

# 好況と従業員持株制度の変動

大 野 秀 夫

## § I 従業員持株制度の成立

## § II 最近における状況

## § III 80年代後半における変化

- (1) 従業員持株会実施の現状
- (2) 1984年の従業員持株会
- (3) 80年代後半の好況と従業員持株会の変化
- (4) 84年と90年の比較
- (5) 80年代後半における持株数の減少（建築業と製造業）
- (6) 80年代後半における商業の場合
- (7) その他要因と従業員持株会持株数の関係について

## § IV 従業員持株会持株数の減少とその原因について

- (1) 株価上昇率と持株数の関係
- (2) 株価上昇率と発行済株式総数及び経営財務状況の関係
- (3) 経営状況、株価上昇、発行済株式総数及び持株数の関係

むすび

## § I 従業員持株制度の成立

我が国においては、従業員持株制度はすでに戦前に、一部その萌芽が見られるといわれている。大正7年（1919）年当時の兼松株式会社（現兼松江商）が資本と経営と勤労の三者合一を志向して発足したものとされている。続いて秩父鉄道（1922）、福助足袋（1925）、郡是製糸（1926）、第一製薬（1934）等で実施された。

昭和10年代に一定の広がりを見せたが、それは中規模企業の同族経営色を改善するためや、勤労意欲の向上を目的としたものであった。

1930年代以降においても野沢屋（1935）、日本特殊陶業（1944）、三菱商事（1938）、等10社近くが採用していたといわれる。敗戦直前にもいくつか採用し

た会社があったようであるが、何れも第2次大戦をもって中断した。<sup>(1)</sup>

戦後はこれを3期に分けて考えることが出来る。

先ず、戦後の昭和20年9月、外地銀行、特殊金融機関49機関が閉鎖され、その所有有価証券の処分が決定され、ついで、同年11月に財閥解体と資産凍結が指令され、財閥関係持株会社83社、10大財閥家族65人の資産が凍結され、その持株の売買が禁止された。この間、昭和21年8月に持株会社整理委員会、22年6月には証券処理調整協議会が設置された。そして、これらの株はすべて持株会社整理委員会の手に移された。また財産税物納の株式も処分の対象となった。さらに21年11月の「会社の証券保有等に関する勅令」によって、制限会社に指定された1,180社とその関係会社の持株の一部がこれに加わった。こうして四つの源泉から「放出株」が集められ、その金額はおよそ180億円に達した。当時の全国会社資本金の払込み総額が約400億円であり、その45%もの巨額の株式が、持株会社整理委員会、大蔵省、日銀の手で一斉に売り出された。

政府が証券処理調整協議会を設置したのは放出株を円滑に売り出させるためであった。処分方針は、広く一般国民に株式を分散させるために、一個人当たり分譲量を一社当たり発行株数の1%以内とし、従業員、地元住民、一般国民の順位で優先的に売り出すというものであった。そして、従業員に最優先権が与えられたのは労働運動対策の意味があったからで、銀行融資もつけられていた。しかし、ドッジ・ラインによる不況、大量の株式放出、増資と悪条件が重なって、最大の被害者になったのは、証券民主化ということで動員された一般投資家であった。こうして、戦後における証券の大衆化は失敗した。<sup>(2)</sup>

第二の時期は昭和30年代中・後期であって、株式市場の低迷期で、株安から株価対策または資金調達目的で従業員に自社株を持たせようとした。しかし、いずれも狙いが会社の立場からのもので、功労賞の株式分譲で、労使協調を目的として従業員に自社株を取得させようとするものであって、しかも失権株の消化などが中心で、制度的な継続性のある投資の例は少なかった。こうしてこの時期も結局失敗に終わった。

第三の時期は昭和43年に始まる現在の従業員持株制度である。昭和41年の日

本証券経済研究所の調査では取引所上場・非上場会社合わせて、1,508社中、採用している会社は110社である。

昭和42年の労働省調査では東京、大阪両証券取引所上場（大阪市場第二部を除く）会社1,286社のうち、採用は130社である。ところが政府は昭和42年6月6日に外資審議会の答申に基づき資本自由化措置を決定し、7月1日から第一次資本自由化が実施された。それ以後、昭和46年8月の第四次自由化を経て、48年5月に原則100%自由化へというふうに、資本の自由化は急進展した。

この資本自由化の進展をうけて、外資による乗っ取り防止のための安定株主確保のために従業員持株制度が提唱されるに至った。しかし同時にこのころの高度経済成長による良質労働力の不足が問題になり始めており、一部中小企業では労務倒産の声すら聞かれるようになってきていた。したがって、企業にとっては安定的な労働力の確保のためにも、勤労者の経済的安定、とくに長期的な財産形成策によって、職場の魅力を高めざるを得ない状況があった。

そのほか、とりわけ、資本自由化による国際的な企業の競争の激化に備えるための競争力の培養を、そして高度経済成長に伴うインフレの進行は、インフレ・ヘッジの可能な財産の形成を社会的な要請として表面化させた。かかる諸事情を反映して従業員持株制度整備の必要性が企業やまた労働界の一部にも浸透しはじめ、現行の新しい従業員持株制度の基礎が出来てきたものである。

## § II 最近における状況

戦後我が国における株式所有状況の目立った特長は、個人株主の著しい減少である。表1に見るように、法人企業による株式の持ち合いによる法人資本主義の一層の進展が見てとれる。かかる株式の持ち合いによる、日常の商取引関係への影響が、海外から不透明な日本の取引慣行として重大な関心を以て見られているところである。

ところで、これらの産業組織に関する問題点とともに、併せて当面する不況対策の解決策として、政府は平成4年8月末に総額10兆7,000億円に上る総合

表1 全国上場会社株式保有状況

年度末	会社数	地方政府 公共団体	金融機関	投資信託	証券会社	内国法人	外国人	個人 その他
25	714	3.1	12.6	—	11.9	11.0	—	61.3
45	1,584	0.3	30.9	1.4	1.2	23.1	3.2	39.9
55	1,734	0.2	37.3	1.5	1.7	26.0	4.0	29.2
58	1,790	0.2	38.0	1.0	1.9	25.9	6.3	26.8
59	1,806	0.2	38.5	1.1	1.9	25.9	6.1	26.3
60	1,834	0.8	40.9	1.3	2.0	24.1	5.7	25.2
61	1,882	0.9	41.7	1.8	2.5	24.5	4.7	23.9
62	1,925	0.8	42.2	2.4	2.5	24.9	3.6	23.6
63	1,978	0.7	42.5	3.1	2.5	24.9	4.0	22.4
元	2,031	0.7	42.3	3.7	2.0	24.8	3.9	22.6
2	2,079	0.6	41.6	3.6	1.7	25.2	4.2	23.1

(資料) 全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」

(注) 1. 外国人は法人+個人である。2. 昭和60年以降の数値は単位数ベースによる。

経済対策を発表した。

とくに沈滞の激しい証券市場の活性化のために (1) 株式運用規制の見直し (2) 政府保有株式の売却の凍結等, (3) 個人投資家の長期的で安定的な株式投資の促進, (4) 企業の資金調達環境の整備, (5) 証券会社の適正な投資勧誘の促進 (6) 金融機関の安易な益出しの抑制, (7) 先物取引の在り方の検討, (8) 証券関連税制の検討, の7項目が挙げられている。

この中で, (3) の一般個人投資家を対象とした, 長期的で安定的な株式投資の促進策として, 長期保有に適した株式投資信託の商品開発の促進と, いま一つ注目されるのは, 従業員持株制度の一層の促進を図るための, 制度運用の弾力化がうたわれていることである。

この総合経済対策の決定を受けて, 9月中旬には, 大蔵省は個人株主の育成を目指し, 従業員持株制度の拡充策の検討に入ったといわれている。

大蔵省は持株制度の運用を弾力化することで個人株主の裾野を広げるだけでなく, 株式投資に親しむことにより, 個人投資家層が拡大することを期待して

いるといわれる。そしてこの個人投資家層の拡大を通じて、あまりにもがっちり組みあげられた法人同士の株式持ち合いによる異質な資本主義的構造を、

表2 全国上場会社従業員持株制度実施状況 (単位：社、千単位、千人、%)

年度	会社数 [A]	実施 会社数 [B]	[B] / [A]	実施会社上場 単位株式数 [C]	持株会所有 単位株式数 [D]	[D] / [C]	実施会社総従 業員数 [D]	持株会加入 従業員数 [E]	[F] / [E]
昭和50	1,710	1,174	68.6	133,688	1,265	0.95	3,820	1,280	33.50
55	1,734	1,387	80.0	187,819	2,616	1.39	4,004	1,622	40.50
57	1,771	1,505	85.0	216,105	3,074	1.42	4,275	1,783	41.70
58	1,790	1,556	86.9	226,542	3,194	1.41	4,330	1,826	42.17
59	1,806	1,588	87.9	236,433	3,229	1.37	4,404	1,847	41.94
60	1,834	1,630	88.9	285,492	3,742	1.31	4,418	1,896	42.92
61	1,882	1,687	89.6	298,341	3,346	1.12	4,724	2,214	46.87
62	1,925	1,738	90.3	315,478	3,181	1.01	4,760	2,273	47.75
63	1,978	1,800	91.0	335,274	3,128	0.93	4,818	2,370	49.19
平成元	2,031	1,877	92.4	363,335	3,185	0.88	5,031	2,477	49.23
2	2,079	1,943	93.5	375,114	3,374	0.90	5,253	2,575	49.02

(資料) 全国証券取引所協議会『従業員持株制度実施状況調査』

(注) 昭和59年度まで実施会社上場単位株式数は実施会社総発行株式数(単位：百万株)、持株会所有単位株式数は持株会所有株式数(単位：百万株)である。

表3-1 貯蓄種別とその構成比(全世帯) (単位：千円、%)

年	通貨性 預貯金	比率	定期性 預貯金	比率	生命保 険等	比率	有価証券	比率	うち株式	比率	金融機 関外	比率	貯蓄計	比率
昭和53	59.9	16.7	104.1	29.0	65.7	18.3	109.0	30.4	83.9	23.4	20.3	5.7	359.0	100.0
40	118.5	16.4	234.1	32.5	166.8	23.1	202.0	28.0	128.4	17.8	42.3	5.9	721.2	100.0
45	233.8	14.6	590.1	36.8	361.3	22.5	338.3	21.1	187.6	11.7	79.1	4.9	1,602.7	100.0
50	446.0	14.1	1,433.0	45.2	620.0	19.6	620.0	16.7	244.0	7.7	140.0	4.4	3,168.0	100.0
55	560.0	9.7	2,909.0	50.2	1,140.0	19.7	988.0	17.1	429.0	7.4	197.0	3.4	5,794.0	100.0
60	649.0	7.6	4,015.0	47.1	1,928.0	22.6	1,672.0	19.6	708.0	8.3	263.0	3.1	8,528.0	100.0
平成2	957.0	7.1	5,734.0	42.4	3,365.0	24.9	3,155.0	23.3	1,829.0	13.5	318.0	2.4	13,530.0	100.0

(資料出所) 平成2年『貯蓄動向調査報告』総務庁統計局編

表3-2 貯蓄種別とその構成比(勤労者世帯) (単位：千円、%)

年	通貨性 預貯金	比率	定期性 預貯金	比率	生命保 険等	比率	有価証券	比率	うち株式	比率	金融機 関外	比率	貯蓄計	比率
昭和53	47.7	16.0	71.0	23.9	60.6	20.4	93.7	31.5	69.1	23.2	24.3	8.2	297.3	100.0
40	96.9	14.7	168.7	25.6	150.7	22.9	185.6	28.2	108.4	16.5	56.9	8.6	658.9	100.0
45	177.8	14.1	424.1	33.6	300.6	23.8	251.9	20.0	116.7	9.2	108.0	8.6	1,262.3	100.0
50	367.0	13.9	1,122.0	42.6	493.0	18.7	470.0	17.8	198.0	7.5	183.0	6.9	2,636.0	100.0
55	427.0	9.0	2,326.0	49.1	929.0	19.6	791.0	16.7	276.0	5.8	262.0	5.5	4,734.0	100.0
60	499.0	7.2	3,222.0	46.6	1,623.0	23.5	1,237.0	17.9	497.0	7.2	339.0	4.9	6,920.0	100.0
平成2	753.0	7.2	4,437.0	42.2	2,942.0	28.0	1,966.0	18.7	1,000.0	9.5	410.0	3.9	10,507.0	100.0

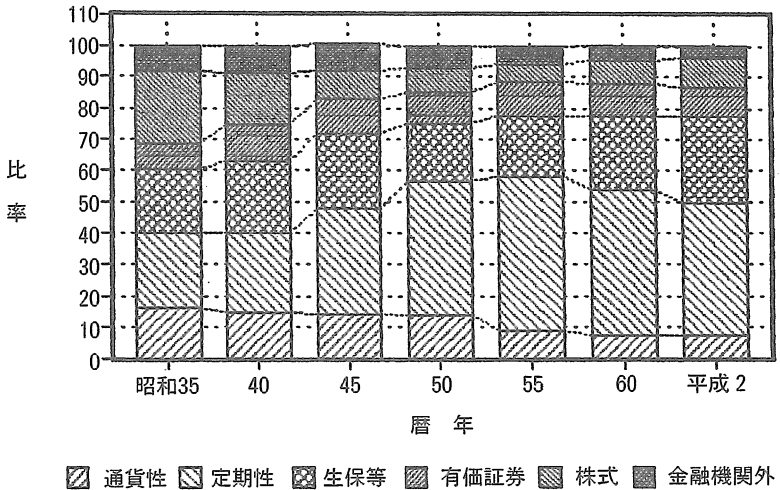
(資料出所) 平成2年『貯蓄動向調査報告』務庁統計局編

本来の個人主義的構造に矯正しようと言うのであろう。(表1参照)

しかし、我が国の持株制度は欧米諸国の雇用者持株制度に比べてみれば、本来の制度の趣旨からは程遠い制度である。我が国ではたしかに多くの会社が従業員持株制度を実施している点では、「一部に制度採用や従業員の加入面で飽和状態が見られ、ここにきて持株会所有株式数の減少傾向も続いている。」<sup>(3)</sup>(表2参照)

この傾向は、わが国世帯の貯蓄種別における勤労者世帯の株式所有比率の減少傾向が全世帯を上回ることにもその一端が伺えるところである。(表3-1, 表3-2, 図1参照)

図1 貯蓄種別の構成比 勤労者世帯 (単位：%)



(注) 有価証券は株式を含まず。

我が国の従業員持株制度にたいする加入状況は、アメリカのESOP (Employee Stock Ownership Plan)に比較すべくもないが、この相違は資本主義経済の基本にもかかわる重要な相違である。表2に見るように、ここ10年あまり我が国では持株会所有の単位株式数が年々減少し、ここ数年は1%を割り込

