支配的な役割を担ってきた。高度成長期の頃などは、経済成長をしていくことが当たり前のように感じられていたので、企業は銀行等から資金調達をすることも当たり前のように考えられていた。また個人も、銀行等に預けておけば利子により資産が膨らんでいくので依存してしまっていた。

しかし、その様な銀行の安易な考えが 1990 年代後半からの金融不信を招いたと言ってもよいだろう。金融ビッグバンにより不安は高まったと言われるが、そもそもこの金融制度改革のキーワードは、フリー（自由）、フェア（公正）、グローバル（国際化）の3つであり、「ビッグバンとは、一言で言えば、市場理論に徹することであり、それにそって当然のことが行われ、当然のことが起こるだろう、という事」である⁵。脅威になりえるものは無く、つまりは資本主義のシステムを取り入れていくことであり、生産者側と消費者側の立場をより公平にさせようとすることである。金融ビッグバンが原因で生じたとされる混乱は、既得権益を守ろうとする者達、すなわち創業者など市場原理が深く取り入れられることにより不利益を被る者達によって生じたものである。また、社会主義者からすれば資本主義の仕組み自体が脅威であり、人間社会に悪影響を及ぼすとされるだろう。確かにそこから生まれるデメリットはある。しかし、経済発展の為に資本主義経済の方が優れていることもまた明らかである。その時に発生する弊害を取り除き、セーフティーネットを張っていくことが、法律や政策そして国の使命であると考えられる。

1. 2 金融コングロマリット化

規制緩和により金融業界の垣根が下がり、お互いの業務に乗り入れることが可能になった。例えば、2004 年 12 月から銀行等の証券仲介業務⁶が可能になったことや、生命保険会社が損害保険商品を取り扱うことが可能になったことであり、その逆もそうである。また郵便局が投資信託を販売することを決めたことは金融業界に大きな衝撃を与えた。業務拡大を計画する企業にとっては新しく始めるよりは、買収や合併により以前から異業務を行っている企業と手を組み、ノウハウを共有することの方が有利である。これにより金融機関の合併・統合が活発化し、各業態にまたがる企業が増えてきた。こうした金融機関で構成される複合企業体のことは金融コングロマリットと呼ばれている。

かつては、銀行が証券業務を行うことは禁止されていた。それは銀行優位であった時代、権力と資金力の集中が危険視されていたため封じられていたのだ。それが経済活性化のため再び解禁された。

この流れが実際に、良いか悪いかは判らない。世界的に見て、政府はコングロマリット化に対応した制度作りを進めており、EU 諸国などは金融コングロマリットに対応したルールを作成していく方針を発表している。しかしアメリカのシティバンクグループは、生命保険業務の売却、資産運用業務からの撤退を決めている。またヨーロッパでも保険子会社が株価低迷の影響により赤字決算となり、その支援を余儀なくされる事態になった企業も存在する。このように利益相反の可能性が現れてくるなど、単純に効果があるとは言えないのだ。それに加え個人のレベルではまだコングロマリット化は進んでいない。証券市場を例にとってみた場合、ネット証券などの証券取引専門の企業が顧客数を増やしている。この理由は利便性の面からも説明することが出来るが、利用者が強くはコングロマリット化を求めている事の裏付けであるとも言えるだろう。

この段階ではイメージ先行の流れであることは否めない。企業は単独経営から、グループ化、関連会社化していき業務拡大を続けているが、それによる個人資金の流出入は依然見られないからだ。しかし複合化における企業のメリットや、そこに人々のニーズが存在することは間違いのない事実である。しかしそれを統治する仕組みは以前未熟であり発展段階である。企業側がコングロマリット化を選択しなかったとしても、政府としては対応した制度の整備を進めていく必要があるだろう。

1. 3 証券取引所の成り立ち

世界で初めての株式会社は 16 世紀中ごろオランダで生まれた。船を建造する際には多額の資金が必要であった。しかし航行中には海難事故に遭い沈没してしまったり、海賊に襲われるなどのリスクが常に付きまとっていた。そこでオランダの東インド会社は世界で始めて株式を発行した。株主は資金を提供する代わりに、貿易で生じた利益を、出資した金額の割合に応じてもらうことができ、事故に遭遇した場合でもその都度損害を負担する必要は無く、出資した金額が返ってこないだけの、つまり出資額までの有限責任であった。これは現在の株式会社のしくみと同じである⁷。株式を保有する会社が倒産したとしても、株券の価値が損なわれるだけで、倒産した会社の赤字を補填する必要までは無い。

イギリスでは、18 世紀を迎えるころまでにさまざまな証券取引が活発に行われるようになり、職業として専門化した証券業者が登場し始め、ロンドンのシティにある『ニュージョナサンズ』というコーヒーショップが証券業者の“たまり場”になった。ここでは、証券の取引や情報の交換が頻繁に行われ、現在のロンドン証券取引所の元となった。またアメリカでは 18 世紀後半に証券（主に国債）の取引が活発になり、1792 年ニューヨークの『トンティン・コーヒーハウス』が証券取引所として使用されるようになった⁸。

日本でも 1878 年に東京株式取引所が設立され、証券・金融市場の象徴的存在と注目されてきた。2005 年現在には、東京（1 部・2 部・マザーズ）、大阪（1 部・2 部・ヘラクレス）、名古屋（1 部・2 部・セントレックス）、福岡（既存市場・Q-Board）、札幌（既存市場・アンビシャス）、そして、ジャスダックとの 6 ヶ所の証券取引所が存在する。過去には、京都、神戸、広島、新潟にも存在していたが廃止や吸収合併され無くなっている。その代わりにジャスダック証券取引所をはじめ、マザーズやヘラクレスといった新興企業向け市場の開設が進んでいる。これは成長可能性のある企業に対して、早期の資金調達の手助けを提供することを目的としており、その為、株式会社としての設立経過年数や利益などの財務数値に関する基準が設けられておらず、上場基準が他よりも緩和されて設定されており、若く信用力の乏しい企業の資金調達の場として利用されている。

1. 4 証券取引所のあり方

証券取引所は、株式や債券等の有価証券を円滑に売買する目的で、証券取引法の規定により設立された、施設もしくは組織のことである。取引される有価証券には上場制度がとられ、発行会社からの申請（国債を除く）と取引所による適格性審査を経て、内閣総理大臣に届け出たものに限られている。さらに、上場した後も財務情報の公開を義務付けられ、その他の必要な会社情報についても開示することが要請されている。「定款」、「業務規定」、「有価証券上場規定」、「受託

契約準則」など各種のルールが定められ、金融庁や証券取引所当局によって厳重に監督されている。

このように証券取引所は、有価証券の売買をより公正に行う為の場であり、より効率的な資金調達と資金運用の場として存在していることから、公共性を持つと判断することができ、一般の民間の企業とは少し違う存在である。しかし、実態は企業であり利益を追求するものである。福岡と札幌は証券会員制法人⁹であり残りは株式会社となっている。会社である以上収益向上は常に求められるわけだが、それでは上場基準を緩和したりし、安易な行動で市場に混乱をもたらせてしまう可能性がある。つまり収益追及と規制機能をどう両立していくかの在り方が問題となるのだ。

