



Title	三菱グループ「金曜会」の株式投資(1)
Author(s)	浜淵, 久志; HAMABUCHI, Hisashi
Citation	経済學研究, 35(1), 103-124
Issue Date	1985-06
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/31684
Type	departmental bulletin paper
File Information	35(1)_P103-124.pdf



三菱グループ「金曜会」の株式投資 (I)

浜淵久志

一 はじめに

日本の産業組織の特徴のひとつに、「企業集団」の存在をあげることができる。「企業集団」がなぜ存在するのか、その構造はどのようになっているのか、いかなる経済効果を生みだしているのかについて、これまで様々な角度から分析がなされてきた。

第1に、「企業集団」を戦前期財閥の再編成として、その構造の歴史的な発展過程を明らかにしようとするものがある¹⁾。

第2には、「企業集団」の持つ経済効果や経済への影響力を計測した研究がある。集団内部の取引の実態や企業利益への寄与の計量から、経済成長にいかん作用しているのかについての研究も数多くなされてきた²⁾。

第3に、「企業集団」や個々の企業のグループ化の進展は大企業の株主構成における法人株主の進出をもたらしたが、このことは、「所有と経営の分離」論、資本あるいは資本家、経営者などの概念の再検討をうながし、さらには現代社会の体制論にまで議論の領域を拡大させてきた³⁾。

らすリスクをカバーし合っていると主張し、オイルショック後の日本経済の調整力の要因をここに求める議論を展開している。日本の高度経済成長との関係について、宮崎義一『戦後日本の経済機構』(新評論, 1966年)は、あらゆる産業分野に進出しようとする「系列企業」間の過当競争が高度経済成長の要因であると説き、その後これをめぐって「企業集団」の研究が深まった。この議論については、吉家清次「戦後「独占体制」論の展開と帰結」『社会科学年報』第10号, 1976年を参照されたい。

「企業集団」内部の取引については、公正取引委員会「総合商社の事業活動の実態調査概要」『公正取引』第391号(1983年), 同「企業集団の実態について」『公正取引』第394号(1983年)がある。さらに融資関係の分析になると数多い。最近のものでは松岡憲司・井口富夫「生保会社の「限界供給者」的性格と企業集団」生命保険文化研究所『所報』第58号(1982年)がある。

- 3) 大企業における法人大株主への株式の集中の進展を見て、「所有(者)」による「経営(者)」支配を強調するものに宮崎義一『寡占』(岩波書店, 1972年), 同『戦後日本の企業集団』(日本経済新聞社, 1976年), 奥村宏『法人資本主義の構造—日本の株式所有』(日本評論社, 1975年)があり, また資本の変質を問題にするのが, 富森虔児『現代資本主義の理論』(新評論, 1977年), 北原勇『現代資本主義における所有と決定』(岩波書店, 1984年)である。「経営者」支配を展開するものには三戸公・正木久司・晴山英夫『大企業における所有と支配』(未来社, 1973年), 三戸公『財産の終焉—組織社会の支配構造—』(文真堂, 1982年), 西山忠範『現代企業の支配構造』(有斐閣, 1975

- 1) 浜淵久志「日中戦争下における三菱財閥の再編過程」(I)―(3), 『経済学研究』第30巻第1号(1980年), 同第30巻第3号(1981年), 同第31巻第1号(1981年)。同「太平洋戦争期における三菱財閥の再編過程」(I)―(6), 『経済学研究』第31巻第3号(1981年), 同第32巻第2号(1982年), 同第32巻第3号(1982年), 同第32巻第4号(1983年), 同第33巻第4号(1984年)は, この観点からの分析である。
- 2) これらの研究の紹介および整理については, 植草益『産業組織論』第6章「企業集団」(筑摩書房, 1982年), 今井賢一・伊丹敬之・小池和男『内部組織の経済学』(東洋経済新報社, 1982年)を参照した。最近のものでは Nakatani, I., "The Economic Role of Financial Corporate Grouping" and Aoki, M., "Risk-Sharing in the Corporate Group" in Aoki, M., ed., *The Economic Analysis of the Japanese Firm*, North-Holland, 1984 が, 「企業集団」の内部には「保険機構」が形成され, 「市場の失敗」がもた

実は、我々もこの第3の論点について認識を深めたいのだが、ひとまず、ここで法人株主の進出とは一体何を意味するのかについて確認しておこう。

我が国の証券取引所上場企業の個人株主の持株比率は、1949年の取引所再開直後に69.1%の高さにあったが、その後一貫して減少し、1983年度末には26.8%にまで低下した。これに対し投資信託をのぞく金融法人の持株比率は、同時期に9.9%から38.0%に上昇し、その他法人も5.6%から25.9%に増加したため個人株主と法人株主の位置は、戦後40年間で逆転するに至った⁴⁾。

このような株主構成の急激な変化を前にして、市場関係者の間には、1975年5月11日の証券取引審議会の大蔵大臣に対する答申書『株主構成の変化と資本市場のあり方について』⁵⁾に

年) などがある。

これらはすでにそれ自体が現代資本主義論を展望しているが、さらにポールディングのように現代企業のもつ「複合的な社会機関」(『経済学を超えて』竹内書店、1969年)としての役割に注目し、「企業社会」(The Corporate Society)を展開するものになると枚举にいとまがない。

さきの業績から学ぶものも多いが評価については速断をさけ、ひとまず企業の実像を明らかにしてゆくことにする。

- 4) 全国証券取引所協議会『株式分布状況調査』1984年版による。1976年までは資本金1億円以上の非上場企業(1,500社あまり)についても調査が行われていたが、現在は実施されていない。

株式市場における個人株主の比重の低下は持株比率にとどまらず、東京証券取引所市場第一部の総合証券会社ベースの売買高シェアでも1960年代までは80%を超えていたが、1980年代に入って60%以下に低落した。(東京証券取引所『東証統計年報』)。また大和証券経済研究所調べの「株式需給実績総括表(全国市場)」によると個人株主は1976年以降売り越しを続け、全世界の金融資産に占める株式の割合も、1965年には17.8%に達していたが、1982年には8.0%と減少している。(総理府統計局『貯蓄動向調査報告』1982年版)。

- 5) 証券取引審議会(会長・堀越禎三)「株主構成の変化と資本市場のあり方について」『証券業報』第309号、1976年による。またこの「答申書」にみられる法人の株式保有の現状認識および法人の株式保有の理論的整理については、ひとまず熊野剛雄「株式所有の法人化と株式市場」『インベストメント』1980年4月号(大阪証券取引所調査部)を見よ。

みられるような懸念が生まれた。この答申書の内容の当否はともかく、ここには今日の株式市場が直面する問題が要約されているので、以下引用してみよう。

「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。」「個人株主の減少が進むと、国民と企業の結びつきが弱まることから、(中略、引用者)、ひいてはピープルズ・キャピタリズムに基づく資本経済の健全な発達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。」

「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。」

これを契機として、法人の株式保有の増加を規制するためにいくつかの措置が講ぜられた。

1977年12月に「独占禁止法」が改正され、①資本金100億円または純資産300億円以上の金融機関以外の株式会社は、その資本金または純資産のいずれか多い額を超えて国内企業の株式を保有してはならないこと、②保険会社をのぞく金融法人の1社あたりの発行済株式の持株制限を10%から5%にまで引き下げることになった⁶⁾。

- 6) 「独占禁止法」の改正については、『公正取引』第320号、(1977年6月号)の「緊急特集独占法改正」を参照。また奥島孝康「株式保有制度と独占禁止法」『公正取引』第373号、(1981年11月号)も参照。この改正により「独占禁止法」による株式保有制限は、第9条の持株会社の禁止、同第2の大規模事業法人の株式保有制限、第10条の競争を制限することになる場合の制限、第11条の金融会社の株式保有制限、第14条の競争を制限することになる会社以外の者の株式保有制限の5項目になった。

ついで1982年10月には改正「商法」が施行され、①株式制度、②総会運営、③監査制度、④資金調達と会社制度の根幹が改正の対象となった⁷⁾。

そのうち株式制度に関しては、④株式の単位をひきあげ、一株50円額面の株式では1,000株を1単位とすること、⑤子会社の親会社株式取得の原則的禁止による自己株取得の規制、⑥会社が子会社を含め他の会社の発行済株式総数の4分の1を超えて株式を所有している場合、保有された会社は保有している会社に対し議決権を行使できないこと⁸⁾、また資金調達では新株発行価額の全額、少くとも2分の1以上を資本金に組み入れることなどの改正が行われた。

以上のような法人の株式保有に対する規制策がとられたものの個人株主の持株比率の回復は実現せず、また証券市場における地位を次第に低下させている⁹⁾。その一方で法人の株式保有は増加を続け、たとえば、金融機関を除く東京証券取引市場第一部上場企業の株式保有高(簿価)の対使用総資本比率は1974年の6.4%から1982年には7.1%にまで増大している¹⁰⁾。また日本銀行の「資金循環勘定」を見ても、法人企業の株式発行のうち30%前後は、法人企業によ

って引き受けられるまでになっている¹¹⁾。

金融機関をふくめて、事業法人までもがなぜこのように大量の株式を所有しているのであろうか。

事業法人の株式保有については、これまで取引関係や支配関係を維持、拡大するためであるという、政策的動機からのみ説明されてきた。つまり、株式のもつ機能のうち支配集中に関心が寄せられてきたにすぎない。また株式保有も、「大株主名簿」や「企業集団」の株式の持合いのみが問題にされ、企業の株式保有の全体が分析の対象にされたことはなかった。

また言うまでもないが、株式は資金調達の手段であり、同時に保有株式は担保能力を持ち、配当収入を生み出す金融資産である。この点についても、理論的にはともかく実際には見すごされてきた。

しかし株主構成にしめる法人株主の急増を前に、その現状と原因を究明するために、法人の株式保有の全体像を資金や実物資産の流れと関連させて明らかにしようとする研究がはじめられ、また金融資産としての株式の保有、とりわけ株式の持合いがいかなる財務効果を発揮するのかについても論ぜられるようになってきた¹²⁾。

