

株主構成の変化と資本市場の あり方について

証 取 審 ・ 昭 51. 5. 11

証券取引審議会（会長・堀越禎三氏）では、さる5月11日、第148回総会を開催し、「株主構成の変化と資本市場のあり方について」の意見を取りまとめ、大蔵大臣に答申した。

同審議会は、昭和49年11月7日の第143回総会において、今後の審議課題を「株主構成の変化と資本市場のあり方について」とすることに決定し、この問題を総合的な観点から検討するため、新たに特別委員会を設けた。

同特別委員会の審議は、昭和49年11月27日から昭和51年4月16日まで、約1年半の間に21回にわたって行われ、その審議内容は、これまで4回に分けて証取審総会に中間報告（昭和50年3月17日、6月12日、10月17日および51年3月18日）された。同特別委員会では、これまでの4回の中間報告を改めて全面的に見直し、最終報告の形に取りまとめ、5月11日に開催された証取審総会に報告した。

同審議会は、特別委員会の最終報告にもとづき審議を行った結果、正式の意見として取りまとめ、大蔵大臣に答申したものである。

同答申は、「株主構成の変化と資本市場のあり方について」という標題の下に、第一部「株主構成の変化とその要因」と第二部「株主構成の変化に対処する方策」とに分かれている。

第一部は、第二部への導入として簡単にまとめられており、まず株主構成の変化の実態とその問題点を説明したのち、株主構成の変化の要因

を分析している。この結果、資本市場の機能面から見た今後の対策として、次の5項目をあげている。

- (1) 法人の株式保有の行き過ぎ是正
- (2) 株式投資魅力の回復
- (3) 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) 投資者保護の徹底

第二部では、この5項目を順次取り上げ、今後の具体策を詳細に述べている。

まず第一に、法人の株式保有の行き過ぎについては、その是正策として、①証券取引所上場諸基準の強化、②新株の優先的取得の抑制、③株式の相互保有の規制の三つの措置をあげている。

第二に、株式投資魅力を回復するには、①企業の配当・増資政策および②配当課税のあり方に負うところが大きいとし、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、発行会社において個人株主の利益を一層重んじた配当・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はかることが強く望まれるとしている。

第三に、我が国における機関投資家の発達を見ると必ずしも十分とはいえず、また本来の機能を発揮していないという批判もあるが、今後その資産は着実に増加すると見込まれるので、株式市場における機関投資家の役割は次第に増大していくと予想されるとし、①株式投資信託、②保険会社・農協共済、③企業年金・共済組合についてそれぞれ機関投資家としての特色、問題点および今後の方向等を述べている。

第四に、証券会社の営業姿勢の整備改善について、証券会社の営業姿勢の基本は、一般投資者の信頼を確保することにあることを強調し、個人株主の増大が証券業界全体の課題となっている今日、証券会社の営業

姿勢について真剣な反省が求められるとともに、とくに投資者本位の営業姿勢の一層の徹底が期待されると述べ、これまでの問題点および今後の整備改善の方向を指摘している。

第五に、投資者保護について、まずその内容および限界を明らかにし、投資者保護のためには、①ディスクロージャー制度の充実および②不公正取引の防止が必要であるとしている。具体的には、①正確、適時、公平な企業情報開示の徹底、②内部者取引や相場操縦等の規制をあげている。

最後に、同審議会は、主として証券政策の立場から資本市場のあり方と関連させて株主構成の変化について審議してきたが、この問題はむしろ国民経済的課題としてとらえなければ真の解決が望めないと述べ、ここに提起された数多くの方策についてはすでに審議の過程を通じて実施に移されたものもあるが、株主構成の変化という問題の性質上、その大部分が長期にわたって取り組まなければならない課題であり、今後、行政当局をはじめ証券界、産業界、金融界など各界において、この課題に対処するための積極的な努力が行われるよう望んでやまないと結んでいる。

証取審の答申の全文は次のとおりである。

昭和 51 年 5 月 11 日

大蔵大臣 大平 正 芳 殿

証券取引審議会会長 堀 越 禎 三

当審議会は、株主構成の変化と資本市場のあり方について、別紙のとおり意見を取りまとめましたので、ここに御報告いたします。

証券取引審議会委員名簿

会 長

経済団体連合会顧問

堀 越 禎 三

委 員

朝日新聞論説委員

大 木 穆 彦

同和火災海上保険株式会社社長

大 月 高

日本証券金融株式会社社長

鎌 田 正 美

東京大学名誉教授

鈴 木 竹 雄

東京証券取引所理事長

谷 村 裕

生命保険協会会長（日本生命保険相互会社社長）

弘 世 現

新日本製鉄株式会社副社長

藤 木 竹 雄

日本興業銀行副頭取

森 嶋 東 三

日本銀行理事

山 中 鉄 夫

全国銀行協会連合会理事（第一勧業銀行頭取）

横 田 郁

日本開発銀行総裁

吉 岡 英 一

日本証券業協会会長（日興証券株式会社社長）

渡 辺 省 吾

株主構成の変化と資本市場のあり方について

昭和51年5月11日

証券取引審議会

は じ め に

我が国の上場株式において、個人株主の持株が減少し逆に法人株主の持株が増大していく傾向は、昭和25年当時から今日までほぼ一貫して見

受けられる現象である。このような傾向は、昭和40年代に入って一層強まり、近年その度合が顕著となってきたため、今日、証券界はもとより産業界等においても、解決をせまられる重要な問題として関心が高まってきている。

このような情勢にかんがみ、当審議会は、昭和49年11月以降、株主構成の変化と資本市場のあり方について検討した。株主構成の変化は、広く我が国株式会社制度ひいては経済社会のあり方にまで関連する問題であるが、当審議会としては、その性格上、これを主として証券政策ないし証券行政の視点から取り上げている。この問題については、資本市場の存立基盤に重大な影響を及ぼすものであるだけに、資本市場の制度面や機能面にわたりさらに広範な検討が必要である。

個人株主減少傾向は、今日すでに相当の段階に達しており、このまま放置するならば、今後ますます進展していくおそれが強いので、当審議会としては、今後の対策に重点を置き、かつ、できるだけ早急に結論を出すよう配慮したところである。

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

我が国企業の株主構成は、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%に及んだが、この比率は、その後ほぼ一貫して低下傾向をたどり、昭和49年度には33.5%となった。しかも、昭和46、47年度には個人持株の絶対数も減少した。このような傾向は昭和48、49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依然として変わらないものと認められる。

これに対して、法人の持株比率は、昭和25年度から49年度までの間に35.5%から66.2%へと2倍近い伸びを示している。昭和49年度で見ると、このうち事業法人が全体の27.1%、金融機関が33.9%を占めている。法人持株の中で投資信託の組入株式は、むしろ個人持株に準ずると考えられるが、この持株比率は、昭和38年度の9.5%をピークとして49年度には1.6%に低下しており、投資信託を加えた場合の個人持株比率の減少は一層大幅なものとなる。

株主構成の変化は、米国においても同じように見受けられるが、米国の場合は、①個人持株比率がなお60%程度の水準を維持していること、②法人持株の実態は年金、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ことなどの点において、我が国とは性格を異にしている。

(2) 個人株主減少に伴う問題点

このような個人株主の減少傾向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経済的社会的な弊害をもたらすことである。とりわけ、株式持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りやすく、株式会社制度本来の機能を歪めるおそれがある。また、持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、個人株主の減少は、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りやすい。

個人株主の減少傾向が進むと、国民と企業との結びつきが弱まることから、企業の経済的社会的機能に対する正しい理解が失われ、ひいてはピーブルズ・キャピタリズムに基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れば、それだけ個人の株式投資の機会を減少させることになる。さらに、法人の株式取得は、企業間の関係強化、取引先確保等の政策的要因に基づく投資尺度を市場に持ち込む場合が多く、本来の純投資に徹した個人株主を市場から遠ざける結果をもたらす。このことは、国民一般が金融資産の増加に依じて有望な企業に投資する機会を妨げ、証券投資を通じて資産形成を図る場を狭めるおそれがある。

第3は、株式流通市場の機能が低下し、流通の円滑性及び公正な価格形成が妨げられることである。一般に法人の株式保有態度は固定的であるため、その持株の増加は、市場における株式需給の層を薄くし、流通の円滑性及び公正な価格形成を損ないやすい。さらに、少数の売付け又は買付けにより株価が大きく変動するので、市場の投機化を助長するのみならず、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、株式発行市場の機能が低下し、企業の長期安定資金の調達に阻害されることである。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、一般投資者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 株主構成の変化の要因