証券取引所の組織は業務部門と管理部門の2つに大別出来る。株式公開を計画中の東京証券取引所の場合、各部門を執行役員が管轄し彼らが経営判断をしている。その執行役員は、社外取締役が中心となり決定している。この構造に表立った問題無いように思われる。しかし金融庁は、業務部門に当たる、売買審査などの自主規制部門を切り離すように求めており、上場延期の可能性が出てきている。その理由は収益構造にあり、約6割の収益を証券会社と上場企業に依存している。そのことが顧客の不正行為を取り締まる事への疑問へと繋がっている。東証自身も2005年6月、「上場後も見据えた自主規制業務のあり方に関して、公正性の一層の充実を図るための具体的な措置を含め審議を行うため、当取引所取締役会の諮問委員会として、『自主規制業務のあり方に関する特別委員会』を設置」（東京証券取引所）する意向との発表があった。委員会は15名程度とし、委員長のほか学識経験者・取引参加者代表者・上場会社等から選任、委員長と協議の上決定される。主な審議事項は『自主規制業務を的確に行うための組織体制のあり方』『自主規制業務の遂行体制に係わる公正性の一層の充実を図るための具体的な措置』である。同年7月に決定された委員を見ると（委員長含む）大学教授の他、証券会社・上場会社・弁護士・公認会計士・ジャーナリストと続き、教授：金融企業：その他=6:4:5（人）と一応の人数的なバランスはとった形となっている。しかし個人投資家の立場から意見する人間は選ばれておらず、個人投資家を軽視する潜在意識的な認識の違いがあると言えるだろう。

ニューヨーク証券取引所は1社2制度として運営を行っているが、日本の証券取引所はまだそうはなっていない。同じ仕組みにする必要はまったく無いが、証券取引所自体が、株式会社として上場するようになれば一層の収益追求が株主の要求として強まるだろう。その時に規制が出来る機能もしくは制度が必要となってくる。

1. 5 新興企業向け市場

日本において、東証マザーズ、大証ヘラクレス、そしてジャスダック証券取引所は新興3市場と呼ばれている。それぞれにおいて、上場・廃止基準、公開費用、適格要件が異なる。マザーズ（1999年12月取引開始）とヘラクレス（2002年6月取引開始）はジャスダックに比べ基準を緩和することで新興企業の注目を集めている。このような市場間における上場・廃止基準の競争は世界的にも観られ、国内外からの高い注目を集めている。

基準が厳しいほど、それをクリアしたことでより高い信用という付加価値を得ることが出来る。しかし、これでは結局のところ既存市場の前段階部分に過ぎなくなってしまう。もちろん会社によっては東証1部に上場することを最終目標としている場合も考えられる。だが一般的なベンチャー企業のスタイルとして、一代限りで少人数の会社が新しい事業を思いつき、それを実現する

ために資金調達の場合として証券市場を利用していることもまた考えられる。IPO（新規公開）株の人气が過熱気味の時期に極端に緩い審査基準は市場に混乱を招きかねないが、『新興企業向け市場』と銘打つ限り後者に対しても考慮した市場形成をしていかななくてはならない。

1. 6 システム障害

日本では個人投資家が直接取引所で証券の売買をすることは出来ず、会員である証券会社を通じて取引を行わなくてはならない。以前は注文する手間がかかったせいもあり十分対応することが出来ていた。しかしオンライン・トレードが可能なネット証券会社が登場したことにより、新たな問題が発生した。ネット経由の取引が予想以上に活発化してきたこと、利便性の良さや手数料の安さなどにより頻繁に取引を繰り返す個人投資家の出現により、システムへの負担が重くなってしまったのだ。それにより 2004 年金融庁に届出があっただけでも 70 件あまりのシステム障害が起こっている。ネット証券は大手 5 社のみで個人の売買代金全体の 6 割にも達しており寡占化が進んでいるが、そのうち 1 社がシステム障害を起こせば、その他の会社に注文が押し寄せ、障害の連鎖が起こりかねないことを懸念する。

なにもシステム障害の可能性は証券会社側のみに存在するのではなく、取引所側にも可能性はある。ジャスダック証券取引所では、特定銘柄に対する大量の注文訂正・取り消しが原因となり売買システムが一時停止するなどの障害が発生した。東京証券取引所においても、2005 年 11 月 1 日、午前中の売買が停止するという事態に陥った。この数日前に、取引数増加に対応させるためのシステム拡張を行い、その際にプログラムミスがあったことが原因である。しかもシステムを札幌・福岡の証券取引所と共有していたため、同様に取引停止になった。取引所は資本市場において重要な役割を担っている。それだけに取引が中断してしまうような事態は絶対に避けねばならない。またシステム障害が起こった際、通常ではあり得なかった不利益を被った者が在った場合、その者へ賠償すべきか否か、そしてその責任は誰が果たすのか、議論の余地は多い。

1. 7 外国との関係

外国人投資家、主に年金や投資信託を扱う機関投資家による日本株に対する買い注文が増えたことは、金融市場のグローバル化が進んでいる事を一段と認識させる。彼らの圧倒的多数の者の目的は企業の買収ではなく、キャピタルゲインや配当金であるとされる。しかし、影響力を持つ存在だけに今後どう関わっていくのか考える必要がある。外国人投資家参入の始まりは、アメリカで 1990 年代後半に団塊の世代における IT バブルによる所得の増加があり、年金や投資信託に資金が流入した。その時日本においてはバブル崩壊による影響で株価の低迷が始まっており、従来の企業の時価総額より割安であると判断した者達からの投資が進んできた。

しかし外国人投資家の動きとは反対に、東証における外国企業の上場数は減少傾向にある。2005 年 9 月時点で上場会社数は 27 社、もっとも多かったのは 1991 年の 127 社であるから 100 社減少したことになる。「大きなきっかけは、バブル崩壊後の日本経済の不振だろう。企業が株式を上場するメリットは、新しい株主を作り、低コストで資金調達が可能になることだ。しかし、不況で国内投資家の投資意欲も低下して、株価は下落傾向が続いたため、思うように資金調達ができなかったと言える。(大和総研資本調査部)」上場していることで、例えば有価証券報告書の日本語版の作成などの事務的費用等の維持費用が掛かるが、それらを支払うだけの利点が得られ

ないという判断である。外国企業の上場がなくなることは、単に日本の取引所有価証券市場に魅力が無くなっていることを意味するだけでなく、日本経済全体に魅力がなくなっていることを意味する。製造や販売の市場にも魅力が薄れていることに他ならず、想像以上に由々しき問題である。日本経済全体の発展の為にも工夫をしていく必要があるだろう。

2. 企業の資金調達と企業統治

2. 1 資金の源泉確保

会社を発展させるためには、より有益な資金運用が要求されるが、まずはその為の資金を確保することが必要である。

確保する方法としては、まず支出の削減が挙げられる。デフレ時の利益の少ない中でも黒字を出し経営していくためには、より経営のスリム化が必要とされるだろう。設備投資を抑えることで経費を削減し、不採算部門を破棄もしくは売却したりする、人件費を抑えるために正社員を減らすなどの、経営の見直しが行われる。実際に2004年度の雇用者に占める正社員の数も10年前に比べ8割から7割弱へと減少している。また規模の経済を発揮しコストを抑えるなどが挙げられる。これにより捻出された資金を商品開発や、より有益な資金運用に向ける。

支出を減らすだけでなく、資金を調達することも必要である。その方法は、利益の内部留保¹⁰や引当金¹¹などの内部調達、借入れ、新株の発行などの外部調達である。それぞれについて特徴を挙げる。内部調達は、金利は掛からないがまず第1に利益を上げることが必要条件とされ、大口の増資は難しい。次に外部調達では、まず借入れは、銀行借入れの場合、信用があれば手軽だが比較的金利は高いだろう。また社債を発行するという手段もあり、それには銀行借入れと比べ金利も安く巨額の資金が集められるが、発行の際手間が掛かり小額の資金調達には向かない。新株の発行には、社債発行時の手間の他に既得株主との利害調節の必要もある。

