

2015年11月10日 全9頁

公的機関の株式保有動向

保有総額 6.7 兆円、市中売却の凍結期間は延長か？

金融調査部 主任研究員
太田珠美

[要約]

- 株式を保有している公的機関として、日本銀行、銀行等保有株式取得機構、預金保険機構の3つが挙げられる。3法人の保有総額は2015年3月末時点で6.7兆円である。
- 株式の保有は期限付きであり、3法人とも将来的には全て処分することになっている。現在は株式市場への影響等を考慮し、3法人とも市中（取引所市場）売却を凍結している。日本銀行は2016年3月末まで市中売却の凍結期間としており、このままいけば2016年4月以降、市中売却が開始されることになるが、金融政策との兼ね合いや内外金融資本市場の動向等を踏まえ、凍結期間を延長する可能性もある。
- 銀行等保有株式取得機構や預金保険機構は凍結期間の終了時期について特段公表していないが、3法人とも2008年10月に売却凍結を決定したことに鑑みれば、日本銀行が市中売却を開始した場合、他の2法人も売却開始という判断を下すことが予想される。
- 日本銀行が凍結期間を延長した場合、銀行等保有株式取得機構と預金保険機構もこれに追随する可能性が高いが、株式市場の需給面を考慮すれば、日本銀行以外の2法人が先に市中売却を開始することも選択肢として検討されるべきではないか。
- 市中売却の凍結期間中も、自社株買いに応じる場合など、例外的に保有株式を処分する方法はある。仮に3法人とも凍結期間を延長した場合、凍結期間中にできる限り保有残高を減らしておけば、将来市中売却を開始した際に株式市場へ与える影響を小さくできる。（3法人が保有する株式の）発行体においても、自社株買いの要請を検討することが望ましい。

公的機関による株式保有の状況

日本銀行（以下、日銀）、銀行等保有株式取得機構（以下、取得機構）、預金保険機構は、認可法人という公的な性質を持ちながらも、金融システムの安定化などを目的に株式を保有している。これら3法人の株式保有状況と、今後のスケジュールを確認する。

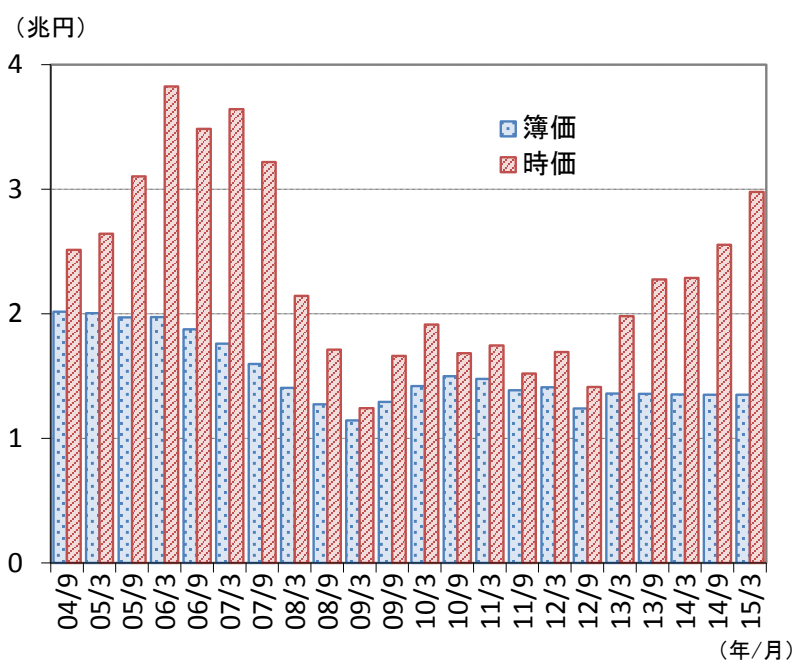
1. 株式保有の経緯、保有額の推移

(1) 日本銀行

日銀は金融システムの安定化を目的に、2002年11月から2004年9月と、2009年2月から2010年4月の2回、株式の買入れを実施した。1回目の買入れ累計額は2.0兆円、2回目の買入れ累計額は3,878億円であった。2015年3月末時点で日銀が保有する株式は簿価で1.4兆円、時価で3.0兆円となっている（図表1）。

