

# 基礎研 レポート

## 劇的な環境変化にさらされる「株式持ち合い」制度

企業行動の解明に一助を

金融研究部 准主任研究員 高岡 和佳子  
(03)3512-1851 takaoka@nli-research.co.jp

### 1—はじめに

#### 1 | 『株式持ち合い状況調査の基礎データ』について

近年、持ち合い株式を取り巻く環境は大きく変化しつつある。『「日本再興戦略」改訂2014—未来への挑戦—』（平成26年6月24日）において、持ち合い株式の議決権行使の在り方について検討を行なうことが示された。併せて、政策保有株式の保有目的の具体的な記載・説明が確保されるよう取組を進めることも示された。これを受け、『コーポレート・ガバナンスコード原案』（平成27年3月5日）には、政策保有株式として上場株式を保有する場合の要件が盛り込まれた。具体的には、主要な政策保有についてそのリターンとリスクなどを踏まえた中長期的経済合理性や将来見通しを検証することが求められる。加えて、その結果を具体的に説明することも求められる。更に、『法人税の改革について（案）』（平成26年6月27日）において、支配関係を目的としない保有株式<sup>i</sup>の、配当収益等の益金不算入制度を見直すことが示された。

ニッセイ基礎研究所では、相互に株式を保有し合う関係を「株式持ち合い」と定義し、上場企業間の株式持ち合い状況を調査してきた。1997年（1996年度版）からその株式市場における比重を示す集計結果の公表をはじめた。しかし、2004年（2003年度版）を最後に集計結果の公表を取りやめた。この背景には、市場における「株式持ち合い」の規模縮小、持合比率を市場全体で集計した値の重要性低下などがある。

図表1：株式持ち合い状況調査の経緯

1997年:株式持ち合い状況調査結果（集計値）の公表開始
2004年:株式持ち合い状況調査結果（集計値）の公表終了
2005年:株式持ち合い状況調査の基礎データ（個社別データ）販売開始
2015年:利用データ変更による影響調査と調査継続の決定

<sup>i</sup> 持ち合い株式はこれに含まれる

しかし、日本の企業社会には「株式持ち合い」という慣行が依然として残る。そして、企業間の持ち合い状況を個社毎に比較・検討することの重要性は失われていない。そこで、かねてから要望が多かったこともあり、2005年6月に本調査の基礎データ（個社別の持合比率等）<sup>ii</sup>を有償で提供し始め、現在まで継続してきた。上述の通り、近年における持ち合い株式を取り巻く環境変化はめざましい。環境変化に対応する各社の行動を定量的に把握できるという点において、個社毎の持ち合い状況データの意義は、近年特に高いと考える。

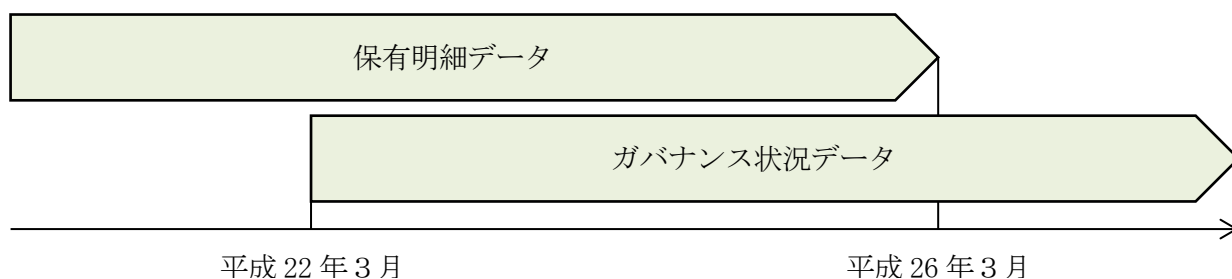
この『株式持ち合い状況調査の基礎データ』は、これまで二つのデータに基づいて作成してきた。「有価証券明細表（有価証券報告書附属明細表、データの出所は日経デジタルメディア）」と「大株主データ（データの出所は東洋経済新報社によるアンケート調査）」である。前者は、株式保有企業が報告する保有する株式情報（保有サイド）であり、後者は株式の発行体が報告する保有者に関する情報（被保有サイド）である。

