

# REPORT I

## 持ち合い解消に見る企業と銀行の関係

### - 2002年度株式持ち合い状況調査 -

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

#### 1. はじめに

「株安が企業業績を圧迫」。日経平均が20年前の水準に落ち込む中で、2003年3月期決算は期末を迎えた。銀行株を中心に、保有株式に多額の評価損が発生し、最終赤字に転落した企業も少なくない。懸命なリストラ努力を一瞬にして奪い去られ、経営者も株式保有リスクを改めて認識したことだろう。

97年の金融危機発生による株価下落で銀行株保有リスクが大きく顕在化して以来、銀行再編や金融商品時価会計の導入など、企業が保有銀行株を見直す機会は度々存在した。その過程で、保有株式を早期に売却した企業も見られたが、銀行との旧来の関係を維持し、株式保有を継続した企業が多数派であった。ただ、今回の株価下落局面で政界から湧き上がった「時価会計凍結結論」に同調する声は、当事者の経済界から聞こえてこなかった。バランスシートから外したところで、実態は何も変わらず、むしろマイナスの影響が生じかねない懸念を、経営者は認識していたと思われる。

わが国の株式保有構造は、長きにわたり法人安定株主が支配的であった。その基本的な構図は、資本力に優る少数の銀行が事業法人の大株

主となる一方、銀行を大株主に持つ多数の事業法人が銀行株式を保有する相互関係であった。しかし、銀行に株式保有制限（Tier 1 自己資本の範囲内に株式保有を制限）が課せられたことなどもあり、この構図を維持することが困難になってきた。とくに2002年度は、新たに加わった日銀の株式買取りスキームも活用して、大手銀行が当初計画の5兆円を上回る6.4兆円を売り切るなど、金融機関の株式売却が大きく進展したことは、改めて指摘するまでもないだろう。

銀行が株式売却を進める一方、銀行株の著しい株価下落による影響が深刻だった事業法人がどのように行動したのかは明らかでない。むしろ、銀行の自己資本増強策に多数の企業が協力するなど、両者の関係が依然として強固であることも再認識されている。

そこで、今般まとまった「株式持ち合い状況調査（2002年度版）」の結果をもとに、急速に解消が進んだとされる持ち合いの現状を整理した上で、とくに今後の展開予想に重要と思われる、事業法人の保有銀行株の動きを考察した。

#### 2. 2002年度版調査結果について

##### (1) 調査方法について

##### データ

ニッセイ基礎研究所の「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）」及び「有価証券明細表：有価証券報告書附属明細表（日経QUICK情報）」の2つを基礎データに、各企業が相互に保有し合う株式を調査したものである。公表データに頼った調査ゆえ、捕捉可能な範囲が限定的ではあるが、個別企業間の関係にまで踏み込んだ調査ができる点は大きなメリットがある。ちなみに、2002年度版のデータ捕捉度は、「株式分布状況調査（全国証券取引所協議会）」で全数集計された銀行部門の保有株式を例にとると、金額にして80%強がカバーされている。

#### 調査対象について

基準日：年度末（2002年度は2003年3月末）

調査対象企業：基準日に全国証券取引所に上場している会社<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>（ジャスダックは含まない）。2002年度版の調査対象は2,674社で、前年度に比べ6社増加した。

調査対象株式：調査企業発行の上場普通株式（NTTなどの政府保有分は含まない）。2002年度版の調査は、時価総額237兆円（対前年度 77兆円）、単元数にして9億単元（対前年度+1.5億単元）。

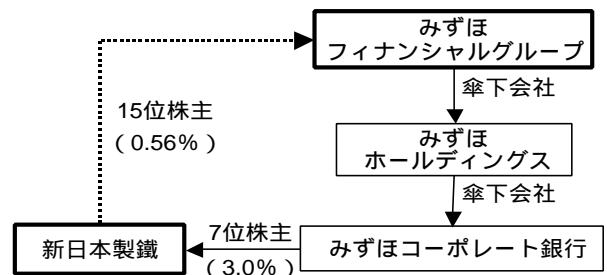
調査対象株主：調査対象企業および非上場の国内金融機関（銀行・保険会社）。これら株主が保有する株式が個別企業関係の調査対象となる（ただし、信託銀行保有株式は、信託勘定分を完全に分離できないため集計対象外）。

