

株式持ち合いと安定保有の現状

1. 株式持ち合いと安定保有に関する調査・分析の定期公表について

(1) はじめに

日本の株式市場を最も特徴づける株式持ち合いと安定保有の構造については、従来から繰り返し指摘されてきた。

最近の株式市場・株価を巡る外的環境の変化は、一段と株式市場での株式持ち合いと安定保有構造の解明を必要としていると考えられる。

- ①バブル崩壊後、低迷が続く株式市場が金融機関の株式保有リスクを顕在化させ、体力の低下にともない株式持ち合い・安定保有を緩和させる圧力がかかっている。
- ②持ち合い構造の相互性で、銀行が安定保有を緩和させると、事業会社も金融機関株の保有を縮小させる可能性が大きい。
- ③株式持ち合いと安定保有により経営の安定化が確保されるなかで成功してきた日本の経済システムが、近年の日本企業での不祥事の続発などで、転換期を迎えているとの認識が強まっている。
- ④経済システムの不振、株式市場の低迷とともに、最近では高齢化社会に関心が高まり、年金資産運用（特に海外投資家）の立場から株式市場、株価形成への関与が強まっている。^(注1)

当研究所では、株式持ち合いについて、データ蓄積が10年分を超え、時系列での分析も可能となったことから、今後、定期的にデータ公表を行う予定である。

(2) 調査の概要

①調査対象

調査対象は、有価証券報告書を提出している、各年度末の株式上場会社のうち内国会社、および店頭登録会社である。株主は上場会社、店頭登録会社および生命保険会社である。97年3月末の対象企業数は、上場会社2,346社、店頭登録会社779社の合計3,125社である。

②データの内容

集計分析用データには、有価証券報告書（日本経済新聞社）および、大株主データ（東洋経済新報社）を使用している。^(注2)

③集計基準日

集計基準日は、各年度3月末までの1年間に迎えた決算期末である。ただし、合併や、増減資等の要因により株主順位に変動があるものについて

は修正を行っている。

(3) 用語の定義

株式持ち合いと安定保有に関する集計・分析に使用する用語の定義は以下のとおりである。

- ①金融機関：銀行（信託銀行と大和銀行を除く）と生命保険会社。損害保険会社は、株式保有金額が小さいため、分析から除外した。
- ②事業会社：金融機関、損害保険会社、証券会社、その他金融を除いた内国会社。
- ③持合株式：2社間で相互に相手方株式を保有していることが確認できた場合の、その保有株式。
- ④持合比率：持合株式の時価が、当該株式の時価総額に占める割合。
- ⑤被持合比率：1社の発行株式のうち、持ち合いされている時価の時価総額に占める比率。
- ⑥安定保有株式（広義の株式持ち合い）：持合株式に、金融機関の保有株式と、事業会社が保有する金融機関の株式を加えたもの。
- ⑦安定保有比率（広義の株式持合比率）：安定保有株式の時価が、当該株式の時価総額に占める比率。
- ⑧被安定保有比率（広義の被持合比率）：1社の発行株式のうち、安定保有されている時価の時価総額に占める比率。
- ⑨系列グループ：6企業グループとして、三井（二木会）、三菱（金曜会）、住友（白水会）、芙蓉（芙蓉会）、三和（三水会）、第一勧銀（三金会）への参加会社をグループ企業としている。

(4) 調査のカバレッジとカバレッジ修正

「株式分布状況調査」（平成8年度）に対する保有時価ベースのカバレッジは、銀行 67.2%、生命保険 76.0%、事業会社 63.3%、合計 65.0%となっている。

株式市場全体を議論するために、カバレッジを用いたふくらし調整を行っている。

カバレッジ修正を行わなくても、株式持ち合いが構築される際には、ある程度以上の金額で株式が保有されると考えると、大株主（上位 20 位まで）のみを集計することにも合理性がある。しかし、①既に株式持ち合いは成熟化しており、大きな金額、株数での異動は多くない、と想定されること、②大株主順位 20 位前後の動きが、集計上大きな意味を持ち、データに断層ができることから、カバレッジ修正を行うことにした。

(5) 信託銀行保有株式の取扱い

全国銀行勘定によると、信託銀行の銀行勘定に 7.00 兆円、信託勘定に 31.47 兆円、証券投資信託有価証券に 7.48 兆円（いずれも 96 年度末）、と約 46 兆円の保有株式がある。株式分布状況調査（平成8年度）でも、

