

REPORT III

株式持ち合い解消の実態

- 株式持ち合い状況調査2000年度版 -

金融研究部門 黒木 文明

1. はじめに

日経平均のバブル後最安値更新に象徴されるが、株価低迷が続く中、金融システムに与える影響が懸念され始めるなど、「株式持ち合い」に依存した株式保有構造が脆さを露呈しつつある。持ち合い解消と、昨今の株価低迷との因果関係は必ずしも明らかではない。しかし、持合株式への時価会計適用開始（多くは9月中間決算から）を受け、持ち合い解消売りが一層深刻になるとの憶測もあるように、これまで市場に流通してこなかった株式の大量放出に、市場参加者が戦々恐々とするのも無理はない。

持ち合い解消を進める側にとっても、市場環境は重要である。実現損益を確定する株価水準、売却時の市場インパクトを左右する買い手の存在など、市場環境を睨みながら解消に臨んでいるものと思われる。持ち合い解消が進んだ一昨年度は、堅調な株価推移、外国人や機関投資家

の積極的な資金流入にも支えられ、持ち合い解消を目指す企業にとっては絶好の環境であったといえる。

一転して著しく悪化した2000年度（実は、より深刻なのは今年度であるが）の市場環境の下で、企業はどのように持ち合い解消に取り組んだのか。今般まとまった「株式持ち合い状況調査2000年度版」の結果を、若干の解説を交えて紹介する。

2. 2000年度版調査結果について

(1) 調査方法について

96年度の調査結果公表から今回で5回目を迎えた本調査の最大の特徴は、「有価証券明細表（有価証券報告書附属明細表）」と「大株主データ（東洋経済新報社調べ）」を基礎資料に、保有関係の付け合わせ調査によって純粋な「株式相互持ち合い（以下、持ち合い）」（被保有企業と株主の関係が相互であるもの）の捕捉を行っ

図表 - 1 株式持ち合い状況調査における新旧定義の比較

	旧	新
調査対象	年度末時点で、全国証券取引所に上場している会社	左記、および翌年度初の合併等にもない上場廃止になった会社
株主	調査対象会社、および非上場の保険会社	調査対象会社、および非上場の銀行、保険会社
持合	調査対象会社と株主との間で、相互保有が認められる保有関係	旧定義と同じ（退職給付信託を通じたもの、および持株会社を経由したものを含む）

ている点にある。

我々の調査の目的は、株式市場全体における、「持ち合い」の実態を明らかにすることにある。今回の調査では、2000年度に発生した諸要因により、従来通りの方法では実態を十分に捕捉しきれないと判断したため、以下に記載する調査方法の変更を行っている（図表 - 1）。なお、調査結果の連続性を保つため、過年度の調査結果についても、今般変更した調査方法に沿って修正している^(注1)。

調査対象の変更

これまでの調査では、その対象を「各年度末（3月末）時点における全国証券取引所上場会社^(注2)」としてきた。しかし、近年激しさを増す企業再編の波により、従来の対象では不都合が生じるようになった。というのも、合併・持株会社化による再編（以下、合併など）は年度初から実施に移されるケースが多く、前年度末時点では被合併企業などの発行する株式が上場廃止されるためである。図表 - 2 に示される通り、2000年度末に大手銀行が軒並みこの事由で非上場会社となった。持合構造の中核を成してきた銀行が対象から外れることになれば、調査結果への影響は無視できないと考えられる^(注3)。

そこで、調査対象範囲を「年度末時点において上場している会社、および、翌年度初の合併などにもない非上場となった会社」と変更する^(注4)。その結果、2000年度の調査対象は2,602社（上場2,588社＋非上場14社）時価換算368兆円^(注5)となった。

図表 - 2 合併などにもなう主な上場廃止企業

企業名	上場廃止事由
さくら銀行	住友銀行との合併にもなう
東京三菱銀行	三菱東京フィナンシャル・グループ設立にもなう
三菱信託銀行	"
三和銀行	UFJホールディングス設立にもなう
東海銀行	"
東洋信託銀行	"