(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年度から今日にいたるまでほぼ一貫して増加しているが、特にその増加傾向が著しいのは、次の二つの時期である。

第1は、昭和28年度から31年度にかけてである。この時期において、戦後経済の混乱を收拾する産業再編成が進行し、企業集団形成のための株式取得が盛んに行われた。この動きは、昭和28年の独禁法改正により、さらに加速されたものと考えられる。

第2は、昭和41年度から47年度にかけてである。この間、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き取られたほか、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てきた。この動きは株式公開買付け（TOB）が問題となった昭和46年頃から特に強まり、また昭和46、47年の金融緩和期においては、金融機関と融資先企業との関係強化、事業会社との取引先との連携確保、企業の資金運用等を目的として、法人の株式取得が活発に行われた。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、及び投資魅力の減退により個人の新規株式取得が減じたことが考えられる。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、発行市場を通じて法人持株を増加させる要因となっている。

(2) 株式投資魅力の減退

個人株主減少の最大の要因として株式投資魅力の減退があげられる。近年、株式投資魅力は次第に薄れてきており、特に一般の個人投資者にとって長期投資はなじみにくくなっている。これらの原因は、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深く関連している。

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いう考え方が広く浸透しており、配当性向を重視する考え方はまだ少な

い。もっとも、額面に対する安定配当率を重視する配当政策の下でも、額面発行増資が盛んに行われた昭和30年代においては、持株の増加と配当率の安定とによってもたらされる実質的な増配効果が、企業の成長利益を株主に享受させる結果となっていた。

昭和40年代に入ると額面増資が減少する一方、昭和44、45年頃から時価発行増資が株主へのプレミアム還元を十分配慮することなく安易に行われたため、額面に対する安定配当率を維持するという考え方の下では株式利回りは次第に低下していくことになり、個人株主にとって株式の投資魅力は著しく減退した。その結果、我が国の株式市場においては、株主らしい株主が後退し、代わって政策的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投資者が優勢となっている。

(3) 発行会社の個人株主対策の不足

我が国企業は、高度成長期において急増する資金需要の大部分を金融機関借入れ等の他人資本に依存してきた。昭和30年代においては、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の増資がしばしば行われたが、40年代に入るとこのような増資は比較的減少した。このため、我が国企業の株式資本比率は急速に低下し、昭和37年度の12.1%から49年度の5.4%にまで落ち込んでいく。しかも、その株式資本のうち相当部分が、安定株主工作、企業間の連携確保等によって、法人に集中的に保有されている。

このような実態を背景として、企業の運営は、経営者と一部の大株主などの意向に委ねられる場合が多く、一般株主特に個人株主の立場は企業において軽視されがちであった。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るとともに、個人の株式投資意欲を減退させたと考えられる。

(4) 証券会社の営業姿勢上の問題

株式市場に対する一般投資者の信頼が薄れていったことも、個人株主減少の一つの要因である。この点、投資者と市場の間立つ証券会社の役割に期待するところが大きい、これまでの証券会社の営業姿勢がこれに十分こたえてきたとはいえない。

証券会社は、安定株主工作を通ずる法人の株式取得をむしろ推進してきたきらいがあり、また、時価発行増資にあたって、投資者の利益を十分配慮した行動をとらなかったと指摘されている。他方、ブローカー業務においても、営業効率面の制約からともすれば大口顧客優先となり、地道な個人顧客の開拓は不十分であったといえよう。

(5) その他

上記のほか、株主構成の変化の要因として次のような点があげられる。

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もある。

ロ 株価に対する投資尺度が多様化し投資判断が難しくなったこと、個人株主にとって十分な投資判断資料が得難いこと、株式投資知識の普及が不足していたことなども考えられる。

ハ なお、株式市場において個人株主に代わる投資信託等の機関投資家が十分に発達しなかった点も検討する必要がある。

3 株主構成是正のための方向

このような株主構成の変化の実態、問題点及び要因にかんがみ、今後の株主構成の変化に対処する方策を資本市場の機能面から整理すれば、次のとおりである。

- (1) 法人の株式保有の行き過ぎ是正
- (2) 株式投資魅力の回復
- (3) 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) 投資者保護の徹底

以下第2部においては、これらの項目を順次取り上げて、今後の具体策を詳細に検討した。

第2部 株主構成の変化に対処する方策

第1 法人の株式保有の行き過ぎ是正

株主構成の変化に対処する方策としては、個人株主が進んで株式投資を行えるように、株式投資魅力の回復を図ることが基本であるが、我が国における株主の法人化現象が法人の積極的な株式取得によるものである以上、法人の株式保有の行き過ぎに対して何らかの歯止めをかけることが必要である。法人による株式保有は、企業間の関係強化、取引先との連携確保、安定株主工作等いわば政策的意図によるものが多いので、その行き過ぎを是正するには、政策的ないし経済外的な手段によることが有効である。

したがって、法人の株式保有を法的措置によって直接制限することも将来の課題となろうが、当面の措置としては、株式の法人集中化を抑制する方向で証券取引所の上場諸基準を強化し、又は新株発行段階における法人の優先的株式取得を制限することなどが考えられる。ただ、法人の株式保有のうち株式の持合いの形態をとるものについては、諸外国にも立法例が見られるように、会社法による規制について検討する必要がある。

1 上場諸基準の強化

(1) 上場諸基準強化の考え方

株式市場の基盤は、多様な投資判断を有する多数の投資者が市場に参加し、市場における株式需給の層を質的量的に厚くすることによって支えられている。近年の我が国上場会社の株主構成を見ると、個人保有株式の割合が減少し、代わって法人の固定的な株式保有が増加する傾向にある。株式の法人集中化を法的に規制していない以上、そのような発行会社が存在することはやむを得ないが、その株式が証券取引所に上場されていることは、株式流通市場の機能を弱めるばかりでなく、広く国民から資金を調達している公開会社の公共性に照らしても問題がある。このため、証券取引所の上場諸基準には、「株式分布状況（浮動株主数及び浮動株式数）」の項目が設けられているが、今日では十分効果をあげていないと見られるので、早急にその強化を図る必要がある。このような措置は、発行会社の努力を通じて法人の株式保有の行き過ぎを是正する一つの有力な手段となり得よう。

上場諸基準では、「浮動株主」とは持株数 500 株以上 5 万株未満の株主をいい、「浮動株式」とは浮動株主により所有される株式を指しているが、このような外形基準が上記のような目的に沿っているかどうか問題がある。これらは個人株主又は個人保有株式の動きと強い相関関係にあり、またほかに適当な基準も考えられないので、当面はこの基準によるのが妥当であろう。浮動株基準を補完する意味で、逆に大株主、役員等の少数特定者によりいわば固定的に所有されている株式の比率を、新たな基準として設けることも検討したが、少数特定者の範囲の決定やその把握方法が困難であることから、今後の検討に委ねることとした。

(2) 上場諸基準強化の方向

証券取引所の上場諸基準には、新規の上場の際に適用される「上場審査基準」と、上場廃止の際に適用される「上場廃止基準」がある。さらに、市場第一部と市場第二部を区分している取引所については、市場第一部への移行の際に適用される「市場第一部銘柄指定基準」と市場第二部への移行の際に適用される「市場第一部銘柄から市場第二部銘柄への指定替基準」とがある。これらの上場諸基準は、上場株式数、株式分布状況、株式売買高、純資産額、純利益額、配当等の各項目に分けられているが、株式分布状況すなわち浮動株主数及び浮動株式数に着目して、これを次のような方向で強化することが適当である。

- ① 浮動株主数については、多様な投資判断を有する多数の投資者が市場に参加することに意味があるので、各基準相互間の関連を勘案しながら、その数を相当程度引き上げる。
- ② 浮動株式数については、多数の需給の投合により市場の流動性が確保されることに意味があるが、すでに上場され又は市場第一部に指定されている会社に対しては比較的ゆるやかな基準となっている。株式の法人集中化が問題となっているのは主としてこれらの会社であることにかんがみ、「上場審査基準」と「上場廃止基準」との間の格差、及び「市場第一部指定基準」と「市場第二部への指定替基準」との間の格差を、それぞれできるだけ縮小する。これまでの浮動株式の絶対数に加えて浮動株式比率（総株式数に占める浮動株式数の割合）を「上場廃止基準」及び「市場第二部への指定替基準」にも導入する。
- ③ 浮動株主数及び浮動株式数の基準強化は、上場廃止や市場第一部から市場第二部への指定替えを目的としているのではなく、各上場会社に対して、その株式の行き過ぎた法人保有を改善する努力を期