んでいる。ちなみにアメリカではESOPを設置する約1,000社がアメリカ経済の先頭にたち、その経済力の全アメリカ経済に占める地位は、会社の市場価値で29%、販売額の27%、公共関係を除く雇用の20%に達している。しかもそれら1,000社の会社における雇業者持株率は、トップの Weirton Steel Corporatin (ニューヨーク株式取引所) の73%からK Mart Corp. (ニューヨーク株式取引所) の4%<sup>(4)</sup>ということである。(付表 1 参照)

付表1は、わが国の上場会社の中で1990年度末において、従業員持株比率が高い会社の順に並べたものと、アメリカの上場会社の中で、88~90年の間の調査で、同じく従業員持株比率が高い順に並べたものを、単純に並列したものである。

アメリカの場合は、いずれもニューヨーク株式取引所 (New York Stock Exchange) かアメリカ証券取引所 (American Stock Exchange)、ないしは店頭取引 (Over The Counter) されている会社である。

背景になる日米両国民経済の構造や特性、あるいは比較される会社の規模、資本金、発行株式数、従業員数、産業種別等々の諸条件を整理した上でなければ、単純に比較して、そこから一定の結論を引き出すことは出来ない。しかし、それにもかかわらず、今後我が国が従業員持株制度を利用して、個人投資家の持株比率を増加させ、個人投資家を育成し、資本所有における自由化、民主化を図ろうとすれば、この表の数字は厳密な比較以前の問題を含んでいるように考えられる。

付表1に見るような極端な相違は、やはり、基本的には制度的な要因の違いがその主たる原因と見るのが妥当であろう。

すでに見たような、アメリカやイギリスとちがって、制度的にそれを支える法的整備を欠き、特に税制上の位置付けを持たない我が国の従業員持株制度の限界が示されているといえよう。

わが国の勤労者の財産形成については、『勤労者財産形成促進法』によって、勤労者財産形成貯蓄制度、同年金貯蓄制度、同給付制度、同基金制度、同助成金制度等の諸制度が規定されているが、従業員持株制度に関する直接の規定は、

本法はもちろんの事、他の諸法規にも規定されていない。

ところで、現実にはわが国の多くの会社が、従業員持株制度を採用し、実際に運用しているので、「この制度の採用及び実施には、適用法規として、商法、民法、税法、労働法、証券取引法等が交錯している。しかし、この間の調整はなく、主として商法を中心に組み立てられている。」しかも、「商法の規定も直接従業員持株制度に利用しうるのは、新株の有利発行に関する規定（商法280条ノ2第2項）と会社が取得した自己株式の処分に関する商法211条くらいのものである。…この制度は、行政官庁（多くは、大蔵省証券局）の通達・回答を根拠に、実施運営<sup>(5)</sup>されている。」が現状である。

ところで、わが国の場合政府及び政策当局は基本的には、勤労者持株制度についてどのような姿勢で臨もうとしているのであろうか。

この点について新谷勝氏によれば、昭和48年8月労働省が発表した『財形促進制度の飛躍的拡充策』は、事業主が従業員に支給する奨励金について年間一定限度内で非課税とすること、企業別年金制度のなかで持株制度を推進すべきであるとの提案をし、また経団連も同年10月に従業員持株制度を従業員持株を財形貯蓄に組み入れ、税制上優遇する必要があると提言したが、何れも採用されず、現在に至るも税制上特別の優遇措置は講じられていない。そして、「昭和36年の改正証券取引法ならびに関係大蔵省令に持株会に関する規定がはじめて登場した。持株制度を積極的に推進するものではなく、インサイダー取引規制の適用除外という規定である。しかし、持株制度に法的根拠を与えた<sup>(6)</sup>」といえる。

昭和36年における証券取引法の改正も、「会社関係者による内部者取引の禁止」における適用除外の形で、大蔵省で定められている（規制令6条）。ここでは「上場会社役員または従業員が他の役員または従業員と共同してその会社の株券の買付けを証券会社に委託して行なう場合であって、その買付けが一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行なわれる場合（各役員または従業員<sup>(7)</sup>の一回当たりの拠出金が100万円に満たない場合に限る。）」となっている。



したがって、会社の役員や従業員の「1回当たりの拠出金額が100万円以上の場合には、従業員持株保有会の規定により、継続的かつ機械的に株券を買付ける場合にも、内部者取引の対象となる。」<sup>(8)</sup>ということである。

わずかこれだけの引用からも分かるように、わが国の政府及び行政当局には今のところ積極的に勤労者持株制度を発展させようという基本的な方針は無いということであろう。それには、いくつかの原因が考えられるが、ここでは、次の諸点を挙げておきたい。

第一点は、経済的な民主主義に対する信念と展望がないということであろう。

商法学者の森本滋氏は従業員持株制度に関する座談会で、この点に関して重要なことを指摘している。もちろん同氏はそのこと自体について、むしろ否定的立場と見受けられるが、少し長いが引用しておきたい。

「西ドイツなどでは、1965年の株式法の改正の背景にあった考え方として、ドイツの基本法の中に盛られている三つの原則がありました。換言すれば、自由な人格の発揚、私的所有権の保障とともに、社会的拘束という諸原則、これに株式法を調和させるということです。その一つとして、とくに所有権の保障に対応するのが、企業の経済的所有者としての株主の地位の改善、その社会的要請に対応するのが、ますます広い層の国民をして生産財の所有に参加せしめるという社会政策的任務だ、というような甚だ高邁なところから立法措置をしてでも、従業員持株制度を根拠づけたいこうという考えなのです。…しかし、とくに税法上の措置とかいうようなことでこれをバックアップしていくとなると、やはり相当な哲学がいるのだとろうと思います。ただ、日本はそんな問題はあまり念頭にないように思います。」<sup>(9)</sup>語っている。(傍点は筆者)

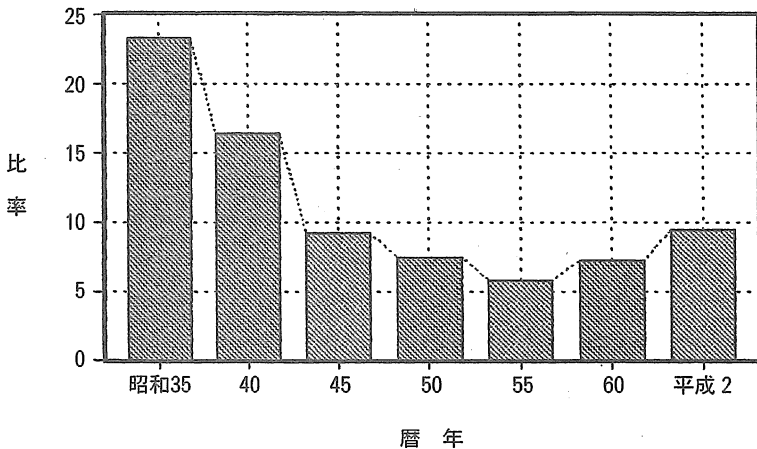
アメリカにしてもイギリスにしても同様であって、そこには経済的な民主主義に対する強い信念と可能性に対する挑戦と展望がある。

イギリスのサッチャー前首相は「国民一人ひとりが財政的に利害関係を持ち、国家の成功にコミット出来るようなイギリス」<sup>(10)</sup>を目指した。

そしてその根底には、そのイデオロギー的価値判断はともかくとして「勤労者は職場やオフィスで働くだけではいけない。彼は同時に株主として、年次株

主総会に出席しなければならない。また、経営が効率的であり、出来るかぎりの利潤を手に入れることが出来るように、強く希望しなければならない。」<sup>(11)</sup> という経済民主主義に対する強い信念があった。そして、それらの信念は84年におけるブリティッシュ・テレコム<sup>(11)</sup>の株売却や82年2月のナショナル・フレート社（陸運業）の民営化にみられるところである。

図2 貯蓄に占める株式の構成比 勤労者世帯（単位：％）



第2点は、政府や行政当局が安全第一主義に徹し、国民の生活へ踏み込み過ぎていてのではないか、ということである。政治は国民生活の安定を第一に行なわれなければならないが、勤労者の株式資本の所有はわが国の家計においては比重は小さいものの、表3-2に見るように、ここ5～6年はほぼ全貯蓄の5～10パーセント程度である（図2参照）。平成2年には株式所有は金額にして100万円である。もちろんこれは平均であるが、他の金融資産と違って所得格差にしたがってばらつきが大きく、高額所得者の所有率が高くなっている。（図3）は平成2年の収入階級別（5分位階級）に見た貯蓄に占める株式の比

率である。この図からも分かるように、全世帯も勤労者世帯も第1階級と第5階級において、貯蓄中に占める株式の比率が高い。

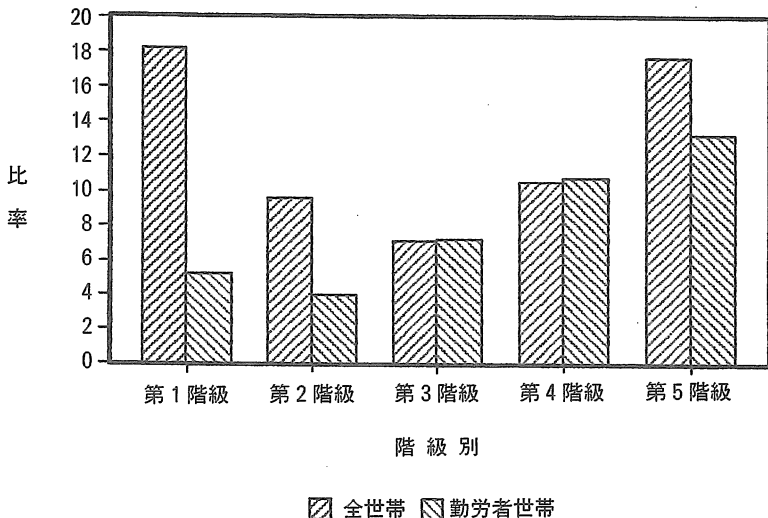
とくに、第1階級の株式比率の高いのは、世帯主が若年で生活費が高まらないため、収入水準が低いにもかかわらず、相対的に生活に余裕があることの反映

表4 収入5分位階級別貯蓄・株式比率 単位：(万円, %)

全世帯	平均	第1階級 ～361	第2階級 361～510	第3階級 510～666	第4階級 666～900	第5階級 900～
	11.52	18.25	9.75	7.14	10.54	17.73
勤労者世帯	平均	第1階級 ～437	第2階級 437～570	第3階級 570～705	第4階級 705～904	第5階級 904～
	9.52	5.25	3.95	7.25	10.79	13.31

出所：総務庁統計局編『平成2年 貯蓄動向調査報告』

図3 収入5分位階級と貯蓄中の株式比率 (単位：%)



として、一定のリスクを考へても株式への投資を決定させている。

この点から見ると、一般の家計にしる勤労者の家計にしる、現実の収入で可能なかぎり合理的に判断して、各家庭に適合するポートフォリオを作成し、それに基づいて貯蓄率を決定し、さらに、その貯蓄のなかで流動性の高いものから低いものへ、また最も確実な預貯金から、投機的性格を帯びるがインフレ・ヘッジ機能を有する有価証券への投資、さらに不動産購入と貯蓄資金の配分を決定していると見るのが自然である。

若年者の家計と高額所得者の家計になるほど、株式への選好性が高いということは、金融商品の選択の余裕があればあるほど、資産所有にバランスを取ろうとする傾向があることを示している。そして、わが国の場合、理想的なバランスは、少なくとも庶民の間においては、いまだし株式資産のバランスを増やそうという傾向を持っていると考えられる。国家が国民を保護する立場から、一方で財産形成促進法によって「勤労者の計画的な財産形成を促進することにより、勤労者の生活の安定を図り、もって国民経済の健全な発展に寄与することを目的と…」しながら、他方で、勤労者の財産形成方法について、安全の観点から厳しい規制を行なっている。

勤労者財産形成貯蓄契約とは「銀行、信託会社、信用金庫、労働金庫、信用協同組合その他の金融機関若しくは証券会社で政令で定めるもの又は国を相手方とする預貯金、合同運用信託又は有価証券で、政令で定めるものの預入、信託又は購入に関する契約」〔法第六条（1）一〕であって、この場合有価証券の中には株式そのものは含まれていない。

勤労者財産形成促進法施行令第二条3項の一号から六号に規定されている有価証券は、国債、地方債をはじめ、都市銀行債や政府保証債、非常に安全性の高い一部の内国法人の発行する社債及び公社債投資信託と公社債投資信託以外の証券投資信託の受益証券となっている。

それは「株式は価格の変動が激し等、危険な要素を含んでいることもあり、勤労者が広く利用するものとして、制度的に奨励するには問題があるからである。<sup>(12)</sup>」というのがその理由である。

かかる慎重さは、本法律の立法趣旨から当然のことではあるが、しかし、それだけで国民に対する財産形成政策が終わるとするならば、国民に対して防衛することの枠組のみを強制する結果に終わってしまわないだろうか。

そういう意味で、政府や行政当局は国民を庇護対象とし過ぎているし、また国民の生活に踏み込み過ぎているのではないか。

第3点は、わが国の財形貯蓄の推進政策が、勤労者の財産形成に大いに貢献している点を評価するにやぶさかではないが、しかし、そのことと国家が政策として、先ほど見たような、国民の資産に関するバランス感覚に対応した政策を新たに行なうことを、同一次元で結びつけて考えなければならない理由はまったく存在しない。

財形貯蓄に関する政策的慎重さと、国民資産の運用ニーズに対応した積極的政策を展開し、勤労者の自助努力に国家として応えていく政策が要請される。しかも、かかる政策がすでに前章で述べたように、その形成の仕方によっては、経済民主主義を徹底させ、国民資本の公平な分配を通じて、資産格差の解消に役立つ性格を付与することも可能だとすれば、国民経済の安定に資するのみならず、高齢化社会を迎えての国民の自助努力を支援する効果は大きいものがあるろう。

### § III 80年代後半における変化

#### (1) 従業員持株会実施の現状

最近における従業員持株会の普及状況は、全国証券取引所上場企業に関する詳細については、すでに表1「全国上場会社株式保有状況」で見たように、平成2年において2,079社のうち1,943社である。

他方未公開企業における従業員持株会の普及状況の把握はなかなか困難であるが、「昭和58年から平成2年までの8年間に全国の証券市場に新規公開した企業601社のうち582社は、株式公開前に持株会を発足<sup>(13)</sup>させている状況である。

表5 新規公開企業の公開前持株会実施状況 単位：(社・%)

	昭58	59	60	61	62	63	平1	2	累計
全国証券市場新規公開企業数 A	33	34	45	64	68	101	126	130	601
公開前持株会実施企業数 B	31	33	43	60	68	98	120	129	582
$B \div A \times 100$ %	93.9	97.1	95.6	93.8	100.0	97.0	95.2	99.2	96.8

