

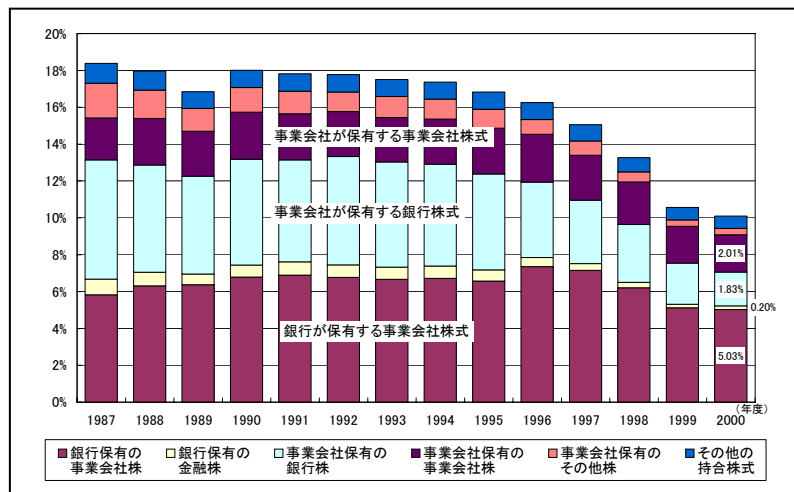
## 持ち合い解消と金庫株

株式持ち合いの解消が続いており、解消売りによる過剰供給は株価の不安材料である。そのため、企業による自己株式の取得は、シグナリング効果も加わって、投資家の不安を払拭する有効な手段となるだろう。ただ、消却されないで、金庫株として保有継続される限り、ベンチマーク（TOPIX）の歪みが解消しないことに留意が必要である。

これまでのサイレントパートナーによる株式売却（＝持ち合い解消）は、昨今、株式市場の大きな関心事項の一つである。ニッセイ基礎研究所の調査（2001年3月末時点）では、37.2兆円の持合株式が観測され、市場全体の時価総額に占める割合（＝持合比率）は10年連続の低下で、調査開始以来最低の10.1%となった（詳細は「株式持ち合い状況調査 2000年度版」<http://www.nli-research.co.jp> を参照）。

ここ数年の大幅な持ち合い解消にも拘わらず、まだ市場の1割程度の持合株式が存在することになるが、その中核を成しているのは銀行が保有する事業会社株式である（図表1）。しかし、株価変動リスクを遮断し、銀行経営の健全性を確保するために、2004年9月から株式保有制限（自己資本の範囲内）が課せられる見通しである。放出株式の一時的な受け皿として新たに「銀行等保有株式取得機構」が設けられても、銀行に株式を手放された企業からの銀行株式売却も予想されるため、株式過剰供給が引き続き市場の不安材料となりそうである。

図表1 持合比率の構成主体の推移



(注)  
各年度末時点で、上場企業間で相互保有している株式（持合株式）の時価総額を、市場全体の株式時価総額に占める割合（持合比率）として示した。

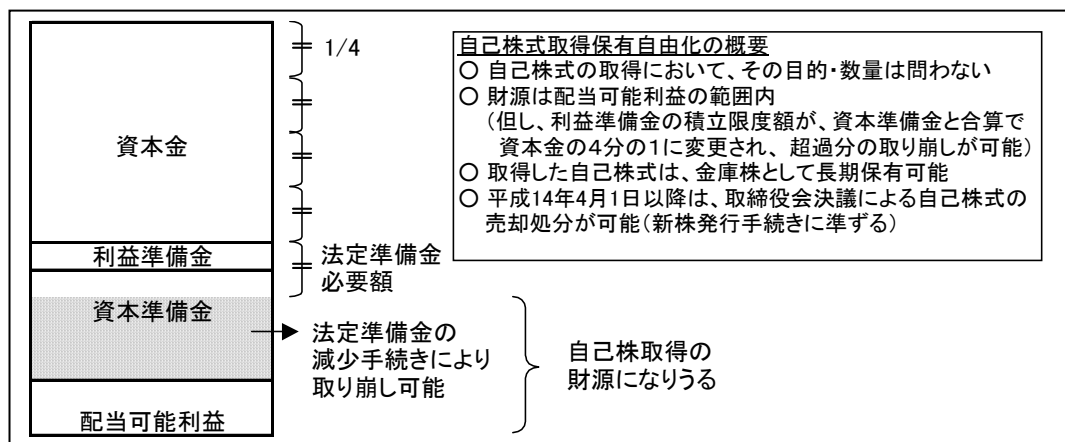
もっとも、持ち合い解消に踏み切る企業行動自体、経営スタイルの変革意識の芽生えとして評価することができるし、売却された側の企業も、年金資金など投資リターンを純粋に追求する投資家を獲得・維持するためには、株主を意識した経営が不可欠となるだろう。このように、持ち合いが歪めてきた株価形成の適正化、機関投資家、個人投資家の参入を促す市場改革など、株式市場全体に与えるプラス効果も評価したいところである。

とはいえ、持ち合い解消売りが短期的な需給悪化要因として不安視され、投資家が株式購入に二の足をふむことになれば、持ち合い解消のペースが減速しかねない。であれば、まずは企業自らが買い手となって、役割を終えた株式を元の鞘に戻す方が、保有構造転換の近道ではないだろうか。

企業に投資魅力がない場合は論外だが、自社株の取得には、企業自らがその投資価値を市場にアピールする効果（シグナリング効果）も備えている。先日、米国で起こったテロ事件後、株式市場の取引再開にあたり、SEC が自社株買いに関する規制を緩和し（時間と量的な制限を外した）、実際に多くの企業が買い手に回ったことは記憶に新しい。

10月1日に施行された改正商法では、「純資産額規制の撤廃」「単元株制度の導入」など、株式会社制度を巡りいくつかの変更点があるが、最大のポイントは、いわゆる「金庫株解禁（自己株式の取得保有の自由化）」であろう。企業の自己株式取得に際して目的が問われないため、使い勝手がよくなったはずである。さらに、消却せず金庫株として保有しておけば、仮に資本の再調達が必要な場合にも、改めて新株発行するのに比べて事務手続は簡素である（新株発行に準じた自己株式処分の手続きは必要）（図表2）。

図表2 自己株式取得保有自由化の概要



金庫株は、議決権や配当請求権を持たないため、実質的には株式消却されたのと同じ効果を持つ。しかし、年金資金等ベンチマーク運用を行う投資家にとって、取得された自己株式が消却されると、金庫株として継続保有されるのと、意味合いが異なる点に注意が必要である。というのは、株式運用のベンチマークとして一般的な TOPIX の計算において、「金庫株が指数算出用株式数に含まれる（消却して始めて、株式数が減じられる）」ためである。

実態は存在しない株式が、ベンチマークの算出対象に含まれるというのも奇妙な話である。一部で検討されているが、浮動株式数を基準にした株価指数のベンチマーク採用を、真剣に考えるべき時が来ているのかもしれない。