#### 持合株式の定義

2つの企業で株式を相互に保有し合う状態を「持ち合い」とし、それぞれが保有する相手企業株式すべて（その保有株がアンバランスでも）

を「持合株式」と定義する。原則として2社間の関係で相互性を識別するが、昨今の企業組織形態の多様化を考慮し、持株会社については、その傘下企業による保有株式を含めて、実質的な相互性を判別している。例えば、図表-1に示した、みずほフィナンシャルグループと新日本製鐵の関係は、株式保有に相互性あり（＝持ち合い）と判定し、「新日本製鐵が保有するみずほフィナンシャルグループ株式」、および「みずほコーポレート銀行が保有する新日本製鐵株式」のすべてを、持合株式としてカウントする。

図表-1 持株会社経由の持ち合いの事例



（資料）2003年3月期の大株主データ（東洋経済新報社）をもとにニッセイ基礎研究所作成

また、「退職給付信託として、企業により年金資産に拠出された信託銀行名義の株式<sup>(注3)</sup>」も、企業間の関係が深く、長期安定的な保有を目的とした株式が中心であることから、企業が直接保有する株式と同じ扱いとした。

報告数値は、基準日において、調査対象株主が保有する調査対象株式を推計した上で、そのすべてにつき保有形態を識別し<sup>(注4)</sup>、調査対象株式全体に占める、集計された持合株式の割合を、「持合比率」として計測したものである。集計に際しては、基準日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」の2つを併用し、変化のトレンドを見誤ることのないよう留意している。

#### 安定株式の定義

相互保有関係になくとも、取引関係の維持・拡大など政策的な目的のもと、合意の上で安定的に保有継続される株式が多く存在した。ここでは、「持合株式」に「金融機関の関与する株式」および「上場関係会社（親会社など）が保有する株式」を加え、「安定保有株式」として定義して「安定保有比率」を計測している。なお、市場全体の安定保有比率を計測する際には、個別保有関係の積み上げ調査のカバレッジ不足を補うため、金融機関が保有する株式については株式分布状況調査の結果を利用している。

## (2) 2002年度末時点の結果

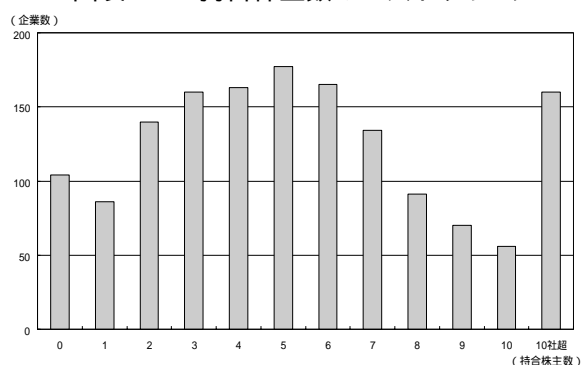
上述のデータで、調査対象株主による保有関係が確認できたのは約42,000で、うち17,000で相互性が認められた。これら相互保有関係のある株式、すなわち持合株式について、3月末時点の時価で集計した時価総額は17.6兆円で、対前年度 10兆円と大幅に減少し、1987年度分からの観測来最低の水準となった。ここから計算される、金額ベースで測った市場全体の持合比率の7.4%（対前年度 1.5%）は、単元数ベースで計測した持合比率の7.2%（対前年度 1.9%）とともに観測来最低を更新した。これらの結果が示すとおり、わが国の株式市場において、持ち合いで保有される株式の重みは、相当に薄まったといえる。ただ、17.6兆円という金額は、上場銀行株の時価総額（16.3兆円）をも上回る額であり、必ずしも小さくないことは、認識しておく必要があるだろう。

次に、安定保有比率に目を向けると、金額ベースで27.1%（対前年度 3.1%）、単元数ベースで26.0%（対前年度 4.5%）と、持合比率と同様に大幅な比率低下となった。この比率低下は、金融機関が大幅な売り越し主体であったこととも整合的な結果である。

さて、個別企業の実態を見ると、持ち合いが依然として根強いこともわかる。2002年度調査で、持合株主が確認できる企業は、調査対象企業の85%にあたる2,281社で、とくに株主の分散化が進んだ（筆頭株主の保有比率が20%未満）企業1,615社に限定すれば、その93%の1,508社で、持ち合いが確認される。

