

持合復活の構図

2008年度株主構成調査より



金融研究部門 新田 敬祐

nitta@nli-research.co.jp

1—はじめに

日本の株式市場における際立った特徴のひとつとされてきた、株式持ち合いは、1990年代の終盤から2000年代の半ばにかけての大規模な解消売りにより、急速に縮小した。しかし、その後は潮目が変わり、株式持ち合いは復活局面入りしたとの見方が有力である。日本経済新聞(2009年8月14日朝刊)によれば、2009年6月末までに提出された有価証券報告書などから、上場企業間での新たな持ち合いが広範に確認できるという。

新聞報道などで指摘されるように、近年、持合強化の事例は数多く確認できるが、これが市場全体の中でどの程度の規模であるのか、また、それがどのような構造を持つのかを示した厳密な調査は存在しない。最近の持合比率の動向については、当研究所でも継続調査しているが^(注1)、持合復活を裏付ける明確な証拠は得られていない。後述するように、従来の調査でも2005年度以降、持合比率はほぼ横ばいとなっており、持合解消の一段落は確認できるものの、その間の変動は小さく、観察誤差の範囲内とみるべきで、持合復活があったとしても、その規模はあまり大き

くない可能性が高い。

しかし、近年、投資家を中心に、持合復活への警戒感が高まっており、これを軽視するのは適切でない。こうした警戒感の背景には、敵対的買収やアクティビスト・ファンド^(注2)の台頭があるので、現経営陣に敵対的な株主の影響力を排除するという、株式持ち合いの根源的機能が、改めて見直されるようになった可能性も高い^(注3)。もしそうなら、持合強化は、現経営陣の保身のためにも利用されていることになり^(注4)、そのコストを負担することは、投資家には到底受け入れられないものとなる。やはり、持合復活の有無や、その構造を理解することは、非常に重要であると考えられる。

従来の調査からわかっていることは、近年、持合強化は広範に確認されるものの、持合比率には顕著な上昇がみられないということである。この整合性を欠く2つの事実に対しては、いくつかの説明(仮説)が考えられる。第一に、持合強化と同時に、持合解消も進んでおり、前者が注目されているが、市場全体でみると、両者はほぼ相殺されるという可能性である。第二に、持合強化は、注目度の高い特定の企業群のみでみられる現象で、少数派であるため、市場全体でみるとその影響がかなり薄まってしまうという可能性である。第三に、持合強化は広範に行われているが、ひとつひとつの規模が極めて小さいため、合計しても大きな値にならないという可能性である。

加えて、株式持ち合いが復活しているとすれば、それは一旦解消された持合関係の復活という、過去との連続性を保った形のものなのか、それとも、新しい持合関係の構築という、連続性を失った形のものなのかという視点も重要である。1990年代終盤以降の持合縮小は、主に銀行・事業会社間^(注5)の持合解消によってもたらされたものなので^(注6)、前者であれば、銀行が

再び株式保有を増加させていることになる。他方、後者であれば、株式持ち合いには、長期安定的な企業間関係の裏づけという重要な機能があるので、持合復活は、企業間関係の構造転換を意味する。

では、上記のいずれの見方が、現実と整合的なのだろうか。あるいは、これらと異なる構造が出現しているのだろうか。潮目が変わったとすれば、それはいつからなのか。これらの問いに答えることは、持合復活の影響を検討する上で、非常に重要であるが、従来の調査だけでは十分な回答ができない。そこで、本稿では、よ

り精緻な分析を行い、これらの課題への接近を試みる。

2—株式所有構造の動向

まず、日本の主要企業における株主構成の変化を、最新のデータを用いて確認しておこう。図表-1は、各年度末時点における主要三市場（東証、大証、名証）の一部上場企業を対象として、株主構成を企業単位で単純平均したものであり、主要企業の平均的な株主構成の推移を示している。株主タイプを示す各項目の定義は、

