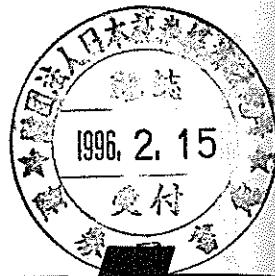


証 研

レポート



No.1531

1996年2月

- 純粹持株会社解禁論をめぐって
- アメリカにおける企業部門の  
株式保有比率の推定
- 非居住者への利子源泉課税について
- 中国国有企業における  
『現代企業制度』の改革について
- 企業の情報開示について

財団法人 日本証券経済研究所

## 純粹持株会社解禁論をめぐつて

昨年三月、産業界の要望を受け通産省が公正取引委員会に検討を求めた持株会社解禁への動きは、一ヶ月、公取委に「独占禁止法第四章改正問題研究会」が設置され、二月末には持株会社の部分解禁を盛り込んだ報告書を発表した事で、にわかに現実味をおび始めた。この報告書によると<sup>(1)</sup>、次の四類型（①分社化した子会社の統括会社、②金融持株会社、③ベンチャーキャピタルによる持株会社、④一定規模以下の事業会社の持株会社）に限つて純粹持株会社<sup>(2)</sup>の設立を認めることとなつていて、また持株会社の設立は公取委の認可制とし、持株会社が企業買収する場合には公取委への事前届出または認可制にするとしている。

他方、これを受けた大蔵省は金融持株会社について金融関連法案で詳細を決める必要があると判断、設立主体の業態ごとに持株会社法をつくる方針とされる。金融持株会社の設立は大蔵省の許認可とし、金融持株会社が傘下に持ち得る子会社としては、原則として銀行、証券などさきの金融制度改革で認めた範囲内に限定するとされている。

ところが、この報告書が明るみにみると、規制色が強すぎると自民党、通産省、経団連等が反発、一ヶ月後の本年一月中旬、当初の資産制限条項（一五兆～二〇兆円を上回る持株会社の設立は禁止）は撤廃、公取委の認可制も事後届出制に変更、持株会社の形態として、例えば合併の代替手段（複数の企業が共通の持株会社をつくりそれが傘下の子会社となる）など、前述の四類型以外のものも認める方針に変つた。金融持株会社についても、大蔵省は金融持株会社が他の金融機關を買収する際には政策に限定する方向のようであるが、銀行は政策以外の買収も認めるよう求めている。このように当初の部分解禁案は大幅に修正、持株会社の設立を原則自由化する独占禁止法改正案がだされたが、今度は与党の社会民主党から反対意見がでており、今後の糾余曲折が予想される。

### 純粹持株会社解禁と証券市場

しかし、いざれにせよ純粹持株会社の設立は、部分的であれ解禁されることはほぼ確実のようである。だとすると、その結果は証券市場、証券会社にどのような影響を及ぼすのであろうか。

証券団体協議会議による<sup>(3)</sup>、純粹持株会社が解禁された場合の証券市場に及ぼす影響として、①株式保有構造の変化（持株会社設立による株式持ち合い構造の急激な変化が過大な株価変動を引き起さないか）、②株主・投資家の権利と利益（持株会社の設立母体企業の株主がそのまま持株会社の株主となる場合、株主の従前の権利や利益が損なわれないか）、③既存の公開会社の減少（現在の公開会社が純粹持株会社の傘下に入ると、非公開会社となる可能性がでてくる）、④上場・公開制度の整備（上場制度・店頭登録制度において純粹持株会社の上場・登録を想定した審査基準の整備などが新たに必要となる）の四点を挙げている。

また同協議会議は証券業務・証券会社に与える影響について、金融持株会社設立と金融制度改革を同一の次元で論じることの危険性を指摘している。すなわち、金融持株会社の下に銀行と証券会社が並列に位置する方式を採用すれば、ファイヤーウォールが強固となり重大な弊害である「利益相反」「インサイダー取引」の懸念が無くなるから、金融制度改革を推進し易くなるという意見が銀行界に根強くあるが、わが国の企業風土を考えた場合、持株会社の中核となる企業の発言力、人事権がグループ全体に及ぶことが十分に予想され、ファイヤーウォ

一も子会社方式より有効とは必ずしもいえない。したがって、制度改革については、金融持株会社の問題と別の性格を有する国民経済上の重要な課題として十分な議論と検討をかねていくことが必要であると主張している。

### 企業リストラの効用はあるか

それでは、これだけ議論が活発な持株会社の効用とは何なのであらうか。現在、挙げられている効用としては、大きくわけて①企業リストラを促進する、②銀行や電力など規制産業の多角化の方便として利用できる、等が挙げられる。このうち、現在、最も期待されているものが、いうまでもなく①の企業リストラの促進である。バル崩壊以後、わが国企業の課題はまさに企業経営の効率化にあるからである。

すなわち、各事業分野を分社・子会社化し、権限を委譲させ、本社は持株会社として経営管理部門に特化、事業機能と戦略機能を分離する。親会社（持株会社）はもっぱら中長期的な戦略立案と子会社事業活動の監視に専念する。子会社には自己資本ならびにその利益率××%以上という目標リターンが割り当てられ、事業活動に対する責任と権限は明確となり、意志決定が迅速となる。その結果、一事業で失敗してもそれが他に波及しない（リスクの遮断）。不要となつた子会社は売却してグループから切り離し、資本効率性の向上を図る。以上は分社化の統括会社としての持株会社の効用であるが、そのほか新規事業分野への進出、海外部門の統括、企業買収・合併などにおいても、持株会社を設立し、戦略機能と事業機能の分離方針を当てはめることでグループ全体の効率化が図られる期待されている。

しかし、こうした持株会社による企業経営効率化論には暗黙の前提条件がある。すなわち、①採用など人事権も子会社に移管し、給与体系も子会社の事業活動の内容に即して別々にすること、また②採算の悪い子会社は容易に売却できること、つまりM&A市場の成立が前提である。従業員の職能に応じて給与体系は決まるべきであり、たとえば販売部門では販売能力に応じて決まる能力給がふさわしい。すなわち日本の雇用慣行の見直し、株式持ち合い構造の是正が前提である。

そうではなく、親会社が人事権を離さず、給与体系も同じであれば、また、不要になつた子会社を売却・処分できなければ、分社する意味がない。実際、わが国の大企業は、なるほど純粹持株会社制度は禁止されているものの、すでに多くの事業会社を傘下にもつ事業持株会社であり、そのような子会社、関連会社と親会社との関係において効率化を阻害する慣行が依然として広範囲にみられるのである。

すなわち、そのような子会社、関連会社には大量に親会社から出向の形で従業員が派遣されており、大抵の場合、給与格差は親会社が負担している。従業員にしてみれば、親会社に就職したのであって、子会社に就職したわけではない。したがつて、もし、その関連会社、子会社が経営悪化に陥つたとしても簡単に売却したり、清算することは出来ない。アメリカのM&A、企業合併における最大の効果は人員整理によるコスト削減であるが、わが国の雇用慣行からそのようなドラスチックな人員整理ができない。従つて、企業合併ではむしろ不要な人員を抱え込みコスト増になる場合が多いのである。

また企業の清算に踏み切る場合にも親会社は出向社員を引き取り、債務を肩代わりするのが常である。したがつて、リスクの遮断にすらならない。そのことは系列ノンバンクの処理や先の住専処理においてもみられたところである。そうであれば純粹持株会社を解禁したところで、企業リストラ策には使えないことになりはしないか。もちろん、持株会社設立が、日本の雇用慣行見直しや、M&A市場形成のきっかけになることを否定するもので

はないが、ただちにそのような効果が得られると考へることも早計である。実際、産業界では総論では解禁に賛成しているが、個別の企業で持株会社設立を考えているところは極めて少ないとされている。

#### 金融持株会社にどのような効用があるか

そうだとすると、今回の純粹持株会社解禁の実質的な產物は、金融持株会社だけということになるのではない。それでは金融持株会社の効用は何か。理屈の上では、リテールバンキングとホールセールバンキング、地域別銀行子会社の並立などさまざまな切り口での分社化が考へられる。しかしながら、それらが効率よく運営できるためには人事権も含めた権限委譲、責任の明確化、リスクの遮断が必要である。ところが、さきにもみたように、わが国の特殊な雇用慣行、M&A市場の欠如は銀行界において最も顕著にみられるのであって、リストラ環境に最も縁遠い業界とされている。昨今の銀行員の給与水準の高さへの批判、浮動株比率の極端な低さ、護送船団方式による金融行政はその傍証である。したがつて銀行に持株会社を認めたところで、それがリストラ策に使われるということはほとんど期待しがたい。

したがつて、銀行がこれを何のために使うかといえば、①合併を推進するため、②他業進出とりわけ証券業務参入のため、の二つしか考へられない。当面、緊急の課題として、金融当局の念頭にあるのは金融システムの安定であり、破綻金融機関の救済策としてこれまでのように大銀行に吸収合併させることではなく、大銀行に金融持株会社を設立させ、それに破綻金融機関の株を買い取らせて傘下に置くというシナリオが考へられる。しかしながら、これはこれで大銀行に負担を負わせることに変わり無く、これをスムースに進めるために、「アメ」（既得権保護や他業進出）を与えることは十分考へられる。数年前、大和銀行がコスモ証券を買収した際にフルライシングの証券業務を認めたが、そのような既得権保護が、今度は幅広い形で（たとえば信託併営の大和銀行や信託銀行を買収する場合、長期信用銀行を買収する場合、証券会社を買収する場合など）行われる可能性がある。

すなわち金融持株会社は結局は、金融制度改革と結び付けられる危険性が高い。そうだとすると、我々は「ファイヤーウォール」や「インサイダー規制」についてもつと真剣に検討すべきであるし、同時にまた金融持株会社のもつリストラ効果が發揮できるような環境整備の条件を作り出して行くべきである。

#### 注

- 1、報告書の全文は「日経金融新聞」（一九九五年二月二八日）に掲載。
- 2、純粹持株会社とは、株式所有により会社の事業活動を支配する事を「主たる」事業とする会社をいう。他方、事業活動を営みつつ株式所有を通じて他社を支配する会社は「事業持株会社」と呼ばれ、弊害規制はあるものの設立可能となつているし、主要な日本の大企業はほとんどが事業持株会社である。
- 3、証券団体協議会議「純粹持株会社論議と今後の課題」（一九九五年二月）。四九ページ、以下。

## アメリカにおける企業部門の株式保有比率の推定

日本では株式持ち合いの解消や純粹持株会社の解禁が報道されているが、アメリカでも機関投資家による企業経営への介入が注目されており、各国の株式保有のありかたは一つの転期を迎えていた。この背景には、株式保有主体の投資行動が変化しつつあることが指摘されているが、このような行動の変化は各国の金融システムの再編を反映していると考えられる。

