

## 株式持ち合い実態調査（98年度）

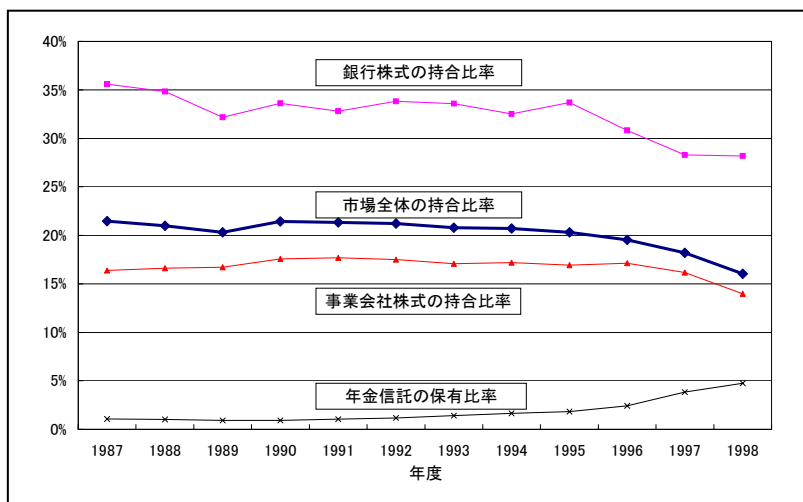
株式持ち合いの解消が、引き続き進行している。一方で、銀行株式の持合比率が横ばいに推移するなど、持ち合い構造の強固な面も垣間見られる。年金債務など、負の遺産を抱える企業にとっては、持ち合い株式が切り札的な存在に映るようである。しかし、会計制度の透明性が高まりつつある下で、市場参加者の厳しい評価を避けられないであろう。

経営権の確保、商取引の長期安定化などを目的として、企業が相互に株式を保有し合う、株式持ち合いは、日本の企業文化に深く浸透してきた。しかし、株価の低迷による株式保有リスクの顕在化や、国際競争力強化に向けた資本効率向上への意識変化などを背景に、経営者の間からも、持ち合い解消に前向きな発言が聞こえるようになってきた。

今般、ニッセイ基礎研究所がまとめた調査結果は、99年3月末時点の市場全体の持合比率が16.02%（対前年度-2.16%の低下幅）となり、持ち合い解消がやや加速していることが確認された。とはいえ、依然、53兆円（総上場時価総額330兆円）もの株主資本の額が、上場企業間で相互保有されている計算になる。

近年の持ち合い解消の動きを、銀行と事業会社に分けて観察した（図1）。96年度から本格化した持ち合い解消は、同時並行的には進行せず、銀行株式の売却が先行し、98年度になって事業会社株式の売却が追随したとみることができる。ただ、98年度は、銀行の公的資金申請に伴う自己資本増強策に、旧来からの持ち合い株主が協力したため、銀行株式の持合比率は30%弱の水準で高止まりしている。

図1 株式発行主体別にみた、持合比率の推移



(注)

金額ベースの持合比率を、発行主体別にみた。各発行主体の持ち合いにより保有されている株式の時価総額を、全上場株式の時価総額で割算した。

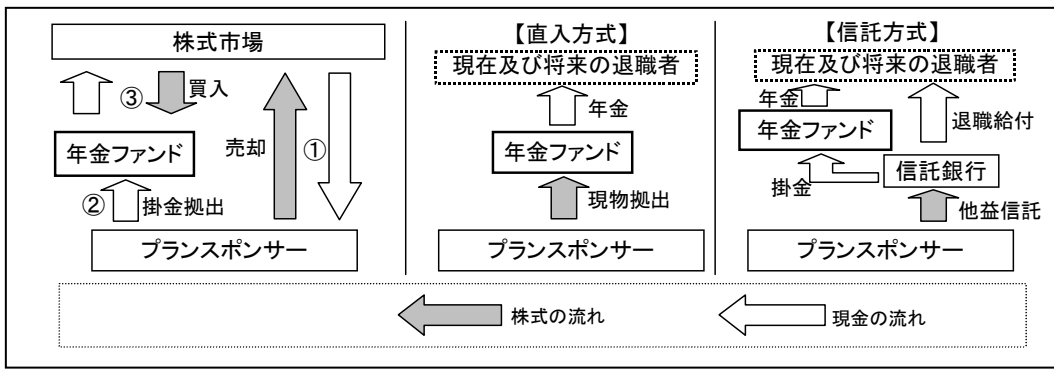
年金信託の数字は、「株式分布状況調査」（全国証券取引所協議会）による。

一方、こうした持ち合い解消に対し、海外投資家や投資信託とともに、受け皿の一つとして期待されている投資主体が年金ファンドである。実際に、図1からも、ここ数年の持ち合い解消に歩調を合わせた、「年金信託」の保有比率上昇が確認できる。

持ち合い株式の時価評価（2001 年度決算）については、株価が落ち着き、評価益に対する課税も見送りとなったため、持ち合い解消を加速させる懸念は小さくなった。その代わりに、2000 年度から導入される新しい退職給付会計に伴う、いわゆる年金債務の積立不足解消のスキームとして、持ち合い株式の現物拋出が注目されている。[詳細は、「年金ストラテジー」Vol. 37, 99 年 7 月号及び Vol. 38, 99 年 8 月号参照]

企業の生産活動に利用されていない持ち合い株式を活用して、将来の収益力・成長力の源泉を犠牲にしないで、年金債務の問題解決が図れるメリットがある。また、株式市場を経由しないため、取引コストもかからない（図 2）。議決権を維持（経営権の安定化）したまま拋出できる信託方式は、まさに「一石三鳥」といえる。

図 2 積立不足への持ち合い株式活用スキーム



現物拋出における最大の問題点は、年金ファンドとプランスポンサー間で、利害衝突が生じる恐れである。そこで、市場全体の持ち合い株式を一つのポートフォリオに見立て、業種・企業規模の特性をみた（表 1）。持ち合い株式ポートフォリオは 2301 銘柄（全上場 2426 銘柄中）と多いが、セクターの構成が極端に偏っているため、年金ファンドが無条件では受け容れ難い中味である。

表 1 持ち合い株式ポートフォリオのセクターウェイト（単位：％、99 年 3 月末、全上場）

業種	オーバーウェイト セクター	持合 株式	市場 全体	差違	アンダーウェイト セクター	持合 株式	市場 全体	差違
	銀行		25.3	13.5		+11.8	通信	0.8
輸送用機器		17.3	8.6	+8.7	電気機器	10.7	14.9	-4.1
卸売		4.0	3.3	+0.7	小売	2.9	5.1	-2.1
建設		3.1	2.5	+0.6	サービス	1.6	3.7	-2.0
規模					小型	7.5	14.5	-7.0
	超大型	76.1	64.6	+11.5				

（注）業種は東証 33 業種分類。規模は額面修正発行済株式数による分類（超大型=10 億株以上、小型=6000 万株未満）。

しかし、年金ファンドの合意さえ得られれば、現物拋出を利用して、持ち合い関係の継続は可能である。ただし、年金運用の巧拙が、最終的に自社の株価に反映することに、企業は留意すべきであろう。持ち合い解消と年金債務の問題を一時的にしのげたとしても、通常の分散投資の考え方にそわないポートフォリオの現物拋出では、いずれ「二兎を追うものは一兎をも得ず」になりかねないからである。