

株式持ち合いが株価形成に与える影響

野村総合研究所
システムサイエンス部
株式数理研究室

研究員 荻島 誠治

目 次

- | | |
|-----------------|-----------------|
| 1. はじめに | 3. 実証分析 |
| 2. 株式持ち合いとは何か | 1) 株式持ち合いと PER |
| 1) 株式持ち合いの利点、欠点 | 2) 重回帰分析 |
| 2) 株式持ち合いの定義 | 3) 実証分析結果に関する考察 |
| 3) 持ち合い関連指標 | 4. 結 論 |
| 4) 株式持ち合いの市場規模 | |

本稿では、株式持ち合いが株価形成に与える影響について実証分析した結果を報告する。はじめに、株式持ち合いの利点および欠点について述べる。ここで、株式持ち合いとは何かを考えながら、株式持ち合いを表すにふさわしい分析指標を定義する。また、その指標を用いて、株式持ち合いの市場規模について推計する。次に株式持ち合いによって日本の株価収益率（PER）が高くなると一般に言われているが、実際にどの程度、寄与しているかを、東証1部上場銘柄の保有株データを用いて、過去数時点においてクロスセクショナルに実証分析する。その結果、狭義の株式持ち合いがPERを上昇させているという効果は観察できなかった。実際には「三角持ち合い」により株式保有するケースも多く、分析結果からも「片側保有比率」が高い企業はPERが高い傾向があるので、持ち合いの影響が全くないわけではない。また、安定株主の持ち株比率が高い企業ほどPERが高いという結果が得られた。したがって、株式持ち合いを軸とした株式保有構造がPERに影響を及ぼしている可能性がある。

1. はじめに

米国と比較して、日本企業のPER水準が平

均的に高いことがよく言われる。図1に示すように、日本のPERが1970年の12倍から1993年には約60倍にも上昇している（NRI400単独ベース）。これをもって、米国と比較して日本の株

荻島 誠治(おぎしま せいじ) 慶應義塾大学大学院理工学研究科修士課程修了、1991年野村総合研究所に入社、システムサイエンス部にて主に株式関連の調査・研究を行い、現在に至る。

2. 株式持ち合いとは何か

1) 株式持ち合いの利点、欠点

最近、株式持ち合いに関する研究が盛んに行われている[4]。ここでは、なぜ株式持ち合いが最近になって問題視され、人々はなぜ持ち合いに関して不安を抱いているのかをまとめてみたい。

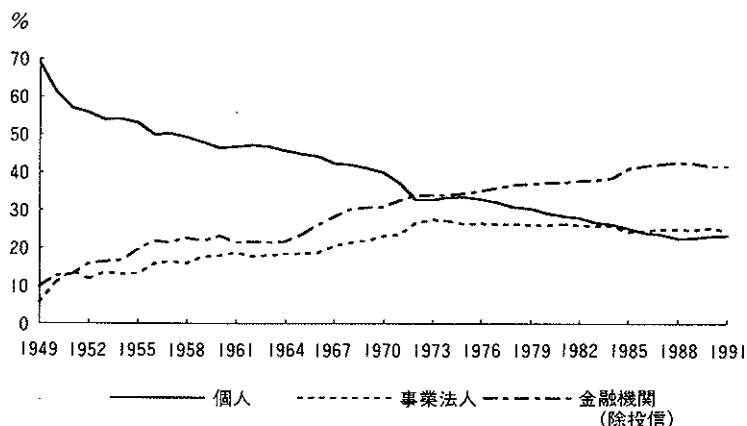
日本では株式持ち合いが企業経営上の慣行として広く根づいている。これは最近になるまで、株式持ち合いが企業経営において持ち合う双方に有利な慣行であったからといえるであろう。持ち合いの利点として、(1)経営の安定化、(2)営業メリット、(3)直接的な投資収益の3つが主として考えられる。(1)は2つの効果にさらに分かれる。ひとつはテイクオーバー等の乗っ取り防止策の効果であり、もうひとつは経営不振に陥った際のラストリゾートの効果である。(2)では、株式持ち合いにより、長期的な関係が樹立でき、営業上の取引関係の維持、拡大が期待できる。(3)の直接的な投資により、株価が右肩上がりの状況下では株式含み益が膨らみ、この含み益で利益の安定化手段に利用できる。また、投資には資金が必要であるが、相互に持ち合う場合には資金節約の効果がある。