しかも、これら株主分散化が進んだ企業1,615社のうち、多数の事業会社との持ち合いが一般的である金融機関を除く1,506社について見ると、そのほとんどで複数の企業と持ち合いにあり、中には60社以上の企業と持ち合う企業も存在する（図表 - 2）。

図表 - 2 持合株主数のヒストグラム



（注）2002年度版調査対象企業のうち、筆頭株主の保有比率が20%未満の事業法人1506社が対象  
（資料）ニッセイ基礎研究所

もちろん、企業が魅力的であれば、他の企業が株主として資本参加することもあるだろう。ただ、持ち合いは、自らも相手企業の株式を保有しない限り構築され得ない。つまり、多数の企業との間で、持ち合いする企業が多いということは、自身の株式を安定的に保有してもらうために、自らも株式保有リスクを負担することが、今なお一般的であると考えてよいだろう。

## (3) 長期統計<sup>(注5)</sup>を見る際の留意点

持合・安定保有比率の時系列推移（図表 - 3）を改めて確認すると、90年代以降、いずれも一貫して低下傾向にある。例えば持合比率は、集

計方法に関わらず90年度以降12年連続の低下で、その間の低下幅は金額ベースで10%を超える。もっとも、95年度までの5年間で低下幅はわずか0.9%に過ぎず、90年代後半に入ってから比率低下に大きく弾みがつき、その傾向が今なお継続していることがわかる。

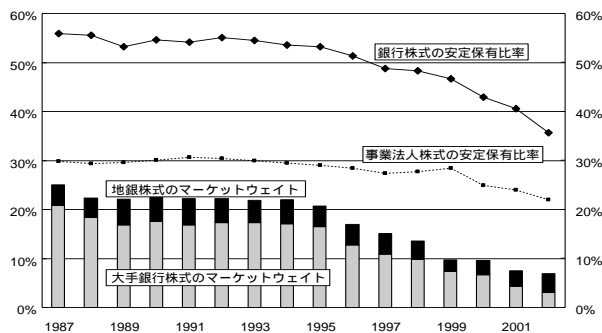
このように、市場全体で見た持合・安定保有比率の低下は顕著であるが、このすべてが、持合株主が保有株式を売却した、いわゆる持ち合い解消によるものでない点には、時系列推移を追う上で留意する必要がある。というのも、株式市場でも栄枯盛衰は世の習いで、旧来の慣習に囚われない新興企業の躍進に対し、銀行やオールドエコノミー企業など、安定株主依存度（安定保有比率）の高い企業群でマーケットウェイト低下が著しいためである。

例えば、図表-4に示した通り、事業法人株式と銀行株式を比較すると、銀行株式の安定保有比率は事業法人株式のそれを大きく上回っていることがわかる。一方、マーケットウェイトの推移を見ると、株価が大幅に下落した銀行株のウェイト低下が著しい。このように、銀行株のマーケットウェイトの低下だけでも、市場全体の安定保有比率の低下要因として、大きく寄

与していることがイメージされるだろう<sup>(注6)</sup>。

ただ、安定株主依存度の高い企業群のマーケットウェイト低下は、単なる偶然でない可能性もある。近年盛んなコーポレートガバナンスに関連する研究では、安定株主が支配的で、外部株主からのプレッシャーが働きにくい企業は、90年代以降、経営成果や企業価値が劣位な状態にあることが指摘されている。この認識が正しければ、持ち合い解消の如何に関わらず、株価下落を通じて持合株式のウェイト低下は不可避だったことになる。