出所：大和証券調べ

これから見ると、いまや株式会社にとっては、従業員持株会を持つことは、社会的な必要条件に成っているかの感すらあるような盛況ぶりに見える。しかし、持株会を実施している会社の比率が高く、「一部に制度採用や従業員の加入面で飽和状態がみられ、ここにきて持株会所有株式数の減少傾向も続いている。将来の方向づけが期待されるところでもあり今後の問題点を認識しておく必要がある<sup>(4)</sup>」と、業界サイドから問題点が指摘されるほど、わが国の従業員持株制度の実態は一見するところ、表面的には華やかである。しかし、実態はそれとは裏腹に、内容はきわめて貧弱で、持株制度の名に値するか疑問すら感ぜられる。

とりわけ、1980年代後半の長期にわたる好況と貨幣資本の過剰な蓄積に刺激された不動産及び株式に対する投機熱が、不動産及び株価の異常な騰貴を招き、その反動として経済の再生産構造と金融制度にきわめて強い衝撃を与えつつある。

かかる状況の中で、制度的に確立されていない従業員持株制度は、どのような影響を受けたのであろうか。以下その状況について検討してみよう。

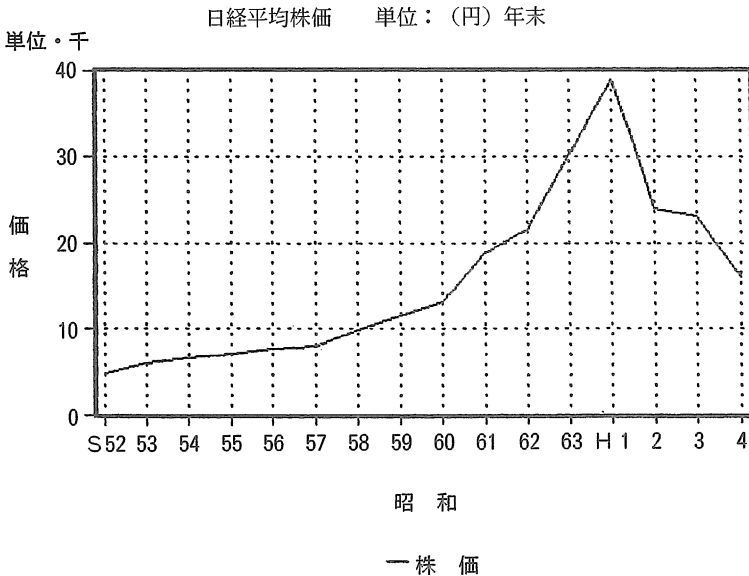
## (2) 1984年の従業員持株会

グラフは東京証券取引所日経平均株価（年末）を1977年（昭和52）から示したものである。これからも分かるように、82年（昭和57）ごろまでまでは、モ

ダレートな上昇をしていた株価は、それ以後上げ足を早め、85年（昭和60）からは急ピッチの上昇に入った。そして、89年（平成元）末の大納会に38,915円83銭の市場最高値をつけ、以後小幅な反騰を繰り返しながら、以来2年10ヵ月以上にわたって下落を続けて、この間6、7月には16,000円台を割り込んだこともある。（図4参照）

いまここで、われわれが興味を持つのは、このような長期にわたる大きな落差の株価変動が、従業員持株制度にいかなる影響を与えているかということである。そして、その変動の中にわが国の従業員持株制度の特質がどのような形

図4 近年の株価変動



で表れているか、あるいはその特質は今後のわが国の持株制度の将来を考え、それが今後急速に進行していくと考えられる高齢化に対して、期待を持ち得る性格のものか否かについても検討する必要がある。

ただ、資料上の制約から、89年（平成元）以降の急速な株価下落の過程については、今回は分析対象から除外した。したがって、主たる検討の対象は、80

年代後半の急速な株価上昇と、それに対応した従業員持株会の変化とその特徴についてである。

ここでは、まず昭和60年3月における全国の上場企業のうち建設業と製造業の1254社のうち、従業員持株会が10位以内の大株主である場合である。

上場会社を規模別に分類し、その中で10位以内の大株主としての従業員持株

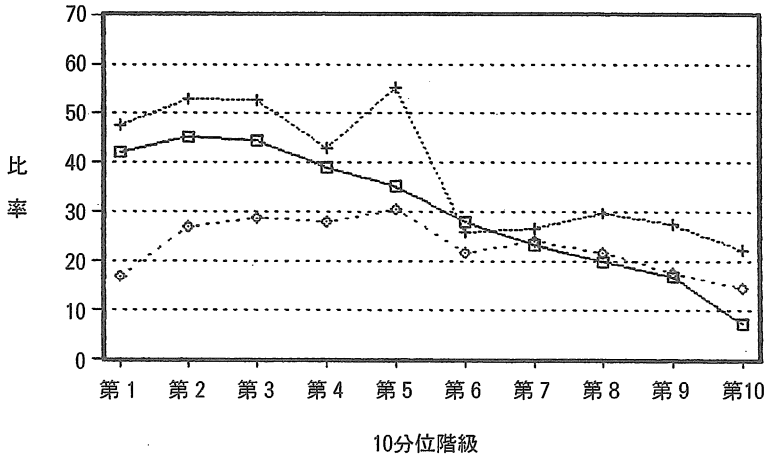
表6 製造業1254社企業規模 10分位階級別持株会の状況（1984年）

10分位階級	株主経営 [C]	従業員持株会を 持っている会社			資本金 [A] (百万円)	従業員数 [B] (人)	会社規模 A*Bの 平方根	従業員持株会 の持株比率	筆頭株主 持株比率	会社数 [G]	C/G * 100 (%)	D/F * 100 (%)	F/G * 100 (%)
		株主 経営 [D]	非株主 経営 [E]	計 [F]									
		第1	53	10									
第2	57	18	16	34	780	379	508	2.4	24.3	126	45.2	52.9	27.0
第3	56	19	17	36	1,058	547	726	2.6	21.8	126	44.4	52.8	28.6
第4	49	15	20	35	1,542	718	994	3.1	18.7	126	38.9	42.9	27.8
第5	44	21	17	38	2,138	935	1,321	2.6	21.1	125	35.2	55.3	30.4
第6	35	7	20	27	2,885	1,136	1,722	2.4	18.1	125	28.0	25.9	21.6
第7	29	8	22	30	3,970	1,668	2,392	2.5	16.8	125	23.2	26.7	24.0
第8	25	8	19	27	6,134	2,593	3,742	2.2	18.6	125	20.0	29.6	21.6
第9	21	6	16	22	10,560	3,804	5,991	2.4	15.4	125	16.8	27.3	17.6
第10	9	4	14	18	39,919	13,570	22,497	3.3	10.9	125	7.2	22.2	14.4
合計	378	116	172	288	-	-	-	-	-	1,254	-	-	-
平均					6,940	2,548	4,011	2.5	18.9		30.1	40.3	23.0

- (注) 1. (平均)とは全企業の平均であって、階級の平均ではない。  
 2. (株主経営)とは10位以内の個人大株主が会社の役員に成っている場合とする。  
 3. 会社規模は資本金\*従業員数の平方根の値とする。  
 4. 東洋経済編(会社四季報)1985年第2集より作成。



図5 従業員持株会と規模別経営主体 製造業1254社（1984年）



□ 株主経営比率 + 持株会株主経営比率 ◇ 持株会設置会社比率

会を設置している会社を選びだしたのが、表6である。

昭和60年3月（昭和59年度期末）における上場会社1254社のうち10位以内の大株主としての従業員持株会を設置している会社は288社で、その比率は表に見るように会社数にして23.0パーセントである。

ところで、その従業員持株会の持株比率は会社規模の10分位階級別でも、2～3パーセントに集中しており、規模別差異による持株比率は表7に見るように、各階級とも大変平均化している。しかもその平均比率は2.5パーセントという小さい値である。これは、制度的構造やその成熟度が異なるので、単純に比較して論ずることは出来ないが、付表1と比較してみれば、わが国の持株会の持株比率がいかに小さいかわかる。

次に上場会社1254社のうち、10位以内の個人大株主が直接会社の役員に成っている場合を株主経営会社とすると、会社の規模別10分位階級別に株主経営会社の比率を見ると、表7（ $C/G * 100$ で示されている）及び図5（株主経営

比率で示されている) から分かるように、企業規模が小さいほどその比率が高く、第3階級以下ではほぼ半数近くの会社が、株主経営会社であり、個人支配の傾向が強いと見られる。逆に、規模の大きい第9、第10分位階級の会社では株主経営会社は非常に少なくなっている。

また、持株比率10パーセント以上の持株会を持つ株主経営会社の比率が第6分位階級を除いて、全上場会社の株主経営会社比率より平均8ポイント程度高くなっているが、これは従業員持株会が10位以内の大株主になっている会社は、持株会の株式所有率が小さく10位以内の株主に成っていない会社より、個人大株主の支配力が強い傾向があると推察される。

個人大株主が直接会社の経営を行っている会社において、10位以内の持株会の大株主が比較的多いということは、しかもそれが上場会社としては規模の小さい会社ほど、その比率も高いということは、注目すべき特徴である。

昭和42年5月17日に、大蔵大臣の諮問機関である外資審議会の専門委員会答申でも取り上げられているように「外資による乗取防止の一方策として、従業員に自社株を保有させることは、従業員の福祉増進に寄与するとともに、安定株主確保の効果を期待することができる」とされている。もちろん、資本自由化への対応という面が心配された当時としては、対外資関係でそれなりの意味はあるが、むしろ中小企業においては高度成長過程において、会社の発展が資本の充実のための上場と一定の発展段階で切り離せないとすれば、会社のオーナー経営者が、上場されてもなお非上場の時と同様に、安定した支配権の行使を可能にするには、従業員持株会は安定株主確保の方策としては最も利用しやすい方策である。以上、昭和59年の上場会社（建設業及び製造業）における従業員持株会の株式所有状況の特徴をまとめてみると次のようになる。

第1の特徴は会社規模の大小にかかわらず従業員持株会の持株比率は2～3パーセント程度であり、従業員1人平均にするとその持ち株数は大変少ない。第2の特徴は上場会社全体的場合でも、また10位以内の大株主としての持株会をもつ会社の場合でも、経営規模の小さいほど個人株主の直接経営が多く、株主経営者の支配力が大きいと考えられる。

### (3) 80代後半の好況と従業員持株会の変化

85年（昭和60）から株価は急ピッチの上昇をはじめますが、これは実体経済の好況に支えられた不動産需要や株にたいする需要が高まり、投機が投機を呼ぶ形で、銀行をはじめとして、企業はキャピタル・ゲインの確保に狂奔した。そのための資金は主として銀行の信用創造による貸し付けによって賄われた。

ちなみに、84年（昭和59）の国内総生産は約300兆円であり、90年（平成2）の国内総生産は約426兆円である。その増加率は1.4倍であるが、ところがこの間に銀行の貸出金は239兆円から440兆円に、約1.84倍に増加している。

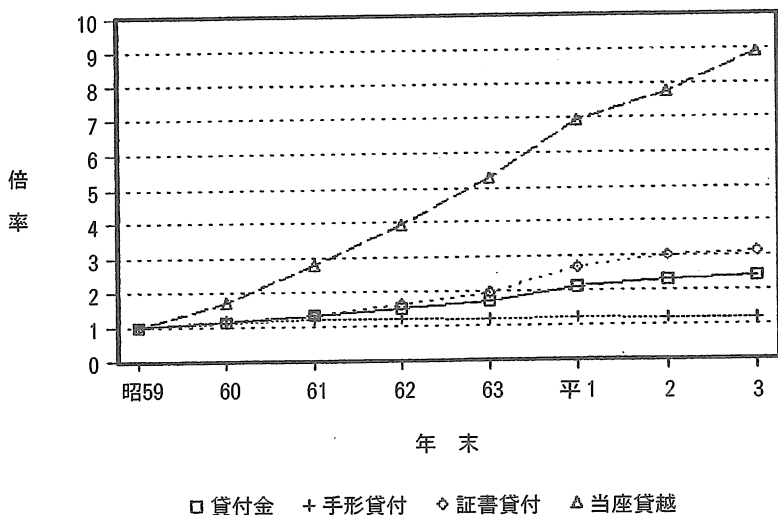
そしてその大部分の増加は貸付金とりわけ証書貸付と当座貸越の増加によって賄われている。表8にみるように、この間に貸付金は84年の182兆円から90年の2.3倍の415兆円に増加している。ところが、貸付金の中身を見ると現実的

表7 貸付金とその種別（全国 銀行）

年	貸付金		手形貸付		証書貸付		当座貸越	
	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
昭59	1,817,084	1.00	926,978	1.00	805,956	1.00	84,148	1.00
60	2,090,383	1.15	1,009,206	1.09	937,125	1.16	144,049	1.71
61	2,427,616	1.34	1,128,076	1.22	1,065,273	1.32	234,265	2.78
62	2,781,585	1.53	1,139,487	1.23	1,312,138	1.63	329,958	3.92
63	3,090,986	1.70	1,102,374	1.19	1,561,701	1.94	442,826	5.26
平1	3,825,279	2.11	1,131,555	1.22	2,139,360	2.65	583,230	6.93
2	4,151,727	2.28	1,096,862	1.18	2,403,468	2.98	651,395	7.74
3	4,345,636	2.39	1,087,614	1.17	2,510,661	3.12	747,359	8.88

（注）昭和63年以前については相互銀行を含まず。

図6 銀行貸付増加とその内訳



な商品流通に裏付けられた手形貸付（この点では手形割引と同様であるが）は手形割引とともに、むしろ減少気味であるのに対し、証書貸付と当座貸越は大幅に増加している。（表7，図6参照）

84年（昭和59）から90年（平成2）にかけて約233兆円という巨大な資金が供給されているが、国内総生産の増加に見合う信用の供与が必要としても、貨幣の流通速度に変化が無いものとするれば、90年に必要な資金は334兆円程度でいいはずである。

とすれば、440兆円－334兆円＝106兆円は現実の商品流通に基づかない、過剰な資金の、信用創造による供給と考えてよいであろう。

80年代後半におけるいわゆるバブルとは、この過剰な資金による土地・不動産や株に対する投機であった。

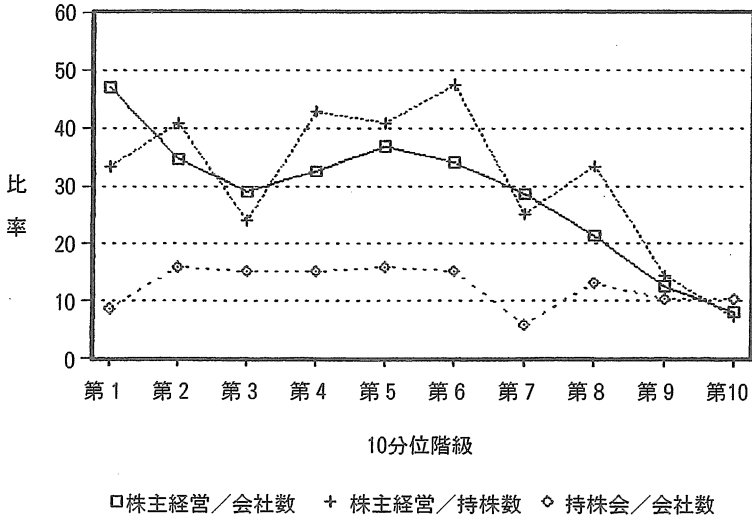
この投機の過熱とそれによって形成された土地・不動産価格や株価の急激な騰貴はわが国の従業員持株にいかなる影響を与えたであろうか。

