

解消が加速する株式持ち合い

金融研究部門 井上 英昭

1. はじめに

パブル崩壊による株式市場の低迷から、株式保有リスクが顕在化している。さらに、コーポレート・ガバナンス論の高まりによる企業経営者の説明責任の強化、わが国会計基準の連結会計・時価会計制度への変更の流れなど、株式持ち合い解消を促す多くの要因が指摘されている。

99年3月末のわが国上場企業の株式持ち合い状況について、持ち合い解消が加速しているとの調査がまとまったので、概要を報告することとしたい。

2. 株式持ち合い状況調査・98年度版

(1) 調査方法の変更点

98年度調査に当たって、以下の変更を行った。

従来より基礎資料として使用している有価証券明細表データ(日本経済新聞社)、大株主データ(東洋経済新報社調査)は遡及して改定されるケースが多い。調査は、97年度版までと同様、過去データも含めて改定を行っている。

「金融機関」の定義を、従来の「信託銀行を除く銀行および生命保険会社」から「信託銀行を除く銀行、生命保険会社、損害保

険会社」に変更した。これは、調査を開始した当時、損害保険会社の株式保有規模が小さいため、株式持ち合い全体に与える影響は小さいと考えていた。しかし、株式持ち合い解消が進む中で、損害保険会社のいわゆる政策投資の割合が相対的に重要性を増していると考えられるようになり、今回の調査から金融機関の範囲に含めることとした。

「安定保有」の定義を、従来の「株式持ち合いと、事業会社による銀行株の一方的保有および、金融機関による事業会社株の一方的保有」から、「株式持ち合いと、事業会社による金融機関株の一方的保有、金融機関による事業会社株の一方的保有および、関係会社株保有を加えたもの」に変更した。これは、の金融機関の定義変更に加えて、事業会社による関係会社株式の保有を政策投資として「安定保有」に含め、調査の精度を高めるためである。99年4月からの連結会計(連結基準の実質基準化)導入に際し、関係会社を整理する動きも予想されることから、「安定保有」の定義を「事業会社の関係会社株式保有」にまで拡大したことで、株式持ち合いの実態について、より精度の高い情報を得られるものと考えられる。

なお、98年度末(99年3月)における調査対象会社数は2426社、上場株式の時価総額は330兆円強である。

(2) 98年度調査結果

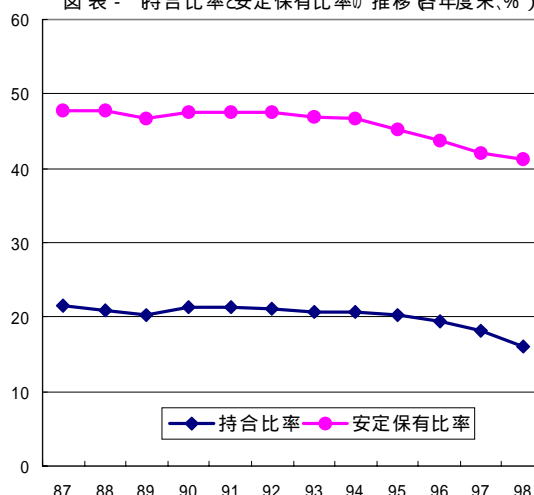
株式持ち合いの解消は加速

98年度末の持合比率は16.02%(前年比2.16%低下)と、8年連続で低下した。安定保有比率は41.26%(前年比0.79%低下)と、こちらも6年連続の低下となった。ただ、安定保有比率の低下幅は持合比率の低下幅より小さい点から、持ち合い解消が進む中で、双方向での売却が同時には発生せず、一方が持ち合い以外の安定保有として残っているためと考えられる。

株数ベースで見た場合も、持合比率15.39%(前年比1.01%低下)安定保有比率38.22%(前年比1.37%低下)となり、各数値ともわれわれの調査開始(87年度)来の最低水準を更新している。(図表-1)

金融機関の事業会社株売却が持合比率低下

図表 - 持合比率と安定保有比率の推移(各年度末、%)