1回目の売却が終わった時点では、全ての保有株式を2007年10月から2017年9月末の間に処分する予定であり、2007年10月から市中（取引所市場）売却を行っていた。しかし、サブプライムローン問題に端を発する金融危機を受け、株式市場が不安定な状態となったことから、2008年10月に市中売却を凍結した。保有株式は2012年3月末まで市中売却を行わない（=2012年4月から売却を開始する）予定であったが、2度延長が行われ、現時点では2016年3月末まで市中売却を行わない（=2016年4月から売却を開始、2021年9月末までに処分完了）予定となっている。

図表1 日本銀行の株式保有状況



(出所) 日本銀行より大和総研作成

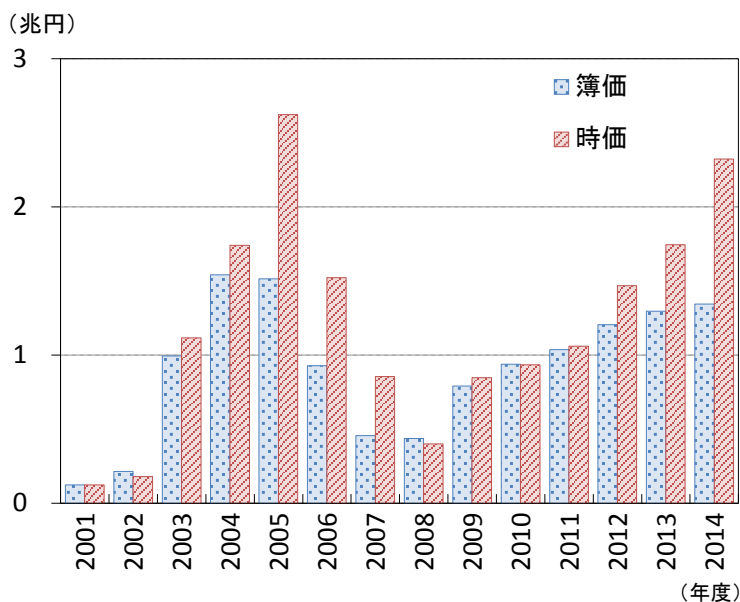
(2) 銀行等保有株式取得機構

取得機構は、2002年に銀行等に株式保有制限が課された際、銀行等が保有する株式の処分を補完するセーフティネットとして設立された。取得機構は原則、政府保証付きの「金融機関からの借入れ」または「債券発行」により資金調達し、株式を買取っている¹。日銀の株式買取り（1回目）も同様の趣旨から行われていたものであるが、日銀が銀行からのみ買取るのに対し、取得機構は一部事業会社からも買取る点に違いがある²。また、取得機構は現在でも買取りを継続しており、2009年からはETFやJ-REITも買取りの対象に加えている。

2015年3月末時点における取得機構の株式保有額は簿価で1.3兆円、時価で2.3兆円である（図表2）。買取った株式の業種別の内訳をみると、製造業が最も多く、次いで金融・保険業となっている（図表3）。

取得機構設立時、買取限度額（政府保証枠）は2兆円であったが、2009年3月に20兆円に増額された。また、買取業務を行う期間は複数回にわたって延長されており、現在は最長2017年3月31日となっている。ただし、これは法律上定められた期間であり、実際に買取るかどうかは取得機構の運営委員会が決定している。本稿執筆時点においては2016年2月12日まで買取業務を行うことが決まっている。取得機構の存続期限は2027年3月末となっており、この時までには保有株式は処分されることになるが、日銀同様、2008年10月に市中売却は凍結している。売却再開のタイミングは現時点では公表されていない。

図表2 銀行等保有株式取得機構の株式保有状況

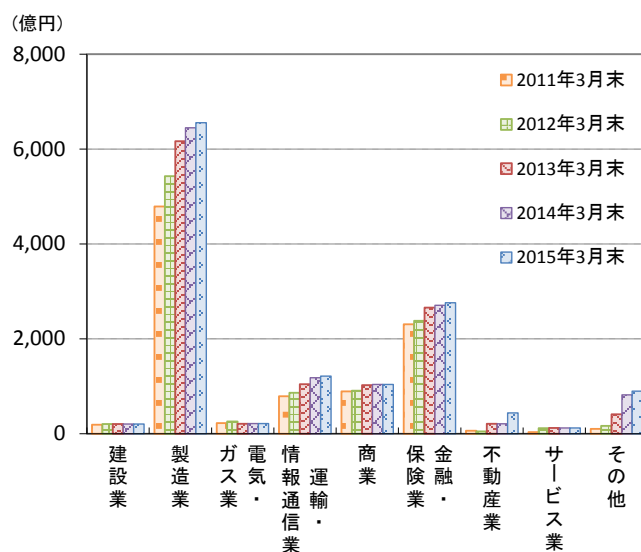


(出所) 銀行等保有株式取得機構より大和総研作成

¹ 特別勘定の買取業務に限る。一般勘定による買取業務（ETF等を組成する証券会社等または自己株式の取得を希望する発行会社の申込みに基づき、会員が保有する株式の買取りまたは売付けの媒介を行う業務）の買取資金は株式を売却する会員が負担し、政府保証は付さない。

