

<論 説>

去来する投資家と株式会社の対市場責任

鈴木 芳 徳

目 次

はじめに

1. 上村達男の《フローとしての株主》

2. 経済的な接近

(A) 金融機関における資金の「底だまり」現象について

(B) 証券流通資金について

むすび

はじめに

上村達男『会社法改革』（岩波書店 2002年）は、証券市場というものを法律家の立場から深く検討した書物として教えられるところが多い。

この書物に、《フローとしての株主》という表現で、証券市場の本質をとらえようとしている箇所がある（101頁）。

また、同氏の論文「証券取引法との統合」（『新・会社法詳解』中央経済社 2005年所収）も極めて示唆に富む作品であり、その中では、氏のかねてからの主張である「会社というものは個人ないし市民層の支持によって設立されるべきであるという健全な思想」（215頁、注7）が希求されるべきことが語られている。同じく到達できる筈のものであって、この小論は同じ事柄への経済的アプローチを試みようとするものである。

1. 上村達男の《フローとしての株主》

そこでまず、『会社法改革』において示されている《フローとしての株主》論の内容からみてゆくことにしよう。次のように語られている。少し長いが、大切な箇所なのでそのまま引用してみる。

「一般に株式会社法のもっとも基本的な概念は株主とされてきた。しかし、公開株式会社は流通市場の存在を前提とするため、フローとしての株主ないしは投資家が基本的概念となる。かつて故矢沢淳教授は証取法のディスクロージャー制度を論ずるに際して、潜在株主という表現を用いられたことがあった

が、潜在株主とは要は投資家を意味するのであり、公開株式会社法理はそうした投資家を公開株式会社法の基本概念に据えることになる。」「株主とは現に買ったあとの投資家の呼称である。株主の前段階である投資家をも射程に捉えることで、株式会社法の基本原理が違ってくる。なぜなら投資家には、これから「買おうとする者」が含まれるが、買おうとする者とは特定できる概念ではなく、要は国民全部である。公開株式会社法はこうした「買い」と「売り」の双方からなる証券市場を抱える株式会社であり、かつ公正な証券市場は当該会社にとって最も重要な財産であるから、証券市場に対して一定の対市場責任を負っている。すなわち証券市場にとって不可欠な情報開示・会計・監査を証券発行企業として十分に行うために、それを実施しうるに足る十分な企業統治システムを維持しなければならないのである。こうした責任は、証券市場を構成する投資家一般に対して負っており、このことは公開会社が、「買おうとする投資家」つまりは、いまだ会社と何らの関係を有しない国民全般に対して本質的な責任を負っていることを意味している。要するに株式会社は証券市場を射程におくことで、国民に対して開かれた会社となる。」(101頁)

すなわち、上村のこの書物が強調するところは、《公開株式会社の対市場責任》(同書、108頁)であり、《証券市場の圧力に耐えうるガバナンス・システム》(同書、119頁)である。

2. 経済的な接近

これを経済的な手法で明らかにするとどうということになるか。これがここでの主たる課題である。

やや迂遠なようであるが、ここではまず第一に、金融機関における資金の「底だまり」現象について述べる。第二に、これを証券流通資金の観点から整理し直してみる。

特に、第一の金融機関における資金の「底だまり」現象についての理解が深まれば、第二の証券流通の意義への理解は容易となる。なぜなら、証券市場における証券の「購入——売却」は、金融機関における「貸付——返済」への擬制であり、証券形態を借りての高次逆倒的展開と見られるからである。つまり、金融機関における資金形成メカニズムについての理解は、証券市場機構の理解の一助となりうる。そこでまず始めに、金融機関における貸付資金形成メカニズムから見てゆくことにしよう。

