



持ち合いの終焉と 株式市場の新世紀

2004年6月29日

株式会社 大和総研
資本市場調査本部
伊藤 正晴

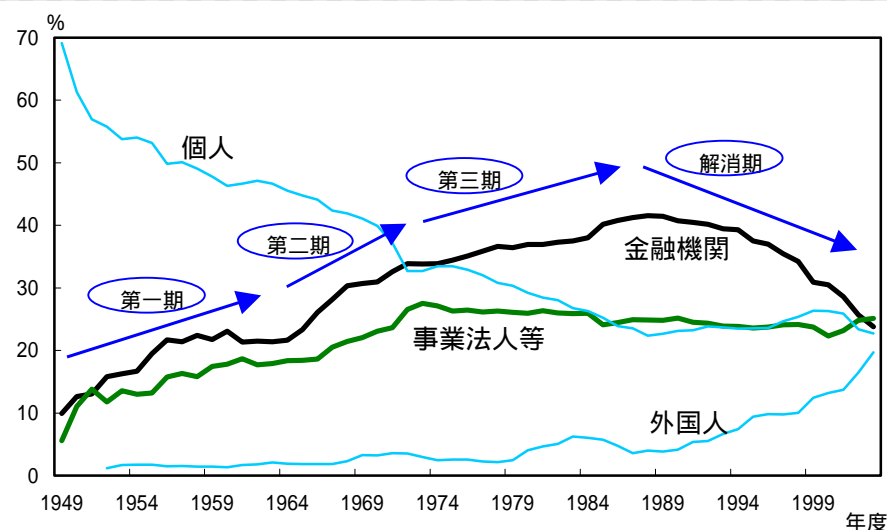
電話: 03-5620-5320
E-mail: masa@rc.dir.co.jp

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：株式持ち合いの形成(戦後の取引所再開～証券不況期)**
 - 財閥解体等により一時的に個人の持株比率が上昇
 - 個人の株式売却を吸収し、急速に株式持ち合いが進展
 - 企業や個人による株式買占めへの対抗
- **第二期：昭和40年不況と持ち合い(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：絶頂そしてバブル(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
- **第四期：解消に向かう株式持ち合い(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)



第一期：株式持ち合いの形成

SCLCの売出方法別株式処分状況

売出方法	株数		金額	
	万株	構成比	百万円	構成比
従業員処分	7,321	31.4%	3,200	22.7%
一般入札	4,212	18.1%	4,306	30.5%
特殊入札	111	0.5%	107	0.8%
特定処分	916	3.9%	157	1.1%
地方入札	2,941	12.6%	1,013	7.2%
一般売出	1,208	5.2%	918	6.5%
地方売出	71	0.3%	35	0.2%
引受売出	6,395	27.4%	4,232	29.9%
委託売出	83	0.4%	53	0.4%
OM売出	55	0.2%	94	0.7%
合計	23,313	100.0%	14,115	99.9%

(出所)証券処理調整協議会「SCLC業績誌(四ヶ年の業績回顧)」

- 財閥の解体：財閥による独占的資本主義から民主的経済へ
- 証券処理調整協議会(SCLC)の株式放出
 - 持株会社整理委員会(HCLC)：財閥解体(15,050万株)
 - 閉鎖機関整理委員会(CILC)：戦時特別金融機関や国策会社等の閉鎖(4,811万株)
 - 政府保有株：戦時補償特別税・財産税の物納(3,390万株)など
- 株式の放出先
 - 発行会社の従業員、当該会社の本・支店等所在地の住民を優先
- 官民一体となった証券民主化運動
- 持株比率が大きく変化
「株式分布状況調査」

年度	金融機関	事業法人等	個人
1949	9.9	5.6	69.1
1964	21.6	18.4	45.6
- 独占禁止法(47年制定 ⇒ 49年改正)
 - 金融機関：当該会社の発行株式数の5%まで所有可能
 - 事業会社：原則禁止 ⇒ 競争会社以外の会社の株式取得が可能
- 株式の流動性の高まりと株式買い占め
 - 個人保有の株式売却(敗戦による疲弊、投資教育の欠如等)
 - 陽和不動産の買い占め事件：旧三菱財閥の結束強化
 - ⇒他の企業グループの結束強化



第二期:昭和40年不況と持ち合い

株式買入機関の株式売却状況(百万円、%)

日本共同証券			日本証券保有組合		
売却先	金額	構成比	売却先	金額	構成比
銀行	39,935	14.7	都市銀行	49,673	20.6
生保	19,493	7.1	長期信用銀行	15,111	6.3
損保	6,704	2.5	信託銀行	17,661	7.3
その他金融機関(注1)	3,079	1.1	地銀・相互	3,818	1.6
関連企業	61,752	22.7	生命保険	43,898	18.2
投信	13,702	5.0	損保	7,316	3.0
発行会社役職員	6,805	2.5	会社・関連	41,051	17.0
外国人	8,753	3.2	会社・役職員	10,791	4.5
その他(注2)	112,178	41.2	個人投資家	51,756	21.5
合計	272,401	100.0	合計	241,075	100.0