² 銀行と事業会社が株式持合いを解消する場合。

図表3 保有株式の業種別内訳



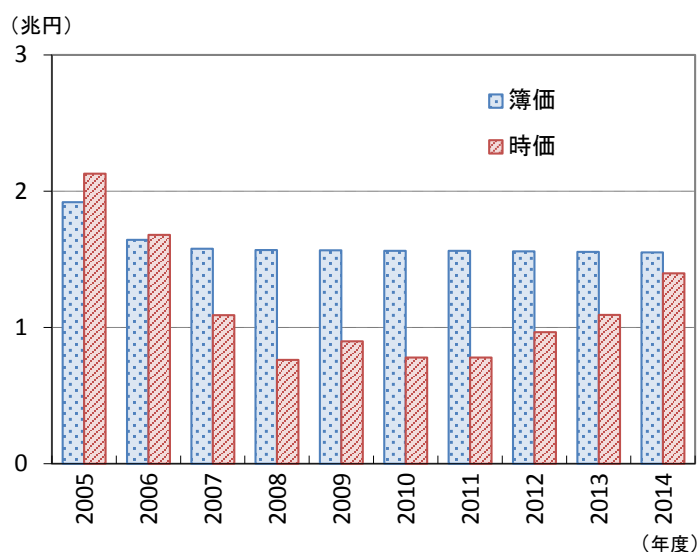
(注) 簿価ベース。

(出所) 銀行等保有株式取得機構より大和総研作成

(3) 預金保険機構

預金保険機構は、2000年の旧長銀（現・新生銀行）および旧日債銀（現・あおぞら銀行）の特別公的管理終了時に、両行が保有していた株式を一部買取り、保有している。2015年3月末時点の株式保有額は簿価で1.6兆円（時価で1.4兆円）である（図表4）。預金保険機構は両行から買取った株式を概ね10年（2016年まで³）を目処として処分していたが、前述の2法人同様、2008年10月に市中売却を凍結し、売却再開のタイミングは現時点では公表されていない。

図表4 預金保険機構の株式保有状況



(出所) 預金保険機構より大和総研作成

³ 買取ったのは2000年だが、その後両行が当該株式を買戻すことができる期間が設けられていたことから、機構への移管が実質的に完了したのは2006年である。

2. 保有株式処分の今後

(1) 3法人の基本的な方針

3法人とも、株式保有は運用目的ではなく時限的な措置と位置づけており、将来的に全て処分することを予定している。株式の処分は原則として市中売却により行われる。株式の処分の方針として、損失を最小化すること⁴、株式市場に与える影響を極力小さくすること、の2点が掲げられている。現在、株式市場に与える影響を考慮し、3法人とも市中売却は凍結しているが、発行会社からの自社株買入れ要請に応じる場合や、公開買付けに応じる場合などは、例外的に処分を行っている。

(2) 日本銀行は売却凍結期間を再々延長する可能性

3法人の中で市中売却の再開時期が近付いているのが日銀である。早ければ2016年4月から売却を開始する可能性がある。ただし、日銀はこれまでに2回、売却凍結期間を延長している。1回目の延長は2012年1月、2回目の延長は2013年12月の政策委員会で決定し、それぞれ売却凍結期間を2年間延長した(1回目:2012年3月末→2014年3月末まで、2回目:2014年3月末→2016年3月末まで)。2回とも延長の理由は“内外金融資本市場の動向等を踏まえた結果”としている。

1回目の延長を決定した2012年1月は、東日本大震災からまだ1年足らずであり、欧州債務問題やタイの洪水など内外の不透明感が強い時期であった。2回目の延長を決定した2013年12月は株式相場が上昇基調にあり、日経平均やTOPIXの水準は日銀が一度株式処分を行っていた2007年と近かった。しかし、同年4月から量的・質的金融緩和政策が実施されており、ETFやJ-REITの購入などのリスク性資産を買入れている最中であった。株式はETFやJ-REITと異なり、金融政策のために保有しているわけではないが、ETFやJ-REITの買入れ効果を低下させる可能性のある株式売却は困難な状況であったものと推測される(ETFおよびJ-REITの買入れについては本稿末尾を参照)。