(A) 金融機関における資金の「底だまり」現象について

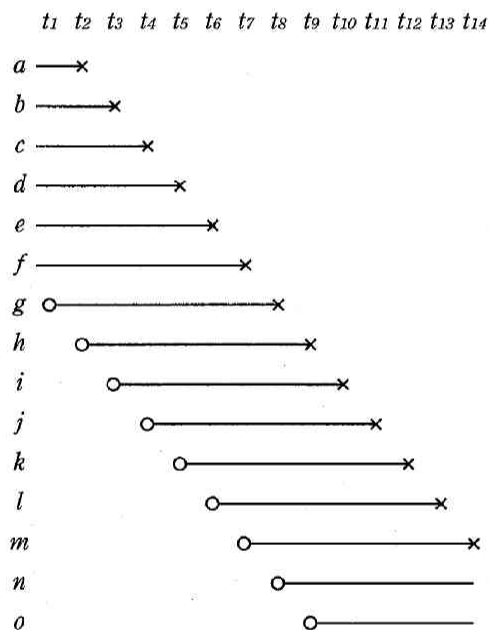
金融機関における資金形成機構について見ると、そこには本来、二様のメカニズムが働いている。すなわち、第一に、「同一金庫による総合的管理」、第二に、「無現金化の流通技術」と呼ば

れる二つのメカニズムである（これらについての詳細は、鈴木芳徳編著『金融論』22頁、高木暢哉編著『銀行論』152頁、より詳しくは高木暢哉・竹村脩一共著『貨幣・金融の基礎理論』283頁、及び高木暢哉『再生産と信用』268頁）。

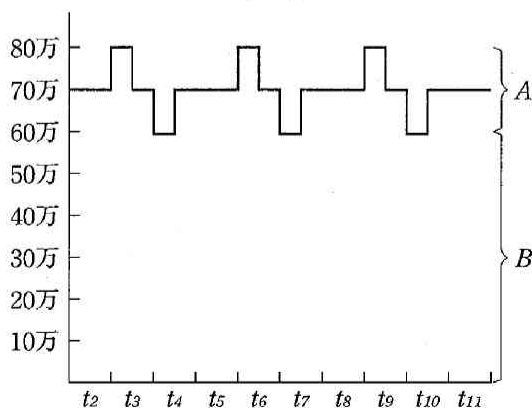
とはいえ、証券流通との関連を問おうというここでの目的からすると、第二の「無現金化の流通技術」の方は考える必要がない。したがって当面の課題からして、第一の「同一金庫による総合的管理」について専ら考えておけば十分である。

「同一金庫による総合的管理」というのは、銀行等に流入・流出する預金勘定に関わるものであって、現実には預金は不特定多数の預金者による小口・短期資金の不断の預金・払い戻しであって、それが同一金庫において管理されるところから、総合的大量現象として、つまりは個別預金の総体的な集成として、流入と流出との間に同時的ないし継次的な相殺が生じ、そのことから預金・払い戻しという過程から遊離した貨幣が生じる。これは、いかなる期間・いかなる使

第1図



第2図



途にも他用可能なものである。すなわち、短期・小額の預金の中から、長期・大額の貸付可能な資金が形成される。ここに形成される貸付可能な資金を質的にみれば、それは、誰のものでもない、社会的資本とでも呼ばれるべきものである（鈴木芳徳『金融・証券論の研究』135頁）。

いま、そのことを簡単に図示してみよう。第1図は、事例を出来るだけ単純化して設定してみた場合である。

ある金融機関に、顧客が毎日持続的に来店し、預金と払い戻しをおこなうものとする。毎日、一人の顧客が訪れ、預金と払い戻しを行うものとする。一人の顧客が10万円を預け、7日間（足かけ8日）預けておき、8日目に払い出すとしよう。第1図の上部に t で示したのが日数であり、左側の a , b , c , -----は顧客を表している。また、図の○印は預金の流入を、×印は払い戻しによる流出を、そしてこれをつなぐ直線は10万円の預金が庫中にあることを表している。