37.57 兆円を保有している。しかし、信託銀行の保有は企業年金信託、証券投資信託、その他個人年金、企業年金の投資顧問受託分（ともに金銭信託）など、保有株式の 50%以上は、名義は信託銀行であるが株式持ち合いや安定保有とは言えないと推定される。また、公表データからこうした部分を分離することはできない。このため、信託銀行（大和銀行を含む）保有株式については集計から除外した。なお、同様の理由から、生命保険会社の特別勘定も除外している。

ただし、長期的に考えた場合には、年金信託や証券投資信託の株式保有が増加するものと見られ、信託銀行を分析から除くことで、株式持ち合いや安定保有が相対的に過大推計になる可能性があり、今後改良余地があると考えている。

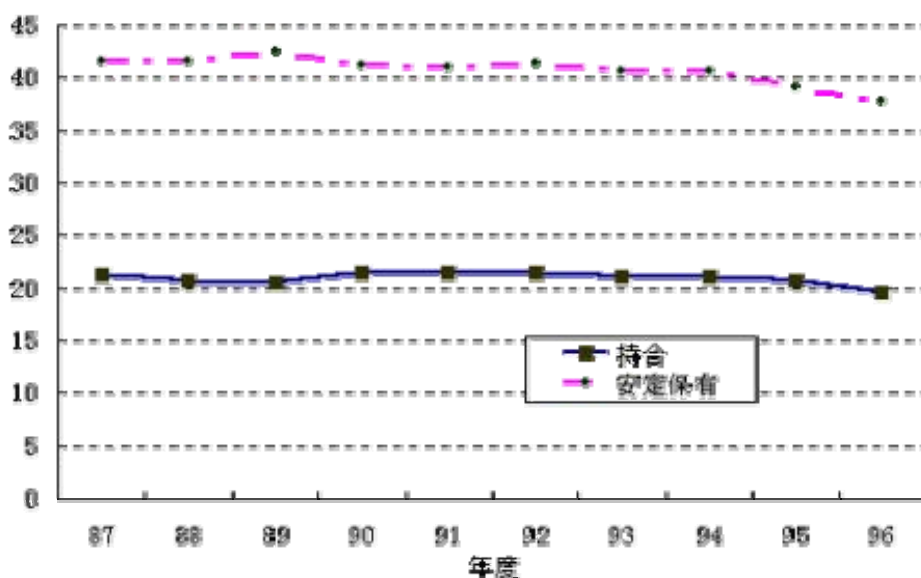
2. 株式持ち合いと安定保有の現状

(1) 株式持ち合いと安定保有の現状

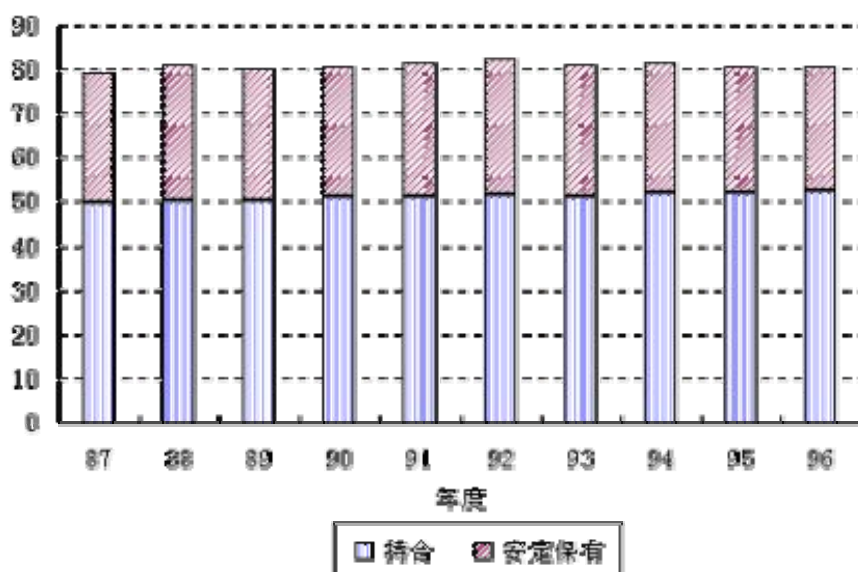
97 年3月末の株式持合比率は 19.63 %、安定保有比率は 37.82%と見られる。株式分布状況調査と併せた保有状況の推移は図表-1のとおりである。