図表-4 発行主体別の安定保有比率とマーケットウェイト

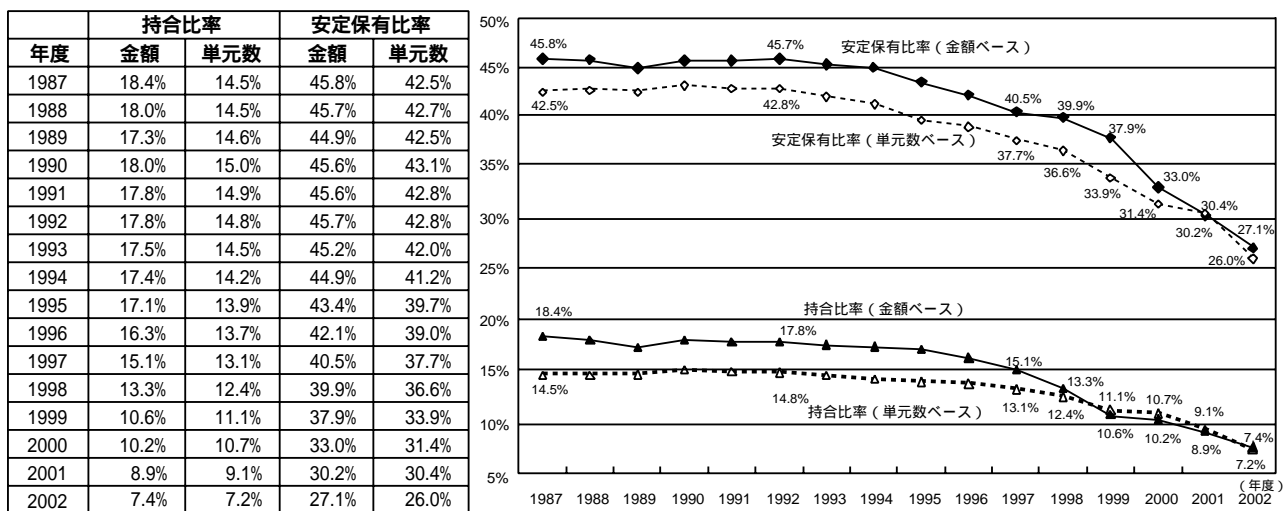


(資料) ニッセイ基礎研究所

#### (4) 事業法人の銀行株式売却

市場全体の持合・安定保有比率低下に、マーケットウェイト要因があるとはいえ、法人株主の中でも、とくに金融機関の保有株式圧縮が大

図表-3 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

幅に進展していることは、各社資料でも示されており間違いない。一方、事業法人の売却行動、とりわけ銀行株式に対する売却スタンスは明らかでない。そこで、大手銀行グループと事業法人との持ち合い関係を取り出し、個別の保有関係の変化を観察した（図表 - 5）

2001年度、02年度末ともに上場していた事業法人2,441社を対象にその持ち合い関係を見ると、01年度末に大手銀行グループとの間に確認される持ち合い関係のうち、02年度中に銀行グループが売却した（保有株数を減少させた）のは、全体の45%に達している。すなわち、事業法人は、銀行の株式を保有していたとしても、銀行からの売却を十分に抑止できなかったのである。他方、銀行から売却の対象となった持ち合い関係のうち、少なくとも全体の7割では、事業法人が銀行株式を売却していない。大半の企業は、銀行から株式を売却されても、その銀行の株式を保有し続けたのである。

実際、株式分布状況調査の業種別の結果でも、事業法人（未上場会社を含む）の銀行株式保有シェアは、31.4%と対前年度 1.2%しか減少していない。2002年度の持ち合い解消では、銀行の持合株式売却が盛んだったのに対し、事業法人はそれほど銀行株式を売却しなかったのである。

### 3. 持ち合い解消の手法

事業法人が対抗的に銀行株を売却しなかった

図表 - 5 銀行グループと事業法人の持ち合い関係の変化

調査対象：期初に持ち合いであった数累計	3,506
うち、銀行グループが売却した数	1,577 (45%)
うち、事業法人が売却しなかった数	1,127 (71%)
うち、事業法人が売却した数	222 (14%)
うち、事業法人の売却が不明の数	228 (14%)

（注）銀行グループは、4大銀行グループとりそな。

不明は、期末時点での保有が確認できないものうち、売却でなく株価下落により開示ルール対象外になった可能性があるもの。

（資料）ニッセイ基礎研究所

理由としては、「すでに保有銀行株の整理は終了」「銀行株の株価下落が著しく、損失確定の売却を回避」「取引上で銀行が優位な立場にあり、売却できない」など様々な可能性があり、回答には詳細な分析が必要である。