このため株式保有構造の研究は重要性を増しつつあるが、そのうち日米比較研究に着目してみるとアメリカの企業部門による株式保有状況についての連続的な統計が得られないことが大きなネックとなっていた。とりわけアメリカの証券取引委員会がこの値の推計を一九八〇年以降打ち切ったため、この問題は最近の比較研究上の深刻な障害となっていた。

しかし一九九〇年代に発表された（Prowse,1991;Prowse,1992;French=Poterba,1991）アメリカの研究は、企業の支払および受取配当から企業の株式保有比率を推定する証券取引委員会によって採用されていた方法を踏襲しつつ、この値を推定したうえで日米比較を行っており、比較研究の障害を乗り越える方向を示唆した点で注目される。このため小稿では、彼らの方法を利用して、アメリカの企業部門の株式保有比率を長期的に推定してみよう。

推定方法	資料出所
① (Tri, 1971)	F.F.A
TDS = 国内株式時価総額	I.R.S
ADR = 調整済み国内企業からの企業の配当受取額	
ADP = 調整済み企業の配当支払額	
DR = 国内企業からの企業の配当受取額	
DP = 企業の配当支払額	
DRFF = 保険会社および投資会社の配当受取額	
DPIN = 投資会社の配当支払額	
ADR = DR-DRFF	
ADP = DP-DPIN	
$TDS \times \frac{ADR}{ADP}$ = 株式の企業間保有額 (CSH)	
② この方法だと投資会社と保険会社だけが、金融機関とされる訳であるが銀行等も多少株式を保有している。このためDRINの代わりに金融企業の配当受取額(DRFF)、DPINの代わりに金融企業の配当支払額(DPFF)を用いて推定を行った。	
ADR=DR-DRFF	
ADP=DP-DPFF	
③ またこの方法だと、データは1984年以降DPが得られない。（内国歳入庁によれば重要でないため発表されなくなつた）。このため1985～90年については、次のようにEDP(推定DP)を推定した。	
PAT=税引き後利益	
PPS=1株当たり利益 (S & P500種) I.R.S S & P	
DPS=1株当たり配当 (S & P500種) I.R.S S & P	
PAT=税引き前利益 (NI) - 各種税額 (TA) + 諸控除 (CR)	
EDP=PAT × $\frac{DPS}{PPS}$	

(註) F.F.A.=Flow of Funds Accounts.

I.R.S.=Corporation Income Tax Returns

S & P=Standard & Poor's Analysts Handbook.

### 1 推定方法といくつかの修正

一九八〇年以降における企業による株式保有比率を推定するためのもつとも単純な方法は、Triの推定方法を延長することである (Tri,1971)。しかしそれは、データの制約もあり必ずしも容易ではない。また一九八〇年代における規制緩和の影響を考慮する必要もあるうえ、データの発表自体が停止された統計もある。このため小稿では、次のように多少推定方法を変更した。その概要是、表一に示したとおりであるが、順次説明しておこう。

第一に、Triの推定方法のうち投資会社および保険会社の配当受取額(DRIN)の代わりに金融法人の配当受取額(DRFF)を、投資会社および

保険会社の配当支払額 (DPI-N) の代わりに金融法人の配当支払額 (DPA-FE) を用いた。これはTriによって金融法人として差し引かれる部分は、「法人税収統計 (Corporation Income Tax Returns)」や「投資会社および持ち株会社」と「保険」であったが、その後「銀行」および「銀行以外の信用機関」の受取および支払配当も時代の経過とともに重要性を増しており金融法人に含める必要が増大したためであった。しかも小稿で算出する予定の経済部門全体の株式保有構成比の資料となる【Flow of Funds Accounts】に採用される経済部門別構成には銀行やその他の金融機関は独立した部門として取り扱われており、二重計算を避けるためにはこののような部門は差し引いておく必要があった。このため不動産業は、事業法人としての性格が強いにもかかわらず金融法人に分類される結果となるが、不動産業は一九八五年には金融法人の配当受取額の三・六%を占めるにすぎなかつたためあえて金融法人に分類した<sup>(1)</sup>。

第二に、一九八四年以降には統計の発表項目の変更により企業の配当支払額 (DPA) が得られない。内国歳入庁に問い合わせたところのデータは重要でないためこれ以降発表を取りやめたそうである。このため一九八五年から一九九〇年にについては、以下の方法で推定配当支払額 (EDP) を推定した。

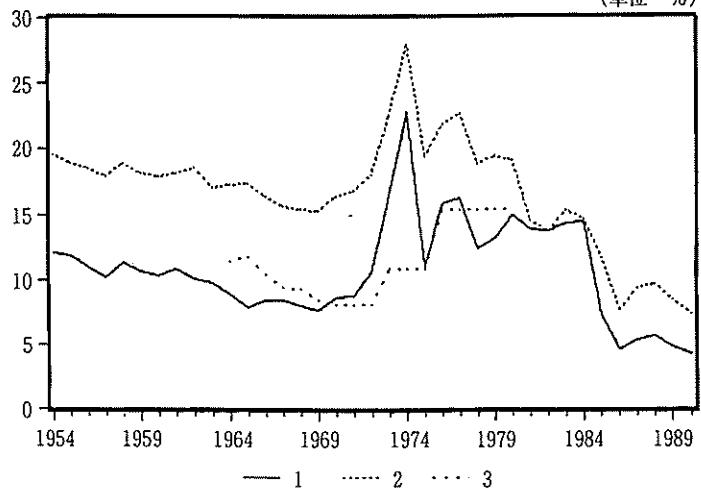
よく知られているように企業の配当性向 (dividend payout ratio, DPR) は、企業の税引き後利益に占める配当支払の比率であり、企業の配当政策を示す指標である。従って配当性向が与えられれば、税引き後利益から配当支払額 (DPA) を推定できるはずである。ここで企業の配当性向は、S&P500種株価指数の採用銘柄については公表されているため、この値が【法人税収統計】対象企業のその値と等しいと仮定されば、【法人税収統計】から税引き後利益を算出すれば配当支払額を推定できるはずである (Hackett, 1986, pp.13-33)。そこではまた、「法人税収統計」によると、税引き前利益 (NI) から各種税額 (TA) を差引いた、それに諸税額

控除 (CR) を加えて、税引き後利益 (PAT) を算出した。次にS&P500種株価指数採用銘柄の一株あたり利益 (PPS) と一株あたり配当 (DPR) の比率 (DPR) を計算した。最後に PAT に DPR を乗じたものをEDPと仮定した (Standard & Poors Corporation, 1992, p.1)。

第三に、この推定は各部門の株式保有構成の変化を示すことが目的であるため国内株式時価総額 (TDS) にSECの推計値ではなく【Flow of Funds Accounts】の株式時価総額を用いている。とはいっても金額は、SECの推計をかなり下回っている。例えばSECの推計によれば、一九七〇年には上場株式、店頭株式および非公開株式を合計した株式時価総額 (TDS) は、一兆三七〇億ドルであり、これが投資会社株式、外国株式および企業間保有を差し引いたTDSは九、一三一四億ドルであった (Tri, 1971, p.44)。それに対し【Flow of Funds Accounts】の株式時価総額は九、〇六一億ドルであり、これから投資会社株式を差し引いた額は、八、五九四億ドルにすぎなかつた。この点からみて両者の数値には九四〇億ドルのひらきがあつた (Board of Governors of the Federal Reserve System)。

しかしのよへんな基礎となる金額の水準に差があることは、回避できない困難ではない。ところは、「法人税収統計」の配当のデータによって企業による株式保有比率を推定し、この比率によって【Flow of Funds Accounts】の部門別株式保有比率を再構成すれば、推計された株式保有の水準はその構成比に影響する、これはないからである。また元來SECが推計しているデータは一九六四年から八〇年に限られているので、統計を延長するためこのSECの推計値を利用する」とはやむを得ない。

図1 企業部門による株式保有比率の推定値 (単位 %)



(注) 1は本推計、2は金融法人を差し引かない受取配当と支払配当の比率、3はSEC推計。

・本推計の1985年から1990年は、S & P500種株価指数採用銘柄の配当性向による推計。

(出所) 表2およびSecurities and Exchange Commission.

このような前提で推定された一九五四年から一九九〇年までの株式の企業間保有比率は、表2および図1に示されている。図1によつてSECの推計値と本推計値と比較してみると一九七三年および七四年に株式保有比率の突出が見られるが、その点をのぞくとSECの推計と類似したカーブを描いている。企業による株式保有比率は、一九五〇年代には一二%程度であったが、一九六〇年代には一〇%弱まで減少した。しかし一九七〇年代から八〇年代初頭には、再び一四%から二〇%までの高い水準に上昇しており、その後一九八〇年代には再び水準を低下させている。

もちろんこの値は、すでに見たように事業法人による株式の企業間保有の比率であり、持ち株会社および不動産会社の持ち株は除外されている。このためこの比率は、いわば最低限に見積もられた事業法人による株式の企業間保有の比率を示していると言えよう。そこで念のため、

表2 支払いおよび受取配当と企業による株式保有比率の推定値 (単位 百万ドル)

	① 支払配当	② (2) 金融部門 支払配当	③ ①-②	④ 受取配当	⑤ (2) 金融部門 受取配当	⑥ ④-⑤	⑦ ⑥/③
1954	11,913	2,049	9,864	2,332	1,142	1,190	0.1206
1955	13,592	2,276	11,316	2,572	1,238	1,334	0.1179
1956	14,498	2,547	11,951	2,688	1,378	1,310	0.1096
1957	14,914	2,750	12,164	2,681	1,444	1,237	0.1017
1958	14,951	2,819	12,132	2,829	1,458	1,371	0.1130
1959	16,242	3,283	12,959	2,948	1,567	1,381	0.1066
1960	17,193	3,446	13,747	3,084	1,667	1,417	0.1031
1961	18,038	3,618	14,420	3,276	1,707	1,569	0.1088
1962	19,565	3,778	15,787	3,645	2,060	1,585	0.1004
1963	21,105	4,080	17,025	3,592	1,943	1,649	0.0969
1964	23,305	4,424	18,881	4,022	2,350	1,672	0.0886
1965	25,997	5,730	20,267	4,521	2,918	1,603	0.0791
1966	27,033	5,451	21,582	4,435	2,625	1,810	0.0839
1967	28,239	5,852	22,387	4,420	2,531	1,889	0.0844
1968	31,563	7,016	24,547	4,856	2,902	1,954	0.0796
1969	32,951	7,768	25,183	5,031	3,097	1,934	0.0768
1970	32,013	6,954	25,059	5,238	3,078	2,160	0.0862
1971	32,593	7,054	25,539	5,500	3,268	2,232	0.0874
1972	36,040	7,473	28,567	6,501	3,450	3,051	0.1068
1973	41,829	8,104	33,725	9,442	3,886	5,556	0.1647
1974	49,281	8,661	40,620	13,792	4,529	9,263	0.2280
1975	45,224	8,730	36,494	8,818	4,788	4,030	0.1104
1976	54,644	9,590	45,054	11,969	4,825	7,144	0.1586
1977	61,537	11,604	49,933	13,932	5,796	8,136	0.1629
1978	70,294	13,600	56,694	13,321	6,309	7,012	0.1237
1979	86,614	18,294	68,320	16,825	7,792	9,033	0.1322
1980	97,379	24,692	72,687	18,655	7,803	10,852	0.1493
1981	120,295	41,998	78,297	17,442	6,642	10,800	0.1379
1982	132,478	46,505	85,973	18,156	6,398	11,758	0.1368
1983	128,299	41,592	86,707	19,607	7,261	12,346	0.1424
1984	144,872	51,315	93,557	21,185	7,711	13,474	0.1440
1985 <sup>(1)</sup>	91,010	23,996	67,014	16,967	7,769	9,198	0.1373
1986	109,605	47,698	61,907	15,156	7,631	7,525	0.1216
1987	103,735	30,556	73,179	13,864	7,145	6,719	0.0918
1988	116,878	27,289	89,589	15,165	7,604	7,561	0.0844
1989	130,442	45,507	84,935	15,480	8,212	7,268	0.0856
1990	140,598	45,830	94,768	13,413	7,109	6,304	0.0665

