



「持ち合い」時代の終焉

「株式の持ち合い構造と銀行保有株に関する実証と考察」

2004年2月4日

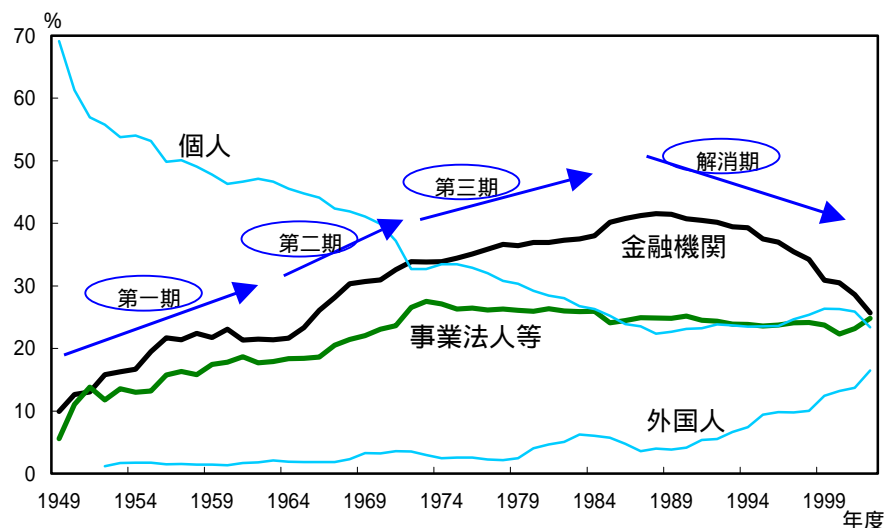
株式会社 大和総研
資本市場調査本部
伊藤 正晴

大和総研
Daiwa Institute of Research



株式持ち合いの形成と解消

所有者別持株比率の推移



(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)
 (出所) 株式分布状況調査

- **第一期: 戦後の取引所再開～証券不況期**
 - 財閥解体により個人の保有した株式が金融機関へ
 - 企業や個人による株式買占め対策
- **第二期: 証券不況期～石油危機**
 - 証券不況対策としての株式買取機関の放出株の取得
 - 資本自由化による外国資本の進出やTOB対抗への企業防衛策としての安定株主作り
- **第三期: 石油危機～バブル期**
 - 活発化したエクイティ・ファイナンス対策として銀行が株式を購入
 - 企業にとっては安定株主比率の維持、銀行にとっては含み益の増大
- **解消期: バブル崩壊後**
 - バブル崩壊による保有株への含み損の発生
 - 金融商品に対する時価会計の導入
 - コーポレート・ガバナンスの強化
 - 銀行の保有株制限(保有株を自己資本以内に)



「持ち合い」時代の終焉

- 株式持ち合い解消の進展
 - 上場企業の持ち合い比率(市場全体に対する持ち合い株の比率)は、株数ベースで1991年度の15.7%から2002年度は5.2%にまで低下
- 業態別持ち合い比率の動向
 - 銀行の保有する持ち合い比率は、1991年度の7.70%から、2002年度には2.73%にまで低下
 - 事業会社の持ち合い比率は、1991年度の6.99%から2002年度には1.99%にまで低下
 - 特に、1990年代終りから持ち合い解消が急速に進展
- 銀行保有株のリスク(2002年度)
 - 銀行保有株(23.2兆円)は、総資産(746.3兆円)の3.1%で、自己資本(24.8兆円)と同程度
 - 保有株のリスク量(VaR)は自己資本の2割から3割に相当
自己資本:保有資産全体のリスクに対する備え

➡ 銀行保有株はいまだ過大

- 持ち合い解消は第2フェーズへ
第1フェーズ:株式保有量の削減(リスクの低減)
↓
第2フェーズ:銘柄選択(リスクとリターンの最適化)

持ち合い(安定株主、関係維持) ➡ 投資(リスクとリターン)

- 株主ポートフォリオの構築
 - 株主(投資家)の行動の変化を勘案し、最適な株主構成(株主ポートフォリオ)を構築
 - ・ 外国人や個人の台頭
 - ・ 機関投資家が「もの言わぬ株主」から「ものを言う株主」へ
- 銀行:投資ポートフォリオの構築
 - 株式を融資や債券等も含めた投資ポートフォリオの一部と捉え、効率的ポートフォリオを構築することで、リスクをコントロールしつつ最大のリターンを獲得



📁 分析の対象とデータ

- 分析対象(2002年度:3566社)
 - 東証、大証、名証、ジャスダック(店頭)、ナスダック・ジャパン(現大証ヘラクレス)の上場銘柄
 - 信託銀行は除く

- データ
 - 株式分布状況調査(全国証券取引所協議会)
 - 全上場企業を対象に調査
 - ×個別銘柄ベースではない

 - 有価証券明細表(有価証券報告書)
「保有株明細データ」と呼ぶことにする。
 - 各上場企業の保有株を銘柄ベースで開示
 - ×保有株の一部しかわからない(保有の多い銘柄のみを開示)
カバレッジ:2002年度で57.7%
 - ×銀行はデータを開示していない。

 - 大株主情報(東洋経済新報社)
「大株主データ」と呼ぶことにする。
 - 各上場企業が自社の大株主を開示
∴このデータを集計することで保有株を作成
 - ×大株主のみなので保有株の一部しかわからない。
カバレッジ:2002年度で66.7%



