

# REPORT I

## 継続する持ち合い解消

### - 2001年度株式持ち合い状況調査 -

金融研究部門 黒木 文明  
kuroki@nii-research.co.jp

#### 1. はじめに

株式持ち合いを巡る環境の変化が続いている。金融商品時価会計の全面適用（2001年4月開始の事業年度）、1984年以来の日経平均1万円割れ（2001年9月）に象徴される株価下落、銀行の株式保有を制限する法律の施行（2002年1月）など、持ち合い関係が構築・強化された当時とは著しく状況が異なってきている。一方、急テンポで進行する持ち合い解消で、市場の需給バランスが崩れるのを懸念して、市場活性化策の一環としてETF（株価指数連動型上場投資信託）がスタート（2001年7月）、商法改正による金庫株の解禁（2001年10月）、銀行等株式取得機構の設立（2002年1月）など、持ち合い解消の受け皿を意識した政策が矢継ぎ早に繰り出されてきた。さらに、特定時期に買い入れられた株式に、株式譲渡益課税を優遇するなど、税制面でも対策が講じられている。

銀行の株式保有制限の考え方が正式に示された昨年4月の緊急経済対策では「株式保有リスクに伴う銀行経営の健全性」に加えて「株式市場の活性化」「コーポレート・ガバナンスの改善」の必要性が指摘されるなど、従来は持ち合い解消に伴う市場の混乱回避ばかりに気を取ら

れ、一過性の対策に終始してきた政策が方向転換したとも受け止められる。

ところで、株式を買い集めて株主提案を行うアクティブ・シェアホルダーの動きは、安定株主の離脱が続く中で、当事者である企業には頭の痛い問題であろう。このような経営に介入する手法を、単純に容認するとは思えないが、受託者責任を負う機関投資家から、現経営陣が信任を得るには、それなりの努力・対応が必要であろう。

こうした状況変化の中、ここ数年、急速に整理が進められてきた株式持ち合いの実情について、今般まとまった「株式持ち合い状況調査2001年度版」の結果に若干の解説を交えつつ紹介する。

#### 2. 2001年度版調査結果について

##### (1) 調査方法について

96年度から公表を開始した持ち合い状況調査も、今回で6回目を迎えた。その間、会計制度、会社制度などの変更には、調査方法を一部変更することで対応し、87年度から15年分の時系列データを積み上げてきた。

わが国株式市場の所有構造に関しては、戦後以来の統計を持つ「株式分布状況調査（全国証

券取引所協議会)」が有用である。最新の調査（平成13年度株式分布状況調査）では、合計で30.5%を所有する銀行および事業法人等の比率が低下傾向にある一方、外国人・年金信託など純粹投資家の比率が拡大傾向にあるといった、わが国株式所有構造の近年の特徴が示されている。

本株式持ち合い状況調査は、「大株主データ（東洋経済新報社調べ）」および「有価証券明細表：有価証券報告書附属明細表（日経QUICK情報）」を基礎データとし、判明した企業間の株式保有関係を調査、集計したものである。開示データの積み上げ調査ゆえに、カバレッジの不十分さは否めないが、保有関係の付け合わせにより、意図的な保有関係の証左と考えられる「株式相互持ち合い」を捕捉している点が最大の特徴である。

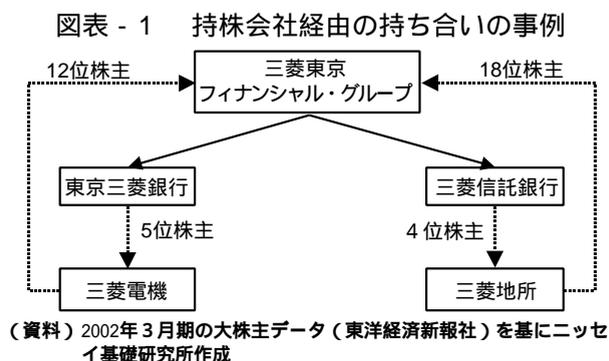
#### 調査対象

調査の対象は「各年度末（3月末）時点における全国証券取引所上場会社<sup>(注1)</sup>、および、翌年度初の合併などを前に非上場となった会社<sup>(注2)</sup>」である。新規公開や、店頭市場からの移管により取引所上場企業が大幅に増加した結果、2001年度の調査対象は2,668社（上場2,660社+被合併企業等8社）と前年度に比べ66社増加した。集計対象はこれら企業が発行する上場普通株式で、時価換算で313兆円（対前年度 55兆円）である。

