

神戸市外国語大学 学術情報リポジトリ

On the Capital Market in Japan

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2006-11-30 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 大島, 和夫, Oshima, Kazuo メールアドレス: 所属:
URL	https://kobe-cufs.repo.nii.ac.jp/records/648

This work is licensed under a Creative Commons
Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0
International License.



日本の資本市場法の現状と課題（その2）

大 島 和 夫

はじめに

- 1 資本市場の規制緩和の流れ
- 2 ライブドア事件（以上57巻1～5号合併号）
- 3 村上ファンド事件
- 4 阪急による阪神株の TOB

まとめ

3 村上ファンド事件

東京地検特捜部は村上ファンドの代表である村上世彰を6月5日に逮捕した。容疑は、ライブドアがニッポン放送株を大量に取得する方針を決定したことを2004年11月に知った上で、公表前に同株約193万株を購入した証券取引法違反である。証券取引等監視委員会は6月22日に村上とMACアセットマネジメント社を証券取引法違反容疑で東京地検特捜部に告発し、同地検は23日に起訴した。

村上ファンドは1999年に村上世彰が立ち上げたものである。宮内義彦が会長を務めるオリックスが資本金の45%、4,000万円を出資し、休眠会社の法人格も提供した。運用原資の38億円のうち、3億円を出資し、社外取締役も派遣した。^{*27} さらにオリックスは村上ファンドの一部である「アクティビスト

^{*27} オリックスは2006年に出資と役員を引き揚げたが、3億円の投資資金は107億円になっていた。2006年6月7日、日経新聞による。6月24日のしんぶん赤旗では、オリックスの村上ファンドへの投資額は200億円にのぼり、毎年数十億円の運用益を取得したのではないかと書かれている。

投資事業組合」への出資者が出資する際の契約先になっており、業務執行組合員として手数料(運用資金の2%)を受け取っていた。村上ファンドをめぐる動きは以下のとおりである。

2004年

- 7月 ニッポン放送に株の買取圧力を強める一方で、別のバイヤーへの働きかけを強める方針を固める。
- 7月28日 楽天への働きかけを取締役会で正式決定する。
- 9月15日 ライブドアにニッポン放送株の1/3の取得を持ちかける。
- 11月8日 堀江貴文らが村上世彰にニッポン放送株取得への協力を依頼する。この時点で村上世彰はライブドアがニッポン放送株を5%以上取得する方針であるという未公表の重要事実を知った。
- 9日 ニッポン放送株の購入開始。05年1月26日までに約193万株を約99億5,000万円で購入する。
- 10日 フジテレビからニッポン放送株のTOBへの協力を要請され、応諾すると回答。

2005年

- 1月5日 ニッポン放送株約609万株(保有比率18.57%)を取得。最終的には約640万株に達した。
- 1月6日 堀江貴文らが村上世彰に「経営権を取りたいので協力して欲しい」とニッポン放送株大量取得の方針を再び伝える。
- 1月17日 フジテレビがTOBの買付価格(5,950円)を公表する。
- 2月3日から7日にかけて村上は堀江らに「密かに大量取得するにはToSTNeT-1を使う方法がある」と指摘し、「外資の複数のファン
ドが売却に応じると思う」と具体的にファンド名をあげて、
ニッポン放送株を大量に取得するように促した。^{*28}

*28 日経新聞2006年6月8日。

2月8日 午前8時24分の時間外取引でライブドア向けに1株6,050円で125万株を売却する。9時に市場が開くと、ライブドアの発表で一気に値が上がり上がる市場で100万株弱を売却する。

2月10日 始値が8,800円となった。100万株以上を売却した。8日と併せて計328万株を売却し、約100億円の売却益を得た。このうち約30億円がインサイダー取引によるものと推定されている。

