

「株式投資魅力の回復と発行会社の株主 優遇策の確立」について(第2回中間報告)

証取審・昭50.6.12

証券取引審議会(会長・堀越禎三氏)では、さる6月12日、第145回総会を開き、特別委員会が取りまとめた第2回中間報告を了承した。

今回の第2回中間報告は、5項目の基本的方策のうち、2番目の審議項目である「株式投資魅力の回復と発行会社の株主優遇策の確立」について、5回にわたる同特別委員会の審議内容を取りまとめたものである。

同報告では、広く一般の個人株主をふやし、資本市場を拡大するためには、①企業の配当・増資政策、②配当課税制度の二つを改善する必要があるとしている。

まず、企業の配当・増資政策については、発行会社に対し、一般個人株主の利益を従来より一層重んじた配当・増資政策をとることを提言している。具体的には、①配当政策の基準としても投資の尺度としても配当性向を重視すべきであること、②額面に対する配当率に代わる新しい配当の尺度として自己資本配当率を用いることが適当であること、③収益力のある企業はできるだけ額面増資、時価発行増資、無償交付、株式配当を積極的に行うことにより、株式投資魅力の向上と自己資本の充実を図ることが望ましいこと、④時価発行増資を行った企業は引受業界の自主申し合せに基づく時価発行の利益還元ルールにそって極力利益還元を努めること、⑤実質的に増配効果をもたらす株式分割を容易に行えるようにするため、無額面株式の普及を図ること、⑥時価転換社債や優先

株などを含め、証券発行形態の多様化を図ること、⑦株主に送付する営業報告書制度の改善や地域別の株主懇談会の開催など発行会社と株主とのコミュニケーションの改善を図ることなどの諸措置を講ずべきであるとしている。

次に、配当課税のあり方については、現行税制では、個人の受取配当について完全に二重課税の排除が行われておらず、その結果、法人の受取配当および利子課税との間に税負担の均衡を欠いているとし、今後株式の投資魅力の回復をはかるためには、個人の配当に対する不利な税制を是正し、二重課税の排除を進める必要があることを強調している。

そして、二重課税排除の具体的な方式として、①インピュテーション方式（法人税のうち配当に対して課税された部分を株主の納付した所得税とみなし、受取段階でそれを株主の配当に加算して算定した所得税からその法人税相当額を控除する方式）、②損金算入方式（法人が配当を支払う段階では損金に算入し、法人・個人を問わず配当の受取段階で課税する方式）の二方式をあげ、それぞれの利害得失を併記している。

また、二重課税の問題とは別個に、配当課税と利子課税との不均衡是正の一方法として少額配当所得の非課税制度を導入することが望ましいとしている。

大蔵省では、この中間報告をもとに、今後その具体化を図っていく方針であるが、配当課税のあり方の具体的な改正案は、税制調査会の審議に俟つこととしている。

同審議会では、26日に特別委員会を開き、次の審議項目である「資本市場における機関投資家の役割の向上」について検討をはじめ、審議内容を再び中間報告としてまとめる予定である。

証取審の第2回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(第2回中間報告)

昭和50年6月12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さきに3月17日、「第1部 株主構成の変化とその要因」及び「第2部 株主構成の変化に対処する方策」のうち「(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」について、審議内容を取りまとめ中間報告を行ったが、その後5回にわたり審議を重ねた結果、このほど「(2) 株式投資魅力の回復と発行会社の株主優遇策の確立」についてはほぼ検討を終了したので、その審議内容を第2回中間報告として以下のように取りまとめた。

(注) 「第2部 株主構成の変化に対処する方策」の審議項目は、次のとおりである。

- (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

第2部 株主構成の変化に対処する方策

第2 株式投資魅力の回復と発行会社の株主優遇策の確立

株主構成の変化に対処する基本的な方策は、広く一般の個人投資家が喜んで株式を保有できる環境や条件を整備することである。「株式投資魅力の回復」はそのためのもっとも重要な柱となるものである。近年株式の投資魅力が著しく減退し、とくに一般の個人投資家にとって長期投資になじみにくくなったといわれている。これは企業の配当・増資政策