一方、最近になって、株式持ち合いが必ずしも企業にとって望ましいといえなくなってきたという議論が台頭してきた。持ち合いの欠点として、(1)外国からの批判、(2)株主の監視機能低下、(3)株主からみた株式の投資効率の3つが主としてあげられる。(1)では、日米構造協議

で日米間の障壁として、株式持ち合い、系列問題が取り上げられている。(2)については、ほとんどの上場企業は安定株主と考えられる法人により株式の大半を所有されるが、株主総会で発言がほとんどないように株主の監視機能は低下している。そのため、経営者は投下資本に対する投資リターンを問わずに投資する危険性をもつ。その結果、資本の増加は企業規模の拡大になっても、ROEの低下となる。実際に、日本企業のROEは低下傾向にある[5]。ROE低下の主因は、資本負債構成の変化よりも、投下資本全体の収益性の低下が大きい。(3)については、90年に入ってから株価の低迷で、それまで含み資産を当てにしていた安定株主が痛手を被った。特に、生保、銀行は安定株主からリターン重視の株主へと株式保有に対して厳しい目をもつようになるであろう。

市場関係者は、以上の問題等を理由に株式持ち合いの解消に対する不安を抱いている。持ち合い解消の影響により、株価の下落を危惧している。実際には、株式持ち合いは悪い面ばかりでなく、良い側面も合わせもっているのも、持ち合い解消へ進むとは一概に言えない。また株式持ち合いがPERを直接的に上昇させていると考え、「持ち合い修正PER」という指標で諸外国のPERと比較する例も見受けられる。株式持ち合いという慣行そのものが直接PERに影響を与えてその水準を上昇させているかを実証分析した例は今までになく、持ち合いによりPERが実際に上昇するかは定かでない。この実証分析の結果については後に述べる。

図2 所有者別の持ち株比率



(出所) 「株式分布状況調査」より野村総合研究所作成

2) 株式持ち合いの定義

ここまで「株式持ち合い」という用語をはっきりと定義せず使用してきた。定量的な評価を行うためには、明確な定義を行う必要がある。証券実務辞典[6]は、株式の持ち合いとは、会社が相互に相手の株式を持ち合うことと説明している。この定義によると、相互に株式を保有する場合だけを指していることになる。しかしながら、実際には2社間の単純な持ち合いだけでなく、多数の会社が相互の株式を持ち合い、企業集団になっている場合（いわゆる、3角持ち合い）も少なくない。また、互いに相互保有目的でなく、結果的に双方で持ち合った形になっている場合もあろう。そのため、片側保有であるからといって、持ち合いでないとは言い切れないし、相互保有だからといって持ち合い目的であるというわけではない。

持ち株比率に関する一般的なデータでは、全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」に掲載されている所有者別の持株比率が知られてい

る。図2によると、個人は69.1%(昭和24年度)から23.2%(平成3年度)に減少している。米国では、個人が54.4%(FRB, FLOW OF FUNDS' 90)であることからも、日本の株式保有構造は法人中心であることがわかる。また、金融機関(除投信)の持ち株比率は9.9%(昭和24年度)から41.5%(平成3年度)へ増加している。事業法人についても24.5%(平成3年度)と高率である。

しかしながら、所有者別持株比率では、相互にどれだけ持ちあっているかを推測できない。個別銘柄ごとに分析し、相互保有比率を推定した論文に[7]がある。[7]では、東証1部上場企業のうち75社を対象に調査している。その結果、発行済株式数中の24.2%が相互保有であることが示されている。しかしながら、対象銘柄が75銘柄とカバレッジが少ない。

本稿では片側保有、相互保有という用語を定義し、持ち合いによる株式保有は、相互保有よりも大きく、片側保有よりも小さい程度であると考える。まず第1に、A社がB社の株式を保