待しているのであって、新基準の適用にあたっては相当の猶予期間を設ける。

なお、このような上場審査基準及び上場廃止基準の強化に伴い、非上場会社の株主の保護を期するため、早急に店頭市場の一層の整備を図ることが必要となる。

2 新株の優先的取得の抑制

(1) 時価発行増資等の親引け規制

時価発行増資が盛んに行われた昭和47年当時は、取引関係の強化や株主の安定化等を目的として、増資額の半数以上が「親引け」という慣行により、発行会社の指定する消化先、主として発行会社と関係の強い法人に割り当てられることが多かった。このような慣行は、株主割当増資から時価発行増資へ移行する過渡期の現象としてやむを得ないところがあったが、新株が特定の法人に優先的又は排他的に取得されることは、公募制度の趣旨に反するのみでなく、株式の法人集中化を促進する結果をもたらしている。

引受証券会社は、昭和48年1月以降、親引け比率を50%以下にとどめるよう自主申合せを行い、同年4月以降はこれを40%以下に強化してきた。また、48年2月には、時価転換社債の発行にあたっても親引け比率を25%以下にするよう申し合わせている。法人の株式保有の行き過ぎを是正する一つの措置として、今後とも、親引け比率を極力引き下げていき、将来は廃止する方向へ進むべきであろう。

(2) 第三者割当増資の改善

第三者割当増資は、株主以外の特定少数の者に新株を割り当てる例外的な増資方法であるが、発行会社と関係の深い法人に取得されることが多く、株式の法人集中化を招きやすい。時価発行増資等については、引受証券会社を通じて、各種の自主申合せによる調整措置が講じ

られているのに対して、第三者割当増資は、発行会社の意思により恣意的に行われ得るところに問題がある。

このため、引受証券会社は、昭和48年5月、第三者割当増資は企業再建・企業提携等一般募集が困難な場合に限って行われるべきであるという統一見解を発表し、同年10月には、第三者割当増資を行った会社については、その後2年間時価発行増資の引受けを行わないという申合せをしている。第三者割当増資は、昭和46年から48年にかけてしばしば行われたが、このような措置もあって49年からはかなり減少しており、引続きこの方向を堅持することが適當である。

3 株式の相互保有の規制

(1) 規制の必要性

我が国における法人の株式保有は、その大部分が株式の相互保有すなわち持合いの形態をとっているのが特徴である。株式の相互保有は、単なる法人株式保有と異なり、それが行き過ぎると、①相互に株主権を協調して行使することにより実質的な経営者支配を容易にし、株式会社制度本来の機能を歪めるおそれがある、②相互に名目的な資本増加をもたらすので、資本充実の原則に反し会社財産の健全を阻害する、③意図的な取引を相互に行うことにより、作為的な株価形成が行われやすいなどの弊害が現れる。

フランス、西独、英国、イタリア等の諸外国においては、いずれも株式の相互保有を会社法により厳しく禁止している。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めるとともに、株式市場に対する投資者の信頼を維持するため、行き過ぎた株式の相互保有の規制について検討することが望ましい。

(2) 規制の方法

株式の相互保有には、親会社の株式を子会社が保有するいわゆる

「縦の持合い」と、支配従属関係を伴わない会社相互間におけるいわゆる「横の持合い」があげられる。このような相互保有の形態に応じていろいろな規制方法が考えられるが、これを証券取引法で直接規制することは性格的になじみにくいところがある。

この問題は、株式会社制度の基本にかかわるものであり、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、現在行われている商法根本改正の一環として、法制審議会において検討されるよう要望しておきたい。

第2 株式投資魅力の回復

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者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り、「株式投資魅力の回復」はそのための最も重要な柱である。近年、株式投資魅力が著しく減退し、長期的株式投資は特に個人投資者にとって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、発行会社において個人株主の利益を一層重んじた配当・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望ましい。

1 企業の配当・増資政策等のあり方

(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、配当性向はおのずから低くならざるを得ないという見方がある。また、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、かつ将来の配当余力を高めるので、理論的には株主の利益は損なわれないという考え方もある。

しかし、内部留保の増加は、株主にとって配当として受け取り得る資金がそのまま再投資に向けられたことになり、株主の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なうことにもなりかねない。また、自己資本の充実には、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取る配当額に影響されるところが大きい。

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していくためには、企業における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。

これに関連して、安定配当をどう考えるかという問題がある。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することにより配当の安定化を図る傾向があるし、他方では安定的な配当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。我が国において配当の低額固定化傾向をもたらした原因としては、額面に対する配当率の安定という考え方が一般的であったために、配当の大きさに対する正確な理解が妨げられたことが考えられる。

したがって、今後は、企業における配当政策の基準としても投資者における投資の尺度としても、配当性向が重視される必要がある。

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。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が、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。

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得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も定着しているので、今後は、自己資本配当率を一般に用いることが適当である。

(2) 増資の促進と利益還元強化

イ 増資の促進

近年、株式の投資魅力が減退した主要な原因の一つには、資本金の増加テンポが鈍ってきたことがあげられる。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、事実上、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、株式投資魅力をさらに増大する働きをしている。時価発行の場合でも、次に述べるように株主に対する利益還元が確実に行われるならば、時期を置いて額面発行と同様の効果を期待できよう。

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実施することにより、株式投資魅力の向上を図ることが望ましい。

ロ 利益還元の強化

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する批判がある。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、時期を置いて額面発行と同様の効果を生ずるはずである。

時価発行増資が盛んに行われた当初には、企業は増資プレミアムをコストのかからない資金と理解し、株主に対する利益還元を十分に行わなかった事実がある。このため、昭和48年以降、引受証券会社の自主申合せにより時価発行増資の利益還元ルールが設けられてきたが、現行のルールはすでに相当強化されたものと認められる。今後とも、これを確実に履行することが当然の要請であるが、ルール制定前に時価発行増資を行った会社においても、このルールの趣旨に準じて、できるだけ利益還元に努めるべきである。

(3) 制度面における環境整備

イ 株式分割・無額面株式の活用

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。とりわけ、収益率の高い企業が利潤を株主に還元するに際して有効な手段になると考えられる。

しかし、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。さらに、最低額面金額以下には分割できないという法制上の制限もある。したがって、實際上株式分割を容易にするためには、無額面株式の普及を図ることが望ましい。

また、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最も有効な方法である。ただ、現行商法では、すでに額面株式を発行している会社が会社の意思によりこれを無額面株式に転換することは認められていないので、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 証券多様化の推進

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。

たとえば、時価転換社債や新株引受権付社債などは、社債の確実性と株式の有利性を併せた投資魅力を有しており、これらを積極的に活用すれば、個人が株式投資を行う一つのステップになり得る。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得るので、優先配当に関心をもつ個人投資者

と第三者の経営支配を懸念する経営者の双方にとって魅力のある株式といえよう。

これらの証券の発行は、時価転換社債を除きほとんど行われていないので、今後、その活用方法を研究していく必要がある。なお、優先株や新株引受権付社債などについても、別途法制の整備を要する点があるので、前記の問題に併せて法制審議会における検討が望まれる。

ハ 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の魅力の増大を図ることは当然であるとしても、発行会社と個人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、たとえば、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間に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必要となろう。

2 配当課税のあり方

(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基づいて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いたった。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見ると、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。特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。

企業の側から見ると、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生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。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 法人税の性格

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。特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、それに課さ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とらえるのであれば、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ろう。

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ない。

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、二重課税をしてもよいという根拠にはならない。

ロ 法人税の沿革

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いたったものである。

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もどった。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った。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。この点に関し特に問題とすべきは、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。

ハ 法人税の国民経済的影響

法人税の性格については種々の議論があり得ようが、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下では、配当は利子に比して不利な取扱いとなるので、個人投資者の金融資産選好及び企業の長期資金調達とはともに大きな影響を受け、国民経済的に見て資金の流れに歪みを生ずる結果となっている。

戦後、我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、未発達な資本市場の下に、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、今日の株式所有構造に見られる法人化現象と決して無縁とは思われない。

(3) 今後の考えられる方向

イ 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。

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、インピ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 インピュテーション方式