資金調達の方法はそれぞれに長所と短所を兼ね備えている。新たな設備投資は会社が成長するには欠かせない事である。その為の大口の資金を手に入れる手段としては社債や新株の発行が挙げられる。この両者の違いは返済の義務として現れてくる。社債は株式会社が発行する債券であるから返済の義務があるが、株式は出資であるから、株主はそれを市場で売却することで返済の代わりにするのみであるので、企業側の債務とはならない¹²。

社債や株式は公募なら個人など市場から資金を調達する手段である。銀行など金融機関とは違い、営利目的のほかに証券購入先の企業に対する期待なども介入してくるだろう。必要なのは経営上の信用だけではない。

2. 2 株式公開の判断基準

社債も新株の発行も株式会社である必要があり、その時、上場するか否かの選択肢が発生する。企業が株式を公開するにあたってそこにはメリットとデメリットが存在する。まずメリットには、「①長期安定資金の調達と財務体質の強化②会社の知名度の向上及び社会的信用力の増大③人材の確保とモラルの高揚④経営管理能力の強化⑤従業員持株会制度の導入による福利厚生の実現⑥インセンティブ・プラン¹³による人材確保と会社業績の向上⑦法人税課税の軽減⑧創業者利潤の実現⑨株式の公正な価格形成と財産価値の増大⑩事業承継が挙げられる。

次にデメリットだが、①M&A（企業の合併・買収）や株式の投機¹⁴的取引に対する危険性②株式事務の増大③企業内容開示義務¹⁵④株価の維持、配当の維持等の圧力がかかるなどが挙げられる。

企業は両方を検討し、公開するか否かを選択する。新規上場をする会社の系統として、1990年代後半はIT企業系やバイオ系が中心だったが、2000年に入り、介護や医療などを業務の中心とする、大きな利益は見込めないものの地域に密接した福祉系の会社の上場が増えてきている。福祉系は初期費用が掛かるためその時の資金調達として利用している場合が多い。

一方、デメリットの方が大きいと判断すれば公開をする必要はなく、上場企業であっても上場廃止をすることが考えられる。実際、大きな資金調達の必要もなく、買収のリスクや大株主の変動リスクの方がメリットよりも大きいと判断し株式非公開とする企業や、資金を現金収支だけでまかなえるような経営が出来ている企業や、社会的な知名度が十分ある場合、上場経費などは無駄な支出だと考えることもでき、上場廃止は合理的な判断の1つとなる。市場で流通している株式を買収する費用はかかるものの、現行制度では取引所に上場廃止申請をするだけで、取引所に対しての廃止手数を払う事無く非上場にできる。手法としてMBO（経営陣による株式公開買い付け）が用いられるが、通常これは経営陣や支援する投資ファンドからの一方的な株式の買い戻しである場合が多く、株主総会にも付議されないことから既存株主への配慮が蔑ろにされる恐れがある。親会社が上場子会社を完全子会社化する時や、経営立て直しの為の非公開化などならまだ納得がいくものの、経営状態の良好な企業の場合は違う。そこには必ず説明責任が発生するであろう。証券取引所は、株主の為に上場廃止についての制度を考え直す必要がある¹⁶。

2. 3 証券市場の選択

既に述べたように新興3市場にはそれぞれ審査基準が違う。それに東証1・2部及び地方市場、ジャスダック市場を加えた一般企業向け市場と、それぞれにおいて審査基準だけではない特徴があり、自社の現状を理解し、既に上場している企業を参考にするなどして、株式公開におけるメリットを最も享受出来る市場を選ばなければならない。ポイントとしては①株式公開の主たる目的が何なのか。公開することで上のようなメリットが得られるわけだが、どの市場に上場すればより多く享受出来るかを考える必要がある。次に②会社の規模・業績・成長性である。公開市場によって、企業に規模や収益力の水準はそれぞれ異なる。また規模や業績に裏付けされた安定性を評価されたいのか、将来の成長可能性を評価されたいのかどうかによっても変わってくるだろう。最後に③株式公開の準備体制・準備時間だ。社内管理体制について問われるレベルは市場によって多少異なっている。その水準に達するまでの準備や、それに要する期間の認識は大切である。場合によっては目標としている公開市場を変えた方が良い事も考えられるだろう。

2000年7月以前は、証券取引所には管轄する周辺地域が定められており、営業の主体がどの地域に属するかで公開市場が決められる、テリトリー制が布かれており、東証に上場する場合、管轄取引所と同時でなくてはならなかった。現在は廃止され直接上場することが出来るが依然としてジャスダック等を経由しての上場を目論む企業は少なくない。その東証は、公開会社数の約6割、株式売買の8割以上を占める日本を代表する市場である。マザーズを除き、1部と2部があり、違いは株式数と売買高である。原則として始めは2部からとなるが、特例として時価総額と株式数が基準以上を満たせば1部からも可能である。2部から1部への変更は、従来なら東証が選別をしていたが2002年10月の上場制度見直しにより、上場会社自身の申請に基づい

て行われることとなった。これにより例え1部に変更できる条件を満たしていても変更しない事も可能となったが、年間上場料は両者間で約25万円程度、審査料として210万円（税込み）しか掛からない。やはり変更した方が信用力がつくのは間違いなく、1部銘柄となる企業が圧倒的に多い。

どの公開市場にも重複して上場することが可能であるから、1つに限定する必要は無い。現に東証と大証、地方と東証など重複した銘柄として存在する企業も多い。しかし資金的にそれが不可能な企業も存在する。やはり自社の状況をよく把握しイメージだけに囚われない戦略立てをする必要がある。

2. 4 ベンチャー・キャピタル（VC）

銀行は大量の不良債権を抱えた経験から、貸出しの際の審査に重点を置き始めている。それにより、やはり大手企業と比べると信用リスクの高い中小企業が貸出しを受けられないという現実が発生してきた。特にベンチャー企業などの、若く信用力が低い企業は銀行からの貸出しを受けることが難しい。そこで企業は自らで資金調達を行う必要性が出てきたのだ。それによりベンチャー・キャピタル（VC）を利用する企業が増え、資金調達の手段の一つとして株式会社化し株式公開する企業が増えてきたと言える（図表1、2参照）。

VCとは成長性の高い会社に対する投資と経営支援を主な活動とする会社のことである。VC業界は設立母体ごとに色分けすることが出来、証券会社や銀行系や、外資系や投資を行うことでの相乗効果を狙う事業会社系などが存在する。また2つに類別することが出来、多額の出資で持ち株比率を高く持ち経営の内部に深く関与してくるハンズオン型と、経営陣の自助努力を支援するハンズオフ型である。前者では他で培ったノウハウや経営資源を得ることができるが、多くの未公開企業では大株主が経営者の場合が圧倒的で、経営に深く関与されるこの型への抵抗感は少なくない。後者では比較的自由的な経営が許されるが、得られる資金は少量である。いずれにしても上手く取り込み活用していくことが重要となる。ハンズオン・オフ型のどちらにしても、株式売却益を主たる目的としており安定株主とは成り難い存在であるということだ。いつしか株式が売却される時の事を考慮しながら経営していかななくてはならない。そのことから、VCからの経営支援など積極的な協力を受けたい場合は除き、安定株主へとなりえる、取引先や創業期からの個人株主などを探してから利用するのが良いだろう。