- 7) 「商法」改正については、法務省民事局参事官室編『改正商法の概要』『別冊商事法務』第50号(1981年)、居林次雄『改正商法詳解』(税務研究会出版局、1981年)を参照した。
- 8) 「商法」改正の会社支配の面からの分析については、池島宏幸『大企業支配体制の法構造』(日本評論社、1984年)を参照した。
- 9) 個人株主の持株比率がなぜ回復しないかについては、個人の金融資産に対する選択などの貯蓄行動の面からの分析の必要がある。そのひとつに米沢康博・丸淳子『日本の株式市場』(東洋経済新報社、1984年)がある。
法人株主株式保有比率が低下しない理由のひとつとして、機関投資家の一部は、保有制限超過分も結局は、系列企業にはめ込まれるからだという点をあげている。この指摘は杉本信(住友生命有価証券部長)「機関投資家の投資行動」『証券経済時報』第23巻13号(1983年)による。
- 10) 井上直広「事業法人の有価証券保有状況調査」『証券』第36巻第422号(1984年)第7表、40頁による。

- 11) 日本銀行「資金循環勘定」によるが、その割合は1982年に44.4%、1983年に28.2%である。資料は日本銀行調査統計局『調査月報』1984年6月号。
- 12) 上場企業の保有株式の詳細な分析については、『証券研究』第67号(1983年)の「日本の株式保有構造」をあげることができる。ここでは化学工業における銀行融資と株式保有の関連、鉄鋼会社、自動車会社、電機会社の株式保有、および総合商社の株式保有が分析されている。

さらに株式の持合いがもたらす財務効果としては従来より、法人税制の優遇処置より生まれる節税効果、配当支払いの節約、減資効果による株価の押し上げ作用、企業支配のための資金の節約、企業間の利潤移転効果などの点が指摘されてきた。これらの点については、以下の文献を参照した。坂本恒夫「企業集団財務—とりわけその財務的機能について—」(1)~(4)『第一経大論集』第10巻第1号~第4号(1980年、1981年)。同「企業集団財務の機能的特質」『証券経済学会年報』第19号(1984年)。二木雄策『日本の企業集団』(東

図1-1 「金曜会」構成企業一覧図¹⁾

現社名	1951	54	59	64	69	74、79、82
麒麟ビール				麒麟麦酒		
三菱レイヨン	新光レイヨン	三菱レイヨン				
三菱製紙						
三菱化成工業						
三菱瓦斯化学				三菱江戸川化学		三菱瓦斯化学
三菱油化					三菱油化	
三菱樹脂				三菱樹脂		
三菱石油						
旭硝子						
三菱鉱業セメント	三菱鉱業				三菱鉱業 三菱セメント	三菱鉱業セメント
三菱製鋼	長崎製鋼	三菱製鋼				
三菱金属	三菱金属鉱業				三菱金属	
三菱化工機						
三菱電機						
三菱重工業	東日 中本 西本	重本 重本 重工	三菱日本重工業 三菱重工業 三菱造船	三菱重工業		
日本光学工業						
三菱商事		三菱商事				
三菱銀行	千代田銀行	三菱銀行				
三菱信託銀行	朝日信託銀行	三菱信託銀行				
東京海上火災保険						
三菱地所						
日本郵船				日本郵船		
三菱倉庫						

出典) 現在の「金曜会」の範囲は三菱創業百年記念事業委員会編纂発行『三菱の百年』(1970年)、97頁による。

- 1) 企業名の株式会社は省略。以下「金曜会」の連結諸表の範囲は本表による。ただ個々の企業の数値については、それ以前のものも掲げた。

我々も、このような研究成果をふまえ、法人による株式保有の実際の全体的な実証を追求することにより、法人の株式保有の意味を問いたい。

洋経済新報社、1976年)、同『日本の株式所有構造』(東洋経済新報社、1982年)、同「株式持合いの財務効果—若杉・倉澤論文に対するコメント」『ファイナンス研究』第2号(1984年)。若杉敬明「株式持合の財務的意義」日本経済財務研究会編『日本の経営財務の解明』(中央経済社、1982年)、同「二木教授への回答」『ファイナンス研究』第2号(1984年)。倉澤資成「株式持合と企業価値:訂正」『ファイナンス研究』第2号(1984年)。生駒道弘「時価発行の若干問題」『証券アナリストジャーナル』第21巻第12号(1983年)。

具体的には、これまでの戦前期の三菱財閥に対する研究成果をもとに、三菱グループ主要企業により組織されている社長会「金曜会」加盟企業の株式保有の分析を進める。それは「企業集団」における株式保有が、今日の大企業における株式所有の問題を典型的に表わしているといえ、また資料的にもある程度分析できることによる¹³⁾。

- 13) 以下において、「金曜会」の各企業の「株式の状況」および「財務」を必要に応じて連結させるが、「企業集団」を単一の法人格をもつ集団としてみる視角に立つものではなく、一つの傾向を検出するための手段にすぎない。

さて、旧三菱財閥の分系会社を中心に結成された「金曜会」の成立は、1954年頃とされるが、その間の事情はつまびらかではない¹⁴⁾。1985年現在、「金曜会」参加企業は、28社にのぼる。そのうち証券取引所上場企業は、23社あり、証券コード順に言うと、図1-1のとうりである。のこる非上場会社は、三菱建設、三菱モンサント化成、三菱アルミニウム、三菱自動車工業の株式会社4社と明治生命相互会社（以下相互会社を省略）の1社である。なお、28社のうち三菱樹脂、三菱モンサント化成は三菱化成工業の関係会社、三菱自動車工業は三菱重工業の関係会社である。

株式投資の分析は、「証券取引法」に基づき、『有価証券報告書』を提出している証券取引所上場23社を対象とし、調査時点は、『有価証券報告書』に株式所有の状況が記載された1951年上期および54年、59年、64年、69年、74年、79年、82年の各7時点の事業年度の期末とする。事業年度末日は、三菱油化、三菱樹脂、旭硝子が12月31日、キリンビールが1月31日以外はすべて3月31日である。ただし1951年の三菱製紙は4月30日である。

調査は「金曜会」結成以前にさかのぼるが、その範囲は現在の加盟会社による。しかしキリンビール、三菱瓦斯化学（旧江戸川化学）、日本郵船のように戦前の三菱本社の分系会社、関係会社に含まれなかった企業のうちキリンビールは、「金曜会」事業法人との間で株式持合いが開始される1年前の64年から「金曜会」に含め、日本郵船は、1964年三菱海運と合併し、この株式持合い分が日本郵船に引きつがれ、「金曜会」事業法人との間の株式持合い関係が生まれた時点から、また三菱瓦斯化学はこの前身の江戸川化学が三菱江戸川化学と改称した64年から「金曜会」に加えることにした。

14) この点については、奥村宏『新・日本の六大企業集団』（ダイヤモンド社、1983年）、91～105頁参照。

株式投資の数値は、『有価証券報告書』の「有価証券明細表」によったが、これには投資全銘柄が記載されているとは限らず、時期が新しくなるに従い計上されない割合は高くなる。金融機関は、個々の投資についての所有株数、取得価格、簿価を公表せず、金融機関については、投資企業の10大株主名簿の保有株数の数値によるため、数値の精度には多少問題点を含む¹⁵⁾。これらの点に留意しつつ分析に着手しよう。

二 株式の状況

1. 株主構成

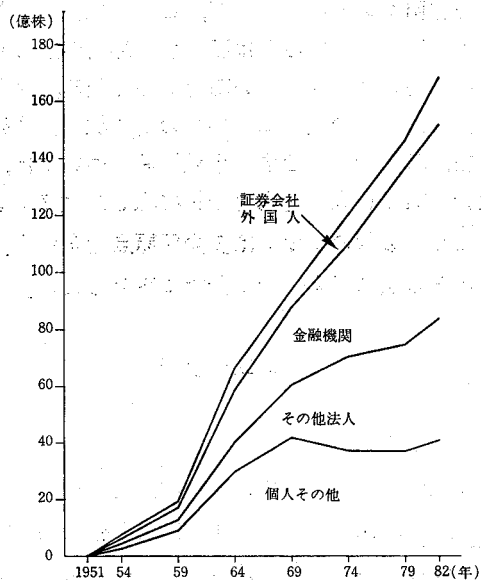
「金曜会」各企業の株主構成、所有株数別所有、株価、株式発行など『有価証券報告書』で言う「株式の状況」を分析することにより、株式所有の特質を検出し、株式投資分析の際の分析視点を明確にしておこう。

まず図2-1の「金曜会」の株主構成をみると、個人株主の所有株式数は1969年まで発行済株式の増加に伴ってほぼ順調に増加しているが、1969年以降減少している。これは、1972年、73年の金融の一大緩和期に法人による株式への投資が急増したが、「金曜会」の株主構成にも、この期に個人株主の株式の売却が進んだことを示している。

所有者別の持株比率（図2-2）からは、戦前

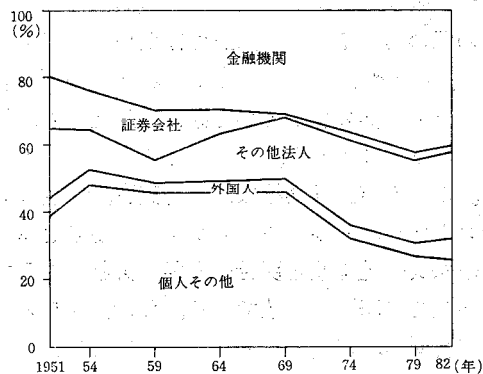
15) 『東洋経済』臨時増刊企業系列総覧（各年版）は上場企業に対するアンケート調査により「20大株主名簿」を収録しているが、全上場企業についての資料ではない。ただ金融機関の株式保有については一部この資料によった。会社の株式保有には、このほかに「独占禁止法」第4章に根拠をもつ資料がある。金融業以外の事業を営む総資産20億円以上の国内の会社および金融業以外の事業を営む外国会社が国内の会社の株式を保有する場合には、「公正取引委員会」に毎事業年度終了日現在で保有する株式に関する報告書を提出しなければならない。しかしこの資料については、詳細が不明である。その概要は公正取引委員会事務局経済企業課「株式所有状況の実態について」『公正取引』第373号（1981年）があるのみ。

図 2-1 「金曜会」発行済株式の株主別持株数の推移



出典) 表 2-1 より作成。

図 2-2 「金曜会」株式所有者別持株比率



出典) 表 2-1 より作成。

表 2-1 「金曜会」株式所有者¹⁾

(単位:人)