法人税のうち配当に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、E C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あげられる。

a 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。

b 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。

c 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。

- a 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。
- b 企業の増資コストの低下には直接つながらない。
- c 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。

- a 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。
- b 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。
- c 配当支払いの際、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。
- d 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。
- e 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。

しかしながら、二重課税排除の具体的方式については、配当軽課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、当審議会と

しては、前記の趣旨により、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る。

ロ 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ろう。

第3 機関投資家の役割の向上

我が国における機関投資家としては、株式投資信託、生命保険、損害保険、企業年金、共済組合等があげられるが、各々の株式投資態度には保有資金の性格に応じておのずから相違がある。たとえば、株式投資を目的として設定された株式投資信託と、将来の一定の債務を帯びた資金を保有する保険・年金等とは異なるし、さらに区別するならば、確定債務を支払う保険と、できるだけ実質価値を維持することが望まれる年金とは必ずしも同一ではない。

我が国における機関投資家の発達を見ると必ずしも十分とはいえない難く、また本来の機関投資家としての機能を発揮していないという批判もある。しかしながら、今後、個人金融資産が増加し多様化するとともに年金制度等も発達する傾向にあることから、機関投資家の運用資産は着実に増加するものと見込まれるので、株式市場においてもその比重が次第に増大していくと予想される。

機関投資家の発達は、一般的に株式流通市場の需給の層を厚くし、流

通の円滑化及び価格形成の公正化に寄与するところが大きい。このためには、各機関投資家が純投資目的に基づく本来の投資活動に徹することが前提であり、また、多様な運用方針を持つ多数の機関投資家が市場に参加することが望ましい。もっとも、最近の米国に見られるように、機関投資家の巨大化が市場に及ぼす弊害も無視できないが、我が国の場合はまだその段階にはなく、むしろ、機関投資家の発達を通じて株式市場の量的質的な発展を期するのが当面の課題であろう。

このほか、機関投資家の機能としては、個人株主と同様の立場から企業の配当・増資政策等に関して積極的に発言し、株式投資魅力の向上に資することがあげられる。

なお、機関投資家が純投資目的に基づいて積極的に株式市場に参加していくためには、市場側の受入体制の改善強化が望まれる。

1 株式投資信託

(1) 株式投資信託の現状

我が国の株式投資信託は、昭和26年に証券投資信託法に基づいて再発足して以来、すでに20数年を経過している。この間、昭和37年末には純資産総額が1兆996億円に達したが、昭和40年当時の証券不況期において、基準価額の大幅な下落とりわけ単位型投資信託の額面割れなどから一般投資者の不信を招き、昭和43年末の純資産総額は5,664億円に減少した。株式投資信託がこのような不振から回復に転じたのは昭和44年頃からであり、最近数年間はほぼ順調に推移している。この結果、昭和51年3月末の純資産総額は1兆9,643億円に達し、今日においては国民の有力な貯蓄手段として定着する動きを見せている。しかしながら、長い不振期を経てきたこともあって、個人金融資産に占める地位は、他の金融資産に比べるといまだ低い状況にある。

(2) 機関投資家としての特色

イ 株式市場の機能強化

株式投資信託は、本来株式投資を目的とし純投資に徹しているため、最も「機関投資家らしい機関投資家」として、株式市場の機能強化のために重要な役割を果たすことが期待されている。

しかし、過去の実績を見ると、必ずしも市場の安定要因として機能していないばかりか、往々にして市場の激化要因となった例がある。また、近年ではあまりにも慎重な運用に終始して、機関投資家らしい機能を発揮していないともいわれている。株式投資信託が本来の機能を十分に発揮するためには、その運用方針によるところが大きく、多数の異なるファンドがそれぞれ合理的な判断基準に基づいて活発かつ果敢に行動するならば、結果的に市場の安定がもたらされることとなる。

ロ 株式投資の媒体

今後、個人金融資産の運用形態はますます多様化するとともに、その運用も安全性に収益性を加えていくことが予想される。その際、株式投資信託は、株式投資に伴うリスクの軽減を望む層、株式投資を行うほどまとまった資金を有していない層などにとって有効な投資手段となり得るものである。したがって、株式投資信託については、他の機関投資家と異なり、個人株主の増大ないし育成のための媒体としての機能を期待することができる。

(3) 株式投資信託の問題点

株式投資信託の発展は、株式市況の動向に直接左右されるところが大きく、究極的には株式投資魅力の向上をまたなければならないが、株式投資信託が、安定的かつ有利な国民貯蓄としてまた株式市場における機関投資家として、その期待される役割を一層発揮するためには、次のような問題に取り組む必要がある。

- ① 投資信託委託会社の運用は、受益証券の販売を証券会社の努力に依存することもあって、一般にファンド間の横並びを意識した画一的ないし消極的なものになりがちであり、その成果を十分あげていないという批判もある。また、委託会社は、いまだ証券会社の影響から脱しておらず、ともすれば受益者本位の運用に徹しきれないおそれがある。
- ② 現在の株式投資信託は、さまざまな商品が提供される建前となっているにもかかわらず、現実の運用を見ると特色のない類似のものが多く、投資者の期待に十分こたえていないきらいがある。
- ③ 株式投資信託には株式市場の好況時に資金が大量に流入し、不況時に解約を通じて流出するという傾向があるため、株価の安い時に買い高い時に売るという本来の運用方針が妨げられており、長期安定資金の導入による運用資産の着実な増加を図ることが今後の課題となっている。

(4) 今後の改善の方向

イ 投資魅力の増大

① 競争原理の徹底

我が国の株式投資信託は、昭和40年当時の元本割れに対するアレルギーや商品性格の不明確性もあって、とかく極端な「安定運用」になりがちであるので、今後は、競争原理を一層徹底しより機動的な運用に徹していく必要がある。そのためには、たとえば、信託報酬に運用効率が反映されるような仕組みを取り入れることが望ましい。

さらに、現状においては、同一委託会社内において少数の運用責任者が多数のファンドを運用しているので、個々のファンドについての十分な運用・管理が行われにくく、また、運用責任体制

が必ずしも確立していないため、会社としての相場観等に左右されファンドごとの独自性を打ち出し難い実情もある。

したがって、ファンドごとの特性を明らかにし、かつ、運用成果の向上を期するためには、優秀な人材の養成及び導入に努めるとともに、運用責任の明確化を図ることによって、各ファンドの責任者が各自の相場観や経済観に基づき運用を競い合う形にもっていく必要がある。

② 自主運営の強化

委託会社と指定証券会社との間のゆ着関係は、昭和43年の証券取引審議会の指摘もあり、業界において格段の努力が払われた結果、大幅に改善されたといえよう。しかしながら、世間一般には、いまだ委託会社の自主独立性が十分確立されていないのではないかという懸念が強い。

このような懸念を持たれていることは株式投資信託の発展のために好ましくないので、今後とも、商号、出資関係及び人事交流等について一層の改善を図っていく必要がある。また、委託会社による指定証券会社以外の証券会社に対する株式売買の発注や、指定証券会社以外の証券会社を通ずる受益証券の販売を一層促進することが重要である。

ロ 投資者層の拡大

① 商品の多様化

株式投資信託が魅力ある国民貯蓄として定着するためには、投資者の各種のニーズに即応したいろいろな商品を開発していかなければならない。同時に、販売にあたってはその商品性格を示して、投資者が自己の判断で容易に選択できるよう配慮することも大切である。

なお、既存のファミリー・ファンド等についても、そのメリットを生かしつつ投資者のニーズに一層即応するよう所要の改善を加える必要がある。

② 資産運用の適切な公表

株式投資信託についての信頼性を高め投資者層を拡大していくためには、委託会社は、運用報告書の記載内容の明確化、その交付方法の改善、受益者懇談会の開催等に努め、その運用の実態について投資者に適切に公表する方法を工夫すべきである。

③ 販売意欲の向上

受益証券の販売を促進するためには魅力ある商品の提供が基本であるが、販売手数料の引上げにより販売意欲を刺激することも考えられる。ただ、手数料の引上げは、投資者にとってそれだけ利回りの低下をもたらすので、その前提として運用効率の向上が必要となろう。

ハ 長期安定資金の導入

① 販売姿勢の改善

株式投資信託の発展には、短期資金が大量に流入するよりも、長期資金が着実に増加することが大切である。株式投資信託に長期安定資金を導入するにあたっては、証券会社の販売姿勢のあり方によるところが大きい。したがって、今後は、一部に見られるような安易な乗換勧誘や押込み販売を自粛するとともに、これに適応した手数料体系の導入を検討することが望まれる。