2. 5 敵対的買収防衛策

企業の株券を持っている者は、その企業の経営に参加する権利を持っている。それは常に企業買収に遭う可能性を示している。当然企業は防衛策を講じるだろう。ホワイトナイト¹⁷、焦土作戦¹⁸、ポイズンピル¹⁹、パッカマンディフェンス²⁰等がそれに当たるものである。しかし、これらにおいて過剰防衛になってしまうことを最も危惧する。これは投資家側からの視点ではあるが、株価の急激な変化をもたらす行為はやはり問題だろう。株式をひとつの商品だと考えた場合に、毎日値段が激しく変わる商品を消費者は望むだろうか。もちろん経営者、なかでも創業者の立場からすれば当然の権利であるし、敵対的買収をされることは非常に耐え難いことであろう。しかしこれを考慮に入れても、市場原理にそぐわない、あまりに保身に走りすぎている防衛策は問題である。また米国のバンク・オブ・ニューヨークはポイズンピルを廃止している。これは、乱用

すれば魅力ある買収提案さえ拒絶してしまう恐れがあるとの株主の声をくんだものである。

また、買収防衛策として、拒否権付き株式（黄金株）や複数議決権株式などを発行している企業は、取引所に上場できない可能性がある。商法上で認められているものを、取引所が否定するような行動には疑問を感じる。しかし、どちらも強力な防衛策になりえるものであるし、複数議決権株式は、国際的に1株1議決権の株主平等の原則が重視されていることもあり、それを許可するかどうかは、取引所自身の国際的信用にも関わってくる。

そもそも株式会社である以上、市場や株主のことを考え行動すべきだと考える。そう考えると、一番の防衛策は自らの会社の株の時価総額を簡単に買収されないまでに高めることかもしれない。

2. 6 健全な経営

全ての人間が決して正直では無い現実がある。証券市場では企業の信用力も重要な要素となってくる。それを得ようとするためであったり、有利に経営を展開していくために虚偽の情報を開示したりする。1997年、金融ビッグバン最中といえる時期に山一証券や三洋証券が破綻する事態が起きた。この発端は多額の薄外債務²¹の発覚である。有価証券報告書に虚偽の記載をしていた。このような不健全な企業へ市場によって制裁が与えられたわけだが、投資家保護の観点からも、これを事前に察知する仕組みが必要である。嘘の報告が無いかどうか、株価操作やインサイダー取引²²に対する、公正取引委員会や、証券取引等監視委員会の役割の強化などのさらなる充実が望まれる。また内部告発者の保護も忘れてはならないだろう。

この他にも公認会計士の存在も重要視されてくるだろう。企業の情報を全て握る彼らが不正をしない正しい心を持つことが今後ますます必要とされ、企業の不正が発覚した場合には彼らにも同レベルの罰則を与えることが大切である。監査法人と会社は長年の付き合いである場合が多く、公認会計士法で監査人の任期を7年と限定はしているが、経営者と監査法人との繋がりと言わば永遠である。そのことが両者の間に癒着の原因となる危険性があり、第三者的な立場がどこまで保てるかが疑問である。また、このような会計的な情報以外にも、経済産業省は企業による自発的な行動として、その企業がどのような知的資産を所有しているか、他にも経営報告書などの作成を促している。これにより投資家は様々な情報を得ることが可能となり、市場全体の健全化にも繋がる。

2. 7 企業統治の方法

2005年に行われた調査により日本とギリシャは株主軽視で世界首位の座を競い合っていることが、米英の調査会社が発表した企業統治（コーポレートガバナンス）番付で、こんな構図が浮き彫りとなった。（日本経済新聞2005年9月6日）まず3月に発表された米ガバナンスメトリック・インターナショナルの番付によると、主要10カ国のうち最下位がギリシャ、その上が日本であった。また8月に発表された英エシカル・インベストメント・リサーチ・サービシーズの番付では両者が逆転した形となっていた。この主な原因は、独立性の高い社外取締役の導入が遅れていることだとされる。独立性が欠けていれば、経営者の利益を重視しかねない。

国際コーポレートガバナンス・ネットワークの年次大会について日本はあまり熱心ではない。各国からは機関投資家を中心に世界の公的年金団体が参加しているが、日本の公的関係者は誰も参加していない。年金制度の一元化などの議論は頻繁にされるが、ガバナンスを改善して株式の

運用実績を上げ財政を立て直そう、といった議論は一向に聞かれない。両者が結びつかない所に、欧米との認識の違いが如実に現れている。

日本単独で評価した場合、企業が実際に株主を軽視しているかどうかは意見が分かれるところであると考えられる。しかしそれを測るための1つの指標として、ガバナンスの側面から見た時、各国より劣っていることは否定出来ない。会社の経営を健全なまま保つためには、株主・監視委員会・会計士・社外取締役など色々な側面から、また立場から監視していく必要がある。

2. 8 証券取引等監視委員会の役割

証券取引等監視委員会は1992年に発足し、2005年現在では金融庁に置かれている。委員長及び委員の2名で構成される合議制の機関であり、それらは両議院の同意を得て、内閣総理大臣によって任命されている。「証券取引及び金融先物取引の公正を図り、証券市場及び金融先物市場に対する投資者の信頼を保持することを使命とし²³」ている。証券会社等の検査や、すべての人を対象とした犯則事件の調査を行い、検査・調査の結果、法令違反等の不正行為を把握した場合、①金融庁長官等に対して行政処分等を求める勧告や、②検察庁に対して刑事訴追を求める告発を行う。また③金融庁長官等に対して必要な制度変更等を求める建議も行うことができる。

証券市場の不正行為として、以下の3者に対するものがある。1つは市場仲介者(証券会社等)に対するもの。これには①取引一任勘定取引の契約の締結②断定的判断を提供した勧誘③過度の大量推奨販売④特別の利益を提供することを約した勧誘⑤作為的相場形成などが挙げられる。①は売買の別、銘柄、数、価格の4要素の1つでも顧客の個別の同意を得ないで定めることが出来る契約をしてはならない、ということであるが、注文執行のタイミングは証券会社がアドバイスにより指示することは可能である。

2つ目は、発行者を対象とするものであり、これにはディスクロージャー違反が該当する。

3つ目に、取引する者全てを対象にするものとして①インサイダー取引②株価操縦③風説の流布が挙げられる。

これから、証券市場における情報の重要性を感じる事が出来るだろう。実在する“物”を売り買いせずに、全く外観からの情報を発しない商品を取引しているだけに、周りから伝わってくる情報がその商品自体を形成していく。

日本の市場行政(金融庁・証券取引等監視委員会・財務局)に携わる人間は約500人であるがアメリカのそれと比較した場合、約8倍もの人員の差がある。急速な拡大は難しいが、毎年犯則事件が発生(図表3参照)し、増加はしていないものの減少もしていない状況である。人員の増強はもちろんのこと、民間の専門家からも採用し情報収集や分析能力の向上を図る必要がある。そして関係当局との連携強化や、米・英などとの連携の強化による国際化への対応も望まれる。

3. 個人金融資産と個人投資家

3. 1 個人金融資産の存在

株式市場においてやはり個人の存在は見逃せない。「2001年末の段階で日本の個人金融資産は1,461兆円になる。これは名目GDPの約3倍にもなる数字であり、国民1人当たり残高は1,148万円にもなる²⁴。」世界では、米国が36.5兆ドル(2005年3月末)、次いで日本、そしてドイツ