日銀が2015年10月31日に公表した「経済・物価情勢の展望(2015年10月)」によれば、「物価安定の目標」である消費者物価の前年比2%を達成するのは2016年度後半頃となっており、それまでは量的・質的金融緩和政策が継続されるものと推測される。日銀全体としては2016年4月に株式の売却に踏み切るという判断は行いづらいことが予想され、株式の市中売却凍結期間は再々延長される可能性がある。いずれにしろ、2016年3月末までに政策委員会で方向性が打ち出されるものとみられる。

なお、取得機構は法律上、2017年3月末まで株式の買取りを行うことが可能である。保有株式の処分開始時期については公表されていないが、日銀が1年程度売却凍結期間を延長し、取得機構とともに2017年4月から株式売却を開始するというシナリオも考えられる。

⁴ 預金保険機構に関しては「国民負担の最小化の観点から、最終的な回収額が最大化するよう努める」と表現は異なるが、損失＝国民負担であることから、やはり極力損失を回避することが求められることに変わりはない。

(3) 市中売却の凍結期間を延長する場合も、株式処分は進めるべき

3 法人が保有する株式は 6.7 兆円（2015 年 3 月末時点の時価）に達する。金融システムの安定化のために実施されているものとはいえ、損失が発生すれば国民負担に直結することに鑑みれば、できるだけ早く出口戦略が講じられることが望ましい。仮に日銀が 2016 年 3 月末の市中売却凍結の終了を延期したとしても、他の 2 法人に関しては市中売却再開を検討すべきではないか。3 法人が一度に売却を開始するより、株式市場に与える影響は小さくて済む。市中売却の開始が困難であれば、例外対応として認められている処分（発行体からの自社株買いに応じる等）を積極的に進め、売却開始後の市場への影響を最小限にすべきだろう。

現状、発行体から 3 法人に対しての自社株買入れ要請はあまり行われていないようだ。日銀は 2012 年 4 月に「日本銀行が買入れた株式について発行会社が自社株買入れを要請する際の取扱い」を公表し、発行体が自社株買いを要請するにあたっての事務手続きを示しているが、実績は限定的と推測される⁵。要因としては、3 法人から発行体に働きかける手段が限られること、また発行体が株主として 3 法人を認識しづらいこと（3 法人とも保有名義は信託銀行になっているため）、の 2 点が考えられる。

自社株買いは、発行体にとってもメリットがある。市中売却が開始された場合、株式市場の需給が崩れ、株価の下落要因になる可能性があり、また突然株主の異動が発生することにもなる。一旦自社株買いを行い、十分な IR 活動を行った上で売出し等を実施した方が、需給バランスの悪化を抑えたり、企業が望む株主構成を形成できる可能性は高まる。銀行との株式持合いを経験したことのある発行体は、3 法人に照会するなどして、保有状況を把握し、自社株買いの可否を検討することが望ましい。

(4) 過去株式を買入れた 2 法人の株式処分を振返る

参考例として、1960 年代に株式相場が暴落した際に株式の買取りを行った日本共同証券(株)（以下、共同証券）および日本証券保有組合（以下、保有組合）の株式処分を振返ってみたい。当該 2 法人は、株式相場の大幅な下落による市場の混乱が信用不安に発展することを防ぐため、金融機関による出資を元に設立された⁶。

共同証券は 1964 年 1 月に設立され、同年 3 月～12 月までの間に 1,897 億円の株式を買入れた（1964 年末時点の時価総額比 2.8%）。1965 年 12 月から株式処分を開始し、5 年 2 カ月後の 1971 年 1 月に全ての株式処分を完了した（法人の清算が終了したのは 1971 年 4 月）。一方、保有組合は 1965 年 1 月に設立され、同年 1 月～7 月の間に 2,328 億円の株式を買入れた（1965 年 7 月