表8 製造業，建設業1376社規模別10分位階級従業員持株会の状況（1990）

10分位階級	株主経営 [C]	従業員株会を 持っている会社			資本金 [A] (百万円)	資本金 [B] (人)	会社規模 A * Bの 平方根	従業員 持株会 の持株 比率(%)	筆頭株 主持株 比率 (%)	会社数 [G]	C/G * 100 (%)	D/F * 100 (%)	F/G * 100 (%)
		株主経営 [D]	非株主経営 [E]	計 [F]									
第1	65	4	8	12	747	224	362	1.8	22.9	138	47.1	33.3	8.7
第2	48	9	13	22	1,427	399	674	2.6	22.4	138	34.8	40.9	15.9
第3	40	5	16	21	2,152	557	978	2.0	23.3	138	29.0	23.8	15.2
第4	45	9	12	21	3,159	715	1,384	3.2	19.8	138	32.6	42.9	15.2
第5	51	9	13	22	4,355	922	1,896	3.1	17.7	138	37.0	40.9	15.9
第6	47	10	11	21	6,573	1,111	2,543	2.8	17.5	138	34.1	47.6	15.2
第7	39	2	6	8	9,362	1,525	3,442	2.9	27.8	137	28.5	25.0	5.8
第8	29	6	12	18	12,685	2,313	5,039	2.2	37.2	137	21.2	33.3	13.1
第9	17	2	12	14	20,685	3,740	8,381	2.3	15.4	137	12.4	14.3	10.2
第10	11	1	13	14	77,918	13,083	30,612	2.0	11.2	137	8.0	7.1	10.2
合計	392	57	116	173	-	-	-	-	-	1,376			
平均					13,908	2,308	5,532	2.4	21.5		28.4	30.9	12.5

- (注) 1. (平均)とは全企業の平均であって、階級の平均ではない。  
 2. (株主経営)とは10位以内の個人大株主が会社の役員に成っている場合とする。  
 3. 会社規模は資本金 \* 従業員数の平方根の値とする。  
 4. 東洋経済編『会社四季報』1991年第2集より作成。  
 5. 従業員持株会とは10位以内の大株主たる持株会のことである。

図7 従業員持株会と規模別経営主体 製造業，建設業1376社（1990年）



この点について、バブル崩壊開始後の90年度末に焦点を合わせて、株価の騰貴が従業員持株会の持株状況にどのような影響を与えたか、検討してみよう。

表8と図7は91年2月1日現在で上場会社1376社を、会社規模を基準にして十分位階級別に分けたものである（会社規模としてはすでに1984年の場合と同様に、資本金と従業員数の積の平方根を使用した）。

84年と同様に、90年においても10位以内の株主である従業員持株会の持株比率はいずれも2～3パーセントの間に集中しており、全体の平均は84年の2.5パーセントにくらべ2.4パーセントと僅かながら低下している。

いま表8から1990年における若干の特徴を拾ってみると、次のようである。1991年3月（90年度末）における上場会社1376社のうち10位以内の大株主としての従業員持株会を設置している会社は173社で、その比率は12.5パーセントである。また、その持株会の持株比率は会社規模の10分位階級別でみても、1.8～3.2パーセントの僅かな間に集中しており、各階級とも非常に低い水準の持株比率になっている。

また、上場会社1376社中10位以内の個人大株主が直接会社の役員に成っている場合を株主経営会社とすると、10分位階級別にその比率を見ると、表8（ $C/G * 100$ 示されている）及び、図7（株主経営/会社数で示されている）から分かるように、1984年の場合と少し様子が変わっており、第3分位を谷とし、第5分位を山とする波形の分布をしている。しかし、株主経営会社の比率が一番大きいのはやはり一番小規模な第1分位階級で、約半数が株主経営会社であり、かなり個人支配の傾向が強いと考えられる。逆に第9分位、第10分位階級の会社では株主経営は少なくなっている。

また、持株比率10パーセント以上の持株会を持つ株主経営会社の比率が、平均して全上場会社に占める株主経営会社の比率とかなり接近してきている。その差は僅か2.5ポイントになっている。その点で、10位以内の大株主としての持株会を設置している会社と、そうでない会社との株主支配力という点からみた構造上の差異は、ここ6年でかなり減少してきているとも考えられよう。

以上90年（平成2年）における上場会社（建設及び製造業）における従業員

持株会の株式所有状況の特徴をまとめてみると次のようになる。

第1の特徴としては、会社規模の大小にかかわらず従業員持株会（10位以内の大株主としての）の持株比率はほぼ2～3パーセントの間にあり、84年（昭和59年）当時と殆ど変わらない。従業員1人平均持ち株株数として計算すれば建設・製造業で798株、商業・金融業・サービス業で1,324株である。

第2の特徴としては、図5と図7の比較から分かるように、84年当時の第1分位から第10分位までの上場会社の中に占める株主経営会社の比率（図では株主経営／会社数で表現）と持株会設置会社のうちの株主経営会社の比率（図では株主経営／持株で表現）は90年との関係で見れば、第4分位から第10分位までの関係として圧縮された形で示されていると解釈できよう。

#### (4) 84年と90年の比較

以下においては、84年と90年の建設業・製造業における持株会に関する諸指標を比較して、この間における変化の様を明らかにし、80年代後半における好況とわが国の従業員持株会の変動の特徴を探ってみよう。

表9-1は建設業、製造業を会社規模を基準（資本金と従業員数の積の平方根）に10分位階級に区分したものについて84年と90年の諸指標を比較したものである。

第1に、全上場会社を10階級に区分し、各階級毎に従業員持株会を設置する会社の数の比率を求めたものが、設置会社比率である。したがって、本表では設置会社比率の欄に84年と90年の比率が並列されている。そして表9-2の設置会社比率の欄は84年の比率を100とした場合の90年の比率が示してある。この比率をグラフに示したものが図8-1「設置会社比率」である。

この図から明らかなように、各階級別に何れの階級においても、84年にくらべると90年には大幅にその比率が低下し、全体を平均して54.4パーセントと約半分に低下している。このことは、この6年間に各会社の持株比率に占めるシェアが非常に低下し、84年当時10位以内の株主たる地位にあった持株会が、90年には約半数に減少しているということである。しかも、それが単なる会社

数の相対的低下ではなく、表9-1の設置会社の「計」の欄にみるように、絶対数の大幅な減少によることは、見逃せないことである。この絶対数の減少がどの程度かを示すのが、表9-2の「設置会社比率変化」の欄である。これは84年の設置会社数を基準とした90年の設置会社数の比率であり、それを図に示したものが図8-4である。10分位階級に占める持株会設置会社の比率と、設置会社の絶対数の比率、すなわち図8-1と8-4は理論的には、相似形である。ただ、階級の基礎数字がこの場合、84年は126社と125社であり、90年は138社と137社であるから、その歪みが図8-4には表現されることになる。

第2に、持株会設置会社と株主経営の関係についてみよう。表9-1の「会社株主経営比率」は、各階級の上場会社の中で、どのていどが株主経営会社であるかを示したものである。この場合、株主経営とは10位以内の大株主が会社の役員である場合、と定義することにする。

会社の株主経営は、84年から90年にかけて、増加している階級もあれば、減

表9-1 建設業、製造業における従業員持株会諸指標84年と90年の比較

分位 階級	10分位階級 会社数		設 置 会 社						株 主 経 営		設 置 会 社 比 率		会 社 株 主 経 営 比 率		設 置 会 社 株 主 経 営 比 率	
	[A]	[a]	計		株主経営		非株主主経		[E]	[e]	B/A	b/a	E/A	e/a	C/B	c/b
	84年	90年	84年	90年	84年	90年	84年	90年	84年	90年	*100 84年	*100 90年	*100 84年	*100 90年	*100 84年	*100 90年
第1	126	138	23	12	12	4	11	8	53	65	18.3	8.7	42.1	47.1	52.2	33.3
第2	126	138	33	22	18	9	15	13	57	48	26.2	15.9	45.2	34.8	54.5	40.9
第3	126	138	36	21	19	5	17	16	56	41	28.6	15.2	44.4	29.7	52.8	23.8
第4	126	138	35	21	14	9	21	12	48	44	27.8	15.2	38.1	31.9	40.0	42.9
第5	125	138	38	22	22	9	16	13	45	51	30.4	15.9	36.0	37.0	57.9	40.9
第6	125	138	28	21	8	10	20	11	35	47	22.4	15.2	28.0	34.1	28.6	47.6
第7	125	137	29	8	7	2	22	6	29	39	23.2	5.8	23.2	28.5	24.1	25.0
第8	125	137	26	18	8	6	18	12	25	29	20.8	13.1	20.0	21.2	30.8	33.3
第9	125	137	22	14	6	2	16	12	21	17	17.6	10.2	16.8	12.4	27.3	14.3
第10	125	137	18	14	4	1	14	13	9	11	14.4	10.2	7.2	8.0	22.2	7.1
計	1,254	1,376	288	173	118	57	170	116	378	392	23.0	12.6	30.1	28.5	41.0	32.9

(注) 表8に同じ

ただし、設置会社とはここでは10位以内の大株主たる従業員持株会を設置する会社のことである。



表9-2 建設業、製造業における従業員持株会諸指標  
84年=100とする90年の比較 (単位: %)

設置会社比率		会社株主経営比率		設置会社株主経営比		設置会社比率変化	
B/A *100 84年	b/a *100 90年	E/A *100 84年	e/a *100 90年	C/B *100 84年	c/b *100 90年	B/B *100 84年	b/B *100 90年
100	47.6	100	112.0	100	63.9	100	52.2
100	60.9	100	76.9	100	75.0	100	66.7
100	53.3	100	66.8	100	45.1	100	58.3
100	54.8	100	83.7	100	107.1	100	60.0
100	52.4	100	102.7	100	70.7	100	57.9
100	67.9	100	121.6	100	166.7	100	75.0
100	25.2	100	122.7	100	103.6	100	27.6
100	63.2	100	105.8	100	108.3	100	69.2
100	58.1	100	73.9	100	52.4	100	63.6
100	71.0	100	111.5	100	32.1	100	77.8
100	54.7	100	94.5	100	80.4	100	60.1

図8-1 設置会社比率

84年から90年への変化 (建設業、製造業)  
(単位: %)

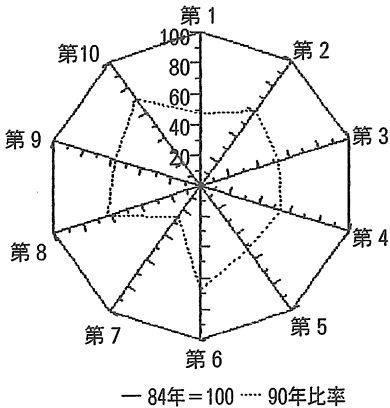


図8-2 会社株主経営比率

84年から90年への変化 (建設業、製造業)  
(単位: %)

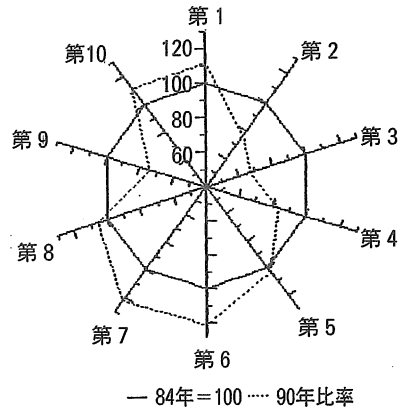


図8-3 設置会社株主経営比率  
84年から90年への変化（建設業、製造業）  
（単位：％）

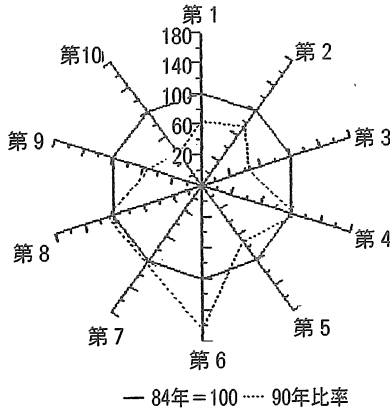
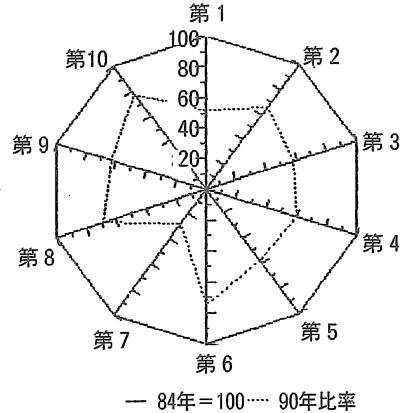


図8-1 設置会社比率変化  
84年から90年への変化（建設業、製造業）  
（単位：％）



少している階級もある。その絶対数は「株主経営」欄にあるが、全体としては378社から392社へと僅かではあるが14社増加している。ただし、この間上場会社の総数が1254社から1376社に10パーセント程度増加しているのので、「会社株主経営比率」としては30.1パーセントから28.5パーセントへとやや減少している。この比率を84年=100とする指数として表現したのが表9-2の「会社株主経営比率」の欄である。そして、それを図示したのが図8-2である。

この図では第2、第3、第4及び第9の階級では84年から90年にかけて株主経営比率が減少し、第1、第6、第7、第10の各階級で逆にかなり増加している。特に第6、第7分位階級でその伸びが著しい。

上場会社（建設業及び製造業）は、85年から90年の間に122社増加している。この増加した会社の数の内訳を見ると、次のようになっている。すなわち、この間に上場を廃止した会社が19社あり、これに対し新規に上場した会社が141社で、結果として122社増加したことになる。

ところで新規に上場された会社141社のうち、持株率からみて10位以内の大株主たる従業員持株会を設置している会社は69社であり、それ以外の会社が72社である。

新規の上場会社であるかそれとも以前からの上場会社であるか、及び設置会社であるかどうか、また株主経営であるかどうかという3つの観点から、上場会社の変化を分類してみると、次のようになる。

85年の上場会社は1254社で、90年の上場会社が1376社である。6年間に新たに上場された会社は141社である。この新規上場会社のうち、69社が10位以上の大株主たる従業員持株会を設置しており、72社はそうではない。すなわち、10位以下の株主たる従業員持株会を設置しているか、または全く持株会を設置していないかである。さて、69社の設置会社のうち10位以上の個人大株主が会社役員である株主経営は、設置会社の59.4パーセントたる41社であり、非株主経営は40.6パーセントである。

さて、新しく従業員持株会の設置会社（ここでは持株会が新しく10位以内の大株主たる持株率を所有することになるということであって、全く新しく持株会を設置するというのではない）になった会社についてみよう。