② 新商品開発

長期安定資金の導入にあたっては、資金が一定期間滞留するような新商品の開発を行うことも有効であろう。この場合、受益証券の換金性を確保する意味で流通市場の整備が必要となるが、そ

のための一つの方法として、将来、受益証券の上場を検討することも考えられる。

なお、受益証券は、株式のように本来無期限であることが望ましいという考え方もあるが、投資者のニーズや流通市場の確立していない現状を考慮すると、これをすべて無期限にすることには問題があろう。

③ 会社型投資信託の検討

諸外国において普及している会社型投資信託は、受益証券が株式の形態をとっており、受益証券の買取りによる信託財産の減少が生じないので、安定した資金運用を行い得るという利点がある。そのため、我が国においても、会社型投資信託を採用してはどうかという意見もある。しかしながら、この制度についてはファンド自体が株式会社となるため、キャピタル・ゲイン課税に関する税法上の制約や株主総会運営上の問題などに難点が多く、現在のところ、これを積極的に導入する気運が高まっているとは考えられない。

2 保険会社・農協共済

(1) 機関投資家としての性格

経済の発展に伴い、生命保険及び損害保険の保険契約高の伸びはかなり大きく、保険会社の総資産は、年々2割前後増加しており、昭和50年3月末で見ると、生命保険会社は11兆1,106億円、損害保険会社は3兆3,421億円となっている。その株式への運用割合は、昭和40年代前半まで低下傾向にあったが、最近では生命保険が約20%、損害保険が約25%程度で横ばいに近い状況である。また、保険会社保有株式の売買回転率は、市場全体の平均水準に比較して著しく低く、しかも近年低下してきている。このような観点から、保険会社の株式市場に

における機関投資家としての役割の向上が問題となっている。

もっとも、保険会社としては確定債務を帯びた資金を運用しているので、資金運用の安全性及び流動性を考慮した投資姿勢が必要とされ、また、そのような量的質的な規制も受けている。したがって、株式投資を目的とした資金の集りである株式投資信託とは、資産配分方法や株式投資態度において、ある程度の違いが生ずることは避けられない。

(2) これまでの資産運用状況

保険会社の資産は、一般に、預金、コール・ローン、貸付金、有価証券（公社債・株式等）及び不動産によって構成されているが、戦後における資産配分は、主として有価証券及び貸付金からなっていた。昭和40年代に入って、このうち株式投資の割合が減少し、代わって貸付けが増加してきているが、この背景には、株式投資の利回り採算が貸付け等に比して相対的に不利になってきたという事実がある。

次に、株式投資態度については、保険会社は、一般的に利回り採算による純投資的立場から比較的長期にわたって株式を保有することにより、資産運用の効率化を図ってきたといえる。昭和40年代後半に入ると、このような株式投資態度に関連して、いくつかの環境の変化が生じてきた。たとえば、①時価発行増資が活発になってきた結果、従来のような額面割当てを前提とする長期保有による利回りを期待することが難しくなったこと、②安定成長経済への移行に伴い、企業利益の増加テンポや増資の頻度が低下しがちであること、③生命保険については、昭和47年度からキャピタル・ゲインの一部を特別配当の形で契約者に還元することが認められたことなどがあげられる。

また、昭和40年代に入って、一部には安定株主工作の盛行や保険営

業上の配慮から政策的に株式を保有する傾向が目立ちはじめ、これが保険会社の機動的な株式投資を阻害する一因となったことも否めない。このような傾向は、近年では周囲の状況の変化もあって、次第に弱まる方向にあると認められる。

(3) 今後の資産運用の方向

これらの環境の変化に対応して、保険会社は、これまでの利回り投資にキャピタル・ゲインの追求を加えた総合利回りの確保をめざして、新たな資産運用を展開していく方向にある。すでに一部の保険会社では、このような資産運用方法の研究や運用機構の整備を図りつつある。したがって、保険会社の株式投資は、外国株式を含めて一層活発となる可能性が強い。

しかし、総合利回りの確保を目標とするにしても、株価変動の鞘をとるようなパフォーマンス型の株式投資を行うことは、保険会社の資産運用のあり方として適当であるとはいえない。したがって、今後予想される産業構造の転換の中から新しい成長企業を見出し、その株式を中期的に保有することによって、企業収益の増大に伴うキャピタル・ゲインを獲得するような方向が想定されよう。その場合においても、必要に応じ含み益の実現を通して保険会社の売買回転率が結果的に高まり、機関投資家としての機能も一層発揮されることとなろう。

なお、保険会社の株式投資が円滑に行われるためには、同時に株式市場における大量売買仕法の研究を進めていく必要がある。

(4) 農協共済の株式投資

保険会社に類似した機関投資家として、農業従事者を対象とした共済事業を行っている農協共済があげられる。農協共済の資産も毎年2割程度増加し、昭和50年3月末では2兆7,282億円に及んでいるが、その資産を株式に運用することが認められたのは、全共連が昭和42

年、都道府県共済連が47年と比較的新しいため、株式投資割合は約2%程度にとどまっている。

農協共済の保有資産は今後とも着実に増加することが見込まれており、その性格は保険会社の資産に類似しているので、農協共済の株式投資に対する知識経験が深まるにつれて、株式市場における有力な機関投資家に発展する可能性がある。

3 企業年金・共済組合

(1) 年金資産の性格

我が国の企業年金制度は、昭和37年に導入されたいわゆる適格年金と、厚生年金保険法に基づき昭和41年に導入されたいわゆる調整年金とから成り立っている。これらの資産の増加率は年々4割程度の高い水準を示しており、昭和50年3月末における企業年金の総資産は2兆313億円に達している。

年金資産の性格は保険資産とほぼ同様であり、その運用にあたっては、年金制度の健全性や受給者の保護を図る見地から、安全性及び確実性が原則とされる。しかし、主として勤労者の老後の生活に資するものであるため、積立金のインフレによる減価を防ぎ、その実質価値をできるだけ維持することが求められている。また、運用成果が拠出金の軽減や給付の増加に影響するため委託者の関心が強く、委託者の希望によって個性的に運用されることも可能である。このような観点からいえば、年金資産の性格は、保険資産と株式投資信託の間に位置づけることができよう。

(2) 資産運用状況と今後の考え方

年金資産は、契約に基づき生命保険会社と信託銀行によって運用されているが、昭和50年3月末においては保険型が7,502億円、信託型が1兆2,811億円となっている。

生命保険会社においては、年金も保険契約の一形態として取り扱われており、受託された年金資産は一般の保険資産と一体で運用されているので、保険型年金の資産構成と株式投資態度は、一般の保険資産と同様である。この点については、保険資産と年金資産の性格の相違に着目して、新しい運用形態を研究してみる余地がある。

信託銀行においては、年金資産は他の信託財産と区分して運用されているが、その株式保有比率は、昭和50年3月末で約6%程度に過ぎない。これは、資産の性格上、慎重な運用に重点が置かれたことに加えて、貸付け等により比較的安全で有利な運用が可能であったことによると考えられる。さらに、我が国の企業年金信託は、米国に比して歴史が浅いため、株式投資を行う適切な機会に恵まれなかったという実情もある。

信託型年金の資産運用方針においては、基本的にはこれまでの方針を踏襲しながらも、機会を見てキャピタル・ゲインを獲得できるように、その株式投資割合を漸次増加させることが考慮されている。年金資産は、今後とも飛躍的に増加することが見込まれるので、その機関投資家としての役割が注目されている。企業年金信託が、機関投資家として独自の投資判断により多様な株式投資を行うには、そのための調査研究が必要であり、現在、各信託銀行において資産運用体制の整備が進められている。

(3) 共済組合の株式投資

共済組合の運用資産も毎年2割程度の伸びを示しており、その結果、昭和50年3月末では5兆3,521億円となっている。このうち、有価証券保有額は約3割程度を占めているが、株式の保有割合は1%にも達していない状況である。これは、共済組合が従来安全かつ効率的な資産運用を旨としてきたことに加えて、資産運用に対する各種の制

約があったことなどによるものといえよう。

共済組合は、企業年金と異なり自ら資産を管理運用しているので、今後、株式投資の割合が高められるとすれば、株式投資魅力の向上に加えて、専門家の養成又は投資顧問制度の活用などに負うところが大きいと考えられる。