[図表-1] 三市場一部上場企業の平均的な株主構成

年度	対象企業	持合		金融機関 (除く持合)	上場会社 (除く金融、持合)	外国会社	内部者	持株会	政府・地方公共団体	機関投資家	その他小口株主など	
		変化幅										
1987	1233	14.54	-	6.56	8.19	0.66	6.58	3.07	1.21	0.11	5.85	56.30
1988	1268	14.79	0.25	6.31	8.08	0.67	6.66	3.09	1.16	0.10	6.46	55.80
1989	1307	14.70	-0.08	6.18	8.12	0.61	6.81	2.84	1.10	0.09	7.73	54.66
1990	1342	14.97	0.27	6.23	8.26	0.60	6.92	2.53	1.11	0.09	7.95	53.88
1991	1381	14.84	-0.13	6.22	8.46	0.56	7.09	2.54	1.20	0.09	8.64	52.90
1992	1387	15.05	0.21	6.20	8.33	0.56	7.04	2.53	1.34	0.09	8.64	52.76
1993	1301	15.03	-0.02	6.27	8.12	0.58	5.95	1.98	1.31	0.09	10.08	52.55
1994	1301	15.16	0.13	6.15	7.97	0.58	5.87	1.94	1.36	0.16	10.39	52.36
1995	1322	14.89	-0.27	5.80	8.21	0.58	6.02	1.93	1.45	0.15	10.85	52.06
1996	1356	14.65	-0.24	5.54	8.47	0.60	6.05	2.00	1.50	0.14	11.40	51.65
1997	1393	14.29	-0.36	5.26	8.63	0.65	6.41	2.15	1.69	0.14	10.96	51.97
1998	1405	13.41	-0.88	5.22	8.88	0.68	6.59	2.30	1.91	0.14	10.49	52.68
1999	1459	12.56	-0.85	4.79	9.08	0.72	7.40	2.61	2.00	0.13	11.33	51.99
2000	1523	11.64	-0.92	4.43	9.44	0.78	8.39	3.23	2.14	0.11	12.23	50.82
2001	1549	11.21	-0.43	4.20	9.41	0.86	9.05	3.44	2.21	0.12	13.08	49.87
2002	1570	10.09	-1.12	4.03	9.18	0.86	9.85	3.74	2.33	0.11	13.89	49.67
2003	1594	9.75	-0.34	3.35	9.08	0.71	10.24	4.05	2.31	0.14	16.26	48.16
2004	1687	8.87	-0.88	3.07	9.40	0.72	10.43	4.29	2.20	0.14	18.76	46.40
2005	1734	8.70	-0.17	2.84	9.23	0.57	10.73	4.43	2.03	0.12	21.27	44.50
2006	1768	8.65	-0.05	2.66	9.33	0.59	11.04	4.54	1.97	0.13	21.82	43.81
2007	1759	8.71	0.06	2.79	9.48	0.53	11.06	4.57	2.01	0.12	21.29	44.01
2008	1740	8.61	-0.10	2.90	9.47	0.54	11.20	4.42	2.20	0.13	18.96	46.00

株主タイプ	定義
株式持合	相互に持合保有している株式の合計比率。
金融機関(除く持合)*	銀行、生保、損保の3%以上保有分のうち、持合保有分を除いた合計比率。
上場会社(除く金融、持合)*	金融を除く上場会社の3%以上保有分のうち、持合保有分を除いた合計比率。上場持株会社傘下の非上場会社を含む。
外国会社*	事業活動を目的とする外国籍会社の3%以上保有分の合計比率。
内部者 役員	役員+国内非上場会社+会社関係者・大口個人 取締役と監査役の持株比率。役員持株会を含む。
国内非上場会社*	国内非上場法人の3%以上保有分の合計比率。
会社関係者・大口個人*	外国籍資産管理会社、個人の3%以上保有分の合計比率。
持株会	従業員持株会、取引先等持株会の保有分の合計比率。
政府・地方公共団体*	政府、地方公共団体の3%以上保有分の合計比率。
機関投資家	国内機関投資家+海外機関投資家
国内機関投資家	年金信託、投資信託、生保特別勘定の保有比率合計。
海外機関投資家	外国人保有分から外国会社、大口外国籍個人を除いた保有比率。
その他小口株主等	上記以外のもの。

