

## 証券市場と株式会社

鈴木 芳 徳

### 目 次

- (1) 公開株式会社（上場会社）
- (2) 発行市場と流通市場
- (3) 内部資金の増大
- (4) 有機的全体としての株式会社の意義
- (5) 社会的資本の形成機構
- (6) 証券市場の架空性
- (7) 無名会社としての株式会社
- (8) 社会的資本の運営責任の重さ
- (9) 私的個人的資本に由来することの重要性
- (10) 国際的な広がりへの認識

### (1) 公開株式会社（上場会社）

株式会社は、本来、公開株式会社（上場会社）を旨として議論が立てられるべきものである。なぜなら、公開株式会社（上場会社）にあつてこそ、株式会社は社会的存在たりうるからである。

株式会社は「万能的形態」（増治庸治郎『株式会社——株式会社の本質に関する経営経済学的研究』巖松堂 昭和12年）であり、形式上、株式会社を僭称するものの中には、本来ならざる株式会社が多く含まれている。わが国では、数の上では、株式会社を称するもののうち、かなりのものが「非本来の株式会社」であることが知られている。

「非本来の株式会社」というのは、例えば同族経営（family concern）であつて、資本を一般に求めることをせず、少数の親類縁者・知人のみで構成され、多くの場合、株主総会を開くこともなく、株券も発行せず、株式の公開もなく、株主自身が企業活動をするものが多く、第三者の会社への参加を排除する意思のあるものであつて、英国にいう私会社（private company）、米国やドイツでいう閉鎖的株式会社（closed corporation, geschlossene Aktiengesellschaft）を想起すればよい。わが国の「法人成り」の会社と称するものはその好例であつて、専ら租税負担上の得失から、また取引上の利益、会計の明確化などのねらいから、株式会社のかたちを借りたものである。

しかし、株式会社を議論の俎上に載せるというときに念頭に置かれるべきは、公開株式会社でなくてはならず、これを中心に据えて議論は展開されるのでなければならない。だが、この肝腎

概要のことがらが、今次改正されたわが国会社法においてどこまで厳しく受け止められているか疑問なしとしない。

新会社法は、いくつかの際立った特色を持っている。第一に、公開会社でない株式会社を基本におき、その特例として公開会社、大会社に関する規定を置いたこと、第二に、最低資本金制の廃止に見られるように、規制のほうを実態に合わせて、実効性の薄い法規制を見直したこと、第三に、公開性の基準として、会社の発行する全株式について譲渡制限が付されているか否かという観点を探り、従来のように証券市場へのアクセス、すなわち上場の有無という観点を探っていないこと、これらを特色とするため、例えば「公開会社」ということばの語義も従来の「上場会社」を意味するものではなくなっていることに注意が必要である。

ここで注目すべきは、会社法と異なり、証券取引法（金融商品取引法）は上場会社を対象とするものであり、会社法を超えた規律を求めるものである、という点である。従って、大企業については、「会社法」と「証券取引法（金融商品取引法）」とを合体させた「公開会社法」を作るべきだ、という意見があり、神田秀樹は、「そのほうが望ましい」と発言している（日本経済新聞 2006年9月5日付け「経済教室」欄）。

さて、公開株式会社（上場会社）を中心に置く、そうした観点からすると、証券市場との関連を欠いた株式会社というものはありえないのであって、ここに「証券市場と株式会社」と題する議論の場を用意することの大きな意義がある。