第4 証券会社の営業姿勢の整備改善

昭和43年の免許制移行以後、証券会社の財務内容及び経営体質は大幅に改善され、この面における証券会社の社会的な「信用」は著しく向上してきた。しかしながら、証券会社に対する一般投資者の「信頼感」は、必ずしも十分高まってきているとはいえないところがある。従来の証券会社の営業姿勢を見ると、ともすれば法人寄りないし収益偏重の色彩が強く、結果的には一般投資者に対する配慮が十分ではなかった。近年における株式保有の法人化現象とこれに伴う個人株主の減少傾向は、株式投資魅力の減退等のほかに、このような証券会社の営業姿勢にも一因があるといえよう。

証券会社の営業姿勢の基本は、一般投資者の信頼の確保にあることはいうまでもなく、昭和49年12月の「投資者本位の営業姿勢の徹底について」の行政通達も、この趣旨を改めて具体的に要請したものである。個人株主の増大が証券業界全体の課題となっている今日、証券会社の営業姿勢について真剣な反省が求められるとともに、特に投資者本位の営業姿勢の一層の徹底が期待されている。

1 これまでの問題点

(1) 法人寄りの営業姿勢

昭和40年代初めの資本自由化を契機として、法人が安定株主工作、系列的企業集団の形成等のために株式の法人集中化を推進した際、証

券会社はこれをむしろ助長するような面があった。

また、時価発行増資が本格的に行われるようになってから日が浅いため、証券会社の引受機能が十分に整わず、引受幹事となるための過当な競争もあって、証券会社は時価発行増資の引受けをやや安易に行ってきたきらいがある。さらに、時価発行増資プレミアムの還元についても、当初においては、株主に対して十分な配慮がなされていたとはいえない。

(2) 収益偏重の営業姿勢

証券会社は、営業効率面の制約からも、株式については大口投資者優先の営業姿勢に傾き、投資者層の底辺を広げるための地道な努力がおろそかになりがちであった。

また、一部では特定の顧客相手に手数料本位の過当な投資勧誘が行われ、長期的投資者を育てるよりもむしろ短期的投機的な投資者をふやす結果ともなっている。さらに、株式の売買委託手数料に依存する証券会社の収支構造が、収益偏重の営業姿勢を強めることになった点も否定できない。

このような証券会社の営業姿勢は、株式市場の投機的傾向と相まって、一般投資者を市場から離散させ、又は市場に近寄りにくくさせる一因となったといえよう。

2 今後の整備改善の方向

(1) 引受審査機能の強化

イ 引受ルールの遵守

近年における時価発行増資等の増加に伴い、引受証券会社の社会的責任はとみに増大してきている。引受証券会社は、発行会社及び投資者双方の信頼に基づいてアンダーライターとしての役割を果たすべく、昭和48年2月以降数次にわたり自主申告せを行い、発行銘

柄の資格基準及び増資後の株主への利益還元基準の強化、親引け割合の引下げ等引受ルール整備のための努力を払ってきた。

その結果今日では過去に見られたような安易な引受け態度は、相当程度改善されてきている。したがって、今後ともルールの趣旨を一層遵守し、投資者の期待にこたえていくことが要請される。

ロ 審査内容の先実

引受ルールの基準を満たした発行銘柄の中から、いかにして真に時価発行増資に適したものを選別するかということが、現実の問題となる。このため、引受証券会社は、昭和49年12月より、①事前審査内容の充実、②増資発表から払込みにいたるまでの企業動向に対するフォローアップ、③公認会計士等による監査対象年度以降の財務状況報告（コンフォート・レター）の提出等の措置を講じてきている。

しかしながら、証券会社の審査機能は金融機関に比してぜい弱であるとの指摘がある。本来、証券会社の引受審査には、金融機関のように経常的に会社経理状況をは握する機会に乏しい等独特の難しさがあるが、審査の結果が投資者にもたらす影響の大きさを考えると、審査能力の充実は今後の緊要な課題である。

我が国に時価発行増資・時価転換社債が普及してなお日が浅いため、いまだ発行会社との相対的力関係に問題があり、証券会社間の過当競争も存在する時点において、早急にこの問題を解決することは困難であろうが、発行会社の理解と協力を求めながら、望ましい引受審査体制を着実に築き上げていくことに最善の努力を払うべきであろう。

ハ アンダーライター責任の自覚

引受審査機能の強化に関しては、審査内容の充実に加えて、証券

会社のアンダーライター責任の自覚が問題となっている。証券取引法は、アンダーライターの民事責任について厳格な規定を設けているが、我が国の場合、投資者がアンダーライターを相手に訴訟を提起することはこれまでほとんどなく、これがアンダーライター責任の自覚を希薄にしているという指摘がある。

法律上のアンダーライター責任は、引受け時点において、重要な開示事実の虚偽又は欠落に対し、相当の注意を払わなかった場合に限定されている。しかし、道義的には引受け後に生ずる事態についても、何らかの責任を負うような自覚を持つことが望ましい。さらに、金融機関の貸付けは自己のリスクにおいて行われるのに対し、証券会社の引受けに伴うリスクは売りさばき後は投資者の負担となることから、証券会社の引受審査は金融機関の貸付審査以上のものでなければならないという意見もある。

このような役割を引受証券会社に求めることは、ある意味では過大な要請ともいえようが、一般投資者の証券会社に対する期待を反映したものとして受け取るべきであろう。

(2) 一般投資者重視の営業姿勢

イ 地道な営業努力の徹底

我が国の株式市場においては、個人投資者についても短期的取引を主体としている者が多いが、株式市場の健全な発展のためには、長期的視点に立った一般投資者の市場参加が不可欠である。証券会社は、手数料収入の増大を指向するあまり一般投資者を短期的取引に誘引することのないよう十分に配慮し、あくまでも投資者に納得のいく地道な営業姿勢を貫いていく必要がある。

また、株式手数料収入を主体とする経営基盤はとかく収益偏重の営業姿勢を招きやすいので、証券会社は、公社債等の業務にも一層

力を注ぎ、収入構造が株式部門と債券部門とのバランスの上に成り立つよう配慮することが望ましい。

ロ 投資勧誘態度の改善

一般投資者の投資判断は、大口投資家や機関投資家と異なり、証券会社の勧誘態度に影響を受けやすいので、証券会社が投資を勧誘するにあたっては、投資者の資力、知識及び経験に適応した態度をとることが要求される。

これは米国で「適合性の原則」と呼ばれており、我が国においても今日重要な課題として提起されている。昭和49年12月の前記通達もこの点を強調したものにほかならないが、このような原則が現実に厳しく励行されることが重要である。したがって、特に証券会社の社内管理体制や従業員教育等の面において、これまで以上の充実が求められる。

ハ 新しい投資者層の開拓

国民の金融資産は着実に増加していく傾向にあるが、今後、証券投資を広く国民貯蓄として定着させ、企業部門、公共部門の資金調達に結びつけていくことは、国民経済的見地からも大切な課題である。証券会社は、株式のほか、公社債、投資信託等投資者のニーズに応じた各種の商品を取り扱っているが、さらに多様な投資勧誘をなし得るよう、株式累積投資制度等の導入についても検討を行い、新しい投資者層の開拓に努力を払う必要がある。また、将来の証券市場の基盤を拡充するという長期的展望に立てば、特に若年の投資者層を開拓することが重要である。

(3) ディーラー業務の位置づけ

証券会社のディーラー業務については、昭和39年12月の証券取引審議会の報告に基づき、ブローカー業務との併営を認めながら、他方で

それに伴う弊害を排除する措置を講じてきたところである。証券会社の職能分離を図ることは、証券会社の資金力や採算面等に照らしてなお困難であると認められるので、今後とも引き続きこのような考え方でこの問題に対処していくのが適当であろう。

(4) 公正な株価形成の確保

公正な株価形成の確保は、株式市場存立の基本であることはいうまでもないが、個人株主の増大を図るための前提でもある。この点について、証券会社が果たすべき責任はきわめて大きなものがあると考えられる。このため、昭和48年に総合証券会社11社の間で、「株価形成に関する自主ルール」、「株価監視機構の整備拡充についての申合せ」及び「法人関係社員服務規定の整備に関する申合せ」が定められ、証券会社の営業を通じて公正な株価形成を図るための努力が行われているので、今後ともこの方向を堅持していくのが適当である。