#### 持ち合いの定義

持合株式の判別・認識は、名義ベースの保有関係が相互であることを条件に行う。ただし、「年金資産に退職給付信託として拠出された信託銀行名義の株式<sup>(注3)</sup>」および「企業再編に伴う持株会社などを経由した株式保有」については、実質的な相互保有関係により持ち合い等の判別を行う。例えば、三菱東京フィナンシャル・グループは、傘下銀行である東京三菱銀行を介して、三菱電機と「持ち合い」にあると認

#### 識する（図表 - 1）



#### 集計方法

企業間の保有関係が「持ち合い」の場合、互いに保有する株式のすべて<sup>(注4)</sup>を持合株式として集計し、その合計が調査対象会社の上場株式全体に占める割合を、「持合比率」として計測している。

その集計には、3月末時点の株価で時価評価した「金額ベース」と、株式数を1単元の株式の数で除した「単元数ベース（従来の単位数ベース）」の2つの方法を用いている。集計値としては、市場が評価する価値という意味で金額ベースが適切と考えられるが、時系列比較の際に株価変動の影響が避けられないため、単元数ベースも併用している。

#### 公表数値

2000年3月期より有価証券明細表の開示範囲が狭まった。その影響を排除し、調査結果の時系列比較を可能にする目的で、観測範囲に制約を加えた「試算値<sup>(注5)</sup>」を計測している。今回の公表数値は、1999年度までは「試算値」、2000年度以降は、利用可能なすべてのデータを用いて計測した「観測値」である。

#### (2) 市場全体に占める割合（図表 - 2）

##### 持合比率

2001年度調査では、2,330社（調査対象の87%）について何らかの持ち合い関係を有することが

確認された。各社が複数の企業との間で持ち合いを行うことが多いため、持ち合いを形成する保有関係は累計で18,500に達する。この持合株式の3月末時点の時価総額は27.9兆円と、前年度と比べて9.4兆円の大幅な減少となった。その結果、上場株式全体に占める持合株式の割合(=金額ベースの持合比率)は8.9%となり、調査開始以来初めて10%の大台を割り込んだ。前年度の持合比率と比較して1.3%ポイントの低下で、90年度以降11年連続での低下となった。

上場企業の子会社やオーナー企業の公開が相次ぎ、以前とは調査対象企業の質が異なる面もあるとはいえ、ここ数年の持合比率低下は著しい。大量の時価発行増資が持ち合い株主にはめ込まれた80年代後半のピーク時と比べると、市場全体の持合株式の比重(=持合比率)は、半分以上の水準にまで低下している。

また、単元数(株式数÷1単元の株式数)ベースの持合比率は9.1%となり、金額ベースの持合比率とほぼ同水準となった。持ち合いが確認されない企業が大幅な株式分割を行うなどし、単元数で測った持合株式の比重が薄まったこと