公開株式会社（上場会社）は、絶えざる価値評価を社会から受けている会社である。これを逆にいうと、社会的な広がりを持った投資家に支えられ、「市場のガバナンス」の下にある会社である。ここに投資家という意味は、現在只今の株主というに止まらず、将来、株主となる可能性をもっている伏能的・潜在的株主をも含めて、すなわち去来する投資家を観念してこれを《社会的な広がりを持った投資家》とあえて呼んでいるのである。「方丈記」ではないが、流れ去り、流れ来るものとして株主を川の流れの如くに考えておく必要がある。現今只今の株主のみを念頭において議論するのでは足りない、否、むしろ誤りである。去来する「川の流れ」の如き投資家を念頭に経営されるべきものである。この点において、上村達男の見解は傾聴に値する。すなわち、上村は、「公開株式会社の対市場責任」を問い、「証券市場の圧力に耐えうるガバナンス・システム」の必要を訴え、その根源にある「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」ことを主張して《フローとしての株主》論を展開する（上村達男『会社法改革』岩波書店 2002年）。

以上のように、公開株式会社企業の経営は、現今只今の株主に対して責任を負うというに止まらず、《社会的な広がりを持った投資家》に対して責任を負うものであることが確認される必要がある。

## (2) 発行市場と流通市場

証券市場には、発行市場（プライマリー・マーケット）と流通市場（セカンダリー・マーケット）とがあり、両者の間には緊密な不可分離性ないし相互前提性があるのであって、発行市場が資本「動員」のための場とすれば、流通市場は資本「動化」のための場であり、「動化」ということなくして「動員」が社会的意義のものとはなりえない。動化機構としての証券流通市場が機構的に成立してこそ、出資資本に任意回収性が付されるのである。一方では、流通市場における価格や流通状況は、証券発行の難易を決定する大きな要因である。他方では、逆に、資本「動員」の際に付される様々の条件（すなわち発行条件）が、流通の状況を左右する。発行の際の価格設定、発行の規模、発行の時期などが、流通の円滑さや価格の水準に影響する。

ところで、最近の株式会社を見ると、証券市場を「証券発行」の場として、言い換えると「資金調達」の場として利用するものはむしろ少ない。それは、全体として企業が成熟段階に入ったことを意味している。もちろん、経済社会が未だ黎明期にあり、take-offの段階にある新興国にあっては、状況は異なる。また、成熟国においても、新興企業にあっては新規証券発行が求められる。しかし、先進成熟国にあっては、一般に新規証券発行は少なく、さらに自社株保有のごときが盛行する。

現代ファイナンス理論に、ペッキング・オーダー仮説（Pecking Order Hypothesis）という考え方（直接には、強い鶏が弱い鶏をつつく、鶏の間の Hierarchy に関する Hypothesis の意）がある。これは企業がその必要に応じて資金調達する場合、利用が容易で諸コストが安い手段から順に選んで調達する、というものである。まず第一に、内部資金（内部留保+減価償却）を利用するが、それは必要なタイミングに合わせて利用することができ、かつリスクが殆どないと考えられるからである。具体的に言えば、預金の取り崩しにせよ、有価証券の売却にせよ、コストなしで手早く現金化できるからである。第二に、銀行からの借り入れを選択する。それは必要な時期に合わせるができる上に、企業情報の開示に関して、より負担が少ないと考えられるからである。第三に、社債などが選択され、第四に、すなわち最後に株式発行が来るのであって、それは株主資本コストが高く、証券市場での消化がその時々で異なり、また証券会社に手数料を支払う必要があるためと考えられる。このように企業の資金調達方法に一定の順番があり、そうした優先順位に従って資金調達が行われる、というのがペッキング・オーダー仮説である。

この仮説の重要なポイントは、＜企業における内部資金の存在＞であって、このことを前提にこの仮説は組み立てられていることに留意すべきである。すなわち、創立早々の企業には内部資金は存在せず、また企業経済全般としてもその take-off の段階では、内部資金のごときは問題外であろう。すなわち、＜一定の成熟段階に入った企業経済＞を前提として組み上げられた考え方であって、その中で株式の新規発行が減少することに着目している点に注意すべきである。

### (3) 内部資金の増大

成熟期の資本主義においては、内部資金の増大が見られる。この現象は、二様の扱いを必要とする。第一は、マクロ的・巨視的な扱いであって、国民経済の全体構成に与える影響である。第二は、ミクロ的・微視的な扱いであって、企業内部の構成に与える影響である。

