

～制度調査部情報～

2005年3月18日 全6頁

戦後日本の株式持合いと その解消（早分かり版）

制度調査部
吉川 満

【要約】

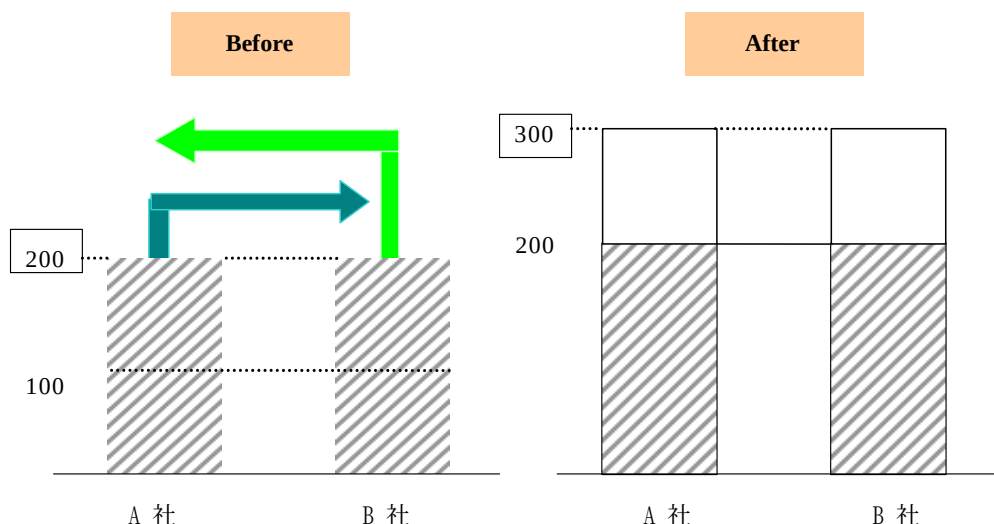
- 戦後日本の株式持ち合いから直近の解消期までを簡単に解説した。
- 株式持ち合いの本質は『資本の空洞化』である。
- 株式持ち合いの観点からすると戦後日本は次の4期に分けられる。
 - ア．形成期（終戦～昭和40年不況期）
 - イ．急進期（昭和40年不況期～石油危機）
 - ウ．絶頂とバブル（石油危機～1989年）
 - エ．解消期（1990年以降）
- 株式持ち合いは以下のような持ち合い解消策にも助けられて解消に向かっている。
 - ア．自己資本比率規制
 - イ．時価会計
 - ウ．銀行等保有株式取得機構、日本銀行による株式買取
 - エ．株価指数の浮動株指数化

Ⅰ．株式持ち合いの本質とリスク

1. 本質は『資本の空洞化』

○株式持ち合いの本質は『資本の空洞化』である。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A社とB社があるとする。両社がこのうち100ずつを持ち合うとする。100の資金は両社の間を往復するだけで実際には動かない。しかし、財務諸表上は両社の資本は300に膨らむ。実際には200しか調達していないのに、300調達しているような外見が作れるから、まさに『資本の空洞化』なのである。

図表1 株式持ち合いによる「見せかけ」の資本金の増加



このレポートは、投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。記載された意見や予測等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。内容に関する一切の権利は大和総研にあります。事前の了承なく複製または転送等を行わないようお願いします。

- しかし、両社は互いに議決権の 33.3%を持ち合うことになる。実質的な出資はせずに、議決権は取得するのだから、『見せ金による議決権の取得』と呼ばれたりする。両社は実質的な出資なしで相互に相手の会社を支配できることになる。このメカニズムが、わが国におけるコーポレート・ガバナンスを大きく歪めてきた。同時にわが国では海外に見られるような敵対的M&Aはほとんど皆無でもあった。

