

なぜ資本市場は不人気なのか？

大阪市立大学経済研究所

教授 中尾茂夫

目 次

- | | |
|---------------------|----------------|
| 1. 問題の発見 | 4. 所有権の社会的文脈 |
| 2. 株式不人気と金融の病み | 5. 小括 - 展望を求めて |
| 3. 市場の変化に追い付けない思考様式 | |

1. 問題の発見

日本社会で資本市場をめぐる議論といえば、残念ながら、概して、小手先の技術的説明に終始するものが少なくない。そして今日、銀行窓口で投資信託を購入できるようになつたが、投信人気に火を点けたように見えないし、有価証券取引税の廃止が有価証券取引を活発化させたようにも思えない。相変わらず、脇役であるところの技術論議の方が幅をきかせているといった印象を拭えない。

一方で、資本市場不振の原因を、リスク・キャピタルという証券特有の感覚を理解できない日本人の農耕民族性に求める論調も絶えない。しかしながら、上場から半年あまりでわずか 100 分の 1 に暴落してしまった株価の推移を嘆く個人投資家に、「自己責任」という文句を投げることは、あまりにも酷だろう。

「自己責任」が根付いているはずのアメリカでさえ、75 万ドルにまで膨張した運用資産がバブル崩壊によってわずか 5 万ドルに収縮してしまった投資家が「大損した今は株価表示を見るのも嫌だ」と吐く（『ニュースウィーク日本版』2002 年 7 月 31 日）。

また、2001 年 9 月にマイカル債のデフォルトを知って途方に暮れる投資家に対して、社債権者の利害を代表して情報をアナウンスすべき立場にいたはずの社債管理会社（旧第一勧業銀行）はその責任（商法第 297 条ノ 3）を果たすどころか、兼務していたメインバンクとしての貸付債権回収を優先させたのではなかつたか。さらに、マイカルの倒産直前まで格付け会社は格付けを変更しなかつた。プロフェッショナルとしての責任よりも、格付け引き下げが倒産の引き金を引いたと論難されることを怖れたためだろうか。そして最終的には、そういった資本市場を監督する立場にいる旧金融再生委員会や旧大蔵省、そして現在の金融庁は、適切な情報を市場や投資家に提供するという公的責任をほとんど果たしていないようには見えない。

筆者が属するアカデミズムの世界も責任を免れない。そういった日本の資本市場の抱える問題に真正面から取り組む姿勢に乏しく、相変わらず、欧米の文献を紹介した輸入学問か、もしくは、たんなる数式で演繹される計算式を説明するだけの、社会については何も

語らない「高等な」議論が幅を利かせている。残念ながらそこには、資本市場が日本社会になぜ根付かなかったのかという現実から論を組み立てようとする姿勢が弱い（筆者のそれへの認識は、拙著『ハイエナ資本主義』第二章「グローバリズムの勝者と敗者」、ちくま新書、を参照されたい）。

しかしながら、現実の激動ぶりは顕著である。ペイオフ解禁で安定運用先を求めて揺れる預金だけではなく、投資でもローンでも、多くの人びとの利害が切実に関わっている。新聞には、金融問題の載らない日はない。ムーディーズ社やS & P社による日本国債の格下げ、マイカル債の破綻、額面以下を低迷する株価続出、はたまたアルゼンチン債やエンロン社のデフォルトによる投信の元本割れ等々、資本市場をめぐる事情は転変極まりない。一方では、マザーズやNASDAQ・ジャパンといった発足当初はベンチャー・ファイナンスの担い手として期待されていた店頭市場から聞こえてくるニュースも、ネットバブルの崩壊に象徴される暗いものが多い。

振り返れば、1990年代のアメリカが大債務国化したにもかかわらず、海外からの資本流入が世界の貯蓄を惹きつけ得るアメリカ資本市場の強靭性（あるいは魅力）を象徴するものだという強気の論調に変わったのは、ニューヨーク証券取引所やNASDAQといったアメリカ資本市場の好調さの故である。そこで起債するベンチャー企業も数多く輩出し、元国有企業の民営化でもアメリカの資本市場は大きな役割を果たした（とりわけ、地場の市場が狭隘だったラテンアメリカでは、国営企業が民営化する過程で、ニューヨーク証券市場に上場する場合が多かった）。一方の投資家サイドでも、ミューチュアル・ファンドが預金を上回るほどに堅調で、エンジェルという投資家層の厚さも注目された。

ところがここにきて、資本市場の本家アメリカでも、エンロンからワールドコムに至るまで、透明性とディスクロージャーを誇っていた会計事務所の不正経理や株価操作疑惑等々、資本市場不信が蔓延している。アンダーセンのような「一流」会計事務所の不正経理が発覚し、テキサスに本拠を置いていたエンロン社はブッシュ政権に大統領選挙資金やお祝い金を提供した事が発覚し、アジアを批判する際の決まり文句だった「クローニー」（縁故や身内）をアメリカ自身が演じている様相が濃い。何千社という虚偽のペーパー・カンパニーをでっちあげたエンロン社は、帳簿操作による株価操作に精を出していた疑惑を投げられている。

アメリカの株価は、2002年7月には、ダウ値で8,000ドルを割り込み、アメリカのニューエコノミーを牽引したIT株式の多いNASDAQ指数も1,300を割り、ピークだった2000年春の4分の1（75%の下落率）である。雇用や研究開発といった基礎的な経営項目をなおざりにしたまま、株価に対する過度な執着ぶり（ストック・オプションによる株価差益の追求）こそが破綻を招くという警鐘（アラン・ケネディ著、奥村宏監訳『株主資本主義の誤算』ダイヤモンド社）がまさに的中したわけである。

とはいえ、それらも、ひとえにアメリカにおける資本市場の社会的意味合いの大きさを示すことに変わりはない。12年ほど前、筆者が米FRBのエコノミストと談笑していた折り、傍で聞いていた別の若手エコノミストが「自動車で日本がアメリカよりも競争力が高いのは仕方ないが、ニューヨーク証券取引所が東京の下だというのは我慢できない」と呴くのを耳にしたことがある。このコメントは、アメリカ社会における資本市場というものが、いかに社会的地位が高く、多くの投資家に支