(注) *は、保有比率3%以上のみが集計対象。

図表－1の下段に示してあるが、この調査、及び分類は筆者独自のものである^(注7)。

直近の変化で特に注目すべき点は、2008年度にみられる機関投資家持株比率の急低下である。同比率は、2000年以降、急ピッチで上昇してきたが、2008年9月のリーマン・ショックを契機として、海外機関投資家が保有株式を大規模に売却したことを受けて、21.29%（2007年度末）から18.96%（2008年度末）へと大幅に減少（－2.33%）した^(注8)。最近の機関投資家持株比率の上昇は、企業経営に対する株式市場からの規律の増大と捉えられていたこと、また、海外機関投資家の大量売却によって株価水準が大幅に低下したことから、この変化は大きな意味を持つと思われる。

しかし一方で、機関投資家以外の株主タイプについては、直近の株式保有比率に大きな変化がみられない。例えば、持合比率をみると、8.71%（2007年度末）から8.61%（2008年度末）へと若干の低下（－0.10%）が確認できるに過ぎない。したがって、海外機関投資家の売却を吸収したのは、持合関係にある株主や既存の大株主ではなく、個人投資家など資金規模の小さい投資家であったと考えられる。実際、資金規模の小さい投資家の集計値である、その他小口株主等の株式保有比率は、44.01%（2007年度末）から46.00%（2008年度末）へと1.99%上昇している。

ここで、本稿の主題である持合比率の長期的なトレンドについて確認しておこう。同比率は、1996年度末までは15%前後で安定的に推移してきたが、1997年度始から2004年度末にかけて、銀行の保有株売却を中心とする持合解消売りにより、大幅に低下した。2005年度以降は、持合復活への懸念が台頭してきたものの、上述したように、同比率は8.7%近辺で横ばいとなっている^(注9)。データを直近まで更新しても、集計的

なデータからは、持合復活の証拠が確認できないことになる。

紙幅の制約から表掲しないが、持合比率のデータから持合復活の証拠を明確に示すことは、他の集計方法をとったとしても、非常に困難である。分析対象の主要三市場では、1999年以降、上場企業の参入と退出がかなりの規模で発生したが、株式持ち合いは、歴史の長い企業で特に重要であり、新規参入企業ではあまり多くないと考えられる。そこで、1987年度時点で上場していた企業に絞って図表－1と同様な集計をしたが、持合比率は11.02%（2004年度末）から11.41%（2007年度末）へと、わずかな上昇（0.39%）を示すに過ぎない。しかも、直近の2008年度では11.26%となっており、若干ではあるがむしろ低下している^(注10)。また、企業レベルのデータを用いて、持合比率の変化幅の分布をみても、1990年代終盤から2000年代半ばにかけての持合解消は明確であるものの、その後の持合復活はわずかに確認できるに過ぎない。

3——分析の戦略

では、以上の分析から、持合復活は小規模、あるいは局所的な現象であり、市場全体では重要でないと言えるのだろうか。上述したように、仮に、持合強化は広範に行われているが、ひとつひとつの規模が極めて小さいため、合計しても大きな値にならないとすると、市場における持合比率の上昇が顕著でなかったとしても、企業行動は大きく歪んでいることになり、市場における重要性は失われまいと考えられる。株式持ち合いのネットワークを強化するには、それ相応の資源配分が必要だが^(注11)、そのベネフィットについては明確に示されない、あるいは、示されたとしても十分な説得力を持たないことが多いからである。

この仮説の当否を検討するには、従来の分析では不十分で、企業間の個々の持合関係（以下、持合ネットワークと呼ぶ）の変化を丁寧に追跡して行くことが必要となる。そこで、以下では、利用可能なデータから、持合保有されている株式の売買動向をひとつひとつ確認したデータベースを構築して、持合ネットワークがどのように変遷してきたのかを分析する。売買があったか否かは、資本移動や組織再編を考慮した上で、持合株式に2単元以上の変動があったかどうかで判断する。持合ネットワークの変化は、前年度からの保有に変化がない場合は「現状維持」、売買が確認できる場合は、「売り」または「買い」、開示情報の制約などのため、収集した情報からは売買があったかどうか合理的判断ができない場合は、「不明」と認識する。

