

REPORT II

解消続く「株式持ち合い」

- 株式持ち合い状況調査・99年度版 -

金融研究部門 井上 英昭

はじめに

株式持ち合い状況調査・99年度版がまとまった。「持ち合い解消」は依然として速いスピードで続いており、従来から指摘していたバブル期の財テクを主目的とした「株式持ち合い」の積み増し（『脆い株式持ち合い』）を越える部分にまで解消が拡大していることが確認された。しかし、「株式持ち合い」が果たしてきた経営権の安定機能を、「持ち合い解消」後にどのように維持するかについては、具体的な考え方が定着しているとは見えない。とりあえず、わが国の企業システムをグローバル・スタンダードに適合させることと、保有株式の株価変動リスクの圧縮を目的に、「株式持ち合い」のスクラップ化が進んだと言えよう。一方で、外国人投資家や投信・年金などの機関投資家、個人投資家の株式保有の増加によって、例えば、株主総会の定足数確保に対する懸念が生じる企業も現われはじめています。実務面での混乱を回避するためにも、これまで「株式持ち合い」が果たしてきた企業の経営権安定機能を、今後どのようにするかといった、「ビルド」の議論が必要ではないだろうか。

1. 株式持ち合い状況調査・99年度版

(1) 基礎資料の変更の影響

株式持ち合い状況調査は、基礎資料として「有価証券報告書」と「大株主データ」（東洋経済新報社）の株式保有データによっている。2000年3月末から有価証券報告書の報告様式が、連結決算主体に改正されたことにもなつて、基礎資料に以下の2点で大きな影響が生じることとなった。

第1は、連結決算移行にともない、関係会社情報が有価証券報告書本体に移されたため、付属明細表から「関係会社有価証券明細表」が廃止された（財務諸表規則118条）。この結果、関係会社間の株式保有のうち「大株主データ」によって捕捉できない部分は把握不能となった。因みに、99年度の調査対象会社2,472社のうち、何らかの上場関係会社を持つ会社数は856社と推定される。

第2は、有価証券明細表の記載基準が変更された影響である。新基準では、「銘柄別による有価証券の貸借対照表計上額が資本金額の1%以下である場合には、当該有価証券に関する記載を省略することができる」（財務諸表規則様式8号）。従来の記載基準が資本金額の1/500で

あったことから、記載最低額は5倍に引き上げられたこととなる。

この結果、99年度版で確認できる「株式持ち合い」件数は10,742件となり、98年度版の14,479件から大幅に減少した。このため、当レポートでは、99年度版による新基準で98年度以前を遡及計算した試算値を用い、調査結果の不連続を回避している。

(2) 99年度版調査結果

(数字はすべて新基準による試算値ベース)

- ①99年度末の持合比率は金額ベースで10.53% (前年比 2.69%)、単位株数ベースで11.22% (前年比 1.20%) となった。持合比率の水準は調査開始以来の最低水準を更新し、「持ち合い解消」が依然として速いスピードで進んでいることを示している。また、相互に持ち合いを確認できた「株式持ち合い」に金融機関の片持ち及び金融機関株の片持ち、関係会社株保有などを含めた広義の持合比率 = 安定保有比率は、金額ベースで37.87% (前年比 2.03%)、単位株数ベースで34.70% (前年比 2.16%) となり、持合比率同様、最低水準を更新している (図表 - 1)。
- ②持合比率 (金額ベース) の低下幅 (前年比

2.69%) を保有主体別に分解して見ると、銀行の事業会社株保有の低下 1.05%、事業会社の銀行株保有の低下 0.90%、事業会社の事業会社株保有の低下 0.32%、その他 0.42% となっている。96年度以降の「持ち合い解消」が、まず事業会社の銀行株売りによって始まり、遅れて銀行の事業会社株売りが始まったが、99年度は、銀行と事業会社間の「持ち合い解消」売りが、相互に積極的に進められたことをうかがわせる (図表 - 2)。

③企業グループに属している企業と企業グループの属していない企業の持合比率 (金額ベース) を見ると、企業グループ20.25% (前年比 1.54%)、非企業グループ6.77% (前年比 2.56%) となり、非企業グループでの「持ち合い解消」幅が大きい。「持ち合い解消」の動きがバブル崩壊後の株価下落を契機に、バブル期に拡大した、経営権の安定や取引関係維持の担保といった目的から離れた『脆い株式持ち合い』部分から始まっていることを示していると言えよう (図表 - 3)。