[出所] Corporation Income Tax Returns Various issues

(注) (1) 1985~1990年の支払配当は、S&P500株価指数採用銘柄の配当性向による推定。

(2) 金融部門とは、「法人税収統計」の「銀行・保険・不動産業」。

金融法人を除かない法人部門全体の支払配当と受取配当によつて計算した株式の企業間保有比率も図1に示しておこつ。この値は、二重計算を含んだいわば株式の企業間保有比率の最大値を示すものであり、不動産会社と事業持ち株会社を事業法人に算入し、その他を金融法人とした場合には、その値は両者との間に定まるであろう。

とはいひ先の推定値に戻る。まず、一九七三年および七四年の高い比率は突出しており、何らかの説明が必要であろう。比率の突出は、支払配当に占める受取配当の比率が上昇したことを示してゐる。そこで表1の原データを見ると、支払配当は増加しているのに対し、受取配当は一九七三年には四五%，一九七四年には四六%も急増しており、受取配当の増加がこの比率上昇の原因であることがわかる。この原因については今後検討する必要があるが、この時期に優先株の発行が増加してゐるがこの原因であるとも指摘されている。

次に、一九八〇年代後半には企業の株式保有比率は急速に低下しており、このトレンドは特殊要因によるのではないかとも考えられる。それよりの値を、別の推計と比較してみよう。(Prowse,1991,p.50)は、アメリカの非金融企業は一九八八年に一四・一%の株式を保有していたと推定した。この値は、本推計の一九八八年の値である八・四四%を七・〇三%上回つてゐる。(French=Poterba,1991)は、一九八七年のアメリカの非金融企業は一四・一%の株式を保有していたと推計したが、この値は本推計の九・一八%を七・七七%上回つてゐる。French=Peterba(一九八七年の推計値)Prowse(一九八八年の推計値)は一致しているため両推計が正しく述べれば、本推計の値は株式保有比率をかなり低く示している可能性がある。ただし両推計の正確な方法は不明である。

ついでProwseおよびFrench=Poterbaの推計にも疑問の余地もある。【法人税収統計】によれば表1に示されるように企業の受取配当は一九八四年をピークとして一九九〇年まで減少してゐる。それに対し、商務省の統計による企業間配当を除外した純支払配当額は一九八五年から一九九〇年まで増大してゐる(Department of Commerce,1994,p.560)。このため企業間配当の減少が純支払配当の増大を相殺しない限り、企業による株式保有比率は低下するはずである。

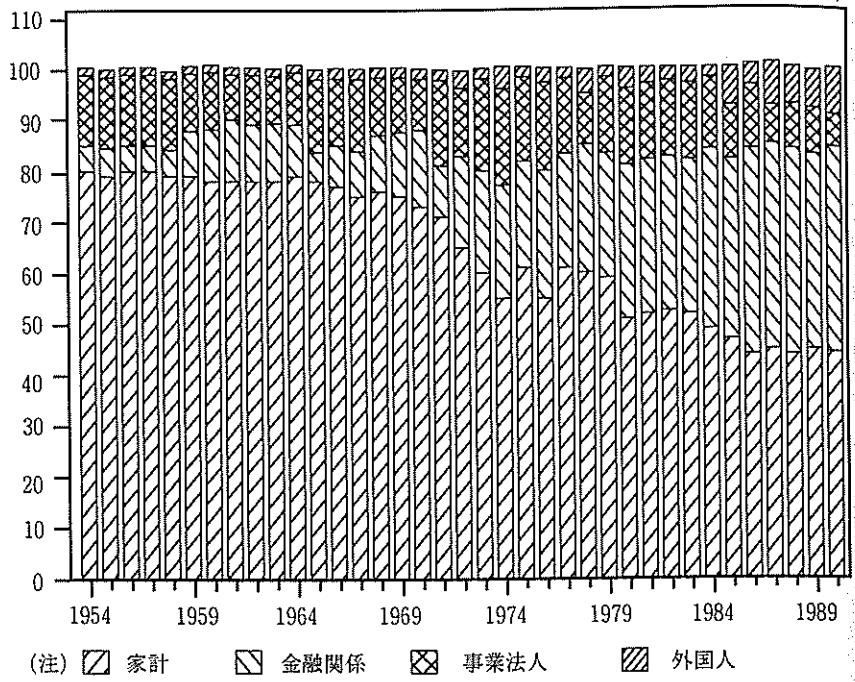
とはいひ本推計が企業による株式保有比率を低く示しているとすれば、次のようないくつかの要因によると考えられる。本推計では一九八五年以降にはDPが得られないためS&P500種株価指数採用銘柄の配当性向によつて税引後利益からEDPを推定した。上場企業の配当性向は高いとも考えられるため、全ての企業の配当性向はより低い可能性もある。このため実際のDPはより小さな金額であり、従つて受取配当が支払配当に占める比率もより高くなる可能性もある。

しかし、本推計がより正確であると考えられる理由もある。一九八六年税制改正により一九八六年以降内国法人からの受取配当所得控除が八五%から八〇%に縮小され、それに一九八七年には七〇%に縮小された。このためこれ以降株式保有に伴う費用が増加したと考えられるため、一九八〇年代後半における企業の株式保有比率の低下はこれを反映している可能性がある(Pechman,1987,p.136;本庄,1987,pp.192-193)。

### 3 調整済み株式保有構成比

最後に、このよつにして得られた企業による株式保有比率を用いて、【Flow of Funds Accounts】から得られた株式保有構成を修正しておこつ。このためには、企業による株式保有比率を控除した残余を【Flow of Funds Accounts】から得られた構成比に従つて按分する必要である。そして企業部門の株式保有構成

図2 アメリカの調整済み大分類部門別株式保有構成比の推移  
(単位 %)



(注) □ 家計 □ 金融機関 □ 事業法人 □ 外国人

■ ブローカー・ディーラー

金融機関は、表3中の商業銀行、貯蓄金融機関、生命保険会社、その他の保険会社、私的年金基金、州政府年金基金、投資会社(オープンエンド型)、投資会社(クローズドエンド型)および銀行個人信託の合計。  
(出所) 表3。

第一に、一九五〇年代にはアメリカの株式は、約八割を家計によつて保有されていた。このため、金融機関による株式保有は一部に過ぎず、外人の保有比率もわずかであった。  
またこの値が持ち株会社を除外していふことも考慮されるべきである。当時アメリカは多くの独占企業や銀行持株会社も存在したはずであり、この

比を含めた部門別株式保有構成比の推移を再構成してみると表3が得られる。これをさらに家計、事業法人、金融機関、外国人およびブローカー・ディーラーに分類して集計してみると図2となる。この図表からは、次のような歴史的变化が読み取れる。

表3 調整済み部門別株式保有構成の推移

(単位 %)

	家計	外国人	商業銀行	貯蓄金融機関	生命保険会社	その他の保険会社	私的年金基金	州・地方政府年金基金	投資会社(オープンエンド型)	投資会社(クローズドエンド型)	ブローカー・ディーラー	銀行個人信託	事業法人	計
1954	80.1	1.80	0.00	0.17	1.13	1.53	1.09	0.04	1.84	0.00	0.24	0.00	12.06	100.00
1955	79.67	7.83	0.00	0.28	1.01	1.50	1.69	0.05	1.92	0.00	0.25	0.00	11.79	99.99
1956	80.38	1.84	0.00	0.27	0.93	1.48	1.87	0.05	2.08	0.00	0.19	0.00	10.96	100.05
1957	80.31	1.83	0.00	0.30	1.02	1.56	2.25	0.09	2.22	0.00	0.24	0.00	10.17	99.99
1958	79.22	1.77	0.00	0.29	0.87	1.42	2.47	0.09	2.48	0.00	0.11	0.00	11.30	100.02
1959	79.08	1.83	0.00	0.28	0.90	1.42	2.85	0.10	2.73	0.00	0.12	0.00	10.66	99.97
1960	78.63	1.85	0.00	0.26	1.00	1.49	3.28	0.12	2.94	0.00	0.10	0.00	10.31	99.98
1961	77.28	1.91	0.00	0.26	1.02	1.51	3.71	0.14	3.28	0.00	0.04	0.00	10.88	100.03
1962	77.29	1.92	0.00	0.28	1.17	1.60	4.07	0.19	3.40	0.00	0.05	0.00	10.04	100.01
1963	77.19	1.98	0.00	0.28	1.12	1.58	4.37	0.23	3.49	0.00	0.08	0.00	9.69	100.01
1964	77.11	1.99	0.00	0.29	1.14	1.64	4.79	0.29	3.68	0.00	0.13	0.00	8.86	99.92
1965	77.46	1.89	0.00	0.29	1.17	1.55	5.27	0.32	3.99	0.00	0.16	0.00	7.91	100.01
1966	76.47	1.78	0.00	0.28	1.25	1.56	5.59	0.39	4.09	0.00	0.18	0.00	8.39	99.98
1967	75.13	2.84	0.01	0.27	1.21	1.45	5.68	0.43	4.36	0.00	0.19	0.00	8.44	100.01
1968	75.66	2.77	0.01	0.22	1.24	1.37	5.77	0.54	4.33	0.00	0.14	0.00	7.96	100.01
1969	74.47	2.85	0.01	0.27	1.46	1.42	6.55	0.78	4.36	0.00	0.20	0.00	7.68	100.05
1970	72.49	2.89	0.01	0.30	1.64	1.41	7.14	1.08	4.22	0.00	0.21	0.00	8.62	100.01
1971	70.68	2.80	0.01	0.32	1.87	1.51	8.07	1.40	4.42	0.00	0.19	0.00	8.74	100.01
1972	66.69	3.07	0.01	0.36	2.10	1.71	9.40	1.74	4.06	0.00	0.19	0.00	10.68	100.01
1973	61.07	3.11	0.02	0.39	2.40	1.83	9.04	1.87	3.55	0.00	0.26	0.00	16.47	100.01
1974	55.74	2.91	0.02	0.45	2.63	1.54	8.49	1.98	3.17	0.00	0.26	0.00	22.80	99.99
1975	63.24	3.70	0.02	0.46	2.94	1.49	10.69	2.54	3.53	0.00	0.36	0.00	11.04	100.01
1976	60.21	3.59	0.02	0.37	2.87	1.41	9.71	2.52	3.12	0.00	0.32	0.00	15.86	100.00
1977	59.75	3.51	0.02	0.43	2.90	1.51	9.81	2.65	2.80	0.00	0.35	0.00	16.29	100.02
1978	51.31	3.63	0.01	0.41	3.02	1.67	12.96	2.87	2.73	0.44	0.17	8.41	12.37	100.00
1979	52.25	3.48	0.01	0.34	2.80	1.79	12.64	2.67	2.55	0.36	0.19	7.70	13.22	100.00
1980	52.90	3.50	0.01	0.23	2.51	1.76	12.12	2.40	2.29	0.26	0.18	6.92	14.93	100.01
1981	52.07	3.81	0.01	0.19	2.73	1.92	12.94	2.83	2.22	0.25	0.21	7.04	13.79	100.01
1982	49.51	4.01	0.01	0.17	2.78	2.02	14.87	3.17	2.60	0.22	0.26	6.71	13.68	100.01
1983	46.95	4.23	0.01	0.19	2.73	2.11	15.36	3.93	3.26	0.19	0.44	6.38	14.24	100.02
1984	45.09	4.36	0.00	0.19	2.74	2.03	16.28	4.37	3.66	0.17	0.40	6.32	14.40	100.01
1985	45.26	4.50	0.00	0.19	2.66	2.04	16.67	4.31	4.08	0.15	0.51	5.91	13.73	100.01
1986	45.16	5.31	0.00	0.22	2.40	1.92	17.32	4.73	5.07	0.24	0.55	4.93	12.16	100.01
1987	45.62	5.71	0.00	0.23	2.62	2.12	17.53	5.51	5.91	0.34	0.35	4.98	9.18	100.01
1988	45.07	5.92	0.00	0.25	2.64	2.11	17.97	6.47	5.53	0.37	0.36	4.88	8.44	100.01
1989	43.92	6.25	0.11	0.27	2.55	2.01	17.62	7.20	6.01	0.37	0.34	4.80	8.56	100.01
1990	45.80	5.84	0.06	0.23	2.58	2.10	17.33	7.80	6.14	0.38	0.25	4.83	6.65	99.99