持ち合い定義の変更など

i 退職給付信託

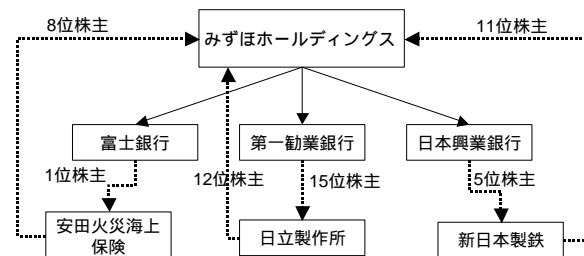
2000年度からの退職給付会計導入に伴い、多くの企業で「退職給付債務の積立て不足」の表面化が避けられない状況となった。これを受け各企業による積立て不足（会計基準変更時差異^(注6)）圧縮に向けた対応として、保有する持合株式を年金資産として信託拋出するケースが数多く見られる。（社）信託協会の報告によれば、2000年度末時点の退職給付信託の残高（時価）は5兆7,625億円に達しており、上場株式時価総額との対比では1.6%に相当する。

この大部分が2000年度中に信託設定されたものであるが、こうした企業の行動を、持ち合い解消と考えるかどうかは、議論の分かれるところであろう。しかし、今回の調査では、「拋出された株式の議決権が拋出元企業に留保されている^(注7)」、「企業間関係の密な企業の株式が拋出対象となるケースが多い」ことを勘案し、保有形態が退職給付信託であっても、企業が直接保有する株式と同等に扱い、持ち合い等の判別を行うこととした。

ii 持株会社経由の持ち合い

また、企業再編における持株会社化の動きの中では、相互持ち合いの形態は必然的に従来と異なったものとなる。2000年9月に第一勧業銀行、富士銀行、日本興業銀行の3行の株式移転により純粋持株会社「みずほホールディングス」が設立された。その結果、例えば第一勧業銀行

図表 - 3 持株会社化と株式保有関係の事例



（資料）東洋経済新報社データを基にニッセイ基礎研究所作成

と持合関係にあった日立製作所の株主は、引き続き第一勧業銀行であるが、日立製作所が保有するのは「みずほホールディングス」の株式になった(図表 - 3)

このように、企業間の関係は何も変わらないにもかかわらず、持株会社化によって実態が見誤られるとすれば問題である。そこで今回の調査では、持株会社を介した形態であっても、持ち合いとしてカウントすることにした。

時系列の連続性

昨年度調査では、基礎資料となる有価証券明細表の開示対象範囲の変更(明細の記載を省略可能な有価証券の範囲が、貸借対照表計上額が資本金額の1/500以下の銘柄から、1%以下の銘柄に広がった)に対応し、調査結果の時系列連続性を補正した「試算値」ベース^(注8)での結果も報告した。今回報告する数字についても、これを踏襲している。

もっとも、2001年4月から始まる事業年度以降義務づけられている持合株式の時価評価を、会計情報の透明性のニーズもあり、上場企業の多くが先取り導入している。有価証券明細表の開示対象範囲は、各銘柄の貸借対照表計上額

(時価会計の下では時価)と自己資本との関係で規定されるため、観測結果の連続性が失われている部分がある^(注9)点には注意が必要である。

(2) 調査結果について

上記調査方法に基づいて観測された結果について以下で報告する。なお、特別に記載しない限り、比率に関する言及は金額ベースによるものである。

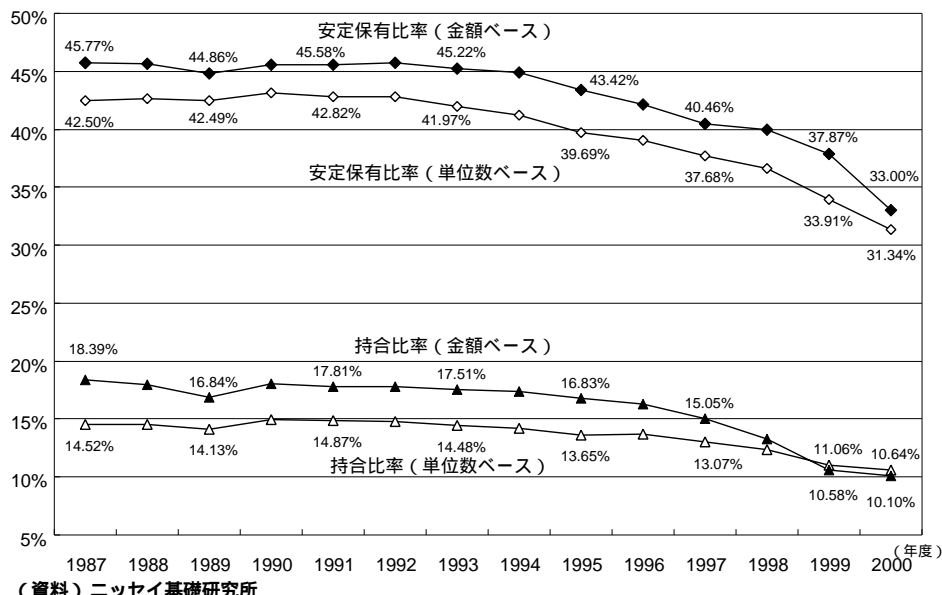
市場全体の調査(図表 - 4)

