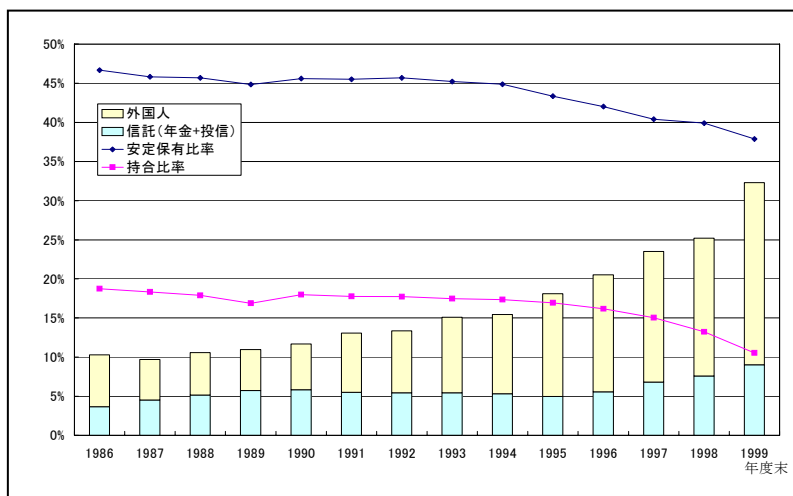


持ち合い解消と保有構造の変化

持ち合い解消の進行による株式保有構造の変化は、企業の意識改革を促し、経営スタイルをも変える可能性がある。企業年金会計のオンバランス化に伴う、退職給付信託への持合株式拠出については、一時的な影響を回避したに過ぎない。将来の保有構造の核として期待される年金資金などの長期的な健全性が損なわれないように、浮動株を考慮した株価インデックスの導入も必要ではないだろうか。

国内株式の保有構造の変化が加速している。永く、安定株主としての役割を果たし、ここ数年は売り主体の中心へと変貌してきた、銀行・保険・事業法人の99年度の売り越し額は、合計6兆円強に達した。持ち合い解消の結果、ニッセイ基礎研究所の調査でも、2000年3月末の市場全体の持合比率は10.87%と調査開始以来最低（対前年度低下幅は-2.69%と過去最大）となった（詳細は、「株式持ち合い状況調査99年度版」<http://www.nli-research.co.jp>を参照）。一方、外国人の保有比率が18.60%（対前年度+4.52%）となるなど、年金・投信も含めた純投資株主の保有比率は拡大傾向にある（図表1）。

図表1 安定株主と純投資株主の保有比率の推移



(注)

各年度末時点における上場国内会社の株式時価総額に占める割合。

持合比率は上場企業間での相互保有分、安定保有比率は持合+金融機関の関与する片持合+生保保有+関係会社保有分。

信託(年金+投信)、外国人の保有比率は、「株式分布状況調査」(全国証券取引所協議会)による。

企業を取り巻く環境を想起すれば、日本の企業文化に深く浸透してきた持ち合いが崩れ始めたとしても、驚くに値しない。不良債権など負の遺産処理や、資本効率の改善を進めたい企業にとって、遊休資産で含み益もある持合株式は、格好の手段となるだろう。また、株価低迷が長期化する中での時価会計導入は、株式のリスクを顕在化させ、企業の保有スタンスを変化させるだろう。事業法人に一步遅れをとっているが、銀行・保険もその例外ではない。

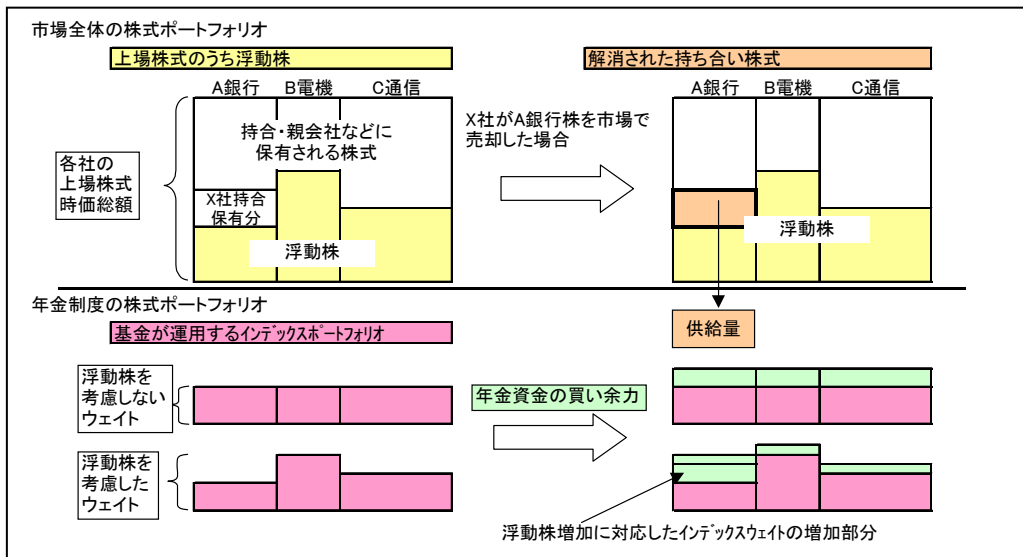
持ち合い解消に対する前向きな姿勢が、新たな投資家を惹きつけるかもしれない。株式保有構造の変化は、投資家の目を意識した経営を企業に促すことにもなることが、経営スタイルの変化、変革意識の芽生えとして投資家に評価される可能性もある。

ただ、サイレントパートナー喪失につながる持ち合いの解消に、消極的な経営者も多いだろう。持合株式を活用したいが、企業間の友好的関係も維持したいという要望に応える仕組みが、退職給付信託への持合株式抛出現である。退職給付会計導入に伴う会計基準変更時差異（年金債務の積立て不足）を、信託設定で緩和できる上、議決権の指図は委託者である企業に残るため、従来の持ち合い先との関係も維持される。さらに、持ち合い解消による市場への一時的な株式過剰供給が回避されるメリットもある。

会計制度変更のタイミングもあり、今9月中間期には、約4兆円（日本経済新聞社報道）規模の退職給付信託が設定された。利用が退職給付目的に限定されたことは、年金制度にとって大きなプラスである。しかし、信託抛出された株式の価格が下落した場合、年金制度を通じて、最終的に企業の負担となるなど、企業間の関係（実質的な持合株式）が一部オフバランス化されたに過ぎず、本質的な保有構造の変化とはいえない。

最近、「持合株式は流通性がないので、親会社が保有する公開子会社株式などとともに、株価インデックスの算出対象から外すべき」との議論が高まっている。ベンチマークとして浮動株を考慮したインデックスが定着した場合、年金運用の投資対象から持ち合い相当分が外されることをマーケットは懸念している。しかし、一度定着してしまえば、今後持ち合い解消が進行しても、インデックスウェイト上昇（買増要因）により需給バランスがとれるのである（図表2）。

図表2 浮動株を考慮したインデックスと持ち合い解消株式の吸収



会計制度のグローバルスタンダードへの変更を受け、わが国企業特有の問題点も相当に解消されつつある。持ち合い解消が進行する中、年金は将来の株式保有構造の中核として期待されるだけに、資産の健全性が損なわれてはいけな。インデックスの見直しには痛みが伴うかもしれないが、持ち合い解消の売り圧力に脅かされた状態を継続するよりも、投資家の評価による企業価値（株式時価総額）の増殖に期待する方が、長い目で見れば賢明ではないだろうか。