	1951	54	59	64	69	74	79	82
地方公共団体	37	14	11	20	20	21	9	8
金融機関	910	1,093	1,101	1,373	1,555	1,781	2,018	2,255
証券会社	5,040	5,830	3,222	2,565	1,531	1,485	2,043	1,568
その他法人	3,779	4,708	4,938	8,859	12,545	14,483	17,192	15,675
外国人	84	842	2,121	4,017	3,121	2,767	2,524	3,489
個人その他	266,637	591,764	744,589	1,366,983	1,375,976	1,271,724	1,226,443	1,099,859
合計	276,487	604,291	755,982	1,423,819	1,394,748	1,292,262	1,250,229	1,122,854

同 所 有 株 数

(単位:1000株)

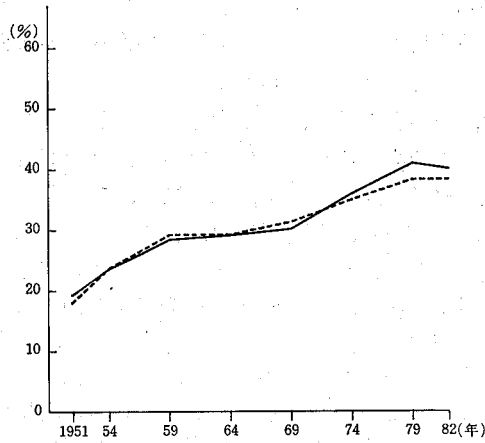
	1951	54	59	64	69	74	79	82
地方公共団体	225	74	221	608	2,967	1,921	2,088	2,127
金融機関	36,514	173,927	565,990	1,976,736	2,803,404	4,476,716	6,145,742	6,873,636
証券会社	29,898	86,098	126,742	478,351	121,967	165,142	439,347	402,682
その他法人	42,421	83,549	328,001	986,280	1,909,602	3,304,308	3,791,073	4,302,711
外国人	7,082	28,111	46,293	207,524	374,819	421,248	574,764	1,153,953
個人その他	71,958	355,009	900,111	3,041,678	4,210,994	3,783,109	3,790,182	4,152,716
合計	188,098	726,768	1,967,359	6,691,177	9,423,754	12,152,444	14,743,196	16,886,823

出典) 各社『有価証券報告書』による。

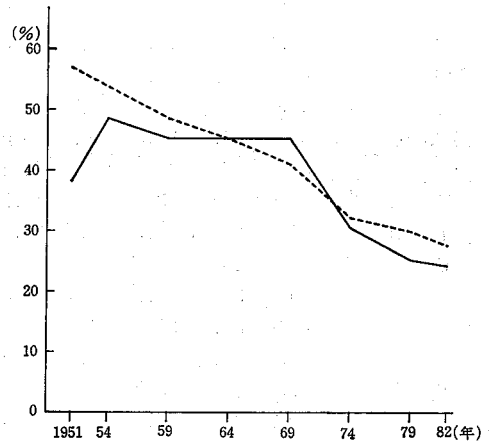
1) 株主数はのべ人数である。

図2-3 「金曜会」および「全上場企業」株主構成の推移¹⁾

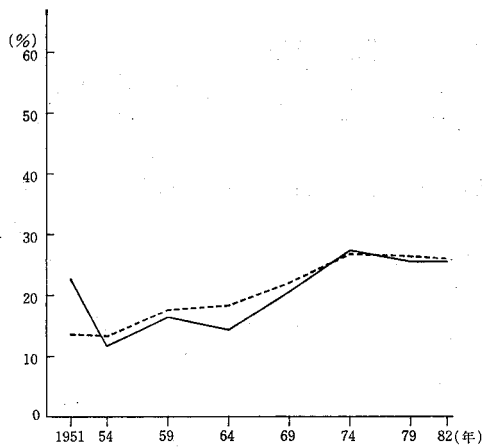
(I) 金融機関持株比率



(III) 個人持株比率



(II) その他法人持株比率



出典) 表2-1および全国証券取引所協会『株式分布状況調査』1984年版より作成。

1) 実線は「金曜会」、破線は「全上場企業」。

ることが読みとれる。また金融機関の持株比率は、1951年から59年にかけてと1969年から79年の間で急増しているが、1959年から69年までは横ばいであり、79年以降は減少している。

その他法人の持株比率は、1954年から59年間で1964年から74年間に増加しているが、1959年から64年間で1974年以降は減少している。

つぎに「金曜会」と「全上場企業」の株主構成の変化を比較すれば、「金曜会」の法人持株比率が若干低いこと、そして1959年から69年の高度経済成長期に、「金曜会」の個人株主の持株比率の低下がみられないことが注目すべき点である。

もちろん上場企業における法人株主の進出と個人株主の減少は、各産業部門や各企業で一樣に起った訳ではない。例えば1959年から69年にかけて個人の持株比率は、鉱業、建設業、食料品、ガラス・土石、ゴム、不動産の各産業部門で上昇しており、商業、機械工業では変化が認められない¹⁷⁾。

の株主構成の影響が残る¹⁶⁾ 1951年上期を除き、1954年から1969年にかけて個人株主の持株比率はほぼ同水準を維持し、1969年以降急落してい

16) 旧三菱重工業は、「集排法」により、1950年1月に三分割され、旧三菱重工業は解散したが、株式処分のおくれから新会社三社の「大株主名簿」には、今後処分されるはずの旧三菱重工業の持株三社合計で2,329万株、千代田(現三菱)銀行保有分同1,208万株が記載されている。なお新設された三会社の発行済株式数は合計5,800万株であり、旧三菱重工業、千代田銀行の持株比率は60.9%になる。発行済株式総数5,800万株は「金曜会」発行済株式総数1億8,800万株の30.8%にあたる。

17) 大阪証券取引所上場企業の場合である。大阪証券取引所『インベストメント』第13巻第4号(1960年)同別冊『株式分布状況調査』(1970年)による。

表2-2 「金曜会」個人株主持株比率推移
(単位：%)

	1951	59	69	79	82
キリンビール	62.8	63.1	70.7	50.0	46.8
三菱レイヨン	44.8	47.8	27.0	28.1	19.5
三菱製鉄	47.7	44.6	28.6	34.9	22.0
三菱化成工業	35.4	46.7	34.0	20.3	20.0
三菱瓦斯化学	66.6	37.3	49.5	22.9	28.2
三菱油化	-	-	8.5	11.0	10.9
三菱樹脂	-	-	25.7	22.9	20.8
三菱石油	13.4	13.4	23.0	15.3	15.2
旭硝子	34.0	32.5	44.7	21.9	19.3
三菱鉱業セメント	47.1	42.0	38.4	30.8	29.9
三菱製鋼	39.1	61.2	46.6	37.1	28.9
三菱金属	48.2	44.9	48.2	33.3	35.7
三菱化工機	40.7	67.1	32.4	28.4	39.9
三菱電機	63.0	66.0	56.4	28.1	26.0
三菱重工業	17.9	54.4	58.7	33.0	34.0
日本光学工業	66.2	58.7	22.1	22.3	18.4
三菱商事	-	32.9	31.2	17.0	15.0
三菱銀行	56.5	28.0	14.5	11.0	9.3
三菱信託銀行	38.7	16.1	9.1	6.7	5.9
東京海上火災保険	46.8	47.1	33.9	35.1	32.8
三菱地所	29.9	42.0	49.6	32.9	25.6
日本郵船	67.6	67.9	63.1	28.9	34.3
三菱倉庫	64.6	42.5	42.9	33.2	33.9

出典) 各社『有価証券報告書』による。

「金曜会」の各企業の個人持株比率(表2-2)も、1959年から69年にかけて、キリンビール(8ポイント)、三菱瓦斯化学(12ポイント)、三菱石油(10ポイント)、旭硝子(12ポイント)、三菱金属(3ポイント)、三菱重工業(4ポイント)、三菱地所(8ポイント)などで増加した。つまり「金曜会」の個人持株比率が高度経済成長期に低下しなかったのは、「金曜会」の企業構成が、株式市場で個人株主が増加した産業部門をより多く含んでいること、また三菱重工業のように「金曜会」の各企業が我が国を代表する企業であり、成長性も高く、個人投資家の人気が高かったことも理由につけ加えることができよう。

しかし、「金曜会」の1969年以降の個人株主持株比率の低下は株式市場の平均よりも急激な

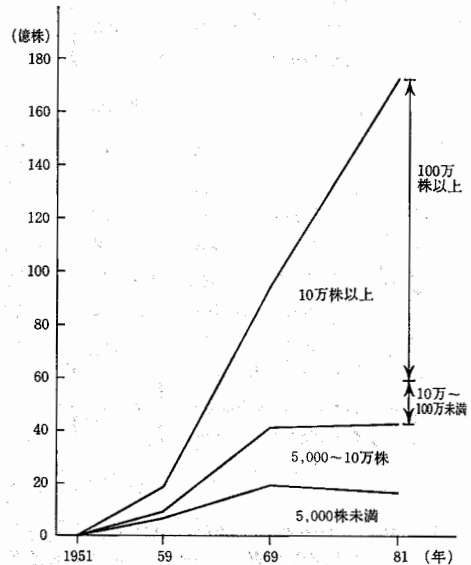
ものになっている。これは金融機関やその他法人の持株比率の急激な上昇と外人投資家の投資が増加したためであった。

「金曜会」各企業の個人株主持株比率の動向をみると、1951年から59年にかけて、三菱銀行、三菱信託銀行、三菱倉庫などで20ポイント以上の減少がみられ、1959年から69年の高度成長期には三菱レイヨン、三菱製紙、三菱化成工業、三菱製鋼、三菱化工機、日本光学工業に加え三菱銀行、東京海上火災保険などで15ポイント以上減少し、この動きは1969年から79年にかけて三菱電機、三菱重工業、日本郵船などの大型株にも波及した。1979年以降、個人株主の持株比率の低下も一段落した形勢にあるが、早い時期から個人株主の持株比率が低下していた三菱信託銀行、三菱銀行などでは、1982年には10%を切るまでになっている。

2. 所有株式数別分布¹⁸⁾

「金曜会」における所有株式数別の持株数の動向(図2-4)を見れば、1969年を境に

図2-4 「金曜会」所有株式数別株式数の推移



出典) 各社『有価証券報告書』より作成。

18) 所有株式数別の分布の分析については、二木雄策前掲書『日本の株式所有構造』参照。

5,000株未満所有者の持株数は減少し、5,000株以上10万株未満所有者の持株数はほとんど増加していないが、10万株以上の大株主の持株数は大きく増加していることがわかる。