④6大企業グループ別の持合比率 (金額ベース) の動きを見ると、三菱グループ22.96% (前年比 2.01%)、住友グループ23.00% (前年比

図表 - 1 持合比率と安定保有比率の推移 (年度末、%)

年度	金額ベース						単位株数ベース					
	安定保有比率			持合比率			安定保有比率			持合比率		
	観測値	試算値	対前年変化幅	観測値	試算値	対前年変化幅	観測値	試算値	対前年変化幅	観測値	試算値	対前年変化幅
1987	47.87	45.81	-0.87	21.47	18.33	-0.40	45.19	43.36	-0.59	18.11	14.75	0.18
1988	47.70	45.70	-0.11	21.00	17.90	-0.43	45.40	43.59	0.23	17.97	14.74	-0.01
1989	46.80	44.84	-0.85	20.30	16.88	-1.02	45.31	43.46	-0.13	17.79	14.48	-0.26
1990	47.58	45.58	0.74	21.42	17.97	1.09	45.78	43.90	0.43	18.62	15.19	0.71
1991	47.52	45.51	-0.07	21.32	17.76	-0.22	45.48	43.62	-0.28	18.60	15.09	-0.10
1992	47.63	45.69	0.18	21.21	17.73	-0.03	45.23	43.39	-0.23	18.39	14.96	-0.13
1993	47.04	45.20	-0.48	20.77	17.48	-0.25	44.23	42.48	-0.91	17.96	14.64	-0.32
1994	46.71	44.88	-0.33	20.70	17.35	-0.13	43.50	41.82	-0.66	17.67	14.37	-0.27
1995	45.16	43.36	-1.51	20.32	16.94	-0.42	41.79	40.16	-1.65	17.16	13.86	-0.51
1996	43.75	42.01	-1.35	19.52	16.20	-0.74	41.18	39.57	-0.60	17.10	13.87	0.01
1997	42.06	40.42	-1.59	18.19	15.03	-1.17	39.61	38.08	-1.48	16.41	13.21	-0.66
1998	41.27	39.90	-0.52	16.02	13.22	-1.80	38.23	36.86	-1.22	15.39	12.43	-0.79
1999	38.01	37.87	-2.03	10.87	10.53	-2.69	34.93	34.70	-2.16	11.70	11.22	-1.20

(1) 株式分布状況調査 (全国証券取引所協議会) の時価総額、単位株式数に対する割合
(2) 公表値は、基礎データからの観測値 (開示基準の変更によって、98年度までと99年度の間には断層がある)
(3) 試算値は、2000年3月末の開示基準によって遡及計算した値
(出所) 有価証券報告書、大株主データ (東洋経済新報社)、株式分布状況調査などからニッセイ基礎研究所作成