## 2 | 有価証券明細表の開示免除

平成26年3月26日、財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則等の一部を改正する内閣府令が公布・施行された。これにより、一部の企業を除き、『株式持ち合い状況調査の基礎データ』の作成に利用している有価証券明細表（有価証券報告書附属明細表）（以下、保有明細データ）の開示が免除された。平成22年3月31日に公布・施行された企業内容等の開示に関する内閣府令により、類似情報の開示が始まったことが免除の理由だ<sup>iii</sup>。類似情報とは、コーポレート・ガバナンスの状況における株式の保有状況（以下、ガバナンス状況データ）である。

そこで、当研究所は、『株式持ち合い状況調査の基礎データ』の作成に用いる保有明細データをガバナンス状況データに変更することの影響を評価した。影響評価の結果、利用データを変更しても、調査の精度は劣化しないとの確信を得たため、調査の継続を決定した。しかし、利用上注意が必要となることが影響評価により判明した。当レポートでは、調査継続を判断した根拠と利用上の注意点を説明することを目的とする。まず2章で、保有明細データとガバナンス状況データの相違を、開示ルールと実データの両面から確認することで、調査の精度が劣化しないことを示す。次に、3章で両データの相違が『株式持ち合い状況調査の基礎データ』に与える影響を確認し、利用上の注意点を説明する。

図表2：求められる保有株式の個別銘柄開示の推移



<sup>ii</sup> 1988年（1987年度版）以降から提供可能

<sup>iii</sup> 金融庁「財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則等の一部を改正する内閣府令（案）」等に対するパブリックコメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方（平成26年3月26日）参照

## 2—コーポレート・ガバナンスの状況と有価証券明細表の相違

保有明細データとガバナンス状況データは共に、報告企業が保有する銘柄や保有株式数といった個別銘柄に関する情報を開示する。しかし、開示対象が異なるため、得られる情報は完全に一致しない。まず、1節では、銘柄別開示における対象の相違のうち、『株式持ち合い状況調査の基礎データ』に影響する項目を確認する。ただし、相違の確認においては、一般事業を営む上場会社（銀行業・保険業等一部の事業を営む企業以外）を対象とする。2節では、実際のデータを用いて、両データ間で情報量がどの程度異なるのかを確認する。

### 1 | 銘柄別開示対象の相違

#### ①投資目的による相違

企業会計原則の一般原則の一つ「明瞭性の原則」により、貸借対照表には、過度に詳細な情報を表示しない。しかし、詳細な情報の中にも、重要な情報が存在する。保有明細データ開示の目的は、重要な詳細情報を開示し、貸借対照表を補足することにある。そのため、貸借対照表の有価証券及び投資有価証券について、投資目的が分かるよう銘柄別開示することが求められる。ただし、有価証券及び投資有価証券に計上される株式であれば、投資目的によって銘柄別開示の要否が異なることはない。

一方、ガバナンス状況データの銘柄別開示は、投資有価証券に該当する株式のうち保有目的が純投資目的以外の目的である株式に限られる。目的によって銘柄別開示の要否が異なるのは、会社が株式保有により期待する効果が異なると考えられるからだ。銘柄別開示が求められる株式とは、取引関係の開拓・維持などを目的とするいわゆる政策保有目的株式である。これら株式には、ビジネス上重要な意義を認める見解と非効率な投資だといった批判的な見解がある。このため、投資判断に有用な情報を提供する観点から、銘柄別に保有意義を開示することが求められている<sup>iv</sup>。

短期的な価格の変動を利用して利益を得る目的（売買目的）で取得した株式や、専ら株式の価値の変動又は株式に係る配当によって利益を受ける目的（純投資目的）で保有する株式は、銘柄別開示の必要がない

投資目的による相違に限定すれば、保有明細データは、ガバナンス状況データより多くの銘柄別情報を有すると考えられる。

#### ②数量基準による相違

保有明細データでは、保有株式の貸借対照表計上額が資本金額の1%を超える銘柄又は上位10銘柄について、銘柄別開示が求められる。一方、ガバナンス状況データでは、資本金額の1%を超える銘柄又は上位30銘柄<sup>v</sup>について、銘柄別開示が求められる。

数量基準による相違に限定すれば、ガバナンス状況データは、保有明細データより多くの銘柄別情報を有すると考えられる。

<sup>iv</sup> 金融庁「企業内容等の開示に関する内閣府令（案）」等に対するパブリックコメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方（平成22年3月31日）参照