第一に、マクロ的・巨視的に見ると、内部資金の増大は、企業、とりわけ代表的な大企業において、豊富な資金の積み上げが生じ、このことが経済を《資金不足経済》から《資金余剰経済》へと転換させる。こうした、企業の「金融主体化」ないし「金融的自立化」を、「高圧経済」から「低圧経済」への移行と説いたのは、ハンセン (Alvin H. Hansen) であった。また、ヒックス (J. R. Hicks) はこれを「当座貸し越し経済」から「自立経済」への移行と説いた。この変化は、旧来の銀行を中心とした金融機構の外回りに、新たに大規模なオープン・マーケットを作り出した。同時に、ここに増大する内部資金を究極の資金源泉として機関投資家の群れが生じてくる。そのことは、一方では、預金取引を始めとする貨幣取引を営む貨幣機関たる銀行を窮地に追い込んだ。なぜなら、貨幣機関なるがゆえに銀行には厳重な規制の網の目がかけられていて、身動きとれない立場にあるからである。ナロウ・バンク論の登場はこうした背景のものであった。他方では、証券取引所が窮地に追い込まれる。なぜなら、かつては投資家は個人が殆どを占めていたものが、いまや機関投資家が投資家の主力となってくる。彼らは、専門的知識に基づく信用と資力とにおいて、会員業者を超える力量を持っている。ここに取引所集中義務は緩和ないし解体されることになる。電子化の流れがこれに加わり、取引所同士の「市場間競争」は激化するに至り、取引所間の合従連衡の動きが盛んになってくる。以上のように、内部資金の増大は一国の経済全体の動向に影響し、その図柄を書き換える。

第二に、ミクロ的・微視的に見ると、内部資金の増大は、株式会社の構造的な意味に変化を与える。元来、株式会社にあっては、《自己資本と他人資本》の分別があり、これが決定的・本質的な意味を持っていた。返済ということのない自己資本 (=株主資本=出資資本) と、返済の必要のある他人資本 (銀行借入れ+社債) との分別のもつ重要性は、どのような場合でも無くなることはない。

しかし、留保利益や減価償却が増大して、内部資金が潤沢になると、こんどは《内部資金と外部資金》の分別のほうに前面に出てくる。そもそも《自己資本と他人資本》というときの「自己」とは、株主すなわち出資者のことを意味する。これに対して、《内部資金と外部資金》というときの「内部」とは、法人としての会社の内外が問題とされている。こうした内部資金の増大は、経営者が「思いのままに」利用できるかに捉えがちな資金が増大することを意味するから、《自己資本と他人資本》という分別は相対化されて後景に退く。

ここにおいて、資本金制度の意義は低下し、会社資本に関する諸原則、すなわち、①資本充実の原則、②資本維持の原則、③資本不変の原則、④資本確定の原則、の如きは、その存立の基盤

から揺らぐことになる。現会社法にあって存在するといえそうなのは、①の資本充実の原則だけ、という見解も示されている（神田秀樹『会社法』（第8版）弘文堂，244頁）。なお、弥永真生「会社法と資本制度」（『商事法務』№1775 2006.8.25.）は、「資本充実の制度を放棄し」たものと述べている（50頁）。また、岩原紳作は、「資本確定の原則は廃棄され、資本維持の原則や資本充実の原則の意義もほとんど失われた。」としている（『商事法務』№1775 2006.8.25.12頁）。かくて最低資本金制度は廃止に及び、これとは別に剰余金分配規制（純資産額が300万円を下回る場合には、剰余金の配当はできない。（会社法第458条））が定められる。

すなわち、ここでは≪自己資本と他人資本≫と≪内部資金と外部資金≫という異なった次元、異なった位相のものをどう縫合し、整合的に説明しうるか、という難問に直面しているのである。その全ては「内部資金」の増大に起因するものであることが見て取れよう。