2. 金融システムに内在した底抜けのリスク

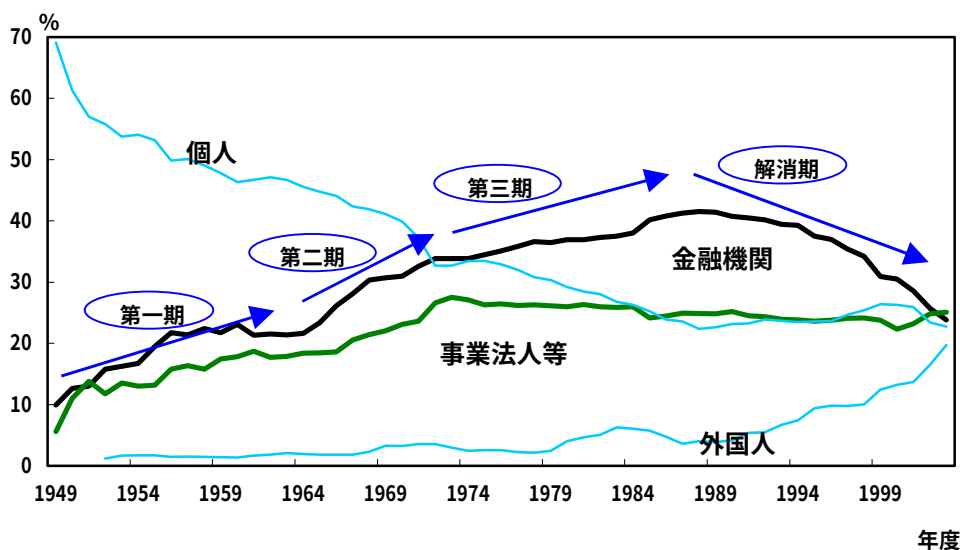
- 後に見るように 1965 年頃から 2000 年頃まで、わが国において企業間の株式持ち合いの中心的な役割を担っていたのは銀行であった。銀行の株式保有を通じてわが国の金融システム、あるいは経済の中心に株式持ち合いが組込まれる事となった。とりわけ批判が集中したのは次の三点であった。
- 第一に、銀行がリスク資産である株式を大量に保有すれば、元利確実を建前とする預金を中心とした銀行財務の健全性を阻害する可能性がある。銀行の保有株式はかつての原価主義会計の下で含み損という大きな『空洞』を抱える可能性がある。
- 第二に、銀行が株式を保有するとどうしても相手会社にも持ち合いを要求し、株式持ち合いが広がる。結果、経済全体に持ち合いのリスクが広がる。最悪期には、日本経済全体が底が抜けるリスクに直面することとなった。
- 第三に、持ち合いによる議決権支配は、メーンバンクとしての貸付、役員派遣とあいまって銀行による産業支配状況を作り出した。
- これらはいずれも核心を突く指摘であったが、1989 年をピークに株価が下げに転じ、21 世紀に入って持ち合い解消が加速するにつれ、事態は改善されることとなった。
- いずれにせよ、今後は二度と持ち合いを繰返してはならない。直近では敵対的M&Aの可能性の高まりなどから、再び持ち合い強化を考える企業もあるようだが、『資本の空洞化』という不透明な所に救済を求めてはならない。
- その点をより強く主張するためにも、本稿では、戦後の持ち合いの形成とその弊害、80 年代以降とられた持合解消促進策を振り返ってみた。

II. 株式持ち合いの形成・浸食・解消

1. 株式持ち合いの形成期（第Ⅰ期）

- 戦後の取引所再開から昭和 40 年不況期までが第Ⅰ期に当たる。まとめて言えば終戦直後は、連合軍の財閥解体などにより一時的に個人の持株比率は上昇した。連合軍は第二次世界大戦の原因のひとつは財閥にあると考え、財閥保有株式や税の物納で集まった株式を従業員処分などの方法で個人株主を育成する方向で処分した。1949 年度の個人の持株比率は 69.1%に達した。しかし疲弊した個人が株式保有を続けることは負担が大きく、株価の下落時などに個人投資家は盛んに保有株式を売却した。法人がこの株式を吸収したので、やがて株式持ち合いが進む方向に転じた。

図表 2 戦後の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

- 1950年代になると株の買占め事件も起こり、これも持ち合いの上昇につながった。1952年には、かつて三菱本社の保有していた丸の内一帯の土地を保有していた陽和不動産が藤綱久次郎という個人に株式の35%を買い占められた。三菱系11社がこの株を買い戻したのだが、この事件により予め株を持ち合っておくという機運も高まった。株の持ち合いによる安定株主作りという発想も生まれてきたのである。

2. 40年株式不況と株式持ち合いの急進期 (第Ⅱ期)

- 第Ⅱ期は、昭和40年不況期から石油危機までである。証券不況対策として日本共同証券(1964年設立)、日本証券保有組合(1965年設立)と二つの買取機関が作られた。日本共同証券には買取機関として二つの欠点があった。
- A. 市場取引で買い取ったので売りを浴び、株価下落を止められなかった。
 - B. 証券会社なので規制が厳しく機動的でなかった。
- 日本証券保有組合は市場外で相対で買い取り、組織を組合とすることでこうした欠点を補った新組織であった。そのため、日本証券保有組合が働いて株の下落を止める事ができた。しかし、日本証券保有組合も保有株の処分については基本的に日本共同証券と同じであった。関連企業や金融機関に対して売られたのである。このため保有株の処分を通じて、株式持ち合い比率は大幅に高まることとなった。

