

「持ち合い」時代の終焉

1 . 株式持ち合いの本質 p 1

2 . 浮動株指数の衝撃 p 2

2004年2月4日

株式会社 大和総研
資本市場調査本部長
吉川 満

電話： 03-5620-5181

e-mail： m.yoshik@rc.dir.co.jp

株式持ち合いの本質

制度調査部

吉川 満

TEL 03-5620-5181

株式持ち合いの本質は、集団的な「自己株式保有」である。

かつて大和総研の刊行物である「大和レビュー」では、別の観点から次のように説明した事がある。

例えば、外部から表面上エクイティ資金 200 を調達している二つの企業、A社とB社（事実上、両者は一体）があるとする。両者がこのうち 100 ずつを持ち合っているとすると 100 の資金は実際にはA社とB社の間を往復するだけで、最終的には動かない。従って、両者ともに単に外部からは残りの 100 だけ資金調達しているに過ぎない。にもかかわらず、両者はともに財務諸表上は 200 のエクイティ資金を調達しているように表現される。外見上は 200 調達しているが、実際には 100 しか調達していないのであるから、この状況は「資本の空洞化」と呼ばれる。

この例では両社は互いに議決権の 50%を持ち合うことになる。両社とも実質的な出資はしないで、議決権だけは取得することになるから、この状況は「見せ金による議決権の取得」と呼ばれたりする。議決権を取得するのであるから、両社は互いに相手の会社の意思決定を支配できることになる。わが国ではこうしたメカニズムによってコーポレート・ガバナンスが大きく歪められて来た。

わが国では持ち合いがあったため、株式市場も十分に市場原理が働かずに来た。例えば、配当性向は国際的に見て低かった。会社は受け取り配当には税が課されるのであるから、互いに払う（受け取る）配当が多いより少ない方が、税が少なくすんだからである。また、持ち合いといっても実際には両者の払う配当は全く等しくない場合が多いであろうから、そうした差の問題を大きくならずにすますことにもなった。また、アングロサクソン諸国の株式市場では普通に見られる敵対的 M&A も、わが国ではほとんど皆無であった。

こうした問題を解決するには、どうしても持ち合い解消が必要になっている。銀行や持ち合い会社の側も、従来とは異なり持ち合いを維持する余力がなくなって来た。戦後復興から高度成長という局面の中で、株式市場は右肩上がりに推移し、上昇率の差こそあれ基本的にほとんどの株の価格が上がった。しかし、そうした状況は完全に過去のものだからである。

もっとも、こうした株式持ち合いに対する批判は、今回の銀行の株式保有制限の動きの第一の原動力となったわけではない。直接の引き金となったのは前述の、銀行から株価変動リスクを遮断する必要性である。都銀・長信銀の一角が破綻するなど、それだけ銀行の経営環境が悪化したからである。とは言え、21世紀のわが国の産業社会が正常に機能するためには、持ち合いきちんと解消しておくことが不可欠になっていると言えよう。

（出所）大和レビュー 2002年1月号

浮動株指数の衝撃

制度調査部

吉川 満

TEL 03-5620-5181

持合株はないと同じだから

【要約】

持合解消が本格的に進行したため、本来、持合株式は存在しないものとして扱ったほうが良い場合には、存在しないものとして扱おうという動きが広がっている。

持合株式は存在しないものとして扱っても、経済的なインパクト(例えば株価に与えるインパクト)が、受け入れられないほど大きくはなくなってきたからである。

そうした動きの例として本稿では、株価指数の浮動株式化を取上げた。

Q. 1 最近、株価指数の浮動株指数化が話題になっています。具体的にどういう事ですか?どんな問題に対処しようというのですか?

A. 1

株価指数としては、従来は例えば証券取引所などの一定の取引システムで取引される全株式の、発行済み株式数で重み付けした平均値が用いられる事が多かったのです。けれどもこうした従来型の株価指数は、大雑把に市場全体の方向性を見るためには十分なのですが、より正確に市場動向を見極めようという場合には問題点が出てきます。例えば機関投資家が運用のベンチマークとして用いる場合には、それによって運用が市場平均を上回ったかどうか判断するわけですから、より高い正確性が要求されます。

又、最近のように、インデックス運用に代表される、広く銘柄を分散したパッシブ運用が比重を高めてくると、運用担当者は指数採用銘柄の時価総額の比重を意識しつつポートフォリオを構築するようになります。この場合、株価指数が実態を反映していないと、ポートフォリオの構成がゆがみ、さらには株価形成もゆがむという問題が出てきます。

例えばよく挙げられる例ですが、NTT、NTTドコモはどちらも東証一部上場会社ですが、実はNTTドコモの発行済み株式の約2/3(62.9%、平成15年3月末)は親会社のNTTが保有しています。この場合従来のTOPIXではNTTドコモの全発行済株式数を対象として時価総額を計算し、これをベースにTOPIXを算出しています。しかし、同株式の約2/3は実際には市場に出ることはないのですから、株価形成とは無関係であると見たほうが妥当とも考えられます。そこでこの2/3を控除して残り1/3の実際に市場に出る可能性のある株式をベースに、TOPIXを計算したほうがより実態を反映させると考えられます。このように発行済株式数から「安定保有株式」を控除した、「実際に市場に出る可能性のある株式数」をベースに株価指数を計算することを、株価指数の浮動株式化といいます。