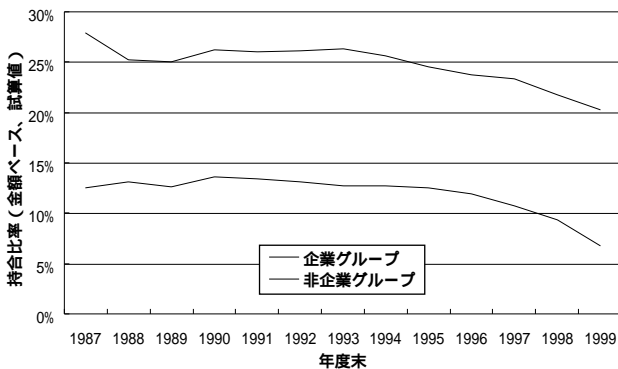
図表 - 2 保有主体別の持合比率の推移（金額ベース、％）

年度	持合比率		銀行による持合保有				事業会社による持合保有				その他の持合保有	
	観測値	試算値	銀行株	対前年変化幅	事業会社株	対前年変化幅	銀行株	対前年変化幅	事業会社株	対前年変化幅		対前年変化幅
1987	21.47	18.33	0.43		5.79		6.46		2.28		3.37	
1988	21.00	17.90	0.38	-0.05	6.27	0.48	5.81	-0.65	2.51	0.23	2.93	-0.44
1989	20.30	16.88	0.32	-0.06	6.37	0.10	5.34	-0.47	2.44	-0.07	2.41	-0.52
1990	21.42	17.97	0.38	0.06	6.77	0.40	5.74	0.40	2.54	0.10	2.54	0.13
1991	21.32	17.76	0.42	0.04	6.88	0.11	5.53	-0.21	2.50	-0.04	2.43	-0.11
1992	21.21	17.73	0.38	-0.04	6.75	-0.13	5.86	0.33	2.43	-0.07	2.31	-0.12
1993	20.77	17.48	0.36	-0.02	6.65	-0.10	5.71	-0.15	2.40	-0.03	2.36	0.05
1994	20.70	17.35	0.37	0.01	6.71	0.06	5.54	-0.17	2.45	0.05	2.28	-0.08
1995	20.32	16.94	0.33	-0.04	6.61	-0.10	5.23	-0.31	2.50	0.05	2.27	-0.01
1996	19.52	16.20	0.22	-0.11	7.33	0.72	4.09	-1.14	2.58	0.08	1.98	-0.29
1997	18.19	15.03	0.11	-0.11	7.14	-0.19	3.44	-0.65	2.44	-0.14	1.90	-0.08
1998	16.02	13.22	0.04	-0.07	6.18	-0.96	3.14	-0.30	2.30	-0.14	1.56	-0.34
1999	10.87	10.53	0.03	-0.01	5.13	-1.05	2.24	-0.90	1.98	-0.32	1.15	-0.41

(1) 持合比率の内訳は試算値に対応する
 (2) その他は、銀行と証券・保険など、事業会社と証券・保険など、証券・保険相互間などを含む
 (出所) ニッセイ基礎研究所作成

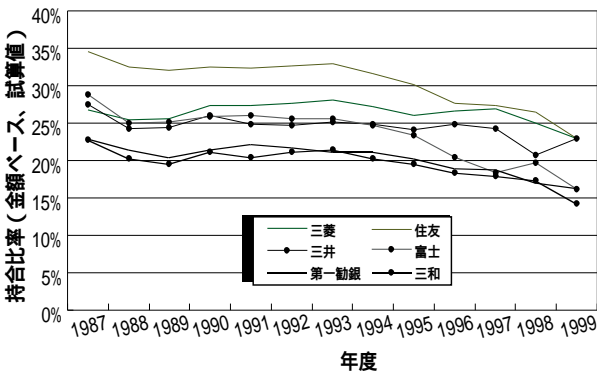
3.45%）、三井グループ23.01%（前年比+2.26%）、富士グループ16.21%（前年比 3.51%）、第一勧銀グループ16.38%（前年比 0.68%）、三和グループ14.33%（前年比 2.96%）と、三井グループを除いては全体と同様に大幅な低下を示して

図表 - 3 企業グループと非企業グループの持合比率（金額ベース、試算値）



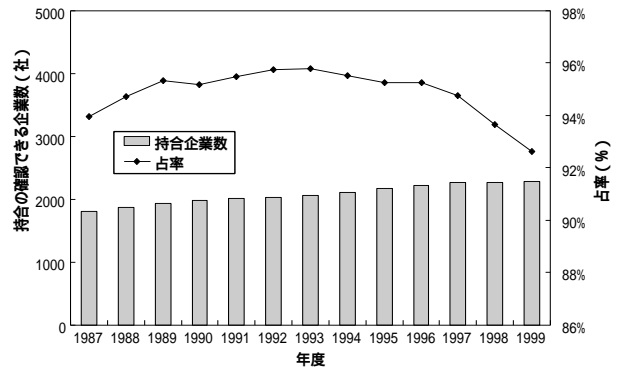
(出所) ニッセイ基礎研究所作成

図表 - 4 6大企業グループ別の持合比率（金額ベース、試算値）



(出所) ニッセイ基礎研究所作成

図表 - 5 持合関係の確認できる企業数とその占率



(出所) ニッセイ基礎研究所作成

いる。三井グループも、一部企業の大株主が変動した特殊要因を除くと、他の企業グループと同様の傾向を示しているものと考えられる（図表 - 4）

⑤また、何らかの持合関係が確認できる企業数は、新基準ベースで2290社となり調査対象企業に占める比率は92.6%（前年比 1.1%）と緩やかな低下傾向が続いている（図表 - 5）