えられたポピュラーな存在であるのかをよく表わしている。社会的なポピュラリティという点では、アメリカの資本市場は、日本で言えば、全国津々浦々に及ぶ 24,772 店舗（そのうち 18,935 店舗が特定郵便局。2002 年 5 月末）という膨大な店舗網をもつ郵便局に匹敵する。

ともあれ、日本では、株式市場や資本市場のもつ周知性や存在感が、アメリカとは比べようもなく低いことは確かである。日本における資本市場の社会的な役割の低さは、「株屋」という言葉のもつニュアンスによく表れていると言えるかもしれない。戦後長きにわたり、銀行や公庫が確固とした社会的地位を築き、馴染みのある存在だったのとは対照的に、証券会社や資本市場、あるいは株式というものが、胡散臭く、投機的というイメージを払拭できなかったのはなぜだろうか。

戦後、日本社会は幾度となく、株式ブームなるものを経験してきたにもかかわらず、今日に至るまで、証券市場は人びとにとって身近な存在とはなりえなかった。振り返れば、1960 年代の証券民主化、70 年代初頭の時価発行増資の盛況、80 年代後半のワラント債や転換社債といったエクイティ・ファイナンスのブーム、そして、2000 年春にピークを極めたネットバブルの急騰（ヤフー株は史上初めて 1 億円の株価を超えた）といった追い風の吹くなかにあっても、ついに、日本に資本市場は根付かなかった。昔も今も、投資対象の株式が暴落し、元手の負債だけが残った投資家の「二度と株には手を出さない」といった悲憤を耳にすることは多い。

アカデミズムやジャーナリズムで言葉を生業とする者は、転変著しいこのような金融証券の現状をどのように分析・整理すれば、金融問題に呻吟する一般の人びとの切迫した知的欲求に応え、さらに、時代のダイナミズム

に対峙する糸口を示しうるのだろうか。一方では、不良債権問題や財政赤字問題が山積し、他方では、外資系が日本企業の資産を破格の価格で買い叩く光景に、日本社会における不安や不満が高まるなか、金融や証券を専門とする者の社会的責任はかつてないほどに高まっている。

遠い昔、短い間だったが、筆者は証券会社で働いていたことがある。ある大口の顧客が、売却後に価格が跳ね上がった株券の引き渡しに抵抗して、「俺は売却してへん」と呴ぶいたことがあった。当時まだ学校出たての青二才だった筆者に対する支店長の指示は、当該顧客担当だった先輩セールスマントともに、1 億円あまりの現金袋を膝に抱えて交渉に臨むということだった。彼は「どう落とし前をつけるんや」と、凄んで見せた。ああいった光景から、いまの資本市場が変化していることを願ってやまない。そのとき以来、健全な株式市場という命題が、筆者の問題意識を支えてきた。

2. 株式不人気と金融の病み

日本の個人金融資産の内訳（2002 年 3 月末）は、現金・預金が 54.1%、保険・年金は 29.0%、証券は 13.1% である。一方アメリカは、証券が 54.1% で最大を占め、保険・年金は 30.3%、現金・預金はわずか 11.6% にすぎない（『朝日新聞』2002 年 8 月 8 日）。

よく言われる、預金志向の日本人と、証券志向のアメリカ人というわけだが、日本の現金・預金のシェアはアメリカの証券のシェアと対応している。預金金利がゼロに近い超低金利の現在でもこうだということは、いかに証券投資が不人気かということを表わしている。ある時期、満期日の集中する郵便貯金が大量に証券市場に流入するのではという淡い

予測がなされたが、投信への資金シフトも結局は振るわなかった。

筆者は、かつてロンドン大学の森嶋通夫教授に聞いた話を思い出す。日本のサントリー財団やトヨタ財団がロンドン大学に提供した寄付金をいかに運営するかについて協議したことのことである。ロンドン大学側が株式で運用したいと主張したが、日本の寄付者側は「そんなリスキーなもので運用されては敵わない。むしろ土地で運用したらどうか」と反論したという。しかし結局、ロンドン大学側は株式で運用し、その運用益で寄付金を増やすことに成功したそうだが、この話は、日本社会の通念が土地に縛られ、いかに株式というものがリスキーだというイメージを付与された存在であるかを如実に表わしている。

そもそも株式市場はどのように機能しているのだろうか。周知のごとく日本の同一企業グループ（三菱は三菱グループ相互で、住友は住友グループ相互で）では、株式の相互持ち合いが所有を特徴づけている。だが、A社がB社の株式を所有し、同時にB社がA社の株式を所有するという場合を想定すれば、A社もB社もそれぞれが自社株を相互に交換すればいいということになり、資本がなくとも相手方の支配的株式を所有できるのではないかという疑念を消すことはできない。株式所有に基づく発言権がいかに封殺されているのかは、日本の株主総会がほとんど同じ日に開催されて、儀式化と形骸化が進んでいる現状（もちろん、そういう現実への反省から、株主総会を実質化しようとする試みを散見される）を考えれば、一目瞭然である。

こういった認識の口火を切ったのは、元中大教授の奥村宏氏だったと思われるが、最近では、多くの論者によって指摘されている。1996年の橋本内閣当時農水大臣職だった大原一三氏も、「わが国のようにそもそも持ち

合いによって株主権を空洞化しておいて、株式市場の活性化などもともと望むべくもない。その現実を無視して税制論に逃げ込むのは、問題の根本解決にはならない」（大原『日本の没落』角川書店、350～351頁）と言い切る。あるいは、世界最大の株価指数算出会社のモルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナルは、指数算出基準の変更を行い、日本企業の株式持ち合い分を除外するという決定を下した（『日本経済新聞』2001年5月20日）。いずれも、持ち合いが、正当な株主権からの逸脱であるという認識では一致する。

ちなみに、日産がルノーとの提携で話題になった株式所有は、言葉の厳密な意味合いではけっして「持ち合い」ではない。なぜならば、日産の対ルノー出資比率は15%にまで引き上げられ、フランス政府に次ぐ大株主であるにもかかわらず、日産の保有株式には議決権が付いていないからである。ジャーナリストの有森隆氏が指摘するように、「ルノーは金を出し、日産の経営にも口を出す。一方、日産は金を出すだけで、ルノーの経営には一切口をはさまない」という関係を考えれば、その不平等性は明白である（「日本企業が『不平等契約』で占領されてゆく」『現代』2002年9月号）。