2000年度末時点に市場全体で観測される上場企業同士の持合株式は、金額ベースの集計で37.2兆円となった。これは、市場全体の時価総額の10.10%に相当し、対前年度比では0.47%と1990年度以降10年連続での低下となっている。ピーク時と比べると、金額で4割、比率で5割強の水準であり、持合株式の存在感が確実に薄れていることがわかる。

一方、単位数(株式数÷1単位の株式数)ベースで集計された持合比率は10.64%(対前年度比0.42%)で、水準、変動幅とも金額ベースとほぼ同じ結果となった。

調査結果で明らかになった持合株式の市場ウ

図表 - 4 市場全体の持合比率・安定保有比率の推移



エイトは、「株式分布状況調査（市場価格ベース）」から知ることのできる外国人（18.77%）個人（19.43%）などの保有比率に比べ、ずっと小さい水準である。ただ、依然として市場全体の1割強が持合株式である現状には、わが国の株式市場と向き合う上で、引き続き注意が必要であろう。

一方、金融機関^(注10)による一方向的な保有、上場親会社保有分などを加えた安定保有比率^(注11)は、金額ベースで33.00%（同 4.87%）、単位数ベースで31.34%（同 2.57%）となった。比率が大幅に低下した背景には、金融機関による保有株式圧縮の動きが活発であったことに加え、金額ベースではITバブル崩壊で上場子会社の市場ウェイトが大幅に低下（NTTが保有するNTTドコモの市場ウェイトだけで約2%）したことも影響している。

持合の構成要素（図表 - 5）

持合比率の構成を見ると、銀行が株主となるものが5.23%と全体の半分を占めている。中でも、5.03%のウェイトを占める「銀行が持合保有する事業会社株式」がその大部分で、引き続いて持合構造の中核を担っていることがわかる。

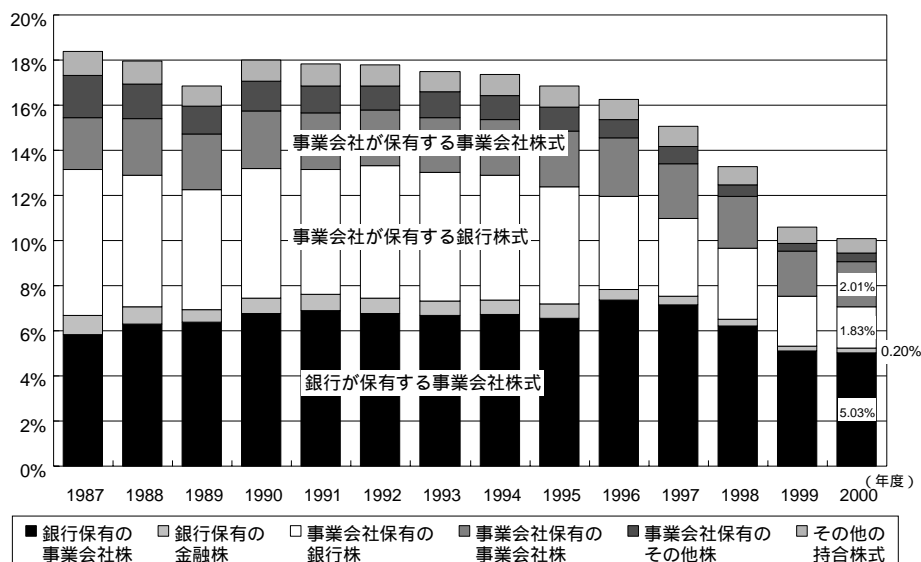
一方、持ち合いの双方向性により、その対極には「事業会社が持ち合い保有する銀行株式」が必ず存在する。ただ、そのウェイトは1.83%に止まり、「銀行が持ち合い保有する事業会社株式」の0.36倍に過ぎない。90年代前半までは、ほぼ拮抗していた銀行と事業会社の持合関係に大きな開きが生じてきたのは、銀行株式の株価下落に加え、事業会社による先行的な銀行株式の売却があると考えられる。ただ、相互保有とはいえバランスの崩れた両者の関係からは、簡単に解消することのできない難しさが窺い知れる。