(出所) 表2およびBoard of Governors of the Federal Reserve System.

ような企業による株式保有も含めれば、企業による持ち株比率はより高かつたであろう。

第二に、一九六〇年代には、家計の株式保有比率はやや低下したにすぎず七〇年代末にも七割強の株式が家計によって保有されていた。金融機関の株式保有比率は年金基金および投資会社の成長を主因として暫増し、企業は逆に保有比率を低下させたため、金融機関の株式保有比率は企業を上回るようになったが、一九七〇年代前半においても金融機関と企業による株式保有比率は類似した水準にあった。

第三に、一九七〇年代後半以降には家計のシェア低下が加速し、一九八〇年代には五〇%を割るようになつた。もっとも一九七七年から七八年における急低下は、個人信託の分離によるものであり、以前から家計のシェアはより小さかつた可能性が高い。他方では金融機関の成長が続いたため金融機関の株式保有比率が上昇し、一九八〇年代末には家計のその値に接近した。この結果金融機関の株式保有比率は企業のその値も回復に向かつたにも関わらずそれを上回るようになり、この傾向は一九八〇年代を通じて強まつた。

このような点からみて、第二次大戦後のアメリカにおける株式保有構造は当初は家計と企業による保有が中心であり、その特徴は第二次大戦期までに形成された可能性が高い。しかしこのような保有構造は、一九六〇年代後半から七〇年代前半までは安定していたが、一九七〇年代後半以降に転換期を迎えて、家計と企業を抑えて金融機関のシェアが拡大する傾向が強まつた。換言すればアメリカの株式保有構造の諸特徴は、この時期に変容を開始したと言えよう。

### むすびにかえて——残された課題——

以上検討したように『法人税収統計』を利用してすることにより、アメリカにおける事業法人による時価ベースでの株式保有比率を推計する度はある程度可能であった。そしてこの推計によれば、アメリカでも事業法人による株式保有比率は時期によって大きく水準が変動しているが、第二次大戦後から一九六〇年代前半までの時期には金融機関より高水準であり、一九七〇年代にもかなりの水準に達していたことが明らかになった。このため事業法人は、第二次大戦後には個人に次ぐ重要な株式保有主体であったが、その後金融機関の重要性が増すとともにその地位を低下させていったと考えられる。

とはいえる以上の推定もまだいくつかの課題も残している。その最大のものは、投資会社が持ち株会社と分離されていないため、事業法人の株式保有が持ち株会社を含んでいないことである。このため持ち株会社の実態の解明が今後の課題となる。また一九五〇年代の株式保有構造はどうにして形成されたのかという点の分析は、例え連続したデータは得られないとしてもある程度解明される必要がある。最後に、一九三六年歳入法による法人間配当課税が企業部門による株式保有にどのような影響を及ぼしたかが、一九八六年税制改正との関連で検討されなくてはならない。

また以上の推計値は、事業法人による株式保有が決して日本だけの特徴ではないことを統計的に明らかにしたため、日米比較が次の興味深い課題となる。しかし日本との長期的な比較を行うためには、日本の市場価値でみた株式保有統計が一九七〇年以後しか利用できないため、それ以前の値を推定することが必要になる。とはいえるためにはかなりの作業が必要であるため、この点の検討は別稿の課題としたい。

(一) Internal Revenue Services (1985) .p.36.

## [経済文庫]

- Board of Governors of the Federal Reserve System(Quarterly). *Flow of Funds Accounts*. Washington D.C.  
Department of Commerce(Monthly). *Survey of Current Business*.
- French, Kenneth R. and James M. Poterba(1991)."Were Japanese Stock Price Too High?," *Journal of Financial Economics*,29,pp. 337-363.
- Hockett, John T.(1986),"Dividend Policy."(Edward I. Altman ed., *Handbook of Corporate Finance*, New York,pp.13-33).
- Internal Revenue Service(Annual). *Corporation Income Tax Returns*.
- Pechman, Joseph A.(1987). *Federal Tax Policy Fifth Edition*.Washington D.C.
- Prowse, Stephen D.(1992)."The Structure of Corporate Ownership in Japan." *The Journal of Finance*. Vol. XLVII, No.3. pp.1121-1140.
- \_\_\_\_\_(1991)."Comments on The Changing Role of Institutional Investors In The Financial and Governance Markets."(Arnold W. Sametz ed.,*Institutional Investing: The Challenge and Responsibilities of The 21 st Century*. Homewood, pp. 48-53).
- Securities and Exchange Commission (Monthly). *Statistical Bulletin*.
- Standard & Poors Corporation(1992). *Standard & Poor's Analysts Handbook Official Series 1992 Annual Edition*.
- Trí Le Manh(1971)."The Market Value of Outstanding Corporate Stock in the U.S."(*Statistical Bulletin*, Vol. 30, No.19. pp. 42-47).

## 非居住者への利子源泉課税について

先月号では、外國為替取引への課税構想をめぐる議論を検討したが、今回は、債券の国際的取引にともなう非居住者利子所得への源泉課税の問題をとりあげることとする。この問題は、一九八四年七月に米国が非居住者源泉税を廃止したことを契機に、以後現在まで、国際証券市場における一大テーマとなっている。日本でも現在、居住者ユーロ円債の還流制限緩和・撤廃（今年三月に制限期間を現行の九〇日から四〇日に縮小し、九八年三月には撤廃の方針）にかかる課税見直しの有無や、また、源泉課税制度に起因する非居住者の日本国債投資の歪み、などが注目を集めている（後述）。同課税制度の今日までの変遷を簡単に整理し、現在の問題点を明らかにすることとする。

### 国際課税と外国税額控除

証券取引の国際化とともに、税制上の問題は、さかのばれば、各國の主権（その一部である課税権）が、一般的に、国内居住者と国内領土の双方に及ぶとされるところに由来する。例えば、日本は国内の居住者に対する主権を有するところから、居住者の所得に対しては、それが国内で得たものか国外で得たものかにかかわらず課税することができる。他方同時に、日本の領土に対する主権を保持するものとして、国内で発生した所得であれば、それを取得するものが居住者であれ非居住者であれ、課税することができるとされているのである。

しかしながら、すべての国が同じように二種類の対象に課税権を行使するため、一つの所得に対する二重の課税がなされる場合が発生する。例えば、米国の歌手が日本でコンサートを開いて収益を得た場合、日本政府は日本国内で発生したことを根拠にその所得に課税し（領土主権の行使）、米国政府は自国居住者の所得であることを理由に課税する（対人主権の行使）のである。債券投資の場合も同様である。利子所得の取得者に対する課税権と利子所得の発生地（利子支払い企業＝社債発行企業の所在地）に対する課税権とが重なってしまうのである。<sup>(1)</sup>

そこで、こうした二重課税部分を控除する方法の一つとしてとられているのが、日本を含む多くの国で採用されている外国税額控除制度である。外国での所得がある納税者は、先に述べたように、まず所得を得た国で課税され、次に全所得（外国での所得十自国内での所得）に対して自国で課税されるのであるが、外国税額控除制度のもとでは、自国での課税の際、外国での課税額が税額控除されるのである。これによつて国際的二重課税は回避され、かつ、所得の合計が同じであれば、その発生地別の構成が居住国の内外でどのようにあっても、同一の税額となるのである。<sup>(2)</sup>

しかしながら、こうした外国税額控除制度は必ずしも実効的ではない。と言うのは、まず、税額の控除を受ける手続きが十分に簡便ではなく、また、外国での課税から国内での控除までの期間、機会費用が存在するからである。さらに、控除を受けるためには、当然、国内税務当局に対して外国での所得を申告しなければならないのであるが、とりわけ国際証券投資の場合、利子所得を生んだ元本の出所を明らかにしたくないとする資金の割合が小さくないため、控除制度が機能しないことがあった。（結果的に同じこととなるが）非課税法人の場合も、そもそも自国内で課税されないため控除のされようがなく、外国での課税額をそのまま負担せざるをえないものである。

