

(証券市場)：持合復活はどのように確認されるのか

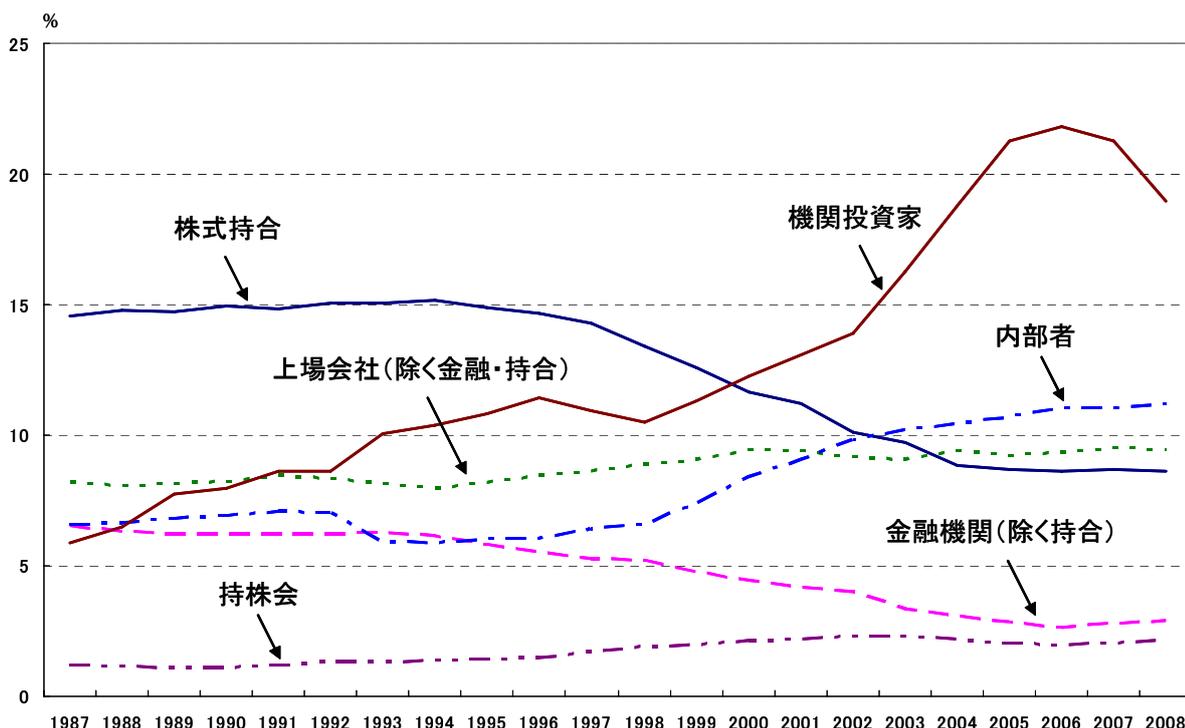
近年、持合復活への懸念が高まっているが、その規模はどの程度なのだろうか。精緻な分析の結果、持合復活は、持合比率の上昇ではなく、持合ネットワークの拡大という形で確認されること、また、それは事業会社同士の持合強化を中心とするものであることがわかった。

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。確かに、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、また、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。

これに関して、弊所発行のニッセイ基礎研 REPORT、2009年11月号に所収の「持合復活の構図：2008年度株主構成調査より」は、最新のデータによる精緻な分析を通じて、持合復活の規模とその構造を明らかにしている。本稿では、そこで得られた重要な結果を簡潔に紹介する。分析対象企業は、1987～2008年の各年度末時点で、三市場（東証、大証、名証）一部に上場していた企業である。

まず、近年の持合比率の推移をみると（図表1）、銀行の持合解消売りが一段落した2005年度以降は、ほぼ横ばいとなっており、ここからは、持合復活を裏付ける明確な証拠は得られないことがわかる。この統計は、持合強化の事例が広範に確認できるという事実と整合的でないが、実は、他の集計方法をとったとしても、持合比率のデータから持合復活の証拠を明瞭に示すのは困難である。この証拠を得るには、より精緻な分析が必要となるのである。

図表1：三市場一部上場企業の平均的な株主構成



そこで、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、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。

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。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（図表1）、持合株式の買いが売りを大幅に上回っており、直前の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見えてくる。

それ以前の持合強化局面は、バブル経済期の1987年度から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。このように、持合比率は、ネットワークの強化が顕著なときでも、あまり増加しないという特徴を持つことがわかる。ここで重要なのは、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である。

また、紙幅の制約から表掲しないが、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。銀行の持合解消売りは、2004年度までに一旦終了し、その後は現状維持となっているのに対して、事業会社の持合強化は、2005年度以降、それ以前のトレンドを大きく上回る水準となっている。株式持ち合いの主役は、銀行から事業会社へと交代したのである。

（新田 敬祐）

図表2： 持合ネットワークの動向

年度	持合件数(件)					対総件数比(%)				
	現状維持	買い	売り	不明	総件数	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