

# 株式持ち合いの変遷と展望

株式会社大和総研 環境・CSR 調査部  
主任研究員 伊藤正晴

1. はじめに
2. 戦後からバブル期まで強化・維持の続いた株式持ち合い
  - (1)第一期：株式持ち合いの形成
  - (2)第二期：昭和40年不況と持ち合い
  - (3)第三期：絶頂そしてバブル
3. 解消に向かう株式持ち合い
  - (1)持ち合い関係の分析
  - (2)上場企業全体の保有比率と持ち合い比率の推移
  - (3)業態別の持ち合い比率の推移
4. おわりに

## 1. はじめに

戦後間もなくからいわゆるバブル期まで、強化・維持されてきた銀行を中心とする株式持ち合いは、バブル崩壊により転機を迎えた。事業会社は含み益のある保有株の売却を行うことで、バブル崩壊後の企業収益の落ち込みを補い、銀行は不良債権処理の損失を補うなどの目的で保有株式の削減を進めたのではないかと考えられる。また、2001年に銀行の株式保有を直接的に制限する「銀行等の株式等

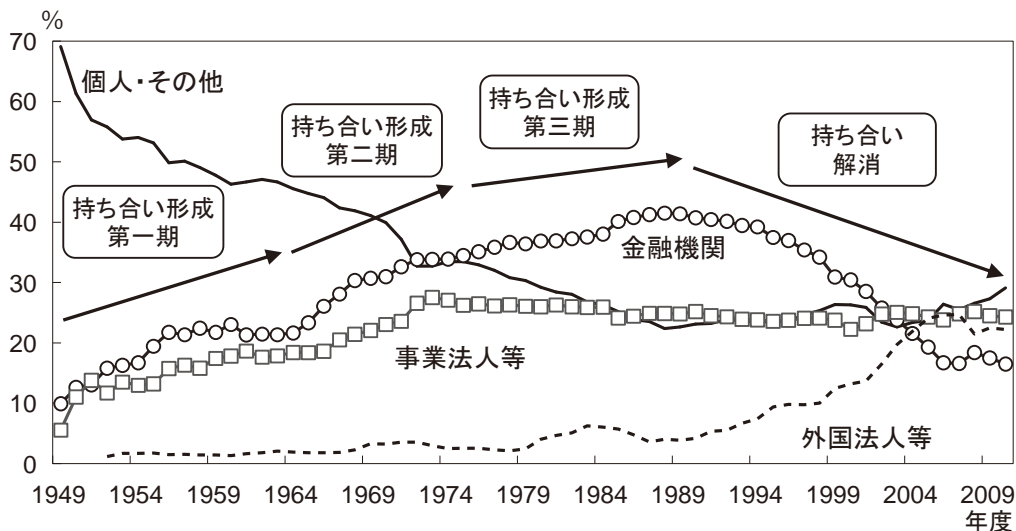
の保有の制限に関する法律」が制定され、銀行等保有株式取得機構や日銀による株式取得が行われたことなどもあり、株式持ち合いの解消が大きく進展した。

図表1は、1949年の証券取引所再開から直近までの全国上場企業の所有者別持株比率の推移を示したものである<sup>1</sup>。まず、金融機関の持株比率は、証券取引所の再開から1980年代終わりにかけてほぼ一貫して上昇を続けている。また、事業法人の持株比率は、1970年代前半まで上昇し、その後はほぼ横ばいとなっている。そして、1990年代に入って、両者の持株比率は減少に転じ、特に金融機関の持株比率は大きく低下している。第二次世界大戦後から1980年代までの約40年間にわたって金融機関と事業会社とで株式持ち合いが形成され、1990年代以降に株式持ち合いの解消期に入った。

本稿では、まず株式持ち合いの形成について、図中に示すように戦後からバブル期までを3つの期に分けて紹介する。次いで、1990年以降の持ち合い動向を定量的に分析した結果を紹介した後、今後の動向について検討する。

<sup>1</sup> 2004年度と05年度の持株比率はライブドアを除いて算出された数値を用いている。平成18年度株式分布状況調査によると、大幅な株式分割を実施した等によりライブドアの単元数が大幅に増加し、04年度に同社1社で集計対象会社全体の単元数の33.98%を占めることとなった。また、その後に大量の新株予約権が権利行使されたことなどから、05年度では同社の単元数の占有率は43.68%にまで達した。そのため同社の数値が全体の数値に大きな影響を与えることから、2004年度と05年度はライブドアを除いた数値を用いた。