3. 株式持ち合いの絶頂とバブル(第Ⅲ期)

- 第Ⅲ期は、石油危機からバブル期までである。活発化した企業のエクイティ・ファイナンスを、銀行は株式を購入して後押しした。銀行の持株比率は大きく上昇した。銀行自身も活発に時価発行増資を行い、企業は銀行発行株式を取得し、持ち合いは著しく肥大・強化して、89年末の株価のピークを迎えた。
- この期の特徴は金融機関が持ち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、もしくは若干の低下となった事である。資本市場が発展し、企業が時価発行増資を行う事ができるよ

うになった事がその大きな原因である。そうすると銀行貸付に対するニーズが相対的に低下するが、銀行は企業が発行した株式を買い取ることによってこれを補った。

- 80年代の株式の公募発行ブームにおいて、企業が株式発行のコストをきちんと認識していたかという点、そうとはいえない。当時の企業は直接株主に支払われるインカムゲインにのみ着目して、新株発行を行った。しかし本来は、企業はキャピタルゲインをも通じて株主の期待に応えなければならぬのである。その点は十分認識されていなかった。この結果、全国上場会社の株式による資金調達額は1986年まで基調的には1兆円以下で推移していたものが、1989年には約9兆円にまで跳ね上がった。こうして株式需給が懸念される状況の中で、銀行の株式取得は企業にとって誠に都合がよかった。しかも株価の上昇が続く限り銀行にとっても含み益を積み重ねるというメリットがあった。
- さらに1985年には銀行にも時価発行公募増資が認められた。銀行の発行した株は事業法人が買い取ることであったので、これにより持ち合いはさらに強化された。1980年の大型公募20位を見ると、このうち14件までは銀行によって占められている。こうして持ち合いの規模は最大に達し、銀行の保有株式の価格下落リスク、さらには日本の産業界全体の資産価値下落リスク、銀行の産業支配リスクは最大点に達した。

4. 株式持ち合い解消期（第Ⅳ期）

- 第Ⅳ期は1990年から現在までである。1990年に株価が下落に転ずると、それが持ち合い比率の低下に反映されるのも早かった。特に1993年に大きく売られた後、97年以降下げ幅は加速した。持ち合い比率はその後金額ベースでも株数ベースでも基調的に低下を続け、2003年3月時点ではそれぞれ8.6%、7.9%に低下している。91年3月時点で持株比率がそれぞれ27.7%、23.6%であったことを考えるとこの間、いかに持合解消が進展したかが実感できる。

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（カバー率補正後）

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	41.7	36.9	27.7	23.6
1992	40.6 (▲ 1.1)	36.5 (▲ 0.4)	27.0 (▲ 0.7)	23.1 (▲ 0.5)
1993	34.2 (▲ 6.4)	31.2 (▲ 5.2)	23.8 (▲ 3.2)	20.7 (▲ 2.4)
1994	34.0 (▲ 0.2)	30.4 (▲ 0.8)	23.9 (+ 0.1)	20.3 (▲ 0.4)
1995	34.2 (+ 0.2)	30.3 (▲ 0.1)	24.6 (+ 0.6)	20.4 (+ 0.1)
1996	31.5 (▲ 2.7)	29.3 (▲ 0.9)	23.1 (▲ 1.4)	20.0 (▲ 0.4)
1997	29.3 (▲ 2.2)	28.5 (▲ 0.8)	21.5 (▲ 1.7)	19.2 (▲ 0.8)
1998	25.5 (▲ 3.8)	26.4 (▲ 2.1)	18.9 (▲ 2.6)	17.4 (▲ 1.8)
1999	27.2 (+ 1.7)	24.6 (▲ 1.7)	12.6 (▲ 6.2)	13.9 (▲ 3.5)
2000	25.6 (▲ 1.5)	23.6 (▲ 1.0)	13.0 (+ 0.4)	13.1 (▲ 0.8)
2001	23.7 (▲ 1.9)	20.2 (▲ 3.4)	10.8 (▲ 2.2)	10.4 (▲ 2.6)
2002	20.7 (▲ 3.0)	18.0 (▲ 2.2)	8.0 (▲ 2.8)	7.9 (▲ 2.6)
2003	18.8 (▲ 1.9)	15.8 (▲ 2.2)	8.6 (+ 0.5)	7.4 (▲ 0.4)