#### （4）有機的全体としての株式会社制度の意義

株式会社制度は、一方での株式会社企業と、他方での株式証券市場の二者を内容とし、株式証券市場は発行市場と流通市場とを含むものである。

ここで重要なのは、発行市場としての意義が相対的に小さくなっていく場合に、流通市場としての株式市場が持っている機能の意義の確認であるが、その場合、有機的全体としての株式会社制度が絶えず念頭に置かれることが望ましい。

株式流通市場は、一方では、「貸し継ぎ」すなわち出資の「肩代わり移転」、「持ち手転換」の場であり、同時に他方では、「価格形成」の場である。そのこと自身には疑問の余地は全くない。また、流通市場を、「資本コスト」の評価算定の場として理解し、「要求収益率」設定の場として接近することも大いに意味がある。

そうした個々の特徴の断片的な理解は決して誤ってはいないとはいえ、その時に看過されがちなものは、株式会社制度の有機的全体である。重要なのは、株式証券市場というものの全体が何であるか、どういう意味の存在であるのか、という包括的な理解である。重ねて言えば、株式証券市場を発行市場と流通市場とに分解して理解し、さらに流通市場を「肩代わり移転」と「価格形成」とに分断する。確かにそのことによって株式証券市場の各部品の明細は出来、それぞれの部分装置の機能内容は詳らかにされよう。しかし、そうした各部品に切り分けて理解することによって、見えなくなっているもの、それは有機的全体としての株式会社制度の機構上の特質である。

それは、経済社会の誰のものでもない「社会的資本」を形成する機構としての特質である。「会社」こそは「社会」であることはドイツ語のゲゼルシャフトという表現が既に示唆している。

## (5) 社会的資本の形成機構

すなわち、株式証券市場の社会経済的意義を理解する際に、逸することの許されないポイントは、それが社会的資本の形成機構だという点である。

株式証券市場機構は、平たく言えば、短期小額の資金を、長期大額の資金とするための機構である。これをもってW. ゾンバルトは「証券原理 (Effekten Prinzip)」と名づけた。〔短期・小額→長期・大額〕という方向でこれを理解するなら、証券市場機構は「資本形成」の機構であるといえることができる。また、これを逆に〔長期・大額→短期・小額〕と理解すれば、証券市場機構は、「資本動化」の機構、すなわち流動化機構であるということになる。

しかし、それだけのことであれば、単に量的な把握に止まる。あわせて質的な変化を生ぜしめるものであることが示されねばならない。

すなわち、私的個人的分散的所有のもとで、その制約の中から、そしてそうした前提を傷つけることなくこれを超えて、「社会的資本」としての会社資本を形成し維持すること、ここにこそ証券市場機構の特質がある。換言すれば、証券市場機構は、私的個人的な分散的所有のもとで、私的個人的分散的な資金と社会的資金との転換機構として機能するという特質をもつのである。

## (6) 証券市場機構の架空性

そのことは、また、証券市場機構における架空性の把握と深く関連する。

株式市場には、「時価総額 (total market value)」という観念がある。時価総額は、端的に言えば、時価×株数として算出されるものであるが、しかし時価総額に相当する金額の資金がどこかに用意されているわけではない。そのことは例えば、ザラバ取引における価格形成メカニズムを想起することでも容易に理解できることである。時価総額というのは、発行済み株式の全体が売買された結果なのではない。(ちなみに、東証第一部についてみると、2006年6月の時価総額505兆円に対し、1日平均の売買代金 (trading value; daily average) は3兆円程度でしかない。)

すなわち、時価総額を現実に支えているのは、その総金額からすれば極く僅かの「証券流通資金」でしかない。従って、発行済み株式の全体を一気に売却しようとしても、それは不可能であり、そういう意味で時価総額という観念は架空のものでしかない。