この図によりながら、この金融機関における預金在高の変化を考えてみると、およそ三つのケースが想定できる。

t_2 という日には、資金の流入と流出が全く同時に生じたとしよう。そのときには、 a の預金が払い出されるのと全く同時に h の預金が流入するから、預金在高（＝現金在高）は70万円である。

t_3 という日には、流入が先行して流出がのちに生じたとする。 i の預金がまず流入して預金在高は80万円に増加したあと、 b による引出しで預金在高は70万円に減少する。

t_4 という日には、払出しが先行して流入が後次したとしよう。 c による預金払出しによって預金在高は60万円に減少し、のちに j の預入れによって預金在高は70万円に増加する。

前提からすると、これら三つのケースのいずれもが生じうるのであるが、その際、この金融機関の預金在高（庫中の現金在高）は、60万円と80万円との間を変動するものの、60万円を割ることはありえない。

第2図は、縦軸に預金在高、横軸に日付をとり、預金在高の変動の様子を示したものである。第2図で見るとおり、60万円という B の部分は、前提からして絶対に流出することのない滞留資金であって、これはその後のどの日についても言いうることである。従ってこの B の部分は、他用可能な資金、つまりは運用可能な資金であるということが出来る。

こうして1口10万円、預金期間7日という、小口で短期の資金の中から、60万円という大口の、かつ運用期間について限定されることのない資金が形成された。

そして第2図上部の A の部分が、金融機関にとって重要な預金払戻準備金であることはいうまでもない。

以上のような簡単な考察から知られることは、金融機関にとっては、《不特定多数の》預金者からの、《不断の》預金取引というものの重要性であって、ここに社会的機関としての金融機関の特質が認められるのである。つまり、偶々、或る1人の大口顧客がいたとしても、それでは金融機関は成り立たない。その或る1人が、預金を引き出したときのことを思うなら、貸付可能

な、つまり運用可能な資金はゼロということになるからである。不特定多数の市民の広がりというものに支えられるのでなければ、つまりそういう意味で国民的な基礎によるのでなければ金融機関は成立しえない、のである。

そこで、以上述べきったところを考え合わせながら、これを模した形で営まれる証券流通について考えを進めてみよう。

(B) 証券流通資金について

金融機関について設定した先のモデルを援用してみよう。先の第1図の全体が証券市場を表すものとし、図の○印は株式の購入 (=資金の提供)、図の×印は株式の売却 (=資金の回収) を表し、その間をつなぐ直線は株式の保有期間 (=資金の提供期間) を表すものとしよう。自余の事柄については、先の前提をそのまま借用する。

すると、ここに形成される60万円という資金は、会社資本として使用され、金融機関においては準備金に相当すると考えられた20万円は証券流通資金に当たることになる。証券市場機構においては、この60万円というものが会社資本として予め抜き取られ、20万円の証券流通資金がいわば共同利用されて、証券市場機構の全体を支えているのである。従って、この20万円の部分こそは、株式会社制度の全体を支える軸心であって、この部分までも会社資本に吸収されるようなことになったら、それは銀行が準備金までも貸し出したのと等しい行為といえることができる。

こうして会社資本がまず抜き取られる結果、ごく僅かの証券流通資金が証券市場機構の全体を支えざるを得ないのである。株式は、いつでも売れるものとして保有されるのであり、投資家のポートフォリオは、時価×株数として計算されるのではあるが、こうした時価総額に対応するだけの証券流通資金がどこかに用意されているわけではない。それは、銀行における、預金と準備金との関係に相当する関係のものと見ることができよう。

しかし、銀行におけると、証券市場機構におけるとは事柄は逆倒的であって、「銀行の場合の準備金は預金のうちから留保され、預金は貸出と準備金とに分割されるという表現をとるのに証券市場の準備金は逆に、発行市場すなわち生産面に吸収された資金のほかに証券市場資金が追加的に必要となるという表現をうけとる」(川合一郎『信用制度とインフレーション』243頁) ことである。