(注1)「その他金融機関」は農林中金・相互銀行・信用金庫等

(注2)「その他」は売却先不詳の市場放出分

(出所)日本共同証券財団「日本共同証券株式会社史」
資本市場振興財団「日本証券保有組合記録」

- 株式投信の成長と株式市場の需給バランスの悪化
 - 純資産:140億円(1951年)から1兆540億円(1961年)
 - 株式市場の好調期:スパイラル的な拡大
募集好調⇒株式の買い越し⇒株価上昇⇒基準価格上昇⇒募集好調
 - ケネディ・ショックなどによる株式市場の下落
解約⇒株式の売り⇒株価下落⇒基準価格下落⇒解約
- 株式買入機関の設立
 - 日本共同証券(1964年1月設立):1,897億円の買い入れ
 - ・ 市場から買い入れたため、買えば買うほど売りを浴びた
 - ・ 証券会社としての規制、独占禁止法の適用
 - 日本証券保有組合(1965年1月設立):2,327億円の買い入れ
 - ・ 投信や証券業者による売り圧力を一気に解消
 - ・ 投信保有分は買い切り、証券業者保有分は売り戻し条件付
- 買入株式の放出
 - 放出先:銀行、生保、関連企業が中心 ⇒ 株式持ち合いの強化

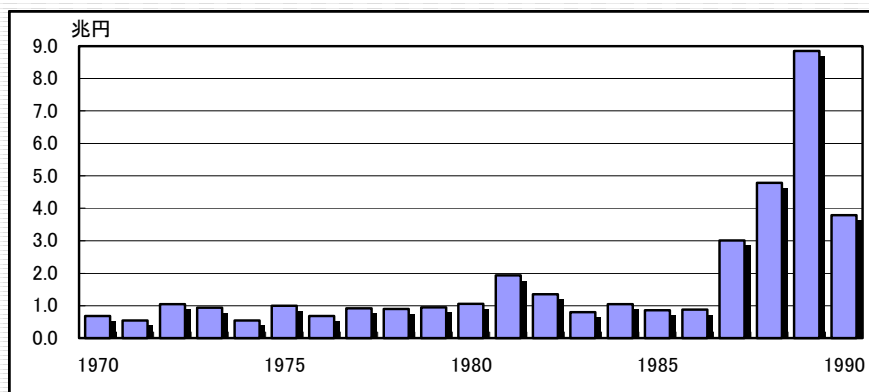
各企業グループの持合比率(%):「系列の研究」より

	三井系	三菱系	住友系	富士銀行系	第一勧業銀行系	三和銀行系
1962年9月	8.8	17.3	20.1	10.5	10.1	7.6
1974年9月	17.4	26.6	24.7	19.1	16.9	13.0



第三期: 絶頂そしてバブル

全国上場会社の資金調達(兆円)



(出所)東京証券取引所「証券統計年報」1992年

■ 堅調な株式市場と企業の資金需給

- 70年代半ばから、法人企業の資金不足幅が急速に縮小
⇒ 企業と銀行との関係の変化

■ 活発化するエクイティ・ファイナンス

- 資本コスト: 配当のみ(キャピタルゲインを考えない) ⇒ 低コストによる資金調達にみえる
- 事業会社のファイナンス ⇒ 銀行: 関係維持のため企業の株式取得 ⇒ 含み益の増大
⇒ 企業: 安定株主対策
- 銀行のファイナンス ⇒ 事業会社: 持株比率が変わらない程度に取得
⇒ 銀行持株比率の増加、事業会社持株比率は横ばい

1980年代の大型公募上位20(億円)

銘柄	払込日	調達額	銘柄	払込日	調達額
1 ソニー	19890719	2,316	11 住友信託銀行	19881223	1,477
2 第一勧業銀行	19891214	2,155	12 神戸製鋼所	19891130	1,430
3 第一勧業銀行	19881214	2,142	13 日本航空	19891213	1,366
4 富士銀行	19891030	1,841	14 野村証券	19890331	1,322
5 川崎製鉄	19891214	1,732	15 東海銀行	19890228	1,285
6 三井住友銀行	19890930	1,658	16 第一勧業銀行	19870918	1,262
7 三井住友銀行	19880909	1,631	17 東京三菱銀行	19880824	1,162
8 東京三菱銀行	19890824	1,573	18 さくら銀行	19890228	1,158
9 三和銀行	19891115	1,529	19 住友金属工業	19890918	1,118
10 富士銀行	19881028	1,516	20 富士銀行	19871028	1,101

(注) 80年代の増資で、データの取得が可能であった事例より作成

(出所)大和総研

1980年代の公募増資の例(億円)

