

株式持ち合いの最近の動きについて

金融研究部 井上英昭

1 はじめに

金融機関の不良債権問題が深刻さを増すとともに、メインバンク制や企業のバランス・シート不信が言われ、かつて高成長の原動力とされていたわが国企業システムの欠陥が数多く指摘されている。株価の長期低迷によって、従来、企業の経営権安定をもたらして来た「株式持ち合い」も同様の状況に陥っている。

80年代まで長く続いた株価上昇期には、ほとんど意識されることのなかった「株式保有リスク」が、バブル崩壊によって顕在化し、企業業績にマイナスの影響を強く与えている。98年3月期決算で、都銀・長信銀・信託銀16行、生保5社が株式評価法を原価法に変更したのは、その典型例であろう。

わが国経済の市場開放・規制緩和を進め、いわゆるグローバル・スタンダードに立ったコーポレート・ガバナンスの視点からは、株主利益・企業業績にプラスとならない株式保有は許容されず、株式持ち合いの解消が続くと見られる。一方、株式市場では、株式持ち合いの解消が、株価の下落要因として強く意識されている現状にある。

ニッセイ基礎研究所では、「株式持ち合い」の現状を正確に把握することを目的に、96年度から株式持ち合い状況の定点観測の公表を開始した。以下は、97年度(98年3月)末の株式持ち合い状況調査の概要を紹介し、若干の分析を行ったものである。

2 97年度株式持ち合い状況調査

(1) 調査方法の変更について

調査は、98年3月末までの1年間に決算期が到来した内国上場会社2388社を対象としている。96年度調査では内国上場会社および店頭登録会社を対象としたため、分析用データの入手時期の制約によって、発表時期が10月後半となってしまった。しかし、本調査に注目が集まり、速く発表できないかとの要望に応えるため、今97年度調査から、対象企業を内国上場会社に絞りこむこととした。この結果、調査のカバー率は低下する(96年度65.0%から、97年度62.0%)が、店頭登録会社は、比較的小規模で新興企業が多いため、「株式持ち合い」関係の把握への影響は小さいものと推測される。(図表-1)

図表 - 1 調査方法の変更

年 度	調査対象企業	企業数	対象時価総額	調査力パー率
96	内国上場会社・ 店頭登録会社	3,125 社	317.6 兆円	65.0%
97	内国上場会社	2,388	308.0	62.0

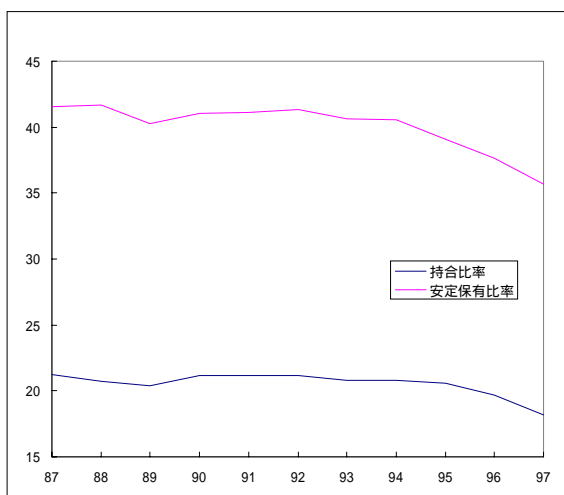
(注) 株式時価総額(96年度)は、比較のため、上場・店頭登録とも97年度末株価を用いた

(2) 97 年度調査結果

株持ち合いの解消は加速

97年度末の持合比率は 18.18% (前年比 - 1.46%低下)、安定保有比率(広義の持合比率)は 35.69% (前年比 - 1.98%低下)となり、ともに調査開始来の最低水準で、低下幅も最大となった。(図表 - 2)

図表 - 2 持合比率と安定保有比率の推移



(資料) 株主分布状況調査平成9年度(全国証券取引所協議会)、有価証券報告書・保有有価証券明細表、大株主情報(東洋経済新報者)を基にニッセイ基礎研究所で算出。

金融機関も持ち合い解消を開始

持合比率の低下がどのように起こっているのかを見たのが図表 - 3である。96年度は、事業会社の金融機関株保有の減少(-1.42%)によって、持合比率の低下(-0.97%)を説明できた。これに比べると、97年度は、事業会社の金融機関株保有の減少ペースが少し落ちたが、金融機関の持合比率も低下(-0.28%)に向かい始めたと、