や配当課税のあり方によるところが大きい。したがって今後広く個人株主をふやし資本市場を拡大するためには、発行会社において一般個人株主の利益を従来より一層重んじた配当・増資政策をとるとともに、税制において個人の配当所得につき税負担の是正を図ることが、強く望まれるところである。

1. 企業の配当・増資政策等について

(1) 配当性向の重視と自己資本配当率の普及

イ 配当性向の重視

我が国においては、近年増資のテンポが低下し資本金利益率が上昇したにもかかわらず、額面に対する配当率の安定という考え方が強かったため、配当性向が低下し、一般の株主にとって株式の投資魅力が減退したと指摘されている。

これについては、そもそも我が国の企業は一般に自己資本比率が低く、内部留保によって財務体質を強化していく必要があるので、配当性向は自ら低くならざるをえないという見方がある。また、理論的には内部留保の増加は企業価値の増大を通じて株価に反映され、かつ長い期間における収益が最大になるよう企業努力が行われ将来の配当余力を高めるので、株主の利益は損われないという考え方がある。

しかし内部留保の増加は、株主にとっては配当として受け取りうる資金が再投資に向けられたことになり選択の余地がなくなるわけである。そのことは国民経済的に見ても資金の効率的な配分を損うおそれがある。また自己資本の充実は、収益力ある企業においては、配当をふやしながらその分だけ増資を行うことによっても可能である。さらに、企業の内部留保の増加は必ずしも株価に反映されるとは限らず、むしろ株主の評価は、不確実な将来の

収益よりも現在受けとる配当額に影響されるところが大きいと思われる。

現実の問題として、個人株主が著しく減少した昭和40年代において配当性向は傾向的に低下しており、その水準は諸外国に比べても低い。株主構成の変化に対処して広く一般の株主をふやし資本市場を拡大するためには、企業の内部留保重視の性向は、株式の投資魅力の減退をもたらさない程度に抑制されることが肝要である。

企業は不況期の無配、減配がもたらす摩擦にそなえて、好況期に内部留保を厚くし、配当の安定化を重視する傾向があり、他方配当の安定を望む株主もいるであろう。しかしながら、企業業績により配当額が変動するのは利潤証券たる株式の本来の姿であるともいえるし、また安定配当ということが配当の低額固定化を意味するものであってはならない。そもそも配当の低額固定化傾向をもたらした原因には、額面に対する配当率の安定という考え方があがるが、額面に対する配当率という概念は配当の大きさに対する正確な理解を妨げるものとなっているので、配当政策の基準としても投資の尺度としても、今後は配当性向が重視されなければならない。

ロ 自己資本配当率の普及

我が国では配当政策の基準として額面に対する配当率が一般に用いられているが、これは増資がもっぱら額面割当方式によりひんぱんに行われていた時代には意味があったと考えられる。今日のように増資のテンポが緩やかになり、また時価発行増資が広く行われるようになると、額面に対する配当率はその意味を失っていくといえよう。このような名目に過ぎない配当率が使われると、

株主の投資金額との関係では低率の配当であっても、あたかも高率の配当をしているかのような誤解を招きやすく、このため株主に対する適正な利益分配が行われにくくなるおそれがある。

したがって、額面に対する配当率に代わる新しい配当の尺度を導入する必要があるが、企業の内部留保も本来株主に帰属しうる利益が再投資されたものと考えられ、またすでに自己資本利益率という経営分析指標が定着しているので、今後は自己資本配当率を一般に用いることが適当であろう。

(2) 増資の促進と時価発行利益還元ルールの徹底

イ 増資の促進

近年、株式の投資魅力が減退したのは、資本金の増加テンポが以前に比べ鈍ってきたことによるところが大きい。額面増資は、名目的な配当率が引き上げられない場合においても、持株数の増加を通じて株主に増配効果をもたらし、結果的に配当性向を高めて企業の利益を株主に享受させることができる。また長期に株式を保有する株主に対しては、権利落ちを埋める形で長期のキャピタルゲインをもたらすことが多く、株式投資魅力を増す働きをしている。時価発行の場合でも、次に述べるように利益還元が確実に行われるならば、時期をおいて額面発行と同様の効果が生ずる。