(1) 一国間で結ばれる租税条約は、国際的な経済交流の促進を目的に、領土主権にもとづく課税、すなわち非居住者への所

得源泉地での課税に一定の制限を相互設定するものであり、利子所得に対する源泉課税率は、多くの場合10%以下とされている。

(2) 中尾武彦「国際的二重課税と国際租税制度」(貝塚啓明他編『グローバル化と財政』有斐閣、一九九〇年所収)、宮島

洋「税制の国際化に関する一考察—国際的金融・証券取引を中心として—」(『金融』一九八七年七月)、八雲 肇「ユー

ロ円債の源泉課税問題を斬る(上・下)」(『金融財政事情』一九八四年一〇月八日、一五日)。

### 非居住者利子所得への課税権の放棄

このような状況の中で、自國で発生する利子所得（自國企業から支払われる利子）に対する課税権を放棄する国・地域（タックス・ヘイブン）が現われた。ルクセンブルクやオランダといった国々は、先に述べた主権国有する一種類の課税権のうち対領土課税権（の一部）をみずから放棄し、それによって金融子会社の誘致を図ろうとしたのである。

その結果、例えばヨーロッパ市場での資金調達を考える米国の企業は、西イングランド諸島内のオランダ領アンティールズに子会社を設立し、その子会社が発行体となることによって、（少なくとも発行体の所在地では）利子に課税されない債券が発行できるようになつたのである。（もちろん、投資家が利子所得を申告すれば居住国の税制に応じて課税される」とは言うまでもない。）

それでもこうした課税権の放棄をおこなうのは小国にとどまっていたのであるが、一九八四年に米国自身が同様の措置に踏みきったところから、非居住者への利子課税廃止が世界全体を揺るがす問題となつたのである。

米国が非居住者利子課税を撤廃した理由は、第一に、先述のオランダ領のタックス・ヘイブンを経由した起債は知名度の低い会社には難しく、かつ、比較的低率とはいえるオランダへの一定の税負担が必要であったことから、米国企業から米国国内での撤廃が求められたこと、第二に、政府自身に、財政赤字の増大に直面して非居住者からの米国債投資を促進する必要があつたことである。

世界最大の金融・資本市場を擁し、かつ国際通貨国でもある米国のこの決定は、小国の場合タックス・ヘイブン創出とは全く異なる意味をもつていた。もちろん、小国の場合であっても、タックス・ヘイブンの誕生が各国の市場改革に影響を与えることは間違いないが、それは漸進的なものにとどまり、オフショアとオンショアとの併存が一定程度可能であろう。しかしながら米国の場合、それが米国債への資金流入を通じて国際通貨ドルの為替レート、すなわち、各國の為替政策に直接的な影響を及ぼすものであつたために、各國は逡巡する暇も与えられないのでまま、課税撤廃の市場間競争に駆り立てられることになつたのである。それが、同年一二月から実施された、西ドイツとフランスの課税撤廃措置であった。

すなわち、当時の米国では、レーガノミックスの名のもとに高金利・ドル高政策がとられ、それによつて財政と貿易の赤字がファイナンスされるという状況にあつたが、その上さらに非居住者への利子課税を撤廃することで、国内企業・政府の外国からの資金調達を容易にしようとしたわけである。それがさらなるドル高（＝マルク・フラン安）をもたらす要因となることは言うまでもない。これに対して、西ドイツの通貨当局を中心に、マルク相場の下落をとどめるべく米国にならつて非居住者への利子課税を廃止すべきであるとの議論が高まつたのである<sup>(3)</sup>。

こうしたプロセスにおいて、各国それぞれの自国资本市場の活性化という目的が大きな位置を占めていたことは当然である。米国の決定の際には、国際債市場の中心を欧洲から取り戻すといった側面も強かつたであろうし、

また、西ドイツの決定は、マルク債市場の国際化（八五年五月）と時期的にも重なっている。しかしながら、各國が、時間をおくことなく競争的に非課税措置をとらざるをえなかつた理由の一つは、逆説的であるが、それが直接的には市場間の規制をめぐる問題としてでなく為替レートの不安定化として現れたためではないかと思われる。であるからこそ、最初の、基軸通貨国である米国の方的な決定が、その後の競争的規制緩和の契機となつたのである。<sup>(4)</sup>

すなわち、非居住者の利子源泉課税をめぐる問題には、①租税政策、②資本市場振興策、③国際収支政策、④外国為替政策などの側面があると思われるが、小国のタックス・ヘイブンの創設によつて生じるのは、①と②にとどまるのに対して、米国のような大国が非課税措置をとることによつて、問題は①から④のすべてを含むものとなり、その他の国々について緊急の課題となつてしまつたのである。このことは、逆に、③と④の国際收支・為替政策上の必要を欠いていた日本において、非居住者への課税廃止が不完全な形でしかなされなかつたことの一つの理由を示しているとも思われる。次に日本の場合を見てみよう。

(3) 中川辰洋「資本市場振興からみた利子源泉課税廃止の意義—西ドイツおよびフランスを中心にして」〔証券研究〕第七五巻、一九八五年三月）、笠井浩治「米国債券の利子源泉課税廃止とユーロ円債利子源泉課税」〔大和証券資料〕一九八四年一二月）、園田成晃「欧米における利子源泉課税の廃止とその影響」〔公社債月報〕一九八五年四月）など。

(4) 本稿と視点は異なるが、大国間の非課税競争を、小国のタックス・ヘイブンと区別して批判する見解として、例えば、水見野良三「経済教室：金融の税優遇競争避けよ」〔日本経済新聞〕一九九四年一一月二二日）。そこでは、OECD作業部会の立場から、大国間の金融に関する「税の競争」は、結局は製造業と少額納税者に負担を転嫁するものであり、「競争」ではなく「税の協調」が必要であるとされる。

#### 日本における非居住者利子所得への課税

日本における非居住者利子源泉税は、日米円ドル委員会での検討を経て、八五年四月から廃止された。しかしながら、撤廃されたのはユーロ円債のみであり、欧米では同時に非課税化された国内債については撤廃されなかつたのである。その結果、整理すると、この時点での非居住者利子所得への課税状況は次のようになる。

- (一) 居住者発行の期間五年以上の外貨建て外債については、非課税
- (二) 居住者発行の期間五年以上のユーロ円債について新たに非課税とする（ただし、居住者保有に対しては課税）
- (三) 居住者発行の国内債については課税
- (四) 非居住者発行のユーロ円債については非課税<sup>(5)</sup>

(一) は、従来、一〇%の課税がなされていたものが、一九六八年に外貨準備対策の観点から国内企業の外貨債発行を容易にするため、償還までの期間三年以上のものに限定して非課税とされた（租税特別措置法七条の二）のが始まりである。その後、国際収支の動向を主たる理由に、期間の制限・緩和、課税復活などが繰り返されたが、七八年度から(一)に記した規定となり、八五時点までそれが延長されてきたものである。（八八年度に、期間は四年以上に緩和され、現在に至つている。）

八五年に新たに実施されたのが(二)であり、(一)で非課税とされていた外貨債にユーロ円建てを加え、対象債券を「民間外貨債」から「民間国外債」に変更したのである。<sup>(7)</sup>しかしながらその一方で、(三)が示すように、前年の欧米での非課税措置と異なつて国内債については非課税化は認められなかつた。米国や西ドイツなど

では、むしろ、この国内債（特に、国債）への外国資金の導入が大きな目的となっていたにもかかわらずである。

このように日本の八〇年代半ばの源泉税廃止が欧米と比べて中途半端なものとなつた最も大きな理由は、（狭義の）租税政策上のものであったと言われている。一つには、日本に源泉のある非居住者の所得の中で、（例えば、歌手のコンサートによる所得には課税されるにもかかわらず）なぜ利子所得だけを非課税とするのかという点であり、もう一つは、包括的な総合課税が困難な状況下で、源泉課税の撤廃は、それが非居住者に対するものであつても最小限に食い止めねばならないとされた点である。同じ国内債をその保有者が居住者であるか非居住者であるかによつて源泉課税の対象・非対象とするのでは、源泉制度全体へと問題が波及しかねないと懸念されたのであつた。それゆえ、居住者発行のユーロ円債に関しても、（二）のように、非居住者が非課税とされると同時に、居住者に対しては新たに源泉課税の措置がとられたのである。

しかしながら、先に述べたように、国債管理や為替政策上の理由が存在しなかつたことも、欧米とは異なつた対応をもたらした一つの要素となつたのではないかと思われる。すなわち、財政再建が最重要課題となる一方で、非居住者によるファイナンスの必要性は米国ほどの深刻さをともなつものではなく、また、ドル高による自国通貨の低下傾向は、西ドイツと異なつてむしろ望ましいものとみなされていましたとさえ言えよう。つまり、欧米の場合に存在したそういう財政・為替政策上の理由が存在しない日本にとって、源泉税撤廃のインセンティブは、資本市場改革（と、それを要求する米国からの圧力への対応）という側面に限定されていたのであり、しかも、為替政策上の要請と資本市場育成策上の要請に背反する面があり、さらには、国内社債市場改革が漸進的にしか進まない状況のもとで、非居住者への源泉課税廃止措置は限られたものとなつてしまつたのではないかと思われる。

（5）非居住者発行のユーロ（円）債の利子所得が非課税となるのは当然である。この場合には、日本の税務当局には、居住者主権の面からも領土主権の面からも課税権が存在しないからである。

蛇足であるが、それにもかかわらず、非居住者のユーロ円債発行に関する許可権は日本の大蔵大臣にある（外為法第二一条）。課税権と通貨主権では、國際慣習上、その効力範囲が異なるからであろう。類似の例として、日本の金融機関の外国子会社（現地法人）の業務を大蔵省が規制できる（例えば、三局指導）根拠という問題があるが、これについては、「違反の行為が外国で行われても、その行為の実質的効果が国内において生ずるならば、[国内法が適用される]」という「客観的属地主義」の原則が「國際慣習法としてあるていど確立」しているからであるとされている（鈴木竹雄・河本一郎『新版証券取引法』有斐閣、一九八四年、一七七頁）。

（6）資本市場研究会「税制資料集III—利子・配当所得税制」一九八八年。

（7）非課税措置がとられた八五年度には、適債基準の緩和もあいまつてのことではあるが、居住者ユーロ円債の発行額は二、四七〇億円に達している。しかしそまでの起債例は、八〇年代前半に、オイルマネー導入を目的に私募形式でなされたもののみであった。しかもそれは、投資家が国家機関であったことから免税措置がとられていたのである。また、八四年の四月には居住者ユーロ円債のガイドラインが緩和され、普通社債で約四〇社が発行可能であつたにもかかわらず、源泉税が障害となつて起債は実現していなかつた（『大蔵省国際金融局年報 昭和六一年版』一四一頁）。さらには、（二）の居住者外債（外貨債＋ユーロ円債）も、課税対象となつているもの（現行では期間四年未満）については、現在まで事実上起債例がない。いずれも、利子所得への源泉課税が国際市場においては事実上の発行禁止措置となることを示している。