見ることができるだろう。(図表 - 3(1) - (3))

図表 - 3(1) 株式持合比率の構成(95年度、%)

発行者 株主	金融機関	事業会社	その他	合 計
金融機関	0.43	7.09	0.29	7.80
事業会社	6.35	4.83	0.21	11.40
その他	0.46	0.92	0.04	1.41
合 計	7.24	12.83	0.53	20.61

図表 - 3(2) 株式持合比率の構成(96年度、%)

発行者 株主	金融機関	事業会社	その他	合 計
金融機関	0.29	7.63	0.25	8.18
事業会社	4.93	4.97	0.20	10.10
その他	0.39	0.94	0.03	1.36
合 計	5.61	13.54	0.48	19.64

図表 - 3(3) 株式持合比率の構成(97年度、%)

発行者 株主	金融機関	事業会社	その他	合 計
金融機関	0.20%	7.46	0.24	7.90
事業会社	4.13	4.66	0.23	9.03
その他	0.30	0.92	0.02	1.25
合 計	4.63	13.04	0.50	18.18

(注) 数値には株価変動要因が含まれているため、必ずしも変化分が保有株式数の変化を示しているわけではない(資料) 図表 - 2に同じ

持ち合い解消株の行方

株式持ち合いの解消により市場に放出された株式がどうなったのかを、株式分布状況調査(全国証券取引所協議会)と併せて見たものが図表 - 4(1)(2)である。

株式持ち合い、安定保有の解消分は、最終的には、主に海外投資家に吸収されているように見える。しかし、より詳細に見ると、放出株自体は年金信託、個人、事業法人等が取得したが、その取得資金を捻出するために、個人・事業法人等が、主として二極化相場の中で株価上昇した海外投資家好みの銘柄を売却したことがうかがえる。この売却銘柄を取得したのが海外投資家と考えられるため、市場放出株の取得は二層構造になっているのである。

図表 - 4(1) 市場全体で見た株式保有構造 (%)

	安定保有		安定保有以外の法人保有		個人	政府
	内	持合		外人		
87年度	41.53	21.20	33.47	4.12	20.88	
88	41.64	20.72	33.74	4.33	20.29	
89	40.27	20.37	31.80	4.19	20.74	
90	41.07	21.19	33.63	4.69	20.61	
91	41.08	21.15	32.30	6.07	20.58	
92	41.30	21.14	31.34	6.32	21.04	
93	40.58	20.79	31.38	7.72	20.32	
94	40.51	20.82	31.13	8.11	20.25	
95	39.03	20.61	30.65	10.51	19.81	
96	37.67	19.64	31.19	11.54	19.60	
97	35.69	18.18	31.55	13.54	19.22	

図表 - 4(2) 株式分布状況調査による株式保有の変化 (%)

投資部門	97年度	96年度	変化幅	株数変化	価格変化
				の寄与度	の寄与度
銀行生保	33.94	35.00	-1.06	-1.91	+0.86
年金資金	3.84	2.41	-1.43	+0.97	+0.46
事業法人	24.64	25.60	-0.96	+0.36	-1.32
外人	13.35	11.94	+1.43	-0.02	+1.43
個人	19.00	19.39	-0.39	+0.86	-1.25
その他	5.24	5.66	-0.42	-0.38	-0.04

(注) Pを各投資部門の株式保有単価、Nを株式保有株式数、添え字は、t年度及びt-1年度、はそれぞれの、t-1年度からt年度への変化とすると、株式保有金額の増減率(表では、変化幅)は 株価効果、株数変化の寄与度となる。