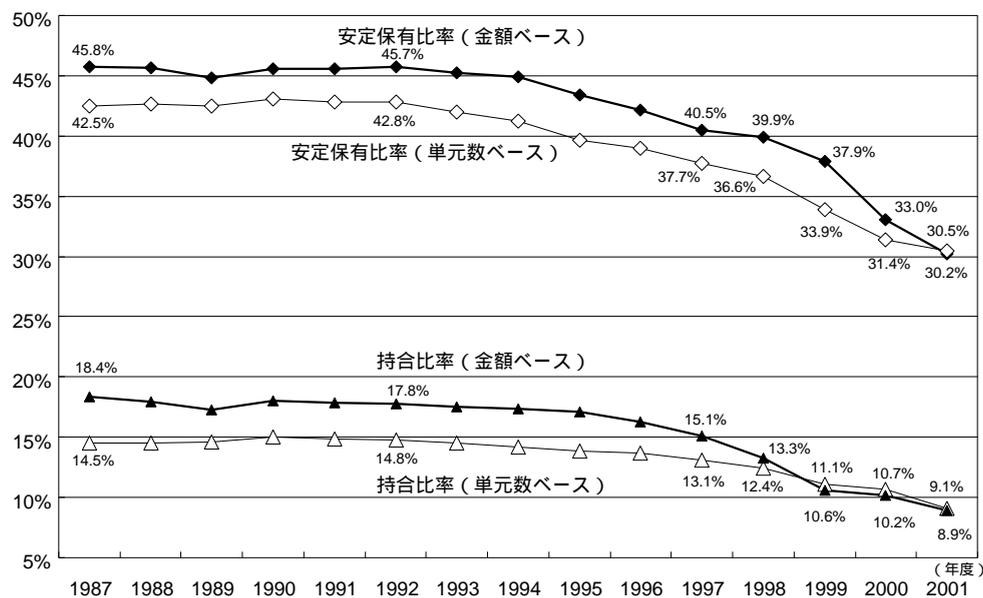
もあり<sup>(注6)</sup>、単元数ベースの持合比率は対前年度1.6%ポイントと大幅な低下となった。比率の低下は、金額ベースと同じく11年連続であり、集計方法と関係なく持合比率の低下傾向が確認される。

#### 安定保有比率

融資取引関係の維持・拡大などを目的に株式保有を行う場合には、必ずしも持ち合いでなくとも、互いに合意の上で安定的な保有関係を構築しているものと考えられる。そこで、上述の持合株式に、「金融機関<sup>(注7)</sup>の関与する持合以外の株式」、さらには「上場関係会社が保有する株式」を加えたものを「安定保有株式」と定義し、市場全体の安定保有比率を計測した(金融機関の保有分には、株式分布状況調査の結果を利用)

2001年度末時点では、金額ベースで30.2%(対前年度2.8%ポイント)、単元数ベースで30.5%(対前年度0.9%ポイント)となった。90年代半ばに始まった安定保有比率の低下傾向は、持合比率の低下傾向と同様、収まる兆しが見られない。

図表 - 2 市場全体の持合比率・安定保有比率の推移



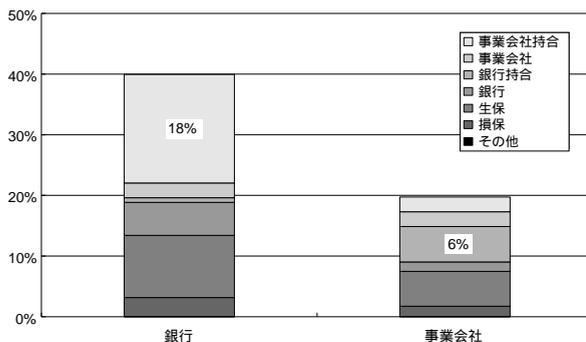
(資料) ニッセイ基礎研究所

### (3) 安定株主の構成

2001年度末時点での持合構造の内訳を見ると、「銀行が持合保有する事業会社株式」が、持合株式全体の51%を占め、次いで「事業会社が持合保有する事業会社株式」24%、「事業会社が持合保有する銀行株式」14%と続いている。このように、持合構造の中心的な役割を果たしているのは銀行である。

次に、全調査対象から、上場子会社・関係会社を除いた企業群について、銀行と事業会社それぞれの安定株主の構成を観察した。銀行（信託銀行は除き、持株会社を含む）株式は、確認できるだけで、その40%が上場会社および金融機関から安定保有され、うち18%は事業会社から持ち合い保有されている。一方、事業会社株式は20%が安定的な保有で、うち6%が銀行から持ち合い保有されたものである（図表 - 3）、この結果、銀行が持合株主を中心とした安定株主に強く依存している姿が浮かび上がる。

図表 - 3 発行主体別の安定株主構成



(資料) ニッセイ基礎研究所

### (4) 6大企業集団の動向

産業支配が危惧されたかつての状況とは異なるが、6大企業集団の動向に対する世の中の関心は高い。公正取引委員会が、集団を超えた大手銀行の統合を検討した際のアンケート調査（産業界に与える影響について、統合行から融資を受ける事業者等を対象に実施）では、「企

業集団が解消するとみている事業者は少なかった」と結論づけている。銀行再編により各集団の解釈、時系列比較が難しくなった面はあるが、過去継続的に行ってきた調査でもあり、6大企業集団の持ち合い状況を計測した<sup>(注8)</sup>。