まず第1に、84年から90年の間に、各会社で10位以内の大株主となっている従業員持株会の数が、会社規模別に見た場合、どのように変化したかをみよう。

84年から90年の間に既上場の会社19社において、従業員持株会の持株比率が増加し、各会社で10位以内の株主になっている。ところが、この19社の中には資本金1000億円を超す大企業が3社、100億円を超す会社が4社、10億円以上100億円未満の会社が8社、10億円未満の会社は4社しかない。したがって、会社規模の平均は大きく、資本金が429億円となっている。しかも、特徴的なことはこの19社の中に個人大株主が会社役員になっている会社は1社もない。

これに対し、85年以降90年迄に上場会社になり、しかも新たに設置会社に成った会社は全部で69社ある。そしてこれを資本金規模で見ると、10億円未満の会社は4社、10億円から60億円迄の会社が44社、60億円から100億円迄が12社、100億円以上が9社という分布である。

表11から明らかなように、85年から90年の間に新規に上場され、設置会社として登場した会社は、(1) 資本金規模10億円から60億円の間の中規模会社が全体の64パーセントを占め、しかも(2) その規模の会社においては59パーセント以上が株主経営であるという点に特徴がある。

そこで、この設置会社69社と非設置会社72社についてその規模と株主経営について比較してみよう。(表11参照)

85年から90年にかけて、新規に上場された会社のうち、表12の「設置会社」は、上場とともにその従業員持株会が何れの会社においても、10位以上の株主となった場合である。これに対し、「非設置会社」は従業員持株会を設置していても、それが10位以上の大株主でないか、または全く持株会を設置していない場合である。

この表11から分かることは、85年から90年にかけて新規に上場された会社の場合、設置会社にしろ非設置会社にしろ、以前から上場されている会社に比べ

表11 設置会社と非設置会社の比較 (85年から90年の間における新規上場会社)

資本金規模	設 置 会 社				非 設 置 会 社			
	数	構成比率 (%)	株主経営	株主経営比率 (%)	数	構成比率 (%)	株主経営	株主経営比率 (%)
10 億 円 未 満	4	5.8	3	75.0	8	38.1	7	87.5
10 ～ 60 億 円	44	63.8	26	59.1	31	43.1	19	61.3
60 ～ 100 億 円	12	17.4	6	50.0	12	16.7	7	58.3
100 億 円 以 上	9	13.0	5	55.6	21	29.2	14	66.7
平均 67 億 円	69	100.0	40	60.0	72	100.0	47	65.3

れば、何れも個人大株主経営の比率が非常に高いということである。しかも、非設置会社のほうがややその比率が高いということである。これに対し、表9-1の「会社株主経営比率」や「設置会社株主経営比率」と本表を比較してみると、その差が明らかである。すなわち、上場会社全体としてみれば、その株主経営比率は90年で平均して28.5パーセント、また設置会社の株主経営比率32.9

パーセントとなっている。

これに対し、85年以降新規に上場された会社では、その比率は格段に高く、株主経営比率は設置会社で60.0パーセント、非設置会社で65パーセントを越えている。これはどのように理解したら良いのであろうか。これは戦後史上でも有数の長期的好況過程において、資本蓄積による資本規模の拡大が市場における競争によって要請され、オーナー経営者の独占的支配の限界と閉鎖性の清算へ追い込まれ、上場せざるを得なかったものであろう。したがって、類似する経営形態の会社が一団となって上場される現象が起こったものと考えられる。

第3に、85年から90年の間に新たに上場された会社と既の上場されていた会社との間で、従業員持株会設置の状況がどのように違うかについてみよう。

表9-1の「設置会社比率」はそれぞれ84年と90年における設置会社の比率を示したものであるが、会社規模別に見れば中規模の第3、4、5、6、7分位階級のところでその設置率が比較的大きいが、各階級別に見てもそれほど極端な差異はない。全体を平均して84年には23.0パーセント、90年に12.6パーセントである。平均比率が殆ど半減していることは、先に述べたところであるが、この比率にたいして85年から90年にかけて新規に上場された会社では設置会社の比率が48.9パーセントと非常に高くなっている。

以上84年と90年における、従業員持株会に関する諸統計からほぼ次のようなことが結論される。

第1は、80年代後半の長期的好況過程で、従業員持株会における持株数及び持株比率の、相対的及び絶対的減少が急激に進行したということである。

第2は、80年代後半に新たに上場された会社は、会社の規模としては資本金10億円から60億円未満の上場会社としては中小規模の会社が多い。

第3は、設置会社の比率が高いということ、より正確には、10位以内の大株主としての従業員持株会の比率が大変高いのが特徴である。しかし、この比率が高いことは当然10位以下の株主としての従業員持株会の設置比率も高いことを推定させる。

第4は、80年代後半に新たに上場された会社は、上場会社としては資本金10

億円から60億円未満の中小規模の企業が多く、しかも、株主経営比率が高いのが特徴である。

#### (5) 80年代後半における持株数の減少

先に見たように、80年代後半における長期的好況過程は、同時に従業員持株会の持株率及び持ち株数の急激な減少過程でもあった。本来、従業員持株制度は勤労者の立場から見る場合には、勤労者の家計における財産形成と企業利益の従業員への分配がその主たる目的であることは言うまでもない。かかる観点から、勤労者の生活設計のための制度としては、当然のことながら、勤労者のライフ・サイクルをカバー出来るように、長期的で永続性のある制度でなければならない。しかも、かかる目的を持つものとしては、それが可能な限り賃金所得で無理なく抛出出来る金額帯に収まることが必要である。かかる条件を満たすには、勤労者の株式取得資金はドル・コスト平均法が最適だといわれている。従業員持株制度の基本はあくまでも勤労者の財産形成にその第一目的があるのであって、その限りにおいて、無理をせずに永続させるためには、一定金額の積み立て抛出が最も健全である。そういう意味において持株会が採用しているドル・コスト平均法が合理的であると言われるのは当然である。(しかし、勤労所得の実質的上昇や各勤労者の家族や家計の状況に応じて、長期生活設計に一定の合理的見通しを立てるという立場から、各自の家計ポートフォリオを主体的・弾力的に設計し、それに対応して合理的に抛出額を変更し得る制度にしておく必要があろう。)

ドル・コスト平均法をとれば、株価が上昇すれば当然購入株数は減少せざるをえない。他方、「登録配分された株数が1,000単位に達したとき及び退会したいときに、その株券を引出すことができる<sup>(15)</sup>」が、特に配分された株が1,000株に達したという理由で株券を引き出し、「利食い売りすることも可能である<sup>(16)</sup>」。こうして、株価の上昇過程では従業員持株会の持ち株数は、相対的にもまた条件次第では絶対的にも、減少することになる。

80年代後半における好況の過程は、不動産価格及び株価の騰貴に象徴される

所謂バブル経済現象を呈した。この株価の大幅な上昇は上述のような条件をかなり極端な形で作り出すことになった。しかし同時に、この過程は他方における資本の蓄積過程でもあり、好況による利益を財テクに投じる会社がある反面、生産的資本の蓄積を進めた会社もまた多かった。これらの会社で相当な規模での、増資が見られる。これらの増資はそれなりに持株会の持株数に一定の影響を与えたと考えられるが、それはどの程度であったのか。その他、従業員持株会の持株数に影響を与える要因は多いであろうが、株の需要要因としての株価と供給要因としての発行株式数の変化が最も基本的であり、その他の要因はこの需要と供給の要因に結果的に集約される事になるので、この2要因と持株数の変化について、以下において考察することにする。

#### 《1》株価上昇率と従業員持株会設置会社数の関係

まず、建設業及び製造業において、各業種別に「平均会社規模」、86年から90年の間における「株価上昇率」、「資本装備率(89年)」、「労働分配率(89年)」、「従業員持株会設置会社数比率(84年対90年)」及び設置会社数比率の回帰直線を表にしたのが、表12である。そして、株価変動率と従業員持株会設置会社数比率の関係を単純に表示したのが図9である。

この図からも分かるように、業種別に見た場合、持株会設置会社数と株価上昇の間には相当な程度の関連性があることは否定できない。ちなみに、決定係数は0.52で説明力もかなり高く、推定結果より、86年から90年にかけて、株価上昇率の小さい「化学工業」や「食料品、飲料、飼料製造業」等は84年に対する90年の従業員持株会設置会社数比率が高くなっている。逆に、上昇率の大きい「その他製造業」や「繊維、衣服製造業」はその比率が小さくなっている。

#### 《2》株価上昇率と従業員1人平均持株数の増減

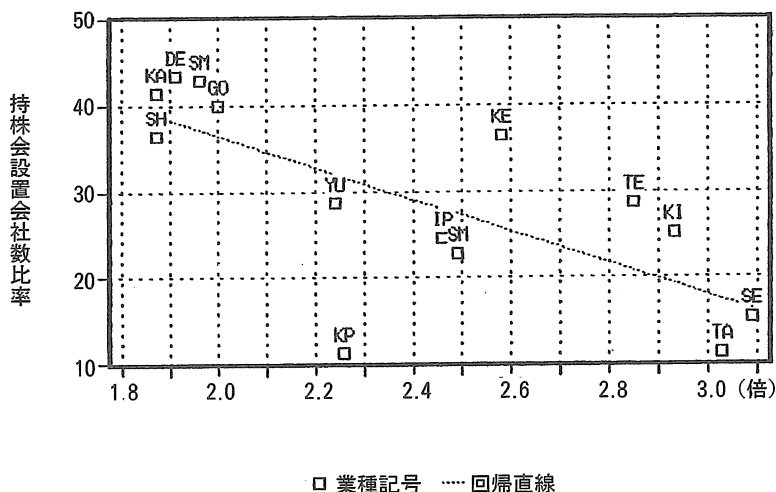
付表2は80年代後半において84年から90年にかけて、従業員持株会が継続して10位以内の大株主の地位を保っていた会社の、「株価上昇率(ただし、この場合の株価は各年の高値と安値の算術平均であり、90年の平均株価÷86年の平

表12 従業員持株会の減少と株価変化の関係  
84年と90年の比較（建設業及び製造業業種別）（単位：％）

業種 記号	業種	平均会 社規模	株 価 上 昇 率 90年/86年	資本装備 率 89年 千円/人 [A]	資本装備 率 指数 A/平均値	労 働 分配率	従業員持株 会設置会社 数 比 率 90年対84年	回 帰 直 線
KA	科学工業	3,446	1.87	15,280	114.1	43.85	41.37	38.77
SH	食料品，飲料，飼料製造業	2,782	1.87	14,235	106.3	59.51	36.36	38.77
DE	電気機械器具製造業	2,236	1.91	7,289	54.4	55.99	43.33	38.03
SM	精密機械製造業	1,361	1.96	7,772	58.0	58.41	42.85	37.11
GO	ゴム製品 製造業	1,609	2.00	8,997	67.2	54.48	40.00	36.37
YU	窯業，土石製品製造業	997	2.24	17,361	129.6	46.71	28.57	31.95
KP	パルプ，紙，紙加工製造業	2,095	2.26	31,816	237.5	44.33	11.11	31.59
IP	一般機械器具製造業	1,797	2.46	8,224	61.4	56.98	24.48	27.90
SM	輸送用機械器具製造業	3,901	2.49	9,992	74.6	57.58	22.72	27.35
KE	建設業	2,539	2.58	5,381	40.2	58.00	36.36	25.69
TE	鉄鋼業	1,265	2.85	27,683	206.7	44.66	28.57	20.72
KI	金属製品製造業	920	2.93	9,869	73.7	51.22	25.00	19.25
TA	その他製造業	1,264	3.03	11,564	86.3	49.79	11.11	17.41
SE	繊維，衣服製造業	4,022	3.09	12,075	90.1	50.95	15.38	16.30
	平均値	2,159.6	2.40	13,396	100.0	52.32	29.09	29.09

- (注) 1. 84年以来90年まで10位以内の大株主としての持株会を設置している会社89社の業種別分類である。  
2. 会社規模は資本金\*従業員数の平方根である。  
3. 図13の記号は，本表の業種記号による。

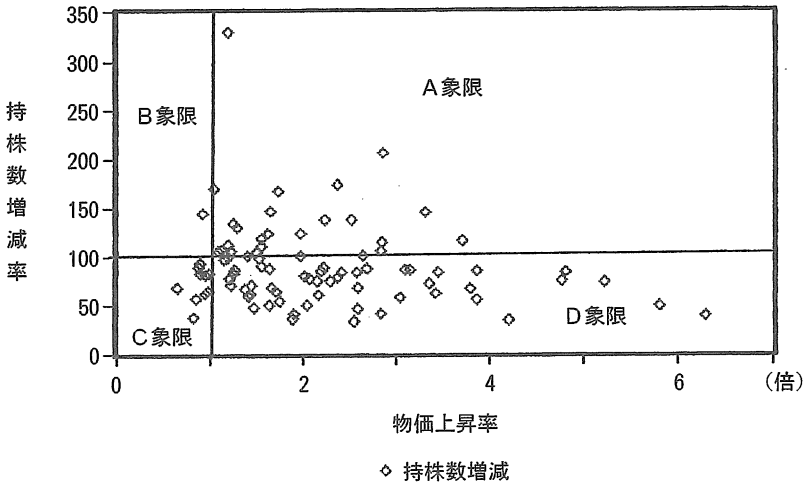
図9 持株会設置会社数と株価変動の関係  
84年と90年の比較（単位：％）



(注) 但し，図9，10の株価上昇率は何れも86～90年間の上昇率である。



図10 株価と一人当たり持株数の関係  
84年と90年の間の変化 (単位：%)



均株価×100として求めてある)」と「84～90年持株数増減率（90年の各会社の従業員1人当たり平均持株数÷84年の各会社の従業員1人当たり平均持株数×100）」の関係を一覧表にしたものである。この付表2の株価上昇率と各会社の持株数増減率の関係を見るためにこれを図示したのが、図10である。

図10においては、A象限は80年代後半に株価が上昇し、従業員持株会の従業員平均1人当たり持株数が増加した会社であり、26社である。B象限に属する会社は株価が下がりながら、持株数は増加した会社であり、わずかに1社である。また、C象限に属する会社は株価が下がり、同時に持株数も減少した会社であり、11社である。これに対し、D象限の範囲内にある会社は、株価が上昇し、従業員平均1人当たり持株数が減少した会社である。この会社に属するものが、最も多く50社である。これをまとめると表13のようになる。

図10や表13から、象限別の特徴を比較してみると、次のようになる。

D象限は最も所属する会社数が多いが、約6割であり、この象限に所属する

会社の性格が、ある程度全体の傾向を示すものと考えてもいいであろう。もちろん、D象限と対照的にA象限では株価が上昇しながら、持株数も増加しており、株価と持株数の関係としてはD象限の傾向の一般化とは馴染まないが、ただし、株価上昇の影響は4倍を限度に表れているとみられることは、注目しなければならない。すなわち、A象限に属する会社は株価上昇率が4倍を越えると存在していない。これは、この象限に属する会社では、株価上昇率に対抗して、持株会の持株数を増加させる要因が働いたと見られるが、その要因も4倍を越える株価上昇には対抗し得なかったとも見られるからである。