もっとも、規制やルールがあまりにも細かくなると、一方では流通市場の円滑な取引に影響を及ぼすおそれもあるので、将来は、証券会社の審査機能の充実、投資者本位の営業姿勢の徹底等に伴って、証券会社の自主性が一層発揮されるような環境が整備されることが望ましい。

第5 投資者保護の徹底

投資者の保護は、証券取引法第1条（目的）において明記されているように、証券政策ないし証券行政における目標である。しかし、投資者保護の意味についての理解は、必ずしも国民一般の間に浸透しているとはいえない。また、そのために設けられている諸制度のあり方についても、いろいろな問題が提起されている。

今後、個人株主の増大を図っていく過程においても、また個人株主が

増大した後においても、投資者の株式市場に対する信頼を一層深めることが必要となるので、最後の課題として、「投資者保護の徹底」を取り上げた。

1 投資者保護の意味

(1) 投資者保護の必要性

証券取引の対象となる有価証券特に株式は、普通の商品と異なり、その価値の測定が非常に困難であること及びその取引自体が技巧的操作の対象になりやすいこと等から、価値評価や取引にあたって相当程度の専門知識が要求される。一方、資本市場が国民経済的に十分な機能を発揮するためには、多数の一般投資者の市場参加が不可欠であるが、これらの投資者は、必ずしも有価証券の評価や取引にあたって専門的な知識を有しているわけではない。

我が国の証券取引法は、私人間の権利義務を一般的に規定している民法や商法に加えて、行政的手段を通じ市場の動きに即応しながら、有価証券の公正な取引と円滑な流通の確保を図ることにより、一般投資者の保護を期している。

(2) 投資者保護の内容

開示主義を基本としている我が国証券取引制度の下では、投資者保護の内容は、①事実を知らされないことによって被る損害からの保護と、②不公正な取引によって被る損害からの保護とからなる。このための方策としては、「ディスクロージャー制度の充実」及び「不公正取引の防止」という二つの大きな手段が考えられるので、このような方向に沿った具体的かつ有効な諸制度の整備が必要となる。

なお、投資者保護の内容に関連して、証券取引所の上場制度をいかに考えるべきかという問題があるが、ディスクロージャー制度の充実及び不公正取引の防止は、何らかの組織的な管理を通じて一層徹底す

るわけであり、上場制度の意義もそこにあるといえよう。また、上場制度により一定の基準に基づいて有価証券を選別しているのが現状であるが、これは投資者のために選択の便宜を考慮したものと見て差し支えない。したがって、上場基準に達しない有価証券については、店頭市場の整備を通じて、その性格に応じた投資者保護を図っていくべきであろう。

(3) 投資者保護の限界

投資者保護とは有価証券の価値自体を保証するものであると解している向きもあるが、証券投資には妙味と同時にリスクが存在するものであり、証券価格の正常な騰落による負担は、あくまでも投資者自身の責任において処理されるべきである。この点、元本の払戻し及び利子の支払いを保証する「預金者保護」とは本質的に性格を異にしている。

それだけに、一般投資者が証券投資とりわけ株式投資を行うにあたっては、その本質を十分理解し認識を深めることが必要であり、直接投資者と接する証券界が中心となって、証券投資知識の普及・啓もうに努力していくことが望ましい。

2 ディスクロージャー制度のあり方

投資者が合理的な判断に基づいて証券投資を行うためには、価値判断に必要な情報が、正確に、適時に、かつ、公平に開示され、さらに投資者に有効に利用されることが前提となっている。証券取引法は、①発行市場における開示として、有価証券の募集又は売出しのつど「有価証券届出書」を、また、②流通市場における開示として、事業年度ごとに「有価証券報告書」を、半期間経過後に「半期報告書」を、一定の事由が生じた場合に「臨時報告書」を、それぞれ大蔵大臣に提出させ一般の縦覧に供することとしている。このほか、会社から投資者に直接開示さ

れるものとしては、「目論見書」、「営業報告書」及び「委任状勧誘参考書類」がある。

我が国のディスクロージャー制度は、戦後米国の制度を取り入れその後逐次改善してきた結果、法制的にはかなり整備されているが、特に運用面や実態面においてはなお検討を要するところが多いといわれている。この背景には、企業側においてその重要性についての認識が低く、投資者側においても企業の財務内容を分析して投資判断を行う慣行が熟成していないこともあって、ディスクロージャー制度に対する関心が一般的に必ずしも高くなかった点があげられよう。しかし、一昨年の商法改正や最近の倒産事件等を契機として、ディスクロージャー制度をめぐる論議が活発となっており、その一層の充実を求める機運が高まっている。

ディスクロージャー制度の充実を期するためには、まず自主規制によってよい慣行の習熟を待ち、ある程度進んだ段階で行政的措置を検討し、さらに必要があれば法制化する方向で臨むのが現実的である。

(1) 正確な情報提供

会社の提供する情報が正確かつ詳細でなければならないことは当然の要請であるとしても、厳密にその実効を期することには、制度的に難しい問題がある。証券取引法は、有価証券届出書、有価証券報告書の提出にあたって、財務計算書類については第三者である公認会計士等の監査証明を付することにより、情報の正確性を担保している。

近年、監査内容の一層の向上が要請されているところであるが、当面の課題は、一年決算会社に適用される半期報告書制度の定着及びこれに対する監査証明の要否の問題である。

イ 半期報告書制度の定着

昭和46年から半期報告書制度が導入されたが、この制度をさらに

四半期報告書制度へ発展させてはどうかという意見がある。これは、現行の臨時報告書制度のあり方とも関連するが、我が国の場合いま直ちに検討に着手することは時機尚早のきらいがあるので、当面は半期報告書制度の定着を図るのが適当であろう。

なお、一年決算会社の株主に対する直接開示として、事実上多くの会社が半期経過後中間営業報告書を株主に送付している。この中間営業報告書にどのような内容を盛り込むべきかという問題があるが、より正確な情報が直接開示される点に大きな意義が認められるので、少なくとも半期報告書の要約財務諸表と同一のものを記載することが望まれる。

ロ 半期報告書の監査証明

半期報告書に監査証明を付することは証券取引法上要求されていないが、証券取引所は上場会社に対して監査証明の添付を別途要望しており、これに協力している会社は、現在のところ、上場会社全体の約半数にとどまっている。

改正商法の施行に伴い、今日ほとんどの上場会社が一年決算に移行してきたことにかんがみ、この際、半期報告書の内容の信頼性を担保するため、何らかの形で第三者である公認会計士等が関与することを制度化する必要があると考えられる。ただ、制度化にあたっての具体的な検討は、仮決算手続の確定や監査基準の制定等の技術的な問題が多いので、別途、企業会計審議会において専門的立場から行われるのが適当であろう。

(2) 情報の適時開示

イ 迅速な決算発表

商法による事前監査制度の実施に伴って、情報の正確性は前進したと考えられるが、改正前に比較して会社の決算発表時期は大幅に

遅延する結果となっている。このような決算発表の遅れは、投資者に対する適時な情報提供という点で問題があるのみでなく、いわゆる内部者取引の介入するおそれもある。

ただ、会社が公認会計士等の監査に先立って決算発表を行うことは實際上難しいので、事前監査制度の趣旨に即して正確かつ迅速な開示を求めるとすれば、会社の決算方針に対する公認会計士等の事前指導の徹底や期中監査の活用等により、監査意見の形成ができるだけ速やかに行われるよう運用面での改善を図ることが望ましい。

ロ 重要情報の適時な開示

ディスクロージャー制度の基本は、有価証券届出書、有価証券報告書の開示及びそれに対する監査証明の添付等の定型的なものからなっているが、一般投資者の関心度合から見れば、むしろ情報がそのつど提供されるというタイムリー・ディスクロージャーの強化が重要となる。

タイムリー・ディスクロージャーは法制化されたものではないが、昭和49年6月の上場会社に対する証券取引所の要請によって、次第に実行に移されてきている。しかし、何が投資判断に影響を及ぼす重要な情報であるか、また、これをいかなる時点で発表すべきかという点で、基準が必ずしも明確でないことが問題となっている。これを、いま直ちにルール化することは困難と考えられるが、事実の積重ねの中から慣行を作り上げていく過程で制度化する道も開けてこよう。

ただ、タイムリー・ディスクロージャーの遅れは内部者取引の発生につながりやすいので、内部者取引規制の強化によって、タイムリー・ディスクロージャーの意義を実質的に確保していくことが好ましい。

