

「インサイダー取引問題は、お天道様に見せろ」



代表取締役社長
松井 道夫

ロンドン・オリンピックが終わった。表彰台に翻った38本の日の丸も美しかったが、苦難の末にメダルを勝ち取った選手たちの笑顔の方が遥かに美しかった。それにしても、いまや世界のJUDOとなった柔道には考えさせられた。勝った途端に拳を振り上げ雄叫びをあげるのは道ではなく術である。40年前に大学剣道部に所属していたが、「礼に始まり礼に終わる」で、敗者にこそ礼を尽くすのが日本の武道の精神だ。そうしたものを捨てることを国際化とは考えたくない。

日干し殺菌の効用

スポーツの国際化はそれでも割り切れればよいのだが、金融の世界はそういうわけにはいかない。以前このコラムで「お天道様が見ている」というのが、日本の経営の規範意識だと書いたことがある。これは法や規制以前に、日本人が持つ道徳的な抑止力を重視すべきであり、まずは日干しにして殺菌すれば良いのではないかということだ。日本国民が共有する規範意識に照らすのが社会的公正の近道ではないかということでもある。金融におけるルールを考えるにあたって、最も大事な視点だと私は信じている。

公募増資インサイダー問題が連日新聞紙面を騒がせている。多くの人にとっては株式市場をめぐって何か大きな問題が起きているらしいということは分かっても、具体的な論点は理解しにくいだろうし、そもそもそんなことに関心がないのが世の大半かもしれない。

でも、株式市場という資本主義経済の心臓部を揺るがす大問題であるから、無関心でも無関係とはいかないことだけはお分かりいただきたい。これは情報の非対称性すなわち情報格差から派生する問題だ。市場参加者内でこの格差が生じるとフェアな取引が阻害され、それが資本市場の信頼性を大きく棄損するのだから、厳しい規制は当然である。問題はその規制の依って立つ本質を理解しなければ規制だけが独り歩きすることだ。無関心がこの動きを助長する。

この問題を理解するには、まず株式投資の基本的なメカニズムを理解する必要がある。当たり前のことではあるが、利益をあげるためには「安く買って、高く売る」ことだ。「高値でカラ売りして、安値で買い戻す」ことでも同じような効果が得られる。したがって、ある株が値上がりするか値下がりするかをあらかじめ知っていれば確実に儲(もう)かる。どちらもインサイダー取引であるが、公募増資インサイダー問題というのは、後者にあたる。

日本はインサイダー王国？

では公募増資をすると株価は確実に下がるかという点、そんなことはない。企業の成長のための増資で、それを市場が前向きに評価するようなものであれば、株価は上がる。今回問題となっているのは、大規模な希薄化を伴い、誰の目から見ても、後ろ向きの評価しかくたせない苦し紛れの増資である。そんな情報を事前に入手できれば、高値で空売りしておいて、増資に応募すれば、安値で買い戻すことになり利益を得ることができる。増資案件を取り仕切る、主幹事と呼ばれる証券会社が、増資に応募した一部の機関投資家だけにそうした情報を事前にもらしていたということである。

こんなことはいまに始まったことではない。増資発表の数日前からカラ売りが急増して株価が急落することは多々あり、事前情報を悪用されている疑いが以前から指摘され、日本はインサイダー王国とまで揶揄（やゆ）されていたのである。例えば、03年に実施されたある本邦メガバンクの増資に絡み、プレ・ヒアリング情報を入手したシンガポールと英国の機関投資家によるインサイダー取引が現地の当局によって摘発されている。この時には、今回ほどマスコミは大騒ぎしなかったし、情報を提供した主幹事証券会社には焦点があたらなかった。

悪いのは誰だ？

ところで、この問題の関係者は三者いる。第一は情報を漏らした主幹事証券会社、第二はその情報を使ってインサイダー取引をした機関投資家、第三に増資を行った上場企業だ。利益をあげることが投資の目的であり、不正と知りつつも、それが確実となるのであればインサイダー取引を行う動機が存在する。前述のシンガポールと英国の機関投資家の事例はここにのみ焦点があたっていた。一方、主幹事証券会社にも、得意先の機関投資家に情報を与えることは、他の証券会社との手数料獲得競争といった営業的側面から考えれば十分動機がある。現在焦点があたっているのはこの点である。第一・第二の当事者の動機はわかりやすい。

第三の当事者たる上場企業であるが、これは微妙な問題をはらんでいるものの、現在あまり焦点があたっていないのも事実で、そこに大きな火種が潜んでいると個人的には思う。増資案件そのものは、インサイダー取引の「主体」ではなく「舞台」に過ぎないともいえるわけで、なかには自分達は被害者だという企業もあるかもしれない。とはいえ、苦し紛れだろうがなんだろうが、既存株主のまさに“棄損”を度外視した増資で資金を獲得したいという一部の上場企業の姿勢が、こうした問題の温床になったと言えるだろう。増資発表後も継続的に株価が下がるといったことでそれは事後的に証明されるから、流通市場においての日干し殺菌効果はあるが、問題はタイムラグ（時間的ズレ）である。発行市場と流通市場は別々のものではなくコインの裏表みたいなものだ。発行市場において既存株主