大株主のうちでも100万株以上の所有者の持株数が、発行済株式総数の66%をしめるまでになっている。

次に「金曜会」と「全上場企業」の所有株式数別の株主数の割合(表2-3)を比較すると、「金曜会」の1,000株以上5,000株未満の株主数の比重が高く、零細株主および大株主の割合

が低くなっている。これは「金曜会」企業の株式市場における人気が高く、個人株主をはじめとして市場での売買に便利な取引単位株式数の所有者が多いためであろう。ただ1981年になると、「金曜会」の方が100万株以上の大株主の割合が「全上場企業」よりも多くなり、「金曜会」の法人大株主の進出を反映している。

つぎに所有株式数別の所有株式数をみると、「金曜会」の特徴は、1959年から69年にかけての時期に1,000株から5万株未満所有者の持株数の割合が「全上場企業」よりも高くなってい

表2-3 「金曜会」「全上場企業」の所有株式数別の株主および所有株式数の割合の推移 (単位: %)

		「金 曜 会」				「全上場企業」			
		1951	59	69	81 ²⁾	1952 ¹⁾	59	69	81 ²⁾
株 主 数	~ 99	30.56	4.73	4.08	} 14.26	} 74.99	7.99	7.19	} 19.78
	100~ 499	53.89	14.78	6.22			19.83	11.47	
	500~ 999	8.59	31.78	6.68	} 65.65	} 13.81	} 30.21	} 11.32	} 63.19
	1,000~ 4,999	6.01	45.28	65.69					
	5,000~ 9,999	0.41	2.08	12.68	12.78	0.53	2.15	8.47	10.00
	10,000~ 49,999	0.43	1.08	4.13	6.45	0.48	1.11	3.19	6.00
	50,000~ 99,999	0.06	0.10	0.23	0.33	0.07	0.12	0.23	0.40
	100,000~499,999	} 0.06	} 0.18	} 0.30	0.34	} 0.07	} 0.25	} 0.38	0.42
	500,000~999,999				0.07				0.09
1,000,000~				0.13				0.11	
合 計		100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
所 有 株 式 数	~ 99	1.69	0.07	0.02	} 0.15	} 16.25	0.11	0.04	} 0.25
	100~ 499	16.14	1.53	0.23			1.93	0.46	
	500~ 999	7.47	7.03	0.66	} 9.72	} 10.83	} 7.06	} 1.21	} 9.95
	1,000~ 4,999	13.06	26.15	19.80					
	5,000~ 9,999	3.71	4.88	11.61	6.08	4.36	5.39	8.46	5.48
	10,000~ 49,999	11.04	6.81	9.47	7.54	12.17	7.60	8.58	8.68
	50,000~ 99,999	5.21	2.43	2.21	1.65	6.30	3.09	2.47	2.27
	100,000~499,999	} 41.47	} 51.11	} 56.01	5.19	} 29.06	} 50.43	} 60.99	7.60
	500,000~999,999				3.67				5.35
1,000,000~				66.00				60.42	
合 計		100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

出典) 「金曜会」は各社『有価証券報告書』より作成。全上場企業の1964年までは大蔵省『株式分布状況調査』、1969年以降は全国証券取引所協議会『株式分布状況調査』による。

- 1) 1950, 51年は全上場企業の株式所有数別統計の上限が1万株以上であるため1952年を掲載した。
- 2) 1982年は株式単位の引き上げにより、失権株主が生じたため、数値は81年をとり、過年度との接続をはかった。

る点にある。この結果、「金曜会」の10万株以上の大株主の持株比率が「全上場企業」と比べ、5ポイントも低くなっている。

しかし1981年になると、「全上場企業」よりも持株比率の高いクラスは、5,000株以上1万株未満の所有者と100万株以上の所有者である。「金曜会」の100万株以上の株式所有数の割合は発行済株式数の66%に達し、「全上場企業」より6ポイントも高く、1969年の場合とは逆になっている。

「金曜会」の各企業の10万株以上株式所有者の発行済株式総数に占める割合（以下、大株主集中度、表2-4）を見ると、1951年には、三

菱重工業と三菱石油の特殊な場合¹⁹⁾を除き、各社とも株式の大株主への集中度はきわめて低い。しかし1959年になると過半の企業で大株主集中度が50%を超え、1969年には、50%に達しない企業はキリンビール、三菱電機、三菱重工業、日本郵船の4社にすぎない。1981年になると、これらの企業も集中度を20ポイント以上増大させ、大株への集中度も市場の平均を超えた。

「金曜会」の所有株式数別の分布は「全上場企業」平均と比べ、高度経済成長期には中小株主の比重が高く、零細株主と大株主の割合は低くなっていた。しかし、その後大株主の比重を急速に増大させたが、これらはもちろん「金曜会」の個人株主と法人大株主の動向が反映されているためである。

表2-4 「金曜会」大株主集中度の推移¹⁾

(単位：%)

	1951	59	69	81
キリンビール	2.7	38.4	34.8	54.4
三菱レイヨン	27.2	53.5	74.4	78.1
三菱製紙	26.6	51.7	72.4	69.0
三菱化成工業	36.5	51.2	66.1	79.7
三菱瓦斯化学	3.1	60.2	61.4	71.1
三菱油化	-	-	92.6	89.6
三菱樹脂	-	-	72.9	74.3
三菱石油	76.7	83.1	76.3	77.6
旭硝子	55.0	65.1	56.6	81.0
三菱鉱業セメント	31.1	53.6	52.6	66.7
三菱製鋼	8.5	30.5	51.6	67.6
三菱金属	22.8	51.7	53.1	58.9
三菱化工機	24.4	28.9	61.3	63.5
三菱電機	20.3	31.4	43.1	72.4
三菱重工業	72.3	43.7	42.3	67.6
日本光学工業	3.8	31.4	73.7	76.1
三菱商事	8.1	61.4	69.8	84.1
三菱銀行	11.1	69.0	84.1	89.9
三菱信託銀行	0	66.2	88.0	90.4
東京海上火災保険	7.5	50.0	64.4	67.1
三菱地所	36.6	57.1	52.2	72.2
日本郵船	0	29.1	39.0	67.6
三菱倉庫	4.5	52.5	58.0	61.8

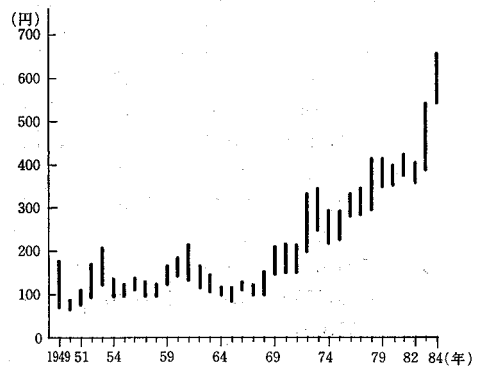
出典) 各社『有価証券報告書』による。

1) 大株主集中度とは10万株以上所有者の所有株式数の発行済株式総数に占める割合である。

3. 株価

東京証券取引所市場第一部の単純株価平均(図2-5)は1950年代から60年代にかけて周期的な運動を続けていたが、70年代に入って下値を切りあげつつ上昇し、1983年と84年には、

図2-5 東京証券取引所市場第一部¹⁾単純株価平均の推移

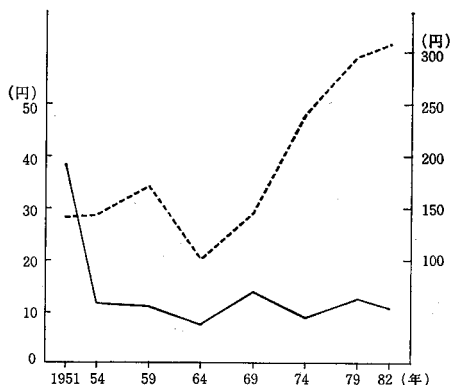


出典) 大蔵省証券局『大蔵省証券局年報』より作成。

1) 年間の高値・安値間のレンジである。

19) 三菱重工業の場合は、注16)を見よ。三菱石油はゲッティ石油会社が発行済株式総数の50%を所有することによる影響である。

図2-6 「金曜会」単純株価平均および一株当たり利益の推移^{1),2)}



出典) 各社『有価証券報告書』による。

- 1) 各社の株価は年間の高値と安値の平均である。
- 2) 実線は一株当たり利益、右目盛。
破線は単純平均株価、左目盛。

ほぼ棒上げ状態になっている。この株価水準は高すぎるのか、あるいは妥当なのかについての議論はつきない²⁰⁾。

株価の上昇により、配当利回りは1976年以降1%台に低迷している。一方、株価収益率は1981年以来20倍をこえ、1984年末には30倍台をつけている。他の工業国の配当利回りが4%前後、株価収益率が10倍²¹⁾であることを考えれば、日本の株価は高く評価されていると言えよ

20) 1970年代における株式市場の動向については、岡本勝美『転機に立つ株式市場』(東洋経済新報社、1979年)などを参考にした。

株価が高すぎるという議論のうち最近の文献では、田坂元『現代証券市場論 投機と株価』(有斐閣、1984年)、また日立製作所の1984年3月期の連結決算(SEC方式)の1株当たり利益59円に注目すれば、株価が900円でもPER(株価収益率)は15倍にすぎず、株価は妥当な水準であると言いう主張もある。例えば、「株式相場形成の趨勢」『大和投資資料』第588号(1984年6月号)など。

21) 1983年(最終立会日)の各国の株式の指標のうち、配当利回りはアメリカ4.41%、イギリス4.61%、西ドイツ3.34%、フランス6.34%に対し日本は1.02%であり、PERはアメリカ11.18倍、イギリス12.68倍、西ドイツ13.5倍、フランス76.4倍に対し日本は34.7倍である。またGNPの前年比

う。

つぎに「金曜会」の株価の動向をみてみよう。図2-6は「金曜会」の単純株価平均と1株当たり利益の推移を示している。1951年を除くと1950年代、60年代の株価は利益水準と連動していたが、1970年代以降は利潤の動向に左右されていない。

「金曜会」各企業の株価の変動を詳しくみるために、1959年、69年、82年の事業年度末株価の終り値と10万株以上株式所有者への発行済総株式の集中度をクロスさせてプロットしてみると、図2-7のようになる。1959年の各企業の大株主集中度は、30%と52%の2カ所に集中しているが、株価は50円から300円の広い範囲に散らばっている。1969年になると、大株主集中度が40%から80%に分散する一方で株価は100円前後に集っている。1982年には、大株主集中度70%、株価250円と大株主集中度80%、株価500円近辺への集中がみられる。