したがって、収益力のある企業はできるだけ額面増資、時価発行増資、無償交付、株式配当を積極的に推進していくことにより、株式投資魅力の向上と自己資本の充実を図ることが望ましい。

ロ 時価発行利益還元ルールの徹底

時価発行増資が盛んに行われたことが、株式の投資魅力を失わせたという批判がある。しかし時価発行増資の場合でも、応募者

の払い込んだプレミアムを企業が有効に活用して利益を高め、これを適時無償交付の形態で確実に全株主に還元すれば、時期をおいて額面発行と同様の効果を生ずる筈である。

時価発行が盛んに行われた当初には、企業が増資プレミアムをコストのかからない資金と観念し、利益の株主への還元を十分に行わなかったことに顧み、昭和48年以降引受業界の自主申し合せにより時価発行の利益還元ルールが設けられた。現行のルールはかなり強化されたものと認められ、これを確実に履行することは勿論であるが、以前に発行されたものについても、この趣旨に準じ極力利益還元に努める必要がある。

(3) 株式分割、無額面株式及び株式多様化の推進

イ 株式分割及び無額面株式

株式分割は、一株当たり価格を低め株式の流通性を高めるほか、一株当たり配当金を増加させることなく実質的に増配効果をもたらすことにより、株式投資魅力の回復に寄与するところが大きい。とくに収益率の高い企業がその利潤を株主に適正に還元するに際して有効な手段となると考えられる。ただ、額面株式を分割するには、手続が煩雑であり、かつその期間株式取引が停止するという難点があるのみでなく、最低額面金額以下に分割できないという制限がある。したがって、株式分割を實際上容易にするためには無額面株式の普及が望ましい。

無額面株式の普及は、時価発行増資が広く行われている今日、額面金額と配当とが無関係であることを明確にするため、もっとも有効な手段となりうる。無額面株式は現行商法でも発行しうるが、現行法ではすでに額面株式を発行している会社がこれを無額面株式に転換する法制が整備されていないので、商法改正の一環

としてこの問題が取り上げられることを期待したい。

ロ 株式の多様化

個人金融資産の増大や資本市場を通ずる企業資金調達増加に伴い、証券発行形態の多様化が進んでいくことになろうが、これは株式投資魅力の増大とも関連している。

例えば、時価転換社債は社債の確実性と株式の有利性を併せ持った投資魅力を有しており、これを積極的に活用すれば、潜在的株式として個人が株式投資を行う一つのステップになりうるもので、今後一般個人投資家に対する一層の普及が望まれる。

また、優先株は利益配当等で普通株に優先する反面、会社の選択により無議決権株となしうるので、経営に関心が薄く優先配当に魅力をもつ個人投資家と、第三者による経営支配を懸念する経営者にとり受け入れられやすい株式といえるが、これまでほとんど発行されてないことにかんがみ、今後さらに研究していく必要がある。

(4) 発行会社と株主とのコミュニケーションの改善

株主らしい株主が育っていくためには、配当・増資政策等を通じて株式の経済的魅力的増大を図ることは当然であるとしても、発行会社と一般株主との間に信頼関係が存在していなければならない。そのためには、例えば株主に送付する営業報告書制度の改善や地域別の株主懇談会の開催など、発行会社において個人株主との良いコミュニケーションの慣行を確立するための種々の工夫が望まれる。

2. 配当課税のあり方について

(1) 現行税制の問題点

イ 配当に対する二重課税

戦後シャープ勧告にもとづき制定された税制においては、個人

の受取配当につき法人段階の税負担を所得税額から税額控除する形でいわゆる二重課税を排除していたが、その後の法人税率の改訂、税額控除割合の引下げにより相当程度の二重課税を生ずるに至った。その結果、受取配当の税負担を支払法人段階と個人株主段階で総合してみると、我が国の個人株主は二重課税の調整を十分行っている諸外国に比し税制上不利な扱いを受けていると考えられる。