しかしながら、こうした日本の対応策が、市場にいくつかの歪みを生み出していることは否定できない。例えば、はじめに述べたように、居住者ユーロ円債の環流制限が緩和され、さらには撤廃されるとなると同じ居住者ユーロ円債でも非居住者保有に関しては非課税、居住者保有期間にについては源泉課税ということになる。また、同一の発行体であっても国内債であれば、保有主体にかかわらず源泉課税の対象となるなど、バランスを欠いた状況となっている。

さらに、源泉課税は、金融機関の信用力低下とあいまつて国債と高格付非居住者ユーロ円債との利回り逆転をもたらしている<sup>(8)</sup>。というのは、①従来、非居住者が日本の国債に投資する場合、利子源泉税を回避するため、源泉税を免除される指定金融機関の名義を借りていたところ、②不良債権問題の深刻化とともに金融機関破綻時ににおける国債所有権の不安定性という問題が顕在化し、③投資先が、同じく円建て債であっても、そもそも源泉税が存在しない非居住者発行のもの（世銀債など）にシフトしている、からである。その結果、円建て債において、当該通貨発行国として最もリスクが小さいはずの日本国債よりも世銀債のほうが利回りが小さいという事態が生じているのである。こうした現象も、米国の一方的な措置に端を発する市場の「国際化」が国内の制度改革を強要する一つの例であるとはい、OECDやECで議論されている各国間での「税制の共通化」が停滞している現状のもとでは、残された現実的な選択肢は多くはない。また、最近の円安傾向の定着は、源泉税撤廃を促す要因の一つともなりうるであろう。

(8) 「日本国債からユーロ円債にシフトする海外投資家」〔金融財政事情〕一九九五年六月二六日号)。

(伊豆)

## 中国国有企业における 「現代企業制度」の改革について

### 一、はじめに

中国国有企业の改革はほぼ十七年前からスタートし、「放権讓利」（国家が経営権を手放し、利益を企業に譲る）を改革の中心として、「利改税」（利潤の上納から納税へ）、「経営自主権の拡大」、「工場長の責任制」、「経営請負制」などの改革が進められてきた。これらの一連の改革は、企業の経営メカニズムの転換、計画経済から市場経済への移行に一定の役割を果たした。しかし、今までの国有企业の改革はいわば過度的な性格を持っており、短期的な視点に止まっているという批判がある。国有企业の赤字問題、政府と企業の関係、国有資産の拡大と管理などの問題は長期的にしか解決できず、抜本的な改革が必要と見られている。

九三年末に開催された中国共産党の一四期三中全会は「社会主义市場経済」という改革方針を定め、それに対応して「現代企業制度」（近代的な企業制度）の構築を目指し国有企业の改革を進めている。九五年に入り国务院は一〇〇社の国有企业を選定し改革実験を開始した。それと関連して一八都市の国有企业の資産構成の最適化、五六社の企業集團化、三社の政府持株会社化の実験も始まった。とはいえる「現代企業制度」の導入は必ずしも容易なことではない。なぜなら、社会保障制度が不十分なため、この改革の実行によって企業倒産、失業の発生などが表面化し、社会的不安に繋がる可能性が指摘されているからである。小稿ではこの「現代企業制度」の特徴、改革の狙いおよび進展状況を概観しその到達点と問題点を探つてみよう。

## 二、「現代企業制度」改革の目的と特徴

「現代企業制度」改革の最終的な狙いは公有制と市場経済の結合の道を探り、「社会主義市場経済」の体制を確立することである。そのためには企業制度の改革が必要で、国有企业は経営のメカニズムを根本的に転換し、独立した法人として市場の競争環境に適応しなければならない。そして指令的計画経済から「社会主義市場経済」へ大きく転換させるとともに、社会保障制度の確立を含む一連の総合的な社会経済体制の改革が必要になる。

「現代企業制度」は中国国有企業改革の将来の方向として位置づけられており、その基本的な特徴は企業の資産関係の明確化、企業法人の経営責任の明確化、自主経営、独立採算、納税の義務、政府行政と企業経営の分離、有限責任制および科学的管理などである<sup>(1)</sup>。中国国家経済貿易委員会の陳清泰副主任は以上の特徴について次のようにコメントしている<sup>(2)</sup>。

「現代企業制度」における資産関係の明確化とは、企業の出資者を明確にすることである。そのためます市場経済に適応できるよう国有資産の管理、監督及び運営システムを改めなければならない。国有企业に対する出資者が明確にされたあと、それぞれの代表者は企業に参加し、自己の権利行使することができるようになる。こうして国有企業は従来の経営メカニズムを転換し、経営自主権を持つ独立した法人として市場競争を行なう。国家は国有資産の所有権を確保し、その一方で競争し合う多数の独立企業が形成され、その結果、公有制と市場経済の結合という問題を根本的に解決することができる。

また、経営責任の明確化の重点は、権利と責任の両面に置かれている。一つは、国家と企業との間の権利及び責任関係を明確にすることである。すなわち国家は出資者としての権利を国営企業に対して行使すると同時に、企業の債務についてその投資額の範囲内で有限責任を負う。また企業は政府を含む投資者の出資金及び貸付金から成る法人財産および企業収益に対し、占有、運用、処分する権利を持つ。もう一つは、企業内部に法人機構を設け、規範的な指導体制と組織を形成することである。また「会社法」に基づいて経営組織、意思決定機構および監督機構を形成し、各機構の権利と責任を明確にする。

その他、政府行政と企業経営の分離で重要なことは、政府と企業のそれぞれ役割分担を明確にすることである。まず政府はマクロ経済の管理責任と国有企业の経営責任を分離しなければならない。次に、国有資産の監督管理と経営を区別しなければならない。この両者を分離することで、政府の市場コントロールと企業の自主経営権の確立という基本的な条件を満たすことができる。つまり今まで一体となっていた政府—企業の役割（職務）を変えて、政府は経営権を企業に返し企業の意思決定と生産活動に対して直接に干渉しない。一方企業は福祉などの社会的機能を政府に任せ、経済的利益を追求することを活動の目標にすることである。

「現代企業制度」のもう一つ重要な特徴は科学的管理である。それは生産力の発展と社会進歩を意味し、また企業努力の目標でもある。経営管理について考慮すべきことを次のように要約できる。（1）企業の経営発展戦略の確立。（2）リーダーシップと組織の形成。（3）市場情報の把握と即時かつ有効な反応。（4）企業内の各生産要素の組み合わせの調整。（5）市場の競争力を高めることを目標とした各管理制度の整備。（6）有形資産の管理・運用、自己資本増大の重視。（7）人的資源の開発と企业文化の育成。（8）法律と信用の遵守および良好な企業イメージの維持。

以上説明した重要な特徴は相互に関連し合い、その全てがうまく実現できれば、国有企业の問題は総合的に解決することができるであろう。「現代企業制度」改革の中心は企業の経営メカニズムの転換である。それは

企業を国家指令に基づき生産計画を遂行する以前の管理体制から、市場の中で企業の経営目標の達成を目指す競争的な市場システムへ変化することである。改革後の企業は独立した法人として自主経営、損益の自己負担という原則に立ち、それに対応して追求する経営目標も変わり、企業や経営者の評価基準も変わることになる。今後、企業と政府との関係、企業と顧客、企業と企業、企業と銀行、企業と従業員の関係等も築き直さなければならない。それは企業にとって大変深刻な変革でもある。

要するに、陳清泰氏によれば、市場経済の経営諸原則を国有企业に導入し、それを効率的に運用していくことが「現代企業制度」の根本的な目的である。このため彼は企業経営のメカニズムの転換、企業制度の改革ばかりでなく、政府の機能転換も含む一連の総合的な経済体制の改革が必要なことを強調した。とはいえたる同氏は国有企业の改革および政府機能の転換のいずれについても、問題は複雑かつ困難であることを示唆した。

### 三、「現代企業制度」改革の進展状況

九五年からスタートした「現代企業制度」改革は一年を経過したに過ぎない。現在のところ、一〇〇社の試行企業改革案のうち七一社が国家經濟貿易委員会、国家経済体制改革委員会などから認可された。杭州蒸気タービン動力集团公司、重慶鋼鐵集团公司、冶金鋼鐵集团公司、唐山ソーダ工場、保定天威公司、四川沱牌公司、廣州双橋公司などの一五社はすでに会社登記の手続きを終えて正式に営業を開始している。残る企業の改革案も最終的検討の段階に入っている。その他、五六社の企業集団、三社の政府持株会社も改革に着手した<sup>(3)</sup>。

改革案が認可されたこれらの企業は五つのパターンで改革を進めている。すなわち（1）唐山ソーダ工場など

は出資者によって有限会社あるいは株式会社に改める。（2）一部分の企業は全額政府出資の国有集団公司に改造成され、その生産担当部門は株式会社あるいは有限会社に改組される。例えば重慶鋼鐵集团公司などの企業がこのような改組を受ける。（3）湖北化纖工場などは各種政府機関全額出資の株式会社に改造される。（4）監督官署（局）の一部はそのまま全額政府出資の持株会社に変身する。例えば青島益青實業总公司などの企業がそうである。（5）経営不良の企業は破産させる。今まで一社だけが倒産した。

以上のような改革を行なった結果、これらの企業がどのように変化したかをまとめると次のようである。

まず第一に、国有資産への投資者が明確にされ、多くの企業は親会社と子会社の形に再編された。子会社の多くは有限会社あるいは株式会社に改組された。現在のところ揚子電器、徐工、長春ガソリンエンジンおよび西北ペアリングなどの企業はA株上場の許可を獲得しており、近い将来上場される予定である。少なくとも改革に乗り出した国有企业では、政府は「会社法」に基づいて企業の債務に対し有限責任を負うにとどまるため、以前のように國家の「大釜の飯を食う」ことはできなくなり、損益の自己責任の基礎を築くことができた。

第二に、企業資産の流動性が高まり株主の変更・増減および資本の参入が容易になつた。例えば重慶鋼鐵集团公司の場合、重慶市人民政府からの借入金一億四千万元を国が肩代わりして、それを政府出資金にした。三億八千万元であった長期借入金は中国冶金建設总公司の株式に転換した。他の企業でも債務の一部分を政府出資金あるいは株式に転換する動きが見られた。

第三に、企業の資本構成改善の道が開かれた。例えば唐山ソーダ工場は四社からの借入金を出資金に転換した。これによつて同社の資本金は増大し、資産負債比率は九〇%から六〇%に低下した。先の重慶鋼鐵集团公司のケースでは、資本金の増加に伴つて資産負債比率は八一・七%から七四・八%に下がつた。そして重慶市人民政府

は重慶鋼鐵集團公司の資産負債比率が六五%に下がるまで法人所得税の五五%および税引き後利益の全額を内部留保させ、それを政府資本金増額のために充当することを決めた。こうした例に見られるように「現代企業制度」改革の実行によつて、現在大部分の国有企業が抱えている高すぎる資産負債比率の問題を解決する方向を提示したと言えよう。