の主因

持合比率を保有主体別に見たものが図表-2である。これによると、事業会社による銀行に対する持合解消が0.32%にとどまったのに対し、銀行の事業会社に対する持合解消が1.02%に達している。96年度に事業会社による銀行株売却を契機に、持ち合い解消の動きが本格化した。98年度は銀行の事業会社株売却によって持合解消が進んでいる。

(図表-2) 持合比率の保有主体別の推移

	持合比率	うち事業会社の持合保有		うち銀行の持合保有	
		事業会社	銀行	事業会社	銀行
87年度	21.47%	4.10%	6.68%	6.22%	0.43%
88	21.00	4.35	5.99	6.69	0.38
89	20.30	4.74	5.51	6.76	0.32
90	21.42	4.82	5.90	7.18	0.38
91	21.32	4.87	5.68	7.30	0.42
92	21.21	4.74	6.02	7.18	0.38
93	20.77	4.65	5.84	7.03	0.36
94	20.70	4.75	5.66	7.07	0.37
95	20.31	4.85	5.36	6.98	0.33
96	19.52	4.97	4.17	7.69	0.22
97	18.19	4.71	3.51	7.53	0.11
98	16.02	4.26	3.19	6.51	0.04

(資料：ニッセイ基礎研究所)

株式含み益が急減し、リスク管理強化の視点から株式保有が困難になっている金融機関と異なり、今後、事業会社の持ち合い解消の動きは一段落することが予想される。その要因としては、株価の下落懸念が弱まってきたこと、最近の企業業

績の悪化によって持ち合い解消の余力が低下したと考えられること、多くの企業で保有株式が大きな含み益を抱えていることなどが考えられる。
(図表 - 3)

(図表-3) 事業会社の持ち合い解消の動きとその要因

	持合比率 (前年比)	投資収益率 (3年平均)	製造業増益率	株式含み益	
				会社数占率	含み益
87年度	12.97% (-0.85%)	+37.5%	+49.2%	963社(97.9%)	67.03兆円
88	12.13 (-0.84)	+32.9	+26.6	985 (98.2)	73.52
89	11.68 (-0.45)	+27.1	+11.0	1000 (97.4)	66.41
90	12.26 (+0.58)	+5.7	-3.8	1022 (97.2)	59.23
91	11.94 (-0.28)	-3.0	-16.7	943 (87.5)	36.97
92	11.98 (+0.04)	-17.5	-34.0	979 (90.5)	36.88
93	11.78 (-0.20)	-8.8	-19.6	1017 (93.6)	42.78
94	11.63 (-0.15)	-2.8	+30.2	945 (86.9)	32.31
95	11.37 (-0.26)	+2.0	+19.3	1050 (94.5)	44.09
96	10.06 (-1.31)	+3.2	+21.3	949 (83.1)	30.37
97	9.08 (-0.94)	-2.5	-1.9	888 (75.3)	24.87
98	8.05 (-1.03)	-3.0	-32.1	978 (82.1)	32.98

(資料)法人企業統計季報(大蔵省)などからニッセイ基礎研究所作成

持ち合い解消株の行方

持ち合い解消株が、どのような投資家によって取得されているのかを見たものが図表 - 4である。これによると、これまで同様、年金基金・外国人などが受け皿となっているが、98年度は、既に述べたとおり「持ち合い以外の安定保有」が一部を吸収しており、金融機関の事業会社株売却に並行

した事業会社の金融機関株売却が進んでいないことが推測される。

また、株数ベースでは昨年同様、個人投資家も受け皿となっている。「持ち合い解消株吸収のため、他の個人持ち株を売却」していると想定され、持ち合い解消株は資金供給と株式保有の二層化した吸収構造を続けている。