2月末の時点で保有していたニッポン放送株は、約112万株(3.44%)であるので、従って、保有していたニッポン放送株を約526万株売却したことになる。村上は2月8日の時点で残ったニッポン放送株は売却せずに保有したままにしておくとしてライブドア側と約束していたが、それを守らなかった。

2006年

5月10日 運用拠点をシンガポールに変更したと発表。

31日 村上世彰が東京地検の事情聴取を受けるためシンガポールから帰国。

6月5日 村上世彰逮捕。

23日 東京地検が村上世彰とMACアセットマネジメント社を起訴した。

1 インサイダー取引

村上世彰が逮捕された容疑はインサイダー取引である。^{*29} 証券取引法は、インサイダー取引を禁止し、違反した者に対しては5年以下の懲役、500万円以下の罰金を科している。未公表の重要事実の中には公開買付(TOB)も含まれ、TOB実施の事実を知った者は公表後でなければ買い付けてはならないとされている。^{*30} さらに証券取引法施行令により、公開株の5%以上を買

*29 証券取引法163, 164条, 166条, 167条, 198条18号, 198条の2。

*30 証券取引法167条。

い集めることも TOB に準ずる行為とされているため、その買い集め情報を入手した者が情報公開前に株を購入することもインサイダー取引にあたる。

ただし、インサイダー取引規制を適用するにあたっては注意しなければならないことがある。投資ファンドが株取引を行う場合、特に短期的な利益を追求する場合には、他の投資機関と共同戦線を張って株取引を行うことが少なくない。その相手が出資する会社の場合には、合併や TOB などの重要事実に接することが少なくないと考えられる。この場合に、未公表の事実のうち、どの部分がインサイダー取引成立の要件となる「重要事実」にあたるかが問題となる。村上ファンド事件では、ライブドアの05年2月8日の行為が「公開買付に準ずる行為」と判断されたが、時間外取引の性格については争いがある。今後は厳密な解釈が求められるように思われる。

2 TOB ルールの脱法の疑い

第2は、村上ファンドによる阪神電気鉄道の株の取得方法である。阪神株の買い集めでは、市場外で1/3を超す株の取得を目指す者に義務づけられている TOB のルールを使わずに、約47%を買い集めて、経営の支配権を獲得した。違法ではないが、支配権に影響する大量取得に情報公開を求めた TOB のルールを免れるものである。

この他にも、今後、村上ファンドによる株価のつり上げ方について、証券取引法157条による不公正取引の禁止に当たらないか慎重な検討が求められる。

3 日本証券投資顧問業協会が06年6月8日にまとめた06年3月末の契約資産残高によると、村上ファンドの3月末時点の契約資産残高は4,444億円である。05年12月末から15.6%増加していた。村上ファンドでは中核会社で投資顧問業の MAC アセットマネジメントが投資家と投資一任契約を結び資金を運用している。契約金額のうち海外が3,705億円と18.1%増加していた。

4 この事件では、小泉構造改革の中心人物である宮内義彦と日銀総裁福井俊彦の関与も注目される。すでに述べたように宮内義彦は設立のときから資本金の45%を出資し、休眠会社の法人格も提供し、運用原資の一部を出資し、社外取締役も派遣していたのであるから、いわば「生みの親」とも言える立場であった。そして、彼が委員長を務める「行政改革推進本部・規制改革委員会」で2000年12月12日に株式分割の自由化求める見解が発表されて商法改正が行われた。こうなると、ファンドの利益を追求する行為を側面から指導・援助していたのではないかという疑いすらわいてくる。

日銀総裁福井俊彦の関与も常識を疑わせる。日銀の総裁は中央銀行の最高責任者として金融政策について強い権限を持っている。特に1998年4月の日本銀行法の改正以降は、日銀の独立性は飛躍的に高められ、そのために政策決定の過程を外部に対して説明する責任を負わせられている。それだけ、公正さと中立性が求められている。日銀が決定する金融政策は株価等にも大きな影響を及ぼす。そのために日銀は内規で、局長級以上の職員が株券の取得や譲渡をしたときには上司に報告しなければならないとしている。さらに、個人的利殖行為と直接関係がなくても、世間から「いささかなりとも疑念を抱かれるような行為は慎まなければならない」とも定められている。