⁵ 2012 年 4 月以降の日銀が保有する株式（簿価額）の減少は減損分を除くとごくわずかであり、年間の処分額は多い年でも数十億円程度とみられる。処分に関しては公開買付けに応じたケースや、監理銘柄または整理銘柄に指定された銘柄の処分、日銀の保有分が総株主の議決権の 5%を超えた銘柄の処分も考えられるため、自社株買いの実績はごくわずかとみられる。なお、取得機構に関しても 2015 年 2 月に「発行会社による『自己株取得要請』の受付開始について」を公表し、5 月から運用を開始している。

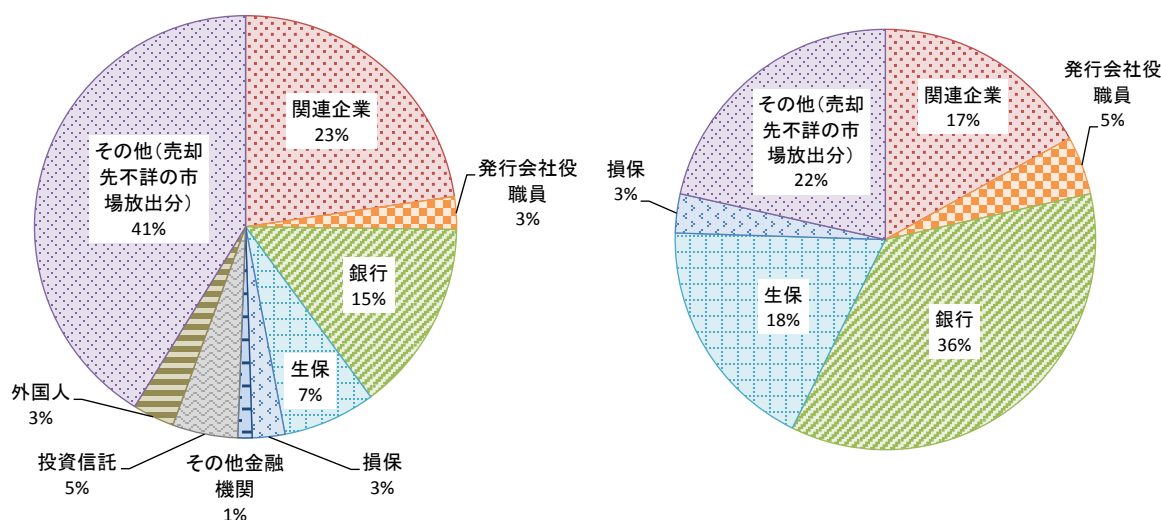
⁶ 日本共同証券は銀行を中心に証券会社、保険会社などの出資により設立され、日本証券保有組合は証券会社と投信会社、運用会社の出資により設立された。

末時点の時価総額比で3.5%)。1966年3月から株式処分を開始し、2年10カ月後の1969年1月に全ての株式処分を完了した(法人の清算が終了したのは1969年9月)。共同証券の保有額が少ないにもかかわらず処分に時間を要したのは、保有組合の存続期限が1969年1月に設定されていたことに配慮し、保有組合の株式処分が終わるまで処分ペースを調整したためである。

さて、現在株式を保有する日銀・取得機構・預金保険機構の株式保有総額は6.7兆円(2015年3月末時点の時価)で、東証1部の時価総額比で1.2%であることから、一見、共同証券や保有組合より株式処分が市場に与える影響は小さいように思える。しかし、共同証券や保有組合の保有株式の処分先は、銀行や発行体の関連企業(取引先を含む)、役職員による引受けがかなりの割合を占めており、市場で一般投資家に売却された割合は必ずしも高くない(図表5)。

現在は銀行の株式保有に制限が設けられていることに加え、合理的な理由がなければ事業会社や金融機関の間で株式を持ち合うことは困難である。株式処分はほぼ全て市場を経由した一般投資家への売却になることが想定され、共同証券や保有組合以上に、株式市場の需給バランスに影響を与える可能性があり、売却額やタイミングなど難しいかじ取りが求められそうだ。

図表5 日本共同証券株(左図)と日本証券保有組合(右図)の保有株式処分先



(注) 日本証券保有組合のその他(売却先不詳の市場放出分)には個人投資家の他、外国人投資家、投資信託、その他金融機関が含まれる。

(出所) 日本共同証券財団「日本共同証券株式会社社史」、資本市場振興財団「日本証券保有組合記録」より大和総研作成

保有組合は早期に株式処分が行えた要因の1つとして、「市況不振のときも少量ずつでも処理に努力」したこと、また「発行会社が自ら積極的に大株主、取引先、金融機関等に引取りを依頼し、機関投資家もこれに応じて引取りに協力したこと」を挙げている⁷。先にも述べたとおり、現在は銀行や事業会社による株式保有は困難であり、預金保険機構以外は発行体が特定の第三者へ売却を要請しても、それに応じることは行っていない。一方、当時は一般的ではなかった