図表1. 所有者別持株比率の推移と株式持ち合い



(注) 1985年度以降は単位数ベース、2001年度からは単元数ベース。  
 金融機関は投資信託、年金信託を除く（1978年度以前は、年金信託を含む）。  
 2004年度、2005年度はライブドアを除いている。  
 2006年度以降は、ジャスダック上場会社分を含む。  
 (出所) 全国5証券取引所「株式分布状況調査」より大和総研作成

## 2. 戦後からバブル期まで強化・維持の続いた株式持ち合い

### (1)第一期：株式持ち合いの形成

まず第一期は、第二次世界大戦後の取引所再開から昭和40年（1965年）不況期までである。戦後、日本の社会、経済は大きく変貌した。戦前の日本の株式保有構造は、財閥本社が傘下企業の株式を保有し、その財閥本社の株式を財閥家族が保有するというピラミッド構造となっていた。戦後、GHQはこのような財閥を中心とする閉鎖的・独占的な資本主義から民主的な経済システムへ変革するための構造改革を断行したが、その1つが財閥解体であった。そして、これが戦後日本の株式保有構造を特徴付ける株式持ち合いの形成へとつながった。

また、財閥解体による株式だけでなく、閉鎖機関の所有株、戦時補償特別税や財産税の

物納により政府が所有することになった株式、「独占禁止法」による要処分株式、政府が保有してきた株式など膨大な株式が放出されることになり、従業員を中心とする個人に売却された。また、官民一体となった証券民主化運動もあり、1949年度の個人の持株比率は69.1%に達したのである。しかし、その後は個人の持株比率は低下を続け、金融機関や事業法人の持株比率が上昇している。

その要因として財閥解体時に大量の株式を保有していたにもかかわらず、銀行が財閥解体政策の対象に指定されなかったこと、1947年に制定された独占禁止法で当該会社の発行株式数の5%という制限はあったものの、銀行に株式の所有が認められたことが挙げられる。これらにより、銀行は戦前から保有していた株式を5%という範囲内ならそのまま保有できたし、新たに株式を取得することもでき、これが銀行を中心とする株式持ち合いの形成につながったと考えられる。

また、株式の買い占めが盛んに行われたことも株式持ち合いを急速に進める要因になった。財閥解体などによる放出株は従業員等広く保有が分散されたのであるが、敗戦により疲弊した個人が株式を保有することは負担が大きく、株価の下落時などに売却が盛んに行われた。そして、株式の流動性が高まったことから、株式の買い占めが行いやすくなったのである。買い占められた株式をグループ内企業で引き取ることや、買い占めに対抗する予防的措置としてグループ内企業に株式を持ってもらうことで株式の相互持ち合いが進展した。

## (2)第二期：昭和40年不況と持ち合い

第二期は、昭和40年不況期から石油危機までである。昭和30年代、金融機関と事業法人等の持株比率には大きな変化はなく、比較的安定した水準で推移していた。一方、個人の持株比率はこの間も一貫して低下傾向にあり、逆に上昇したのが投資信託の持株比率である。株式市場の好調期には、株式投信の募集の好調、投信による株式の買い越し、株価上昇、基準価格が上昇、投信の募集の好調というスパイラル的な拡大を遂げた。しかし、ケネディ・ショックなどによる株式市場の下落をきっかけに、投信の解約、株式の売り、株価下落、基準価格下落、解約という逆回転が始まり、株式市場での需給バランスが悪化した。このような状況下、株式を買い上げてプールする機関として日本共同証券と日本証券保有組合が相次いで設立され、株式の買い入れが実施された。

これら両機関が買い入れた株式の総計は約38億株になるが、これは1965年度末の全国取引所第一部上場株式数764億株の5%にあたる。その後、これら機関の保有株が放出されたのであるが、日本共同証券の主な株式売却先は、関連企業と銀行であった。日本証券保

有組合の株式売却先も同様に、銀行、生命保険などの金融機関や関連会社への売却が多い。これら両機関の株式放出が、法人による株式保有や株式持ち合いの一層の進展に寄与したと言えよう。