ロ 税負担の不均衡

法人の受取配当は原則として益金不算入となるが、個人の受取配当については配当控除により部分的に二重課税が排除されるにすぎないため、法人の株式保有が個人に比べ優遇されている。

利子については所得税だけが課されるのに対し、配当については二重課税の排除が不十分であるため、両者の均衡を欠いている。とくに小株主にとっては、利子についての少額貯蓄非課税制度に相当するものがなく、株式保有がそれだけ魅力の薄いものとなっている。

企業の側からみると、法人税制上利子と配当の扱いが著しく異なるため増資を通ずる資金調達が借入金に比べて不利になっている、との批判がある。

ハ 配当控除制度の問題点

配当控除率が二段階と大まかなものであるため、二重課税の排除の割合が低所得者には小さく高所得者には大きいこととなり、公平を欠いている。

また法人段階の支払税額を個人所得に加算した上で所得税から控除する方法をとっていないため、二重課税を排除する本来の目的が理解されにくくなっている。

そしてこれらが相まって配当控除はむしろ恩典であるという誤った観念を招いている。

(2) 基本的な考え方

イ 近年、法人は独立の課税客体であって、配当に関し支払法人段階と受取株主段階とを総合して税負担の調整を行う必要はない、という見方がある。とくに所有と経営が分離している法人においては、法人税を法人独自の負担であると考えることができ、現に株主において法人税を自らが負担しているという認識がないから、二重課税の問題は考慮する必要はない、というものである。

しかし、所有と経営が分離していると否とにかかわらず、企業の最終利潤は本来株主に帰属するものであり、それに課せられる税負担は当然株主の負担になると考えるべきであろう。仮に利潤又は所得に対する課税につき法人と株主とを全く別個の課税客体として捉えるのであれば、法人が資本報酬として支払う配当は、法人の利益から控除すべきこととなる。

ロ なお、法人税率の変動があつたにもかかわらず配当率が安定していたことから、税負担が必ずしも株主に帰着していないのではないかという考え方がある。

しかしこれは、我が国企業の配当政策において安定配当率という基準が重視されてきたため、税制の改正を超えて配当率が維持されてきた結果にすぎないと考えられる。増税の場合、その税負担増加分が企業の内部留保から支払われていると見るならば、それだけ株主に帰属すべき企業の総価値が減少することになる。仮に製品価格を通じて消費者等に転嫁されるとしても、それだけ株主に帰属する法人利益が増加しておりそこから法人税が支払われることになる。したがってその負担は結局株主に帰着しているこ

とに変わりはない。

- ハ 一部には配当所得は不労所得であり一般の所得に対比して重課してもよく、二重課税はむしろ当然である、という意見がある。

しかし現行所得税体系においては、あらゆる所得を同一に取り扱いその総額に対し総合累進課税を行っているのであるから、仮に配当所得が法人を通じて得た不労所得であるとしても、それを含めた全体の所得の大きさに対応して累進税が課されることで足りるのであって、さらに二重課税をしてもよいという根拠にはならない。

- ニ そもそも法人税が導入された当初には、我が国はもとより主要諸外国においても、法人税は個人の配当所得課税に代わるものとして構成されていた。その後所得税の累進構造が強化されて、法人税がその代替課税としての役割を果たしにくくなったことに加えて、戦時財政負担その他の要請から、次第に二重課税を生ずるに至ったものである。

我が国の場合は、戦後のシャープ税制において再び法人税は個人所得に対する源泉課税であるという本来の考え方に戻った。ただその際、配当控除という不徹底な制度を採用したため所得の高低により税負担に不公平を生じ、配当控除そのものを廃止せよとの批判すら招くこととなり、このため二重課税の排除がますます不徹底となる傾向にある。この点に関しとくに問題とすべきは、配当控除制度に対する非難が誤って二重課税の排除そのものに対する批判にすりかえられていることである。他方諸外国においては、EC諸国を中心として、企業の自己資本充実や株式資本の大衆化等の見地から、近年二重課税の排除を進める税制改正が相次いで行われていることが注目される。