(図表-4) 持ち合い解消株の吸収構造

	持比率の 変化幅	その 他 安定保有	その 他 法人 保有	年金 信託	個人	外国人
88年度	-0.47%	+0.29 (+1.85)	+0.04(+1.22)	-0.03(+0.09)	-0.46(+0.06)	+0.21(+0.73)
89	-0.70	-0.22 (+1.34)	+0.15(+0.60)	-0.12(-0.05)	+0.58(+1.18)	-0.14(+0.04)
90	+1.12	-0.37 (+0.35)	-1.19(-0.59)	+0.00(+0.01)	-0.13(+1.00)	+0.50(+0.46)
91	-0.10	+0.03 (+0.41)	-1.12(-0.13)	+0.12(+0.16)	-0.05(+0.66)	+1.35(+1.51)
92	-0.11	+0.23 (+0.46)	-0.79(-0.23)	+0.14(+0.15)	+0.41(+0.94)	+0.28(+0.28)
93	-0.44	-0.15 (+0.19)	-0.10(+0.64)	+0.24(+0.31)	-0.67(+0.47)	+1.40(+1.55)
94	-0.07	-0.23 (+0.72)	+0.09(+1.24)	+0.22(+0.27)	-0.15(+0.71)	+0.39(+1.26)
95	-0.39	-1.15 (-0.43)	-0.23(+0.47)	+0.18(+0.24)	-0.39(+0.65)	+2.40(+2.47)
96	-0.79	-0.62 (+0.48)	-0.22(+0.78)	+0.60(+0.68)	-0.12(+0.87)	+1.43(+0.91)
97	-1.33	-0.36 (-0.04)	-0.34(+0.88)	+1.42(+1.10)	-0.39(+1.60)	+1.41(+0.41)
98	-2.17	+1.39 (+0.58)	-0.45(+0.89)	+0.90(+0.83)	-0.12(+1.35)	+0.73(+0.85)

(注1) ()内は、うち株数効果

(注2) 株数効果の算出は以下の式によっている

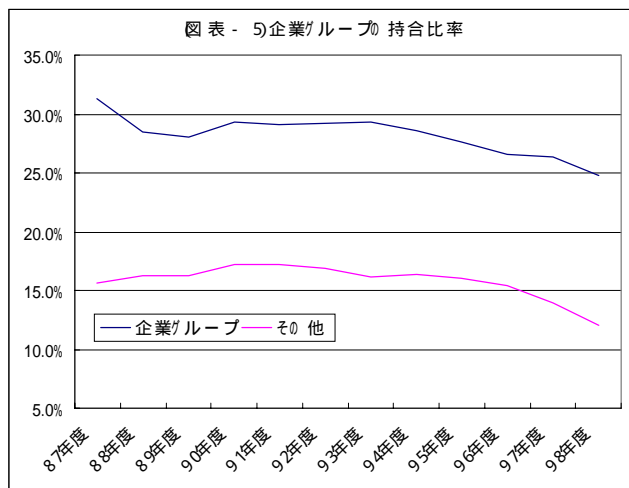
$$\begin{aligned}
 \frac{n \times p}{M} - \frac{n(-1) \times (-1)}{M(-1)} &= \frac{(n(-1)+n) \times (p(-1)+p)}{n(-1) \times p(-1)} - \frac{n(-1) \times p(-1)}{n \times p(-1) + p \times n(-1) + n \times p} \\
 &= \frac{M(-1)+M}{n \times p(-1)} - \frac{M(-1)}{p \times n(-1)} + \frac{M(-1)}{n \times p(-1) + p \times n(-1) + n \times p} \\
 &= \frac{M(-1)}{M(-1)} + \frac{M(-1)}{M(-1)} + R \\
 &\quad \text{株数効果} \quad \text{株価効果} \quad \text{その他の効果}
 \end{aligned}$$

n:個別企業の発行済株数、p:個別企業の株価、:前期との変化幅、M:市場時価総額、

(-1):前期を示す、R:交絡項などを含むその他

企業グループの動き

企業グループの持合比率も低下が続いている。ただし、企業グループ企業と非企業グループ企業の持合比率を比較すると、依然として企業グループは強い結びつきを示している。(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・第一勧銀・三和)に分けてみると、98年度は、旧財閥グループ内企業間では持合比率の低下が続いているが、銀行グル