福井俊彦は、日銀の副総裁を務めていた1998年に部下の不祥事で引責辞任し、富士通総研の理事長に就任した。この理事長時代にかねてから知己であった村上が主催するMACアセットマネジメントのアドバイザリーボード(経営諮問委員会)に名を連ね、オリックスを通じて1,000万円の投資をした。それが1999年の夏であった。福井はその後2003年3月に日銀総裁に任命されたが、村上との関係は絶たず、2006年の2月になって投資の解約を申し出た。日銀が3月に量的緩和を解除して株価の下落が予想される直前であった。それまでに福井があげた利益は運用益と分配金を併せて1,500万円ほどとみられている。

4 阪急による阪神株のTOB

1 投資ファンド等による私鉄の株式の取得

2005年ころから投資ファンド等による大手私鉄の株の取得が目立つようになってきた。プリヴェチュエリッヒによる京成電鉄の株の取得(06年1月時点で8.68%)、同じくプリヴェチュエリッヒによる阪急HDの株の取得(06年1月時点で5.01%)、そして村上ファンドによる阪神電鉄の株の取得である。これらは、大手私鉄会社が鉄道事業の他に、不動産部門、百貨店部門、レジャーランド部門そしてプロ野球団などの多くの資産を保有し、収益に対して資産の割合が高いこと、株式が沿線の住民等に分散して保有されており、買い集めやすいということがあったように思われる。

プリヴェチュエリッヒの松村兼三社長は06年1月11日に阪急HDの角和夫社長と会談して、阪急HDの筆頭株主として、阪急HD、東宝との経営統合等を提案し、阪急東宝グループの企業価値を向上させる取組を求めた。しかし、プリヴェによる阪急HDの株取得は、その9割以上が、株の名義書換ができない「信用取引」であることが判明し、プリヴェが実際に取得した議決権は0.3%にとどまることが判明したため、阪急としては株主提案に応じる必要はなくなった。ただし、プリヴェの提案は阪急の経営陣に買収防衛策の必要性を認識させることとなり、1月20日、阪急HDは、敵対的な買収者が現れた場合、新株予約権により買収者の議決権比率を最大で半分に引き下げる防衛策を発表した。買収者の保有比率が20%以上になった場合に、独立委員会が防衛策の発動の是非を検討するというものであった。

2 村上ファンドによる阪神株の取得

2005年

2月 金融機関が阪神に「村上ファンドが株を買集めているという噂がある」と忠告。

- 4 月 西川恭爾阪神社長と三枝輝行阪神百貨店社長が、10月に阪神電鉄が百貨店を完全子会社化すると発表。
- 7 月 阪神と京阪で秘密裏に事業統合や株式の相互保有について懇談会を設置。
- 9 月22日 村上ファンドが阪神に大量保有を通告。
- 9 月27日 村上ファンドが阪神株26.67%、阪神百貨店株18.19%を取得して筆頭株主になる。
- 10月 3 日 村上ファンドが保有する阪神株が33.3%を超える。
- 4 日 村上世彰が阪神タイガースの上場等を提案。
- 12月末 西川恭爾阪神社長が佐藤茂雄京阪社長に村上ファンドの保有株買取を要請。