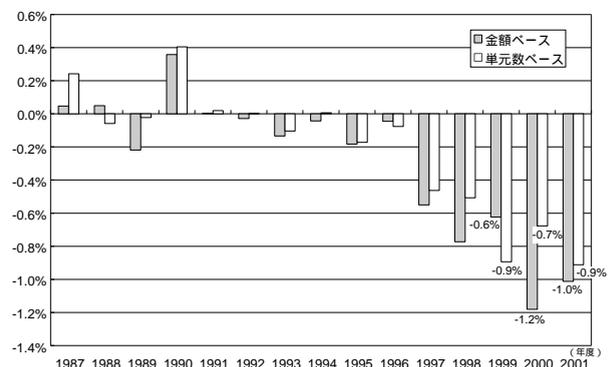
企業集団に属する企業の持合比率は、2001年度末時点で14.1%と市場全体8.9%および企業集団に属さない企業6.8%の水準を大きく上回っている。特に、各企業集団内のメンバーだけによる持合比率が6.6%で、持合株式のおよそ半分を企業集団に依存している。ここ数年、集団内での持ち合い解消の事例も観察され、関係見直しも例外ではないようだが、その結びつきが抜本的に見直されつつあるとは考えにくい。

## 3. 持ち合い解消の実態について

### (1) 要因分析では1%の解消幅

計測された持合比率には、集計方法や、新規上場・上場廃止など調査対象ユニバースの変化による影響があり、集計された持合比率の変化だけでは、持ち合い解消の実態を捉え切れない。そこで、持合比率の変化を、簡便的な手法を用いて要因分解し、実質的な持ち合い解消要因を抜き出した。ここでは、持合比率の変化幅 = 「各社のウェイト変化要因 ( )」 + 「各社の持合比率変化要因 ( )」 + 「 と の相互要因

図表 - 4 実質的な持ち合い解消幅



(資料) ニッセイ基礎研究所

( )」+「新規上場要因( )」+「上場廃止要因( )」の5つの要因に分解し、+を実質的な持ち合い解消幅と見なしている(図表-4)

その結果、2001年度に関しては、金額・単元数ベースとも1%ポイント程度の解消幅であった。持合比率の水準が10%弱であることを考え合わせれば、持合株式の1割程度が売却された、あるいは、持ち合い相手を失ったと言える。

## (2) 銀行による保有関係見直しが本格化

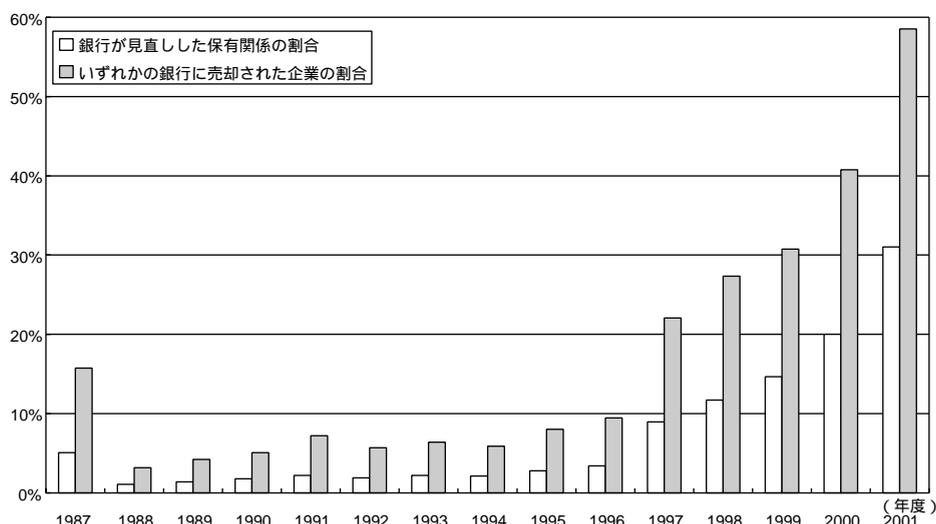
昨今、特に強い関心を集めているのが、銀行による株式売却の動きである。そこで、銀行が保有関係の見直しを強めてきている様子を、時系列で確認してみた。ここでは、86年度末時点の東証1部上場事業会社を調査対象とし、前年度に銀行(都銀・長信銀)が大株主となっていた保有関係総数のうち、当年度中に保有株数を減少させたことが確認(注9)できた関係の割合を計測した(図表-5左側の棒)。90年代前半までは、保有株数を減少させた関係の割合は2%前後で推移し(残り98%は株数不変または増加)銀行は文字通り安定株主であったことが