<sup>v</sup> 30銘柄には、③その他の相違に記すみなし保有株式も含まれる。

図表 3 : 銘柄別開示対象の相違

① 投資目的	政策保有目的				売買目的又は純投資目的			
② 数量基準	資本金1%超又は上位10銘柄		資本金1%未満かつ上位11～30銘柄		資本金1%超又は上位10銘柄		資本金1%未満かつ上位11～30銘柄	
③ その他の相違 (みなし保有株式)	保有株式	みなし保有株式	保有株式	みなし保有株式	保有株式	みなし保有株式	保有株式	みなし保有株式
保有明細データ	開示対象		開示対象外		開示対象		開示対象外	
ガバナンス状況データ	開示対象				開示対象外			

### ③その他の相違

ガバナンス状況データには、みなし保有株式も含まれる。みなし保有株式とは、純投資目的以外の目的で、信託契約などに基づき議決権の行使、又は行使を指図する権限を有する株式である。

報告企業が子会社の経営管理を行うことを主たる業務とする会社（持株会社）ならば、連結子会社が有する株式も報告対象となる場合がある<sup>vi</sup>。

みなし保有株式や持株会社の取り扱いに限定すれば、ガバナンス状況データは、保有明細データより多くの銘柄別情報を有すると考えられる。

## 2 | 情報量の相違

ここでは、保有企業と被保有企業の対を1つの情報と捉え、保有明細データとガバナンス状況データの情報量（保有企業と被保有企業の対の数）の相違を確認する<sup>vii</sup>。確認には、両データ共に開示が義務付けられる平成22年3月31日～平成26年3月30日に終了する本決算データを用いた<sup>viii</sup>。両データの情報量及び、重複度合いを図表4に示す。

まず、保有明細データの情報量と保有明細データにのみ記載される情報量に着目する（背景色付き部分）。保有目的を理由に、ガバナンス状況データに含まれない情報は、保有明細データに含まれる情報のうち1割程度であることが分かる。次に、保有明細データとガバナンス状況データの情報量に着目する（緑太枠囲み部分）。初年度を除き、ガバナンス状況データは同年度の保有明細データの1.5倍程度の情報量を有する。ガバナンス状況データの情報量が初年度と翌年度以降で大きく異なるのは、初年度に適用された経過措置の影響である。経過措置として、初年度のみ上位30銘柄ではなく上位10銘柄のみ銘柄別開示することが認められたからである。このように、数量基準の相違によりガバナンス状況データには保有明細データよりも多くの情報が含まれる。

## 3 | 継続を判断する理由(小括)

まず、数量基準の相違により、ガバナンス状況データの方がより多くの情報を含むことから、より

<sup>vi</sup> 報告企業がその連結子会社のいずれかより投資株式の貸借対照表計上額が小さい場合、又は報告企業の投資株式の貸借対照表計上額が、連結貸借対照表上の投資株式の貸借対照表計上額の3分の2を超えない場合。投資株式の貸借対照表計上額が最も大きい（場合によっては2番目に大きい）連結子会社の保有状況を開示する必要がある。

<sup>vii</sup> 保有明細データとガバナンス状況データの共に同一の情報が存在する場合、データ間の保有株数の相違も考えられる。当レポートでは、計上株数の相違には着目しない。ただし、ほぼ合致すること、及び目立った乖離は表示単位の差による丸め誤差などに起因することを確認している。

<sup>viii</sup> 分析に利用したデータ（出所は日経デジタルメディア）には、連結子会社が有する株式に関する情報は含まれない。

図表4：保有明細データとガバナンス状況データの情報量の相違

	保有明細データ	「ガバナンス状況データ」	「保有明細データ」のみが記載	「ガバナンス状況データ」のみが記載	両データに記載
H22/3/31～H23/3/30	24,865	24,476	3,186	2,797	21,679
H23/3/31～H24/3/30	24,188	41,572	2,453	19,837	21,735
H24/3/31～H25/3/30	24,229	41,789	2,180	19,740	22,049
H25/3/31～H26/3/30	25,205	41,714	2,024	18,539	23,181

