

株主構成の変化と資本市場の あり方について（中間報告）

証 取 審 ・ 昭 50 . 3 . 17

証券取引審議会（会長・堀越禎三氏）では、昨年11月から5回にわたって特別委員会を開催し、「株主構成の変化と資本市場のあり方」について検討を続けてきたが、さる3月17日、第144回の総会を開き、特別委員会の取りまとめた中間報告を了承した。

中間報告は、2部からなり、第1部は、「株主構成の変化とその要因」と題し、個人株主減少の問題点とその要因および望ましい基本的方向について述べた総論部分である。同特別委員会としては、望ましい基本的方策として、

- (1)法人による株式所有の行き過ぎ是正と流通市場の機能強化
- (2)株式投資魅力の回復と発行会社の株主優遇策の確立
- (3)資本市場における機関投資家の役割の向上
- (4)証券会社の営業姿勢の整備改善
- (5)投資家保護の徹底

の5項目を掲げ、この基本的方策について順次検討していくこととしている。

第2部は、5項目の具体策のうちほぼ検討を終了した(1)の項目についてその概要を述べた各論部分である。

第1部では、まず個人株主減少傾向の実態についてふれ、個人の持株比率が昭和25年度の61.3%から、48年度には32.8%へと低下し、その間に法人持株比率が35.5%から66.9%へほぼ倍増したと指摘している。こ

のような株主構成の変化が今後さらに進展するとすれば、①株式の法人保有の行き過ぎが社会的経済的な弊害をもたらす、②国民の金融資産運用の場を狭める、③流通市場の機能が低下することにより公正な価格形成が妨げられる、④発行市場の機能が低下することにより、企業の長期安定資金の調達を阻害するなどの諸問題が生ずるとしている。

さらに個人株主が減少してきた要因としては、①法人の政策的株式取得の増加、②株式投資魅力の減退、③発行会社の個人株主対策の不足、④証券会社の営業態勢の問題などが考えられ、これに対処するための具体策として前記5項目の対策をあげている。

第2部では、株主構成の変化に対処する方策の第1として法人による株式所有の行き過ぎ是正と流通市場の機能強化のために次の3つの措置が必要であるとしている。

第1に、証券取引所上場諸基準における浮動株基準を段階的に強化することとし、①現行の上場審査基準、第一部指定基準と同様に、第二部指定替基準および上場廃止基準についても浮動株式比率を導入する、②浮動株主数については、資本金基準の引上げや各基準相互間のバランスを勘案して調整を図る、③改正浮動株基準の適用には相当の猶予期間をおくなどの措置を講ずる。

次に、時価発行増資の親引け、第三者割当増資などの方法により新株が特定少数の法人に優先的または排他的に取得されることには問題があるので、証券界の自主申合せを強化するなどこれらを漸次抑制すべきであるとしている。

第3に、法人の株式相互保有について株式の持ち合いが行き過ぎると株主軽視の経営となりやすく、また会社の財務体質の健全性を害し、さらに株価形成が歪められる危険性もあるので、諸外国のように会社法分野での規制が検討されることが望ましいとし、法制審議会商法部会に

おける検討を要望している。

同審議会は、27日に特別委員会を開き、次の検討課題である「株式の投資魅力回復と発行会社の株主優遇策の確立」について審議に入り、6月ごろまでに再び中間報告をまとめる予定である。

なお、東京、大阪の各証券取引所では、この中間報告にもとづき、翌18日それぞれ理事会を開き、上場諸基準の改正案を決定した。東証および大証の改正上場諸基準は3月28、29日にそれぞれ大蔵省の認可を受け、3月31日および4月1日からそれぞれ実施された。

証取審の中間報告の全文は次のとおりである。

「株主構成の変化と資本市場のあり方について」 の審議内容取りまとめ（中間報告）

昭和50年3月17日

証券取引審議会特別委員会

証券取引審議会特別委員会は「株主構成の変化と資本市場のあり方」について昭和49年11月27日以来5回にわたって審議を続けたが、これまでの審議内容を中間報告として取りまとめれば次のとおりである。

第1部 株主構成の変化とその要因

1. 株主構成の変化とその問題点

(1) 個人株主減少傾向の実態

我が国の株主構成は戦後の財閥解体に伴う証券民主化運動の推進によって大きな変革を遂げ、昭和25年度の個人持株比率は全国上場会社で61.3%に及んだ。この比率はその後ほぼ一貫して低下傾向を

たどり、48年度には32.8%となった。しかも昭和46、47年度には個人持株の絶対数が減少した。この傾向は48年度には一応止まっているが、個人持株の衰退という基調は変わっていないとみられる。