持合ネットワークの件数は、A社によるB社株の保有と、B社によるA社株の保有の双方をカウントしているので、原則として、ひとつのネットワークにつき2件のカウントとなる。た

だし、持合関係の認識は、本稿の分析対象である主要三市場に限らず、全上場市場で行っているため、持合ネットワークの件数は必ずしも偶数にはならない。また、持合件数は、当年度または前年度に、持合関係が確認できればカウントするので、当年度に持合関係が完全に解消されたとしても、総件数には含まれることになる。

4—持合復活の規模

以上のデータに基づき、近年の持合復活の有無、及びその規模を確認してみよう。図表-2に示した持合ネットワークの動向から、2005年度以降の持合復活局面が明確に確認できる^(注12)。この間、持合比率の水準には大きな変化がみられないものの、持合株式の買いが売りを大幅に上回っており、それ以前の1998年度から2004年度にかけての持合解消局面から、企業行動が大きく転換した様子がうかがえる。また、それ以前の持合強化局面は、バブル経済期の1987年度

[図表-2] 持合ネットワークの動向

年度	持合件数 (件)					総件数	対総件数比 (%)				
	現状維持	買い	売り	不明	現状維持		買い	売り	不明	純増	
1987	16,063	5,371	1,919	386	23,739	67.7	22.6	8.1	1.6	14.5	
1988	16,017	6,982	1,611	530	25,140	63.7	27.8	6.4	2.1	21.4	
1989	16,546	7,736	2,035	677	26,994	61.3	28.7	7.5	2.5	21.1	
1990	20,387	5,955	1,424	507	28,273	72.1	21.1	5.0	1.8	16.0	
1991	23,384	3,892	1,375	528	29,179	80.1	13.3	4.7	1.8	8.6	
1992	25,010	2,695	1,095	411	29,211	85.6	9.2	3.7	1.4	5.5	
1993	24,671	1,903	1,637	606	28,817	85.6	6.6	5.7	2.1	0.9	
1994	25,125	2,117	1,300	557	29,099	86.3	7.3	4.5	1.9	2.8	
1995	25,770	2,041	1,434	359	29,604	87.0	6.9	4.8	1.2	2.1	
1996	25,854	2,408	1,271	487	30,020	86.1	8.0	4.2	1.6	3.8	
1997	25,379	2,581	1,785	756	30,501	83.2	8.5	5.9	2.5	2.6	
1998	23,786	2,453	2,526	668	29,433	80.8	8.3	8.6	2.3	-0.2	
1999	18,994	1,848	4,355	2,245	27,442	69.2	6.7	15.9	8.2	-9.1	
2000	14,131	1,801	2,398	1,293	19,623	72.0	9.2	12.2	6.6	-3.0	
2001	13,327	2,410	2,301	941	18,979	70.2	12.7	12.1	5.0	0.6	
2002	11,796	2,586	2,924	1,092	18,398	64.1	14.1	15.9	5.9	-1.8	
2003	12,173	1,165	3,193	1,251	17,782	68.5	6.6	18.0	7.0	-11.4	
2004	13,003	1,357	2,034	791	17,185	75.7	7.9	11.8	4.6	-3.9	
2005	12,742	2,281	1,580	816	17,419	73.2	13.1	9.1	4.7	4.0	
2006	13,671	1,909	973	743	17,296	79.0	11.0	5.6	4.3	5.4	
2007	12,958	2,393	792	966	17,109	75.7	14.0	4.6	5.6	9.4	
2008	12,698	1,756	677	1,179	16,310	77.9	10.8	4.2	7.2	6.6	

から1992年度にかけてであり、この間の持合ネットワークの強化は今回の持合復活局面を上回る規模であったが、図表-1に示されているように、この局面でも持合比率には明確な上昇傾向がみられない。持合比率は、ネットワークの強化が顕著に確認できるときでも、あまり増加しないという特徴を持つことがわかる。また、このことは、1990年代終盤からの持合解消が、いかに大規模であったかも示すものである。