第四に、企業の組織構造が変貌した。出資者の代表は株主総会、取締役会および経営陣に参加し、企業の内部において、所有者、経営者、労働者の相互制約のシステムを形成した。企業が完全な企業法人的性格を備えたことにより出資者の権益が保証され、企業に対して監督する権限は強まつた。

第五に、試行企業はそれぞれ経営の発展戦略を制定し「組織改革、制度改革、技術改良、企業管理の強化」に努力するようになった。

第六に、改革案の中には、各企業は政府の支持を得て余剰人員を削減すると同時に、企業が義務的に負担している社会的サービスを分離してその負担を軽減するなどの内容も含まれている。例えば太原鋼鐵公司は日々に学校と病院を政府に移管することを決定した。また重慶鋼鐵集團公司は五年内に余剰になった一万九千人を再配置し、そのうち六千八百人は自分で新たに仕事を探さなければならない。それと同時に、同公司が運営、管理している二六の高等学校を全部地元政府に移管することを決定した。現在国有企业の従業員八千万人の三〇%は余剰人員（二千四百万人）と推定され、一人当たりの年間給料を平均四、〇〇〇元として計算すれば、国有企业は年間九六〇億元を支給しなければならないことになる。その金額は国有企业の昨年度の利潤総額を一〇〇億元も上回ることになる。<sup>(4)</sup>

これらの変化を見ると、改革後の企業は政府との関係を是正し資産と組織の形態を変化させることによって企

業の独立性、競争力、活力を高めていると言える。また余剰人員の削減、企業の社会的サービス機能の分離などの問題が非常に深刻になつていることも示されている。<sup>(5)</sup>

本世紀末までに「現代企業制度」を確立することに自信があるかどうかについて、国有企业の経営者一、二〇〇人を対象に全国六九の都市で行なつたアンケート調査によると、一、〇九四件の回答結果は、自信満々が一三%、かなり自信を持つているが四〇・五%、どうにか自信があるは一九・一%で、二項目を合わせて自信があると答えた比率は八一・七%を占めた。逆に自信がないは一五・九%、全く自信がないは一・四%で、二項目の合計は一七・三%だった。<sup>(5)</sup>この調査結果が示しているように大部分の国有企业の経営者は「現代企業制度」改革に對して自信を持つていると言えよう。

「現代企業制度」改革と関連して、九五年から一八の都市は「資産構成の最適化」の改革を開始し、企業の整理（吸収合併、倒産）および社会保障制度の確立を進めており。それらの都市では、現在まで一六一社の企業が倒産あるいは倒産の手続きをしており、倒産した企業だけでもその資産額は一八億七千元、債務総額は三一億元にのぼる。そして倒産に伴い五万三千人の従業員が職を失つたが、ふたたび就職できたものの比率は九九%に達している<sup>(6)</sup>。しかし倒産した企業の債務処理の問題はかなり困難で最終的に銀行の経営に悪い影響を与えるであろう。最近、過大な債務を清算しようとして倒産を申請する国有企业も出てきているが、倒産した企業の従業員に再就職の機会を提供することは企業改革にとって難問中の難問である。このため政府は「多兼併少破産」（できる限り企業の吸収合併を促進し倒産を抑制する）の方針を採り雇用の安定を図つている。

国家經濟貿易委員会と経済体制改革委員会は、現在一八都市で試行中の総合的な改革実験を九六年以降さらに五一都市に拡げ、「抓大放小」（大企業をしつかり掘んで、中小企業を自由に任せること）という政策のもとに、

二〇〇〇年までに一千社の大型国有企业の組織再編を優先的に進める予定である。また各地方の省・市政府も一千社の国有企业を選んで「现代企業制度」改革に真剣に取り組もうとしている<sup>(7)</sup>。

#### 四、むすびにかえて

以上「现代企業制度」の特徴を説明し国有企业改革の目的を明らかにしつつその進展状況を概観した。この改革は「社会主义市場経済」をキーワードとして、国有企业の資産関係、経営責任の明確化、有限責任制、政府行政と企業経営の分離、企業管理の強化および不良債権の処理などについて新たな一步を踏み出したものである。しかし企業の経営メカニズムの転換に伴う倒産、失業および社会保障などの問題を同時に重視しなければならない。社会保障制度の確立、国有资产の運営、管理および監督のための新たな機構の構築も急務になってきたと考えられる。

#### 注

- (1) 中国共产党第一四期三中全会で採択された「社会主义市場経済体制確立に関する若干の問題についての決定」による。
- (2) 「国有企业改革目標明確」[経済日報]一九九五年一〇月三一日。
- (3) 「突破難点、務求必勝」[人民日报(海外版)]一九九五年一〇月三一日。
- (4) 陳清泰「国有企业改革の深化」[北京週報]一九九五年第四八号。
- (5) 陳清泰「国有企业改革の深化」[北京週報]一九九五年第四八号。
- (6) 「企业家怎样看企业改革」[経済日報]一九九六年一月八日。
- (7) 「四七四家企业符合兼併条件」[中国証券報]一九九五年一〇月一〇日。
- (8) 「統一思想、協同歩調」[中国改革報]一九九六年一月一一日。

(王)

## 参考資料 「現代企業制度」改革の試行企業リスト（100社）

- 1、北京第一輕工業總公司
- 2、北京化工集團公司
- 3、北京牡丹電子集團公司
- 4、天津汽車工業公司
- 5、天津立達（集團）公司
- 6、天津鋼管公司
- 7、河北省保定變壓器廠
- 8、河北省唐山礦廠
- 9、太原重型機械集團公司
- 10、太原鋼鐵（集團）公司
- 11、包頭市紡織總廠
- 12、本溪鋼鐵公司
- 13、金城造紙股份有限公司
- 14、沈陽機床股份有限公司
- 15、瓦房店軸承廠
- 16、通化鋼鐵公司
- 17、吉林化纖股份有限公司
- 18、長春市汽油機股份有限公司
- 19、黑龍江龍涤股份有限公司
- 20、佳木斯造紙股份有限公司
- 21、樺林集團公司
- 22、上海汽車工業總公司
- 23、上海針織內衣集團公司
- 24、上海無線電三廠
- 25、上海第一百（集團）有限公司
- 26、上海三維製藥公司
- 27、無錫威勝股孚有限公司
- 28、徐州工程機械集團公司
- 29、南京電瓷總廠
- 30、杭州汽輪動力（集團）公司
- 31、紹興中國輕紡城股份有限公司
- 32、寧波敦煌集團股份有限公司
- 33、中國揚子電氣集團公司
- 34、安徽輪胎廠（安徽開元集團公司）
- 35、福建省福州第二化工廠
- 36、廈門海燕實業總公司
- 37、江西新余鋼鐵有限責任公司
- 38、煙台合成革總廠
- 39、濟南大觀園股份有限公司
- 40、山東淄博化學纖維總廠
- 41、青島益青實業總公司
- 42、河南省安陽鐵鋼公司
- 43、河南嵩岳紡織工業集團公司
- 44、河北化學纖維總公司
- 45、大冶特殊鋼股份有限公司
- 46、武漢鍋爐廠
- 47、河南省國光瓷業股份有限公司
- 48、河南省物資產業集團公司
- 49、廣州味精食品廠
- 50、深圳華強電子工業總公司
- 51、廣東物資集團公司
- 52、深圳市物資總公司
- 53、海南省海口缶頭廠
- 54、廣西貴糖（集團）股份有限公司
- 55、四川物資集團公司
- 56、四川省射洪沱牌實業股份有限公司
- 57、成都紅光實業股份有限公司
- 58、重慶鐵鋼（集團）公司
- 59、貴州開陽鐵礦鈸務局
- 60、昆明重型機械工業總公司
- 61、西北第七紡織廠
- 62、秦川機床廠
- 63、中國標準鐘錶機（集團）公司
- 64、蘭州第三毛紡織廠
- 65、蘭州民百股份有限公司
- 66、西寧鋼廠
- 67、寧夏西北軸承廠
- 68、新疆八一鋼鐵總廠
- 69、西藏拉薩啤酒廠
- 70、新疆石河子八一毛紡織廠
- 71、中國新興鑄管聯合公司
- 72、長春高新技術產業股份有限公司（集團）
- 73、中國建築第一工程局
- 74、福建省電力局（福建省電力公司）
- 75、兗州鉱務局
- 76、彩虹電子集團公司
- 77、冶金工業部舞陽鋼鐵公司
- 78、貴州赤水天然氣化肥廠
- 79、大連鐵路分局
- 80、廣州海運（集團）公司
- 81、郵電部武漢通信電源廠
- 82、水利部丹江口水利樞紐管理局
- 83、中國水產總公司
- 84、中國林業機械總公司
- 85、中國機電設備總公司
- 86、中國五金交電化工公司
- 87、中國糧油食品進出口總公司
- 88、中國成套設備進出口（集團）總公司
- 89、中國機械進出口總公司
- 90、中國國際旅行社總社
- 91、昆明三聚酸鈉廠
- 92、中國紡織機械工業總公司
- 93、北京新型建築材料總廠
- 94、中國醫藥對外貿易總公司
- 95、江南造船廠
- 96、建設工業（集團）公司
- 97、航天部南京晨光機器廠
- 98、大港石油管理局
- 99、北京燕山石油化工公司
- 100、大廠鉱務一局

## 二、総合改革の試行都市リスト（十八都市）

上海、天津、チチハル、ハルビン、長春、沈陽、唐山、太原、青島、淄博、常州、蚌埠、武漢、株洲、柳州、成都、重慶、寶雞

## 三、国家持株会社リスト（三社）

- 1、中国石油化学工業總公司
- 2、中国航空工業總公司
- 3、中国有色金屬工業總公司

（出所：範恒山等編『現代企業制度全書』、中国物価出版社、p.1868～p.1884 一九九五年）

## 企業の情報開示について

はじめに

資本市場をめぐる環境の変化にともなって、企業の情報開示が強く求められている。その直接的な契機は、金融機関の不良債権問題やジャパンプレミアムなどの問題を通じて、いわゆる「日本的」な金融構造の不透明さが問い合わせをせまられたことにあるが、もう少し視野を広げるなら、ディスインターミディエーションにともなう資本市場の変化や、投資家の自己責任・株主の権利についての考え方の変化、日米構造協議をはじめとする国際的な批判など市場全体を動かす大きな変化のなかで捉えることもできると思われる。また、企業の情報開示は、金融面だけにとどまらず、環境問題や企業倫理との関連で、社会的にもますます要請が高まっていくものと思われる。

情報開示は、また、企業外から求められているだけではなく、企業経営者の側からも、企業戦略の一環として積極的に評価し利用しようとする動きが高まっている。いわゆるIR（インベスター・リレーションズ）と言わるのがそれである。

