

第2章 日本の株式市場Part 1

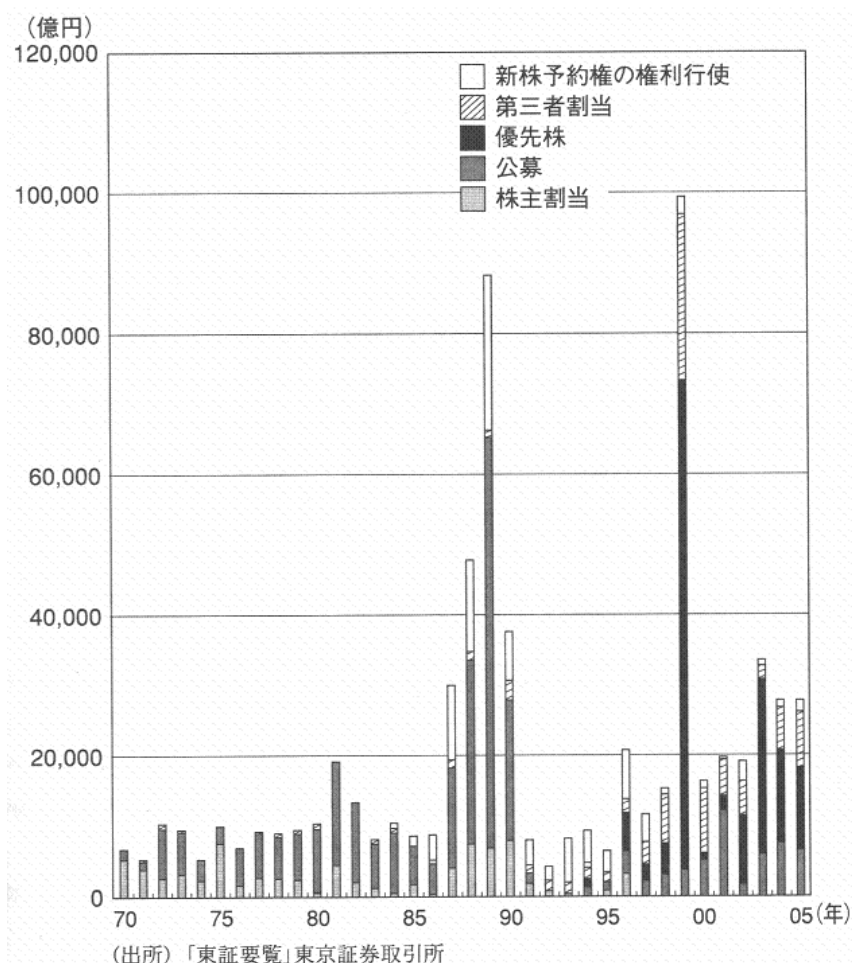
1. 日本の株式市場の特徴

1.1 間接金融から直接金融へ

日本の金融システムは、伝統的に、企業が資本を低コストで調達することを可能にするための市場形成が行われてきた。これは、国内企業の海外市場における競争力の向上を目的としたもので、これが、間接金融システムと密接に関連した日本独特の株式保有構造を作り上げた。

株式発行による資金調達は、従来、額面発行で株主に割り当てる**額面割当増資**が中心であったが、1970年代半ば以降**時価発行増資**が主流となり、さらに転換社債、ワラント社債の発行が急増し、いわゆる**エクイティ・ファイナンス**が定着した。このことは、日本企業の資金調達が、米国の水準にはまだ至っていないものの、間接金融から直接金融へとシフトしていることを意味している。