2006年

- 2 月 3 日 西川・村上トップ会談。阪神の主要取引銀行である三井住友銀行幹部も同席。
- 3 月31日 村上ファンドが約46%を保有したまま阪神電鉄の株主名簿が確定。
- 4 月 1 日 西川が阪急HD社長角和夫に、村上ファンドの保有株の買取を要請。
- 18日 阪急が阪神との関係強化を発表。
- 28日 阪急と阪神が取締役会で経営統合の協議入りを決定。
- 5 月 2 日 阪神が「取締役の過半数を送り込む」とする村上ファンドの株主提案を開封。
- 10日 村上ファンドの保有する阪神株が46.82%に達する。
- 19日 村上ファンドが大阪地裁に総会検査役の選任等を請求。
- 29日 阪急が1株当たり930円で阪神株をTOBすると発表。
- 6 月 5 日 東京地検特捜部が村上を証券取引法違反容疑で逮捕。
- 19日 TOB終了。発行済み株式の63.71%の応募によりTOB成立。

村上ファンドによる阪神株の取得はステルス作戦と呼ばれた。村上ファンドは05年9月14日までに阪神電鉄株、百貨店株をそれぞれ9%前後まで取得した。15日からは、水面下での大量取得が始まった。大量保有報告書の提出義務が生じる26日までの間に、阪神の発行済み株式の25%近い株式を市場で買い集めた。この間、東京市場での阪神株の終値は534円から847円に高騰した。投下資金は累計で778億円に上った。この保有株を背景に、阪神に対して圧力をかけた。05年9月22日の電話では、「純投資であり、友好的にやりたい」と述べたが、10月4日には、タイガースの上場、IT企業との協業、MBO等を提案し、阪神の経営陣に大幅な経営方針の変更を要求した。阪神が拒否したために、その後は膠着状態となった。阪神は当初、京阪による株の買取を打診したが価格面で折り合いが付かず、06年3月末、ついに断念した。そして、4月1日に阪急に買取を要請し、阪急によるTOBへと進んだ。^{*31}

大量保有報告書の制度は1990年の証券取引法の改正で導入された。株式を大量に買い集めた者が、取得した株をターゲットとなった会社(ただし買取方法は限定される)やその関係会社に売却すれば多額の利益を得る。市場で売りに出せば大幅に値下がりするが、市場外の相対売買で譲渡すれば、その心配はなく、多額の利益が手に入る。一般の投資家には手に出来ない利益である。このような状態が放置されれば、証券市場に対する一般の信頼は薄れる。そこで、このような事態に対処するために大量保有報告書制度が導入された。

公開会社の発行株券等の保有割合が5%を超えるすべての保有者に対して、内閣総理大臣への大量保有報告書の提出が義務づけられる(27条の23第3項)。

これによりターゲットとなった会社としては、誰が何の目的で株を買い集めたかについて情報を得ることが出来、その効果は大きい。しかし、この報告制度には特例があり、村上ファンドはそれを利用した。

*31 読売新聞2006年6月21日による。

大量保有者は、大量保有者となった日の後に、保有割合が1/100以上増加または減少した場合には、その日から5日以内に変更報告書を提出しなければならない(27条の25第1項)。ところが、証券会社や銀行等の機関投資家については主に事務負担が過大となるという理由で、最大3カ月もの提出猶予が認められていた。誰が猶予者に該当するかは内閣府令で定められ、発行者の事業活動を支配することを保有の目的としない者(つまり保有目的を投資とする者)とされ、大量保有府令12条で10%を超えない者とされていた。この猶予者に該当すれば、大量保有報告書は、株券等保有割合が初めて5/100を超えることとなった基準日の保有状況に関する事項を記載したものを、当該基準日の属する月の翌日15日までに内閣総理大臣に提出すればよい(27条26第1項)。

村上ファンドは05年9月14日までに阪神電鉄株、百貨店株をそれぞれ9%前後まで取得したが、10%を超えていないので報告猶予者に該当した。その後、15日から大量取得を始めて26日に報告書提出義務が発生したが、それまでの期間を使って25%近い株式を取得したのである。なお、村上ファンドは、大量保有報告書で阪神株の保有目的を「純投資」としていたが、金融庁の指摘を受けて、06年5月22日に保有目的に「経営参加」を追加した。この間、保有目的に逸脱した行動をとりつづけていたことも、大きな問題である。