これに対して、法人の持株比率は昭和25年度から48年度までの間に35.5%から66.9%へと2倍近い伸びを示した。48年度でみると、このうち事業法人が全体の27.5%、金融機関が33.9%を占めている。法人持株の中で投資信託組入株式はむしろ個人持株に準ずるものとみられるが、この持株比率は昭和38年度の9.5%をピークとして48年度は1.2%に低下している。したがって個人持株比率の低下傾向は、投資信託を加えた場合一層激しく現われることになる。

株主構成の変化は米国においても見受けられるが、米国においては個人株主がなお60%以上のシェアを有しており、また法人といっても年金、信託基金、投資信託、財団、基金等個人の株式投資に代わるものが多く、その保有目的が純然たる資産運用であるところが我が国の場合と異っている。

(2) 問題点

このような株主構成の変化が今後さらに進展するならば、次のような問題が生ずると考えられる。

第1は株式の法人保有の行き過ぎが社会的経済的な弊害をもたらすことである。とりわけ株式持ち合いが極端になれば、相互に協調して株主権を行使することにより実質的に経営者支配となるおそれがあり、株式会社制度本来の機能を歪めることともなる。また持ち合いによる名目的な資本増加は、資本充実の原則に反し、企業の財務体質を不健全なものとする。

他方個人株主が著しく減少すると、経営者の株主に対する利益還元という意識を弱め、そのことがさらに個人株主の離散につながる

という悪循環に陥る危険性がある。

このように個人株主の減少傾向が進むと国民と企業の結びつきが弱まり、企業の経済的社会的機能に対する正しい理解が得にくくなり、ひいてはピープルズ・キャピタリズムにもとづく資本主義経済の健全な発展を阻害することが憂慮される。

第2は国民の金融資産運用の場を狭めることである。投資情報に通じ資金力のある法人が過度に株式を取得することは、それだけ個人による株式投資の機会を減少させることになる。さらに法人による株式取得には、純投資目的による採算のほか企業間の関係強化・取引先確保等の政策的要因によるものが多いため、本来の投資尺度とは異なる要素が市場に持ち込まれ一般個人が近寄りにくいものとなる。これによって国民一般がその金融資産の増加に応じて有望な企業に利潤分配面で参与し、健全かつ多様化した資産形成を図る場を狭めるおそれがある。

第3は流通市場の機能が低下することにより公正な価格形成が妨げられることである。法人による固定的持株の増加は、市場における株式需給の層を薄くし、流通の円滑性、公正な価格形成を損うおそれがある。また、価格の変動幅を大きくし市場を投機化するおそれがあるのみならず、相場操縦等の作為的な株価形成を招く危険性がある。

第4は発行市場の機能が低下することにより、企業の長期安定資金の調達を阻害することである。流通市場の機能低下により株式投資資金の回収に不安が生ずれば、一般投資家の新株応募意欲を減退させる。また、流通市場における公正な価格形成に懸念が生ずると、適正な時価発行が行われる気運があってもその健全な定着が困難になる。

2. 個人株主減少の要因

(1) 法人の政策的株式取得の増加

法人の株式保有は昭和25年からほぼ一貫して増加しているが、とくにその増加傾向が著るしいのは次の2つの時期である。

第1は昭和20年代末から31年にかけてである。この時期に戦後経済の混乱を收拾する産業再編成が進行し、法人による株式取得が盛んになった。この動きは昭和28年の独禁法改正により加速されたものと考えられる。

第2は昭和41年以降である。日本共同証券、日本証券保有組合の凍結株が金融機関を主とする法人により引り取られたほか、昭和42年以降の数次にわたる資本自由化の実施に伴い、多くの企業がいわゆる安定株主工作を進めたが、この傾向は株式公開買付（TOB）問題がクローズアップされた昭和46年頃から特に強くなった。また昭和46、47年の金融緩和期には金融機関と融資先企業との関係強化、事業会社の取引先との連携確保、企業の資金運用のための株式取得が激しくなった。この背景には、個人株主が法人の政策的取得の積極化におされて株式から離れていったこと、及び株式投資魅力の減退により個人の新規取得が減じたことがあげられる。さらにこの時期に盛んに行われた時価発行増資の親引け及び第三者割当増資も法人持株を増加させる要因となった。

(2) 株式投資魅力の減退

個人株主の立場からいえば、個人保有株式減少の最大の要因は株式投資魅力の減退である。近年この投資魅力が薄れ、とくに一般の個人投資家にとっては長期投資になじみにくくなっている。この原因は税制その他種々考えられるが、企業の配当政策及び増資政策のあり方と関連しているといえよう。