このことは、銀行制度における預金払い戻し準備金が、預金総額からすれば極めて僅かの金額のものでしかない、という事態と、逆倒的に相似のかたちをとっているのである。(この点を明らかにしたのは、川合一郎『信用制度とインフレーション』有斐閣 1965年の大きな功績である。) 銀行制度にあっては、恒常的に、不断の預金流入・流出があることを前提に、預金総額を僅かの預金払い戻し準備金が支えているにすぎないのであるが、証券市場機構にあっては、恒常的に流出入する中で保たれる、限られた金額の証券流通資金が時価総額を支えているのである。

従って、証券流通資金が何らかの事情で急減し、証券流通に不具合が生じた場合には、証券市

場機構の全体が崩壊する可能性がある。この危険性は、丁度、銀行制度において、何らかの事情から、預金払い戻し準備金が急減した場合に、銀行制度の全体が崩壊しうるのとあい似た関係にある。

これをやや具体的に例示するなら、景気高揚の末期に設備投資が急増するなかで、新株発行が急増するあまり、証券流通資金までも設備資金のための資金調達の対象となり、証券流通資金が設備投資に吸収されるときには、思いもかけず、株式流通に不具合が生じ、株価の急落、株式流通の途絶等などによって、証券市場機構の全体が崩壊する危険に遭着して、景気の高揚期が遂に終わりを告げることがある。

また、次のような状況を想起することも意味がある。すなわち、機関投資家が巨額の株式を保有している場合、一気に売却した場合のマーケット・インパクトを考えると、そう簡単に売却の決断はつきかねる。いってみれば「池の中の鯨」の如き状況に陥る。このことから、いわゆる「ウォール・ストリート・ルール」に従っての行動、すなわち運用からの収益状況を見ての「売り逃げ」行動が出来にくくなる。このことが機関投資家をして exit から、voice へと、行動規範の修正に至らしめる。このことの根源にあるものは、上述の《限られた額の証券流通資金》が証券市場機構の全体を支えているという機構上の特徴である。

## (7) 無名会社としての株式会社

証券市場機構において、《誰のものでもない》資本として、私的個人的分散的所有を基礎にしつつ、これを傷つけることなく、それを超越するものとして形成される社会的資本が、抜き取られて「会社資本」は形成される。会社資本が、このように《誰のものでもない》特質を持つものとして形成されることが、先述の《投資家の社会的広がり》と相即照応していることが注目されねばならない。

そして、この観点からするに、フランスでいう無名会社 (société anonyme) という表現が、会社企業の無名性と株主の地位が無名的であることとの相関を示唆するものであることに注目する必要がある。(田中耕太郎「株式会社法序説」, 同編『株式会社法講座』第1巻, 有斐閣 昭和30年 7頁)

## (8) 社会的資本の運営責任の重さ

このように、《誰のものでもない》社会的資本の運営を委ねられているのであるから、経営者の負う責務は社会経済的に甚だ重大なものとならざるをえない。その故にこそ、経営者に対する社会経済的な見地からする法的規制は厳しいものとならざるをえない。一例を上げるなら、経営者の保身の策として買収防衛策を利用しようとするケース(その極限のかたちである黄金株の導入の如き)は、厳しく監視されるべきこととされる。

すなわち、経営者への委任の背景となっているものは、一方における《去来するものとしての投資家の流れ》であり、他方においては《誰のものでもない》ものとして形成される社会的資本

としての会社資本である。

かくて、経営者のありようについては、例えば、内部統制 (internal control) のごときが、会社法、或いは金融商品取引法などによって義務づけられる。また監査制度のあり方の改善や外部取締役制度の採用などが、重要視されることになってくる。

### (9) 私的個人的資本に由来することの重要性

同時に、世に言う「株主資本主義」と称する、既存株主の利害を絶対視し、「会社は株主のもの」とする思考は、一定の限定を加えた上でのみ、了解されるべきものである。現今只今の株主による株主総会決議をもって絶対的なものと理解する思考は、転々流通する株式証券を念頭においての《去来する投資家の流れ》を重視する理解とは異質である。