6大企業集団^(注12)の動向

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」（2001年5月18日公表）では、6大企業集団の経済的地位、集団内の結び付きが低下傾向にあることが示されている。

その一方で、「株式の持合を最も早く解消（減少）させる相手先」として、「メンバー企業以外（事業会社64.4%）（金融会社46.0%）」との回答が、「メンバー企業（事業会社 13.8%）（金融会社18.4%）」との回答を圧倒的に上回っており、構成メンバー企業への意識が失われたわけではない。

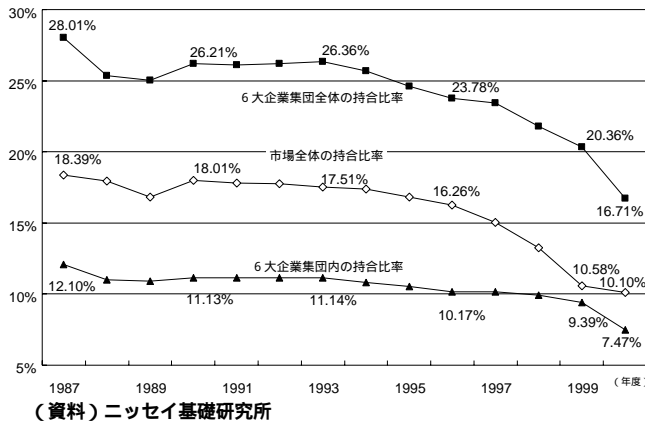
図表 - 5 市場全体の持合比率の構成要素（金額ベース）



（資料）ニッセイ基礎研究所

とはいえ、各企業集団の旗振り役を果たしてきた銀行が統合に至った^(注13)ことで、企業集団の意識変化が早まるかもしれない。そこでこれまでの株式持合構造の象徴ともいえる企業集団の持ち合い状況を観察した(図表-6)

図表-6 六大企業集団の持合比率(金額ベース)



まず、企業集団に属する企業の対上場企業での持合比率を見ると、2000年度末時点で16.71%と市場全体(10.10%)および企業集団に属さない企業(7.03%)の水準を大きく上回っている。さらに、企業集団内での持合比率は7.47%あり、集団外との持ち合いが急速に縮小しているのに比べて、集団の結束力が依然として強固であることが改めて実感される。

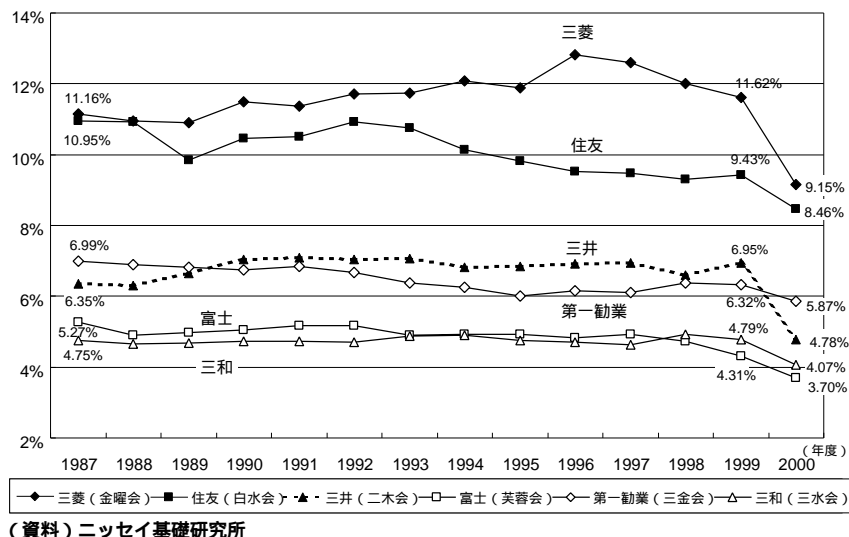
次に、対象を事業会社に限定し、株価変動に左右されない単位数ベースで、各企業集団内での持合比率の推移を観察した。財閥系と銀行系、銀行の統合グループと非統合グループ、といった区別なく、各集団とも大幅に比率を低下させているのが確認される(図表-7)