同じことを主要企業について検討してみよう。キンビーール、三菱化成工業、旭硝子、三菱電機、三菱重工業、三菱銀行、三菱地所の7社の大株主集中度と株価の動向は、図2-8から概観できるように、グループごとにはあるが次第に平準化するように進んでいる。1982年には、三菱重工業、三菱化成工業が大株主集中度70%、株価230円の付近に、キンビーール、三菱電機が大株主集中度60%~70%、株価400円前後へ、旭硝子、三菱商事、三菱銀行、三菱地所が大株主集中度80%、株価500円の所に集ってきている。

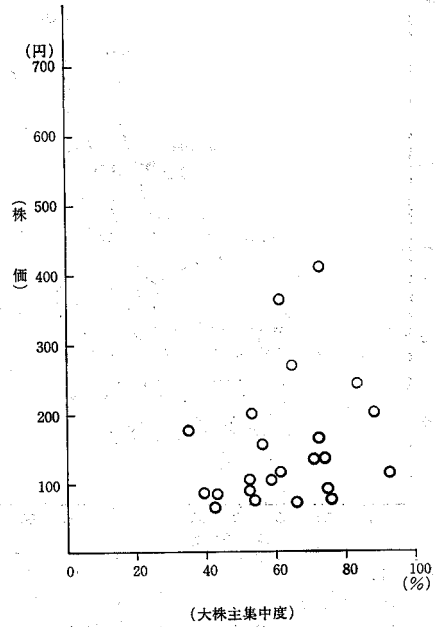
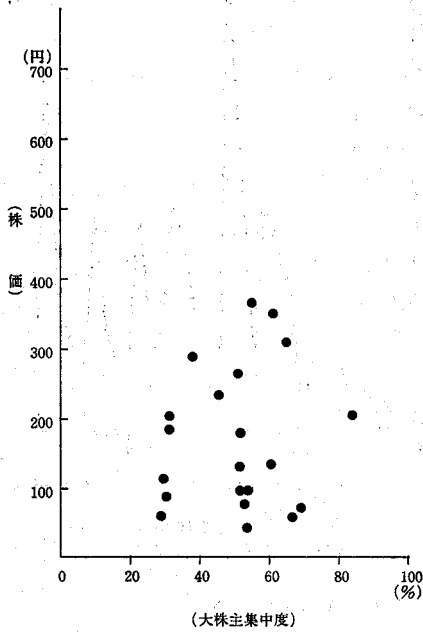
以上「金曜会」各企業の株主構成、所有株数別分布および株価の動向について検討してきたが、株主構成と所有株数別分布では各社とも法人大株主への集中がみられ、企業間の差異が小さくなっている。株価については企業間に「格

はアメリカ3.0%増、イギリス3.4%増、西ドイツ1.1%増、フランス1.0%増、日本は3.0%増である。東京証券取引所『証券』第37巻第431号(1985年2月号)による。

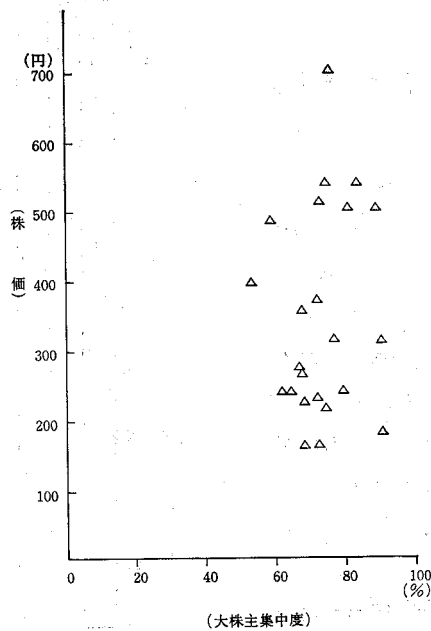
図2-7 「金曜会」各企業株価および大株主集中度分布¹⁾

(I) 1959年度末

(II) 1969年度末



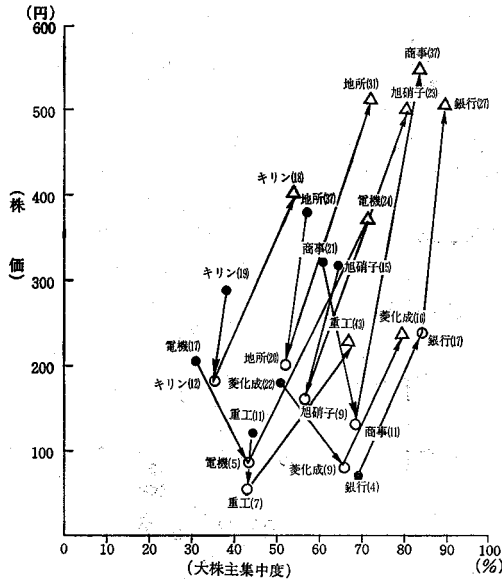
(III) 1982年度末



出典) 各社『有価証券報告書』および『東洋経済』臨時増刊株価総覧(各年版)による。

1) 株価は各企業の事業年度末の終値。大株主集中度とは、表2-4の注1参照のこと。

図2-8 「金曜会」主要企業の大株主集中度、株価および株価収益率の推移^{1),2),3)}



出典) 図2-6と同じ。

- 1) 図2-6注1と同じ。社名は略記。
- 2) ●印は1959年度末, ○印は67年度末, △印は82年度末を表わす。
- 3) 内書は株価収益率 $(\frac{\text{株価}}{\text{1株当たり利益}})$ である。

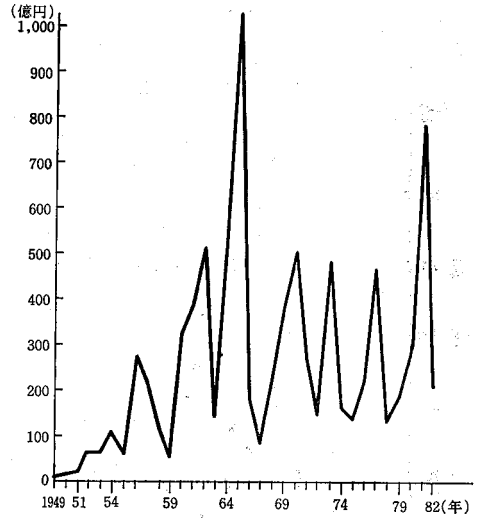
付け」的な相違があるもののある水準に集中化する方向に進んでいると言えよう。

4. 株式発行

「金曜会」の加盟上場企業23社の上場来増資額の推移は、図2-9のとうりである。増資のピークは7度あり、そのうち初期の1956年と1965年の三菱重工業の合併による増資の影響(453億円)および「商法」改正前のかけこみ増資を除くと、増資のピークはいずれも500億円程度になっている。増資は景気が活況になるにつれて活発になり、不況期のなかでピークを迎えている。

増資形態(図2-10)は、1950年、60年代には株主額面割当てが圧倒的であったが、70年代以降は公募と転換社債発行による時価発行増資が

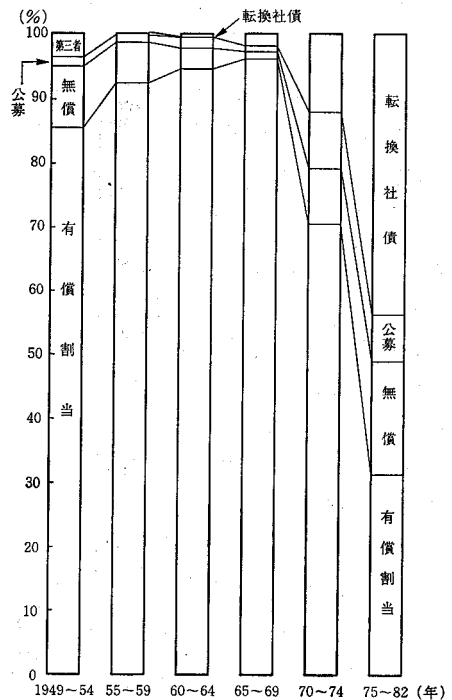
図2-9 「金曜会」増資の推移^{1),2)}



出典) 『東洋経済』臨時増刊資本移動総覧(1983年版)による。

- 1) 合併による資本増加を含む。各年とも「金曜会」上場企業全23社の合計値である。
- 2) スクリーンは企業会計にあらわれた不況期を示す。

図2-10 「金曜会」増資内訳の推移¹⁾



出典) 図2-9と同じ。

- 1) 合併による資本増加を除く。

表2-5 「金曜会」各企業の増資（上場来～1982年度末）内訳，額面超過額およびこれの株主還元額
（単位：100万円）

	上 場 来 増 資 内 訳							増 資 合 計	公募、転換社債による額面超過額	株 主 還元額
	有償割当	無償割当	公 募	第三者割当	合 併	転換社債	現物出資			
キリンビール	33,972	6,702	1,045	31	-	1,041	-	42,673	16,243	4,253
三菱レイヨン	11,993	986	55	-	3,200	628	-	16,862	2,584	304
三菱製紙	4,060	658	155	5	1,100	1,371	-	7,231	1,980	328
三菱化成工業	36,071	3,968	479	99	68	14,200	-	53,826	30,714	3,065
三菱瓦斯化学	4,285	3,421	2,596	-	6,380	1,854	-	17,964	13,460	3,339
三菱油化	3,125	-	-	-	-	365	-	12,500	1,752	0
三菱樹脂	4,810	-	190	-	-	-	-	3,490	320	-
三菱石油	13,368	1,031	-	-	-	-	-	14,400	-	-
旭硝子	27,910	11,269	6,290	100	-	2,494	-	28,796	56,129	10,769
三菱鉱業セメント	9,907	2,073	50	35	5,000	1,450	-	18,457	4,263	-
三菱製鋼	4,744	233	49	-	2,085	-	-	7,160	6	-
三菱金属	20,528	1,190	82	-	-	1,591	-	23,391	2,133	1,250
三菱化工機	1,845	1,158	880	-	-	-	-	3,881	5,321	1,158
三菱電機	52,779	-	690	60	60	24,411	-	77,838	52,341	-
三菱重工業	47,125	4,215	353	-	45,350	27,059	90	124,192	43,718	-
日本光学工業	3,146	2,919	2,126	8	-	320	-	8,683	20,150	2,863
三菱商事	28,475	20,045	4,650	875	550	8,874	-	63,467	102,035	20,045
三菱銀行	105,695	3,300	1,280	-	-	-	-	110,275	4,512	3,300
三菱信託銀行	31,945	3,875	1,625	10	-	-	-	37,455	7,870	3,875
東京海上火災保険	53,000	11,032	3,868	20	-	-	-	67,920	20,295	9,362
三菱地所	31,959	7,821	3,180	17	-	5,715	-	48,692	41,786	4,082
日本郵船	25,683	3,928	850	15	3,203	9,437	-	43,116	40,972	3,928
三菱倉庫	4,354	1,051	1,416	80	-	440	-	7,302	5,354	1,169
合 計	560,779	90,875	31,909	1,355	66,996	101,250	90	833,571	473,938	73,090