各会社はそれぞれ独特の個性があるので、一概には言えないが、すでにみた建設業と製造業の業種別の株価と従業員持株会の関係とを併せ考えてみると、

表13 株価上昇率と従業員1人当り持株数の関係

図 14 の 象 限	所 属 会 社 数	構 成 比 率 (%)
A	26	29.5
B	1	1.1
C	11	12.5
D	50	56.8
計	88	100.0

株価上昇が従業員持株会の持株数減少の非常に有力な原因であることが推察される。

それは、関係の論者も言っているように、株価の急激な上昇が利食い売りを誘発したことによるものであろう。したがって、経済の拡大に伴う従業員数の増加と、設備投資の増加に伴う増資の盛況にもかかわらず、従業員持株会の相対的及び絶対的な持株数や持株率の減少を招いたものであろう。もちろんその背景には、わが国の従業員持株制度がおよそ勤労者の資産形成制度としては全く体をなしていないことがある。そのため、株が本来持っている投機的性格が表面化してしまったものと考えられる。

### 《3》株式の発行と従業員持株会の持株数変化の関係

つぎに、各会社の株式供給と従業員持株会の持株数の変動の関係について見ることにしよう。この場合株式の供給とは、資金調達のための株式発行による発行済み株式総数の増加の場合とする。

いま、建設業及び製造業における上場会社のうち、84年から90年の間に、その設置する従業員持株会が10位以内の大株主の地位を維持してきている会社について、この間の発行済み株式総数の増加率が 当該期間の各従業員持株会の持株総数増加率と関係があるのか、もしあるとすればどの程度の関係があるのかをみてみよう。

いま、発行済株式総数増加率（90年の発行済み株式総数÷84年の発行済み株式総数×100とする。）＝Xとし、持株総数変動率（90年の従業員持株会持株数÷84年の持株会持株数×100とする。）＝Yとする。

この両者の関係を、グラフに示すと図11のようになる。このグラフでは、発行済株式総数増減率と従業員持株会の持株総数増減率の間には、一見したところ、明瞭な関係は見取れないが、大体の傾向としては発行済株式総数の増加率が大きいほど持株総数の増加率も大きいことは見て取れる。しかし、決定係数は0.2弱で小さく、84年から90年にかけて、株式発行が多ければ多いほど、従業員持株会の持株総数の増加率も目立って大きいという程の関係にはない。

### 《4》経営状態と従業員持株会の持株数の関係

ここでは、各会社の経営財務上の内容変化が従業員持株会の持株総数と関係があるかどうかについて、検討してみることにしよう。

経営財務状態として、次の指標を利用することにする。「株主資本」と「資本金」の関係は、よく言われるように、株主資本が資本金より小さい場合は、その会社は必ず累積赤字を抱えているといわれる。そして累積赤字が巨額にのぼり、株主資本がマイナスになるケースがあるが、これが債務超過の状態である。したがって、かかる観点から、1984年に10位以内の大株主としての従業員

持株会を持っていた287社について、これを2つ分けて、次の点を調べることにした。すなわち、287社のうち90年には非設置会社（従業員持株会が持株率が減って、10位以下になったケース）になった会社群と、いま一つは90年にも設置会社（従業員持株会が10位以上の大株主であり続けたケース）であり続けた会社群に分けてみよう。

前者を非設置会社群（199社）、後者を設置会社群（88社）とする。これらの会社の経営財務状況と従業員持株会持株総数を示す指標をまとめたのが、表14である。

表14はこれらの設置会社群と非設置会社群の経営財務状況と従業員持株会の持株状況を、個別会社ごとの数字を集計し、1984年と90年の両年について比較したものである。

表14 従業員持株会持株数と設置会社の経営財務状況

年	項目	設置会社群	非設置会社群
84年	株主資本 [A]	23,058 (百万円)	18,024 (百万円)
	資本金 [B]	4,060 (百万円)	4,834 (百万円)
	経営財務指数[C]=(A-B)÷B	3.693	3.113
	持株会持株数 [H]	2,330 (千株)	2,204 (千株)
	Cの全会社平均を1とする比率[K]	$3.693 \div 3.291 = 1.122$	$3.113 \div 3.080 = 1.011$
90年	株主資本 [D]	40,482 (百万円)	35,102 (百万円)
	資本金 [E]	8,306 (百万円)	10,208 (百万円)
	経営財務指数[F]=(D-E)÷E	3.491	2.899
	持株会持株数 [I]	1,925 (千株)	1,151 (千株)
	Fの全会社平均を1とする比率[J]	$3.491 \div 3.291 = 1.061$	$2.899 \div 3.080 = 0.941$
経営財務状況指数 [X] = (J-K) × 100		- 6.1 (%)	- 7.0 (%)
持株数増減率 [Y] = (I-H) ÷ H × 100		-17.4 (%)	-47.8 (%)

(注) 会社別平均とは非設置会社199社と設置会社88社全会社の平均のことである。

経営財務状況の指標としては(株主資本－資本金)÷資本金をもちい、これを84年と90年について比較した。

いま、株主資本はバランスシートの資本合計部分であるから、資本金、法定

図11 発行済株式総数と持株会持株総数  
84年と90年の比較

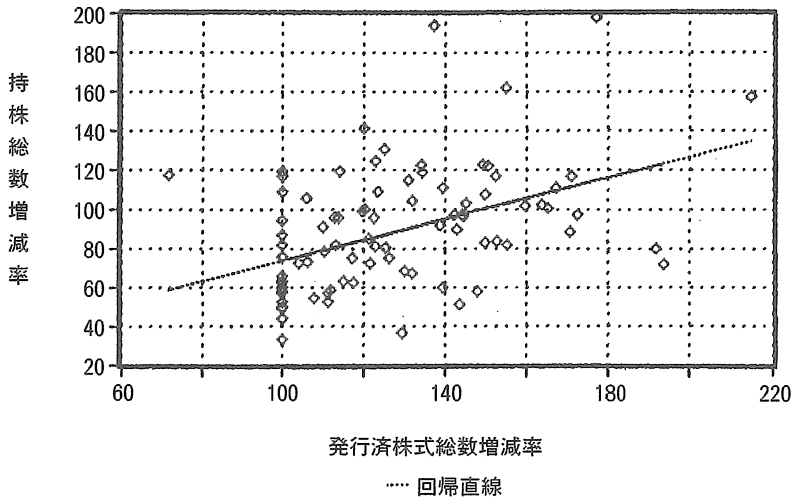


図12-1 経営財務と持株数の関係  
84年と90年の比較（設置会社）

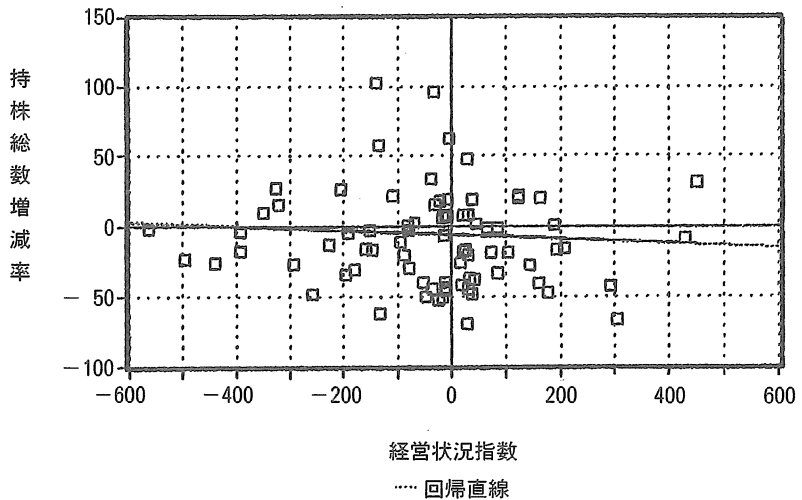


図12-2 経営財務と持株数の関係  
84年設置会社90年非設置会社の場合

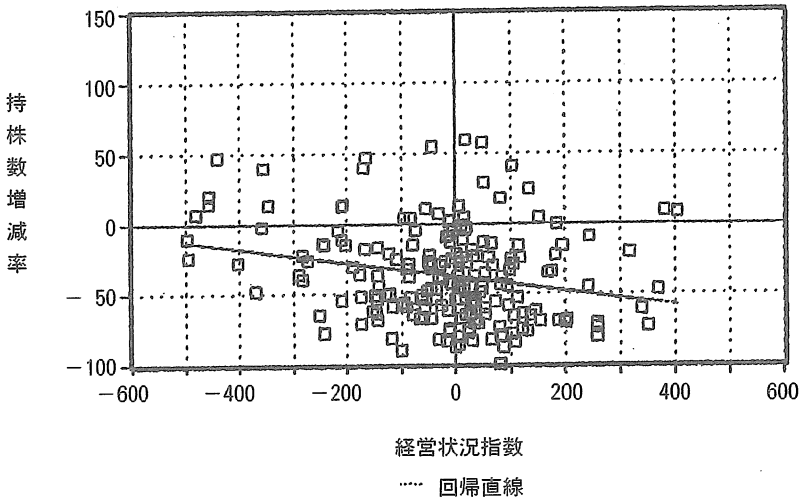
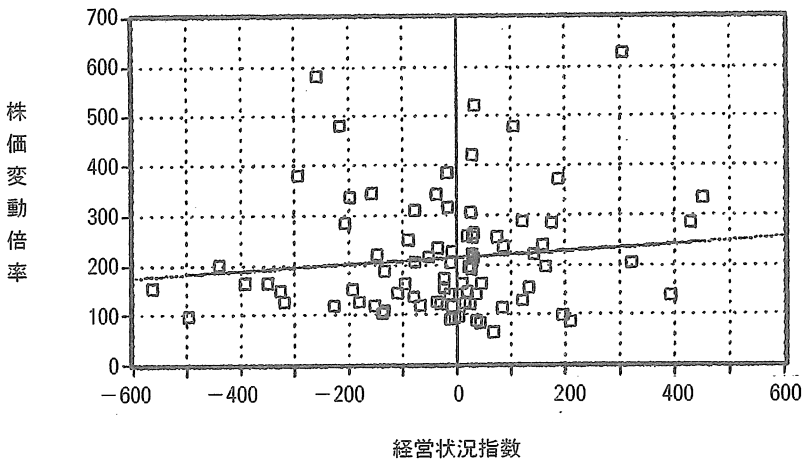


図12-3 経営財務と株価変動  
84年と90年の比較



準備金（利益準備金と資本準備金）、任意積立金や当期末処分利益等の剰余金が含まれている。したがって、株主資本は3つの性格の異なる部分を含むことになる。第1は、株主に帰属する資本金である。第2は、利益準備金と任意積立金で、本来の業務で稼得した期間利益の蓄積分としての社内留保である。第3は、資本準備金である。とりわけ、社内留保の厚さは経営財務の健全性を端的に表現すると考えられるので、これを経営財務の指標とし、これと従業員持株会の持株数の変化の関係を探ってみようということである。

図12-1及び図12-2はそのために作成されたものである。

表14から見ると、設置会社と非設置会社の間には平均してみると、経営財務上のかかなりの相違が認められる。

第1は、株主資本と資本金の差額にかなり大きい相違があるということである。しかもその相違は、84年から90年にかけて、継続しているということである。これを、具体的に数値で示しているのが経営財務指数 [C] と同じく [F] である。これを設置会社と非設置会社について比較してみると、設置会社の場合、84年の3.693から90年の3.491となっている。これに対し、非設置会社の場合は3.113から2.899となっている。この経営財務指数の変化を見るために、84年における全設置会社の経営財務指数の平均を基準とする各会社の比率を84年を [K]、90年を [J] で示せば、設置会社の84年及び90年の間における変化は経営財務状況指数 [X] で示される。その変化の平均値は設置会社で6.1パーセントの悪化であり、非設置会社で7.0パーセントの悪化である。何れにしても、84年から90年の間に、経営財務の状況は悪化しているが、非設置会社のほうがその程度が若干激しいといえる。

第2は、同じく84年から90年の間に、従業員持株会の持株数が相当数減少しているが、その数は設置会社と非設置会社では非常に大きい差がある。

設置会社の平均減少率は17.4パーセントであるが、非設置会社では47.8パーセントで、ほぼ半減している。

このように、設置会社と非設置会社に2分して考えると、経営財務状況の悪化は従業員持株会の持株数と関連性があるのではないかということも考えられ

る。

したがって、この関係をいまい少し立ち入って検討するために、われわれの言う設置会社と非設置会社の個々の会社が、経営財務状況指数〔X〕従業員持株会持株数〔Y〕との関連で、どのように分布しているかについて見よう。まず設置会社の分布状況を示しているのが図12-1である。この図を見れば分かるように、横軸が-50、縦軸0付近の点を中心にほぼ楕円状の分布をしている。これは差当って経営財務状況指数と持株数に直接の関連性が無いことを示しているようである。因みに、この分布の回帰直線を求めてみると、指数〔X〕の係数は0.0074で、決定係数も0.001ということで、経営財務状況と持株数増減率の間には殆ど関係が無いと見て良いであろう。

次に非設置会社についてその分布状況は図12-2に示されている。こちらの場合、横軸-25、縦軸-25付近の点を中心にしてこれもほぼ横長の楕円状に分布している。ただ、設置会社の場合と若干異なる点は、この楕円状の分布がやや時計まわり方向に傾斜しているという点である。因みに、この分布の回帰直線を求めてみると、経営財務状況指数に関する係数は-0.05で、決定係数は0.06ということで、この場合は経営財務状況と持株会持株数の間に、一定の関連性があることを推測させるし、またその説明力のある程度認めることは出来る。

#### (6) 80年代後半における商業の場合

これまで製造業及び建設業等の物的生産に直接かかわる会社について見てきたが、次に商業とくに物的商品の流通業関係の会社について見ておきたい。

図13, 14, 15で取り上げられているのは、84年の上場会社中の設置会社(10位以内の大株主たる従業員持株会を設置していた会社)であり、その会社数は50社になる。業種としては商社、百貨店、量販店である。

いまこの50社を、84年と90年で次の諸指標間で、その相互関連性について探るため作成したものが上記の各図である。

第1の比較指標は株価変動率と持株会持株数増減率である。この場合株価変動率は84年の株価(その年の高値と安値の平均)に対する90年の株価の比率で



ある。また、持株会持株数増減率は84年の持株数と90年のその比率である。この両比率にどんな数量関係があるかを探ったものであるが、回帰分析の結果をみると、 $R$ 二乗の値が0.094で、 $X$ の係数が $-0.163$ ということであるから、株価変動率と持株会持株数増減率の間には、あまり密接な量的関係はなく、回帰直線の説明力も小さい。しかし、ごく大雑把に見れば、株価変動率が大きいほど設置持株会の持株数の増加率が減少する傾向は認められる。