株式持合、安定保有とも前年比でそれぞれ 1.12 %、1.29 %の低下となり、過去 10 年間では株式持合が最大、安定保有も昨年度に次ぐ低下幅となり、過去最低の水準になっている。株式持ち合い、安定保有は徐々に緩和している。ただし株式持ち合いの緩和は、金融機関を中心に株式保有を圧縮する動きが強まり、結果的に持合比率と安定保有比率も低下したと見るべきである。なぜなら図表-2は、金融機関と事業法人の株式保有に占める株式持合・安定保有の構成比であるが、その変動幅は限られているからである。

図表-1 持合比率と安定保有比率の推移



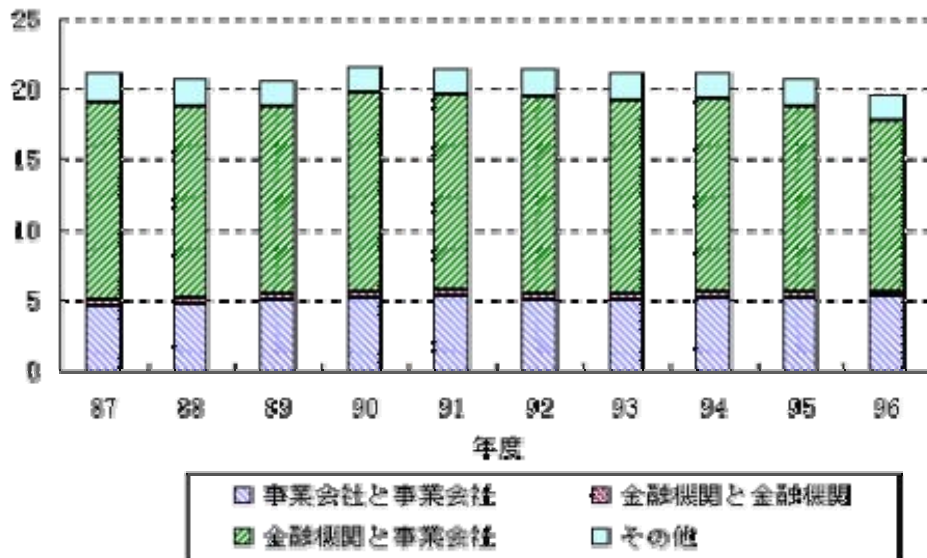
図表-2 株式保有に対する持ち合い株式の構成比



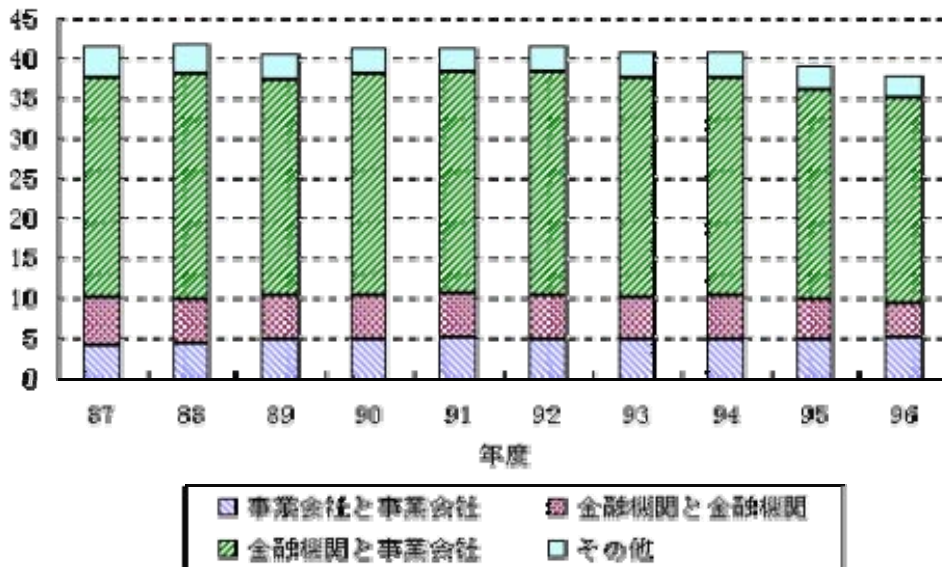
また、図表-3、図表-4により保有構造の変化をみると、金融機関株の株式持合と安定保有および、金融機関による事業会社株の安定保有の低下が大きい。