3 阪急のTOB

2005年11月末に、村上は阪神本社に全役員を集めさせ、経営改革を主張した。この前後に阪神及び関連会社による買取を示唆したように推測される。当初の買い取り要求価格は1,200円あたりと報道されている。阪神は当初、京阪電鉄に買取を打診したが結局合意に達せず、その後、阪神が株の買取依頼先を京阪から阪急に変更した。この際、三井住友銀行が大きな役割を果たした。06年3月末、村上は1株あたり1,000～1,100円での買取を提示した。村上ファンドにも余裕がないことをうかがわせた。そして、4月、阪神の依

頼に対し阪急が買取を検討すると答えた。

阪急、阪神が6月29日の株主総会でそれぞれ経営統合を決議するには、5月29日がTOB開始の最終期限とみられていた。5月27日ごろ、「村上ファンドの契約利回りは年20%」との情報が阪急にもたらされた。阪急の経営陣は、「年20%なら、経営参加よりもTOBを選ぶ」との確信を抱き、村上との合意を待たず、TOBを見切り発車することを決断した。これだけの高利回りを実現するには、村上が直ちにTOBに応じ、約500億円に上る利益を確定する以外に道はないと判断したからである。^{*32}そして、翌28日に西川と角が会談し、TOB価格を930円、統合比率を「1対1.4」と決定した。

当初、村上は阪急に対してTOB価格の引き上げを強く要求したが、阪急は拒否する。6月2日、村上にニッポン放送株をめぐるインサイダー取引疑惑が浮上し、事情は一変した。4日にM&Aコンサルティングから阪神に「株主提案取り下げ」の連絡が入り、5日には村上がTOBの成立を目指す記者会見で発言した。

阪神株のTOBは、手続上6月14日が事実上の期限であった。15日はTOB価格(930円)の下支えがなくなり、空売りなども重なって阪神の株価を一気に押し下げた。15日の東証の取引は890円で終えた。

阪急HDは、6月20日に19日まで実施した阪神株のTOBの結果を発表した。阪急は約2,498億円を支払い、阪神株のTOBに応じた発行済み株式の63.71%の取得を完了した。議決権ベースの保有比率は64.76%となった。TOBの資金は三井住友銀行が全額融資した。年内に複数の金融機関による協調融資に切り替えるものと推測されている。

6月27日には阪急HDが阪神電鉄を連結子会社化した。阪急が阪神を子会社化する際の「のれん代」は約640億円になる。「のれん」は、企業の持つブランド力や将来性、保有不動産の時価と簿価の差額など、無形の資産を金額で示したもので、営業権と呼ばれることもある。子会社化する場合には連

*32 読売新聞2006年6月22日による。

結貸借対照表の資産の項目に連結調整勘定として計上される。従って減価償却が必要で、2006年4月に施行された企業会計基準委員会の適用指針で、償却期間は20年以内と定められている。この償却負担は連結損益計算書で費用として販売管理費に計上される。

阪急と阪神は6月29日に開かれたそれぞれの株主総会で統合が承認されたので、10月1日に新会社「阪急阪神ホールディングス」を発足させることとなった。

4 合併によるシナジー(相乗)効果はあるのだろうか

6月29日の阪急の株主総会は4時間を超えた。株主から出された質問はもっぱら2つの点に集中した。TOBで支払った2,498億円、即ち阪神株の1株あたりの価格930円は妥当であったのか。村上ファンドが買い集める前の1株あたりの価格は400円台であった。第2は、統合によるシナジー効果があるのか、だった。阪急はTOBで阪神株を買い付けるために金融機関から多額の資金を借り入れた。その結果、2006年3月末に8,896億円まで減少していた連結有利子負債が再び1兆円を超えた。利子の負担だけでも大変な額になる。一方、統合によって誕生する阪急阪神ホールディングスの連結年間売上高は8,000億円程度に過ぎない。