の 3.9 兆ユーロ（2003 年 12 月末）と世界で 2 番目の水準であるわが国だが、その構成比のほとんどが現金・預金で占められ、他の主要国と比べても貯蓄傾向が強く、リスクの低い安全資産が好きな傾向がみとれる。（図表 4 参照）これだけの言わば“間接金融資産”が眠っているわけであり、それを少しでも株式市場へ流入させることが今後の課題でもある。

3. 2 ハイリスクへの抵抗感

株式に対するイメージはマイナスな部分が多い。人々はイメージの中で、金持ちだけの市場と考えていたり、ハイリスクなものだと考えている。実際に、株の最低購入額は平均 45 万円台（東証一部）²⁵であり、それを全て捨てる覚悟をすることは、個人にとっては難しい。バブル経済の崩壊後には株券が紙くず同然の価値しか持たなくなってしまう。ギャンブルだと言っている年配の人々は多い。

株式を運用していくことはリスクも高く、ある程度の資金が必要となってくるので難しい。特に預貯金からの資金流出には抵抗が強いであろうことは当然である。しかし、実際に資金の流出は始まっており、個人は比較的リスクの低い株式投信を利用している。ファンドで運用していることから、資金を大勢の人間から集めることで、1 人当たり出資額は少なく済み、また低いリスクでの資産運用が可能である。また実際の運用はファンドマネージャーと呼ばれる専門家が行っていることによって、運用に対する不安も軽減されている。投資信託協会が発表した、2005 年 6 月における株式投信での運用額は 32 兆 377 億円、昨年比に比べ 1 兆 1075 億円増え 14 年ぶりの大幅な増加を見せている。

投資信託の仕組みは不動産や映画制作、またはベンチャー企業に対する支援などさまざまな形で利用されている。株券の取引は無いものの、資金を提供しそれに対しての配当を得るといった仕組みは同じである。日本の企業の約 9 割が中小企業であり、資金調達に苦労しているのも中小企業である。彼らや新興企業に対して支援を行っていく事は、日本経済にとって非常に意味のあることである。

3. 3 社会的不安の高まり

ゆっくりと始まっている資金の流出だが、その原因は、人々の金融資産に対する不安の高まりという要素が挙げられるのではないだろうか。まず 2005 年 4 月よりペイオフが解禁された。これにより金融機関が破綻した場合は、P&A方式²⁶かペイオフ方式のいずれかの払い戻しの方法が適用される。96 年から 01 年 3 月末までの間、特別措置として全額保護されることになっていた預金が、ペイオフ方式が適用された場合、当座預金と普通預金は 1000 万円とその利息までしか保証されなくなってしまった。

そして老後の年金にも不安が残る。少子高齢化による保険料の増加、国民年金の納付率の低下、年金システムの不明瞭さなど、将来の年金生活に対する不安も一般的によく言われている。こうした不安の高まる中で人々は有益な運用方法を模索しているのではないだろうか。

これらの不安は、不景気により低金利になってしまったことに端を発していると考えられる。以前までは預貯金さえしていれば、子供の養育費や学費や老後の貯えなど、ライフサイクルの上で必要となってくるお金のほとんどを準備することが出来た。しかし低金利の中でそれは難しく、自らの力で金融資産を増やすことが必要とされるようになったのだ。そしてまた、医療保険であ

り、年金であり、国の制度に対する不満。大きな政府を要求する思いと、省庁による財政資金の無駄遣いに対する不満から生まれる、小さな政府で良いとする思い。この両者のお金に対するジレンマから、日々益々金融資産に対する不安は増大している。

3. 4 金融資産の動き

ペイオフの解禁、団塊の世代の定年退職期の到来、また政府の税制優遇措置などの動きがあり、証券会社だけでなく、銀行、信託銀行、商品先物会社など、金融商品を販売する会社は期待感を高めている。

しかし実際、02年4月に実施された部分的ペイオフ解禁時の状況から推測すると、金融商品を取り扱っている企業の期待通りにはいかない。この時、定期性預金に対してペイオフが解禁され、総額1,000万円以上の個人預金者からは約13兆円の資金が流出した。だがこの資金はさまざまな金融商品に分散されたわけではなく、要求払預金²⁷に集中していった。この期間の要求払預金への流入額は22.9兆円であり、うち個人預金者からは14.4兆円となっている²⁸。個人金融資産のほとんどは高齢者層が持っている。この層は、若年層に比べ預金に回す傾向が強く、リスクの高い商品にはなかなか資産を流入させていきにくい。このことから、05年4月のペイオフ完全解禁時にも同じく、利子が付かなくとも、決済用預金に資金が流入するだけで株式の方まで流れていきにくいことが容易に想像できるだろう。

ペイオフ解禁による激しい変化は期待できないが、団塊の世代による影響は今後確実に現れてくるだろうと予想される。その事前現象として既に東京証券取引所の調べによると、個人株主数が2004年度では3,539万人と03年度と比べ138万人増大し、初めて3,500万人を突破し、株主数は増加傾向にある。

2003年、04年に証券取引における税制改正が行われている。これにより証券税制は大幅に改正されることとなった。この改正は個人投資家の積極的な市場参加を促すために、「簡素で分かりやすく、将来的に安定的で、投資を優遇する思い切った²⁹」内容であるとしている。具体的な内容としては、まず配当金・株式売買益(非上場含む)・公募株式売買益に対する税率の軽減。そして投資家がある口座を通じて株式等の売買をした場合の損益計算を行い、税務署への申告まで一括して証券会社が請け負う特定口座への斡旋または取扱者の範囲拡大である。これにより銀行・信託銀行・信用金庫・信用組合等においても取り扱いが可能となっている。

3. 5 投資サービス法

発展段階である市場であるから環境に不備があることは否めない。インフラの整備が今後の重大な課題となるだろう。規制緩和により証券仲介業が認可され、コンビニ等で株式を取り扱うことも出来るようになった。また店頭を設置せずにオンライン上のみで、証券業務を行う会社も存在する。このように新しい方法が登場することは望ましいことだが、それに伴い個人情報の流出などが心配される。投資サービス法(仮称)により、個人にとっても参加しやすい市場になることが望まれる。

投資サービス法とは、今は別々の法で規制されている投資商品を1つにまとめ、また新しい投資商品や現法でのカバーしきれていない部分においても法制度を布いていき、投資家により信頼できる市場を形成していくことを主たる目的としている。2004年11月の金融審議会で制定が検

討され、2006 年中には施行が予定されている。これはイギリスの『2000 年金融サービス市場法』をモデルに検討されており、同国において銀行・保険に対しては別の法律が有り、それが適用されていることから、実態は“投資サービス法”であると言っても良いだろう。金融サービス市場法は①市場の信頼維持②金融制度に対する一般の理解を深める③適切な投資家保護の保障④金融犯罪と戦う、以上の 4 つを目的に掲げており、ほぼ同等の目的が投資サービス法にも掲げられる事が予想される。