第2の比較指標は会社の発行済株式総数増減率と持株数増減率の関係であるが、これを示したのが、図14である。この図のグラフ上のAの領域とBの領域で囲まれた部分の会社では、発行済み株式総数の増減率と持株数増減率の量的関係に明らかに性質の違いが見て取れる。A領域の会社においては発行済株式総数の増加率が100パーセントまでであるが、これらの会社の場合、発行済株式総数増減率と持株数増減率の間はかなり密接な関連性がみられる。ちなみに、A領域の会社のみに関して両者間の数量的関係をみると、発行済株式総数増減率( $X$ )の係数は1.059で、決定係数は0.443であり、相当な相関関係があること

図13 株価変動と持株会持株数増減率  
84年と90年の比較（商業）

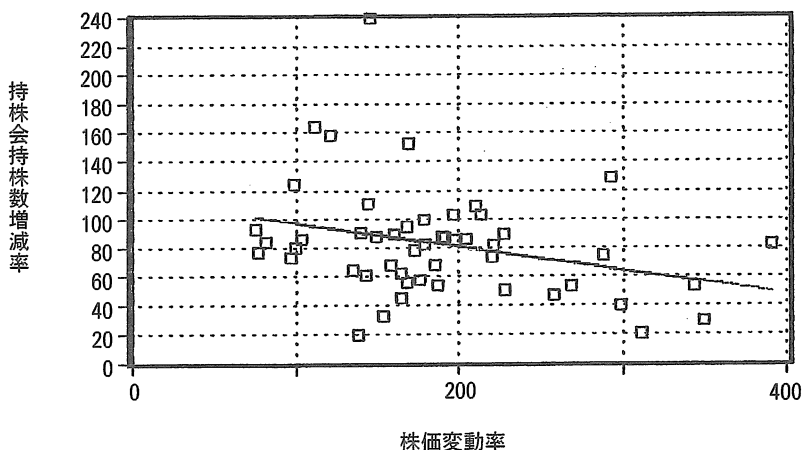


図14 発行済株式総数と持株会持株数増減率  
1984年と90年の比較（商業）

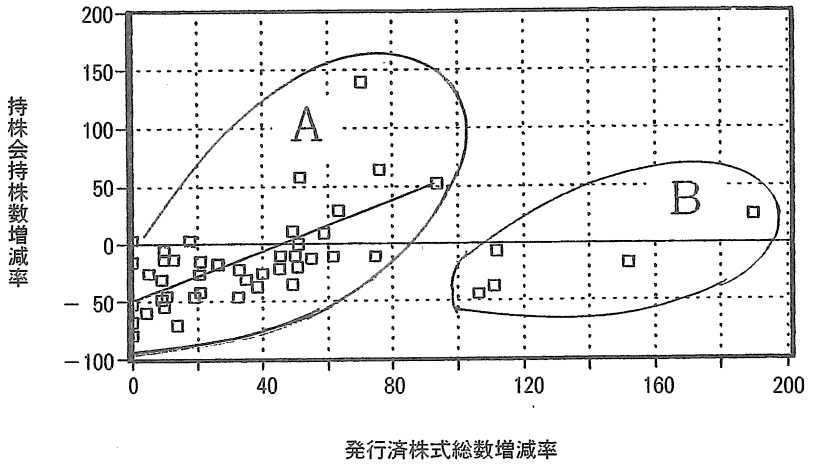
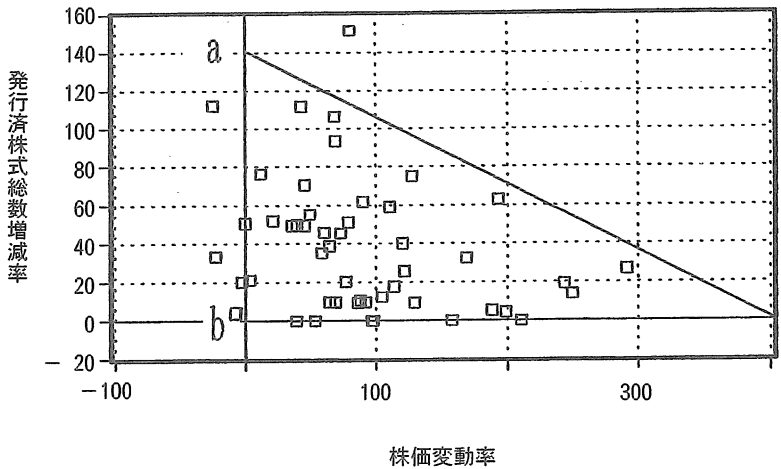


図15 株価変動と発行済株式総数変化  
1984年と90年の比較（商業）



を伺わせる。

また、発行済株式総数の増加率が50パーセント未満時は持株数は減少している点に、特色がある。したがって、発行済株式総数の増加率が50パーセントから100パーセントの間は、発行済株式の増加に応じて、非常に順調に持株会の持株数も増加していることが分かる。

ところが、B領域では発行済株式総数の増加が100パーセントを越えており、増資の速度が非常に早かったということである。関係5社のうち持株会の持株数が増加しているのは1社のみで、他は逆に減少している。しかもこの5社は1社が百貨店で、他の4社が何れも急速に業績を伸ばして来ている量販店であるという特性がある。しかも、この5社を全体としてみれば、発行済株式総数と持株会持株数増減率の間には、サンプルが少ないのではっきりしないが、ある程度の正の相関関係があるように見える。

とすれば、図14の発行済株式総数と持株会持株総数のそれぞれの増減率には、正の相関があり、発行済株式総数の増加が従業員持株会に自社株買入の機会を十分提供することによって、持株会の持株総数を増加させる要因になっていると考えられる。ただ、この場合は持株総数の増加を支配する要因が、直接的には株価やまた株価に反映して、結局は持株数に影響を与える要因が重複するために、要因の作用の仕方によって、A領域やB領域のように、一つのグラフに性格の異なる群が並列することになるのであろう。

第3の比較指標は発行済株式総数と株価変動の関係を見ようとするものである。図13と図14では、それぞれ株価変動がまた発行済株式総数が持株会持株数増減の要因として作用しているのではないかという観点から、検討したが、図15は株価変動と発行済株式総数の関係を見ようということである。

図15においては、X軸に株価変動率を縦軸に発行済株式総数増減率を取っている。ところで、三角形abcの中に90パーセントの会社が含まれている。したがって、株価変動と発行済株式総数の関係は、ほぼこの三角形に含まれる会社の全体的傾向として、把握できよう。すなわち株価変動と発行済株式総数の関係は斜線acによって、決定されている。そして三角形abcの範囲内であ

れば、その分布はかなり平均的に分散している。ということは、次のように解釈されよう。すなわち、株価上昇は株式発行数量と一応正の関係があるが、株価変動以外に斜線 a c のように、株式発行数量に厳しい制限を加える他の要因が存在するということであろう。そしてその要因が何であるかは、推定することは以上の材料だけでは不可能である。

#### (7) その他要因と従業員持株会持株数の関係について

なお、業種別に特徴を示す生産の基礎的条件が、持株会設置会社比率の変動と関連性があるか否かを見るために、資本装備率と労働分配率について、その相関関係を調べてみたが、何れも相関関係は殆ど認められなかった。その理由は、これらの諸要因は株価変動の部分的要因として、すでに株価の中に折り込まれており、独立しては持株会設置会社数の比率変化に影響を与えるほどの効果を株価に与えていないものとみられる。

### § IV 従業員持株会持株数の減少とその原因について

これまで見てきた従業員持株会の持株数の変化をまとめてみると次のようになる。

#### (1) 株価上昇率と持株数の関係

##### 《1》株価上昇率と設置会社数の関係

設置会社数は直接に持株数を示すものではないが、ここでは設置会社を10位以内の大株主としているので、業種別会社集団が84年と90年でそれぞれ何パーセントの設置会社があるかを見れば、その比率の動きで、株価上昇率と持株会持株数の大体の傾向を推察することができるであろう。

この場合の結果は図9で示されたが、株価上昇率の小さい業種（株価上昇倍率が1.8～2.0倍程度）では、設置会社比率が40パーセント前後であるが、株価

上昇率が高い（上昇倍率が3倍程度）会社では、設置会社比率が10パーセント台にまで低下している。

## 《2》 株価上昇率と従業員1人平均持株数の増減関係

この関係を直接取り扱ったのが図10であった。この場合は、株価が84年から90年の間に、その上昇倍率が4倍以内の場合、かなりの数の会社で持株会の持株数が増加するケースも見られるが、上昇倍率が4倍を越えると、全会社で持株数が減少している。

《3》 株価上昇率と持株数の上述のような傾向は、商業の場合も、建設業・製造業と同様の関係が見られる。それは図13に示した通りである。

## (2) 株価上昇率と発行済株式総数及び持株数の関係

### 《4》 持株会持株数と発行済株式総数及び経営財務状況の関係

会社が増資によって発行済株式総数を増加させた場合、持株会で資産形成のために、株価上昇にもかかわらず、買い増しを行なっている向きも見られる。その結果は図11に示されている。この図は建設業及び製造業であるが、これで見ると、発行済株式総数と持株数の増減率にはっきりした関係を認めることはできないが、大体の傾向としてはある程度の正の関係を見ることはできよう。

この傾向は図14の商業の場合には建設業や製造業よりもややはっきりした関係が認められる。ただ、商業の場合すでに見たように、会社集団が性質の異なる2つの集団に別れているが、これは発行済株式総数と持株会の持株数の関係は、会社の企業成果や経営財務の状況等多くの要因に媒介されて、関連が形成されていることを推察させる。

### 《5》 株価上昇率と発行済株式総数の関係

株価上昇率は図15に見るように、発行済株式総数の増加率に一定の枠をはめ

る。それは、株式購入のために資本市場に投入される資金量が限定される場合、株価の上昇によって、購入株式数が限定されるということではない。

しかし、同時に経済成長過程における現実資本の成長に対応して、株式資本の成長が必要とされるはずであるが、現実には経営財務上の政策により、株式発行が調整され、株価維持の方策が講ぜられる。

#### 《6》経営財務状況と持株数の関係

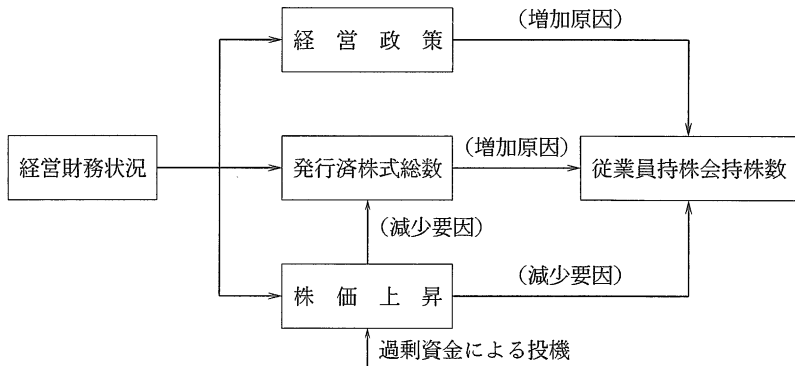
経営財務状況と持株数の関係は、図12-1と図12-2で見たように、非常に微妙な関係にある。すなわち、図12-1においては、84年に設置会社であり、90年にも設置会社であり続けた会社の、経営財務状況と持株数の関係を比較したものである。この場合には両者の間には、一定の相関関係は殆ど認められないということであった。これに対し、図12-2は84年には設置会社であったが、90年には非設置会社になった会社の場合である。この場合、明らかに経営財務状況と持株数の間に、ある程度の相関関係を認めることが出来るということであった。すなわち、この場合には経営財務状況が良いほど持株会持株数の減少も大きい傾向が認められる。

では、84年と90年に続けて設置会社でありつづけた会社と、84年に設置会社でありながら90年には非設置会社になった会社の場合に、なぜこのような相違が出てきたのであろうか。その相違を解明することは、個別会社の経営政策の詳細を検討することなしには不可能である。ただ、従業員持株会を勤労者福祉の観点から積極的に育成し、企業利益をその構成員である勤労者に均霑することを、重要な経営政策にしている会社の場合、経営財務上の変動に従属して、持株比率は変動しないであろう。換言すれば、経営政策的に従業員持株会の相対的独立性が、経営姿勢に守られていることを表しているのかもしれない。

これに対し、84年に設置会社であったのが、90年に設置会社でなくなった会社の場合、従業員持株会の持株が経営財務政策に利用されている側面が強いために、持株数と経営財務状況指数に関連性が出てくると解釈出来よう。

## (3) 経営状況、株価上昇、発行済株式総数及び持株数の関係

図16 従業員持株会持株数増減諸要因の関連



会社の経営状況や株価上昇，発行済株式総数及び従業員持株会の持株総数の間における数量的関係は§Ⅲにおいて検討した通りである。しかし，これまで見た関係は，これを原因と結果の関連としては捉えていない。ただ単に数量的関係として見ているにすぎない。しかし，ここで取り上げている諸要因は，原因と結果として関連していることが，推察される関係がかなり明瞭なものもある。これを図式化してみると図16のようになる。

さて，1980年代後半は長期の好況と，銀行信用の膨張による過剰な資金の供給により，いわゆるバブル経済現象を呈したが，図16により，このような状況が従業員持株会の持株数の相対的及び絶対的減少をきたし，わが国従業員持株制度を実質的な崩壊状態に追い込んでいる。

このような状態になったメカニズムを概略的に示せば，図16のようになるであろう。まず，長期的好況は企業の経営財務状況の好転と資本増加となって表れる。資本増加は具体的には資本金の増加，発行済株式総数の増加となって表れる。ところで，会社の株式資本の増発は図11で見たように，全体としては従業員持株会の持株総数を増加させる傾向が強い。したがって，長期的な好況過程で一般的に会社の経営財務状況が好転すると，それが発行済株式総数を媒介として，従業員持株会持株数の増加要因として機能すると考えられる。

ところがこれに対し、株式の流通市場における過剰資金の集中は投機による株価水準の高騰を招き、とりわけ経営財務状況の良好な会社の株価は急騰することになる。こうした株価の騰貴は、少額の積み立てとせいぜいその5～10パーセント程度の奨励金で購入される持株会の株式にとっては、その影響が大きい。他方、その経営状況にもかかわらず高度の政策的判断から勤労者福祉としての従業員持株制度を維持しようとする、一部経営者の政策的努力にもかかわらず、減少要因の方が強く作用し、結局持株数が劇的に減少したのが、1980年代後半の特徴である。

いま、従業員持株会持株数 …………… M  
 株価水準 …………… P  
 発行済株式総数 …………… K

とすると、われわれが § III で検討した結果から、(1)、(2) 式が可能である。

$$M = f(P) \quad \dots\dots\dots (1)$$

$$M = g(K) \quad \dots\dots\dots (2)$$

また、同じく § III から、(3)、(4) が成立する。

$$dM/dP = f'(P) < 0 \quad \dots\dots\dots (3)$$

$$dM/dK = g'(K) > 0 \quad \dots\dots\dots (4)$$

したがって、

$$dK/dP = f'(P) / g'(K) < 0 \quad \dots\dots\dots (5)$$

(5) 式から、株価が上昇すれば発行済株式総数は減少する関係にあることがわかる。

したがって、図16における持株会持株数の増加要因である発行済株式総数は株価の投機的上昇に会うと、その増加要因としての機能を減殺されることになる。こうして、過剰資金による株価上昇がいかに従業員持株会の成長発展を阻害する要因として機能するかが、80年代後半のいわゆるバブル経済における諸要因の検討で明らかになった。