先に見た銀行の場合を想起するなら即座に知られるところであるが、こうした機構が成立し運行するための当然の前提は、投資家が来たりては去り、去っては来たるという《不断の》流れであり、また巨額を投資する1人の大口投資家ではなく《不特定多数の》投資家でなければならぬ、ということである。そうでなければ、証券市場は、社会的な存在たりえない、ということに注意すべきであろう。

すなわち、株式会社は、或る時点での株主に対して報いるというのではなく、去来する投資家

の総体に責任を持つべきものであり、それこそが証券市場機構に対して《対市場責任》(上村達男『会社法改革』108頁)を負うということなのである。

む す び

以上において初めて「証券市場とは市民社会と企業社会とを結びつける媒介項」(上村達男『会社法改革』7頁)であるということの経済的に具体的な意味が明らかになった。

もとより、以上のことが可能となるためには、証券市場についても、また株式会社についても、自主的な活動を競争過程の中に単に放置しておけばよい、というのではない。前提として求められるところは大きい。

第一に、証券市場については、例えば、金融庁の下にある証券取引等監視委員会の厳正かつ積極的な活動が求められる(「金融商品取引法」第194条の7)。あのライブドアの事件の時、「東京地検の強制捜査で最も強い衝撃を受けた1人は、金融庁だったと言え意外に思われるだろうか。」(日本経済新聞 2006年1月23日)と評され、また村上ファンドの事件に際しても「いきなり検察が出てくる日本の仕組みは、規制態勢の貧しさを露呈している。」(同紙、上村達男氏による批評、2006年6月21日)と評されるようなことでは困るのである。証券市場は所詮はインサイダーやプロの投資家によって操縦されるものという一般的観念が生じて一般投資家の離散を招くようなことは何としても避けられねばならない。

第二に、株式会社については、「情報開示・会計・監査を支える仕組み」は重要であって、「取締役会制度・経営執行者制度・内部統制制度といったガバナンス・システム」は「強行法的に要請される」ところであって、これらを「市場メカニズムに委ねる」という発想は「自家撞着にすぎない」のである(上村達男『会社法改革』119頁)。とりわけ、内部統制報告書に関しては金融商品取引法が明示的に強く求めるところである(「金融商品取引法」第24条の4の4)。

証券市場と株式会社との相互の共鳴関係も、これらがまず充たされた上のことであるのはいうまでもない。

この小論で述べ来たところはつまるところ、来たりては去り、去っては来る投資家が存在することで、個人ないしは市民に支えられた証券市場と株式会社とが経済的・機構的に存立可能性を得ることができる、ということである。

それは、或る意味では常識であり、改めて主張する必要のないことかもしれない。しかし、現在でも、証券市場との関連を問うことがないまま、あたかも「静止画像」の如くに株式会社をとらえ、《会社は株主のものか否か》を問おうとする傾向は強い。証券市場との関係を見失い、去来する投資家の意義を知ろうとせずに、時間的に切り取った或る時点での既存株主だけを見ようとする傾向のことである。

《去来する投資家》として株主を捉えることの意義、《株式会社の対市場責任》を問うことの重要性、これらを経済的な観点から明らかにすることこそ小論の眼目であった。こうした議論の必

要性は、今日一般の議論のありようからすれば、なお不可欠と考えざるをえないのである。

参考文献

上村達男『会社法改革』岩波書店 2002 年

上村達男「証券取引法との統合」、『新・会社法詳解』中央経済社編（『企業会計・特別保存版』）に所収 平成 17 年

鈴木芳徳『証券経済論』税務経理協会 昭和 54 年

鈴木芳徳編著『金融論』ミネルヴァ書房 1995 年

高木暢哉・竹村脩一共著『貨幣・金融の基礎理論』ミネルヴァ書房 昭和 43 年

高木暢哉編『銀行論』有斐閣 昭和 50 年

高木暢哉『再生産と信用』有斐閣 昭和 32 年

鈴木芳徳『金融・証券論の研究』白桃書房 2004 年

川合一郎『信用制度とインフレーション』有斐閣 1965 年