また、1967年以降、資本の自由化が進展したことも株式持ち合いの強化につながった。対内直接投資の自由化で、外資による国内企業の買収が危惧され、大型合併や安定株主工作が進展したのである。

## (3)第三期：絶頂そしてバブル

第三期は、石油危機からバブル期までである。ここでは、金融機関が持株比率を高めたのに対し、事業法人等の持株比率はほぼ横ばい、詳細にみると若干の低下となっており、それまでの持ち合い形成期とは異なった様相を示した。この要因として、企業の資金調達における銀行借入の地位が相対的に低下し、銀行と企業との取引関係の見直しに变革が迫られたことが挙げられる。銀行部門では、既存の金融取引だけでは事業会社との取引関係が希薄化する懸念から金融サービスの高度化が進められるのであるが、これはすぐに実現できるものではない。そこで、代替的に企業の株式取得が進んだと考えられる。

本来、株式会社の所有者は株主であり、企業経営は配当というインカムゲインと、株価上昇によるキャピタルゲインを実現すべく企業価値向上に邁進し、株主による投資に報いなければならない。しかし、株主の期待するキャピタルゲインは企業が株主に対して直接支払うのではないため、借入に対する利払いをコストと考えるのと同様に、株式発行に対しては実際に社外流出が発生する配当をコストと考えがちである。この資金調達に関するコストの考え方や堅調な株式市場から、エクイティ・ファイナンスによる資金調達が盛んに行われることとなり、その結果大量の資金

調達を行った企業がその資金を本業の設備投資等だけでなく、金融資産に投資する財テクにまで至ることとなった。

活発なエクイティ・ファイナンスは、安定株主の持分比率が低下する恐れがある。銀行が株式を取得することは、企業にとっての安定株主対策に寄与するのである。また、銀行にとっても堅調な株式市場が保有株式の含み益を増大させるというメリットがあり、特に1988年に合意された国際決済銀行による自己資本比率規制（BIS規制）で自己資本に株式の含み益を算入できるというローカル・ルールが認められたため、含み益の増大は歓迎されるものであったと考えられる。そして、1985年には銀行に対して自己資本を拡充する手段として時価発行による増資が認められたため、銀行による公募増資が活発に行われ、新規に発行される株式の安定化のために、事業法人との株式持ち合いが強化されたのではないかと推察される。

### 3. 解消に向かう株式持ち合い

1990年代に入って金融機関の持株比率は低下に転じ、特に1990年代半ば以降から急速に持株比率が低下していることから、株式持ち合いも解消が進んでいたことが推測できる。しかし、これだけでは株式持ち合いの動向をきちんと把握することは困難であり、また株式保有が銀行や企業の決算に与える影響や、持ち合い解消が株式市場に与える影響を定量的に評価することはできまい。そこで、1990年代以降の株式持ち合いの解消に関して、個別銘柄ベースで銀行や事業会社の保有株を調

べることで株式の相互保有関係を把握し、その動向を分析した。

本稿の分析では、有価証券報告書附属明細表の保有株データ<sup>2</sup>を優先的に利用し、このデータが利用できない企業（金融機関）に関しては大株主データ<sup>3</sup>を利用することで、上場企業を対象とした株式の保有と持ち合いの構造を推計した。ただし、データの制約から企業が保有している株式のすべてを捉えることはできないことに注意されたい。