閑話休題。また、持ち合いが株価に与える影響も無視できない。1980年代後半にワント債や転換社債の発行が伸び、エクイティ・ファイナンスがブームを極めた頃、株式発行が供給を増大させても価格下落には至らないといった認識が広まった時代があった。持ち合い部分は市場には手放されないという理由から、持ち合いが株価下落に歯止めをかける有力な根拠とされたのである。たしかに一時はそうだったが、現実には長く続かなかった。株式発行増大は確実に株式供給を増大させ、市場における株価下落圧力を増幅させていっ

たのである。

株式発行が巨大であったからこそ、80年代後半には、日本の株式市場の時価総額は世界一にもなった。当時、発行すれども流通しない株式（つまりは持ち合い）は、売り圧力を形成しないという理由で、専ら、株価上げ要因として認識された。ところが、株式の大半が流通に出てこないという状況は、相対的に少ない株式流通で価格形成がなされているということだから、当然ながら、市場全体が売り浴びせにきわめて脆弱だという構造を内在している。

たとえば 100 万株が流通する市場において 1 万株の売りが出ても、売り圧力は容易に吸収されてしまうだろうが、5 万株しか流通していない市場において 1 万株の売りが出れば、当該株式は容易に暴落の憂き目に遭ってしまうだろう。市場価格はあくまで「一物一価」だから、たとえ持ち合ったまま市場で売却されなくとも、僅少な流通株式の株価が下落すれば、当該株価は全体の株価を支配する。

こういうふうに考えれば、株価の乱高下こそが流通市場の相対的に小さい日本の株式市場の特徴と言える。現在では、配当（インカム・ゲイン）を狙った長期投資を目的とする個人投資家は稀で、そのほとんどが短期の値上がり益（キャピタル・ゲイン）取得を目的とした投機筋が市場の中心を占める。とはいえ、戦後初期には、否、高度成長期においても、ソニーやパイオニアといった成長性の高い株式を長期保有しながら、配当取得を目的に投資を楽しんでいた個人投資家は少なからずいた。投資家は、数々の株主優待制度を利用しながら、長期保有のメリットを享受できた。かれらは、銀行や郵便局への貯蓄とは異なる株式投資の妙味や楽しみをそれなりに享受したのである。

しかしながら、現在では、そういった個人

投資家はなかなか見当たらない。短期売買を専らとするような投機筋（とりわけ仕手筋）が支配的になれば、安穏と構えた長期性の投資家の出る幕はなくなってしまう。下手に手出しをすれば、結果的に火傷を負ってしまうというのが現状である。しかも、短期売買を繰り返すということになれば、売買プローカー手数料を主要な収益源とする証券会社にとって都合のいいパフォーマンスとなってしまう。かれらにとって、小口の個人投資家は売買回転させるだけの対象であって、長期投資の顧客として見なしていない。残念ながら証券会社には、個人投資家の財産形成の一翼を果たしているという自覚が薄い。

こうして、個人投資家は市場から払底してしまい、預金利がゼロ近辺に張り付いたままでも、1,400 兆円もの巨大な個人金融資産はなかなか株式市場に向かわないのである。株式所有の内訳を見ると、1970 年代初頭にはまだ 40% 弱はあった個人株主の比重が、90 年代後半には 20% を割るほどに下がってしまった。それに対して、銀行等の金融機関は 80 年代後半以降は一貫して 40% を超えるのである。

2002 年 5 月に行った内閣府の世論調査によると、株式投資をしてみたいと思う人は約 1 割にすぎず、投信や国債投資も、9 割近い人はするつもりがない、という。証券会社のイメージは信頼できると答えた人は 12% にすぎず、43% の人が信頼できないと答えている。証券取引を行う際の取引先としては、銀行等の金融機関が 22% を占め、証券会社はわずか 12% にとどまった（『朝日新聞』2002 年 8 月 4 日付）。

要するに、たとえゼロ金利であっても、株式のように暴落するよりはマシだという感覚である。そういうパフォーマンスに対して、リスク感覚の欠如を指摘するだけでは片手落

ちの議論と言わなければなるまい。むしろ、証券市場や証券会社に対する根深い不信感が問題とされるべきだろう。

株式市場というものは、広範な投資家が巨大な層となって所有しているという構造こそが強靭さを発揮するのであって、特定の一部の層だけが株式を所有するという構造は脆弱性を免れない。つまり、1990年代における株価の暴落と低迷が、日本独特の持ち合いという株式所有に対するこれまでの認識を逆転させたわけである。サポーターの多いスポーツ・チームが強靭であるのと同様に、多くの株主に支えられた株式市場こそが投機筋による売買圧力に強いのである。ところが、売買圧力に晒されやすい価格構造をもつ現在の日本の株式市場では、そういった投機とは無縁の株主はなかなか育たない。

重要なことは、かれらに「リスク感覚を持って」と説教することではなく、適度のリスク感覚さえあれば容易に近づきやすく、投資しやすい魅力的な市場をいかにすれば提供できるのかについて、創意工夫を重ね、市場に対する信頼感を取り戻すことである。

同時に、貯蓄にばかり偏ったこれまでの教育や宣伝を、もっと投資教育に振り向けることも重要であろう。貯蓄をしようと思えば、銀行や郵便局は周辺に多数ある。しかし、投資をしようとする場合、どうすればいいのか、よく分からぬといふ人は案外多い。一方には有効な投資をしたいと考える潜在的な投資家はたしかに存在する。ゼロ金利で満足する人びとばかりでないのは、マイカル債が破綻した際にも、エンロンが倒産したときにも、さらにはアルゼンチン債がデフォルトを起こした際にも、投信を購入したために、あるいは公社債に投資していたために飛び火した投資家が多数いたこと、あるいは、金融資産が不安だからということからゴールド・ブーム

が続いていることからも分かる。

ところが、投資に関する正確な情報はなかなか届かない。格付け会社も、マイカル債の場合のように、倒産しかけているにもかかわらず、格付けを変更しないわけだから、そういう情報を信頼せよというほうが無理というものだろう。半年で100分の1に暴落した株式であっても、監督官庁は上場されている企業の有価証券報告書の真偽について調査もしなければ、投資家に対して何の説明もしないわけだから、株には手を出さないというのも納得のいくところだろう。株価が長い間、数十円という額面以下の超安値を続けていても、アメリカとは異なり、日本社会では市場退場を宣言されるわけでもない。企業の先行きや業績を判定する尺度として株価があまりにも信憑性に乏しいのである。