ところで、以上で確認した持合ネットワークの強化は、特定の企業に限られた行動なのだろうか、それとも、多くの企業にみられる現象なのだろうか。この点を確認するため、図表-2に示した持合ネットワークの変化を、企業単位で集計し、各企業の「買い」の件数が「売り」の件数を上回っていれば、持合ネットワークを「純増」させた企業、下回っていれば「純減」させた企業と認識して、分析期間の企業行動を概観してみよう。

図表-3から、今回の持合復活局面では、対

象企業の35%程度の企業で持合ネットワークが「純増」しており、「純減」させた企業の比率を20%程度上回っていたことがわかる。したがって、持合ネットワークの強化は、注目度の高い特定の企業に限定されたものではなく、主要企業の多くでみられる現象ということになる。また、図表-2に示した、「持合強化」、「持合解消」、「持合復活」という持合ネットワークの動向の3つの局面は、図表-3と一致していることが、明瞭に確認できる。以上から、株式持ち合いに対する企業の姿勢は、2004年度末を境に反転し、持合復活の規模は、バブル経済期における持合強化局面には及ばないものの、それ以来の水準であるとみることができる。

5—持合復活の構造

では、今回の持合復活は、どのような構造を持つのだろうか。これは、一旦解消された持合関係の復活という、過去への揺り戻しなのか、

[図表-3] 持合ネットワークに関する企業行動

	対象 企業数	企業単位の持合件数 (件)				対象企業数比 (%)				
		持合 なし	変化 なし	純増	純減	持合 なし	変化 なし	純増	純減	純増- 純減
1987	1233	32	327	601	273	2.6	26.5	48.7	22.1	26.6
1988	1268	36	292	726	214	2.8	23.0	57.3	16.9	40.4
1989	1307	28	282	832	165	2.1	21.6	63.7	12.6	51.0
1990	1342	24	296	887	135	1.8	22.1	66.1	10.1	56.0
1991	1381	22	448	728	183	1.6	32.4	52.7	13.3	39.5
1992	1387	20	563	610	194	1.4	40.6	44.0	14.0	30.0
1993	1301	12	537	400	352	0.9	41.3	30.7	27.1	3.7
1994	1301	12	569	449	271	0.9	43.7	34.5	20.8	13.7
1995	1322	12	569	457	284	0.9	43.0	34.6	21.5	13.1
1996	1356	13	520	547	276	1.0	38.3	40.3	20.4	20.0
1997	1393	8	485	522	378	0.6	34.8	37.5	27.1	10.3
1998	1405	1	511	403	490	0.1	36.4	28.7	34.9	-6.2
1999	1459	17	437	225	780	1.2	30.0	15.4	53.5	-38.0
2000	1523	28	527	354	614	1.8	34.6	23.2	40.3	-17.1
2001	1549	32	566	379	572	2.1	36.5	24.5	36.9	-12.5
2002	1570	44	494	339	693	2.8	31.5	21.6	44.1	-22.5
2003	1594	80	465	243	806	5.0	29.2	15.2	50.6	-35.3
2004	1687	145	638	349	555	8.6	37.8	20.7	32.9	-12.2
2005	1734	167	649	598	320	9.6	37.4	34.5	18.5	16.0
2006	1768	192	696	627	253	10.9	39.4	35.5	14.3	21.2
2007	1759	196	715	657	191	11.1	40.6	37.4	10.9	26.5
2008	1740	212	776	554	198	12.2	44.6	31.8	11.4	20.5

持合強化

持合解消

持合復活

それとも、新しい持合関係の構築という、企業間関係の構造転換を意味するものなのだろうか。1998年度から2004年度にかけての持合解消は、主に銀行による持合解消売りによってもたらされたものなので、この点は、持合株式の保有主体を、銀行と事業会社とに分けることで確認することができる。

図表-4のパネルAから、1996年度以降の銀行による持合株式の売買動向が確認できる。銀行による持合解消売りは、1997年度に始まり2004年度まで継続したが、その後は、売りと買いが拮抗する状況となっている。特に、2006年度以降は売買自体が低調で、85%程度の持合関係が「現状維持」となっていることから、銀行による持合関係の見直しは一旦終了したと考え