配当政策と増資政策は相互に結びついているが、配当については我が国では額面に対する安定配当率の維持が経営者の責任であるとする考え方が広く浸透しており、配当性向を重視するという考え方はまだ少い。額面発行が盛んに行われた昭和30年代においては、額面増資による持株の増加と配当率の安定による実質増配効果が企業の成長利益を株主に享受させる結果となっていた。40年代に入ると増資が少くなり、さらに44～45年から時価発行増資が利益還元について十分な配慮が行われないまま安易に行われたため、額面に対する安定配当率という考え方の中では株式利回りは極めて低水準となる傾向が強まり、資本組入のテンポが遅かったこととあいまって、個人株主にとって株式のもつ投資魅力が著るしく減退した。このため我が国株式市場においては一般の株主が後退し、代って別個の動機を併せ持つ法人株主や短期的キャピタルゲインをめざす投機性の強い個人投資家が優勢となっている。

また時価発行増資では、額面発行増資のような株価引下げ機能（増資による権利落ち）が弱いため株価が高位にとどまり、個人株主に買いにくくなったともいわれている。

(3) 発行会社の個人株主対策の不足

昭和30年代の高度成長期において我が国企業は、資本市場が十分に発達しないままに、急増する資金需要の大部分を銀行借入を中心とする他人資本に依存してきた。その資本投下によって利益稼得のめどがついた段階で、資本構成是正のため増資がかなりの頻度で行われたといえる。40年代に入って増資による資金調達と比較的減少したため、企業の株式資本比率は急速に低下した。しかも、その株式資本の相当部分が安定株主工作、企業間の連携確保等のため法人に集中的に保有されてきた。

このような事情を背景として、一部の企業においてはその運営は経営者と法人大株主の意向に委ねられることとなり、一般の株主とくに個人株主は企業において軽視されてきたことが指摘されている。このような傾向が発行会社の個人株主対策をなおざりにさせ、ひいては個人の健全な株式投資意欲を減退させたとも考えられる。

(4) 証券会社の営業態勢の問題

株式市場に対する個人投資家の信頼が薄れて行ったことは、個人株主減少の一つの要因である。この点、個人投資家と株式市場をつなぐ証券会社に期待するところがきわめて大きいのが、証券会社の営業態勢がこの期待に十分応えうる状況にあったとはいえない。

証券会社は前記の安定株主工作その他法人の株式取得をむしろ積極的に推進したというきらいがあり、また時価発行増資にあたって、ともすれば引受競争に走り個人投資家の利益を中心にして行動しなかったという批判が少なくない。またブローカー業務において営業効率面の制約から大口顧客優先主義となりやすく、地道な個人顧客の開拓が十分でなかったといえよう。

(5) その他

上記のほか、個人株主減少の要因として次の諸点が考えられる。

イ 法人課税の基本的仕組みが複雑で一般に理解できない制度となっており、支払法人段階では増資意欲の減退、配当の低額化傾向をもたらし、受取株主段階では個人と法人株主との間に税負担の格差を生じているという指摘がある。

ロ 近年株価に対する投資尺度が多様化したこと、十分な投資判断資料が得がたいこと、株式投資知識の普及が不足していたことなどがあげられる。

なお、個人株主に代わる投資信託等の機関投資家が十分に発展し

なかったことも検討すべき事項といえよう。

3. 望ましい基本的方向と具体策

我が国資本市場における株主構成の変化に伴う種々の問題点は、上記の諸要因が過去四半世紀にわたり相互に因となり果となって複雑にからみあって生じた広範かつ根深いものである。その解決は容易でなく、かつ長期間を必要とすると考えられる。

望ましい基本的方向は、広く一般の個人株主が喜んで株式を保有できる環境を作り上げることである。株式市場に対する個人投資家の信頼を高めることは、そのため欠くことのできない要件であることはいうまでもないが、もっとも重要な方策は株式の投資魅力を回復することである。他面法人の政策的株式取得の増大が個人株主を離散させる要因となっていたことも否定し難い。このような法人化傾向に対処するため、法人による株式取得に何らかの歯止めをかけることは必要かつ有効な手段と考えられる。同時にその前提として、株式の投資魅力の回復を図ることが必要であり、この点発行会社の姿勢に負うところが大きく、その努力が期待される。これに関連して、一部に見られる高率配当批判に対しては、適正利潤、適正還元という考え方について一般の理解を高める必要がある。

我が国経済の成長率は今後低下するものと見込まれ、かつての高度成長期における間接金融依存型の資金調達を改めていく条件が生まれつつあるといえる。企業においても株式資本の回復を図り資本構成は正に努めるべき時期が到来しているが、これに応じて資本市場の拡大に積極的な努力を払うことが要請される場所である。この資本市場拡大の過程を通じて個人株主減少問題に有効適切に対処して行くとともに、反面、個人株主減少問題に対処する過程において資本市場の整備改善を図ることが、今後の重要な課題となる。