株式発行の種類による資金調達比率



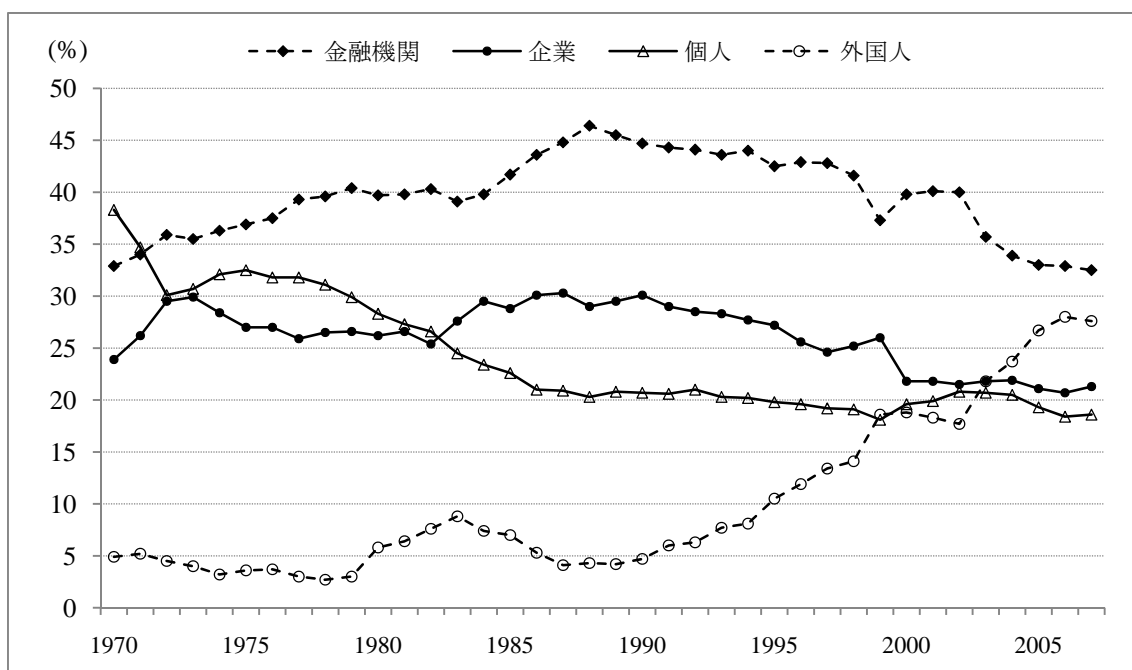
1.2 株式保有構造の変化

株式所有者は、大きく、金融機関、一般事業会社、個人、外国人の4者に分類可能である。1970年代から1980年代にかけて、個人株主の持ち株比率は減少し、逆に、金融機関による持ち株比率が増加した。これは、株式安定化を目指して、取引先金融機関やグループ企業を中心として株式相互保有（株式持ち合い）が進んだことに加え、金融機関や事業会社が財テクと称して株式運用を積極的に行ったことがその要因である。

この、企業同士が互いに相手の株式を持ち合う株式相互保有は、単なる投資が目的ではなく、企業間の取引関係の強化やグループ化といった政策的な目的が大半であり、日本特有の現象である。

バブル経済崩壊の1990年代以降では、株式持ち合いの解消が進み、金融機関の持ち株比率は大きく低下している。その一方で、外国人による持ち株比率が大きく増加している。

