

株式投資収益率計測の再開にあたって

—上場企業をとりまく最近のトピックス—

内 田 ふじ子

当研究所では、このたび、九八年で中断していた株式投資収益率の計測を再開することになった。

株式投資収益率は、投資家が株式投資からどのくらいの収益を得たかを示すものであり、今日では証券市場に関するもつとも基礎的なデータとして広く認識されている。当研究所がこの計測を始めたのは一九七二年のことであるが、そのころまではもっぱら配当利回りが主要な投資収益の尺度であり、キャピタルゲインとインカムゲインの双方を反映し、十分な理論的根拠をもった平均化方

法を用いた、他の金融資産の投資収益率と比較可能性がある株式指標が求められていた。株式投資の将来収益率やそのリスクを予想するとき、株式市場が過去に平均してどれだけの収益を投資家にもたらしてきたか、その変動幅はどの程度であったかということが、重要な投資判断の基礎となるからである。当研究所の株式投資収益率は、一般投資家や機関投資家の株式投資尺度（銘柄選択基準や運用パフォーマンスの評価尺度）としてだけでなく、収益率の要因分析、効率的市場仮説の検証、 β 値の測定、曜日効果や規模効果などのアノ

マリーの検証などの実証分析において、国内海外の学界・実務界で利用されてきた。八〇年代になつてから大手証券会社系研究所やマスメディアでも同様の指標を計測するようになり、東京証券取引所でも九九年二月から配当を考慮した株価指数を算出している。しかし、当研究所の株式投資収益率は一九五二年からの約五〇年にわたる長期データを蓄積・公表してきたこともあつて、多方面から継続を要望された。そこで従来の計算システムに多少改変を行つたうえで再開することにした。九九年以降の計測作業は来年半ばを目処に進行中であるが、近年、株式会社制度に抜本的なみなおしが行われるなど企業経営をとりまく環境に大きな変化があり、それらが企業の投資収益率に反映されることも予想される。本稿では東証上場企業をめぐる最近のトピックスについてレポートしておく。

一、企業グループ再編の加速

九九年以降、合併制度や商法等関係規則の改正により企業結合が容易になつたため、従来からある吸収合併等に加え、多様な形態の企業結合が機動的に実現している。連結決算を重視する新会計制度の下で、国際競争力の強化に向けた本格的な企業再編の時代を迎えたといえよう。

持株会社の誕生

九七年一二月の独占禁止法改正で持株会社の設立が解禁され、九九年四月に上場企業としてはじめて、大和証券が純粹持株会社に移行した。その後、ソフトバンクや日本電信電話（NTT）が続き、一〇月に以下で述べる株式交換・移転制度が導入されてからは持株会社制を導入する企業は

徐々に増加している。連結納税制度が導入されればさらに活発化するものと思われる。

株式交換・移転制度の導入

九九年一〇月の商法改正で株式交換・移転制度が導入された。親会社となる企業が新株を発行し、その新株と買収される企業の発行済み株式を一定の比率で交換することで完全子会社とする制度である。株式を取得する従来型の合併と比べると、株式を交換するだけなので資金が不要であり手続きも簡素化されることから、導入後同制度を利用した企業再編が活発に行われるようになった。東証上場企業でこの株式交換制度を最初に利用したのは、ソニーである。ソニーは二〇〇〇年一月に三千三百万株余りを発行し、株式交換制度を利用してソニー・ミュージックエンタテインメントなど傘下の上場子会社三社を完全子会社とし

た。同制度導入以後本年七月までに五四社が株式交換制度を利用して企業結合を行っている。

株式移転制度は、株式移転によって持株会社など完全親会社を新設する場合に適用される。東証上場企業では二〇〇〇年中に二部上場の東亜パブルと非上場の東亜エンジニアリングとで完全親会社トウアバルグループ本社を設立した事例と日本興業銀行、富士銀行、第一勧業銀行の三行統合で完全親会社みずほホールディングスを設立した事例があり、本年になってからは七月までで株式移転制度を利用して完全親会社六社が設立されている。