(図表-7) 「株式持ち合い」が確認できる企業数

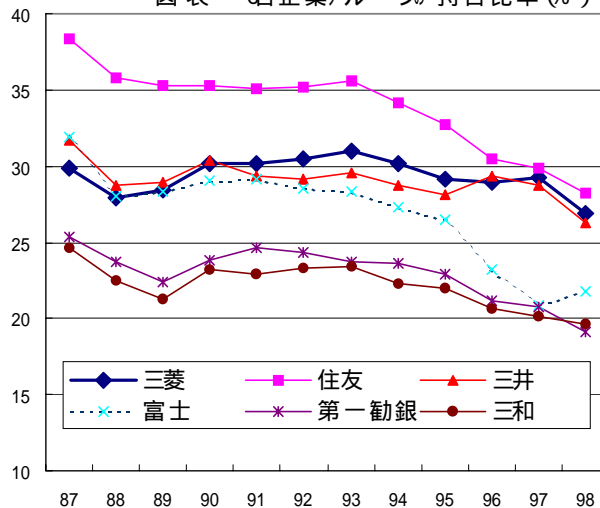
	調査企業数	持合あり(構成比)	(事業会社)	(銀行)	持合なし(構成比)
87年度	1924社	1827社(95.0%)	(95.8%)	(80.6%)	97社(5.0%)
88	1975	1894(95.9)	(96.7)	(83.8)	81(4.1)
89	2030	1951(96.1)	(97.1)	(84.9)	79(3.9)
90	2078	1999(96.2)	(97.2)	(85.3)	79(3.8)
91	2106	2032(96.5)	(97.2)	(88.9)	74(3.5)
92	2120	2052(96.8)	(97.5)	(89.9)	68(3.2)
93	2161	2095(96.9)	(97.5)	(91.8)	66(3.1)
94	2211	2141(96.8)	(97.2)	(93.6)	70(3.2)
95	2277	2201(96.7)	(96.9)	(94.4)	76(3.3)
96	2339	2257(96.5)	(96.9)	(92.7)	82(3.5)
97	2387	2290(95.9)	(96.3)	(92.7)	97(4.1)
98	2426	2309(95.2)	(95.3)	(96.2)	117(4.8)

(注)(事業会社)(銀行)はそれぞれ、「株式持ち合い」が確認できる企業数の事業会社、銀行に含める割合

(資料)ニッセイ基礎研究所

ープ内企業間の持合比率は上昇している、特徴が見られる。(図表 - 6)

図表 - 6) 各企業グループ 持合比率 (%)



3. 株式持ち合い解消の影響

(1) 「株式持ち合い」の消滅にはつながらず持合比率や安定保有比率は急速な低下が続いているが、株式持ち合い構造そのものの解消が進ん

ているかは、不透明である。図表 - 7 は、株式持ち合い状況調査の調査対象企業の持ち合い状況を示している。何らかの株式持ち合いが確認できる企業の割合はわずかに低下しているものの、依然として95%を上回る高い水準を維持している。また、株式持ち合いを確認できない企業数は増加しているものの、少数にとどまっている。わが国企業システムの中で、「株式持ち合い」の役割の重要性を示すものであろう。

(2) 経営権安定への影響

持合比率や安定保有比率の低下は、例えば外国人持ち株比率の上昇などによって、「株式持ち合い」の本来的な目的である「経営権の安定」に影響を与えていると見られる。

株主総会の運営など、実務上の経営権の安定を示す項目は図表 - 8 のとおりである。一般に、株主総会の円滑な運営をめざすために、企業は実務

的に「過半数の出席株主、出席株主の2/3以上の会社支持株主」を確保するとされる。しかし、外国人持ち株比率に限って見た場合でも、(図表 - 9) のとおり、その影響を無視できない水準にまで上昇している。こうした点が、一部の地方銀行や事業会社に見られる新たな株式持ち合い強化の動きなどとなって現れている。他方、外国人持ち株比率の高い企業(外国企業の経営権獲得のための保有を除く)を見ると、高い収益性を備え、IR(インベスター・リレーションズ)活動などで株主重視の姿勢が強いなど、グローバル・スタンダード化で先行した企業である。現象面からは、株式持ち合いの解消と株主重視の優良企業とは関係があるように見える。