#### (1) 持ち合い関係の分析

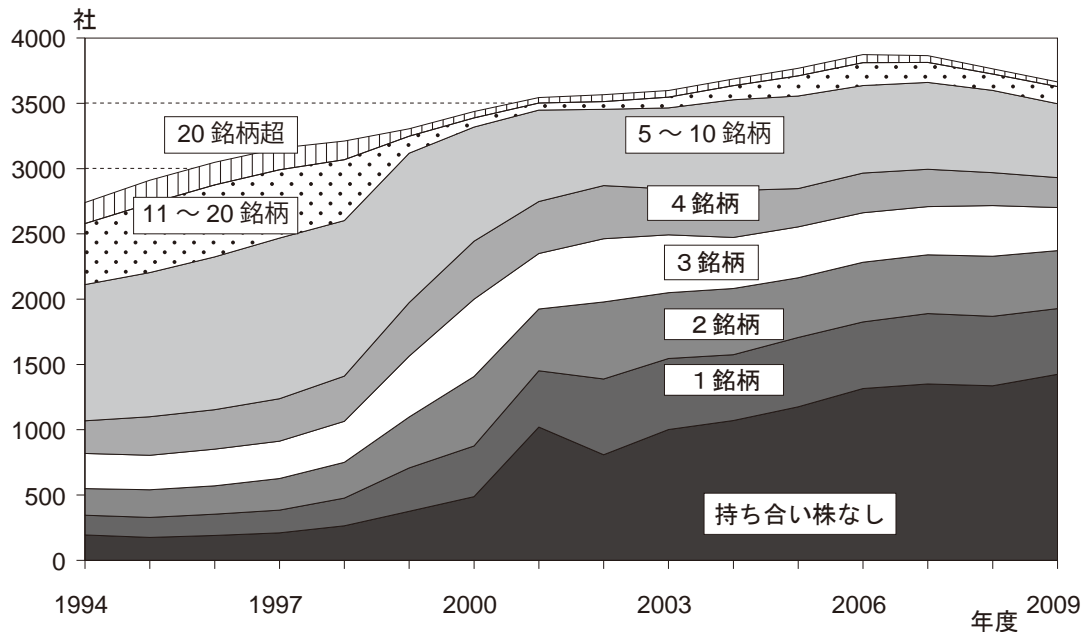
図表2が、銀行を含む上場企業全体のうちデータの取得が可能であった企業を対象として、持ち合い株式の保有銘柄数の分布推移を描いたものである。分析対象各社の保有株の中で、相互保有が確認できた株式を持ち合い関係にある銘柄数（この銘柄数を「持ち合い銘柄数」と呼ぶことにする）としてカウントし、その持ち合い銘柄数による度数分布を時系列で図示している。

この図が示すように、1990年代終盤から2000年代初めにかけて、「持ち合い株なし」から「3銘柄」までの持ち合い銘柄数が比較的少ないゾーンに該当する企業が増加していることが確認される。なかでも保有株データで株式の相互保有が確認できなくなった「持ち合い株なし」の企業数が急増していることが目立つ。逆に、「5～10銘柄」から「20銘柄超」の保有する持ち合い銘柄数が多い企業の数が減っており、特に持ち合い銘柄数が11銘柄以上の企業の減少が著しい。そして、1990年代半ばまでは持ち合い銘柄数が5銘柄以上である企業が半分強を占めていたのに対し、直近では「持ち合い株なし」または「1銘柄」の企業が半分程度を占めるようになっている。これらのことから推測できるのは、

<sup>2</sup> 日本経済新聞社「日経企業基本ファイル」のデータを用いている。

<sup>3</sup> 東洋経済新報社「大株主データ」のデータを用いている。

図表2. 持ち合い株式の保有銘柄数分布の推移



(注) 2004年度、2005年度はライブドアを除いている。

(出所) 有価証券報告書附属明細表、大株主データ等より大和総研推計

かつては数多くの企業を相手に複雑な持ち合い関係を形成していたが、1990年代終盤からはその解消を進めて、比較的少数の相手との株式持ち合いを維持するという姿である。また、「持ち合い株なし」に該当する企業は1990年代からほぼ一貫して増加しており、94年度は「持ち合い株なし」の企業の比率が7.1%であったのが、直近の2009年度では38.9%にまで高まった。もちろん、あくまでも今回作成したデータ上で相互保有を確認できたケースを持ち合いとしているため、データでは確認できないが実際には株式を相互に保有していることもある。しかし、「持ち合い株なし」の比率の水準やその推移から考えると、すべての株式持ち合いを解消した企業も増えていると推測できる。