集団ごとの比率低下には個別企業の特異要因が含まれるものの、例えば住友銀行は、社長会構成メンバー上場企業のうち自身を除く18社すべての株式を保有しているが、うち11社の保有比率をこの1年間で低下させている。このように、持合構造のコア部分とされてきた企業集団内部の保有関係についてまで見直し対象となるのであれば、昨今の持ち合い解消に聖域はないと考えた方がよさそうである。

退職給付信託について

次に、今年度から調査対象に加えた退職給付信託への拠出株式に注目してみると、捕捉できた238件(時価換算1.5兆円)のうち筆頭株主となったものが20件もある。特に、関係会社株式が拠出されるケースが多く(21件0.5兆円が該当)信託拠出されている株式が、売却意図のない性格のものであることがわかる(図表-8)

図表-7 各企業集団事業会社の集団内持合比率(単位数ベース)



図表 - 8 保有比率の高い退職給付信託

拠出元企業	拠出対象銘柄	比率(%)	順位
日本バルカー工業	郷鉄工所	49.3	1
近畿日本鉄道	きんえい	45.0	1
近畿日本鉄道	近畿車両	35.2	1
田辺製薬	栄研化学	34.7	1
三井物産	もしもしホットライン	34.1	1
インテック	インテック コミュニケーション	25.8	1
NEC	NECソフト	25.0	2
ブラザー工業	ニッセイ	20.6	1
NEC	日本電気硝子	20.0	1
NEC	トーキン	19.9	2
近畿日本鉄道	近畿日本ツーリスト	16.2	1
富士通	アドバンテスト	16.1	1

(資料) 東洋経済新報社データを基にニッセイ基礎研究所作成

一方、拠出株式について、持合関係が確認されたもの^(注14)が123件、0.7兆円存在し、捕捉できた保有関係の半数が持合株式であることがわかる。中には塩野義製薬とスズケンのように、両者とも退職給付信託へ拠出しているケースも確認される。

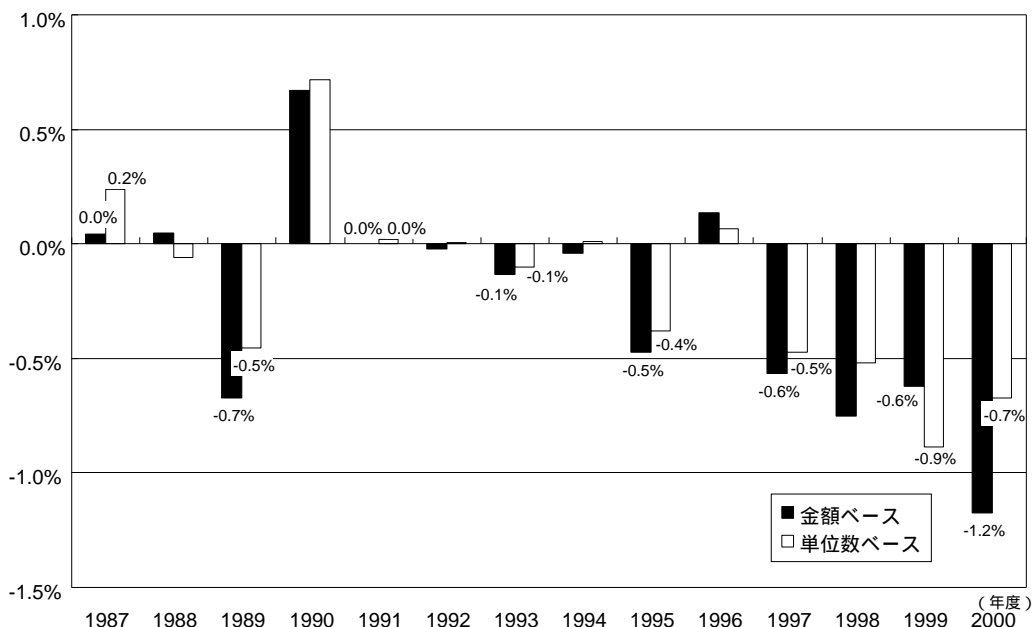
売却しづらい企業間関係と、不稼働資産である持合株式を有効利用したい意図とが交錯した結果が、退職給付信託への拠出ということなのだろう。ただ、ある意味では、持ち合いが形を変えて維持されているだけであり、企業および株式市場の実態を認識する上では、今後とも動向を注視していく必要があるだろう。