## む す び

以上、バブル経済の下におけるわが国従業員持株制度の検討を通じて明らかになったことは、80年代後半におけるその持株率及び持株数の急速な減少である。

もちろん、この減少という事態をただちにわが国の従業員持株制度の崩壊と見るか否かはについては、議論の別れるところかもしれない。すなわち、一つには持株率や持株数の減少は単なる株価上昇による一時的変化で、株式市場が一定の水準で安定すれば、再び80年代前半の水準を回復するであろうと考えることも出来る。しかし、これに対し、今回の持株数のひどい減少は、持株制度を中長期的観点からする勤労者自身の自助的な財産形成ないし退職資金形成という観点から捉えるとき、勤労者階級の信頼感を喪失し、制度自体が存在意義をなくする危険性が大きいと考えることも出来る。

たしかに80年代後半の株式ブームが激しく、持株の量的減少は止む得ないことであったかもしれないが、しかし、せめて制度的基盤が欧米並みに確立していれば、これほどの凋落は無かったのではなからうか。

問題はわが国の制度が、高齢化に備えての自助的努力を支援する制度としては、全く限界的役割しか果たすことの出来ないような構造でしかないということである。

従来わが国では、この制度をいわば嫡出子として認知しないままに、一定の限界的役割にある程度期待しつつ、放置して来た感がある。ところがバブル経済の熱狂の中で、瀕死の状態に追い込まれたこの制度が、一転してのバブル崩壊後、資本市場・証券市場の極度の不振の中で、皮肉なことに、今や各界からその役割を期待すらされるようになってきている。ちなみに、平成4年8月末に発表された政府の総合経済対策においては、すでに§Ⅱでも一部ふれたように、証券市場の活性化のために、「個人投資家の長期的で安定的な株式投資の促進」のために、「従業員持株制度の一層の促進を図るため、制度運用を弾力化する<sup>(17)</sup>」ことがうたわれている。

この制度の弾力化ということが、どのようなことを意味するのか明らかでないが、報道されるところによれば、①持株会への入会や拠出金の変更の回数を年二回以上に増やす②持株会が親会社の株式を買う場合に店頭登録株式でも買えるようにする③会社からの補助金を増額する…ということを検討するというこである。そして大蔵省は日本証券業協会などと細部を詰めたうえで、平成4年内にガイドラインを作成し、企業に実施を要請する方針という<sup>(18)</sup>。しかし、伝えられるこれらの弾力化では、勤労者の喪失された信頼を回復することは出来ないであろう。

他方これを契機にして、従業員持株制度を証券市場の不況救済手段、さらに一歩進んで資本所有の民主化、個人株主育成策の一貫として位置付けるべきだ、という見解も各界から出始めている。

機関投資家の立場から、株式市場の活性化の条件に関して、関係業界の一論者は「従業員持株制度は、従業員の長期的な財産形成という観点から福利厚生の実の有力な手段であると同時に、企業業績の向上企業の成長が株価や配当を通じて直接的に従業員に還元されることから、従業員の士気を高める手段でもある。経営面から見ても、企業経営の安定性確保の観点から『持ち合い』に代わる有力な安定株主としての役割は、今後も増大するものと思われる。」と述べ、さらに、具体的な提案として「米国と同様に、その拠出金は主として企業が負担すべきこと。そのためには年金に準じた法律上、税制上の措置が望ましいことを提案している。そして、企業の拠出金については大幅な損金算入を認める等の税制措置を取り、従業員が退職後等に持株を処分する時点で売却代金に課税することも考えられる<sup>(19)</sup>。」(傍点は筆者)としている。もちろん、企業の拠出金や損金算入、売却代金への課税等の諸点については、さまざまな観点から多くのヴァリエーションがあり得るし、国民経済の現状に即して、現実的に判断されなければならない。

高齢化社会を迎えるにあたって、勤労者福祉の立場から見ても、退職後の生活は可能なかぎり自主的努力で解決することが望ましい。より多くの人々が、健康状態が許す限り、自主的努力に依存することが、他方国家からのより手厚

い支援を必要とする人々への、より多くの分配を可能にする。

従業員持株制度は従来の家計貯蓄の分野における、単なる株式への投資とは全く異なる意義と機能を持った長期的貯蓄手段として位置付けられる性格のものである。換言すれば従業員持株制度における株式所有は、家計ポートフォリオの中において、独自の合理的な位置付けを与えられなければならない。それは、勤労者家計のポートフォリオの中における従業員持株制に基づく株式所有に、不当に高い位置付けを与えてはならないということと共に、逆にこれを無視することは、賢明な家計貯蓄の設計にとって得策ではない、ということの意味している。

家計の貯蓄は基本的にはよく言われるように、第一に安全確実な預貯金、第二に積極的に増やすための有価証券及び第三にその使用価値を利用しつつも、万一の場合に備えて所有することが求められる不動産というように、その三分法が望ましい。ただこの場合、三者の構成をどのような比率にしたら良いのか、またそれぞれの財産の内部構成をどのように組み立てるかは、それぞれの家計の実態に応じて決定されなければならない。

ただ一つ、一般的に言えることは、家計はそれによって家族構成員が生活し、生存するための最後の拠り所であり、社会経済的には、労働力再生産の唯一つの場である。それゆえ、それを安定的に支持しなければならない家計貯蓄の構成は、安全性を第一に設計されなければならないことは、家計に関するポートフォリオ理論の教えるところである。とくに、所得を主として労働賃金に依存する勤労者の家計においては、家計貯蓄の構成は安全確実な預貯金にその主体を置きつつ、さらにその家計に適する投資的貯蓄を設計しなければならない。

ところで、すでに論じたように、この投資的貯蓄における株式所有にたいし、同じく株式を所有するという形を取りながらも、その所有に職場における経済民主主義の実現や財産形成、退職資金の蓄積等の機能を付与し、それを国家が強力に支援することによって、勤労者にその自助努力の基盤を広く提供しようというのが、勤労者持株制度の本来の意義である。

そして、今なぜ勤労者持株制度かというその根拠は①高齢化社会における公

的年金制度を補完するものとしての自助努力の不可欠性②個人における貯蓄手段の選択自由度の拡大③わが国の個人金融資産の蓄積水準が低いこと④短期的には変動が激しくても、退職後資産の形成手段として、長期的に見れば、インフレ・ヘッジノ機能の観点は無効である。⑤マクロ経済的には、勤労者の資本所有の進展は、第一次的な所得の分配過程で、国民所得の勤労者分配分を増加させ、その限りにおいて所得分配の平準化の効果を持つであろう、ということである。

すでに述べたように、アメリカのE S O P (Employee Stock Ownership Plan) やイギリスのE S O P (Employee Share Ownership Plan) は、いずれも財政関係法令や会社法、福祉関係の法律によって、その位置付けが明確にされている。アメリカの場合は、E S O P 設定条件はE R I S A (The Employee Retirement Income Security Act) とthe Code (the Internal Revenue Code) によって規定されている。これらは何れも会社と勤労者の双方に税額控除や免税の優遇措置を行なっている。<sup>(20)</sup>

またイギリスの場合は、A D S T (Approved Deferred Share Trusts) が1978年の財政法に基づいて導入され80年にはS A Y E (Save-As-You-Earn) が、さらに84年にはE S O (executives share option plans) が財政法に基づいて導入されている。

これに対し、すでに見たごとく (§ III 参照) わが国の従業員持株制度は、法的整備を欠き、とりわけ税制上の位置付けを持たない点は、基本的には勤労者福祉制度としての資格を欠くものといえよう。

もちろん欧米で従業員持株制度が財政上の法的根拠を持っているのにたいし、わが国でそのような位置付けを持たないことが、それ自体必ずしもわが国がこれらの面で欧米諸国に立ち後れているとか、いないとかの問題ではない。むしろその点では、わが国の勤労者財産形成制度は勤労者福祉の点では、それなりに十分な意義を持っている。わが国の勤労者財産形成制度が、「預貯金等」の「有価証券」の範囲に、株式そのものを含まないのは国家の政策としては、一つの見識である。

しかし、アメリカやイギリスが、むしろわが国とは逆に勤労者持株制に福祉政策の比重をかける事によって、自由市場経済の基本的な秩序に、個人主義的民主主義の原点への回帰を試みている点は積極的に評価されなければならない。

経済民主主義の実現と国民所得の分配における階級の利害関係の克服、健全な個人生活と両立する勤労倫理の確立等は、法人企業の凭れ合いの構造をそのままにしておいては、克服は不可能である。

もし、勤労者持株制度の発展にその展望を拓く可能性があるとするれば、高齢化社会へ対応できるように、現在の従業員持株制度の根本的な改革とその定着・発展をはかるべきである。

(以上)

#### [引用文献]

- (1) 野村証券株式会社編著『持株制度の運営実務』 商事法務研究会 1～2頁
- (2) 有沢広巳監修『昭和経済史』 日本経済新聞社315～316頁
- (3) 野村証券株式会社編『持株制度運営の実務』 商事法務研究会 37頁
- (4) Joseph R. Blasi; *The New Owner*, HarperBusiness, 1990, p.8.
- (5) 新谷 勝著『従業員持株制度』中央経済社 平成2年 11頁
- (6) 前掲書 12頁
- (7) 堀口 巨著『最新証券取引法』 商事法務研究会 平成3年 464～465頁
- (8) 並木俊守著『証券取引法入門』中央経済社 平成3年 310頁
- (9) 河本一郎他著『従業員持株制度 企業金融と改正商法1』有斐閣 1990 9頁
- (10) ケネス・ハリス著 大空 博訳『マーガレット・サッチャー』読売新聞社 1991 280頁
- (11) Lesley Baddon (et al): *People's Capitalism*, Routledge, 1989 p.18.
- (12) 労働省労働基準局賃金福祉部著『勤労者財産形成制度の理論と実務』財形福祉協会昭和58年 49頁
- (13) 大和証券『いま脚光をあびる 従業員持株会』平成4年 4頁
- (14) 新谷勝著『従業員持株制度』中央経済社 平成2 19頁
- (15) 太田昭和監査法人編『持株制度の運用実務』中央経済社 昭62 28頁
- (16) 新谷勝著、前掲書 28頁 太田昭和監査法人編、前掲書 17頁
- (17) 「総合経済対策の全文」『日本経済新聞』1992年8月29日
- (18) 『日本経済新聞』1992年9月13日
- (19) 「機関投資家から見た株式市場活性化の条件」『月刊金融ジャーナル』92.12

① James O.Castagnera & David A.Littell; *Federal Regulation of Employee Benefits*. Wiley Law Publications. New York, 1992, p.113.

② 財団法人財形福祉協会編『アメリカ財産形成の新動向』丸尾直美「勤労者資産有と従業員株式所有プラン」85頁以下参照

付表1：従業員持株率のトップ50位日米比較

持株比率 順位	日 本		ア メ リ カ	
	会 社 名	従業員持 株比率(%)	会 社 名	従業員持 株比率(%)
1	シ ョ ー ボ ン ド 建 設	12.8	Weirton Steel Corp.	73.4
2	ス リ ナ ン ツ	11.1	Swank Inc.	71.6
3	(株) ス タ ー バ ッ 太 栄 産 業	10.7	Oregon Metallurgical Corp.	67.4
4	(株) 水 化 学 工 業	9.5	FLM International	60.6
5	(株) し ま む	9.1	Morgan Stanley Group Inc.	57.2
6	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	8.6	Stone & Webster Inc.	51.6
7	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	8.5	Granite Construction Inc.	50.6
8	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	8.5	Rhodes (H.M.) Inc.	48.9
9	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	8.5	Oregon Steel Mills Inc.	47.3
10	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	8.5	Piper Jaffray Inc.	46.8
11	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	8.3	Genral Freight Lines Inc.	46.1
12	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	7.9	Avondale Industries Inc.	45.1
13	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	7.8	Hi-Shear Industries Inc.	43.9
14	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	7.8	Grumman Group	42.9
15	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	7.3	Alex Brown	42.1
16	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	7.1	STV Engineers Inc.	41.7
17	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	7.1	Rockwell International Group	41.1
18	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	7.0	Ruddick Group	40.5
19	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	7.0	Garter Howley Hale Store Inc.	40.0
20	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	6.7	Oilgear Co.	39.4
21	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	6.7	Century Telephone Enterprises Products Inc.	39.3
22	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	6.7	CF & Y Steel Corp.	38.9
23	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	6.5	American Business Products Inc.	38.1
24	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	6.5	Inter-Regional Financial Group Inc.	37.6
25	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	6.4	Servotronics Inc.	37.5
26	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	6.3	Tandycraft Inc.	37.2
27	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	6.2	Old Stone Corp.	37.2
28	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	6.1	Allaid Group Inc.	37.0
29	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	6.0	Topps Company Inc.	36.7
30	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	6.0	American West Airlines Inc.	36.4
31	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	5.8	American Investors Group	36.2
32	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	5.8	Dyn Corp.	35.0
33	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	5.7	Miller (Herman) Inc.	35.0
34	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	5.7	Applied Power Inc.	34.8
35	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	5.7	Croger Co.	34.6
36	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	5.6	Figgie International Inc.	34.5
37	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	5.6	Tyler Corp.	34.0
38	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	5.6	Nelson (L.B.) Corp.	33.1
39	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	5.4	Baker (Michael) Corp.	33.0
40	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	5.4	Weeling-Pittsburg Steel Corp.	33.0
41	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	5.4	McDonnel Douglas Corp.	32.6
42	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	5.3	Penny J. C. Co. Inc.	32.5
43	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	5.2	Imperial Holly Corp.	32.4
44	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	5.2	Meret Inc.	31.4
45	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	5.0	CCX Inc.	30.0
46	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	5.0	Coastal Corp.	29.4
47	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	5.0	Capital Bancshares Inc.	29.3
48	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	4.9	International Mercantile Corp.	29.1
49	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	4.9	Louisiana General Services Inc.	29.1
50	(株) 北 本 戸 せ と う 証 券 行	4.8	Sage Broadcasting Corp.	28.6
	(日 本)	6.84	(ア メ リ カ)	40.43

資料：日本については東洋経済編『会社四季報』1991年春季号

米国については J.R.Biasi & D.L.Kruse; *The New Owner*. Harper Business. 1991.



## 正誤表

5 頁 表 2 の訂正

[誤]

	実働会社総 業 員 数 [D]	持株会加入 従業員数 [E]	[F]/[E]
--	-----------------------	----------------------	---------

[正]

	実働会社総 業 員 数 [E]	持株会加入 従業員数 [F]	[F]/[E]
--	-----------------------	----------------------	---------

3 2 頁 表12の(注)の訂正

[誤]

3. 図13の記号は

[正]

3. 図 9の記号は

3 3 頁

図10.の横軸は

[誤]

物価上昇率

[正]

株価上昇率