2. 『脆い株式持ち合い』の整理状況

わが国の「株式持ち合い」は、1950年代から70年代にかけて経営権の安定や取引関係の強化などを目的として形成された。その後、80年代後半には企業の財テクの一環として公募時価発

図表 - 6 『脆い株式持ち合い』の整理状況

	株式合計	株主割当	公募	第三者割当	ワラト・払込部分
1985年	8,031億円	1,879億円	4,390億円	272億円	1,490億円
86	10,916	1,315	3,921	366	5,315
87	32,969	4,691	15,280	1,125	11,874
88	57,878	8,361	31,827	1,012	16,678
89	98,348	8,358	68,398	2,643	18,949
90	15,071	6,381	2,702	1,876	4,112

(資料) 東証統計年報 (東証)

バブル期(87~89年)の公募による調達額 115,505億円 について以下のような動きが観察される

	87 - 89年度の公募調達		把握可能な株数ベースでの状況			
	調達金額	発行株数	調査対象の発行株数	うち上場企業による買入株数(はめ込み率)	96 - 98年度の売却株数	
都銀・長信銀	33,285億円	1,279百万株	972百万株	553百万株 (56.9%)	505百万株 (91.3%)	
地銀	6,987	580	558	350 (62.7)	136 (38.9)	
第二地銀	3,821	267	188	50 (26.6)	23 (46.0)	
信託銀(含む大和銀行)	7,231	322	297	312 (105.1)	173 (55.4)	
銀行合計	51,325	2,448	2,015	1,266 (62.8)	836 (66.0)	
証券	5,681	267	212	137 (64.6)	274 (200.0)	
保険	2,646	193	193	61 (31.6)	62 (101.6)	
その他金融	1,227	43	21	19 (90.5)	4 (21.1)	
事業会社	54,628	3,754	3,364	1,646 (48.9)	689 (41.9)	
調達合計	115,505	6,705	5,805	3,130 (53.9)	1,865 (59.6)	

(資料) ニッセイ基礎研究所にて作成

行増資とその引受による「株式持ち合い」の積み増しが見られた。この部分は、株価動向によっては流動化する可能性がある『脆い株式持ち合い』と捉えることができよう。因みに、バブル期の87年度から89年度にかけての企業の公募時価発行による資金調達額は11.55兆円(発行株数は67.05億株)となっている。

この時価発行増資にともなう『脆い株式持ち合い』の規模と、96年度以降の「持ち合い解消」過程での整理状況を推計したのが図表 - 6である。整理状況の把握についても基礎資料変更の影響があるため、推計は96~98年度について行っている。なお、推計のカバー率は87%程度である。

これによると、バブル期の公募発行株数の約54%(株数ベースで31.30億株)が上場企業の保有増加によって吸収されたと見られる。内訳は銀行株では発行株数の約63%が、事業会社株では約49%が上場企業の保有増加として『脆い株式持ち合い』の積み増しとなっている。一方、96~98年度に、この上場企業の保有増加株の約

60%(株数ベースで18.65億株)がそれぞれの上場企業の保有株式から減少している。内訳は銀行株で約66%、事業会社株で約41%となっている。99年度も「持ち合い解消」が大幅に進んだことから、いわゆる『脆い株式持ち合い』の整理はほぼ終了した状況にあると考えることができよう。ただ、銀行株(保有増加の中心は事業会社)と事業会社株(保有増加の中心は銀行)で整理の進行度にやや差もあると考えられ、事業会社による銀行株売りは一段落の可能性が高いが、銀行の事業会社株売りはまだしばらく続く、やや跛行的な状況にあると見られる。