Q . 2 なるほど。しかし、実際問題、浮動株式化した株価指数を使う例はあるのですか？従来よりも計算が面倒臭くなりますが。

A . 2

海外主要国では近年、株価指数の浮動株式化が進んでいます。国際分散投資のベンチマークとして日本でも広く利用されているMSCI指数も、2002年には浮動株指数化しています。米国のダウ・ジョーンズ社、英国のFTSEインターナショナル社など錚々たる海外ニュース・サービス会社も、発表する株価指数の浮動株式化を進めています。

運用のパッシブ化が進んだ以上、株価指数の浮動株式化は避けられぬ流れといえましょう。

わが国でも昨年11月、東京証券取引所の土田社長が「需給のゆがみを是正するための浮動株化など必要なTOPIXの改善策については積極的に対応していかなばならない」と発言して、浮動株式化の動きが俄然、現実味を帯びてきました。以来折りに触れ新聞紙をにぎわすようになり、「6月10日の株価指数先物・オプションの特別清算指数算出時に調整が行われるのではないか」といった囁きも聞かれるようになりました。

わが国では従来、浮動株式化を歓迎する声は聞かれなかったのですが、状況は一変しつつあるともいえます。株価指数の浮動株式化に向かうわが国特有の要因として、銀行による株式処分が進み、一般にも「持合」解消が現実のものとなってきたことがあげられます。

Q . 3 どういう事ですか？持合株式は市場に出ないのでから、親会社の保有する子会社株式と同じく、発行済み株式数から控除すべきではないのですか？そうすると、持合解消が進んできたと言う事は株価やポートフォリオ構成に与える悪影響が小さくなってきたということではないのですか？

A . 3

そうです。そこにパラドックスがあります。従来持合の多かったわが国では、株価指数を浮動株式化する場合の株価（特に銀行株の株価）に与える影響が大きすぎたのです。だから浮動株式化はなかなか話題に上らなかったのです。しかし持合解消が進んで影響がある程度抑えられてきたので、浮動株式化も現実の選択肢となってきたという訳です。

もちろん浮動株式化を実現するには、発行済株式数から控除する「安定保有株式」にどの範囲のものが含まれるのか、明確な定義を行う必要があります。一般には、子会社株式、政府保有株式、持合株式などがこれにあたりと考えられていますが、明確な数値基準を設ける必要があります。

株価指数の浮動株式化が注目されるもう一つのそしておそらく最大の理由は、持合などの安定保有株の比率の高い株ほど、株価指数が浮動株式化するに当たって売られ、比率の低い株ほど買われる事になるからです。大和総研では一定の前提を置いて計算した浮動株型TOPIXと、従来のTOPIXとの株価指数計算上のウェイト差を業種ごとに発表しています（表参照）。

TOPIXの浮動株式化に伴う業種別ウェイトの変化
2003年11月28日現在

業種名	浮動株適用 TOPIX		TOPIX		ウェイト 差
	時価総額	ウェイト	時価総額	ウェイト	
1 水産農林	1,794	0.10%	2,522	0.09%	0.008%
2 鉱業	1,531	0.08%	2,283	0.08%	0.002%
3 建設	38,886	2.07%	62,707	2.18%	-0.106%
4 食料品	51,431	2.74%	72,739	2.53%	0.214%
5 繊維製品	22,704	1.21%	29,208	1.02%	0.195%
6 紙パルプ	13,775	0.73%	17,382	0.60%	0.130%
7 化学	121,179	6.46%	166,995	5.81%	0.657%
8 医薬品	83,876	4.47%	119,297	4.15%	0.326%
9 石油石炭	13,848	0.74%	21,531	0.75%	-0.010%
10 ゴム製品	13,092	0.70%	18,159	0.63%	0.067%
11 ガラス土石	20,156	1.08%	28,963	1.01%	0.068%
12 鉄鋼	38,848	2.07%	49,978	1.74%	0.334%
13 非鉄金属	21,824	1.16%	26,377	0.92%	0.247%
14 金属製品	11,875	0.63%	17,649	0.61%	0.020%
15 機械	67,937	3.62%	96,342	3.35%	0.274%
16 電気機器	293,735	15.67%	409,842	14.25%	1.416%
17 輸送用機器	202,997	10.83%	309,081	10.75%	0.080%
18 精密機器	26,227	1.40%	36,377	1.26%	0.134%
19 その他製品	28,846	1.54%	41,077	1.43%	0.110%
20 電気ガス	97,920	5.22%	122,060	4.24%	0.979%
21 陸運	70,908	3.78%	106,493	3.70%	0.079%
22 海運	11,001	0.59%	14,347	0.50%	0.088%
23 空運	7,479	0.40%	9,800	0.34%	0.058%
24 倉庫運輸	3,941	0.21%	5,580	0.19%	0.016%
25 情報通信	147,502	7.87%	311,872	10.84%	-2.976%
26 卸売	67,656	3.61%	99,851	3.47%	0.137%
27 小売	78,516	4.19%	134,829	4.69%	-0.500%
28 銀行	129,586	6.91%	264,130	9.18%	-2.272%
29 証券	53,477	2.85%	74,651	2.60%	0.257%
30 保険	45,946	2.45%	59,807	2.08%	0.371%
31 その他金融	31,856	1.70%	61,693	2.14%	-0.446%
32 不動産	25,710	1.37%	35,903	1.25%	0.123%
33 サービス	28,923	1.54%	46,654	1.62%	-0.080%

時価総額の単位は億円

(出所) 大和総研 投資戦略