一方、消費者金融の繁盛ぶりは、投資資金を受け入れたいとする企業家や、資金を必要としている借入希望者がたしかに存在していることを示している。東京や大阪にある都心のビル街を歩いていると、かつての銀行や証券会社が軒を連ねていた界隈に、消費者金融の看板が増えていることに溜息を禁じえない。あるいは、いわゆる法外な高金利で資金を貸し付ける「街金（マチキン）」と呼ばれる貸金業者、さらに、違法性色の濃い暴利や強制的な債権取立てで債権回収に奔走する「ヤミ金」もあるという。

利息の上限を設けるはずの利息制限法も、同法第1条第2項による「任意支払い」規定（債務者は、任意に上限利息以上を支払った場合でも、返還請求はできないとするもの）によって、実質的に、借り手への救済たりえず、貸し手の思うままといった状態である。十分な担保がないために銀行や公的機関からの借入が困難な中小企業の場合は、そういう高利や暴利の貸し手に緊急避難的に走り、

深みに嵌まってしまった場合が少なくない。

関西系企業 380 社を対象に大阪工業会が行ったアンケート調査によれば、企業の 3 分の 2 が、銀行の担保主義が資金調達の足枷になっていると回答しており、そういった銀行の姿勢に対して、「依然として担保主義であり、その姿勢は以前と比べて一層強くなっている」と感じている企業が 32.0%、「依然として担保主義であり、その姿勢は以前と比べて変わらない」が 38.8% となっている。担保評価についても、「厳格すぎる担保評価を行っている」と感じている企業が 31.1% もある。

こういった状況に対して、同工業会は、「企業への融資は、本来、担保融資ではなく事業融資である」べきだと反論している。いまだに銀行からの借入が主要な資金調達手段という状況の下で、貸し手側（銀行）が伝統的な担保主義の癖から脱しきれず、担保価値がデフレ下で減じるなか、資金調達に呻吟する企業の苦悩が表れている（大阪工業会「企業金融の円滑化に向けて」2002 年 7 月参照）。

問題は、そういった潜在的な投資家（供給サイド）と資金繰りに喘ぐ資金調達者（需要サイド）を結びつける金融仲介のパイプが腐っていることである。銀行も証券も、さらには公的金融も、いずれも問題を抱えて機能不全に陥っている。マザーズ（1999 年 11 月開設）やNASDAQ・ジャパン（2000 年 6 月開設）を始め、そうした期待（とりわけ、ベンチャー企業への資金供給）を担って登場したはずの店頭市場も十分に機能しているとは言い難いだろう。

たとえば、マザーズ上場第一号だったリキッドオーディオ・ジャパン（現サイバー・ミュージックエンタテインメント）の元社長は暴行容疑で逮捕され、ITバブルに絡む暴力団関係企業の関与が囁かれた。その一方、02 年 8 月 14 日には、NASDAQ・ジャパンが大

阪証券取引所との提携を解消して、日本撤退を決めたとする衝撃的ニュースが流れた。新聞報道によれば、01 年末までに 850 社という上場会社数を目指していたが、実際にはわずか 82 社にとどまり、しかも累積赤字を重ねたことが、わずか 2 年 2 ヶ月で、米NASDAQ に日本撤退を決断させたという。

02 年 8 月半ばの両市場への上場企業数を比べれば、マザーズが 36 社、NASDAQ・ジャパンが 98 社にとどまっており、老舗のジャスダック（店頭）の 934 社を大きく下回る。NASDAQ・ジャパン撤退のニュースは、日本の資本市場の冷え込んだ姿を改めて浮き彫りにした格好である。

残った方途として、公的筋による債務保証や、公的金融への駆け込みといった従来型の肥大化が進んでいる。その結果、公的財政赤字はパンク寸前にまで膨れ上がり、国家債務と地方自治体債務の合計は、対 GDP 比で 140% という巨大な額に膨れ上がってしまった。今や 1990 年代初頭声高に財政破綻を批判されたイタリアの赤字規模を上回っている。2002 年 5 月末には、ムーディーズ社によって、ボツワナ以下に格下げされた日本国債の格付けをめぐって、その妥当性が議論されたことは記憶に新しい。

世界第 2 位の経済力（GDP）や、世界最大の海外純債権国、さらには世界最大の外貨準備国だという日本政府の反論では、いかにも説得力が弱い。問題にされているのは、国債を発行している日本国家の返済能力に対する信頼性である。対 GDP 比 140% という公的債務は、いかにして返済するかについて、その信頼できる根拠が示されなければならない。累積債務が巨大であるうえに、単年度ベースでの黒字すら実現されておらず、少子化や景気低迷による収入減少など、状況の悪化が予想されるなか、累積赤字のますますの膨

張は避けられないだろう。

さらに、地方債務が追い討ちをかける。多くの地方で、第三セクターに出資している自治体債務の返済可能性に関する懸念が広がり、第三セクターに出資している銀行からの出向役員や融資の引き揚げが懸念されている。

要するに、直接金融の時代というスローガンだけは華々しく踊りながらも、資本市場の実質的な発達を見ることはなく、公的金融や消費者金融の膨張が続く。それは、直接金融どころか、担保不足で銀行からも見放された借り手が、専ら、そういったところに駆け込んでいることを窺わせるが、公的債務の返済可能性については、その信憑性に疑問が投げられ、「国家は破産せず」という文句の信憑性が揺らぐ。

もちろん、日本国債の大半が居住者保有であることを考えれば、非居住者保有の多い米国債とは異なるものの、景気悪化のために民間の資金需要が不足するという皮肉な展開が、金融機関による国債への買い需要を支えている、と判断した方がいい。しかし、これはどんなに財政事情が悪化しても、同じ調子の展開が続くものなのだろうか。「国家は破産せず」という文言の下、どんどん途上諸国に貸し込んでいった多国籍銀行が償却に転じたのは1980年代だったが、債権大国にそういったリスクはないのだろうか、懸念は残る。