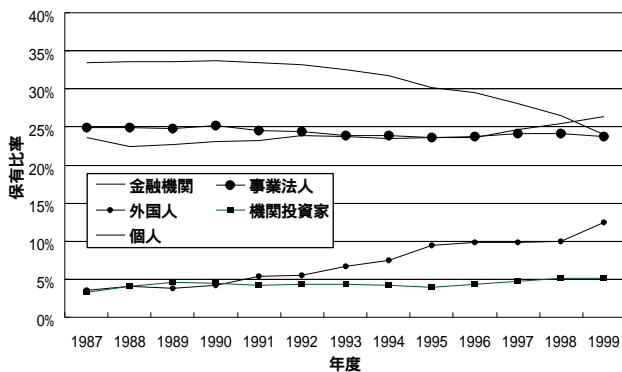
3. 「株式持ち合い」に代わる経営権安定の議論を

『脆い株式持ち合い』の整理がほぼ終了したと考えると、これ以上の「持ち合い解消」は、「株式持ち合い」の本来の目的である経営権の安定に対して影響を与えることが予想される。そうした視点から、いくつか触れておくこととしたい。

(1) 株式保有構造の変化

わが国株式市場での保有構造は、最近、法人（特に金融機関）保有の減少と、外国人、投信・年金などの機関投資家、個人投資家の増加が顕著となっている（図表 - 7）。「株式持ち合い」によってサイレント・パートナー化していた法人株主の存在に比べて、株価や企業経営における株主重視を求める姿勢は強くなるものと考えられ、より一層の資本の効率的な活用、情報開示や企業のIR活動の強化などの重要性が高まろう。しかし、こうした活動は、わが国企業システムがグローバル・スタンダードに適應することには不可欠で、定着には長期間を要するものである。短期的な実務面への悪影響を回避するためには、具体的な対応策が検討されるべきである。

図表 - 7 株式保有構造の推移
(株式分布状況調査、株数ベース)



- (1) 金融機関 = 長・都・地銀 + 生保 + 損保
- (2) 機関投資家 = 投資信託 + 年金信託
- (出所) 株式分布状況調査 (全国証券取引所協議会) よりニッセイ基礎研究所作成

(2) 企業意識

「平成10年度企業行動に関するアンケート調査」(経済企画庁)では、調査時期が株価の下落期に当たっていたことや、企業システムに対するグローバル・スタンダード化の動きが強まっていたため、図表 - 8 に示すとおり、「株式持ち合い」のメリットについては「従来」より「今後」の数字が小さくなり、デメリットについては「従来」より「今後」の数字が大きくなる傾向を示していた。その中で、メリットでは「企業買収の防止等による経営の安定」、デメリットでは「持合株式の株価低下による含み損の発生」の項目が全体の傾向とは逆の動きとなっている。『脆い株式持ち合い』の整理と、「株式持ち合い」の経営権安定機能に肯定的な見方を示していると解釈できよう。

(3) 具体的な持合解消株の受け皿

「持ち合い解消」の動きは、非流通株として安定保有されていた持合株式が市場に供給されることによって、株式の需給関係を悪化させ、株価の下落要因として懸念されている。株価対策の視点も含めて、持合解消株の受け皿にも注目が集まっている。自社株消却と年金への持合株式の拠出がその中心である。