られる。以上から、銀行は、今回の持合復活には関与していないことがわかる。

他方、事業会社による持合株式の売買動向を示すパネルBから、今回の持合復活が、事業会社による持合ネットワークの強化によってもたらされたことが確認できる。事業会社については、1998年度から2004年度にかけての市場全体の持合解消局面においても、継続的な持合解消行動が確認できない。明確な解消行動は、1999年度と2003年度の2年のみ確認できるが、前者は持合株式の時価評価を強制する新会計基準が導入された時期であり^(注13)、後者は銀行による持合解消売りのピークと一致する^(注14)。こうした特別な時期を除外すると、事業会社は、基本的に持合解消に消極的であったとみることがで

[図表-4] 持合株式の主体別売買動向

パネルA：銀行による持合株式の売買動向										
	持合件数 (件)					対総件数比 (%)				
	現状維持	買い	売り	不明	総数	現状維持	買い	売り	不明	純増
1996	3,909	472	156	146	4,683	83.5	10.1	3.3	3.1	6.7
1997	3,996	244	403	174	4,817	83.0	5.1	8.4	3.6	-3.3
1998	3,873	146	486	181	4,686	82.7	3.1	10.4	3.9	-7.3
1999	3,458	172	586	120	4,336	79.8	4.0	13.5	2.8	-9.5
2000	3,202	154	745	100	4,201	76.2	3.7	17.7	2.4	-14.1
2001	2,361	455	1,079	197	4,092	57.7	11.1	26.4	4.8	-15.2
2002	1,266	1,069	1,931	150	4,416	28.7	24.2	43.7	3.4	-19.5
2003	1,994	143	1,131	119	3,387	58.9	4.2	33.4	3.5	-29.2
2004	2,208	124	668	193	3,193	69.2	3.9	20.9	6.0	-17.0
2005	2,057	473	509	162	3,201	64.3	14.8	15.9	5.1	-1.1
2006	2,398	182	159	103	2,842	84.4	6.4	5.6	3.6	0.8
2007	2,391	128	128	74	2,721	87.9	4.7	4.7	2.7	0.0
2008	2,250	94	162	105	2,611	86.2	3.6	6.2	4.0	-2.6

パネルB：事業会社による持合株式の売買動向										
	持合件数 (件)					対総件数比 (%)				
	現状維持	買い	売り	不明	総数	現状維持	買い	売り	不明	純増
1996	21,519	1,876	1,032	320	24,747	87.0	7.6	4.2	1.3	3.4
1997	20,980	2,235	1,314	561	25,090	83.6	8.9	5.2	2.2	3.7
1998	19,508	2,198	1,974	463	24,143	80.8	9.1	8.2	1.9	0.9
1999	15,143	1,612	3,661	2,094	22,510	67.3	7.2	16.3	9.3	-9.1
2000	10,625	1,590	1,574	1,175	14,964	71.0	10.6	10.5	7.9	0.1
2001	10,685	1,888	1,151	711	14,435	74.0	13.1	8.0	4.9	5.1
2002	10,247	1,464	882	915	13,508	75.9	10.8	6.5	6.8	4.3
2003	9,828	990	1,930	1,113	13,861	70.9	7.1	13.9	8.0	-6.8
2004	10,456	1,179	1,223	571	13,429	77.9	8.8	9.1	4.3	-0.3
2005	10,269	1,782	1,004	628	13,652	75.2	13.1	7.4	4.6	5.7
2006	10,855	1,699	751	623	13,928	77.9	12.2	5.4	4.5	6.8
2007	10,176	2,233	609	875	13,873	73.4	16.1	4.4	6.3	11.7
2008	10,127	1,642	447	1,051	13,267	76.3	12.4	3.4	7.9	9.0

きる。特に、2005年度以降は買いが優勢となり、事業会社による持合株式の売買によって、今回の持合復活がほぼ説明できることがわかる。

さらに詳しく調べると、今回の持合復活は、事業会社同士の持合ネットワークの強化によってもたらされたものであることが鮮明となる(図表-5)。事業会社同士の株式持ち合いは、新会計基準導入前の1999年度を除けば、基本的に強化される方向にあり、特に2005年度以降の持合強化は、それまでのトレンドを大きく上回る水準となっている。また、この事実と整合的に、データから確認できる相互持合の総件数も、2005年以降は、それ以前と比較して大幅に増加している(注15)。