わかる。ところが97年度以降、この割合が次第に増加し、2001年度では31%(ETFへの拠出を行った東京三菱銀行を除外しても26%)になっていて、保有関係の見直しが急速に行われていることがわかる。

さらに、各企業では、複数の銀行が大株主となっているケースが一般的である。そこで、いずれかの銀行から保有株数を減らされた企業の割合も計測したところ、2001年度は約6割の企業が見直し対象に該当したことが確認できる(図表-5右側の棒)。さらに、直近の5年間で見ると、銀行からの株式売却に直面した企業の割合は8割に達している。

年初施行された「銀行等の株式等の保有を制限する法律」では、2004年9月までにTier1の範囲内への株式残高圧縮を求めている。ETFの活用なども含め、大手行は2001年度中に5兆円超の保有株式を切り離したが、不良債権処理や株式評価損などで自己資本減少を余儀なくされ、2001年度末時点では、依然として約7兆円(保有株式の3割弱相当)の超過保有状態が継続している。このため、今年度も大手行合計で約5兆円の保有株式圧縮が計画されている。

図表-5 大株主銀行が保有株数を減少させた企業の割合



(注)対象は1986年末時点における東証1部上場企業(971社) 株主は信託銀行を除く大手銀行  
(資料)ニッセイ基礎研究所

#### 4. 受け皿の実効性

##### (1) 金庫株解禁で自己株取得は活発化

2001年10月施行の改正商法により、企業が取得した自己株式を継続して保有することが可能となった(図表-6)。また、取得財源についても、法定準備金の要積立額が緩和され、自己株取得の自由度は大幅に改善した。改正商法施行以降、2002年8月末までの定時株主総会で普通株式の自己株取得枠設定の決議を行った上場企業は約1,200社で、取締役会に授権された自己株取得枠は9兆円に達している。しかし、このうち過去に自己株取得(消却目的)の取締役会決議実績のある企業に限定すれば、取得枠総額は3兆円に激減する<sup>(注10)</sup>。

例えば、6月の定時株主総会で総数9千万株、取得総額6,500億円を限度とする自己株取得枠を設定したソニーのように、従来の消却特例法に基づき授権されていた(定款に記載)のと同数の取得枠を、法改正を受けて取り直しただけの企業も多い<sup>(注11)</sup>。さらに、大手銀行の自己資本不足が問われる中で、UFJホールディングスによる30万株(発行済み株式数の6.17%に相当)の自己株取得枠設定のように、まったく現実味のないケースすら存在する。

このように、自己株取得枠9兆円からは、相当地に割り引いて考える必要があるが、金庫株解禁で企業の意識が変わったのも確かなようである。金庫株には、配当参加権も議決権もないため、企業にとっては、従来の制度の下で消却するのとほとんど差がないのに、金庫株が解禁された2001年10月以降に自己株取得を実施し、金庫株として保有するケースが増加している。また、株主総会終了後の7月には投資主体別で事業法人が大幅買い越しとなるなど、株式市場の需給環境に法改正の効果が現れ始めた可能性がある。

機関投資家からすると、運用評価のベンチマークであるTOPIXのウェイト算出上、金庫株が含まれるなどの問題はあるが、持ち合い解消の受け皿として企業が自己株取得(金庫株)に前向きになったのは光明である。

##### (2) E T F への拠出

幅広い銘柄を大量に保有する金融機関が、迅速に残高圧縮を進める方策の一つにETF(株価指数連動型上場投資信託)の活用があり、三菱グループに属する金融機関を中心にいくつかの実例が報告されている。ETFの最大の特徴は、株式の現物拠出により設定される点で、金融機