(図表-8) 株主議決権に関する商法規定(抜粋)

商法第239条【総会の決議方法】

総会ノ決議ハ本法又ハ定款ニ別段ノ定アル場合ヲ除ク外発行済株式ノ総数ノ過半数ニ当ル株式ヲ有ル株主出席シ其ノ議決権ノ過半数ヲ以テ之ヲ為ス

商法第245条【営業譲渡・譲受け等】

会社が左ノ行為ヲ為スルニ第343条ニ定ム決議ニ依ルコトヲ要ス

商法第256条の2【選任決議の定足数】

取締役ノ選任決議ニ付テハ総会ニ出席ヲ要スル株主ノ有ル株式ノ数ハ定款ノ定ニ依リテ之ヲ発行済株式ノ総数ノ3分ノ1未満ニ下スコトヲ得ズ

商法第343条【定款変更の決議方法】

前条第1項ノ決議ハ発行済株式ノ総数ノ過半数ニ当ル株式ヲ有ル株主出席シ其ノ議決権ノ3分ノ2以上ニ当ル多数ヲ以テ之ヲ為ス

(図表-9) 外国人持ち株比率の推移

	外国人持ち株比率東証部上場の事業会社						純投資で外国人持ち株比率が3%を超えている会社
	合計	50%～	33%～	10%～	3%～	1%～	
87年度	956社	9	13	98	387	669	
88	977	9	13	87	434	739	
89	1002	11	13	78	470	817	
90	1028	10	12	95	441	787	
91	1057	9	12	144	531	818	
92	1064	9	12	149	528	804	
93	1074	10	13	198	630	870	青山商事
94	1080	10	12	235	682	920	
95	1104	11	19	322	728	944	青山商事、ローム、キャノン、オリックス、ソニー、オムロン
96	1141	11	23	335	741	979	ローム、青山商事、キャノン、ソニー、富士写真、村田製作、TDK、オリックス
97	1187	13	26	321	708	980	ソニー、青山商事、ローム、キャノン、ミネベア、村田製作、富士写真、オリックス、TDK
98	1208	13	30	300	675	916	ソニー、ローム、村田製作、青山商事、キャノン、富士写真、スズキ、山之内、オリックス、TDK、東京エレクトロン

(資料) ニッセイ基礎研究所

(3) 株価への影響

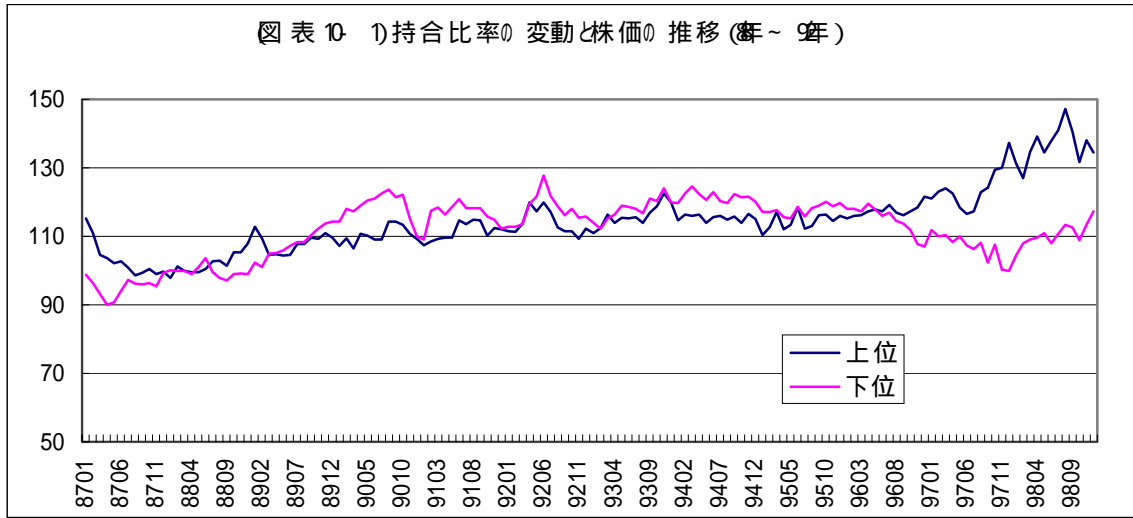
「株式持ち合いの解消は、それまで非流通であった持ち・安定保有株式が市場に供給されるため、需給関係の緩和によって、株価は下落する」との考え方が、市場関係者を中心に根強く、株価下落局面では、常に下落要因として「持ち解消売り」が指摘されていた。しかし、短期的な影響を除くと、理論的には、持ち合い解消は株価に対して中立的に働くはずである。市場関係者の懸念は、株式の供給面にのみ着目したもので、売却代金の新たな用途についてが考慮していないからである。持ち合い株式の収益率と、売却代金によって新たに取得した資産の期待収益率のどちらが高いかによって、持ち合い解消は、株価の上昇要因とも下落要因とも考えられる。