例えば、96年度末の事業会社の金融機関株の株式持合は4.28%と前年比1.49%の低下、ピークだった87年度末からは3.04%の低下になっている。ただし、金融機関株は、業種別にみた株価の低下が大きく、金額ベースでの動きを拡大している点には注意が必要である。

図表-3 株式持ち合いの保有構造



図表-4 安定保有の保有構造



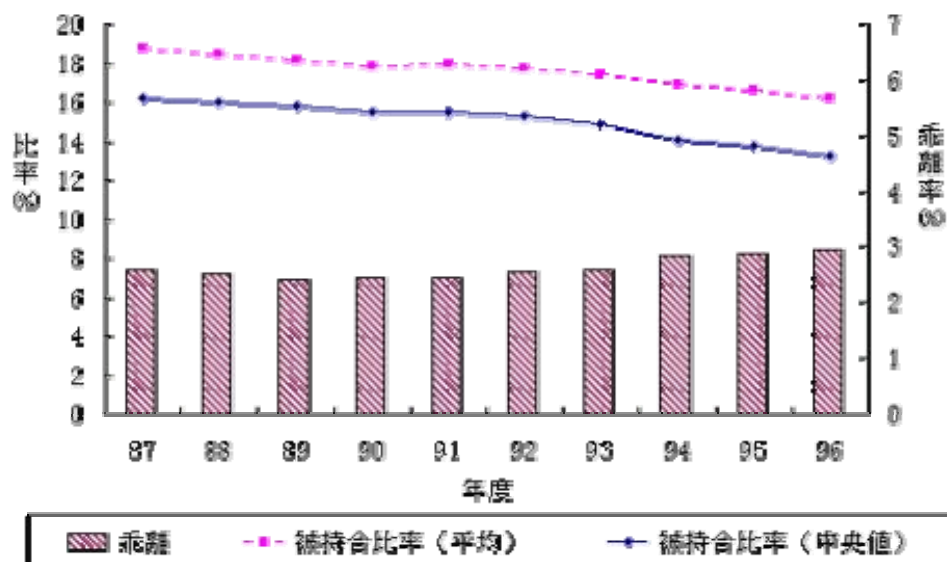
(2) 株式持ち合いの経営安定効果

図表-5は、被持合比率による経営権安定の構造を示している。97年3月末の被持合比率の平均は16.17%で、この10年間で最低の水準になっている。

株式持ち合いは、その形成期が、資本自由化が進められた時期と重なったため、外国資本による経営権の取得防止が、一つの目的となっていた。しかし、その後の経済規模の拡大や株価水準の上昇と併せて、株式持ち合いによる経営権の安定は成熟化し、その実際的な役割は低下^(注3)している。

こうした中で、①被持合比率よりも被安定保有比率の低下が大きい、②被持合比率、被安定保有比率ともに平均値と中央値の乖離幅が拡大している点から、(1)で指摘したとおり、株式保有の圧縮が安定保有、持合比率の低い企業から進んでいることをうかがえる。