図表 - 6 自己株式取得に関する法制度の推移

改正年	法律	主な内容
1994年	商法改正	利益による消却や従業員持ち株会への譲渡などの目的に限り取得容認(株主総会決議に基づく)
1997年	商法改正	ストックオプションを目的とした取得容認
1997年	消却特例法	定款への記載を要件に、利益による消却目的の取得容認(取締役会決議に基づく)
1998年	消却特例法改正	資本準備金による消却目的の取得容認(2000年3月末までの時限措置。その後、2002年3月末まで延長)
1999年	土地の再評価に関する法律の改正	土地の再評価差額金による消却目的の取得容認
2001年	商法改正 (金庫株解禁)	目的・数量の制限撤廃、保有制限の撤廃

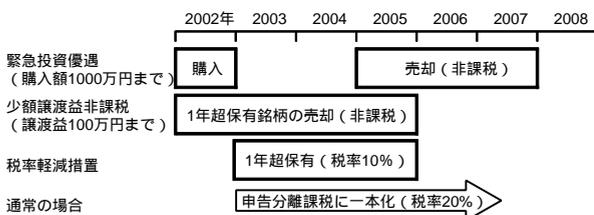
(資料) 各種資料よりニッセイ基礎研究所作成

関は保有株式を市場に売却する代わりに、ETFを売却することになる。個別銘柄の持つ経営内容や流動性に関係なく拠出できるのが大きな利点で、まとまったロットの持ち合い解消には有効なスキームといえる。さらに、ETFの価格変動リスクは株価指数先物などを用いたヘッジが容易なため、時間をかけてETFを売却できるし、ETF組成に関わった証券会社が転売に協力するケースもあるようだ。もちろん、投資家が現物株式の代替としてETFに投資するだけなら、株式市場の需給に与える影響は中立である。ETFの持つ商品特性が認知され、新たな投資家需要を喚起できるかどうか、成功の鍵となるだろう。

### (3) 個人投資家の動きは鈍い

株式市場が個人マネーに寄せる期待は大きい。株式の最低投資金額引き下げのため、単元株制度が導入されるなど、個人投資家を株式市場に呼び込む政策が打たれ始めている。また、税制面では、銀行の株式保有制限の適用時期(2004年9月)を意識したかのような、購入・売却の時期を限定した緊急投資優遇措置なども導入されている(図表-7)。

図表-7 譲渡益課税の優遇措置



(資料) 各種資料よりニッセイ基礎研究所作成

ただ現実には、投資金額の小口化や時限的な税制優遇だけで個人投資家が重い腰を上げるとは考えにくい。内閣府が本年5月に行った(公表は8月)「証券投資に関する世論調査」では、今後の株式・投資信託への投資を「行うつもり

はない」とする人の割合がそれぞれ82.7%、87.5%となっている。国債や社債への投資も9割近くが行うつもりがないなど、証券投資への個人の関心の低さが読み取れる。個人投資家を株式市場に呼び込むには、小手先でなく、さらに踏み込んだ政策が必要だろう。

### (4) 株式取得機構は使い勝手の悪さが問題

銀行の株式保有制限導入による大量の株式売却で、市場の需給が乱されることのないよう、一時的な受け皿となる「銀行等保有株式取得機構」が設立されている。本年2月より買い取りスタートしたものの、実績は少額にとどまっている。そもそも、一般勘定買い取りが前提とするETFの組成や発行企業による買い取りに、機構が仲介する必要性は感じられない。一方、売却時に売却額の8%の拠出金を求められる特別勘定買い取りでは、銀行のバランスシートから切り離して保有制限をクリアできても、拠出金部分に株価下落リスクが残り、BIS基準上でリスクアセットに含まれたままとなるなど、使い勝手の悪さが目立っている。先の国会で見送られたが、事業法人の保有する銀行株式を買い取り対象に加えるなどの機能拡張が今後の焦点といえる。

## 5. おわりに

金融機関を中心とする保有株式圧縮や、持ち合い解消は当面継続するであろう。もちろん、「株式保有制限への対応」「株価変動リスクの抑制」「資本効率の向上」など、持ち合い解消の目的が達成されるにつれ、解消ペースはスローダウンすると思われる。ただし、これまでは売却しやすい銘柄から先行的に売却されてきた可能性は高いし、保有株式が圧縮されるにつれETFの活用も困難になる。そのため、今後、円