企業の情報開示はそもそも、投資家をはじめとする企業のさまざまな利害関係者と経営者のあいだの情報格差を埋めるために行われる。財務情報をはじめとして、研究開発活動などに関する企業の重要な情報は、企業の出資者である株主だけでなく、将来の（潜在的）株主たる投資家、銀行をはじめとする債権者、事業上のつながりを持つ取引先、当該企業の従業員など多くの人の間で強い関心を持たれていることは言うまでもない。しかしながら、企業の外部にいる利害関係者は、企業の内部にいる経営者に比べて、重要情報に触れる機会が少ないので当然のことである。企業情報を開示してこうした情報格差を埋めることは、利害関係者の間の調整やエッジエンシーコストの削減などにつながるだけでなく、適切な情報開示は開示する企業を利することにもなる。なぜなら、市場で資金や原材料、労働力などの生産要素を調達しようとしている企業にとって、自社に有利な情報を速やかに市場参加者に伝えることで、生産要素のより有利な調達を行うことが可能になるからである。

### 法定の情報開示

企業の行う情報開示には、法律で定められた開示と企業自身が自発的に行う開示とがある。前者の法的に制度として定められた情報開示は（法定）ディスクロージャー制度と呼ばれており、後者の企業が自発的に行うものはIR（インベスター・リレーションズ）と呼ばれている。

法的に定められたディスクロージャー制度は、商法と証券取引法という二つの法律によって規制されている。<sup>(1)</sup>商法に基づくディスクロージャーでは、決算日が過ぎると、その三ヵ月以内に開催される株主総会に向けて、計算書類を確定し、株主総会での承認を経て、新聞紙上などで公告することになっている。（ここで計算書類とは、貸借対照表、損益計算書、営業報告書、利益処分書（または損失処理案）を指す。商法では、資本金や負債総額をもとに、企業を大中小の三種類の規模に分け、規模に応じてディスクロージャーの内容を変えているが、いずれにしても株主総会の開催日から逆算する形で、計算書類や付属明細書を会計監査役と監査役に提出して監査報告書を受け取り、株主総会での承認を得て確定するまでのスケジュールが定められている。株主総会の承認を得ると、遅滞なく決算公告を新聞紙上などあらかじめ定款で定められた方法で行わなくてはならない。商法では、

このほかにも商業登記簿制度によって誰でも会社に関する基本事項を閲覧することができるよう定めている。この制度では株式総数、額面株式一株の金額、公告方式、発行株式総数、資本の額などが登記される。

一方、証券取引法でも、有価証券を発行して証券市場で流通させている企業に対して、一定の企業情報を有価証券取引書の形で事業年度ごとに開示することを定めている。これは流通市場における「継続開示」と呼ばれている。継続開示は上場企業や店頭登録企業のほか、有価証券届出書を提出した有価証券の発行企業、株主数五〇〇以上の企業に義務づけられている。現在、有価証券報告書には、会社の概況、事業の概況、営業の状況、設備の状況、経理の状況、企業集団等の状況、株式事務の概要の七つの項目について記載することが定められている。また、海外で有価証券の募集や売り出しを行う場合などの臨時事項についても、臨時報告書を提出してタイムリーに開示しなければならない。

新たに有価証券の募集や売り出しを行う場合にも、あらかじめその発行に関する有価証券届出書を提出しなければならない。発行価格または売り出し価格の総額が五億円以上の有価証券の募集や売り出しを行う場合には、この「発行開示」が義務づけられている。

有価証券報告書は、ここ数年の経営環境の変化や企業情報の開示を求める動きに対応して、特に目覚ましい発展を遂げた。一九八八年の証券取引法の改正以降に限っても、参考方式の導入、発行登録制度の導入、臨時報告書の提出事由の拡大、セグメント情報の開示制度の導入、時価情報開示の導入、系列関連情報の開示、連結財務諸表の組み入れなど大きく改訂され、より詳細に企業内容を開示するようになった。

法定ディスクロージャーは、開示の内容や開示時期が法律によってあらかじめ定められており、企業情報として継続的な利用が可能である上、記載情報に何らかの法令違反や虚偽記載があつたときにも、当該企業が法的責任を負うことになるため、情報としての信頼性が高いことができる。

#### 自発的な情報開示

右で見た法律に基づくディスクロージャー制度以外に、近年は企業が任意に情報開示を行う動きが高まってきた。これがIR（インベスター・リレーションズ）と呼ばれるものである。IRは投資家を中心とする企業の利害関係者に向けて企業が自発的に情報を発信するものであり、どのようなタイミングでどういったチャンネルを通して情報が流れるかは、企業がまったく独自に判断して行う。IR活動は、製品市場において、企業が消費者に製品やサービスをマスメディアや販売の店頭を通じてアピールするように、資本市場での企業の投資価値を投資家に対してアピールする活動として理解することができる。また、製品市場では企業は消費者の嗜好や購買の傾向に関する情報をマーケティング活動を通じて収集しているが、ちょうどそれと同じように、IR活動を通じても、株主や市場の動向を把握するようにつとめている。日本IR協議会が行った調査によると、事業会社がIR活動として重要だと考えている活動の中には、アニユアルレポートの作成やメディアとの対応といった情報発信型の活動のほかに、証券アナリストや機関投資家とのミーティングといったマーケティング活動と呼べるようなものが挙げられていることからも、企業がIR活動を単なる一方的な情報開示活動としてとらえているわけではないことが理解できる。

法定のディスクロージャー制度が、開示すべき情報の枠（何についての情報を開示するか）について、法令で厳密に規定しているのに対し、企業が自主的に行うIR活動では、情報の受け手の反応を予想して開示情報の枠を自由に決定することができる。また、法定のディスクロージャーでは、情報の開示時期、開示方法もあらか

じめ規定されているが、IRでは開示のタイミングやチャンネルについても多くの選択肢を持っている。これは、IR活動を通じて、企業が持つ多くの側面のうちどの点をどのように強調するかについて企業が自由に判断することができるだけではなく、企業環境の変化に対しても、起動的に対応していくことができる」と示している。

また、IRを通じた企業情報の開示は、投資家の反応を予想して戦略的に利用することができるという点でも経営者にとっての魅力は大きいと考えられる。

しかしながら、虚偽情報の開示や紛らわしい表現についても法的な制裁があるわけではなく、市場規律による是正を期待するしかないという点で、情報の信頼性という面では法定のディスクロージャーに劣るといわなければならないであろう。

#### 法定ディスクロージャーの位置付け

企業の行う情報開示活動には、右のように法律に基づいたディスクロージャー制度と、企業が自主的に行うIR活動の二種類あることを見てきたわけであるが、投資家の立場に立つたとき、これらの活動に対してどのような評価を下すことができるだろうか。

情報開示を、企業が行う資金調達面での広告・マーケティング活動であると考えると、情報開示を法的に義務づけなくとも、情報開示の動きはあらゆるメディアを通じて拡大して行くようになる。ちょうど私たちが消費者として企業製品に関するあらゆる情報・テレビコマーシャルなどのマスメディアを通じて企業から直接届けられる情報から、消費者団体やその他の営利法人の行う調査を通じたものまで一を得て、その情報をもとにして購買決定を行っているように、投資対象としての企業価値に関する情報も、企業のIR活動だけでなく、証券アナリストをはじめ各種の研究活動を通じてもたらされる間接的な情報も加えれば、それらをもとに十分投資判断が行えるようになると考へることができるのではないか。

また、虚偽情報についても十分な市場規律がはたらいて、虚偽情報を開示することが市場での信頼を損ない企業の市場での調達コストを高めることにつながれば、自主的な開示に任せても、情報の質が著しく低くなることもないと考へえることもできる。

このように市場を通じて、情報の量と質（信頼性）が確保できるとすると、法定ディスクロージャーの存在意義はどこにあるのだろうか。

法定のディスクロージャーの重要性のひとつは、同じ枠組み（何についての情報を公開するか）で情報を継続的に開示することができるという点にある。資本市場では、製品市場に比べて経営者と投資家の間の情報の非対称性がとくに大きく、価格変動や流動性リスクなどのリスクを負うことから、情報としての信頼性が高いことはもちろんであるが、同じ枠組みで継続的な情報開示が期待できるということが非常に重要であると考えられる。情報を開示することは、証券分析には欠かせないことであるが、情報公開のあり方について、まったく企業の自主性に任せてしまったのでは、開示される情報の枠組みは企業ごとに違つてくる可能性があるし、場合によつては同一企業でも時期によって開示内容が変わつてくる恐れもある。投資家にとっての継続的なデータの確保という問題を考慮すると、資本市場にとって法定ディスクロージャーの意義は大きいことができる。

また法定のディスクロージャーが重要であるもう一つの理由は、法定ディスクロージャー制度のもとでは、「あらかじめ」何について、どのような時期に、どのような方法で情報が開示されるかが決められていることにある。というのは、情報の送り手が「沈黙している（情報を開示しない）」ということは、投資家にとってはふ

たどおりの解釈の余地があるからである。情報公開を企業の自主判断に任せてしまう場合、情報の送り手が沈黙しているということは、①本当に送るべき情報がない場合と、②本当は送るべき（悪い）ニュースがあるのだがそれを隠蔽している場合、の二種類のどちらであるのか投資家には判断がつかない。この場合、①の本当に送るべき情報がないために正當に沈黙している企業からみると、②の悪い情報を隠蔽している企業の存在はある種の負の外部効果を市場にもたらしていくことになる。なぜならば、送るべき情報がない企業は、そのことで（ない情報を送らないということで）企業価値は本来変化しないはずであるが、市場に悪いニュースを隠蔽している企業が存在すると、投資家にとって見れば、どちらの企業も「沈黙して」いる以上見分けがつかず、ちょうど「悪貨が良貨を駆逐する」ように、良貨である①のタイプまで低く評価されてしまう可能性があるからである。ここにはある種の「市場の失敗」が生じていると言つことができる。法定ディスクロージャーによって「あらかじめ」開示する項目が決められていれば、①と②の混乱を避けることができる。

以上のように、たとえ自主的な情報開示が投資家にたいして虚偽のない十分な量の情報を提供できたとしても、法定ディスクロージャー制度には大きな意義が存在することがわかる。もちろん、法定のディスクロージャーは、開示のタイミングの起動性や内容の濃さという点では、IR活動による開示に劣ることはいうまでもない。投資家にどうしても知らせたい情報をもつ企業は自発的に開示を始めるだろう。これに対して、法定ディスクロージャーは、開示情報の質と量を保証するだけでなく、継続的に同じ枠組みのデータを確保し、市場の失敗を補うという点で資本市場の重要なインフラストラクチャーの一つとしてIR活動と共に存していくものと考えられる。

情報開示については、株主と債権者の間のエージェンシーコストの問題のほか、現在の株主と将来の（潜在的）株主との間の利害関係も含めた複雑な問題がある。また開示情報とインサイダ情報の関係から、インサイダー

取り引きについての問題点を考えるなど多くの興味深い論点が残されている。本稿では触ることはできなかつたが、改めてこれらの点についても検討したい。

注

(1) 法定ディスクロージャー制度については、伊藤邦雄（一九九四）「現代会計入門」日本経済新聞社 を参考にした。

（清水）