(資料) 株主分布状況調査平成9年度(全国証券取引所協議会)、投資部門別株式保有金額を基にニッセイ基礎研究所で作成。

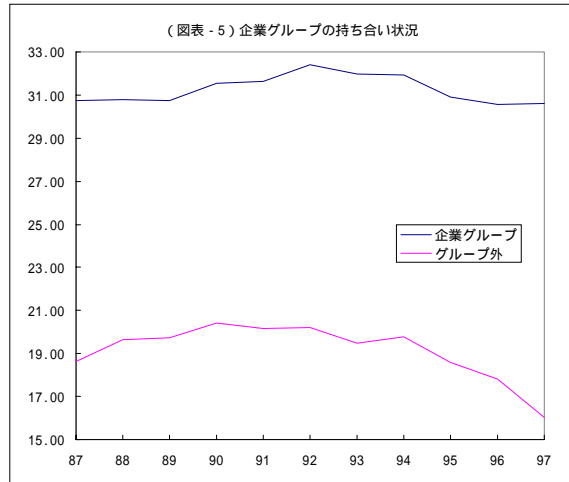
$$\begin{aligned}
 \text{株式保有金額の増減率} &= \frac{P_t \times N_t - P_{t-1} \times N_{t-1}}{P_{t-1} \times N_{t-1}} \\
 &= \frac{(P_{t-1} + \Delta P)(N_{t-1} + \Delta N) - P_{t-1} \times N_{t-1}}{P_{t-1} \times N_{t-1}} \\
 &= \frac{\Delta N}{N_{t-1}} + \frac{\Delta P}{P_{t-1}} + \frac{\Delta P \times \Delta N}{P_{t-1} \times N_{t-1}} \\
 &= \frac{\Delta N}{N_{t-1}} + \frac{\Delta P}{P_{t-1}} (= \text{株数効果} + \text{株価効果})
 \end{aligned}$$

企業グループの動き

企業グループは、依然として高い持合比率を維持しており、グループ外の株式持ち合いが急速な低下を示しているのとは好対照である。(図表 - 5)

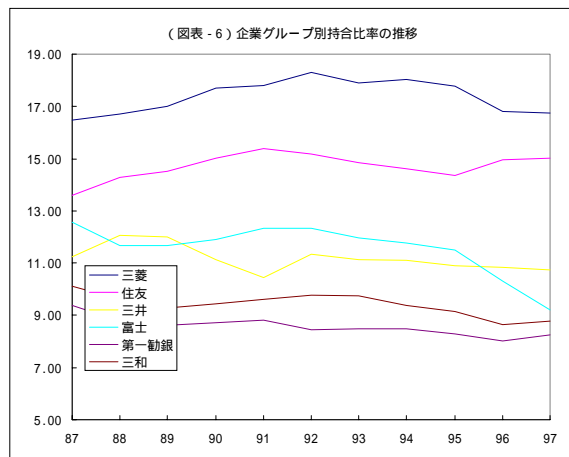
また、企業グループを旧財閥系(三菱・住友・三井)と銀行系(富士・一勲・三和)に分けてみると、旧財閥系の強い結びつきに対し、富士銀行グループの持合比率低下が目立っている。(図表 - 6)

図表 - 5 企業グループの株式持ち合い状況(%)



(資料) 図表 - 2に同じ

図表 - 6 企業グループ別持合比率の推移 (%)



(資料) 図表 - 2に同じ

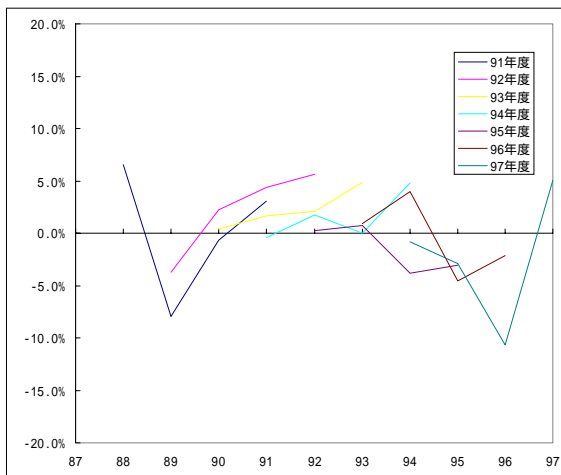
3 持ち合い解消企業の特徴

それでは、持ち合い解消が進む企業はどのような特徴を持っているのだろうか。図表 - 7 ~ 図表

- 10^(注1)は、各年度の被持合比率の低下が大きかった企業を対象として、成長性(売上高伸び率)、収益性(株主資本経常利益率)、安定性(1株当たり純資産)、投資効率(株価上昇率)を示している。