出典)『東洋経済』臨時増刊資本移動総覧(1983年版)より作成。

中心になってきている²²⁾。

株式の時価発行によって調達される資金のうち額面を上回る部分(通常プレミアムと呼ばれる)は、「商法」改正まで、発行会社において全額資本準備金に留保することが可能であった。従って時価発行増資は低成長経済への移行にともない資本コストを縮減しようとする企業にとって、きわめて有利な増資形態であった。また「商法」改正後、額面超過額の2分の1以

上は資本金に繰り入れられることになったが、この部分に対する配当金の支払いは発行会社の自由にまかされているため、額面増資は近年ほとんど例外的なものになってきている。

表2-5は「金曜会」各企業の株式市場上場来から1982年度期末までの増資内訳、時価発行による額面超過額およびこれの株主への無償割当てによる利益還元額である。

増資額の上位には、三菱重工業(1,242億円-合併分を除くと788億円)、三菱銀行(1,103億円)、三菱電機(778億円)、東京海上火災保険(679億円)、三菱商事(635億円)、三菱化成工業(538億円)、三菱地所(487億円)、日

22) 株式の時価発行の増大にともなって、発行価格割れ、株主への利益還元の不履行などの問題も生じているが、この点については、野上浩三「株式時価発行と生保の株式投資」『生命保険経営』第51巻第1号(1983年)を参照。

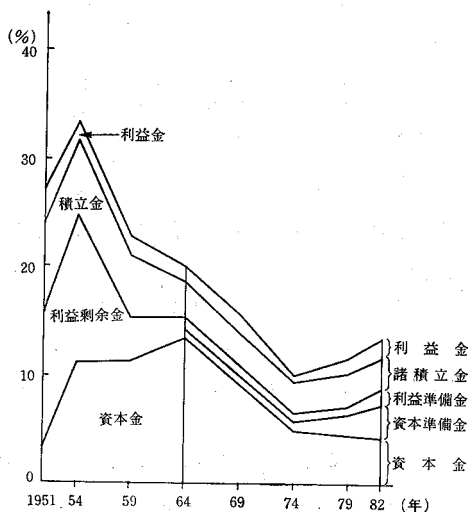
本郵船 (431 億円), キリンビール (427 億円) の各企業が進出している。

時価発行増資により, 額面を上回るプレミアムを取得している企業は, 三菱商事 (1,020 億円), 旭硝子 (561 億円), 三菱化工機 (53 億円), 日本光学工業 (201 億円) の 4 社である。このほか三菱電機 (523 億円), 三菱重工業 (437 億円), 三菱地所 (487 億円), 日本郵船 (410 億円), 三菱化成工業 (307 億円) の各社のプレミアムは巨額なものになっている。

プレミアム取得額は, 株価が高くなるほど大きくなり, 1970年代以降の株高と時価発行増資により, 増資額の水準は高くなくとも, 企業の調達資金量は大きなものになる。「金曜会」全 23 社の上場来の増資額は 8,400 億円であるが, プレミアム取得額も 4,700 億円にのぼっている。

またプレミアム取得分は, 資本準備金に繰り入れられたため, 図 2-11 のように, 使用総資本にしめる資本金の割合が依然として低下するなかで, 1974 年以降資本準備金の比重は高くなっている。これが「金曜会」の自己資本比率の

図 2-11 「金曜会」事業法人自己資本比率の推移



出典) 各社『有価証券報告書』より作成。

回復に大きく寄与し, ここからも時価発行増資によるプレミアムの取得の重要性は明らかである。

以上により, 「金曜会」の「株式の状況」には高度経済成長期から低成長期にかけて大きな変化が生じている。法人大株主への株式の集中と高い株価を利用した時価発行増資による自己資本比率の回復が低成長下に特徴的な状況である²³⁾。

三 資金需給と株式投資

1. 金融機関

1973年と79年の二度にわたる石油危機を契機に, 日本経済は高度成長から低成長に転じ, 資金循環 (マネフロー) は, 高度成長期の法人部門の巨額の資金不足と公共部門の小幅の赤字を個人部門の資金余剰で賄うというパターンから, 最近では法人部門の資金需要が縮少する一方で公共部門の大幅な赤字による国債の大量発行が続き, これを個人部門で賄うものへと変化した²⁴⁾。

また金融市場においても, 大量に発行される国債を円滑に消化するために金利の自由化がすすみ, 金融の国際化はこの動きをさらに促進させている。法人企業も利益率の低下から資金の運用調達の効率化を追求し, 個人も実質賃金の伸びの鈍化から金利選好の意識を強めている。

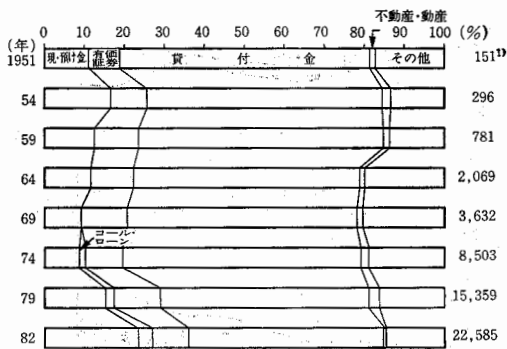
このような金融構造の転換のなかで「金曜会」の金融機関 4 社の資金需給 (図 3-1) に

23) 大蔵省『法人企業計年報』によれば, 全企業の自己資本比率は1976年以降上昇に転じている。しかしこれを1982年の時点で企業規模別にみると, 自己資本比率の上昇率は資本金10億円以上の企業ではボトムから5%, 資本金1億円以上10億円未満の企業では1%, 資本金1億円未満では3%と大企業で高くなっている。これは川西望儀「最近における企業の自己資本比率について」『証券金融』第301号 (1984年) による。

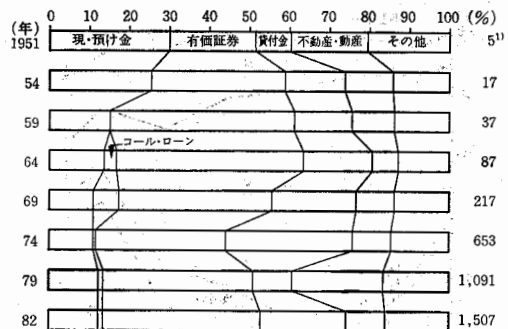
24) 資金循環については, 例えば日本銀行調査統計局『調査月報』各年6月号, 三井亮一「石油危機後の金融構造」『財務調査』第19巻 (1984年)などを参考にした。

図3-1 「金曜会」金融機関資産構成

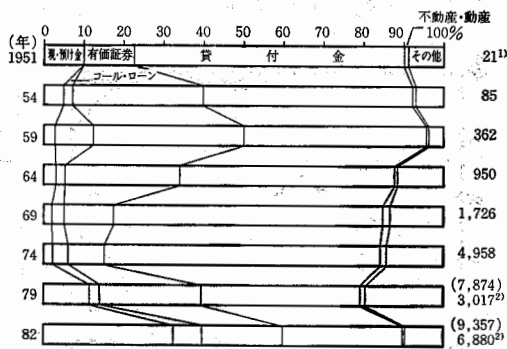
(I) 三菱銀行



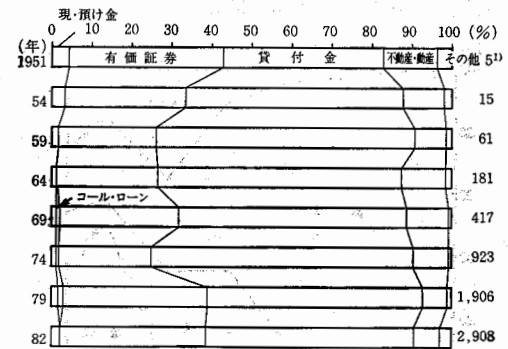
(III) 東京海上火災保険



(II) 三菱信託銀行



(IV) 明治生命



出典) 三菱銀行調査部銀行史編纂室『統三菱銀行史』(三菱銀行, 1980年), 三菱信託銀行調査部社史編纂室『三菱信託銀行四十年史』(三菱信託銀行, 1978年), 日本経営史研究所『東京海上火災保険株式会社百年史』下(東京海上火災保険, 1982年), 日本経営史研究所『明治生命百年史資料』(明治生命, 1982年), 各社の『有価証券報告書』および生命保険協会『生命保険事業概況』1982年版より作成。

- 1) 総資産額。単位は10億円, 各社とも同じである。
- 2) 1975年9月期以降「信託業法」施行細目の改正により, 信託勘定の貸借対照表および損益計算書の別掲が廃止されたため, 1979年以降は銀行勘定のみの資産構成である。内書に信託財産残高を示したが詳細は不明である。また1951年~74年間は銀行勘定と信託勘定の合計額である。

も大きな変化が生じている。

三菱銀行をはじめとする都市銀行の資金力は, すでに1950年代より相対的に低下していたが, ここにきて金利選好が強まったため, 全金融機関にしろる資金量シェアは一段と低下した。一方信託銀行と生命保険会社の資金量は漸増を続けている²⁵⁾。

資金の運用のうち貸出の割合は, 各金融機関とも減少している。これは法人企業が減量経営のために資金不足の幅が縮小したうえに, 国内での起債条件の緩和や外債の発行の増加にみられるように企業の資金調達が多様化しているためである。