(注) 市場全体に対する比率

株数は単元数ベース（2000年度以前は単位数ベース）

(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

- これだけの銀行保有株式の価格低下は、土地価格下落や不良債権問題と相俟って、21世紀初頭のいわゆる『金融システム不安』の大きな要因となった。

- 2003 年度には株価の立ち直りもあって、株数ベースでは前年比 0.4%減少して（7.4%となって）いるものの、金額ベースでは 0.5%増加して（8.6%となって）いるなど、持合解消のペースもようやく鈍りつつある。

III. 持ち合い解消策

- 90 年以降これほど急速に持ち合い解消が進展した裏には、この時期実施されたいくつかの持ち合い解消策の働きがある。ここでは、①自己資本比率規制、②時価会計、③銀行等保有株式取得機構・日本銀行の銀行保有株買取、④株価指数の浮動株指数化、の 4 点について簡単に解説してみよう。

1. 自己資本比率規制

- 銀行の自己資本比率規制は 88 年 3 月期から段階的に、99 年 3 月期から本格的に導入された。その後規制内容は数度改正されたが、基本的には、銀行が株式を保有すると自己資本比率が悪くなるようになっている。株式は価格変動商品なのであるから価格下落リスクを持っており、ある意味でこれは当然のことといえよう。現行の B I S 規制では、銀行が現金に換えて株式を保有すると、算式の分母は大きくなり、算式の分子は国際的に活動している銀行の場合、時価ベースの含み損益で計算するので、株価下落時には B I S 比率は明らかに低くなった。
- 銀行は一定以上の自己資本比率（国際行は 8%、国内行は 4%）の維持を義務付けられているのだから、自己資本比率遵守のためにも株式保有を減らしたのである。

2. 時価会計の導入

- 時価会計は 2001 年度から導入された。時価会計の下では貸借対照表上は、保有株式は時価で評価されることになる。それまで原価主義会計の下で、株価の下落を財務諸表上、認識しないことに慣れていた各企業は、一転、保有株式削減のニーズに迫られた。株の含み損は、『売買目的有価証券』の場合は貸借対照表、損益計算書の双方で計上され、『その他有価証券』の場合でも貸借対照表で認識される。
- 時価会計の導入は全企業に影響を与えたが、とりわけ自己資本比率規制を受ける銀行の場合は影響が大きかった。

3. 銀行等保有株式取得機構・日本銀行による銀行保有株式の買取り

- 銀行等保有株式取得機構は 2002 年 1 月から買取りを開始し 2005 年 2 月時点で総額 1 兆 4,184 億円を（今後 2006 年 9 月まで買取りを継続する予定）、日本銀行は 2002 年 11 月から 2004 年 9 月末までに総額 2 兆 180 億円の株式を銀行等から買い取った。合計 3 兆 4,364 億円に達するのだから、株式市場に与える影響も甚大だった。
- 両機関による買取りはそもそも銀行の自己資本規制比率クリアー、株式市場対策を直接の目的としたものであったが、持ち合い解消効果もまた大きかった。保有株式を自己資本の 10%以内に抑えることを義務付けられた銀行は、両機関を対象に積極的に株式を処分した。両機関による銀行等保有株式買取は、株価を未曾有の危機から救い出した功績とともに、株式持ち合いに引導を渡した措置としても、今後長く記憶される可能性がある。尤もそのためには取得した株式の処分方法に十分意を用いる必要がある。昭和 40 年不況後の買取機関が取得した株式を金融機関やグループ企業相手に処分したため、持ち合いの強化に大きく資する結果となったことを忘れてはならない。

4. 株価指数の浮動株指数化

- 株価指数は従来は全発行済株式数をベースとして計算されてきた。しかし、最近では海外の投資家などから、これはおかしいとの声が高まってきた。発行済株式数から『安定保有株数』を控除した、『実際に市場に出る株式数』をベースに計算するべきだというのである。これを株価指数の浮動株指数化という。

- 浮動株指数化が行われると持ち合い株の多い株などは売られる傾向にある。実際には小規模な持ち合いなどは、修正の対象にならないであろうが心理面に与える影響は大きい。
- 東証では、T O P I Xについて、2005 年 10 月、2006 年 2 月と段階的に浮動株比率を反映し、最終的には 2006 年 6 月に T O P I X の浮動株指数への移行を完了することを予定している。
- また、日本経済新聞社でも、浮動株対応の新指数として「日経 1000（仮称）」の導入を検討している。