以上から、今回の持合復活は、銀行・事業会社間の持合関係の再構築という、過去への揺り戻しではなく、事業会社同士が持合ネットワークを拡大する中で進展したものと結論づけることができる。しかし、これを新しい企業間関係を模索する構造転換とみることは懐疑的である。株式持ち合いを構築している各主体は、強化か解消かに関する基本姿勢を維持しており、その行動には転換がみられないからである。

6—結論

以上の分析から、近年の持合復活に関して、次のように結論付けることができる。第一に、持合復活は、持合比率の上昇ではなく、持合ネットワークの拡大という企業行動の変化として確認される点が重要である。すなわち、株式持ち合いは、持合比率が高水準であった1990年代には、日本市場における重要課題と位置づけられたが、2005年度以降の復活局面では、企業行動の歪みの問題とみるべきではないかということである。持合復活は、株式を持ち合うことに同意する相手企業の探索と、その候補企業との交渉が拡大したことを意味するが、こうした行動は、株主にベネフィットをもたらすのだろうか。経営陣は、この点について十分な説明責任を果たしているのだろうか。

第二に、今回の持合復活には、主役の交代にともなう2つの側面がある点が重要である。そのひとつは、銀行による持合解消売りの終焉であり、もうひとつは、事業会社同士の持合ネットワークの強化である。この2つの主体の行動が、ともに2004年度末を境に変化したため、近年、持合復活が顕著になったのである。株式持ち合いの主役は、従来の銀行・事業会社間のも

[図表-5] 事業会社同士の持合ネットワーク

	持合件数(件)					対総件数比(%)				
	現状維持	買い	売り	不明	総数	現状維持	買い	売り	不明	純増
1996	9,965	738	525	92	11,320	88.0	6.5	4.6	0.8	1.9
1997	9,546	1,156	648	258	11,608	82.2	10.0	5.6	2.2	4.4
1998	9,055	946	836	239	11,076	81.8	8.5	7.5	2.2	1.0
1999	6,165	712	2,141	1,469	10,487	58.8	6.8	20.4	14.0	-13.6
2000	4,460	741	700	601	6,502	68.6	11.4	10.8	9.2	0.6
2001	4,588	654	416	374	6,032	76.1	10.8	6.9	6.2	3.9
2002	4,604	689	381	339	6,013	76.6	11.5	6.3	5.6	5.1
2003	4,683	656	630	276	6,245	75.0	10.5	10.1	4.4	0.4
2004	4,902	875	438	302	6,517	75.2	13.4	6.7	4.6	6.7
2005	5,305	1,276	410	356	7,347	72.2	17.4	5.6	4.8	11.8
2006	5,851	1,306	323	373	7,853	74.5	16.6	4.1	4.7	12.5
2007	5,842	1,487	259	511	8,099	72.1	18.4	3.2	6.3	15.2
2008	6,020	1,004	218	595	7,837	76.8	12.8	2.8	7.6	10.0

のから、事業会社同士のものへとシフトしたと
みることができる。

今後、株式持ち合いの影響を検討するためには、以上の構図を理解することが重要となろう。

<参考文献>

- ・企業価値研究会（2008）「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策のあり方」経済産業省。
- ・新田敬祐（2008a）「株主構成の変容とその影響」ニッセイ基礎研REPORT 2008年2月号。
- ・新田敬祐（2008b）「2007年度株主構成調査」ニッセイ基礎研REPORT 2008年12月号。
- ・宮島英昭・黒木文明（2003）「株式持ち合い解消の計量分析：Mark II」RIETI Discussion Papers Series 03-J-014。

（注1）新田（2008a）、新田（2008b）を参照のこと。

（注2）アクティビスト・ファンドの明確な定義は存在しないが、一般に、大株主としての発言力を背景に、企業行動に影響を与えることで運用収益の向上を狙う、法制面の制約から比較的自由な、私的な運用機関と考えられている。