公開買付の価格が妥当だったのかどうかは、私たちには判断できない。価格決定の材料となる情報について、外部者には接近できないからである。

シナジー効果についても、外部者の目からははっきりと見えない。まず、新会社が抱える資産はだぶついている。梅田地区のデパート、阪神間の路線、梅田、西宮、三ノ宮地域の不動産がだぶっている。阪神の経営する六甲山上のリゾート施設も赤字を抱えて負担となる。阪急自体も三田駅前の再開発への参加・出店が大きな負担となっている。一方タイガース球団はかなりの資産価値を有している。ただし、阪急はブレーブスの経営で失敗しているので心配ではある。また、阪神西九条と難波間で近鉄線との乗り入れが計画され

ていることは、明るい材料である。

阪急にとっては、阪神との合併は90年ぶりの目標の達成とも言える。阪神電鉄は1899年に創立され、阪急は1907年に創立された(当初は箕面有馬電気鉄道と言った)。阪急は梅田―宝塚間の路線しかなかったため、阪神間を走る阪神との合併を1914年に計画し、交渉は合併の直前にまで進んでいたが、役員の一部に反対が出て中止となった。その後、1927年及び戦争中にも合併の話が出たが、結局流れた。ただし、その間も阪急は路線を拡大し、1920年には神戸本線の営業を開始、1943年には京阪電気鉄道と合併し、しかも1949年に京阪から分離するときには、過度集中排除法の関連で、京阪が敷設した京都本線^{*33}を手に入れた。これは、路線を殆ど拡大することのなかった阪神と好対照である。

1968年には阪急と阪神が路線の一部で山陽電鉄と相互直通運転を開始し、その後、阪急は中止したが、阪神は継続し、現在では、姫路―梅田間の直通特急による相互乗り入れを行っている。

阪急による阪神の完全子会社化は、三ノ宮―梅田間ではシナジー効果が薄い、阪神が山陽と相互乗り入れを行っているために姫路までの路線を獲得し、さらに将来は西九条から近鉄線に乗り入れるために、奈良や名古屋までの路線と繋がるという大きな可能性を獲得した。残された課題としては、競合するJRとの競争にどう立ち向かうかであり、そのためには十三―淡路間のロスタイムの解消、西宮北口の停車時間の長さの解消、神戸高速鉄道線の高料金の引き下げ等が不可欠となろう。現状では価格面では優位にたっているが、スピードと乗り心地では大きく引き離されているからである。

ま と め

1980年代に、日本の金融システムは間接金融中心から直接金融中心に変化

^{*33} 淀川右岸を走る高速線で、当初は新京阪と呼ばれていた。

を始めた。同時に国民の資産運用にも変化が現れ、「貯蓄から投資へ」という流れが生じた。そうすると証券市場の役割はきわめて重要となり、投資家が安心できるものが求められる。そのためには、健全性を保証する法制度、当事者がまもるべき法ルールを整備することが必要となる。次に監督する立場にある金融庁や証券取引等監視委員会の能力と権限を強化することも必要となる。最後に、証券取引所における取引ルールも公正なものにすることが求められる。このどれをとっても十分ではなかった。

ライブドアは法の隙間をついただけではない。違法行為も繰り返していた。ライブドアは粉飾決算を行っていた。さらにライブドアと村上ファンドはインサイダー取引を行っていた。つまり、不十分な法ルールさえ、守られなかった。これが第2の問題である。いかにして、法を守らせるかである。