精緻に株式持ち合いの関係を把握することが可能となる。一方、投資目的の相違により喪失する情報もある。しかし、株式持ち合い状況調査は、政策保有目的で保有し合う関係に着目していることは言うまでも無い。失う情報は、政策保有目的以外で保有する株式の情報であり、喪失により調査の精度が劣化することはないと判断している。むしろ、互いに純投資目的で株式を保有し合っているような偶然を、「株式持ち合い」の関係にあると誤って判定する可能性がなくなったとも言える。

以上から、『株式持ち合い状況調査の基礎データ』の作成に用いるデータを、保有明細データからガバナンス状況データに変更しても、その調査の精度は劣化しないと判断し、調査の継続を決定した。

### 3—『株式持ち合い状況調査の基礎データ』への影響

#### 1 | 影響のある企業の割合

持合比率は、「株式持ち合い」の関係にある企業が保有する株式が発行済み株式全体に占める割合である。

$$\text{持合比率} = \frac{\text{「株式持ち合い」の関係にある企業が保有する株式総数}}{\text{発行済み株式数}}$$

そのため、持ち合い状況調査は、「株式持ち合い」の関係にある企業か否かを判定することから始める。具体的には、保有サイドの情報と被保有サイドの情報を用いて、上場2社間が相互に株式を保有しているか否かを確認する。両社がそれぞれ両サイドの情報を報告するため、上場2社間につき、利用可能な情報は最大4つある（図表5）。このうち2つは内容が等しいため、互いに株式を保有していることを確認するのに、4つの情報全て揃っている必要はない。内容の異なる情報がそれぞれ1つ以上あれば、「株式持ち合い」の関係が確認できる。2章に記したとおり、保有明細データからガバナンス状況データに変更することで、新たに取得する情報と喪失する情報が存在する。

図表5 <例①>のように、新たな情報（A社がB社を保有しているという情報）を取得しても、対応する情報（B社がA社を保有しているという情報）が存在しない場合、相互に株式を保有し合う関係が確認できない。この場合、新たに取得した情報が「株式持ち合い」の関係の判定結果に変化をもたらすことはない。図表5 <例②>のように、既に同様の情報（A社がB社を保有しているという情報）が存在し、既に「株式持ち合い」の関係が確認できている場合も判定結果に変化をもたらすことはない。喪失する情報についても同様で、喪失情報の全てが「株式持ち合い」の関係の判定結果に影響を与えるわけではない。そして、「株式持ち合い」の関係の判定結果に影響がなければ、持合比率にも影響しない。

情報量は大幅に増すが、以上の理由から、保有明細データからガバナンス状況データに変更することで、持合比率が変化する銘柄は、全上場銘柄のうち半分程度にとどまる（図表6）。なお、平成22年3月時点のみ、持合比率が変化する銘柄が少ないのは、初年度に適用された経過措置の影響である。

## 2 | 影響の程度

最後に、保有明細データからガバナンス状況データに変更することで、持合比率が変化する上場銘柄に限定し、比率が変化する程度を確認した（図表7）。年度により異なるが、持合比率は平均して2.0%程度上昇する傾向がある。中には、持合比率の変化が20%を超える銘柄もあるが、初年度の経過措置の影響を受けない3年に限れば、80%の銘柄は、およそ▲0.5%～7.0%の変化に収まる。全体的に、持合比率が上昇する傾向にあるのは、データの変更により情報量が増加し、これまでの情報では確認できなかった、「株式持ち合い」の関係が、新たに判明したことによる。