しかし、この「株主資本主義」と称する考え方の中には、簡単に打ち捨てておくことのできない重大な問題が含まれている。すなわち、そもそも株式会社は、＜個々の株主の拠出資本＞に由来する。＜私的個人的資本に由来する＞ということからすれば、現今只今の株主による株主総会が最終的な力を持つとして当然である。

もちろん、そうした考え方が、＜私的個人的資本に由来する＞ということに執着し、＜社会的資本の形成＞に向かうベクトルの存在を無視するとすれば、それはそれで問題であろう。しかし、他方、社会的資本の形成に向かうベクトルが私的個人的資本から全く切れた形で現実に完成に至っているかに言うとすればそれは誤りである。同じことを言い換えると、私的個人的資本に由来するという「へその緒」の無い形のものとしてそれ自体完成され常態化しているかに説くのであればそれは現実離れした誤った想念である。現実には常に＜私的個人的資本に由来する＞という足元に制約され、＜私的個人的資本の共同出資機構＞にすぎないという出発点に絶えず立ち戻ることを余儀なくされつつ成立する社会的資本性にすぎない。こうした点は、かつて株式社員権説と株式債権説との論争の中で実質的に明らかにされてきたところである。

かつて銀行＝信用制度における預金と払戻準備金との関係について以下のように述べたことがある。今問題にしている、株式会社における社会的資本性は、その《倒立虚像》であって、その意味では参考とされてよい。

「社会的資本としての貸付可能資本は、直接には誰のものでもないはずのものである。あえて言えば、社会に帰属すべき共同資本として形成されたものが、現実には銀行によって管理される。銀行は超越者になる。ここから、信用制度は、個別諸資本が個々的には解決しえない諸困難をすみやかに解決ししてくれる救世主であるかに見え、これに法外な幻想と期待を抱くものが出てくる。「福の神」として登場する銀行は、分配を統べ行うことにより、有無あい通じせしめ、持てるものと持たざるものとの相互扶助を可能ならしめる機構として評価される。ユートピア思想、ロマン派の思想の中に、こうした世直し思想と結びついた信用制度観の例が見出される。」

「しかし、信用制度に固有の社会的資本形成機構といっても、それは、資本所有の枠内での資本所有の止揚——すなわち、資本所有の枠組みを基礎としてそのまま維持温存しつつ止揚せんとする試み——に由来するものである。これを具体的に言えば、預金を、したがって預金の体化する資本所有の枠組みを支えるものは、実際は、払戻準備金でしかない。預金と払戻準備金との緊張関係をふまえてのみ、貸付可能資本の任意他用性（量的観点）も社会的資本性（質的観点）も支えられうるのである」（拙著『金融・証券論の研究』白桃書房 2004年、136頁）。

## (10) 国際的な広がりへの認識

しかも、今日では、問題は国際的な広がりを持ちつつある。情報とマネーの国際的一体化が進み、M&Aが国際的規模で生じ、外国人投資家の多寡増減が一国の証券市場に大きな意味を持ちつつある。すなわち、会社資本のあり方も、証券流通資金の状況も、国際的なスケールで観察されるのでなければならない。例えば、地政学的なリスクの状況とか、会計制度の国際的なコンバージェンス（収斂）の状況とか、或いはもっと短期的には金利水準とか為替レートとかも含めて、変動要因の重なり合いは従前にも増して複雑化し、増大する不確実性の下にあり、予測はますます困難になってきている。いまや国際的な視野からする検討の必要に迫られつつある、ということができよう。

とはいえ、国際的な問題領域展開の際にも、ここに明らかにされた認識はそのまま生きてこよう。その意味で、この基本的基礎的な認識の持つ意味は大きい。