図表-10は、持ち合い解消の株価への影響を、持ち合い解消が進んだ企業と、進まなかった企業に分けてみたものである。これによると、90年前後では、持ち合い解消が進まなかった企業の株

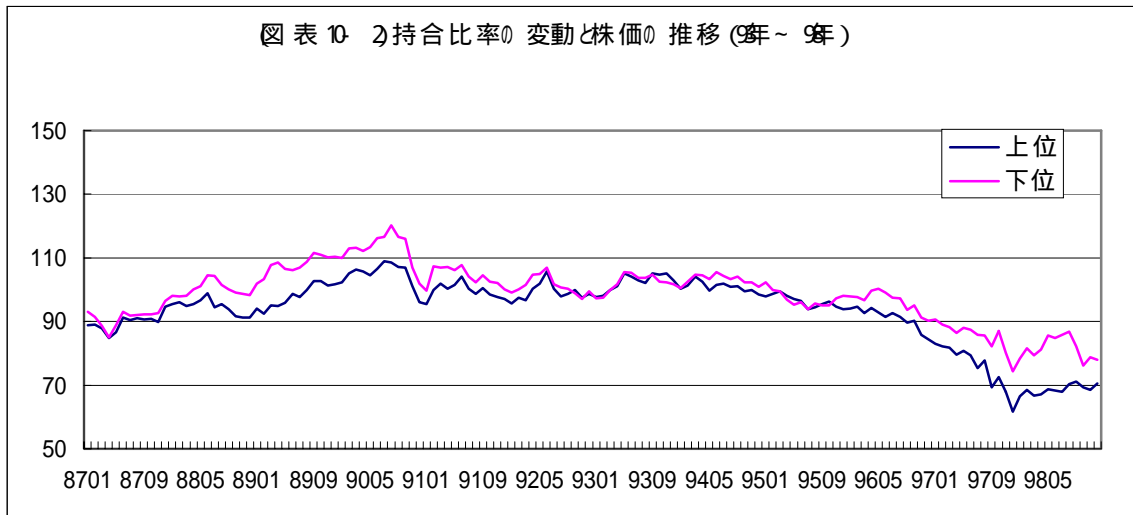
価が進んだ企業より高くなっている。しかし、最近では、逆の動きとなっているおり、「持ち合い解消は株価の下落要因」とはなっていないことが確認できる。

これまで、持ち合い解消株式の受け皿として、「株式買取り機関構想」や、「年金の積立不足への抛出」などの方策が検討され、一部が実行に移されてきた。最近では、株式市場に回復の兆しがあることもあって、一頃のような関心は集まっていない。しかし、株式持ち合いが縮小に向かっていることは事実である。単なる株価対策としてではなく、今後のわが国企業システムの中で、経営権を安定させる仕組みをどのように維持・構築して行くかの視点から、考え方を整理しておかなければならない。

図表 10-1) 持合比率の 変動と株価の 推移 (87年 ~ 99年)



図表 10-2) 持合比率の 変動と株価の 推移 (99年 ~ 99年)



- 本レポート記載のデータは各種の情報源から入手、加工したのですが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