有することを「片側保有」と定義する。この場合、逆にB社がA社の株を保有しているかどうかについては考慮しない。例えば、A社がB社の株を100万株保有し、B社がA社の株を保有していない場合、A、B社全体の片側保有株数は100万株(100万+0)となる。次に、A社がB社の株式を保有し、かつB社もA社の株を保有することを「相互保有」と定義する。例えば、A社がB社の株を100万株保有している場合、B社がA社株を保有していない場合、A、B社全体の相互保有株数は0(0+0)株となる。A社が100万株保有している場合、かつB社がA社を例えば50万株保有している場合初めて相互保有となるが、株数の考え方は種々ある。例えば、150万株(100万+50万)あるいは50万株(少ない方が相互保有目的でA社の残り50万株は相互保有目的かどうか不明)という考え方である。ここでは、A社の発行株式数に対して50万株が相互保有であり、B社の発行株式数に対して100万株が相互保有であるとし、A、B社合わせて150万株が相互保有目的であるという考え方を採用する。

3) 持ち合い関連指標

個別銘柄ごとに相互保有、片側保有の関係を調査するために、次の2種類のデータを利用する[8]。ひとつは東洋経済新報社作成の大株主データ(以下、大株主データ)であり、もうひとつは各企業の有価証券報告書に記載してある「有価証券明細表」から作成したデータ(以下、有証データ)である。

有価証券明細表には企業が保有する株式が銘柄、株数、取得金額等の内容と共に記載されており、ここから銘柄、株数のデータを取得でき

るが、(1)「その他数銘柄」とまとめて記載している場合は個別銘柄が把握できない、(2)保有している関係会社の株式は「関係会社有価証券明細表」に記載してあるため、データから欠落する、(3)銀行は有価証券明細を公表していないので銀行が保有している企業および他銀行の株式データは取得不可能、という問題が生じる。これを補うために、大株主データを用いる。これは各企業(銀行を含む)の大株主上位約20位を把握したデータである。仮にA銀行がB銀行の株式を1,000万株保有し、20位以内の大株主であれば、このデータに載っており、「A銀行はB銀行の株式1,000万株保有」というデータに読み替えられる。しかし、上位約20位という制約がついているため、捕捉率が落ちることは否めない。また、関係会社であれば上位20位の株主に必ず入っており、関係会社株式は完全に捕捉できる。有証データ、大株主データ双方に同一データがある場合は大株主データを採用し、二重採用を防止した。

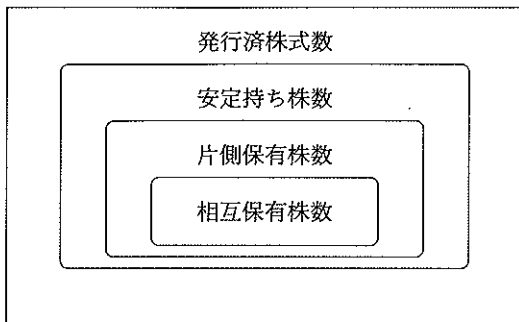
ここでの分析対象は原則として東証1部上場銘柄としたが、データの制約上により東証1部上場全銘柄にはなっていない。対象銘柄数は1031(85年)、1048(86年)、1075(87年)、1165(90年)、1192(91年)、1223(92年)銘柄である。

この2種類のデータから相互保有比率、片側保有比率を算出する。ここでは、付加情報として、安定持ち株比率を定義し、次に示す合計3つの持ち合いに関連するであろう比率を算出した^(注1)。

(1) 安定持ち株比率

本分析において「安定持ち株比率」とは、大

図3 持ち合い関連指標の包含関係



(出所) 野村総合研究所

株主上位20位および東証1部上場企業が保有する株数を発行済株式数で除した比率と定義した。この指標は、事業法人間の持ち合い、メインバンクをはじめとした銀行との持ち合い、生保の政策投資、大株主の外資系企業や個人等を網羅している。生保は株式会社でないため、相互持ち合いにはならない。しかし、生保は長期にわたり政策的に株式を保有する傾向があるので、安定株主と見ることができよう。一般に安定持ち株比率が高い企業には大企業の関係会社が多い。また安定持ち株比率が低い企業といっても、銀行や生保が保有しているため、最低でも20~30%が安定持ち株に相当する。