3. 解消の実態について

本調査結果は、市場全体の持合比率の水準を各年度末時点ごとに観測したものであるが、実は、観測された比率を年度間で比較しても、変化の実態を知ることはできない。しかし、持合比率の水準そのものよりも、解消の進展度合いに注目が集まっている昨今の状況を鑑み、持ち合い解消の実態について少し補足しておく。

市場全体の持合比率を算出するためには、一株の重みがまったく異なる各社の株式を、何らかの基準で集計する必要がある。本調査では金額および単位数を基準に用いている。ただ、集計の基準となるウェイト(金額ベースなら時価総額の市場ウェイト)の変化は集計結果に影響を与えるため、比率の変化を見る際には十分な注意が必要である。例えば、金額ベースであれば、持合比率の高い企業の株価が下落すれば(単位数ベースであれば、持合比率の低い企業の単位数株持ち直しなどにより)、市場全体の持合比率は低下したように見える。

図表 - 9 市場全体の持合比率の実質的な変動幅



(資料) ニッセイ基礎研究所

そこで、市場全体の持合比率の変化について要因の分析を行い、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 () +

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として観測した。

図表 - 9 から、96年度まで小康状態が続いていた持ち合いが、97年度から大きく崩れ始めていることがわかる。特に、持合比率の水準自体が低下しても、解消のペースは衰えることなく、2000年度の持ち合い解消が金額ベースでは過去最大規模であったことがわかる。

4. 持ち合い解消の見通し

今回の調査で、持ち合い解消の流れを再確認することができた。特に、99年度の一貫した株価上昇局面に続き、2000年度の一貫した株価下落局面でも大幅な解消が確認されており、一過性に止まらない可能性が強い。

(1) 銀行の株式保有制限

「時価会計導入による株式保有リスクの顕在化」、「資本効率向上のための不稼動資産見直し」、「企業間関係の変化による株式保有意義の希薄化」など、企業の持ち合い解消を促す要因は多い。

こうした状況で、持ち合い解消の進行にさらに大きな影響を与えるのが、現在検討中の「銀行の株式保有制限（銀行の株式保有量を自己資本の範囲内に制限する総量規制）」である。不良債権の償却によって自己資本の増強がままならない中、大手銀行は既に規制に抵触する状態

にある（2000年度末に自己資本の1.6倍を保有）ため、持合株式の選別・売却が必要になる。銀行が保有規制を課せられることで、株式保有構造自体が大きな転換点を迎えたと考えられる。

さらに、持ち合いの双方向性も踏まえれば、銀行の資本提供に安住していた企業も、銀行株式を売却する自由を得るとともに、別の資本提供者獲得に注力することになる。一時的に「銀行株式取得機構（仮称）」が受け皿となるかもしれないが、資本効率向上やガバナンス構造の整備など、株主を意識した経営を心がける必要がありそうである。

(2) 大規模事業会社の意識

当の企業は、持ち合いに対してどのような意識を持っているのであろうか。公正取引委員会の調査「大規模事業会社とグループ経営に関する実態調査報告書」（2001年5月18日公表）によれば、株式持ち合いについての今後の方針として、「全くなくなることはないが、減少させる（58.1%）」が最も多く、「変わらない」（37.2%）、「解消させる（2.3%）」、「現在よりも増加させる（2.3%）」と続いている。