ここでは、両者の売却進度の差異をもたらした可能性として、売却方法の違いを考えてみた。例えば、2002年度に1.4兆円の保有株式を売却したUFJホールディングスでは、その売却先の内訳が、保有株式取得機構・日本銀行37.8%、ブロックトレード等24.8%、自社株買い22.5%となっており、市場売却は14.9%に過ぎない（以上、「UFJホールディングス2003年3月期決算説明資料」）。これ以外にも、三菱東京フィナンシャル・グループの利用が目立つ「ETFへの抛出」、住友商事（2002年7月）・シャープ（同12月）などに見られた「売り出し」も多用されている。実際、銀行部門の市場売却額は1.5兆円と、総売り切り額と比較しても小額である。このように、銀行は株式売却手段が多様で、保有先企業の浮動株を増加させない売却も可能であったのに対し、事業法人の銀行株売却の方法は限られていた。この点について、「銀行保有株取得機構・日銀の買取り」及び「自社株買い」を例に紹介する。

（1）銀行保有株取得機構・日銀（図表 - 6）

銀行は、保有株式の売却先として、銀行等保有株式取得機構（買取り開始2002年2月）日

銀（同2002年11月）という2つの政策的に用意された受け皿が利用可能であった。昨年の法改正により、事業法人が取得機構に銀行株を売却する道が開かれた（2003年1月より会員以外の会社の保有する会員株式が買取り対象に加えられた）が、その利用は、銀行がその会社の株式を取得機構に売却した場合に、その金額の二分の一までという条件が課されていた。

しかし、銀行が売却先に選んだのは、遅れて買取りスタートした日銀（2003年8月31日現在の買取り実績は1.67兆円）であったため、取得機構（2003年4月25日現在の買取り実績は2,181億円）は事業法人の銀行株売却先として機能し得なかったのである。

ただ、日銀は株式買入れを本9月末で延長しない意向だし、株式保有制限法の規制を達成した銀行は日銀の買取り対象先から外れることから、今後は取得機構に機能が一本化されることになる。さらに、本8月の株式保有制限法改正で、銀行にとって最大のネックであった8%の売却時拠出金<sup>(注7)</sup>が撤廃されたため、銀行からの利用が進む可能性は高い。

また、事業法人の銀行株式売却についても、会員（銀行など）以外から会員株を買取る場合の限度額が、会員が売却した額と同額まで引き上げられるなど、機能強化が図られた。今後は、

銀行の売却に受身とはいえ、事業法人の銀行株式売却先として、取得機構が本格的に機能発揮する場面があるかもしれない。

## (2) 自社株買い

金庫株解禁などに関連した商法改正以降、自社株買いを実施する企業が増加している。今回の調査対象のうち、2002年6月末までに1,196社が総額9.8兆円の自己株取得枠設定を株主総会で決議し、その取得実績も822社、3.1兆円にのぼった。

これら企業の自己株取得は、金融機関が大量の株式を売却するのに併せて実施されたケースも多いと類推される。事業法人に対象を絞り、定時株主総会決議による自己株取得の状況と、大手銀行からの株式売却との関係を観察した（図表 - 7）自己株取得した企業の多くで銀行の株式売却が確認され、とくに取得金額の大きい企業（50億円超を取得した84社）では、その傾向が強いことがわかる。大企業の自己株取得は、自身の算盤勘定に加え、短期間で保有株式圧縮が必要な銀行の株式売却を円滑に進めるために、願ってもない受け皿になって、協力したとも考えられる。

さらに、今年度（本6月の総会決議が中心）についても、調査対象企業のほぼ半数の1,352社

図表 - 6 日銀と銀行等保有株式取得機構

	日本銀行	銀行等保有株式取得機構（特別勘定）	
		株式保有制限法改正後	改正前
買取り期間	2003年9月末	2006年9月末	2006年9月末
買取り枠	3兆円	2兆円	2兆円
銀行等以外からの買取り	なし	銀行が株式を売却し、6ヶ月以内にその会社から申し込みがあれば、銀行の売却額と同額まで可能	銀行が株式を売却し、6ヶ月以内にその会社から申し込みがあれば、銀行の売却額の二分の一まで可能
売却時拠出金	なし	撤廃	機構の買取り価額の8%
銀行別総買取り限度額	Tier 1 を超過する額（最大7500億円）		
買取り対象株式	・上場株式（金融機関を除く） ・長期債務格付けがBBB格相当以上 ・年間売買代金200億円以上など	・上場または店頭登録株式 ・長期債務格付けがBBB - 格相当以上	・上場または店頭登録株式 ・長期債務格付けがBBB - 格相当以上
買取り対象株式別限度額	議決権の5%以内かつ格付・年間売買高別に上限金額を規定(最大1000億円)	1ヶ月売買代金平均額の10か月分	1ヶ月売買代金平均額の5か月分
同一銀行から個別銘柄を買取る場合の限度額		制限撤廃	1ヶ月あたりの平均売買代金
取得した株式の処分	2007年9月～2017年9月までに処分	買い取り業務終了後、相当の期間が経過してから十分な時間を費やして処分。 存続期間は2019年まで	存続期間は2012年まで
議決権行使	する	する	する