## (2) 上場企業全体の保有比率と持ち合い比率の推移

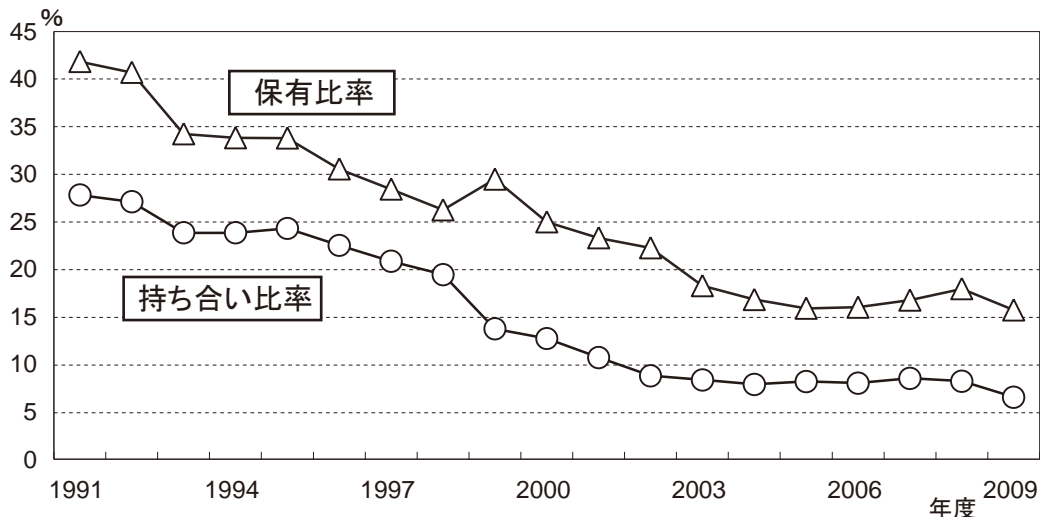
図表3が、銀行を含む上場企業全体の保有株と持ち合い株の比率である。保有比率は各

企業の保有株全体の年度末時価総額を、持ち合い比率はデータ上で相互保有が確認できた株式の年度末時価総額を、それぞれ市場全体の時価総額で除した比率である。なお、2004年度と05年度はライブドアを除いた数値となっている。

まず、保有比率の推移であるが、上場企業全体での株式の保有比率は概ね低下を続け、1991年度は41.8%であったのが直近の2009年度は15.7%と、半分以下の水準にまで至っている。株価変動が上場企業全体の企業財務に与える影響は大幅に減ったといえよう。ただ各年度の保有比率を詳細にみると、2005年度の15.9%を底に2008年度までは連続して増加していた。この間、株価変動が企業財務に与える影響が若干ではあるが増加していた可能性を示していよう。

次に、持ち合い比率であるが、株価変動の影響で比率が若干上昇した年もあるものの、1991年度の27.8%から直近の2009年度は6.5%

図表3. 上場企業による株式の保有比率と持ち合い比率の推移



(注) 市場全体の時価総額に対する比率

2004年度、2005年度はライブドアを除いている。

(出所) 有価証券報告書附属明細表、大株主データ等より大和総研推計

へと大幅な低下を示している。持ち合い解消が大きく進展してきたようである。ただし、保有比率と同様に、2005年度からは持ち合い比率が上昇した年があり、持ち合いの強化があったことが示唆される。そして、2009年度は持ち合い比率が大きく低下しているが、この背景には株式市場が大幅に上昇して株式の売却が進めやすかったことや、有価証券報告書における「株式の保有状況」の開示義務や国際会計基準の導入議論などの影響があると思われる。

### (3)業態別の持ち合い比率の推移

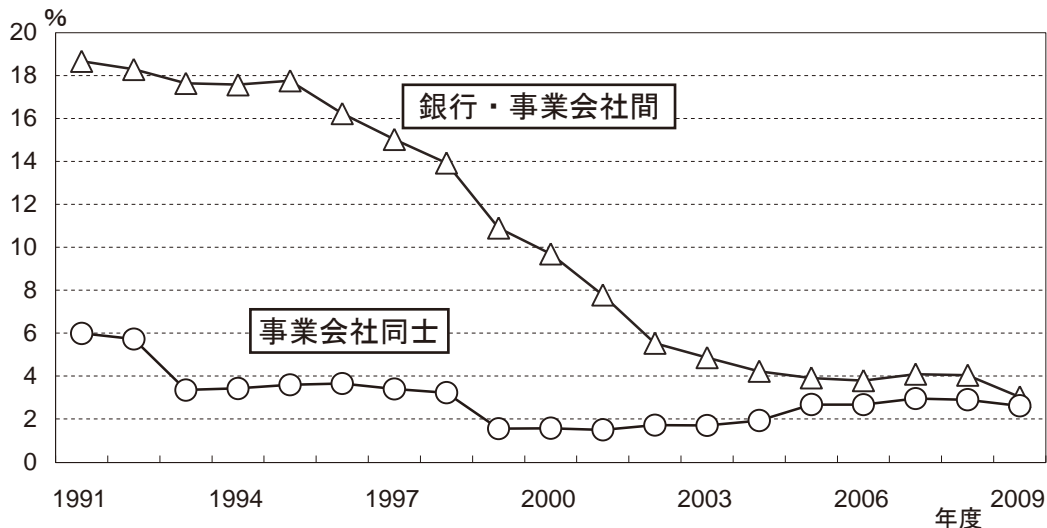
上場企業による持ち合いの動向をより詳細に検討するために、銀行と事業会社の保有株について分析し、これら業態間での持ち合いの状況をみた。