(3) 情報開示における公平性

投資者に対する情報の開示は広く公平に行われるべきであるが、現実には問題が少なくないといわれている。たとえば、金融機関や大株主は企業の財務内容等について特別に知り得る機会が多いので、一般投資者から見て不公平となっており、それが結果的に不公正取引に結びつくおそれがあるという指摘もある。

不公平な情報開示は、内容においても開示の時期においても極力是正していく必要があり、この点、情報の厳格な管理が重要となるが、実際問題としては、特別の関係で知り得た情報が不当に用いられることのないよう、関係者の自覚と協力に負うところが大きい。

(4) 情報の有効な利用

ディスクロージャー制度の確立は、制度的には、企業が正確、適時、公平な情報開示を行うことに尽きるが、投資者が情報を有効に利用しなければ、その趣旨は生かされない。このため、目論見書、営業報告書等の直接開示については投資者にわかりやすくすることが望まれるとともに、有価証券届出書、有価証券報告書等の間接開示については、権威ある第三者により、投資者に理解されやすい形で情報が再提供される必要がある。

このためには、会社と一般投資者の間に立って、専門的立場から財務諸表等を分析する証券アナリスト制度の活用が期待される。我が国においては、いまだアナリスト制度が定着していないが、今後、資格認定制度の導入を含め、我が国の実情に即した制度のあり方を検討していくことが望ましい。

3 不公正取引規制のあり方

投資者保護の徹底にあたっては、ディスクロージャー制度の充実と並んで、内部者取引や相場操縦等の不公正な取引を排除し、公正な価格形

成と円滑な流通を保証するための制度が必要である。不公正取引を防止するために必要な規制は、現在、行政通達及び証券界の諸規則を含めてかなり整備されているが、なお検討すべき課題が残されている。

(1) 内部者取引の規制

会社の役員、主要株主等の内部者（インサイダー）が、職務上知り得た情報を不当に利用して利益を図ることは、会社に対する忠実義務に反するばかりでなく、このような行為を放置すれば、株式市場に対する一般投資者の信頼を失うこととなる。内部者取引（インサイダー・トレーディング）が悪であるという認識は、近年米国を中心として欧州各国にまで広まっており、我が国においてもこのような考え方を一般的に定着させる必要がある。

証券取引法は、第189条（役員又は主要株主の不当利益の返還請求）により、6か月以内の売買利益について会社による不当利益返還請求と株主による代位訴訟とを規定している。この規定は、役員又は主要株主のみを対象としたものであり、現実には十分機能してきたとはいえない。他方、米国においては、我が国の証券取引法第58条（不正取引の禁止）に相当する規定（米国証券取引所法第10条bに基づくSEC規則10b-5）を、その後の判例の積重ねにより内部者取引の規制にまで拡大適用して、この問題に対処していることが注目される。

しかし、内部者の範囲を厳密に定めることは難しく、内部者からさらに情報を得た者に対して規制を及ぼすことは無理があるといわなければならない。また、証券取引法第58条の適用についても、詐欺的な不正取引を一般的に禁止した立法趣旨から見て、これを直ちに内部者取引にまで広げることには限界がある。

したがって、この問題に対処する方策としては、現行法令の適確な運用に加えて、内部者取引が何よりも道義に反する行為であることを

関係者に十分認識させ、さらにその認識が実践にまで高められるように努めることが実際的である。現に、行政当局、取引所及び証券会社においては、監視体制の充実や売買注文受託段階での調査等を通じて、相当の成果をあげている。

(2) 相場操縦等の規制

相場操縦等の不公正な株式取引を規制するため、証券取引法は、一般的には第58条、特に有価証券市場における取引については第125条（仮装売買、相場操縦等の禁止及び安定操作の制限）の規定を設けており、これらの違反行為には刑事罰が適用される。さらに、証券会社及びその役員員に対しては、特に第50条（禁止行為）の規定が加重して設けられている。

しかしながら、第58条及び第125条の適用にあたっては、違反行為の成立には売買取引の誘引等の「目的」の存在が必要とされており、これを事後的に立証することは非常に難しいので、これまで実際に適用されることはきわめてまれであった。したがって、相場操縦等の規制にあたっては、情況証拠を有効に活用することにより「目的」の存在を推認するという解釈論を確立すれば、この問題に有効に対処することも可能ではないかと考えられる。もっとも、このような解釈論の妥当性が一般に容認されるためには、通常取引観念から考えて異常と思われるような要素を有する取引事例について、個別の検討を重ねながら、次第に固めていくほかはない。

(3) 今後の不公正取引規制の方向

内部者取引、相場操縦等の不公正取引を法律により厳重に規制することは、立法技術的にもきわめて困難であるし、また、あまり細かく法律で規制すると取引の円滑性を阻害するおそれが生ずるので、慎重な取扱いが必要である。

しかし、不公正取引の存在は、たとえそれがわずかなものであっても、一般投資者の資本市場に対する信頼を失わせ、市場からの離散を招くこととなるので、将来は、民事責任、刑事責任等を加えた法制的整備を図ることも考えられる。ただ、そのためには専門的立場から相当の期間にわたる検討が必要であり、同時にそのような法制を受け入れる環境作りを進めていかなければならない。

お わ り に

我が国企業における株主構成の変化は、多くの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生じた、複雑かつ根深い問題である。したがって、これに対処する方策は、あらゆる角度から総合的に推進していく必要がある。当審議会は、これまで証券政策の立場から資本市場のあり方と関連させて審議してきたが、ここにその検討をひとまず終えるにあたって、この問題はむしろ国民経済的課題としてとらえられなければ、真の解決は望めないということを指摘しておきたい。

我が国経済の安定成長への移行に伴い、資本市場の役割は一層重要となっている。このような時期に、個人株主減少問題という視点から、資本市場の機能を全般的に見直し、今後進むべき方向を明らかにしたことは、将来の我が国資本市場の発展にとってきわめて有意義であると考えられる。

ここに提起された数多くの方策については、すでに審議の過程を通じて実施に移されたものもあるが、株主構成の変化という問題の性質上、その大部分は長期にわたって取り組むべき課題を示しているといえよう。当審議会は、今後、行政当局をはじめ証券界、産業界、金融界など各界において、この課題に対処するための積極的な努力が行われるよう望んでやまない。

〔附 記〕

当審議会は、昭和49年11月7日の第143回総会において、今後の審議課題を「株主構成の変化と資本市場のあり方について」とすることに決定し、この問題を総合的な観点から検討するため、新たに特別委員会を設けた。

特別委員会の審議は、昭和49年11月27日から昭和51年4月16日まで、約1年半の間に21回にわたって行われ、その審議内容については、これまで4回に分けて当審議会に中間報告（昭和50年3月17日、6月12日、10月17日及び51年3月18日）されたところである。当審議会は、昭和51年5月11日に改めて提出された特別委員会の最終報告に基づき、本報告を取りまとめた。

特別委員会の委員は次のとおりである。

委員長

経済団体連合会顧問

堀 越 禎 三

委 員

朝日新聞論説委員

大 木 穆 彦

同和火災海上保険株式会社社長

大 月 高

経済団体連合会常務理事

奥 原 時 蔵

日本経済新聞論説委員

尾 関 通 允

神戸大学教授

河 本 一 郎

野村証券株式会社社長

北 裏 喜一郎

東京大学名誉教授

鈴 木 竹 雄

株式会社日立製作所常務取締役

鈴 木 正 男

三井銀行専務取締役

関 正 彦

日本証券業協会専務理事

高 柳 忠 夫

三洋証券株式会社社長

土 屋 陽三郎

東京証券取引所副理事長	中西泰男
新日本製鉄株式会社副社長	藤木竹雄
日本興業銀行副頭取	森嶋東三
東京大学教授	矢沢惇
日本銀行理事	山中鉄夫
明治生命保険相互会社社長	山中宏
横浜銀行頭取	吉国二郎

なお、昭和50年3月1日、中村進委員が辞任し、中川幸次氏が委員となった。同年4月25日、荒木義朗委員が辞任し、関正彦氏が委員となった。同年4月30日、中川幸次委員が辞任し、山中鉄夫氏が委員となった。同年10月23日、池浦喜三郎委員が辞任し、森嶋東三氏が委員となった。同年11月20日、相原正一郎委員が辞任し、中西泰男氏が委員となった。