所有者別の持ち株比率

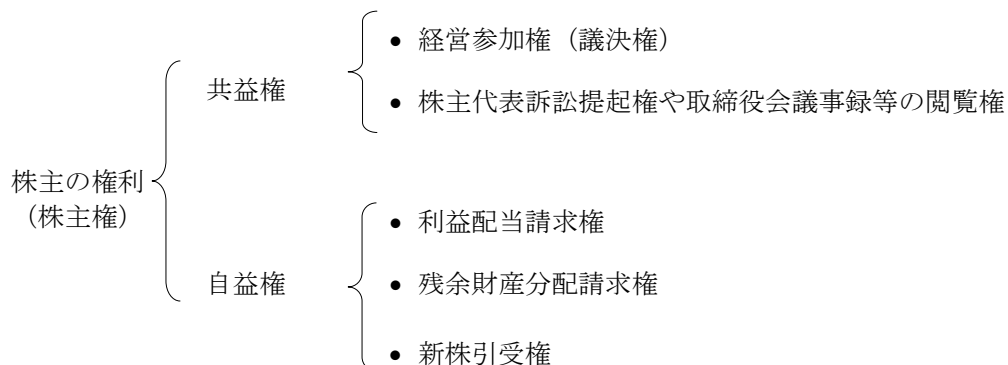


(出所) 東京証券取引所 株式分布状況調査

2. 株主の権利と株式の種類

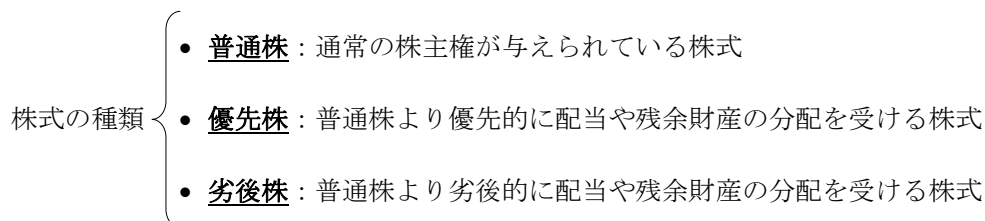
2.1 株主の権利

株式は、その所有者である株主の権利を表した有価証券である。そして株主に付与される権利を**株主権**という。株主権には、株主全体の利害に影響を及ぼす**共益権**と、私的利益権をあらわす**自益権**がある。



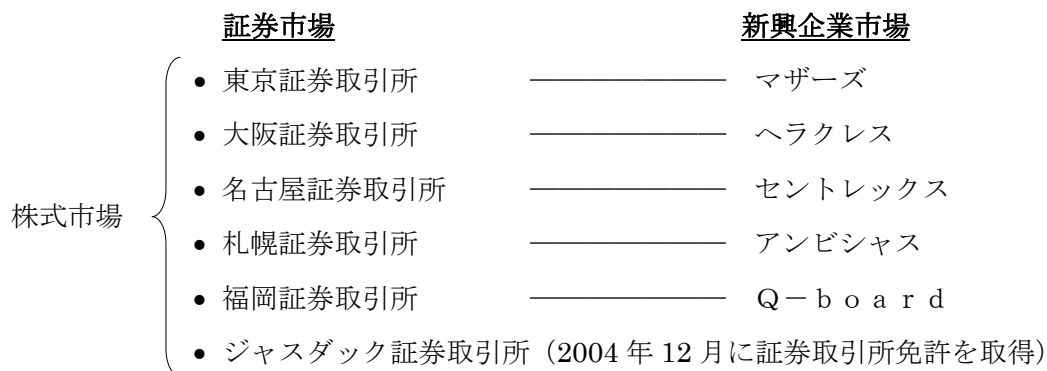
2.2 株式の種類

株式は付与されている権利の内容によって、大きく次のように分類される。



3. 株式市場

現在日本には、六証券市場と五新興企業市場がある。





4. 株式の発行

会社は設立にさいして、定款に発行予定株式数を定める。これを授権株式総数といい、設立時にはその 1/4 以上を発行しなければならない。

会社設立後は、取締役会の決議によって、未発行株式の範囲内で新たに株式を発行して資本金を増加することができ、これを**増資**という。増資には、投資家から払込金をとって新株を発行する**有償増資**と、会社の他の資産を振り替えて新株を発行する**無償増資**がある。

4.1 有償増資

有償増資は新株の募集方法によって次の三つに分類される。

- | | | |
|------|---|---|
| 有償増資 | { | <ul style="list-style-type: none"> • 株主割当：現在の株主に新株引受権を優先的に与える方法 • 第三者割当：株主以外の第三者に新株引受権を与える方法
(通常、役員・取引先・銀行などに交付する) • 公募：新株の応募者を一般の投資家から募集する方法 |
|------|---|---|