図表5：4つの情報と新たに情報を取得しても判定が変わらない例

		報告主体	
		A社	B社
情報ソース	保有サイド	A社がB社株を保有	B社がA社株を保有
	被保有サイド	B社がA社株を保有	A社がB社株を保有

		報告主体	
		A社	B社
情報ソース	保有サイド	A社がB社株を保有	無
	被保有サイド	無	無

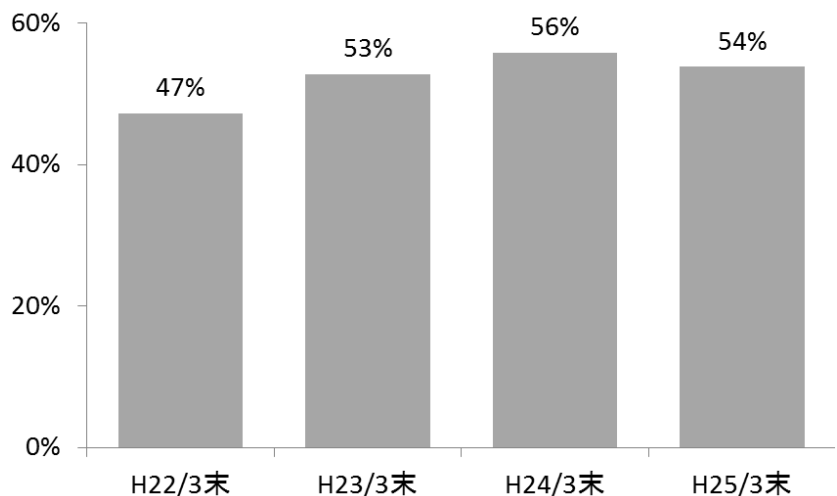
<例①>

		報告主体	
		A社	B社
情報ソース	保有サイド	A社がB社株を保有	無
	被保有サイド	B社がA社株を保有	A社がB社株を保有

<例②>

図表6：データ変更により持合比率が変化する銘柄の割合



2章で記したとおり、データの変更に伴い持合比率の精度が劣化することはないと考える。しかし、ガバナンス状況データが存在しない平成21年3月期以前と、保有明細データが存在しない平成26年3月以降を跨ぐ長期間の時系列データを利用する際には、注意が必要となる。

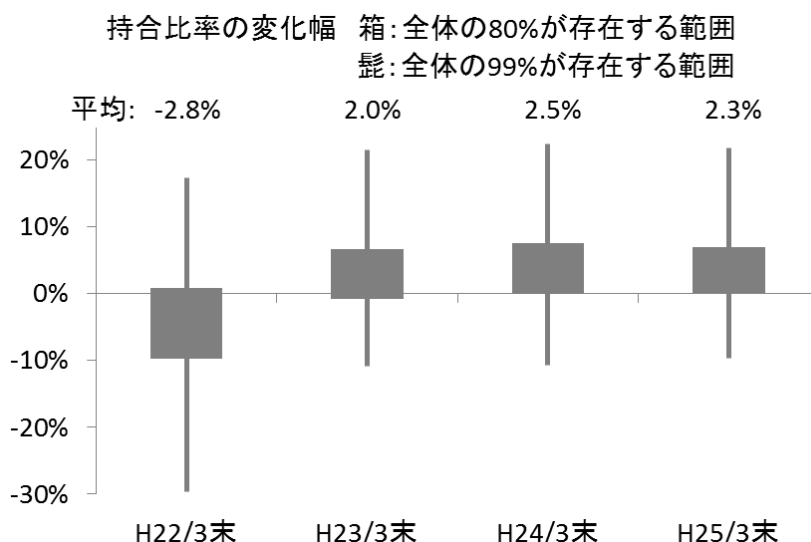
#### 4—おわりに

近年、持ち合い株式を取り巻く環境変化が目覚しい。このため、弊社が2005年6月から販売する『株式持ち合い状況調査の基礎データ』の意義は高まっていると考える。しかし、調査に利用している有価証券明細表の開示免除により、従来の手法による調査を継続することが不可能になった。そこで、コーポレート・ガバナンスの状況における株式の保有状況に記載される情報を用い、調査の継続の可否を検討した。

その結果、使用するデータを変更しても調査の精度は劣化しないと判断し、調査の継続を決定した。しかし、データの変更により、持合比率の水準に、小さくない差が生じる。そのため、平成21年3月期以前と平成26年3月期以降を跨ぐ長期間の時系列データを利用する際には、注意が必要となる<sup>ix</sup>。

筆者は、調査の継続に留まらず、当データを用いて持ち合い株式を取り巻く環境変化に対する各企業の行動分析など様々な研究・分析を実施していきたいと考えている。併せて、当データがより幅広く活用され、企業行動解明に少なからず寄与することを期待する。

図表7：データ変更による持合比率の変化幅



<sup>ix</sup> 使用するデータの変更発生する水準の差への適切な対処法は、その利用目的によって異なるだろう。そのため長期間の時系列データの利用者には、新旧両データに基づく基礎データが存在する4期分（平成22年3月期～平成25年3月期）に限り、データに基づく基礎データを提供し、どのように対処するかは利用者に委ねる。