事業会社	件数	調達額	都市銀行	件数	調達額
アサヒビール	3	1,594	第一勧業銀行	4	5,874
日本電気	3	1,327	北海道拓殖銀行	2	560
富士通	3	1,156	東京銀行	4	2,173
ソニー	3	3,849	三井銀行	3	1,755
デンソー	4	1,043	三菱銀行	4	3,879
ファナック	3	1,065	富士銀行	4	4,692
大日本印刷	4	1,277	住友銀行	4	4,156
伊藤忠商事	4	1,718	大和銀行	2	955
住友商事	3	1,353	三和銀行	4	3,677
			東海銀行	3	1,532
			埼玉銀行	2	685

(出所)大和総研

(注)80年代の増資で、データの取得が可能であった事例より作成

事業会社は、公募増資の件数が3回以上、かつ調達金額の合計が1,000億円以上。



第四期：解消に向かう株式持ち合い

業態別持ち合い比率(カバー率補正後、株数ベース、%)

保有主体 被保有側	銀行				事業会社				全体
	銀行	事業会社	その他	合計	銀行	事業会社	その他	合計	
1991	0.4	10.8	0.3	11.5	4.3	5.9	0.3	10.5	23.6
1992	0.4	10.6	0.3	11.3	4.1	5.8	0.3	10.3	23.1
1993	0.4	10.6	0.3	11.2	3.9	3.8	0.3	8.0	20.7
1994	0.4	10.5	0.4	11.2	3.7	3.7	0.3	7.7	20.3
1995	0.3	10.5	0.4	11.2	3.7	3.8	0.3	7.7	20.4
1996	0.3	10.4	0.4	11.1	3.5	3.8	0.2	7.5	20.0
1997	0.2	10.1	0.3	10.6	3.3	3.7	0.2	7.3	19.2
1998	0.1	8.9	0.3	9.3	3.1	3.5	0.2	6.8	17.4
1999	0.1	7.9	0.3	8.3	2.7	1.9	0.2	4.8	13.9
2000	0.1	8.1	0.2	8.4	2.0	1.7	0.1	3.9	13.1
2001	0.1	6.2	0.2	6.4	1.6	1.6	0.1	3.3	10.4
2002	0.2	3.7	0.1	4.1	1.1	1.8	0.1	3.0	7.9

(注)データのカバーレッジ(約6割程度)を補正し、市場全体に対する比率を求めたもの
株数は単元数ベース(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

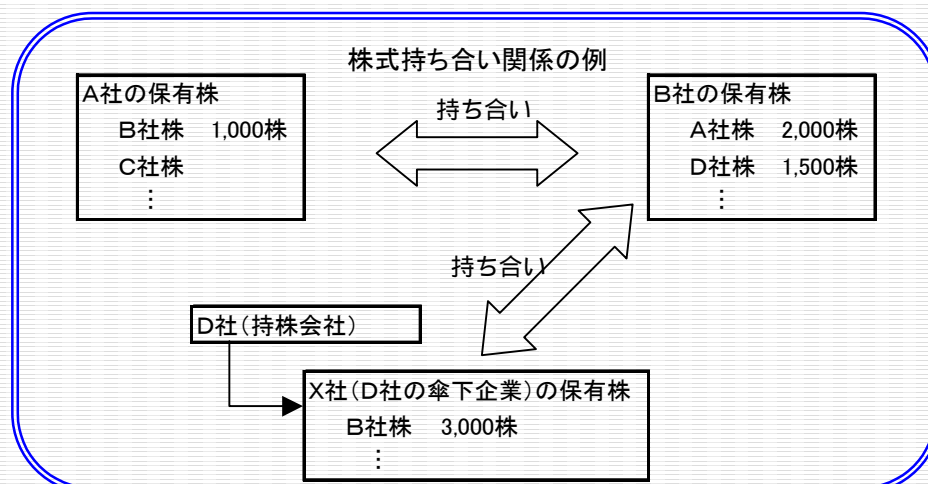
※33業種分類を、銀行(銀行業)、事業会社(金融の4業種をのぞいたもの)、その他(証券業、保険業、その他金融)の3業態に集計

■ 株式持ち合い解消の進展

- 上場企業の持合比率(市場全体に対する比率)は、
1991年度:23.6% ⇒ 2002年度:7.9%にまで低下

■ 業態別持ち合い比率の動向

- 銀行保有株の持ち合い比率 :11.5%(1991年度) ⇒ 4.1%(2002年度)
特に、事業会社との持ち合い解消が進展
- 事業会社保有株の持ち合い比率:10.5%(1991年度) ⇒ 3.0%(2002年度)
銀行との持ち合い解消、事業会社との持ち合い解消が進展
- 特に、1990年代終わりから持ち合い解消が急速に進展





📁 持ち合い推計のデータ

- 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」を優先的に使い、データの無い企業(銀行)は「大株主データ」を用いる。