（注3）この見方は、ブルドックソース事件最高裁決定（2007年8月7日）以降、買収防衛策の有効性・正当性が、株主総会決議に依存するという理解が広まったことから裏づけられる。もっとも、企業価値研究会（2008）の報告を受けて、現在では、株主意思の確認方法として総会決議は重要であるものの、それだけで買収防衛策が磐石となるわけではないとの見方が有力であると思われる。

（注4）持合強化には、企業間関係の強化によるシナジーの実現や、企業価値を破壊する不適切な株主の排除など、投資家にとって望ましい側面もあるが、これが保身目的なのか、それ以外なのかは、投資家には明確な識別ができない。

（注5）本稿における「銀行」とは、信託銀行以外の銀行であり、「事業会社」とは、銀行・信託銀行・生損保・証券会社・証券金融会社を除く上場会社を指すものとする。以下同様であるので、留意されたい。

（注6）この時期に銀行が大胆な持合解消に踏み切ったのは、株価の大幅下落により、銀行の株式保有リスクが急速にクローズアップされたこと、時価会計の導入や銀行の保有株式制限といった制度的な制約が加わったことによる。持合解消の詳しいメカニズムについては、宮島・黒木（2003）を参照のこと。

（注7）調査の詳細については、新田（2008a）を参照のこと。

（注8）外国人投資家は、リーマン・ショック以前の2008年7月から売り越しに転じていたが、売り越し規模が拡大するのは、同年9月以降のことである。また、機関投資家持株比率の減少幅（2.33%）には、国内外のものが合算されているが、このうち海外機関投資家持株比率の減少幅は2.28%（14.10%→11.82%）で、国内機関投資家の減少幅である0.04%（7.19%→7.14%）よりもはるかに大きく、同比率の減少幅をほぼ完全に説明する。

（注9）直近の2008年度末の持合比率は8.61%であり、前年度比-0.10%とむしろ減少しているが、これは持合解消によるものと理解すべきでない。上場企業間の相互持合の状況は、大株主データ（東洋経済新報社）と、有価証券報告書に記載されている有価証券明細表（日経NEEDS）から確認しているが、後者には、「銘柄別による有価証券の貸借対照表の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」との開示基準があるため、開示の有無が株価変動の影響を受けるからである。2008年度中には、日経平均株価が35.3%もの下落を示すなど、多くの銘柄で株価が大幅に下落したため、保有株式の一部が開示されなくなった可能性が高い。開示水準が低下すれば、持合関係の一部が認識できなくなるので、こうした微変動は、観察誤差とみるべきである。

（注10）上述した通り、この変動も観察誤差の範囲内とみるべきである。

（注11）主なコストとしては、相手企業の探索や候補企業との交渉にともなう労力、持合株式の購入資金、持合投資の優先にともなう事業投資の機会損失、保有株式の株価変動リスク、持合強化に関する投資家への合理的説明などがある。

（注12）1999年度に「不明」の件数が大幅に増加したのは、2000年3月期決算から、有価証券明細表の開示基準が変更になったためである。それ以前は、個別有価証券の貸借対照表計上額が、資本金額の0.2%（1/500）以下の場合には記載不要とされていたが、2000年3月期以降は、（注9）に示したように、開示が求められる最低記載額が5倍に引き上げられた。

（注13）保有株式の時価評価は、2002年3月期決算から強制適用となったが、2001年3月期決算からの前倒し導入も認められていた。したがって、この時期の持合解消売りは、時価会計導入に対する準備として、前もって実施されていたことになる。

（注14）宮島・黒木（2003）では、持合解消は、基本的に双方の合意に基づく協調的なものであったが、1990年代終盤以降の局面では、非協調的な対抗売却が増加したとの見方が示されている。

（注15）ただし、持合件数は、当年度または前年度に、持合関係が確認できればカウントされるので、当年度に持合関係が完全に解消されたとしても、総件数に含まれる点に留意されたい。また、1999年度以前の持合総件数が、それ以降と比べて大幅に多いのは、（注12）で述べたように、当時の開示範囲が現在のものよりも広がったためである。