第3は、「貯蓄から投資へ」という流れの中で、村上ファンドのやり方が、与党や経済界の中の多くの人々によって支持されたことである。「株主価値を最大化」する経営は素晴らしいとされた。しかし、このような考え方自体が問題ではないか。村上世彰がいう「株主価値の最大化」とは、株価の最大化のことであり、それは、企業自体の価値(生産活動によってどれだけの利益を上げられるか)とは、直接関係がない。むしろ殆ど関係がない。第3章でのべたように、株価はTOBに絡んで上昇したり、乗っ取りを防ぐためにつり上げられたのである。村上ファンドのやり方は、ターゲットとなる企業の株を買い占めて、「経営権の移譲」を要求することによって、買い占めた株を高値で買い取らせるというものであって、企業の価値を高めるということとは何の関係もない。確かに、相手企業の経営者が経営権を譲渡した場合には、村上ファンド側が経営を引き継いだかもしれない。しかし、彼らが企業経営の能力をどれだけ持っていたかは不明であるし、なによりもファンドへの出資者が6カ月毎のわずかな利益を長期にわたって我慢できたかどうか不明である。従って、企業の価値を将来的に高めていくという考え方からすると、村上ファンドのやり方はマイナスでしかない。

第4は、M&Aに対する企業の経営者の行動が妥当かどうかである。村上ファンドのやり方が、企業の価値を中期的に高めるものではないことが明らかだとしても、フジテレビや阪神、阪急の経営陣がとった態度が株主の利益を考慮したものといえるかどうかは問題である。フジや阪急は株を買い取るために多額の借入を行い、新株の発行も予定されている。阪神は企業としての独立性を放棄した。これらは財務にとって大きな負担となり、経営を脅かす可能性もある。買取価格の決定や借入金の限度など、第3者的に判断できる仕組みを考えることができないだろうか。もし、できないとしたら、経営者による過度の保身に対して、外部からチェックする何らかの仕組みを工夫することが必要となる。

第5は、デイトレーダーと呼ばれる人々の登場である。彼らはネットを利用して小口の取引を頻繁に行っている。四六時中、ディスプレイを眺めているとのことである。このような投機熱が国民の間に蔓延することは望ましいことではない。これは子ども達がコンピュータゲームに熱中するのと同じである。まず、生きている時間を浪費している。利益は、本来は労働して稼ぐものである。投機に参加する人間の意識は徐々に労働から離れ、ゲーム感覚に傾いていく。このような意識が国民の中に広がると、まじめに労働することへの軽蔑の感覚が広がる危険がある。^{*34} 株式投機には裁定機能があるので、経済的には存在意義がある。しかし、今日日本で広がっているデイトレーダーのネット投機は、裁定機能というよりも、根拠のない情報におどらされる大勢の人々が取引所の取引能力を脅かすような群衆行動を行っているのに過ぎないのではないだろうか。彼らが社会的に有用な労働から分離されているというだけでも、大変な社会的損失のように思われる。

第6は、資金の国際移動に対して、ルールを造ることが必要ということである。アメリカによる日本証券市場の自由化要求は、アメリカ企業が日本で

*34 「なんのために、あの人はあんなに一所懸命に働いているのだろう」という疑問をもつ人が増えてくると、その社会は競争力を失うだけでなく、不況や災害に対する抵抗力をも失ってしまう。

活動しやすいようにという思惑からであって、日本の投資家保護という視点はなく、それは「日本が自分で努力しなさい」ということであつた。ところが、日本政府は、アメリカの要求どおり自由化しつつ、努力は怠ってきた。アメリカから始まった投資ファンドの活動は、確かにベンチャー企業の育成という役割はあるが、本来的には、短期的利益を追求するものであり、資本市場のルールをちゃんと作っておかないと、それに巻き込まれた企業は壊滅的な打撃を受けるおそれがある。アメリカのようにルールがかなり整備されている国ではある程度防げても、日本のように整備されていない、あつても守られない国では被害が大きい。一方、国際的な投資ファンドは国境を越えて活動し、しかも法整備の遅れている国を狙って侵入する。国際的な資金移動は主権国家のチェックが及ばず基本的に非法の領域にある。従つて、早急に、国際的な資金移動に対して、法整備の遅れている国々を保護するためのルールを作り、チェックすることが求められる。