ホ 法人税の性格については種々の議論がありえようが、法人税制のあり方が国民経済に及ぼす影響については十分に配慮する必要がある。二重課税の排除が不徹底な税制のもとでは、配当は利子に比して不利な取扱いとなるので、個人投資家の金融資産選好と企業の長期資金調達はともに大きな影響を受け、国民経済的にみて資金の流れに歪みを生ずる結果となっている。

戦後わが国企業において自己資本比率が極度に低下し、借入金依存度が高まっているのは、基本的には、未発達な資本市場のもとに高度成長を背景にして急増する投資資金を間接金融に求めたことに起因するものであろうが、このような税制のあり方によるところも大きいと考えられる。また、受取段階における法人・個人間の二重課税排除の不均衡は、今日の株式保有における法人化現象と決して無縁とは思われない。

(3) 考えられる方向

A 二重課税排除の方式

株式投資魅力の回復を図るため、個人受取配当に対する不利な税制を是正し、国民経済的にも資金の流れを改善する見地から、二重課税の排除を進めることが必要である。

イ 二重課税排除の方式としては種々のものが考えられるが、配当控除方式の拡充は問題が多いため、基本的にはインプュテーション方式と配当損金算入方式とに大別される。それぞれの利害得失はおおむね次のとおりである。

① インプュテーション方式

法人税のうち配当に対して課された部分を株主の納付した所得税とみなし、受取株主段階でそれを株主の配当に加算して所得税を課し、株主の所得税額から当該法人税額を控除す

る方式であり、EC諸国を中心に採用する国が増加する傾向にある。

その利点として次の諸点が挙げられる。

- (イ) 個人段階で累進税率が適用された後、法人段階での支払税額が正確に控除又は還付されるため、低所得者ほど不利になるという現行制度の欠陥が除かれる。
- (ロ) 法人段階で支払われた税額が個人段階で調整される関係が明らかになるので、配当控除方式と異なり、配当所得が優遇されているという誤解を避けることができる。
- (ハ) 損金算入方式に比し、株主段階で二重課税の排除が行われるため、その結果が直接株主の受取配当の増加につながる。

これに対し、この方式では次のような問題が指摘される。

- (ニ) この方式は株主の申告を前提とするため、必ずしもすべての株主がこれを利用するとは限らない。
- (ホ) 企業の増資コストの低下に直接はつながらない。
- (ヘ) 申告件数の増加等税務当局の負担が増す。

② 損金算入方式

支払法人段階で配当を損金に算入し、法人・個人を問わず受取段階で課税する方式であり、配当と利子との税制上の取扱いの差がなくなるので増資がしやすくなる効果があるといわれているが、次のような問題がある。

- (イ) 企業が税負担の軽減に応じ配当を増加させないと、個人株主から見た株式の投資魅力は増大しない。
- (ロ) 株主に対する配当を法人の損金と見ることは、営利法人

たる株式会社の理念にそぐわない。

(イ) 配当支払の際、高率の源泉徴収をしなければ、受取段階の課税を実効あるものとするのは困難である。

(ロ) 租税協定で源泉徴収税率が制限されているので、非居住者たる株主が配当損金算入による恩恵をより多く受けることとなる。

(ハ) 受取配当と支払配当の多寡により、法人の税負担に変動を生ずる。

ロ しかしながら、二重課税排除の具体的方式については、配当軽減方式をとっている現行税制との関連をも考慮し、前記①及び②の方式を折衷する案も考えられよう。いずれにせよ、具体的な税制改正案は別途税制調査会の審議によらなければならないが、当特別委員会としては、上述した趣旨により、配当に対する二重課税排除のための税制改正を行うことが急務であると考えらる。

B 少額配当に対する課税上の取扱い

二重課税問題とは別個に、現行税制において配当課税と利子課税との不均衡が指摘される。とりわけ少額配当に対する課税については、株式投資を広く国民一般の貯蓄手段として普及させる見地から、少額利子所得非課税制度との権衡に留意する必要がある。

そのためには少額配当所得の非課税制度を導入することが望ましいが、この点については技術的に種々難しい問題があるので、関係者による検討が必要であらう。