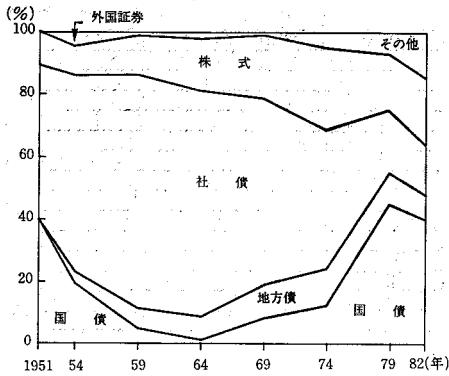
つぎに各金融機関の有価証券投資の推移(図

25) 都市銀行をはじめとする各金融機関の資金量などの分析は, 「都市銀行をめぐる預金環境の変化に

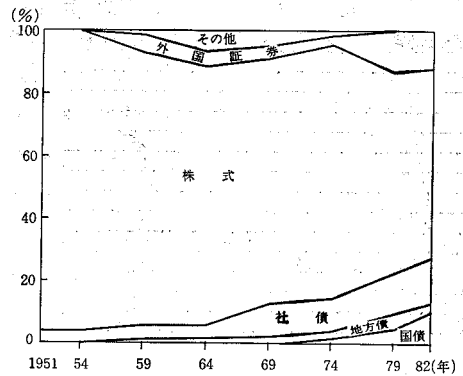
ついて」『調査』(三菱銀行)第337号(1983年)などを参照した。

図3-2 「金曜会」金融機関の所有有価証券内訳の推移

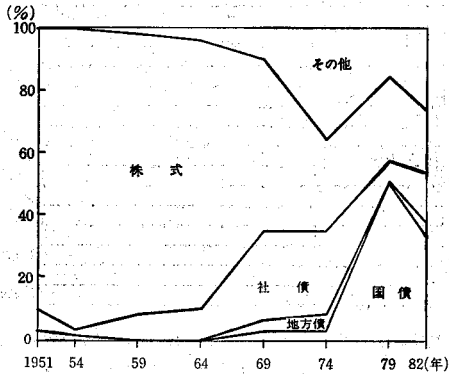
(I) 三菱銀行



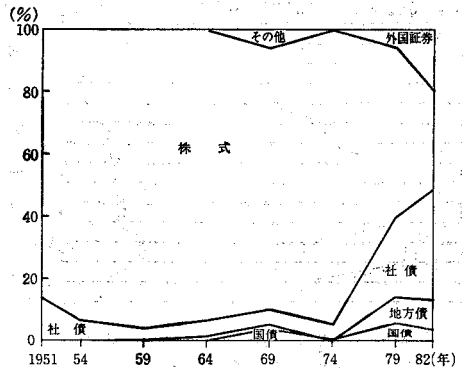
(III) 東京海上火災保険



(II) 三菱信託銀行¹⁾



(IV) 明治生命



出典) 図3-1と同じ。

1) 図3-1の注2参照。

3-2) を株式投資を中心にみていこう²⁶⁾。

三菱銀行の有価証券投資は、高度成長期には商業銀行としての安全性の観点から社債投資が中心であった。しかし株式保有残高の有価証券保有高に占める割合は1954年から5年間ごとにほぼ4ポイントずつ増加し、1974年には26%にまで上昇した。1979年には国債保有が急増したため、株式の比重も18%に減少したが82年には21%にまで回復している。

三菱信託銀行の保有株式は、ほとんど信託勘定で運用されているものである。信託勘定の有

価証券投資は高い投資収益をめざすために、株式投資が大部分であったが、1965年の「証券不況」による株価の急落とその後の株価の低迷により、株式投資の比重は大きく減少した²⁷⁾。ただ最近では年金信託の株式運用の増加などにより、運用資産も再び増加してきた。

東京海上火災保険では、事故による不測の資金需要にそなえるため、もともと流動性の高い資産への投資が多く、株式運用の比重が大きい。しかし株式の配当利回りが1%台に低迷し

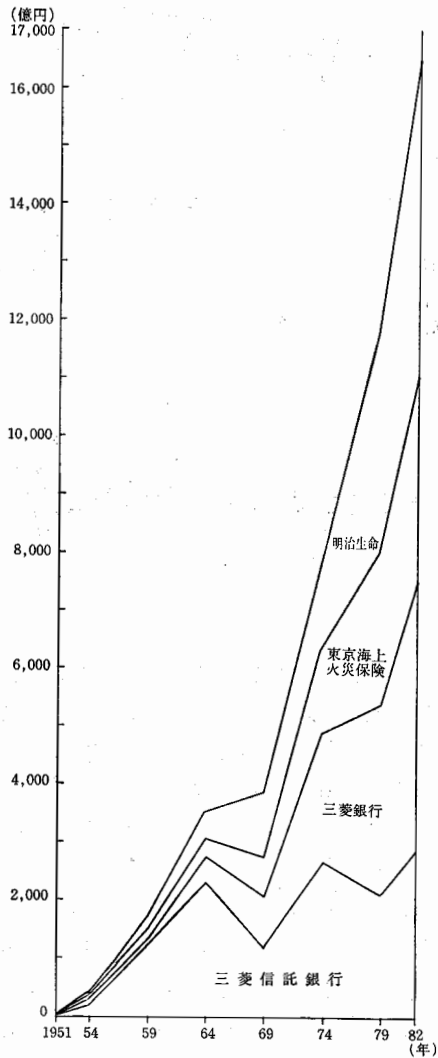
26) 「機関投資家の債券投資動向」『投資月報』1984年10月号(日興リサーチセンター)を参照。

27) 投資信託の動向は、高橋聖一『投資信託の動向と今後の課題』『証券投資信託月報』第268号(1983年)などを参照。

ているため、外国証券や社債への投資が増大している。

明治生命の資産は、将来の支払いのために個人の零細資金が積立てられたものであるという性格を持つため保険業法より資産の健全な運用が義務づけられている。有価証券の売却益も将来の売却損の発生に備え、準備金として繰り入

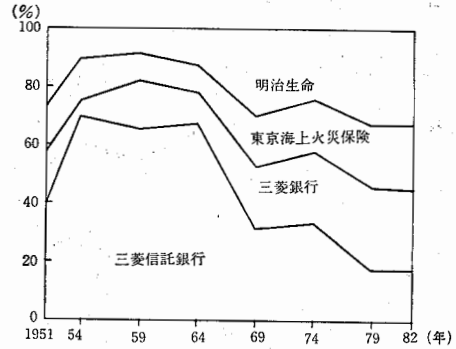
図3-3 「金曜会」金融機関の株式投資額(簿価)の推移¹⁾



出典) 図3-1と同じ。

1) 三菱信託銀行1979年, 82年は銀行勘定のみ。
図3-1の注2参照。

図3-4 「金曜会」金融機関の株式投資構成比



出典) 図3-1と同じ。

れなければならず、有価証券投資は売却益よりも配当収入の確保に重点がおかれている。そのため株式利回りの低下から、有価証券投資は公債、事業債などの債券投資に重点を移し、海外の金利高から外国証券への投資も急増し、株式投資の比重は大きく低下した²⁸⁾。

図3-3は、「金曜会」金融機関の株式保有残高の推移を示し、図3-4はその構成比率を表わしている。

4社合計の投資残高は、1951年には61億円にすぎなかったが、54年には390億円、59年に1,600億円、64年に3,500億円と順調に増大した。しかしその後の株価の低迷により69年には3,800億円と増加幅は減少したが、74年に8,300億円に急増、79年に1兆円をこえ、82年は1兆6,500億円に達した。

各社の構成比をみれば、1964年までは三菱信託銀行の比重が高かったが、その後は明治生命の伸びが大きく、1982年末の各社の構成比は明治生命33%、東京海上火災保険22%、三菱銀行28%、三菱信託銀行17%となっている。

以上のように、「金曜会」金融機関の株式投

28) 生命保険の資産運用については、佐藤保久「最近における生保の資金運用動向」『証券アナリストジャーナル』第21巻9号(1983年)、同「最近における生保の資産運用動向」『生命保険経営』第52巻5号(1984年)を参照した。

資は資産運用にしめる割合を低下させてきたが保有残高は膨大な規模に達する。また各社の動向は、銀行に対する株式保有制限が強化されたため、明治生命の比重が今後とも増加すると言えよう。ただ金利の自由化や利鞘の縮小あるいは株式の利回りの低下および特殊金銭信託の設定により、株式投資も売却益の確保を狙ったものが増加してゆくと思われる。

2. 事業法人

「金曜会」事業法人の資金需給(表3-1および図3-5)により、株式投資の動向を検討しておこう²⁹⁾。

「金曜会」事業法人の実物投資のうち設備投資は、1955年から69年にかけての40%弱の水準にあったが、1970年から79年の間は36%に若干低下した。しかし1980年から82年にかけて投資は回復している。在庫投資は、景気により大きく変動するが、減少傾向にある。

企業間信用(与信超)は圧縮されてきており在庫投資の減少とともに企業経営の効率化が追求されている。

さて金融資産に対する投資は、現金・預金、有価証券および関係会社に対する投融資からなる。その資産運用にしめる割合は、1951年~54年の13%から、1975年~76年には32%に増加

表3-1 「金曜会」事業法人資金需給推移¹⁾²⁾

(単位: 10億円)

		1951-54	55-59	60-64	65-69	70-74	75-79	80-82
資金運用	実物	70.8	148.8	440.9	854	1,770	1,188	1,250
	設備投資	△0.4	95.8	125.8	305	1,273	278	628
	在庫投資							
	金融資産 (うち有価証券)	15.4	68.9	302.4	449	1,399	1,036	525
	企業間信用(与信超) ³⁾	9.2	21.6	110.7	181	675	699	48
資金調達	その他	31.7	40.7	203.5	505	244	482	35
	合計	5.5	39.0	55.4	117	265	248	409
	内	123.0	393.2	1,128.0	2,230	4,951	3,232	2,847
	資本準備金	} 39.8	} 19.0	} 47.7	1	67	161	169
	積立金その他				109	171	261	261
減価償却	20.4	70.7	164.2	419	888	1,119	784	
外	株式	21.0	49.7	182.4	93	91	79	73
	社債	0.3	7.9	43.1	65	153	131	160
	短期借入金 ⁴⁾	16.0	66.2	271.8	528	1,433	1,044	54
	長期借入金	5.7	47.0	240.6	476	1,030	△36	390
	その他	19.8	132.7	178.2	539	1,118	473	956
合計	123.0	393.2	1,128.0	2,230	4,951	3,232	2,847	