金融の病みは、社会の病みの反映にほかなりない。企業倒産件数や失業者数と並んで、自殺者数の増大という数字が、そういった日本社会の病状の深刻さを露呈させている。

3. 市場の変化に追い付けない思考様式

「万物は流転する」というのは、ギリシアの哲学者ヘラクレitusの言葉だが、現在の資本市場を分析するにあたっても、同様のこ

とが言える。1980年代後半以降の数々の金融自由化によって、市場構造が以前の「日本的なるもの」とは、すでに変質していることに気付くことも重要である。そこでまずは、プット・オプションや空売りによって収益を挙げるという投機行為がどういった特徴をもち、従来の日本型の市場構造をいかに変質させたのかを熟知することから始める必要があろう。

以前の共通認識は、市場参加者のすべてにとって株価高騰は善であり、それとは裏腹に、株価下落は悪であった。しかしながら、これは、新規金融取引の普及によって、今や共通認識たりえなくなっている。

たとえば、10,000円で日経平均株価指数を売るという権利（プット・オプション）をもつ投機家にとって、同指数が12,000円の場合は何ら利益を生まないが、同指数が8,000円に下落すれば（8,000円で同指数を買って、売り予約している10,000円で売る）キャピタル・ゲインが転がり込む。この価格が下がれば下がるほどに収益が転がり込むというメカニズムは、株価の持ち合いを恒常的な性格としていた市場において、株価高騰を市場参加者のすべてに共通する「善」として判断されていた社会では、明らかに異質である。

もちろん、代表的な投機行為だった株式の空売りは日本社会でも以前からあるにはあったが、市場価格の趨勢を一挙に左右するほどの巨大な影響力を市場に与えることはなかった。ところが今や、そういった市場パフォーマンスに手馴れた外資系の独断場となっている。これらの投機行為で確実な収益を挙げができるのは、資金力と情報に長けた投機家に限られるからである。当然、邦銀や日本の金融機関は、欧米系の金融機関や投資ファンドの後陣を押すことにならざるをえない。

そういったオプションやスワップやあるいは

は数々の先物取引を理屈では知っていても、日本の金融機関が国際金融資本と互角の収益をあげているという話は、寡聞にして耳にしない。

なぜ惨敗だったのだろうか。アジア通貨危機においても、欧米の支配的論調は、対アジア向け貸付債権残高の急減ぶりを根拠にして、アジア通貨危機の「邦銀犯人説」を主張した。なるほど、BIS（国際決済銀行）の発表している銀行国籍別アジア向け債権高の推移を見れば、邦銀の収縮ぶりが目立つ。アジア通貨危機前に最大の貸付債権を有していたのは邦銀であり、危機以降に最も減らしているのも邦銀だからである。しかし、FBIの発表しているアジア通貨危機と大手米銀の収益性の関連を示すデータ（“U.S. Bank Exposure to Emerging-Market Countries during Recent Financial Crisis,” Federal Reserve Bulletin, Feb. 2000.）からは、興味深い事実が浮かび上がってくる。明らかに、大手米銀はアジア通貨危機の最中に、アジア地域向けのデリバティブ取引によって収益を伸ばしている。

問題はこの二つの事情の関連である。元世銀副総裁で現在はコロンビア大学教授であるジョセフ・スティグリツは、ホット・マネーの襲撃を非難する。投機家の行動について、重要な核心部分なので、スティグリツの説明をそのまま引いておこう。

「ある投機家がタイの銀行へ行って 240 億バーツを借りたとしよう。もとの為替相場だと、これは 10 億ドルに交換できる。1 週間後、為替相場が急落する。1 ドル = 24 バーツだったものが、いまでは 1 ドル = 40 バーツになっている。彼は 6 億ドルをバーツに換え、その 240 億バーツで借金を返済する。残りの 4 億ドルが彼の儲けだ」（スティグリツ著、鈴木主税訳『世界を不幸にしたグローバリズムの

正体』徳間書店、143 頁）

重要なことは、当該投機家のタイに対する貸付債権の多寡ではない。タイの現地通貨バーツをどれほど借入する能力を有しているかである。借り入れたバーツを先物で売り浴びせ、値が下がったところで、当該通貨を割安に買い戻すことによって、当該現地通貨を元の貸し手に返済すれば、たんなる通貨の交換によって、巨大な為替差益が転がり込んでくるという仕掛けである。

もちろん、こうした投機行為が成功するかどうかは、ひとえに情報に対する読みにかかっているし、借り入れたバーツの多寡にも負っている。なぜならば、「下げ」という読みを実現させるには、巨大な売り浴びせが不可欠だし、そのためには巨大なバーツを売り浴びせるだけの借入量が必要になる。しかも、バーツ下落という読みを実現させるだけの情報操作能力も必要だろう。為替相場の固定性を維持するために必死に介入するタイ中央銀行と、介入によって底を尽きつつある外貨準備高を示すだけでも、「切り下げ近し」といったムードは容易に高揚するだろう。

このメカニズムは、1997 年暮れの山一證券株や、1998 年春の旧長銀株のクラッシュに対して指摘された借り株による空売りにも共通している。投機家は当該株式の下げから儲けようとして、現物株式を大量に保有する大手機関投資家に当該株式を借りて、それを市場で売却し、価格が暴落したところで当該借り株を買い戻して返済した。この行為が、株価を暴落させたと非難されたのである。当時、ゼロ近辺にまで暴落した株式に大量の買いが入ったことで、一体誰がそのような値崩れした株を買い占めているのだろうかという風聞が流れた。

その際も、もしも空売りによる投機行為が、何ら信憑性の高い情報を伴わず、空振りに終

わったとすれば、投機家は株式の借り貢料だけを貸し手に支払って終わることになる。したがって、空売りの成否はひとえに情報操作力、もしくは情報に誰よりも素早く接近し、それを市場に流布しうる能力ということになる。

こういったシナリオに対する認識から、空売り規制によって市場の暴落を阻止しようとする政策が採られることになる。したがって、2002年3月の危機回避策が空売り規制だったのには、納得のいく点もある。だが、投機そのものは市場経済の潤滑油でもあり、必ずしも悪ではない。外資が空売りで売り浴びせたことが値崩れの原因であったとしても、重要なことは、売り浴びせによる価格を暴落させてしまうような日本の市場構造のもつ欠点も修正していかなければならないということである。