図表4が、業態別の持ち合い比率の推移を示したもので、図中の「銀行・事業会社間」は銀行と事業会社との間で、「事業会社同士」は、事業会社同士の間で、相互保有が確認できた株式を市場全体の時価総額で除した比率の推移を示している。バブル崩壊以降、2000

年代初めにかけて銀行・事業会社間の持ち合い比率は大きく低下した。また、事業会社同士も、銀行・事業会社間に比べると緩やかではあるが、やはり持ち合い比率が低下している。全体として、持ち合い解消が大きく進展したことが確認される。

より詳しく1990年代の状況をみると、事業会社の保有する株式の比率（対市場全体の時価総額）は、1991年度の24.0%から1998年度には12.1%へとほぼ半減したのに対し、銀行の保有する株式の比率は1991年度の14.3%が1998年度は11.3%となっており、事業会社ほど低下はしていない。すなわち、保有株の削減は事業会社が先行したようで、バブル崩壊後の不況により事業収益が大幅に落ち込んだ事業会社は、含み益のある株式を売却することにより本業の損失を補ったと捉えられる。そして、銀行部門において持ち合い株式の削減が進んだのは2000年代に入ってからであった。保有株の削減にはさまざまな要因があるが、直接的な要因として「益出しクロス」では売却益が計上できなくなったことと、銀行

図表4. 業態別の持ち合い比率の推移



(注) 市場全体の時価総額に対する比率

2004年度、2005年度はライブドアを除いている。

(出所) 有価証券報告書附属明細表、大株主データ等より大和総研推計

が保有する株式の金額に制限が導入されたことの影響が大きいと考えられる。1990年代半ばから本格化した不良債権問題を処理するため、保有株式の含み益を活用する動機が生じた。しかし、政策投資株式や持ち合い株式は継続的な保有を前提としている。そこで、これらの株式を売却して含み益を実現する場合は、売却後にすぐに買い戻すという「益出しクロス」が利用されたとみられ、結果として1990年代には銀行の保有株の削減は大きくは進まなかったと推察される。

2000年度からは、会計基準の変更により、この「益出しクロス」は売却益の計上が認められなくなった。有価証券の評価損や不良債権の処理に伴う損失を含み益で補うには、売り切りで売却することが必要となったのである。全国銀行協会の全国銀行総合財務諸表によると、全国銀行ベースでの資産の部の有価証券に計上されている株式の額は、1996年度末が45.9兆円であったのに対し、2000年度末でも44.3兆円となっている。その後、2001年度末は34.4兆円、2002年度末は23.2兆円と大

きく減っており、保有株式の削減が大幅に進んだことがうかがえる。また、2001年11月には銀行の株式保有を直接的に制限する「銀行等の株式等の保有の制限に関する法律」が公布された。そして、銀行による株式売却が株式市場の混乱を招くことを防ぐため、銀行等保有株式取得機構や日銀による株式の買い取りが実施されたこともあり、銀行の保有株の削減が進み、株式持ち合いの解消が進展した。