出典) 各社『有価証券報告書』による。

1) 合併、新設による影響を除去したため1951-54間は三菱レイヨン、三菱製紙、三菱化成工業、三菱石油、旭硝子、三菱鉱業、三菱製鋼、三菱金属鉱業、三菱化工機、三菱電機三菱重工業合併前3社、日本光学工業、三菱地所、三菱倉庫の数値である。1955-64年間は上記企業に三菱商事、1965-69年間は上記に麒麟麦酒、三菱江戸川化学、三菱樹脂、日本郵船を、1970年以降は上記に日本瓦斯化学、三菱油化、三菱セメントを加えた企業の資金需給である。

2) 減価償却以外の各項目は期首、期末の差引残高。

3) 与信超 = (受取手形 + 売掛金 + 受取手形割引残高) - (支払手形 + 買掛金)

4) 短期借入金 = 金融機関およびその他借入金 + 受取手形割引残高。

29) 最近の企業の資金需給については山一証券経済研究所・山一証券編『新時代の企業ファイナンス戦略 調達編』(東洋経済新報社、1985年) また金

融資産の運用の概要は川西望儀「最近における企業の金融資産運用の変化と特徴」『証券金融』第306号(1984年)を見た。

し、設備投資(37%)に匹敵するまでになった。

金融資産に対する投資の増加は、実物投資と企業間信用の縮少によって、企業に資金余剰が生まれていることを示している。つまり資金調達における減価償却費と内部留保の増加により、低成長期に入って企業の設備投資はほぼ社内資金で賄えるまでになった。また「その他」項目に含まれる引当金などの資金も潤沢になり、これらの資金余剰が金融資産に投資されるようになったためである。

金融資産のうち有価証券投資は、1951年~54年に7.5%の水準にあり、その後1969年までは10%以下であったが、1970年~74年に13.6%、75年~79年に21.6%と増加した。

このような金融資産投資の増加を反映して、資産構成(表3-2)にしめる金融資産の割合

も、1951年の9%から1979年と82年の両年には26.1%と使用総資本の4分の1をこえるに至った。

有価証券保有額の対使用資本比率も、1951年には0.7%にすぎなかったが、54年に3.5%、64年に7.4%、74年に9.9%と上昇し、79年には13.2%にまで増大した。1979年の有価証券残高は1兆7,000億円と、自己資本額1兆5,000億円を上回るまでになった。

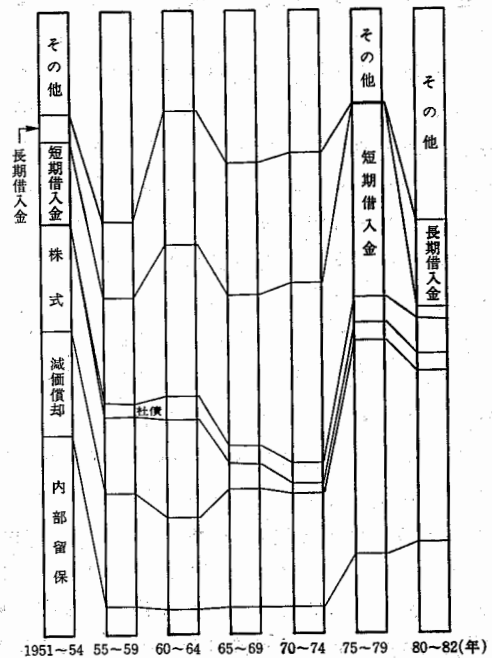
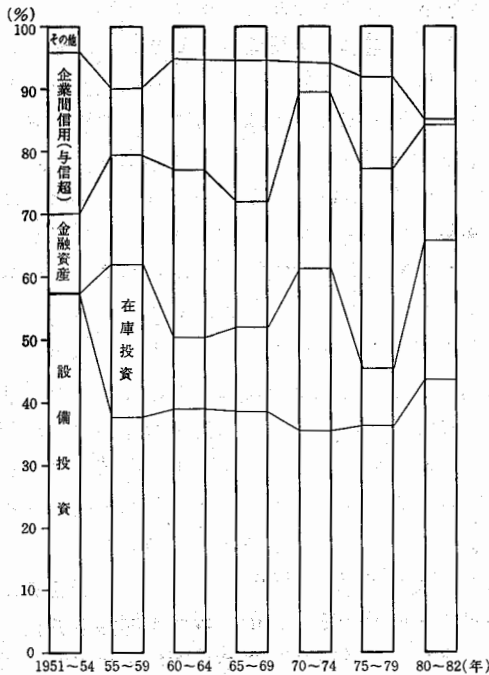
さて企業の有価証券投資は、株式と債券に大別されるが、「財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則」(以下「財務諸表規則」と略記、1963年大蔵省令59号)により、①流動資産有価証券、②投資有価証券、③関係会社有価証券に区分されて『有価証券報告書』の「有価証券明細表」に記載されている。

①流動資産有価証券とは、市場性があり、売

図3-5 「金曜会」事業法人資金需給

(I) 資金運用

(II) 資金調達



出典) 表3-1より作成。

表3-2 「金曜会」事業法人資産・負債構成推移¹⁾

(単位: 10億円)

		1951	54	59	64	69	74	79	82	
資 産	設備投資額	36.9	88.3	166.4	558	1,058	1,958	1,889	2,355	
	在庫投資額	52.8	59.0	154.8	300	616	1,892	2,170	2,798	
	企業間信用	16.4	69.9	214.1	798	1,943	3,427	4,702	4,631	
	金融資産	11.8	32.9	101.8	431	923	2,333	3,369	3,894	
	(うち有価証券)	0.9	9.9	32.0	164	327	1,002	1,700	1,749	
	その他	11.6	29.3	68.3	130	274	542	790	1,199	
	合計	129.5	279.4	705.4	2,217	4,813	10,152	12,920	14,877	
負 債	資本金	7.6	31.1	80.8	299	412	508	587	660	
	資本剰余金	} 20.7	} 61.6	} 80.6	23	27	95	256	425	
	積立金その他				118	239	411	672	933	
	社債	4.0	4.3	12.2	57	127	283	414	574	
	長期借入金	11.7	17.4	64.4	357	883	1,926	1,890	2,280	
	短期借入金	27.2	65.1	131.3	424	832	1,886	2,696	2,755	
	企業間信用	23.3	38.7	142.2	515	1,301	2,929	3,816	3,707	
	その他	35.0	61.2	193.9	424	993	2,114	2,587	3,543	
		合計	129.5	279.4	705.4	2,217	4,814	10,152	12,920	14,877
		参) 受取手形割引残高 ²⁾	-	-	-	150	315	467	701	696

出典) 各社『有価証券報告書』による。

1) 収録企業の範囲は表1-1による。

2) 受取手形割引残高は1951、54、59年計上されず、不明。

却益を得るために短期間取得しているものをさす。

②投資有価証券は、長期的な投資を目的として保有するものを言い、株式では未上場企業の株式や政策的投資で保有するもの、債券では一年以上保有するものが、これにあたる。

③関係会社有価証券には親会社、子会社および関連会社の発行する株式や社債が含まれる。親会社とは「商法」(第211条の2)の「他ノ株式会社ノ発行済株式ノ総数ノ過半数ニ当ル株式」を保有する会社であり、子会社とは発行済株式の過半数を保有されている会社である。関連会社は「財務諸表規則」(第8条第4項)の言う「会社(当該会社が子会社を有する場合には、当該会社を含む。)が他の会社の議決権の百分の二十以上、百分の五十以下を実質的に所有し、かつ、当該会社が人事、資金、技術、取引等の関係を通じて当該他の会社の財務及び営業の方針に対して重要な影響を与えることがで

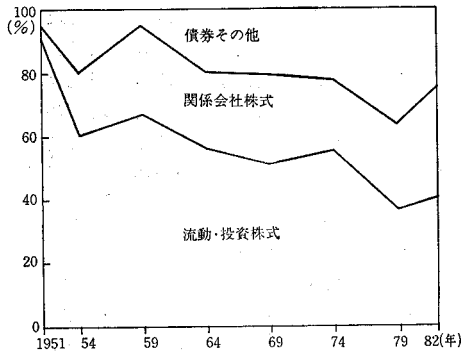
きる場合における当該他の会社」である。

さて「金曜会」事業法人の有価証券投資を以上の基準により分類した図3-6によると、流動および投資株式の比重が低下し、関係会社株式と債券類が増大している。「金曜会」の1974年から82年にかけての動向を「東京証券取引所市場第一部上場企業」と比べると、「金曜会」の方が流動および投資株式の割合が高く、債券の割合が低くなっている点に特色がある。

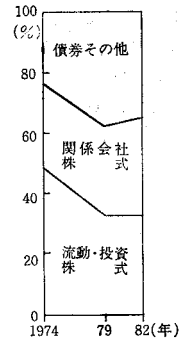
さて債券投資が増加してきたのは、国債の大量発行により公社債流通市場が拡大し、事業法人も参加できる自由金利の債券現先市場が出現したためである。しかし1979年には譲渡性預金(CD)の買売がはじまり、さらに1980年の「外為法」改正により有価証券取引税のかからない海外のCDやCP(主にアメリカの一流企業が発行する約束手形)の国内販売が開始されたことなどから、1982年の債券投資の割合は減少している。

図3-6 「金曜会」および「東京証券取引所市場第一部上場企業」の有価証券投資の推移¹⁾

(I) 「金曜会」



(II) 「東京証券取引所市場第一部上場企業」



出典) (I)は各社『有価証券報告書』, (II)は井上直広「事業法人の有価証券保有状況調査」『証券』1984年5月号による。ただし1974年以前は数値なし。

有価証券投資のうち関係会社株式投資も最近急増しており、1982年には「金曜会」使用総資本の4%をしめるまでになった。ここにきて増加している関係会社は、新しい成長商品の研究・開発会社、販売部門の強化のためのメンテナンス、エンジニアリング、ファイナンス会社、余剰人員・退職者の受け皿として設立された会社、海外への直接投資会社などである。こうした動きの底流には企業の関係会社に対する投資姿勢が、これまでのような既存の中小企

業に投資してこれを系列化するものから、社内の機構を社外に押し出すことによる減量効果と企業の競争力の活性化を狙ったものに変化していることを示している³⁰⁾。

以上からわかるとおり、事業法人の株式投資は近年高い水準にある。しかし株式投資には、企業間の横の連携を拡大するための投資と個々の企業の縦の系列を拡大するための二つの性格が認められる。次にこれら差異に注目しつつ具体的に検討していこう。

30) 大企業の関係会社投資については、住友ビジネスコンサルティング株式会社「大企業系列中小企業の実態」(1), (2)『調査月報』(国民金融公庫)第276号, 第277号(1984年)が参考になった。