つまり、流通市場が活発ではなく、売り浴びせに弱いという構造（株式市場のポピュラリティの欠如）が、売り圧力を吸収するクッションを脆弱にし、したがって、株式市場を投機的にし、ますます一般の個人投資家を遠ざけるのである。年金基金や郵便貯金等を原資とするPKO（Price Keeping Operation）も、株価を下支えする大きな要因ではあるが、そういった公的買い支えは、株式市場における株価形成をますますいびつなものにしてしまう恐れがある。それが、底値で張り付いた超安値株価の将来的な破綻を食い止めている最大の要因（官製相場）だとすれば、一般投資家の株式市場回帰を促すことはできないだろう。

国有化した旧長銀をリップルウッドに捨て値で売却し、しかも元値で国が買い戻す瑕疵担保特約までつけるという契約が失敗（税金の無駄使い）だったことは明白である。新生銀行による債権回収（貸し剥がし）が頻発し、

その結果として、新生銀行の貸付債権額は大きく収縮していることからもそれは分かる。作家の高杉良氏は現在の不況をアングロサクソン・リセッションだと言う（『外資の正体』光文社）。たしかに、瑕疵担保特約によって貸し手は貸し剥がしに精を出し、借り手が融資を回収されて倒産に追い込まれる構図は、いかにも理不尽である。

日本の官庁が数々の産業政策や行政指導によって高度成長を導くパイロット・ランプとしての機能を果たした時代があったことは事実である。しかし時代の推移は、かつての役割とは異なる機能を要求している。昔の「成功体験」が時代の節目には縛りとなって、前向きの姿勢を殺いではないだろうか。市場に投資家を呼び戻すにはどうすべきかとか、あるいは、市場における情報の信憑性を増すにはどういった監督をなすべきかという視点こそが重要であって、産業政策を牽引するのではなく、市場における監督機能の充実こそが求められている。

幼稚産業の立ち上げや保護育成を優先させた産業政策とは異なり、国際的に競争力のある企業として発展するために何をなすべきか、あるいは公正で競争力のある金融市場をいかに創りだすかといった、積極的な政策遂行姿勢こそが重要なのである。民営化と一口で言っても、民間企業が参入意欲を殺がれるような民営化では、断行する価値はない。これまで巨大な公共事業を行いながらも、いかに社会的需要の醸成に失敗したかについて、あるいはいかにすれば、公共支出を社会的需要の醸成に点火させることができるのかについて、分かりやすい説明がなされなければならない。それが公の仕事である。

エンロン社からワールドコムまで、数々の市場スキャンダルに揺れるアメリカは、たしかに市場不信に喘いでいるものの、迅速な

対応に奔走するS E C（米証券取引委員会）を始めとする、監督権を保有する人間や機関が徹底した調査や処分で対処していく官の行動力と実効性には目を見張るものがある。

変質しつつある市場に対処しうるだけの官の役割とは何かについて再考を求めたい。

4. 所有権の社会的文脈

持ち合い所有を日本の株式所有だと言ったが、とはいえる、全体の件数の比率から言うと、一方的所有の方が多いだろう。親会社が系列会社の株式を所有する場合は、持ち合いではなく、一方的所有だからである。親会社が子会社の株式を所有することはありうるが、その逆（子会社が親会社の株式を所有すること）はほぼ考えられない。

三井住友銀行は関西銀行の大株主（49.7%を所有）だが、その逆はありえない。東洋エンジニアリングの筆頭株主は三井化学（24.6%）で、2番目は三井物産（15.1%）だが、両社の株主名簿上位には東洋エンジニアリングの名前はない。三井不動産は第一管理の大株主だが、その逆もない。トヨタ自動車と日野自動車、三菱商事と明和産業、三菱電機と菱電商事、東芝と東芝機械といった関係もほぼ同様である。

やや興味深いのは、日産ディーゼル工業株を所有する筆頭株主が、日産自動車とルノーと同じくいずれも22.5%であるという事実である。あるいは、三菱自動車工業の筆頭株主はダイムラー・クライスラーの34.0%であり、第2番目の三菱重工業が14.9%を、第3番目の三菱商事が5.2%を、それぞれ所有する。三菱自動車の経営支配権は、三菱グループからダイムラーベンツ・クライスラーに移っていることを窺わせる。ともかく、これらの数字は、経営支配権の根拠が株式所有に基づ

くものであることを示している（『会社四季報』2002年3集、参照）。

子会社は親会社に融資を依存し、役員を派遣してもらい、さらには、商品取引の相手先であり、そのファイナンス（銀行借入も企業間信用も含む）も依存するといった関係にある。そういう関係会社という膨大な下請け層からなる企業群がグループを形成する。そこでは、明白な序列に基づく階層秩序の形成が特徴である。グループに対する帰属意識によって、企業アイデンティティや企業グループ・アイデンティティが醸成される。そのグループの頂点にあるのが、同格関係から成る持ち合いで、そこでは親・子間における所有関係とは異なり、格の上下は相対的に重要ではない。

つまり、持ち合いとは、所有権を担保に、経営を相互信認し合う関係だったと言えるかもしれない。A社はB社の最大の株主であり、B社もA社の最大の株主だとすれば、お互いに無言であれば、お互いの経営内容をチェックする株主は不在になる。こういった所有構造下では、コーポレート・ガバナンスという企業統治は意味をなさない。株主権を根拠に経営内容に異議を差し挟む関係が、もともと疎外されてしまっているからである。

そういう所有権のあいまいさという現象は、別の面でも見られる。たとえば国語辞典で「社員」という言葉を引いてみれば、概して、株主、会社の従業員、の二つが記されている。ところが、一般的には、ほとんどはの意味合いで使用されており、の意味合いで使われることは稀である。本来所有に関わる社員という言葉が、所有とは無縁の従業員に変質させられている。ほとんどが所有とは無縁のサラリーマンが、雇用されている企業を「ウチの会社」と言うのは、考えてみればおかしい。

とはいえる、そのことは所有権がないがしろにされているということを意味するものではない。むしろ逆で、所有権は「神聖にして犯さざるべき」地位にあるという通念が強いことの表れではないだろうか。