持ち合いを解消または減少させる理由としては、61.5%の企業が「株式所有のリスクを考慮」を挙げる一方で、持合株式売却の際に支障となる事項として、「自社の安定株主対策への影響」と答える企業が70.9%に達しており、相互の関係に基づく持ち合い見直しの難しさを暗示している。

また、株式持ち合いの今後の目的について、40.9%の企業が「株価の維持・安定」と回答するなど、依然として持ち合いが株価対策に重要との認識は大きく変化しておらず、持ち合い解消の進展スピードほどに企業意識は変わっていないようにも思われる。

(3) 今後の見通し

銀行への株式保有制限導入もあり、今後も持ち合い解消が進むことは間違いないだろう。となると、需給の乱れによる市場環境への影響が懸念される。本来的には、持ち合い解消により売却された株式は、その役割(持合関係の構築)を終えた資本として、資本規模を縮小して速やかに消却するのが筋であろう。ただ現実問題として、消却が困難な企業もあると思われ、こうした企業では、「持合株主に変わる投資家の獲得」が急務である。

この点では、個人投資家の参加を促す市場活性化策に、ある程度期待できるだろう。とはいえ、投資対象となる企業自身の投資魅力が伴わない限り、投資家喚起にも自ずと限界がある。もちろん、投資家獲得に向けた取り組みは企業ごとに異なって然るべきである。ただ、昨今の情勢を考えれば、銀行のような類似した行動様式を持つ投資家に依存し続けるよりも、幅広い投資家に向けて自社の魅力を訴求する方が、安定した保有構造と経営基盤の確保に繋がりはしないだろうか。

例えばトヨタ自動車は、96年以降継続して自社株消却による自助努力を行っているが、それに加え、系列を重視した株式保有関係の持続、議決権を保持できる退職給付信託への持合株式の拠出(2001年3月期)など旧来型の枠組みを維持する一方で、NYSEへの株式上市(99年9月)、単位株の引下げ(2000年8月)など新たな投資家獲得にも積極的である。

今後、新規公開企業の増加、国際的な投資環境のボーダレス化に伴い、投資家の資金の向き先も増えてくる。資本市場は資金獲得競争市場でもあり、これを意識して投資魅力を高める企業行動こそ、投資家が待ち望んでいるものと言えるのではないだろうか。

-
- (注1) 遡及修正の影響により、昨年度以前に報告した数値とは一致しない部分がある。
 - (注2) 厳密には、株主データ取得の問題があるため、観測日の3月末以前の最終決算日時点で未上場の会社を除く。
 - (注3) 従来の定義では、例えば、「東京三菱銀行」と「三菱東京フィナンシャル・グループ」の両社が調査対象から外れることになる。
 - (注4) また、株主について、従来は非上場企業では保険会社だけを安定株主の意味で加えていたが、これを非上場銀行にまで広げている。
 - (注5) 上場廃止企業の時価評価に際しては、便宜上、最終取引日時点の株価を採用している。
 - (注6) 退職給付債務と年金資産の差額として認識される「退職給付引当金」と、従来基準で計上された引当金との差額。15年以内での定額償却が義務付けられる。
 - (注7) 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可能。
 - (注8) 1999年度以降の財務諸表規則の開示様式に従い、過年度データの捕捉可能範囲を制限したもの。
 - (注9) 時価会計の下では、株価が上昇した銘柄は開示されやすく、下落した銘柄は開示されにくい性格を持つ。
 - (注10) 金融機関 = 信託銀行を除く銀行および生命・損害保険会社。
 - (注11) 厳密には、持ち合い、および金融機関が一方向的に保有する株式、事業会社が一方向的に保有する金融機関株式、上場関係会社による保有株式の総額。
 - (注12) 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」に記載された社長会メンバー。但し、メンバー企業を傘下に置く持株会社はこれに加えた。今年度は「みずほホールディングス」と「日本ユニパックホールディング(=日本製紙と大昭和製紙が経営統合)」が該当。
 - (注13) 富士銀行(芙蓉グループ)と第一勧業銀行(第一勧業グループ)がみずほフィナンシャルグループにて統合、さくら銀行(三井グループ)と住友銀行(住友グループ)が合併。
 - (注14) 退職給付信託に拠出された株式は、大株主情報からしか捕捉できないが、実際には、これ以外に大量の持合株式が存在するものと推測される。