(2) 片側保有比率

「片側保有比率」とは、上記で述べたように片側保有の株数を発行済株式数で除した比率である。持つ側、持たれる側共に対象銘柄は東証1部上場銘柄である。片側保有の中には相互保有分を含んでいる。この指標は安定持ち株比率から主に大株主の個人、未上場企業、生保を除いた持ち株比率である。実際に「3角持ち合い」により株式保有するケースが多いことを考えると、この比率を持ち合い比率と定義することも

可能である。

(3) 相互保有比率

「相互保有比率」とは、上記で述べたように相互保有の株数を発行済株式数で除した比率である。持つ側、持たれる側共に東証1部上場銘柄であり、かつ相互に持ち合っている場合である。相互保有比率の低い企業は大企業の子会社が多く含まれている。この理由のひとつに、商法第211条ノ2に、50%超の株式を保有される子会社は、親会社の株式について、自己株式の場合と同様に、これを取得することができない旨が明文規定されたことがあげられる。相互保有比率は3角持ち合いを考慮していないので、上の定義に従うと数10%の株式を相手から保有されてもこちらが相手の株式を保有していない場合には、相互保有分としてカウントされない。また留意事項として、データの制約により系列企業の相互保有比率が過小推定になる可能性がある。大株主上位を銀行、生保が占めてしまう場合、大株主データで系列会社の保有株数を補うことができなくなる。そのため、相互保有比率は実際よりも過小推計になり、銘柄によっては実態とかけ離れている危険性がある。

以上の3指標によって、個別銘柄ごとに持ち合い度合を推計する。この3指標には、定義からわかるように安定持ち株比率 \geq 片側保有比率 \geq 相互保有比率という関係が成り立つ(図3)。しかしながら、それぞれの指標(特に相互保有比率)は、異なった特徴をもつ。これに類似した指標として、日本経済新聞社や東洋経済新報社などが公表している浮動株比率、少数特定者持ち株比率、外国人持ち株比率がある。ま

表1 持ち合い関連指標の相関関係 (91年3月)

	安定持ち株比率	片側保有比率	相互保有比率	外国人持ち株比率	少数特定者持株比率	浮動株比率	金融機関持株比率
安定持ち株比率	1.00	0.75	-0.06	-0.08	0.85	-0.53	-0.30
片側保有比率	—	1.00	0.00	-0.04	0.71	-0.35	-0.35
相互保有比率	—	—	1.00	-0.03	-0.29	-0.10	0.46
外国人持ち株比率	—	—	—	1.00	-0.11	-0.18	0.19
少数特定者持株比率	—	—	—	—	1.00	-0.42	-0.53
浮動株比率	—	—	—	—	—	1.00	-0.18
金融機関持株比率	—	—	—	—	—	—	1.00

(出所) 野村総合研究所

た、有価証券報告書の「株式の状況」には所有者別の株式数が掲載されている。例えば、金融機関が保有する持ち株比率（以下、金融機関持ち株比率と呼ぶ）がある。この比率は銀行、信託の他に投信や生保等を含む比率である。金融機関持ち株比率と投信を除いた金融機関持ち株比率との相関は0.955であり、また金融機関持ち株比率と、大株主データから推計した都銀、長銀、地銀、信託銀を対象とした銀行保有分を発行済株式数で除した比率との相関は0.703であり、相関が高い。

次に7つの持ち合い関連指標の相関関係を表1に示す。安定持ち株比率は、少数特定者持株比率や片側保有比率と相関が高く、浮動株比率とは逆相関である。また、相互保有比率は金融機関持ち株比率と比較的相関が高い他は、どの比率とも相関が低く、少数特定者持株比率と逆相関である。