金融審議会第一部会は『今後の金融審議会の進め方について』と題するペーパーを配布しており、その中で『基本的な考え方』という部分があるが、それはそのまま『投資サービス法の基本的な考え方』と読み替えることが出来る。ポイントとして①資産形成のニーズの多様化に鑑み、現在の縦割りの業法がそのニーズをみたしているか再検討する。②既存業法でカバーできない新たな投資商品が増えているので、より機能的・横断的に投資者保護を図る必要がある。③投資サービスが融合化しているので、商品設計やプロ間取引を自由度拡大すると共に、対応した投資家保護の再検討も必要。④「会社法」、「信託法」を抜本改正し、「有価証券」の概念を整理する。⑤資本市場への信頼性の確保、である。これらがポイントとして指摘でき、これにより投資サービス法の概観は掴めてくるだろう。

3. 6 膨大な個人投資家の可能性

証券市場は企業の資金調達のためだけの市場では無い。個人にとっても資産を増大させ、運用していく場でもある。企業の市場にさせないためにも個人のあり方は大変重要となってくる。買収に対しての過剰防衛策など利益にならない、経営陣の保身のための制度などをしっかり否定していかななくてはならない。株主は企業に対して無関心ではいけない。株主総会などで議決権を行使し制度の否決票を投じたり、株式を売却するなど何らかの行動を示す必要があるだろう。

これを続けていくことで企業は個人を無視出来なくなってくる。投資会社など資金を大量に持ち、証券市場に常に目を向けている者は“物言う株主”と呼ばれ、社会的にも注目されている。

小さな資金力しか持たない個人であっても、数が集まれば日本の経済に影響を与えることができる。例えば電化製品を買う際など、あらかじめ“価格比較サイト”を利用し商品の最安値を調べ、その料金を電気量販店に提示する。そんな現象が起こってきている。これにより販売側は値段を下げざるを得ず、仕入れの値段や、製造コストの削減努力にまで波及していく。以前まででは一部の専門家のような人間しか持っていなかった情報がインターネットの普及などにより、多くの者が共有することが可能となった。しかしそこには、新製品に対する期待により粗悪品や品質の低下をもたらす恐れが存在する事を忘れてはならない。過去までの生産者有利の売り手市場は、多くの情報の流通により平等な市場に近づきつつある。このような世の中だからこそ個人の影響力を十二分に発揮することができ、だからこそ自分たちの使いやすい市場にすることが可能なのである。

おわりに

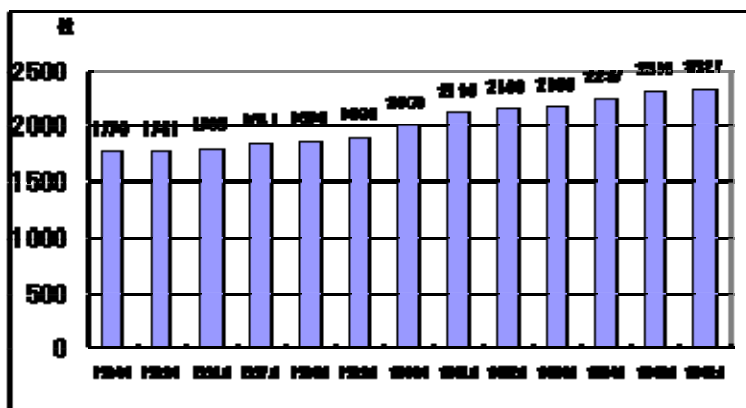
『会社は誰のものか』という議論が 2005 年 2 月頃の『ライブドアによるニッポン放送買収事件』以来活発に交わされるようになった。商法上は株主のものであるが、デイトレーダのような半日程度の株主に対しても同等の権利を与え、目を向けるべきなのかどうか疑問を感じる。また

ほとんどの株主のレベルが会社の経営に参加・提言していくには難しいように感じる。経営陣のみの利益に走り、出資者である株主を蔑ろにする行為に対しての抑止力であることが株主の平均的な限界ではないだろうか。そもそも証券取引はイギリスやアメリカのような資本主義国家内で成長・発展してきた仕組みである。そして欧米はそれにより個々の力を存分に発揮させる場を作り、会社を利益創造の場として経済を発展させてきた。日本は年功序列型賃金制度・終身雇用制度・労働組合の3つの雇用慣行が特徴付けるように、会社は共同体であるという意識が強い。その中でスクラムを組み会社を1つのチームとし経済発展へと結び付けてきた。だからこそ会社は従業員のものだという意識が根深く強く、会社員のもつ株主の位置づけは単なる出資者として捉えられていると言ってもいいだろう。その考えは間違っているとしばしば言われる時があるが、私はそれでも良いのではないかと考える。もちろん株主を軽視し過ぎることはできないが、配当金等のパフォーマンスで期待に応える事もまた疑問である。日本より発展した証券市場を持つ欧米諸国を参考に、対策や法制度を整えていくことも重要であり必要なことであるが、自身の社会構造や国民性を考慮し作っていく方がより大切であろう。

日本の歴史を見ていく中で、外国からのインパクトが重要な転換期となってきた。黒船の来航などが一番の例ではないだろうか。つまり日本人のみで考えた場合、やはり保守的な側面が強いと考える。その国民性上、やはりリスク商品に特化していく可能性はきわめて低いと考えられる。また高齢者層の思考はなかなか変化することは無いだろう。特に現在のその世代に該当する人たちは、若いころから忙しく働き、定年をバブル崩壊近辺で迎えている。若いころはひたすら働き、歳を重ねある程度余裕のできた時期に土地や株式を買い、そして暴落。このような人生を歩んできた人は、やはり保守的であったり、恐れがあるのは当然であると思われる。どんな時代も急速に変わることは無く、変わるとすればそれは革命と呼ばれる。今回も同じで対応に追いつかないほどの変化はありえないだろう。直接金融という選択肢を持った現在の社会で成長をしていく人々は、将来においても選択肢を持ち続けるのではないか。彼らが多額の金融資産を持つようになった時代、それを有効に利用できる市場を作り上げていく必要があると考える。

図表 1 : 上場会社数の推移

(単位：社)