(資料) 各種資料よりニッセイ基礎研究所作成

で、上限8.3兆円の自己株取得枠を決議しており、引き続き自己株取得に対する意欲は旺盛である。今秋の商法改正では、定款の定めがあれば、取締役会決議のみで自己株取得が可能になり、さらに自由度が高まる。持ち合い解消の受け皿機能ばかりに目が向き、財務体質や資本効率改善への意識なく自社株買いを実行するならば問題だが、銀行が大きなロットで保有株式を圧縮する際に、引き続き重要な受け皿となるだろう。

他方、大手銀行は、公的資金や高コストの優先株で資本調達せざるを得ないのが現状で、事業法人が銀行株を売却する際の受け皿として自己株取得を期待できないのは明らかであろう<sup>(注8)</sup>。

#### 4. 企業の株式保有の今後

##### (1) 銀行の保有株圧縮は最終段階に

本7月の改正により、株式保有制限の適用時期が2006年9月に2年間延期された。もっとも、2001年度末時点で約7兆円の超過保有状態であった大手行は、保有株式の圧縮と、不良債権処理を補う増資により、規制はほぼ達成済みである。今年度も、大手行が4兆円の株式売却を計画するなど、銀行の保有株式圧縮は継続しているが、そのペースは次第にスローダウンすると思われる。

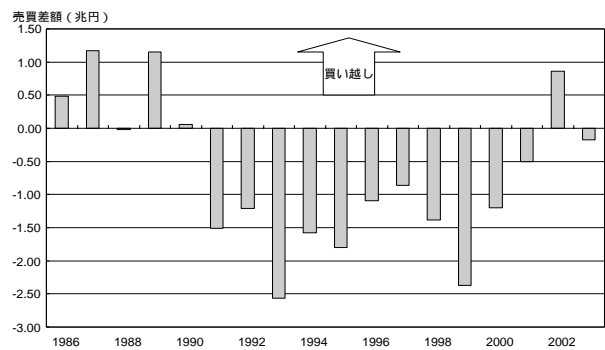
ただ、発行企業の財務状態が悪い、あるいは流動性に乏しいなどの理由で、取得機構を含めても買い手が見出せず、売却困難な銘柄は銀行に滞留する可能性が高そうだ。さらに、業績不

振企業を救済するため、デット・エクイティ・スワップなどで取得した株式も増加傾向にあり、経営コミットメントが大きい先に偏った株式ポートフォリオをいかに管理していくかが、今後のポイントになってくるだろう。

##### (2) 企業の銀行株売却には不透明感

一方、自己株取得もあり12年ぶりの株式買い越しとなった事業法人も、本5月以降は売り越しに転じるなど、基本的には売り主体と見られ、株価水準を睨みながら、持ち合い解消を進展させる可能性はあるだろう(図表-8)。

図表-8 事業法人の売買差額



(注) 三市場一、二部合計。2003年度は4月～8月までの数字。  
(資料) 投資部門別売買状況(東京証券取引所)より、ニッセイ基礎研究所作成

しかし、先般の大手行の優先株発行<sup>(注9)</sup>で、多くの取引先企業が割り当てを受けたことに見られるように、企業と銀行の関係は強い。有価証券明細表により、みずほフィナンシャルグループ優先株の割り当てが確認できた334社について調べると、少なくとも266社で持ち合いが、237社で融資取引関係が確認できた。