図表-5 被持ち合い比率の推移



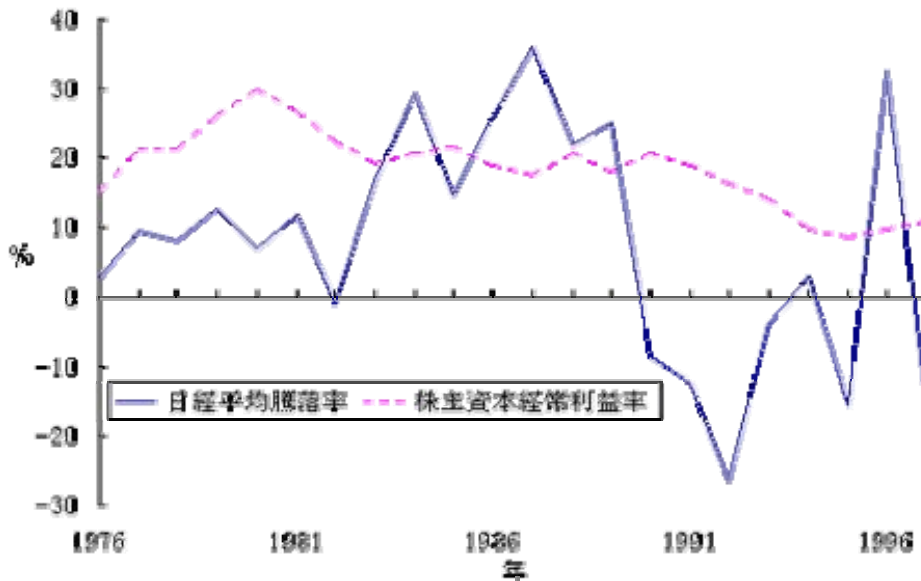
(3) 株式持ち合いの緩和の進行

株式持ち合いについては、従来から①経営権の安定、②株価上昇による投資収益期待、③取引関係密接化の担保(系列化)が、その目的と考えられていた。

既に指摘したとおり、経営権の安定について実質的な役割は低下していると見られ、現在の株式持ち合いは、②、③による影響が大きいと考えられる。

②については、特に80年代に図表-6に見られるとおり、株価上昇率が株主資本利益率を上回る状況が続き、企業にとって株式保有自体が企業収益のプラス要因であったため、結果的に株式持ち合いも拡大した(93年11月の基礎研調査月報「株式は魅力的な投資対象か」で、株価動向次第で「脆い関係」の株式持ち合いと指摘している)。その後90年代に入ると、バブル崩壊とその後の景気低迷、不良債権の発生等で、株価は大幅に下落し、拡大した株式保有が企業収益を圧迫することになった。このため、株式保有の圧縮とともに、「脆い関係」の株式持ち合いを緩和する動きが予想されたのである。

図表-6 株価上昇率とROEの推移



また③については、「日米経済構造協議」(89年)で、米国側の関心事項として、系列関係と排他的取引慣行が取り上げられ、「株式持ち合い等が排他的取引を助長させている」と批判された。政府は90年8月に、「系列関係の存在は、安定的な取引等によってもたらされる効率的な事業活動や、会社の長期的な視野に立った経営を助長する等、一定の経済合理性を有する側面があります。しかし、同時に、グループ内取引を選好させ、反競争的取引慣行を生起させることもあるとすれば、それには、政府として懸念する」との官房長官談話を公表した。日本市場の閉鎖性を象徴する事象として、“keiretsu”が指摘されたことも、株式持ち合い・安定保有を緩和させる要因として作用していると考えられる。

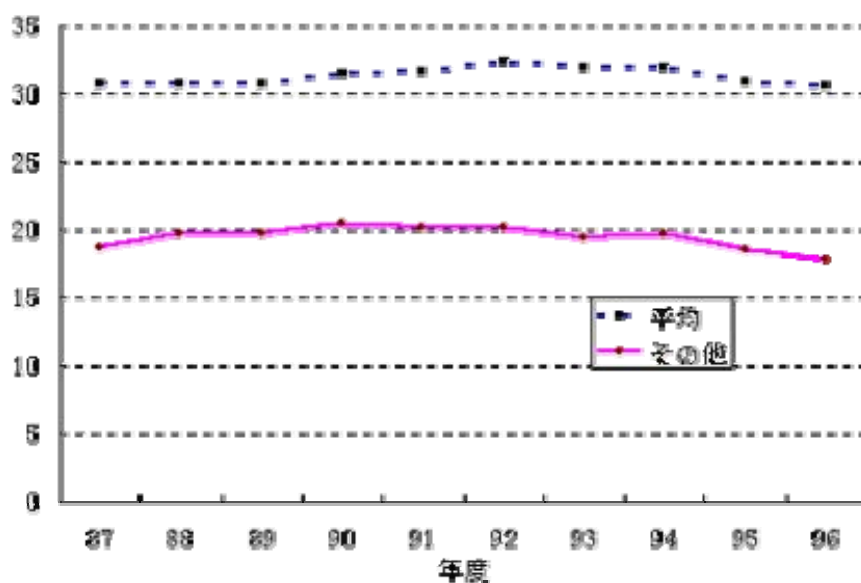
(4) 系列グループの株式持ち合い

6企業集団は、企業規模と産業内地位の両面で日本経済に占めるウェイトが高く、日米経済構造協議で取り上げられたこともあり、系列グループの株式持ち合い・安定保有について注目されている。