滑に保有株式圧縮が進んで、持ち合い解消の目的が達成されるかは多に懸念される。

前出のアンケートでは、個人の多くが「株式投資を行うつもりがない」という。国民の消極的な投資スタンスを、金融機関の仲介機能で補うにしても、預金・保険の引き受け手こそが最大の売り主体であり、さらには互いが資本を抛出し合う状況にある。持ち合い解消による需給不安が投資家心理を冷え込ませているのに加え、海外投資家が会計・企業統治問題で混乱していることもあり、公的年金以外には株式市場への本格的な資金流入を見込める主体が見当たらないのが現状といえる。

こうした状況で、持ち合い解消に直面した企業が、自然体で投資家を見出せる保証はない。株価水準の調整は、投資家不在の問題を一気に解決するかもしれないが、株価変動リスクを遮断するための保有株式圧縮が、株価下落を通じてでしか達成されない最悪のシナリオは、回避しなければならない。こうした事態を回避するためのセーフティネットとして設けられた銀行等株式取得機構が、その役割を果たす局面が来ないことを願うが、使われる仕組みへの準備だけはしておく必要がある。

もっとも、持ち合いが蔓延したわが国では、企業が真に必要とする資本の量が定かでない。そもそも経営権の安定化を目的に、持ち合いで膨らんだ資本であれば、自己株取得により適正な資本規模へと是正するのが筋であろう。企業が資本コストを認識し、自発的に行動を起こすべきなのはもちろん、持ち合い解消を円滑に進めたい株主が、株主権を行使してでも企業に自己株取得を促していくべきではないだろうか。ただ、持ち合いで提供された資本を元手に借入・投資規模を拡大したため、自己株取得が困難な状況にある企業が多いのも現実であり、簡

単に片づく問題ではない。

そこで、企業自らが、資本獲得競争での勝ち残りを目指し、経営効率の改善を進めると同時に、透明で誠実な経営を心掛けるなど投資家に理解されるための努力が必要だろう。また、マーケットとしても、投資対象に相応しくない企業を退出させ、資本提供者のレベルに合った市場規模に近づけていくことが、回復の近道ではないだろうか。

- 
- (注1) 公開前後で株主構成は大きく変化するため、観測日以前の最終決算日時点で未上場の会社は除く。
  - (注2) 企業再編により年度末時点で上場廃止となる会社によって、観測結果の時系列連続性に与える影響に配慮した。この定義により、例えば2001年度は「東京海上火災保険」を調査対象に含めることができる。
  - (注3) 信託設定された株式の名義は信託銀行となるが、退職給付信託契約により、議決権行使の指図権を企業に留保することができる。
  - (注4) 信託銀行名義の株式については、信託勘定分を完全には分離できないため、持ち合いとして認識しない。
  - (注5) 1999年度以降の財務諸表規則の開示様式変更（「有価証券明細表の開示対象範囲」及び「関係会社有価証券明細表の廃止」）に合わせ、過年度データの捕捉可能範囲を制限したもの。
  - (注6) 特に、2001年度末にNTTドコモが大幅な株式分割（1対5）を行った結果、市場全体の単元数に占めるNTTドコモの割合が、2000年度末時点の1.6%から6.6%へと大幅に上昇した影響が大きい。
  - (注7) 金融機関＝国内銀行（信託銀行を除く）および国内の生命・損害保険会社。
  - (注8) 構成メンバーは公正取引委員会の「企業集団の実態について～第七次調査報告書」に記載された社社会メンバー。但し、メンバー企業を傘下に置く持株会社（三菱東京フィナンシャル・グループなど）もこれに加えた。
  - (注9) 調査対象企業の株式分割・合併、銀行同士の合併、大株主データの捕捉範囲を考慮し、前年度比1%以上の株数減少が確認できた場合のみ、カウントした。
  - (注10) 過去に実績がなくても、ヤマト運輸の450万株（発行済株数の1.0%）など、既に設定された自己株取得枠を使い切った会社もある。
  - (注11) トヨタ自動車による1億7千万株の自己株取得枠の設定も注目を集めたが、取得・消却済みの約1億8千万株を加えると、これまで定款で定めてきた3億7千万株の範囲内である。