図表-7 株主総会決議に基づく自己株取得実績

	社数		取得金額(兆円)	
	自己株取得実績あり		自己株取得実績あり	
	うち、50億円超		うち、50億円超	
自己株取得を行った事業法人	779	84	2.95	2.49
うち、期初に銀行グループが株式保有してた企業	664	75	2.42	2.02
うち、期中に銀行グループが株式売却した企業	444	63	2.00	1.69

(注) 商法改正以降2002年6月までの株主総会で決議された取得枠が対象  
銀行グループは、三井住友、UFJ、みずほ、りそなで、TOPIX型ETFに拠出した三菱東京は除いた。  
保有株式は、大株主データで確認できるもののみが対象。

(資料) 各社「自己株券買付状況報告書」、大株主データなどよりニッセイ基礎研究所作成

また、筆者が別の機会に行った分析<sup>(注10)</sup>では、株式相互保有あるいは融資取引など、銀行との長期的な関係が強い場合、あるいは、社債での負債調達が困難な事業法人などで、銀行株の売却を回避する傾向が強かった。したがって、これまでに売却されずに保有継続されている株式は、関係の強い銀行の株式、あるいは銀行依存度の大きい企業の保有株式が中心と思われる。

これらを総合的に考えると、事業法人の銀行株売却は、銀行の株式売却ほどには進展しないように思われる。

## 5. おわりに

企業業績や経済の回復なくして、本格的な株価回復は望めない。それらがしばらく期待できそうにないだけに、株価に企業業績が翻弄される状態からの早期脱却が望ましく、銀行がこの一年で大きく保有株式圧縮を進め、株価変動リスクを軽減できたことは高く評価できよう。一方、事業法人の銀行株保有に、あまり変化が見られなかったことは、気がかりである。

幸い、銀行株の株価は順調に回復しており、拙速に売却しなかった事業会社の行動が、現状では、結果的に正解だったことになる。また、経営環境等を踏まえれば、銀行株の保有が重要な意味を持っているのかもしれない。しかし、いずれにせよ、いかなる経営判断で保有継続しているのかについて説明責任は免れない。とくに、銀行に株式を売却され、株主構成が変わりつつある企業が、新たな株主・投資家の理解を得ようと思えば、なおさらである。

企業の銀行株保有は、株主として銀行経営に関わる問題でもある。今後、企業の大株主となる、日銀や取得機構が、株主権を行使してでも、銀行株売却を促すようなことはあるだろうか。

銀行株の行方がはっきりするまで、持ち合いの問題は終わらない。

- 
- (注1) 株式公開前後で株主構成が大きく異なることを考慮し、観測日以前の最終決算日時点で未上場の会社は除いている。
  - (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ついて、観測結果の時系列連続性に与える影響に配慮した。2002年度調査では「日商岩井」「ニチメン」などが、この定義の企業に該当する。
  - (注3) 信託設定された株式の名義は信託銀行となるが、退給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) 昨年度末、取引先企業の多くが銀行優先株を引き受けた点を勘案し、一方の保有株式が優先株式であっても持ち合い関係にあると認識し、他方が保有する普通株式については、持合株式として集計対象にしている。
  - (注5) 2000年3月期より有価証券明細表の開示範囲が狭まった影響を排除し、調査結果の時系列比較を可能にする目的で「試算値(1999年度以降の財務諸表規則の開示様式変更に合わせて、過年度データの捕捉可能範囲を制限したもの)」を計測している。公表数値は、99年度調査まで「試算値」、2000年度調査分以降は、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。
  - (注6) 単元数による集計でも、高株価企業や投資家の裾野を広げたい企業などの、投資単位引き下げにより、金額ベースによる集計と同様の影響が見られる。
  - (注7) 取得機構を利用する場合、売却額の8%を追加で拠出する必要があったため、株式保有リスクが完全に切り離せず、BIS規制上もリスクアセットから除けないなど、使い勝手が悪かった。
  - (注8) 大手銀行では、唯一UFGホールディングスが、昨年度30万株(1000億円)の自己株取得枠を設定したが、取得実績はない。今年度も30万株(500億円)の取得枠を決議している。
  - (注9) みずほフィナンシャルグループは、第11回第11種優先株式を3368社に割り当てるなどで、約1.1兆円を調達した。
  - (注10) 「株式持合い解消の計量分析」(共著：証券アナリストジャーナル2002年12月)