①94年度の商法改正によって、自社株買入消却が認められた。さらに、ストック・オプション制度の導入もあり、持合解消株による株式需給

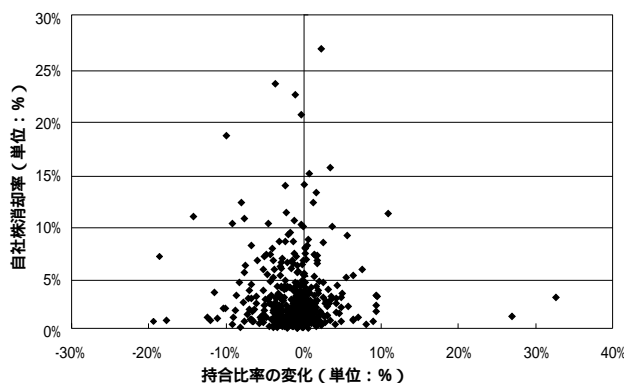
図表 - 8 企業の「株式持ち合い」に感じるメリット・デメリット

メリット	従来		今後		
	従来	今後	従来	今後	
長期・安定保有による株価の維持・安定	69.9%	55.2%	持合株式の株価低下による含み損の発生	58.6%	41.1%
持合相手との長期継続的取引が可能	52.3	42.9	長期安定保有による資金の固定	37.8	40.8
企業買収の防止等による経営の安定	33.0	36.8	資本コスト意識の希薄化	11.5	19.4
持合相手の引受など円滑な増資が可能	5.3	3.8	市場流通株式の減少による株価の不安定化	10.5	11.8
持合株式の株価上昇による含み益の発生	4.8	0.9	機動的な取引先選択の足枷	7.7	12.0
低い資本コストによる資金調達が可能	1.6	1.8	株式の影響力低下による経営規律の弛緩	6.8	6.9
メリットはない	2.2	9.3	持合相手からの経営介入圧力	5.4	7.2
その他	0.5	0.7	デメリットはない	9.7	10.1
			その他	0.2	0.5

(資料) 平成10年度企業行動に関するアンケート調査 (経済企画庁)

の悪化に対する受け皿として期待されていた。実際には、95年度の「見なし配当課税の凍結」によって、企業の実質的な利用が可能となり、96～99年度に日経新聞に報道された自社株買いは439社、買入総額2.34兆円に達している。しかし、自社株買い実施会社について、持合比率の変化と買入れ消却との間に相関関係は見られず、自社株買いが「持ち合い解消」の受け皿と確認できなかった（図表 - 9）

図表 - 9 自社株買入消却と持合比率の変化（96～99年度）



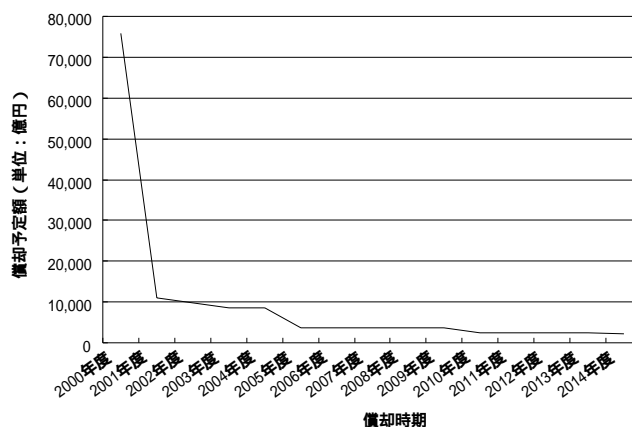
- (1) 96～99年度に自社株買いの結果を公表した上場企業439社を対象としている
- (2) 横軸は持合比率の96～99年度の持合比率の変化（新基準による試算値）
- (3) 縦軸は96～99年度の自社株買入株数の95年度末の発行株数に対する比率

（出所）日経新聞よりニッセイ基礎研究所作成

②2001年3月期から「退職給付会計」が採用され、年金・退職一時金の積立不足を負債計上し、最長15年での償却が会計上義務づけられた。以前から、SEC基準による会計処理を行ってきたソニーなどで持合株式を抛出して償却を進める動きはあったが、信託商品の整備や会計処理の確定によって、今後、利用の大幅な増加が見込まれ、持合解消株式の受け皿として、ある程度の役割が期待されている。ただし、企業の償却方針を見ると、早期の償却を行い負債の軽減化を図る企業が多く、「日経会社情報」（日経新聞）を利用した試算では、2001年3月期の償却予定額が7.57兆円に達するものの、2002年3月期

以降は1兆円程度の償却にとどまり、持合株式の受け皿としては一過性の効果にとどまるものと予想される（図表 - 10）

図表 - 10 年金・退職金の積立不足と償却予定



（注）上場企業のうち償却計画を公表している1404社の合計値
（出所）日経会社情報（日経新聞）よりニッセイ基礎研究所作成

以上のような点から見る限り、『脆い株式持ち合い』の解消がほぼ終了したと考えられる現在、さらに「持ち合い解消」を進めるためには、自社株買入消却、年金への持合株式抛出にとどまらず、経営権安定のために必要な措置などについての議論が必要ではないだろうか。例えば、株主総会の開催や株主の議決権行使などについてである。こうした具体的な議論なしの「持ち合い解消」は、企業経営に無用の混乱を引き起こす原因ともなりかねない。情報開示の積極化、IR活動の強化など、内容の充実に長期間を要する企業システムの改革だけでなく、株価形成や、企業経営実務の安定にも配慮した具体的な議論を望みたい。