「保有株明細データ」を優先的に用い、データの無い企業(銀行)は「大株主データ」を用いる。



株式の保有比率と持ち合い比率の推移

上場企業による株式の保有比率と持ち合い比率の推移

年度	保有比率 (%)		持ち合い比率 (%)	
	金額ベース (前年差)	株数ベース (前年差)	金額ベース (前年差)	株数ベース (前年差)
1991	27.8	24.6	18.4	15.7
1992	27.1 (0.7)	24.3 (0.3)	18.0 (0.4)	15.4 (0.3)
1993	22.8 (4.2)	20.8 (3.5)	15.9 (2.1)	13.8 (1.6)
1994	22.7 (0.2)	20.3 (0.5)	15.9 (+ 0.1)	13.5 (0.3)
1995	22.8 (+ 0.2)	20.2 (0.1)	16.4 (+ 0.4)	13.6 (+ 0.1)
1996	21.0 (1.8)	19.6 (0.6)	15.4 (1.0)	13.3 (0.3)
1997	19.5 (1.5)	19.0 (0.6)	14.3 (1.1)	12.8 (0.5)
1998	17.0 (2.5)	17.6 (1.4)	12.6 (1.7)	11.6 (1.2)
1999	18.1 (+ 1.1)	16.4 (1.2)	8.4 (4.1)	9.2 (2.3)
2000	17.1 (1.0)	15.7 (0.7)	8.7 (+ 0.3)	8.7 (0.5)
2001	15.8 (1.3)	13.5 (2.2)	7.2 (1.5)	7.0 (1.7)
2002	13.8 (2.0)	12.0 (1.5)	5.4 (1.9)	5.2 (1.7)

(注) 市場全体に対する比率

株数は単位数ベース (2000年度までは単位数ベース)

(出所) 大株主データ、保有株明細データ等より大和総研推計

- 上場企業の株式保有比率(対市場)の動向
 - 金額ベースで、直近(02年度)では10年前の半分程度に低下
 - 株価変動が企業財務に与える影響は大きく低下している。
 - 株数ベースでも、同様の傾向がみられる。
 - 保有株の削減が進んでいる。

- 上場企業の持ち合い比率(対市場)の動向
 - 金額ベースで、02年度には10年前の3割程度まで低下
 - 保有比率よりも低下度合いが大きい
 - 株数ベースでも、直近では10年前の1/3程度に低下
 - 保有株の削減は、持ち合い解消に伴うものが大



業態別の持ち合い比率

業態別持ち合い比率（株数ベース、％）

保有主体 被保有側	銀行				事業会社			
	銀行	事業会社	その他	合計	銀行	事業会社	その他	合計
1991	0.27	7.23	0.20	7.70	2.85	3.91	0.23	6.99
1992	0.25	7.08	0.20	7.53	2.73	3.88	0.23	6.83
1993	0.24	7.06	0.20	7.50	2.59	2.54	0.17	5.31
1994	0.23	6.97	0.24	7.45	2.47	2.48	0.17	5.12
1995	0.23	7.00	0.26	7.49	2.44	2.55	0.17	5.16
1996	0.18	6.96	0.24	7.38	2.33	2.54	0.16	5.03
1997	0.13	6.71	0.21	7.05	2.21	2.48	0.16	4.85
1998	0.04	5.95	0.19	6.18	2.05	2.33	0.15	4.53
1999	0.04	5.29	0.18	5.51	1.80	1.30	0.10	3.20
2000	0.05	5.42	0.15	5.62	1.33	1.14	0.10	2.57
2001	0.07	4.10	0.11	4.28	1.06	1.08	0.08	2.23
2002	0.16	2.49	0.09	2.73	0.75	1.17	0.08	1.99

（注）市場全体に対する比率

株数は単元数ベース（2000年度までは単位数ベース）

その他は証券、保険、その他金融の合計

（出所）大株主データ、保有株明細データ等より大和総研推計

※33業種分類を、銀行（銀行業）、事業会社（金融の4業種を除いたもの）、その他（証券業、保険業、その他金融業）の3業態に集計

- 銀行の保有する持ち合い株の動向
 - 1991年度の7.70%から、2002年度には2.73%に低下
 - 特に、事業会社との持ち合い解消が進展
- 事業会社の保有する持ち合い株の動向
 - 1991年度の6.99%から、2002年度には1.99%にまで低下
 - 銀行との持ち合い解消も進んでいるが、事業会社との持ち合い解消の方がより進んでいる。
- 株式の持ち合い比率は、大幅に低下
- 特に、1990年代終りから持ち合い解消が大きく進展
- 持ち合いの中心である銀行の保有株も大きく削減



銀行保有株のリスク

銀行保有株ポートフォリオのリスク

株式	資本	総資産	VaR			
			額		対資本比	
			5%	1%	5%	1%
23.2兆円	24.8兆円	746.3兆円	5.2兆円	7.3兆円	20.7%	29.3%

(注) 株式、資本、総資産は全国銀行協会の全国銀行財務諸表分析(14年度決算)の数値
(出所) 全国銀行財務諸表分析(14年度決算)、大株主データ等より大和総研作成

- VaR(損失額)で銀行保有株のリスクを推計
 - 銀行全体(134行)の株式保有額(2002年度):23.2兆円
 - 総資産(746.3兆円)の3.1%に相当
 - 自己資本(24.8兆円)と同程度
 - VaR(5%水準):5.2兆円で、自己資本の2割程度
 - VaR(1%水準):7.3兆円で、自己資本の3割程度
 - 自己資本=資産全体のリスクに対する備え
 - ➡ 銀行の株式保有額は、まだまだ過大

■ VaR: Value at Risk

リスク管理に用いる代表的指標

- 保有株リターンの将来分布を推計(右図)
- 図中の α で示す部分が5%となる点 r_0 を算出
- リターン(r_0)から保有株の損失額を計算
- ➡ この損失額が、5%水準でのVaR
1%の場合も同様