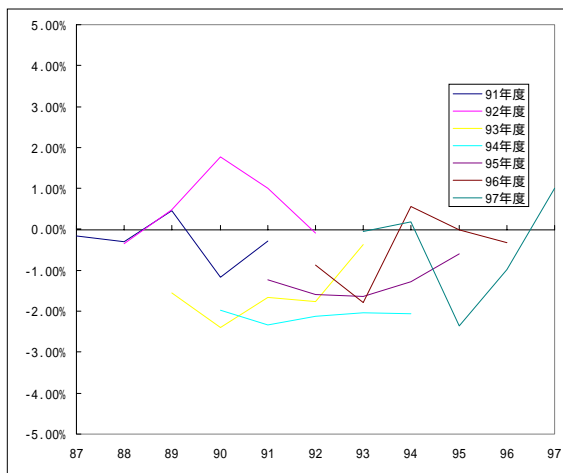
全体として見れば、株式投資に伴う収益性(リターン)が常に意識されながらも、最近では、投資企業の安全性を重視する姿勢が高まっているようである。

図表 - 7 持合解消企業の売上高伸び率



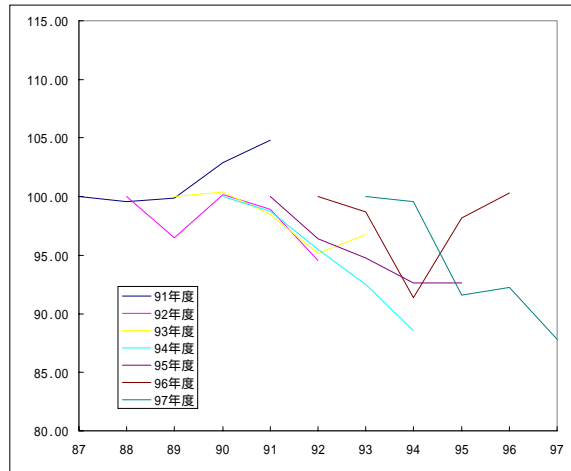
成長性：以前は売上高伸び率が市場平均を上回っている好業績企業の持ち合い低下が目立ったが、最近では、市場を平均を下回る(業績の悪い)企業の低下に変化している。

図表 - 8 持合解消企業の株主資本経常利益率



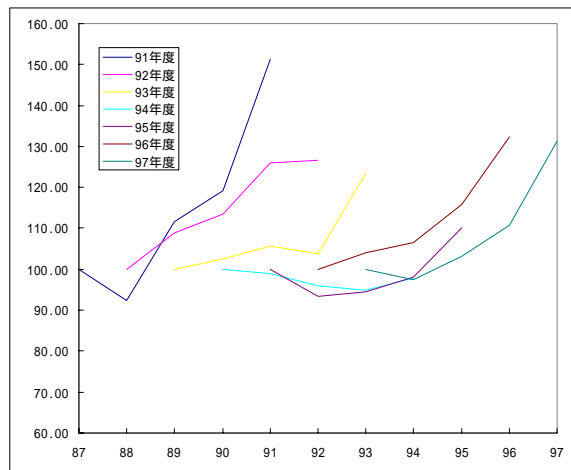
収益性：株主資本経常利益率では、市場平均を下回る低収益企業での持ち合い解消が続いている。

図表 - 9 持合解消企業の1株当たり純資産



安定性：1株当たり純資産は、市場平均を下回り減少している企業での持ち合い解消が図られており、投資先企業の安全性に対して、優先度が高くなっていると推測できる。

図表 - 10 持合解消企業の株価



投資効率：持ち合い解消企業の株価は相対的に上昇している。解消にあたって、投資収益を強く意識した結果と考えられる。

4 株式持ち合い解消と自社株買入消却

株式持ち合いの解消は、一般に、一時的な株式需給の緩和と株価下落につながるとの懸念が強い。そして、こうした持ち合い解消株の受け皿として、自社株の買入消却が注目を集めている。自社株の買入消却によって、放出株による株式需給の悪化が回避でき、さらに発行済株式数の減少に伴う株主資本利益率の上昇、1株当たり利益の増加も期待できるとの見方である。