4.2 無償増資

無償増資の方法には、無償交付、株式配当、株式分割があるが、1990 年の商法改正で全て株式分割という概念で統一されたので、全て「株式分割」とよばれるようになった。さらに、2006 年 5 月に施行された会社法では、「**株式無償割当**」という制度が創設された。これによって、従来は不可能であった異なる種類の株式（普通株と優先株）の割当が可能になった。

- 無償増資
- 無償交付：法定準備金を資本金に組入れて新株を発行する方法
 - 株式配当：利益留保分を資本金に組入れて新株を発行する方法
 - 株式分割：株式を 1 株から 2 株というように単純に分割することによって新株を発行する方法で、資本金は増加しない。

5. 株式の公開

株式公開とは、未上場会社の株式を株式市場において売買可能にすることであり、上場することを意味している。また、通常、株式の募集や売出しを伴うことから、**IPO** (Initial Public Offering) とも呼ばれている。

IPO の価格決定方式には、固定価格方式、**入札方式**、**ブックビルディング方式**の 3 種類があり、現在日本では、入札方式、ブックビルディング方式の選択が可能となっている。

入札方式とは、公開価格と流通市場での初値との乖離を小さくすることを目的に 1989 年 4 月から採用された価格決定方式である。しかしながら、入札による公開価格は概して高くなり、流通価格に支障を来たす場合が少なくないとの指摘が次第に強くなった。そのため、1997 年 9 月にブックビルディング方式 (**BB 方式**) が導入された。これは、株式の引受け証券会社 (アンダーライター) が、投資家の需要を調査した上で公開価格を決定する方式であり、市場機能による価格決定方式として国際的に広く普及している。

[問題 2-1]

次の文章の () 内に入る適切な語句を、下記より選び記入しなさい。なお同じ語句を何度用いてもよい。

株式の所有者に対し付与される権利を (①) という。(①) には、(②) と (③) があり、(②) の主なものは (④) と経営参加権であり、(③) の主なものは (⑤) と残余財産分配請求権である

株式の種類には、主に、普通株、(⑥)、(⑦) がある。普通株とは、通常の株主権が与えられている株式のことをいい、大半の株式が普通株である。

(⑥) とは、配当の支払や残余財産の分配において、普通株より優先的に取り扱われる株式である。また (⑥) の多くには、株主の希望により、一定条件のもとで普通株へ転換できる転換権が与えられている。その反面、(⑥) には、通常、経営参加権が与えられていない。このように、株主総会において議決権を行使することのできない株式のことを、無議決権株式という。

(⑦) とは、配当の支払や残余財産の分配において、普通株より劣後的に取り扱われる株式であり、投資家にとって (⑧) な株式である。(⑦) は、会社に十分な利益があがっていない場合、普通株式を発行すると、既存の株主の配当が下がってしまう恐れがあるので、普通株主の保有者の利益を損なわずに、資金を調達する方法として考えられたものである。したがって、(⑦) は、主に経営者や発起人に対して発行される。

有利	償還株	共益権	利益配当請求権	株主権
優先株	自益権	不利	劣後株	額面株式
議決権				

[問題 2-2]

次の文章の () 内に入る適切な語句を、下記より選び記入しなさい。なお同じ語句を何度用いてもよい。

(①) 市場は、会社が新たに発行する株券の出資者 (投資家) を募集する場所のことであり、(②) 市場は、すでに発行された株式が投資家の間で売買される場所のことである。

会社が資本を増やすことを (③) といい、投資家から払込金をとって新株を発行することを (④) 増資、会社の他の資産を振り替えて新株を発行することを (⑤) 増資という。

(④) 増資の募集方法には、(⑥)、(⑦)、(⑧) などの方法がある。(⑥) は、既存の株主の中から株主を募集する方法で、増資しても株主の構成に大きな変化が生じないことや、資金の調達が比較的確実であること等に利点がある。(⑦) は、発行会社と特別の関係にある第三者に新株の引受権を与える方法である。(⑧) は、新株の応募者を広く一般の投資家から募集する方法で、発行条件がすべて均等であることや、発行価格が著しく不公平になってはいけないという会社法規定がある。