ところが、2005年前後頃からは株式持ち合いの解消が停滞、むしろ強化の動きがみられるようになった。「三角合併」解禁で外資による買収増加に対する危惧などによる買収防衛策の導入や、事業提携などを目的に、特に事業会社同士による株式持ち合いが行われたのである。バブル崩壊後に解消が進展した株式持ち合いは再び、強化へと向かった。そして、2009年度になると銀行、事業会社ともに持ち合い比率は低下しており、上場企業全体として持ち合い解消に転じたことが示唆される。

#### 4. おわりに

2009年度は、上場企業による株式の保有比率と持ち合い比率が低下した。その背景にはIFRS（国際会計基準）の導入議論と、有価証券報告書における「株式の保有状況」の開示義務があると考えられる。

IFRSでは、持ち合い株式などについての時価変動を含めた「包括利益」の導入が検討されている。現行の会計基準でも保有株式についての時価による評価が行われているが、減損処理が適用されるときを除いて、この評価損益は貸借対照表に直接計上されることになり、利益などの損益計算書の項目には影響しない。しかし、「包括利益」の導入は保有株式の時価変動を考慮した利益指標が市場参加者の共通認識となることになり、企業の株価決定に保有株の株価動向が与える影響が大きくなることが予想される。IFRSについては、米国などの海外の動向や東日本大震災の発生などから、強制適用スケジュールが先送りされる可能性が出てくるなど、今後の動向が気になるところであるが、現行の会計基準でも同様の指標を算出することは可能であり、その指標を投資に活用する投資家も存在しよう。そして、リーマン・ショックを契機とした金融危機で保有株式のリスクが再認識されるなど、保有株式が企業価値に与える影響が投資家や株主にとって重要な関心事項の1つとなっており、投資判断の際に保有株のリスクを考慮することが考えられる。

「株式の保有状況」の開示は持ち合い株式など企業が保有する株式について、保有銘柄や株式数、保有目的などを開示するもので、

銀行を含めて政策投資株式に関する情報が開示される。これまで、企業の保有株については有価証券報告書の附属明細表で保有銘柄や保有量が開示されていたが、「株式の保有状況」の開示では開示対象となる銘柄数が増え、個々の保有株式について保有目的が開示されるのである。保有株や持ち合い株に関する具体的な議論を進める環境が整ってきている。

2008年10月にスティール・パートナーズ・ジャパンが江崎グリコに対し、「株式持ち合いによる損失の対処を要請」との書簡を送付するなど、これまでも投資家から株式持ち合いへの対応が促されてきた。また、議決権行使助言会社のGlass Lewisは、2011年の議決権行使の助言で、株式持ち合いや保有株式については、保有株が株主価値を毀損することの証左がある場合は、取締役選任議案に反対することを挙げるなど、企業の保有株や持ち合い株について、機関投資家の目はますます厳しさを増そう。そして、2010年7月に実施された大和インベスター・リレーションズの調査<sup>4</sup>によると、企業の保有株式の開示に関する問いで、個人投資家の40%は「持ち合いがあっても業績がよければ問題ない」と回答しているが、「持ち合い株式が多過ぎたり、保有目的が納得できない場合、たとえ業績が良くても投資したくない」との回答も37%となっている。個人投資家にとっても、株式持ち合いが投資判断における考慮事項の1つとなっている。

今後、企業が株式を保有することが必要なのであれば、その合理性や経済効果について、十分な説明責任を果たすことが求められよう。また、必ずしも必要ではない株式については、投資家や株主などから、その株式の売却を求められる可能性がある。そして、保有

<sup>4</sup> 大和インベスター・リレーションズの平成22年8月25日付けプレスリリース「開示強化に関する投資家アンケートを実施」より。



株の削減は株式持ち合いの解消にもつながろう。ただ、株式持ち合いの進展度合いには、株式市場の動向が影響しよう。2009年度の持ち合い解消は、株式市場が大幅な上昇を示したことから、保有株の削減を行いやすかったのではないかと推察される。全国5証券取引所による平成21年度株式分布状況調査では、事業法人等の株式保有比率の低下について、業種別の事業法人等の株式保有比率の増減と株価指数騰落率を比較し、「株価が大きく上昇した業種を中心に保有比率が低下している状況がうかがえる」と指摘している。企業にとって、保有株式の実現損を計上することに抵抗感が強いのかもしれない。したがって、株式の持ち合い解消は今後も続こうが、その進展度合いは、株式市場の動向にも影響されると考えられる。 □