このような指摘は、短期的な株式需給や計数の変化にあてはまるかもしれないが、長期的には必ずしも正しくない。株式持ち合いの解消（保有株式の減少）の裏に、他の資産の増加（もしくは負債の減少）があるように、自社株買入消却（資本の減少）の裏にも、資産の減少（もしくは負債の増加）が伴っている。このため、株式持ち合いの解消・自社株買入消却の株価に与える影響を考える際は、増減する新旧資産・負債の期待収益率の大小関係によって、企業の期待収益率が大きくなるケースも、小さくなるケースも想定される。したがって、株価が企業の期待収益率を反映して、合理的に形成される限り、株価の上昇要因とも下落要因ともなりうるのである。ただ、自社株買入消却制度の導入が、資本の効率的利用のための選

択肢を拡大したことは確かである。

自社株買入消却制度は、図表 - 11 の経緯を経て拡大定着してきている。

特に、98年3月の法改正による消却原資の範囲拡大が「次期定時株主総会までは取締役会決議により実施できる」とされたこともあり、98年度に入って急増している。

5月末までに発表された買入消却枠の設定は644社、上限枠の時価総額は10.4兆円と、市場時価総額の3.37%に達している。

自社株買入消却を発表した企業の株価を見ると、制度導入後の95年度をはさんで、買入消却を行わない企業との差は明らかで、株価対策としての効果はあったものと推測できる。（図表 - 12）（注2）

図表 - 12 自社株買入消却銘柄の株価



図表 - 11 自社株買入消却制度定着の動き

94年10月	商法改正	: 定時株主総会の普通決議による、自社株の利益消却制度の導入
95年11月	租税特別措置法	: 自社株買入消却に対するみなし配当課税の一時凍結(98年度末まで)
97年6月	株式消却特例法	: 定款授權により、取締役会決議での買入消却の機動的な実施
98年3月	〃	: 自社株買入消却を、利益消却に加えて資本準備金に拡大

なお、経団連は8月に「持ち合い株式の交換消却について」の要望書を公表した。(図表 - 13)

図表 - 13 持合株式の交換制度に関する提言(概要)

【商法上の措置】

1. 公開会社が取締役会の決議で自社株式を消却する場合、相互に5年以上保有する株式の相対による取得を認める
2. 取得価格は時価による
3. 取得した株式は遅滞なく消却する

【税制上の措置】

交換により取得を行う場合、交換時の譲渡益を限度として、自己株式の消却額の損金算入を認める

この提言(3年程度の時限措置)も、株式持ち合いの解消が続くことを前提に、企業財務・株式市場への影響をなるべく小さくすることを目的としたものと考えられる。カルパース(加州公務員退職年金基金)が対日コーポレート・ガバナンス原則の中で、「株式持ち合いの解

消」を求めるなど、グローバル・スタンダードから見ても、持ち合い解消は不可避の動きであろう。こうした状況の中で、企業財務や株式市場への影響に対する「激変緩和措置」を検討することは、効率的な資本利用の選択肢拡大の観点からも重要なことと考えられる。

- (注1) 91年度以降の各年度について、被持比率の低下が大きかった企業100社の売上高伸び率(図表-7)、株主資本経営利益率(図表-8)、1株当たり純資産(図表-9)、株価(図表-10)を過去5(4)年度分グラフ化している。なお、各年度の企業間を比較するため、市場平均を用いて標準化している。
- (注2) 株価は、98年5月までに自社株買入消却を発表した上場644社を96年3月末=100として指数化し、時価総額ウェイトで加重平均値を求めている。また、その他銘柄は、東証株価指数96年3月末=100)から、644社の株価を時価ウェイトで差し引いて作成している。

・本レポート記載のデータは各種の情報源から入手、加工したものです。その正確性と完全性を保障するものではありません。
・本レポート内容について、将来見解を変更することもありえます。
・本レポートは情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。なお、ニッセイ基礎研究所に対する書面による同意なしに本レポートを複写、引用、配布することを禁じます。

Copyright © ニッセイ基礎研究所 1996 All Rights Reserved