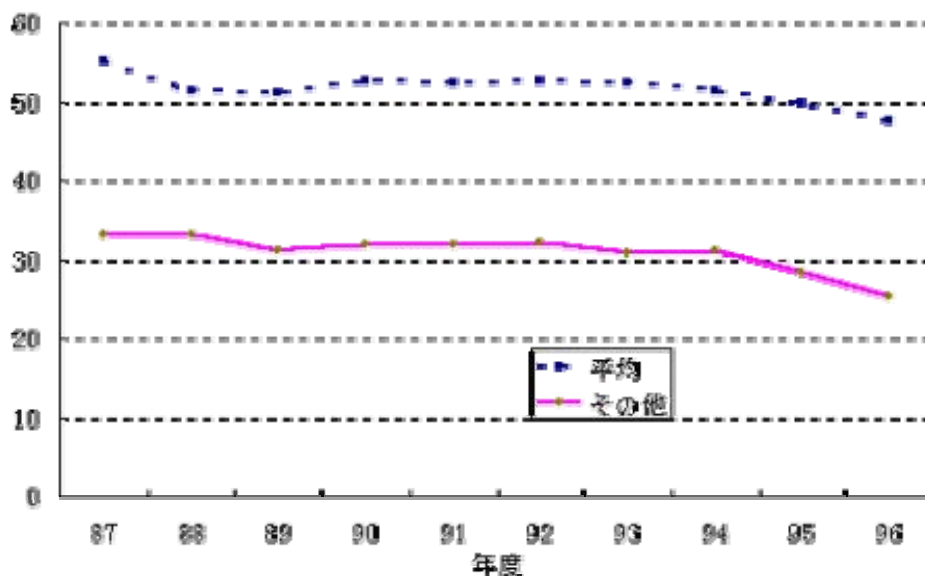
96年度の6企業集団平均の株式持合比率は30.55%と前年度比0.34%低下したが、高い水準を維持している(系列グループ以外の企業での株式持合比率は17.83%)。また、企業集団内の株式持合比率は11.59%である。安定保有比率は47.47%で、系列グループ以外の企業の安定保有比率25.31%と比べて高い水準となっている。

ただし、安定保有比率の低下幅は、株式持合比率に比べて大きく、系列グループ内でも、株式保有全体の圧縮が安定保有の低下につながっているとみることができる。(図表-7・8)

図表-7 企業集団の株式持ち合い状況



図表-8 企業集団の安定保有状況



(注1) ただ、最近の論調は、株式関連の不祥事が相次いでいるため、過剰反応が起こっているとの見方もあるだろう。「株式持ち合いと安定保有の崩壊により、流動化株式が市場流入すると、一方的に株式需給が悪化して、株価の急落が懸念される」などの議論は、その典型と考えられる。

97年6月に米国議会調査局が公表した「日本の銀行業の株式保有: その構造と経済効果」と題するレポートでの、「米国の政策立案担当者が、銀行の株式保有規制緩和を検討する際に、日本の銀行業での経験は何らかの示唆を与えてくれるだろう」との客観的な分析姿勢とは好対照を見せている。

(注2) 有価証券報告書では、『大株主』は所有株式数の多い順に、10名程度に

ついて記載」(企業内容等の開示に関する大蔵省令様式3号)することになっている。

一方、株式保有については、有価証券報告書の付属明細表のうちの有価証券明細表(財務諸表規則1号様式)によって

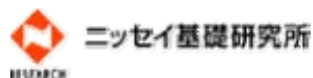
- 「流動資産に表示される有価証券および投資その他の資産に区分される投資有価証券を記載する」
- 「銘柄別の貸借対照表計上額が、提出会社の資本金の500分の1以下の場合、当該有価証券の記載を省略できる」

ことになっている。

また、銀行の株式保有については、財務諸表規則119条により、有価証券明細表を作成する必要がないため、保有側からの把握は不可能である。

大株主データ(東洋経済新報社)は、各企業の事業報告書に同社が実施したアンケート調査による修正が加えられ、大株主順位最大25位までの把握が可能である。

(注3) 例えば、77年末の個別銘柄の時価総額を見ると、上位50位の企業で1300億円であったのが、97年3月末には1兆2000億円程度になっており、株式市場を通じて上場企業の経営権が、移動する可能性はかなり小さくなっているだろう。



ご意見・ご要望がございましたら、
ニッセイ基礎研究所 [金融研究部](#)までお寄せ下さい。