減資	公募	株式分割	無償	流通
第三者割当	発行	有償	増資	株主割当

[問題 2-3]

株式発行市場に関する次の記述のうち、誤っているものを一つ選びなさい。

- (A) 1970 年代に入ると、有償増資に占める株主割当増資の割合が上昇した。
- (B) 1980 年代に入って、転換社債およびワラント債の発行が急増した。
- (C) 1980 年代のエクイティ・ファイナンスは ROE 低下の要因となった。
- (D) 1990 年代にエクイティ・ファイナンスは急減した。

[問題 2-4]

株式保有構造に関する次の記述のうち、誤っているものを一つ選びなさい。

- (A) 個人投資家のシェアが長期的に大きく低下した。

- (B) 法人投資家の大半はリレーションシップ動機に基づく安定株主である。
- (C) 1980年代に急拡大したエクイティ・ファイナンスの結果、大銀行と大企業の相互保有関係は薄まった。
- (D) 年金や投資信託などの純投資を行う機関投資家のシェアは米国に比べて小さい。

[問題 2-5]

株式保有構造に関する次の記述のうち、誤っているものを一つ選びなさい。

- (A) 終戦直後、70%ほどあった個人投資家の保有シェアは低下しつづけ、最近では20%程度まで落ちてしまった。
- (B) 法人保有の増加現象は、投資信託や企業年金など投資家の保有形態の多様化によって推進された米国の機関化現象と似ている。
- (C) 個人投資家のシェアが低下したのとは対照的に、外国人投資家の保有シェアは上昇し続けている。
- (D) 1960年代半ばの法人保有の増加は、外資による乗っ取り防止のために株式持ち合いを強化したことによるものだった。

[問題 2-6]

日本企業の配当動向に関する次の記述のうち、誤っているものを一つ選びなさい。

- (A) 配当性向の業種別ばらつきが顕著である。
- (B) 1株当たりの利益に比べ、1株あたりの配当の安定性が高い。
- (C) 額面価額調整後1株当たり配当の高い企業は概して配当性向も高い。
- (D) 時価発行増資後も額面価額を基準に配当を決めるという意識が存在する。

[問題 2-7]

法人株主に関する次の記述のうち、正しいものを一つ選びなさい。

- (A) 日本の法人株主は米国における機関投資家と同質的なものである。
- (B) 法人株主の比率が高いことの原因は、取引関係の維持を目的とした株式持ち合いによるところが大きい。
- (C) 法人株主が圧倒的なシェアを持つことは、証券市場における株式売買を促進させてい

る。

(D) 法人株主の内訳では金融機関の比率は低い。

[問題 2-8]

時価発行増資時代の株式市場の特色に関する次の記述のうち、誤っているものを一つ選びなさい。

- (A) 法人相互の株式保有は時価発行増資時代に入つてむしろ加速した。
- (B) 時価発行増資は 1970 年代中盤以降定着してきたが、1987 年以降では、発行企業数はむしろ減少していた。
- (C) 1980 年代後半ではエクイティ・ファイナンスが、とくに大企業の資金調達の中心的役割を果たした。
- (D) 1990 年代に入ると、景気の低迷で外部資金需要は大幅に減少したが、貸出の減少が著しく、むしろエクイティ・ファイナンスの比率は相対的に上昇した。

[問題 2-9]

配当政策に関する次の記述のうち、誤っているものを一つ選びなさい。

- (A) 企業の株式の配当利回りは外国に比べて著しく低いといわれてきたが、最近は遜色ない水準である。
- (B) 額面発行増資時代には優良企業が額面に対して 10%の配当を安定して行うことが慣行であったが、時価発行増資が広がってからも、同様の配当政策が維持された。
- (C) 額面発行増資時代では安定配当維持が基本であったため、発行企業にとって、株式は最もコストの高い資金調達手段であると多くの企業は考えていた。
- (D) 1992 年に導入された公募増資利益配分ルールは、配当性向重視の考え方を取り入れたものである。