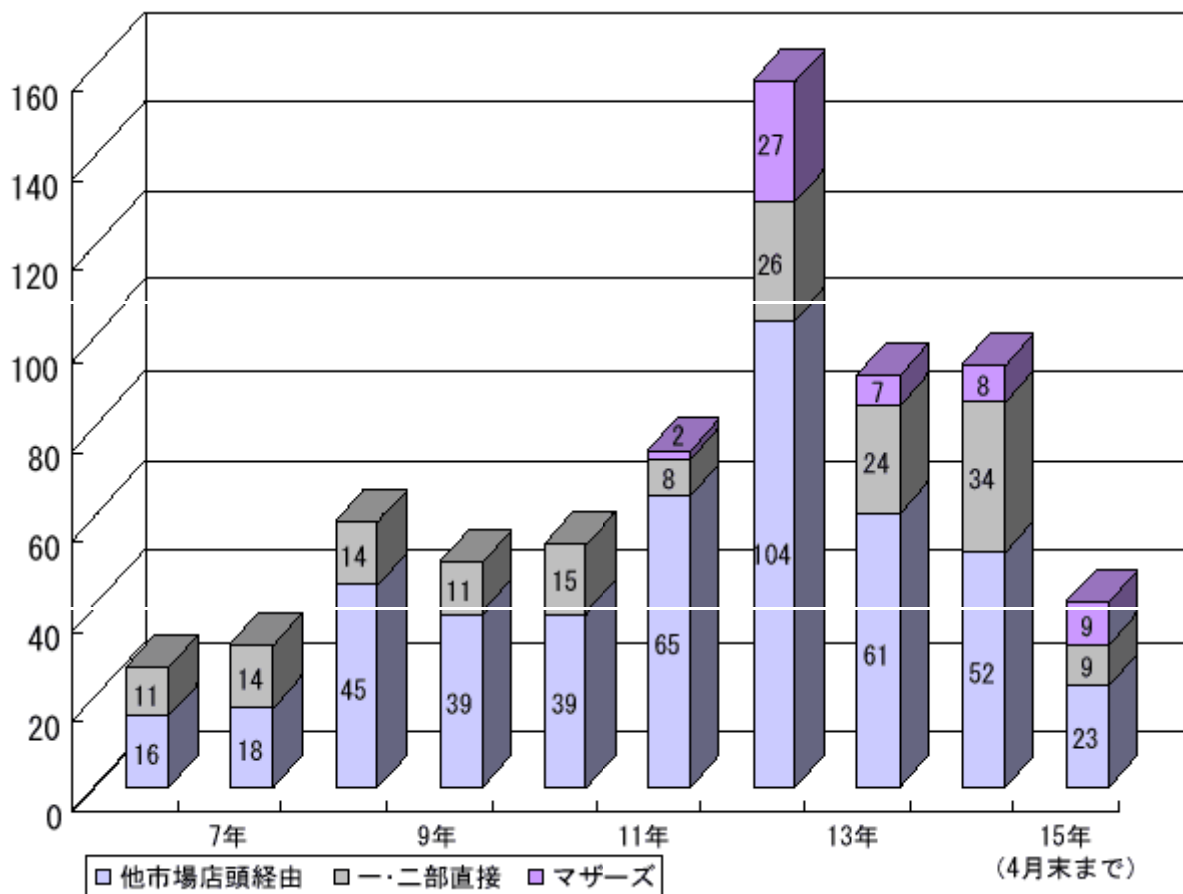
(注) 1.第一部・第二部・マザーズ合計ベース
2.データは月末現在

	上場会社数	うち外国会社
1994.3	1779	(105)
1995.3	1781	(87)
1996.3	1796	(73)
1997.3	1845	(67)
1998.3	1868	(60)
1999.3	1898	(48)
2000.3	2009	(44)
2001.3	2110	(38)
2002.3	2149	(37)
2003.3	2166	(34)
2004.3	2237	(32)
2005.3	2318	(30)
2005.4	2327	(30)

(出所) 東京証券取引所「東証経営財務情報 上場会社数の推移 (年次)」

<http://www.tse.or.jp/ir/financials/market/listing.html>

図表2：新規上場会社の推移



(原資料) 東京証券取引所

(出所) ・宝印刷「IPO 情報 東京証券取引所のご紹介」 「最近の東証における新規上場株の推移」 <http://www.takara-print.co.jp/ipo/frame.html>

図表 3 : 証券取引等監視委員会の活動件数

事務年度	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	合計
勧告件数	2	13	5	10	11	40	36	37	34	26	30	26	17	287
告発件数	1	1	3	1	5	7	6	7	5	7	10	10	11	74
(有価証券報告書等の虚偽記載等)	1					1	1	3	1	3	3	2	2	17
(風説の流布・偽計)			1		1			2	1		2		1	8
(相場操縦)	1						1	1	1	1		2	2	9
(インサイダー取引)			2		3	1	4	1	2	3	5	6	6	33
(損失補填)					1	1	5							7
建議件数			1			1		2			2	1	2	9
合計	5	14	12	11	21	51	53	53	44	40	52	47	41	444

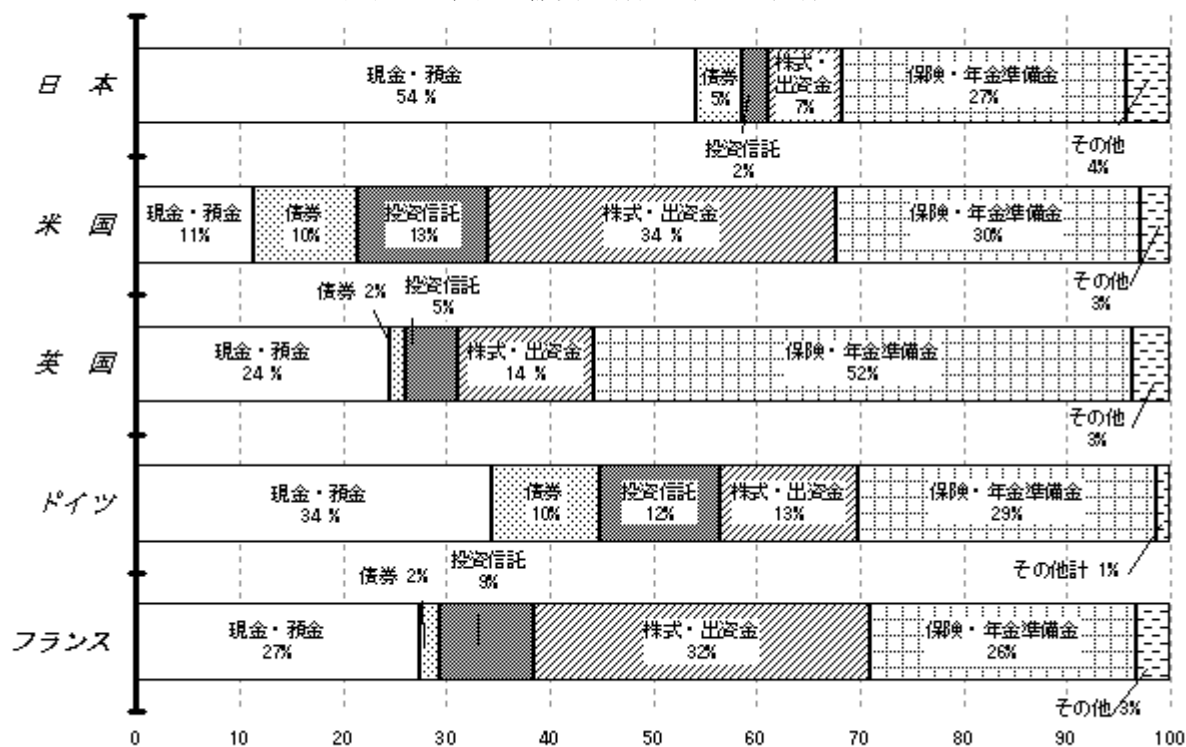
(注) 事務年度は7月～翌6月末まで

(出所) ・証券取引等監視委員会 勧告の実施状況・告発の実施状況

<http://www.fsa.go.jp/sesc/actions/actions.htm>

・野田晃子「証券取引等監視委員会の活動状況」, 2004年度香川大学特別講義資料。

図表 4 : 個人金融資産合計に占める割合



(出所) 日本銀行「わかりやすい経済の見方 国際比較：個人金融資産 1,400兆円 日本と米国どっちが投資好き？」図表2 個人金融資産の構成比

<http://www.boj.or.jp/wakaru/keiki/whikaku.htm#b>

注

¹ オペの札割れとは、日本銀行が金融調節のためのオペレーションをオファーしたときに、金融機関から申し込まれた金額が、入札予定額に達しないことを言う。資金供給オペレーションで札割れが起こっているということは、金融機関に十分な資金が既に行き渡っているため、金融機関がオペレーションに全額は応じようとしなくなるほど、日本銀行が豊富に資金供給を行っていることを意味する。日本銀行『用語解説』

http://www.boj.or.jp/wakaru/yougo/yougo_a.htm

² 長谷川慶太郎『デフレを読むお金を殖やす』PHP研究所, 2001年, p.28

³ ここでの金融機関は、都市銀行・長期信用金庫・信託銀行・地方銀行・第二地方銀行・信用金庫・信用組合・労働金庫・農業協同組合、を指す。

⁴ 『更改情報中小企業白書』付注2-4-9 業態別金融機関数の推移

<http://www.chusho.meti.go.jp/hakusyo/h14/excel/14f24091.xls>

⁵ 木村由紀雄『新しい証券市場の創造』中央経済社, 1998年, まえがき

⁶ 株式・外国債券・転換社債等、証券会社で取扱いをしている商品(取引)の勧誘、および注文を預り証券会社に仲介(媒介)をする業務。UFJ銀行「証券仲介業務とは」『証券仲介業』