会社分割制度の創設

会社分割制度は本年四月施行の改正商法で規定された。これにより、企業内のある事業部門を切り離して、新会社を設立したり（新設分割）、既

存の別会社に合併させたり（吸収分割）することが容易になった。上場企業では、六月に日本電気が本体の化合物半導体事業を分社して、日通工に吸収合併させ、日通工は三千七百万株を発行して日本電気に割り当てた事例（日通工はNECインフロンティアと商号変更）と一〇月に日立製作所が本体の計測器と半導体製造装置事業を日製産業に吸収合併させた事例（日製産業は日立アドバンステクノロジーズと商号変更）の二つを数えるのみである。優良部門の独立や不採算部門の整理などの事業再編が行え、吸収合併などの企業結合のように規模の拡大だけでなく事業効率の向上が期待できるため、今後は事例が増えるであろう。

二、株式持ち合いの解消

ニッセイ基礎研究所の全国上場企業の株式持ち

合い状況調査によると、銀行や事業会社などの「持ち合い株式」が市場全体に占める比率（金額ベース）は一〇年連続で低下し、最高だった八七年度には一八・三九%だったものが二〇〇一年三月末には一〇・一%になった。株式の持ち合いは戦後の日本企業の安定的な成長を支えてきた要因のひとつであるが、バブル崩壊や規制緩和を契機として企業間競争が激しくなった結果、持ち合いのメリットは急速に薄れつつある。経営資産の効率的な運用、財務体質改善など株主重視の経営への努力が求められるようになったうえ、時価会計の導入が持ち合いの解消を促している。持ち合いの解消による株式の売却は現在の株価低迷の大きな要因とされているが、企業行動を適正化させることにより企業価値が高まれば長期的にみれば株価上昇要因になるとも指摘されている。

三、株式投資単位引き下げの促進 と単元株制度の導入

株式市場を流動性に富んだ安定的な市場とするためには、多様な投資判断を持つ幅広い投資家層の市場参加が不可欠である。とくに、個人投資家の市場参加に対するニーズが強くなっている。零細な個人の参入を促すために「株式ミニ投資」や「株式累積投資」が導入されているが、株主総会への参加の権利や株主優待物などの恩恵を受けるためには、投資単位（最低取引単位）の引下げが望まれる。東京証券取引所では、九〇年一月に「株式投資者層の拡大について」という答申で投資単位引き下げの必要性を説き、以後実施企業に対し上場諸規則上さまざまな優遇・緩和措置を設けたり、機会あるごとに発行会社による実施を要請してきた。その結果、投資単位を引下げる企業

は増加してきており、昨年は最低売買株数の引下げ（くくり直し）を行った企業は五九社、大幅な株式分割（一対一・五以上）で株価の引き下げを行ったのは三二社（東証一、二部合計）と前年比倍増し、ともに過去最高となった。本年も九月までそれぞれ四五社、二三社が実施している。実際に、株価が低迷しているにもかかわらず、投資単位を引き下げた企業の多くで個人株主数が増加している（九二年度以降の全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」参照）。

八一年以降行われてきた単元株制度の下では、銘柄ごとに定款で規定されている最低取引単位（一単位）の株式数の変更は、株主総会での決議を要した。さらに、株式分割の場合も一単位の株式数の変更も実施できるのは、変更後の一株当たり純資産額が五万円以上の場合という規制がありそれが制約となつて投資単位の引下げがままなら

ない企業もあつた。政府の緊急経済対策を受けて商法が改正され、本年一〇月単位株制度に代わり単元株制度が導入された。単元株制度は、単位株制度における前述の制約を撤廃し、取締役会の決議だけで企業が投資単位（一単元）を自由に機動的に決められるようにしたものである。株式分割についても、同様に規制が撤廃された。改正商法の施行に先立ち、全国証券取引所と日本証券業協会は「投資単位の引き下げ促進に向けたアクション・プログラム」を発表し、望ましい投資単位の水準を五〇万円未満と具体的に明示し、上場会社に投資単位の水準が五〇万円未満となるよう努めることを求めている。