たとえば、1990年代にはアジアのエマージング市場には、大量の短期資金が海外から流入した。それらは、土地や資本市場に流入することによって、地価や株価を高騰させた。たとえばタイ国内の金融会社は国内よりも金利に安い米ドル資金調達に躍起となり、こうした海外短期資金は、株式や土地への購入資金に回った。しかし、国内企業が株式上場をポピュラーなものにし、資金調達も投資家も、間接金融から直接金融にシフトする関係を築いたのかといえば、必ずしもそうではなかった。

アジアには依然として直接金融が根付いてはいない。ジャーナリストのバックマンの指摘によれば、1990年代におけるインドネシアとタイの株式市場に流入した資金の8割が外資だった。1997年6月時点では、ジャカルタ株式市場の全上場企業の9割以上が、公開市場で売買されている株式部分は発行株式の半数足らずで、3分の2の上場企業は31%以下の割合しか市場で売買されておらず、こういった傾向は2000年末でも変わっていない。株式市場への上場は、当該企業の社会的評価につながり、銀行借入を申し込む際の担保ともなりうるから、価値あることだとはされている。とはいえ、バックマンは、「できるだけ発行株式の過少部分を流通させることによって、当該企業所有者は、アウトサイダーからの買収を拒否することができ、企業評価を高める」と喝破する（Michael Backman, *Asian Eclipse*, John Wiley & Sons, 2001, pp.81-82.）。

アジアには、数々のファミリー財閥がいまも健在である。香港の不動産王と称される李

嘉誠財閥から、インドネシア最大のサリム財閥、タイのソーポンパニット・ファミリーまで、番頭に当たる優秀な経営者を外部から招くことはあっても、所有はファミリーのものである。

日本の系列も元々は、財閥という所有独占の戦後における変形バージョンにほかならない。財閥では、本社が過半の株式を所有するから、持ち合いという構造そのものがなかった。そこにおける所有は、「親 - 子」関係のような一方的所有である。しかしながら、そういう関係も、財閥解体によって戦後は一応なくなった。しかし、旧財閥系企業（同一グループ）の再統合の過程で、相互に株式を持ち合うことによって、アウトサイダーに所有権を譲り渡すことを拒否するという思惑は、維持することができたわけである。その意味では、きわめてアジアのファミリー財閥の所有形態に類似する構造と言ってよいだろう。

1990年代に隆盛を誇った新興のIT企業の所有形態を見れば、驚くほど、創業者一族で所有が独占されていることに驚く。ソフトバンク株式の37.1%が創業者である孫正義氏によって所有され、第2位の株主である孫ベンチャーズ保証1.7%、セデル1.7%と続く。もうひとつのITブームの主役だった光通信は、創業者の重田康光氏が32.6%を、第2位の光パワーが31.0%を所有する（『会社四季報』2002年3集、参照）。

そもそも、日本社会では、パブリック・カンパニーという用語がアメリカでのように、株式公開会社として使われることは少なく、ただ単に民間ではない公的企業という意味合いで使われることが多い。株式市場で公開される企業が「パブリック」だというのは、アメリカにおける株式市場というもののもつ社会的意味合いを示していると言えよう。ちなみに、タイでも、欧米式に、株式公開企業を

パブリック・カンパニーと呼んでいた。

日本では、株式市場という公共の場で株式を公開し、そこで社会的評価を得、その指標こそが株価なのだという意識は弱い。ニューヨーク証券取引所では、株価が30日間連続して1ドルを下回れば、一定期間を経て上場廃止となるが、そもそも、日本社会にそういう尺度を適用しようものなら、いったい何社が上場廃止に追い込まれるだろうか。

5. 小括 - 展望を求めて

以上論じてきたとおり、日本における株式市場の地位は、欧米とは異なり、むしろアジアと共に通するものが見出される。アジアの証券市場はいたって若く（タイ証券取引所の設立は1974年）、日本の証券取引所は120年以上の歴史をもつ（東京証券取引所も、大阪証券取引所もいずれも1878年に設立）にもかかわらず、何故に、アジアとの共通性の方が、いまだに欧米よりも強く存するのであろうか。それは、多分に社会を構成する共通概念の相違からくるものだろう。

たとえば、公募という言葉がある。一応、公開で一般から募集するという意味ではある。しかしながら、言葉の文字通りに公募でなされている募集がどれほどあるだろうか。一例として国債は公募だが、そのほとんどが資金の多寡によってシンジケート団によって金融機関にはめ込まれる。市場関係者が「あれは一種の御用金調達ですよ」と言うのも頷けよう。一般投資家への販売は、一部が金融機関の手で行われるが、それも最近はスムーズに消化できず、有名女優を使って、国債の魅力を訴える始末である。

地方債に至っては、公募で発行されるのはごくわずか（都道府県の一部と政令指定都市の28団体に限られている）で、大半が縁故債

（関係の深い金融機関等が引き受けるもの）や政府保証債といった私募債である。地元自治体が発行した債券であるにもかかわらず、地元居住者の大半がそういった存在すら知らないことも少なくない。

資本市場の重要なポイントは、有価証券の売買を行う公開市場だということにある。株式会社そのものが、株式を一般に売買することによって、社会的な遊休資本を投資資本に転換するチャンネルとしての役割を負っているはずである。つまり、株式会社そのものが、その出発点から社会性を保持しているはずのものである。多数の出資者が出資して資本を募り、そのための場こそが株式市場だった。

しかしながら、日本における資本市場は出発からして公債といった公的筋の資金調達に利用される場合が多く、社会的遊休資本が資本市場に流入するといった形態からは遠かつた。『証券百年史』（日本経済新聞社）によれば、証券取引所の設立そのものが、明治初期の生活苦にあえぐ下級武士や資金繩りに苦しむ商人が、新旧公債や株式公債を手放して買い叩かれたため、その価格平準化を図るためだった、と記されている。また、株式市場も、一部の投機銘柄に取引が集中し、株式市場の活況が株式会社制度の発達と結びついたものではなかった、とされている。

そういう出発点の性格はいまも拭い難く残っていて、多くの日本国債や地方債が募集されてはいるものの、一般的の関心を惹き付けることはない。発行市場は巨大だが、流通市場の方は活発とはいえ、株式の場合も、相互持ち合いでも、親・子間の一方的所有でも、いずれも一般的の流通市場で売買される部分は少なく、いずれも社会に根付いているとはい難いのである。