以上を要約して、望ましい基本の方策を資本市場の機能面に重点を置いて整理すれば、おおよそ次のとおりとなる。

- (1) 法人による株式所有の行き過ぎ是正と流通市場の機能強化
- (2) 株式投資魅力の回復と発行会社の株主優遇策の確立
- (3) 資本市場における機関投資家の役割の向上
- (4) 証券会社の営業姿勢の整備改善
- (5) 投資家保護の徹底

当特別委員会においては、今後これらの項目を順次取り上げ検討していくこととするが、さし当り(1)の項目について検討をほぼ終了したので、以下その概要を述べることとする。

第2部 株主構成の変化に対処する方策

第1 法人による株式所有の行き過ぎ是正と流通市場の機能強化

法人による株式所有が進展したのは企業の政策的要因によるところが多いので、その行き過ぎを是正するためこれに何らかの歯止めをかけることは、株主構成の変化に対処する方策として必要かつ有効な手段であると考えられる。その場合、証券取引法の分野において法人の株式所有を法的に規制することは、性格的になじみにくいところがあると考えられるので、当面、証券取引所上場諸基準を強化し、また新株発行段階における法人の優先的株式取得を抑制することが必要と思われる。法人の株式所有のうち株式持ち合いについては、諸外国にも立法例が見られるように、会社法の分野においてその規制が検討されることが望ましい。

1 証券取引所上場諸基準の強化

株式の法人集中化現象が進むにつれて市場における浮動株式ないし個人所有株式の減少傾向が見られるが、これは円滑な流通性、公

正な株価形成という市場機能の基盤を弱めるばかりでなく、広く国民から資金を調達する公開会社の公共性に照らしても問題があると思われる。このため証券取引所上場諸基準における浮動株基準を、次のような方向で段階的に強化することが適当である。

(1) 浮動株式数については、次のような考え方にもとづき各基準について相当程度引き上げる。

イ 現行の上場審査基準及び第一部指定基準と同様に、第二部指定替基準及び上場廃止基準についても浮動株式比率を導入することとする。ただし規模の大きい会社に対してはその率を軽減する。

ロ 上場審査基準と上場廃止基準との間及び第一部指定基準と第二部指定替基準との間の格差はできるだけ減少することとする。この場合上場廃止基準については現在の株主への影響を考慮して相当程度緩和する。

(2) 浮動株主数については、資本金基準の引上げや各基準相互間のバランスを勘案して所要の調整を図る。

(3) 改正浮動株基準の適用については、現に上場している発行会社がそれに十分対応できるよう相当の猶予期間をおく。

なお、浮動株主及び浮動株式の定義（500株～5万株）については、現行の定義による浮動株式比率が個人保有株式比率とほぼパラレルな関係にあることにかんがみ、当面は現行のものをそのまま用いる。浮動株主及び浮動株式という名称については、別途検討が行われることが望ましい。

また浮動株基準を補完する意味で、少数特定者（例えば大株主、役員等）により固定的に所有されている株式の比率を新たに基準として設けることについては、少数特定者の範囲及び把握について問

題があるので、今後の検討に委ねる。

2 法人の優先的株式取得の抑制

新株の発行段階における法人の優先的取得として時価発行増資の親引け（発行会社の指定する消化先への割当）及び第三者割当増資があるが、このような方法により新株が発行会社と特別の関係にある特定少数の法人に優先的又は排他的に取得されることは問題がある。

現在、時価発行増資の親引けについては証券界において一定範囲内に抑制するよう自主申合せが行われているが、上記趣旨にかんがみこれを漸次強化することが適当である。

また第三者割当増資については、企業再建等公募によりがたい特殊な事情がある場合に限って行われるべきものとする。

3 株式の相互保有の規制

株式の相互保有は企業間の関係強化、取引先との連携確保、株主安定工作等を目的として行われている。このような株式の持ち合いが行き過ぎると株主軽視の経営となり易く、また会社の財務体質の健全性を害し、さらに株価形成が歪められる危険性もある。

諸外国においては会社法により株式の相互保有を規制している例が多い。我が国においても個人株主等の小株主を保護し、企業と国民との結びつきを強化するとともに、株式市場に対する投資家の信頼を維持するため、株式持ち合いの行き過ぎの規制について検討することが望ましい。

株式相互保有の規制は株式会社制度の基本にかかわる問題であり、また商法における自己株取得の禁止規定と深く関連しているので、法制審議会商法部会における検討が期待される所である。