四、自己株式取得と金庫株の解禁

わが国では、自己株式取得については、相場操

縦の可能性があることや資本維持の観点から長らく商法で禁止されてきたが、企業が持ち合い株の売却を進めたことからその受け皿として、九四年一〇月施行の改正商法で自社株消却やストックオプションなど六つの目的に限り解禁された。その後、自社株消却を促す数度にわたる商法等の改正や、消却に充てられる原資が、「配当可能利益の範囲内」から「資本準備金」にまで拡大した（九八年三月）ことなどから、自己株式取得を実施する会社が急増した。九九年以降については月々三〇〜七〇社が自己株の取得、消却を行っており、本年一月にトヨタ自動車が国内上場企業で最大規模の二五〇〇億円（または七五〇〇万株）を上限とする自社株買い入れ消却を表明して話題となった。自社株買いは、自社の株価が安すぎるという経営者からのアナウンスメントであるとされ、余裕資金の効率的な運用策として投資家に歓迎され

るケースが多い。株価おし上げ効果も期待できよう。九月の同時テロ事件直後にSECが株価下支えのために、期限付きで自社株買いの制限を緩和したことは記憶に新しい。

本年一〇月に施行された改正商法で、取得目的をあらかじめ特定しない自社株取得も認められた（自己株式の保有自由化・金庫株の解禁）。従来は自己株式の保有は原則として禁止されていたが、今後は、持ち合い解消で放出された株式の過渡的な受け皿として、あるいは、株式交換による事業買収用など金庫株取得後の様々な用途が想像される。

五、経営破綻による上場廃止企業の増加

景気低迷やデフレなど経営環境の悪化から、企業の倒産件数が増加している。東証上場企業でも

九九年以降本年八月まで二四社が経営破綻で上場廃止になった。とくに、二〇〇〇年は一年間で一二社という八〇年以降で最多数を記録した。企業再建の有力手法として昨年四月に和議法に代わって民事再生法が施行され、上場企業でも昨年破綻した日貿信やそごうをはじめとして、最近のマイカルも当初は会社更生法ではなく民事再生法を採用申請している。民事再生法は主として中小企業の早期再生をバックアップするための法律であるが、経営破綻状態に陥る前に申請できることや、債権者の過半数の同意で迅速に再生計画が決定できるなど再起が図りやすところから大企業も含めて適用申請が増加している。

新規上場企業は、九九年一月に上場審査基準が緩和されたことから激増している。とくに昨年は前年比二・四倍で六五年以降では最高の一七七社が新規上場しており、本年も八月までで六三社を

数えている（東証一部と二部の合計）。銀行の不良債権問題を背景に、間接金融から直接金融へ軸足を移す企業が増えたとみることができている。新規上場会社の業種は、九九年、二〇〇〇年、本年七月までのいずれもサービス業、小売業および卸売業が多く、その三業種がほぼ半数を占めている。製造業は電気機器、機械、食料品、化学以外は各年一、二社程度である。

六、証券取引所の再編

株式取引が減少していた広島証券取引所と新潟証券取引所が東証に吸収合併され、それぞれの取引所に単独上場されていて東証の上場審査基準をクリアした四六社が二〇〇〇年三月一日から東証での売買取引を開始した（一部五社、二部四一社）。六七年の神戸証券取引所の閉鎖以来、全国

で八か所あつた取引所は、東京、大阪、名古屋、福岡、京都、札幌の六か所となつた。取引のコンピュータ化やインターネット取引の進展により、今後上場株式の取引は流動性の大きさから東証に集中する傾向がいつそう加速するものと思われる。その一方で、新興企業のための取引所が相次いで創設されたり、九八年一二月の取引所集中義務の撤廃で取引所外取引が解禁されるなど市場間競争は激しくさを増している。さらに、グローバルな取引も活発化しており市場間競争は世界的な規模で行われるようになってきている。大証が本年四月に、東証は十一月に、会員組織から株式会社へと組織変えたのも、株式会社のメリットを生かした機動的な組織運営を行うことで市場間競争に対応するためである。

七、おわりに

昨年以來、經濟のグローバル化に対応する形で会社制度の規制緩和が急速に進められており、来年四月にもまた改正商法が施行される予定である。これらの措置により、経営資源が効率的に運用されるようになり、国際競争力のある企業や魅力的なベンチャー企業が多数輩出することになれば、これに勝る株価対策はないであろう。

(うちだ ふじこ・当研究所主任研究員)