⁷ 資本市場振興財団(1969)より。

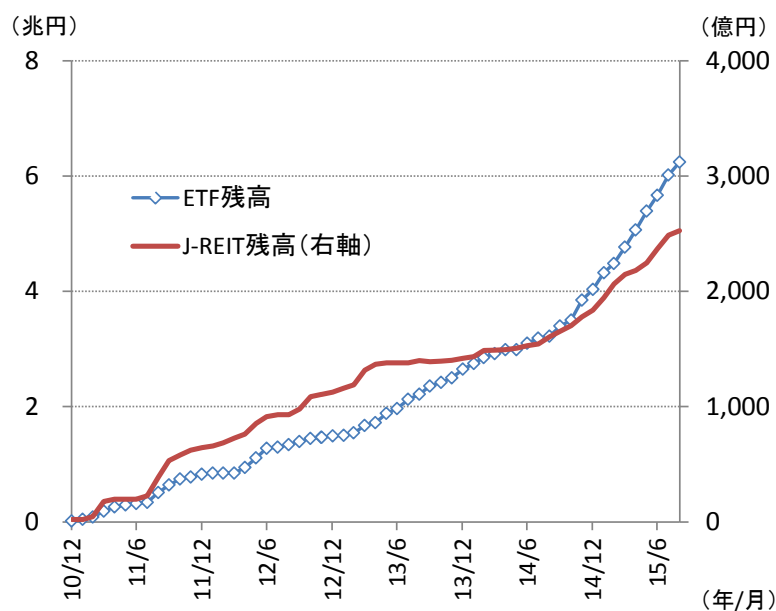
自社株買いが、今は柔軟にできるようになっている⁸。過去の例を参考にするのであれば、やはり売却凍結期間中であっても少しずつ処分を進めることが、株式処分全体を早期に終えることにつながりそうだ。そして、売却凍結期間中に処分可能な方法として最も現実的なのは発行体による自社株買いであることから、本件に対する発行体の関心を高め、自社株買いの要請を増やすことが求められる。

<参考 日本銀行のETF、J-REITの保有について>

日銀は金融政策の一環として2010年12月からETFおよびJ-REITの買入れも行っている。現在も買入れ継続中であり、量的質的金融緩和が終了するまでは、保有残高がそれぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこととなっている。

2015年10月末時点で、ETFの残高は6.4兆円、J-REITの残高は2,563億円である（いずれも簿価）（参考図表1）。時価については3月末と9月末時点の数値が年に2回公表されるのみであり、本稿執筆時点では2015年3月末時点の数値しか把握できないが、ETFが簿価4.6兆円に対して時価7.0兆円、REITが簿価2,052億円に対して時価2,868億円となっている。3月末と10月末でTOPIXが+1%程度、東証REIT指数が-7%程度であることに鑑みれば、10月末時点でETFの時価は9兆円前後、J-REITの時価は3,000億円前後になっているものと推測される。

参考図表1 日本銀行のETFおよびJ-REITの保有状況(簿価)



(出所) 日本銀行より大和総研作成

⁸ 旧商法下では自社株買いは原則禁止であり、緩和されたのは1990年代以降である。1990年代も金庫株の保有は原則認められず、自社株買いの目的に関する制約も存在したことから、現在のように柔軟に実施できるようになったのは実質2000年代に入ってからである。

参考図表 2 3 法人の株式保有額と売却開始・終了予定時期一覧

		株式保有額（億円）		売却開始予定	売却終了予定
		時価	簿価		
日本銀行	株式	29,783	13,510	2016年4月	2021年9月末
	ETF	69,637	45,720	未定	未定
銀行等保有株式取得機構		23,228	13,445	売却凍結中	2027年3月末
預金保険機構		13,975	15,509	売却凍結中	未定

（注）2015年3月末時点の数値。銀行等保有株式取得機構の残高には優先株式・優先出資証券・ETF・J-REITを含む。

（出所）日本銀行、銀行等保有株式取得機構、預金保険機構より大和総研作成

<参考文献>

日本共同証券財団「日本共同証券株式会社社史」（1978年）

資本市場振興財団「日本証券保有組合記録」（1969年）