より普遍化して考えれば、公募や公開といった言葉がわれわれの日常に根付いていない

ことに気づく。たとえば、ビジネスでは、系列取引の場合、最初から取引相手は決まっていることが多い。1990年代のアメリカでITビジネスが隆盛を極めた際には、コンピュータによってどの取引相手が最適な取引コストを呈示しうるのかが瞬時に分かるようになっていた。これによって、アメリカは生産性を上げたと言われるが、系列取引の場合は、そういうコスト計算を元に取引がなされているわけではない。三井は三井同士、住友は住友同士、そして三菱は三菱同士で取引をするという慣行が、踏襲されているだけである。公共事業の場合でも、表向きは公開入札だと言いながらも、実際には事前に根回しがなされて決められた「談合」だったとして摘発されるニュースが続く。

ビジネスからもっと視界を広げて身近な生活圏を見渡しても、公募というものがいかに生活に根付いた言葉ではないかに気づく。自治体の職員公募、放送局の社員公募、新聞社の社員公募、学校職員や教員の公募、数え上げれば、切りがない。いずれも形のうえでは一般からの公募となってはいるものの、その少なくない割合がいわゆる縁故で採用されているということは、日本人ならば、半ば常識に近いだろう。とりわけ、地方に行けば行くほど、こうした縁故採用のもつ意味合いは大きい。採用する側が組織を私物化していないといった体裁と、広く一般に募集された結果選考された人材であるというある種のエクスキューズが必要なのだろう。要するに、建て前と本音のギャップである。

人員募集だけではない。見知らぬ「外様」よりも知り合いの「生え抜き」が優先され、個人的にインタビューを申し込む際には推薦状の有無が成否を分ける。重要な人物鑑定尺度の一つは、インサイダー（身内）か、それともアウトサイダー（部外者）かである。閨

閨や学閥から出身地閨に至るまで、派閥は戦後半世紀以上を経てもなお健在である。

そういう傾向は、アジアに共通する。欧米では「クローニー」と否定的ニュアンスで使われる「コネクション」という語彙が、タイでは肯定的に使われていて、生活に根付いたものだったことを筆者は記したことがある（拙著『ハイエナ資本主義』第三章「バンコク・コネクション」ちくま新書）。

資本市場とは、資本を社会的に広範に調達する市場であって、そこで公募すること自体が、身内や縁故といった狭隘な共同体規模を超えた社会性をもつ行為である。したがって、株式市場に上場すること自体が、すでに「所有と経営の分離」という方向に走り出したことを示すものである。だとすれば、部外者の資本を調達する以上、部外者の意思を反映させ、部外者への配当支払いに意を用いなければならないのは当然である。部外者の資本であっても、それが株式であれば自己資本となる。資本市場に公開すること自体が、すでに身内だけではない、社会性を必要とする世界に転じていることを示している。

透明性（トランスペアレンシー）や公開性（ディスクロージャー）、そして説明責任（アカウンタビリティ）という、資本市場が本来兼ね備えるべき性質は、われわれ日本社会が伝統的に、そして内在的に抱いてきたスタイルとは異なったものを含むのである、それは多分に「アジア的なるもの」あるいは「アジア性」に共通する性格なのである。グローバリゼーションの風圧によって、こうしたアジア的残滓が払拭されていくもののかどうか、あるいは、欧米型スタイルを取り込みつつ、その相違を別の方向へ転化して、競合する存在となりうるのか。

競争は相手を知ることから始まる。そこでまず、グローバリゼーションの運んできた風

圧によるアングロサクソン的思考様式を分析し、熟知する必要がある。そして、こちらも論理的思考を身につけたうえで、「アジア的なるもの」をプラス方向へ転換させ、方向を模索していく必要がある。欧米社会と対等に渡り合い競争しあえる資本市場の形成という点では、このことを抜きには考えられない。

誤解をしないでいただきたいが、本稿で筆者は、日本の資本市場に対して、アメリカの資本市場モデルを優秀だと言いたいのではない。資本市場を取り巻く風土や思考様式の相違を問題にしたかったのである。たとえば、ここでは持ち合いを株主権の空洞化だと論じたが、エンロン社の場合は、失職した従業員のみならず、一般株主の大勢が犠牲になったこととは裏腹に、経営者はストック・オプションの行使によって莫大な利益を手に入れた。株主資本主義が株主利益一般に貢献したのではなく、特定の経営者に奉仕しただけだったというのは、資本市場の本家アメリカでの出来事だけに皮肉である。

とすれば、株主権の正当な保護がなされていないという点では、日米に共通するものだと言えるだろう。にもかかわらず、資本市場モデルを日米比較論（ときにアジアも絡ませながら）として考えることは、なお有効だと筆者には思える。なぜならば、社会の血液である金融機能の蘇生なくして社会の活力は戻らないし、資本市場の活性化が順調な血液循环の回復には欠かせないからである。

資本市場の活性化を実現するには、世界最大の資本市場モデルを知り、そこから得られるインプリケーションを勘案することによって、日本社会に何ができる、何ができないのかを見極める作業が必要ではないかと考えている。たとえば、資本市場の監督者としての米S E Cは逮捕権までもつが、日本では逮捕権はひとえに警察のものである。そこで、日本

版S E Cと言われる証券取引等監視委員会にも逮捕権を付与すべきかはともかく、そこから透けて見える経済社会の日米相違から、資本市場活性化への一理塚として何が必要なのかが推察されうるであろう。言い換えれば、資本市場モデルの一般性と特殊性、地域性を諒解することにほかならない。

* 筆者が在籍する大阪市立大学経済研究所は、旧野村證券の創業者・野村徳七翁の大坂市への寄付によって創立されたものである。「資本市場活性化」という翁の悲願の結晶とも言うべき同研究所だったが、内外の圧力により、来年3月、創業74年の歴史を閉じることになった。このような時期に、同じく「資本市場活性化」をめざす本協会の機関誌に執筆する機会を得て、資本市場について改めて考えをめぐらすことができた。翁の遺志にもかかわらず、研究所の存続を守れなかったお詫びの気持ちを込めて、本稿を綴った。病める日本金融の蘇生のために、資本市場関係者の発奮を期待したい。