の権利保全を図るライツ・オファリングを検討すべきとの意見は以前よりあったが、そもそも論を言えば、そういった市場を愚弄するような案件そのものを市場から締め出す仕組みを考えることの方が遥かに重要であろう。

例えば、大幅な希薄化を伴うような増資の場合には、**株主総会**の承認を必要とするような厳しいルールを導入すべきと思う。ちなみにニューヨーク証券取引所ルールでは、発行済株数の20%を超える増資はそのように義務付けている。上場会社はもとより、取引所及び証券会社の自主規制がいかに大事かということでもある。バブル期の安易な公募増資乱発の反省を受けて設けられた様々な自主規制が、金融自由化後の規制緩和の流れで撤廃され、結果的に個々の引受証券会社の判断に委ねられることに当時から危惧する声はあったが、それが現実のものとなったことは残念でならない。規範意識が欠落した一部の市場関係者を放置し、自浄作用が働かないのならば、市場の信頼は失墜し何をやっても暗い未来しか目に浮かばず、日本市場は遅かれ早かれ壊死するしかない。資本主義の心臓が止まってもっとも困るのは日本国民そのものだ。関心ないのはいいけれど関係ないとはならないとはそういうことだ。

結論を言おう。発行市場でも流通市場でも日干し殺菌の仕組みを早急に創れということだ。お天道様に見せろということでもある。

株式売買手口の完全非公開が発端

今回の件で、インサイダー取引につながる情報を漏らした側の説明はある程度進んだと言われているが、情報を要求した投資家サイドの実態はそれほど明らかになってはいない。増資規制にしても機動性を損ねるといった理由で経済界からも反対する意見が強い。規制当局の金融庁や、取引所・日本証券業協会といった自主規制団体でも対策を打つか打とうとしているが、それはそれで大いに進めてもらうとして、最も重要なポイントは、市場の透明性を高めるための情報開示の充実である。例えば、日本証券業協会は、公募増資で主幹事となる証券会社に対して、増資をした上場企業への新株配分先の投資家名を告知することを義務付けると発表している。増資案件に乗じてカラ売りと買い戻しを短期間にするような投資家への配分を抑止することを念頭においての措置だ。

ならば、10年近く前に廃止されてしまった、売買手口の公表も復活させるべきだ。取引所における各証券会社の売買手口を開示することになれば、増資発表の数日前からカラ売りが急増して株価が急落するような場合でも、どの証券会社からどれくらいの売り手口が出ているかが一目瞭然となる。日干しの抑止力効用を図るということだ。

株式の売買手口とは、個別銘柄に関し、各証券会社の売り・買いそれぞれの累計出来高を示す情報である。以前は、取引所参加者である証券会社のみが立会時間中にこの情報を

得ることができたが、03年に完全非公開となった。それ以降、各銘柄についてどの証券会社が売買しているのかを知ることができなくなった。

非公開となった経緯は、この情報を利用して証券会社の自己売買部門などが先回りして売買することにより、投信などの運用会社の売買執行コストが増すこととなり、内外の大手運用会社が売買手口情報の公表を廃止するよう東証に要請したことから始まった。一方で、売買を取り次ぐ証券会社の中には、大口顧客である機関投資家の求めに応じて手口情報を伝えることもあり、これも完全非公開理由に挙げられていたが、結局は牽強付会（けんきょうふかい）の理由だったことが今回の問題で明らかになったように思う。

機関投資家と個人投資家の情報の非対称性が増すという理由で、個人投資家を顧客とするネット証券や中小証券は部分的にでも公開すべきであるとの主張をしたが退けられ完全非公開が決まってしまった。そもそもの誤りはここから始まったと個人的には思っている。証券会社だけがリアルタイムで売買手口情報を得ることに問題があるならば、取引時間の終了後に、その日の銘柄毎の売買手口情報を開示することでも良かったはずである。取引所決定事項とはいえ、取引参加者でかつ東証株主の集合体である証券業協会はすぐにでもこの議論をして何らかの措置を講ずるべきであることを強調しておきたい。ぐずぐずしては同じようなことが繰り返される。

「神は細部に宿る」という言葉もある。些細なことの様で時間が経つと化け物になる事例は世の中に山ほどあるが、それを修正する為には、開示という「お天道様が見ている」仕組みを創ることだ。勝ち負け以前に、醜いものを忌み、美しいものを愛するという武道にも通ずる日本人の美学が、グローバル競争で大いなる武器になると信じるのは甘すぎるのだろうか、と秋近しを告げるツクツクボウシの鳴き声を聴きながら思ったりしている。

平成24年8月

代表取締役社長 **松井道夫**