<http://www.ufjbank.co.jp/unity/shouken/>

⁷ 東京証券取引所「世界で最初の株式会社」『株式会社のしくみ』

<http://www.tse.or.jp/beginner/stock/stk02.html>

⁸ 東京証券取引所「証券取引所のはじまり」『証券取引所での取引ルール』

<http://www.tse.or.jp/beginner/stock/rule/start.html>

⁹ 証券会社を会員とする社団

¹⁰ 利益のうち、配当や役員賞与などで流出せず、企業内部に留保した部分の累計額。貸借対照表では利益準備金、任意積立金および未処分利益の合計額。

¹¹ 将来の特定の費用又は損失(収益の控除を含む)であって、その発生が当期以前の事象に起因し、発生の可能性が高く、かつ、その金額を合理的に見積もることができる場合には、当期の負担に属する金額を当期の費用又は損失として引当金に繰入れ、当該引当金の残高を貸借対照表の負債の部又は資産の部に記載する。

¹² 貸借対照表において、社債を発行することで入手した資金は他人資本(負債)へ、株式発行で得た資金は自己資本へと組み込まれる。

¹³ 経営幹部や社員に対して、「経営の中核幹部の個人出資」、「部課長へのストック・オプション制度」、「従業員持ち株制度」といった複数のインセンティブ制度を導入することにより、会社としての資金負担なしに、会社業績の向上及び優秀な人材の確保を図ることが望める。Daiwa Venture Land「1.公開の概要について」「4.株式公開のメリット・デメリットは」『株式公開Q&A集』

http://dvl.daiwa.co.jp/qa/member_free/dai01/1_05.html

¹⁴ 現在価格と将来価格の差を得る投資行為。多かれ少なかれ将来価格は不確実であるから、この行為にはリスクが伴う。大きいリスクをとるときを投機、そうでないときを投資と区別されることがある。

¹⁵ Daiwa Venture Land「1.公開の概要について、4.株式公開のメリット・デメリットは」『株式公開Q&A集』

http://dvl.daiwa.co.jp/qa/member_free/

¹⁶ 国単位で考えた場合、公開企業が主流であるのはわずかな国に限られる。その理由については、マーク・ロー著・三谷進訳「労働政策と株主の富の最大化 —証券市場の効果と株主の集中—」『アメリカ型経

済社会の二面性』、渋谷博史・井村進哉他編、東京大学出版会、2001年、が詳しく説明しているので、そちらを参考されたい。

¹⁷ 白馬の騎士。敵対的な買収を仕掛けられた会社の経営陣が友好的な会社や投資家を連れてくること。配当、議決権の講師範囲などで「普通株式」とは異なる権利内容を持つ「種類株式」を割り当てたり、株価を時価より下げたりして優遇することが多い。『日本経済新聞』2005年3月25日

¹⁸ 企業の持つ重要な有価証券や知的財産権、事業権などの資産を第三者に売却し、買収の魅力を減らしてしまう手法。進入してきた敵に武器や食料を残さないように領土を焼き尽くす軍事作戦になぞられている。「クラウン・ジュエル（王冠の宝石）」とも呼ばれる。『日本経済新聞』2005年3月25日

¹⁹ 毒薬条項。既存の株主に対して、時価を大幅に下回る価格で株式を引き受ける権利を付与しておく規定。敵対的な株式公開買い付けなどで一定の株式を買い占められたときに発動、買収者の議決権比率を下げる。『日本経済新聞』2005年3月25日

²⁰ 買収しようとしてきた企業に対し、逆に買収を仕掛けること。テレビゲームの「パックマン」で、攻められたキャラクターが一転して敵に襲い掛かり、攻守ところを変えることから名づけられた。『日本経済新聞』2005年3月25日

²¹ 会計帳簿に記載されていない債務。

²² 内部者取引。企業の情報について、それが一般に公開される以前に知りうる立場にあるものが、それを利用して行う証券取引をいう。これに違反したものは3年以下の懲役もしくは300万円以下の罰金が科せられる。内部者は情報が公開されてから12時間経過してから売買を行うことが可能になる。

²³ 証券取引等監視委員会『監視委員会について』はじめに

<http://www.fsa.go.jp/sesc/aboutsesc/pamphlet/p2.pdf>

²⁴ 日本銀行統計（図表1）個人金融資産残高（2001年末）

<http://www.boj.or.jp/wakaru/keiki/whikaku.htm>

²⁵ 『日本経済新聞』2005年3月28日

²⁶ P&A方式（資産・負債の継承方式）：破綻した金融機関の受け皿となる金融機関に、預金保険からお金を援助して払い戻しを保障する方式。

²⁷ 出納預金、通貨性預金ともいう。預金者の要求に応じて直ちに払い戻される預金の総称で、定期性預金と対比される。支払手段として機能するため預金通貨とも呼ばれる。普通預金と当座預金がそれに該当する。

²⁸ 銭谷馨「デフレ経済下における個人の貯蓄・投資行動」『預金保険制度改革とペイオフ解禁の影響』、野村総研, p.48

<http://www.nri.co.jp/opinion/chitekishisan/2003/pdf/cs20030305.pdf>

²⁹ 金融庁「証券投資がより身近になりました！」『金融庁の政策』

<http://www.fsa.go.jp/syouhi/syouhi/zeisei.html>

参考文献

- ・長谷川慶太郎『デフレを読むお金を殖やす』, PHP 研究所, 2001 年
- ・木村由紀雄『新しい証券市場の創造』, 中央経済社, 1998 年
- ・深尾光洋・日本経済研究センター編『検証 銀行危機 数値が示す経営実態』, 日本経済新聞社, 2003 年
- ・三菱信託銀行企業金融部編『図解 株式公開のしくみ』, 東洋経済新報社, 2001 年
- ・三菱信託銀行企業金融部編『図解 株式公開のしくみ(第3版)』, 東洋経済新報社, 2004 年
- ・マーク・ロー著・三谷進訳「労働政策と株主の富の最大化 —証券市場の効果と株主の集中—」『アメリカ型経済社会の二面性』, 渋谷博史・井村進哉他編, 東京大学出版会, 2001 年
- ・吉川満『投資サービス法の狙いと金融機関の対応』, 大和総研, 制度調査部情報, 2004 年
- ・湯野勉『金融の証券化 市場仲介と資産流動化がもたらすもの』, 晃洋書房, 1999 年
- ・O・フィルマン他『ベンチャーキャピタルとベンチャービジネス』, 伊藤維年他訳, 日本評論社, 2000 年
- ・郷原信郎『コンプライアンス革命』, 文芸社, 2005 年
- ・小林俊治・百田義治編『社会から信頼される企業』, 中央経済社, 2004 年