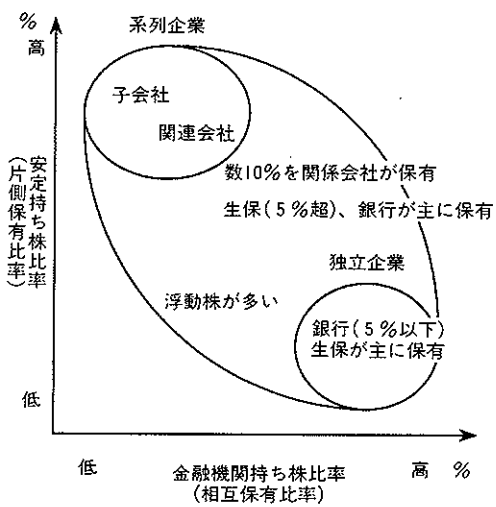
図4では金融機関持ち株比率と安定持ち株比率の関係から企業の株式保有の特徴を分類している。片側保有比率は安定持ち株比率に似た指標であり、相互保有比率は金融機関持ち株比率に似た指標である。安定持ち株比率と金融機関持ち株比率は互いに弱い逆相関であり、左上に

いくほど系列色の強い企業（系列企業）が多い。具体的には、日立化成工業（日立製作所が56.0%保有）などの大企業系列の子会社、関連会社が位置する。一方、右下にいくほど独立色が強く（独立企業）、ひとつの大株主が数10%を保有するケースは少なく、数社の銀行、信託、生保が数%ずつ持ち合っている場合が多い。ただし、大企業系列の中でも系列を代表する企業（日立製作所、松下電器産業、等）は、図4の右下に位置する。銀行は発行済株式数の5%を超えて株式を取得、所有してはならないと独占禁止法で制限されている。そのため、複数の銀行に株式を持たれている平行メインバンク的な企業では、金融機関持ち株比率が高くなる。また、安定持ち株比率も金融機関持ち株比率も低い企業は浮動株比率が高い傾向がある。

4) 株式持ち合いの市場規模

東証1部上場の時価総額のうち、株式持ち合いの市場規模はどの程度であろうか。ここでは、株式持ち合いの度合いを片側保有比率、相互保有比率の2指標を用いて推計する。東証1部上場の片側保有比率、相互保有比率を業種別に表2、表3に示す。92年3月時点では、片側保有

図4 株式保有形態と持ち合い関連指標



(出所) 野村総合研究所

比率は株数ベースで36.4%、時価ベースで36.2%である。相互保有比率は株数ベースで23.7%、時価ベースで23.5%である。ここ数年では、少しずつ保有比率が高まっているにしても、大幅な変化は見られない。業種でみると、片側保有比率では商社、金融が85年よりも低下している。相互保有比率では金融をはじめとし8業種の比率が若干低下している。また片側保有を持ち合いと考えるならば、東証1部上場で約100兆円(92年)が株式持ち合いと試算される。さらに、生保が保有する株式も持ち合いと考えるならば、持ち合い比率は約10%増し、時価総額の約半分が持ち合い株式になる。業種別には、金融、商社、自動車の持ち合い比率が高い。

3. 実証分析

1) 株式持ち合いとPER

一般に、法人の株式持ち合いはPER水準を上昇させると言われている。そこでよく使われている持ち合い修正の方法として、持ち合いがある場合のPERは、持ち合いがない場合に比べて、 $(1 - \text{配当性向} \times \text{持ち合い比率}) / (1 - \text{持ち合い比率})$ 倍だけ過大評価されるというものがある。持ち合い分を修正したPERを持ち合い修正PERと呼んでいる。ここでいう持ち合い比率とは、上場会社全体をひとつの株式会社と見立てたときの、自己株式保有に相当する比率である。例えば、相互保有比率をここでいう持ち合い比率とすると、持ち合い比率=23.5%(92年3月、時価ベース)、PER=62.7倍(93年3月、NR I 400)、配当性向=20%では、持ち合い修正PERは50.3倍になる。しかし、企業によって異なる持ち合い比率や配当性向をひとまとめに扱うこのような仮説がどこまで実際に即しているかはわからない。また、[9]は個別企業ごとの持ち合い比率や配当性向を用いて理論的にPERと持ち合いの関係を論じ、持ち合いが必ずしもPERを上昇させるわけではないと結論づけている。

そこで本稿では株式持ち合いとPERの関係を実証分析してみたい。株価水準を測る尺度として、PERの他に株式の資産価値をベースにしたPBRがしばしば用いられる。両者は、銘柄同士を横比較する尺度としてよく用いられる。PERを尺度として用いると、利益が景気

図5 重回帰分析(P E Rの逆教その1)

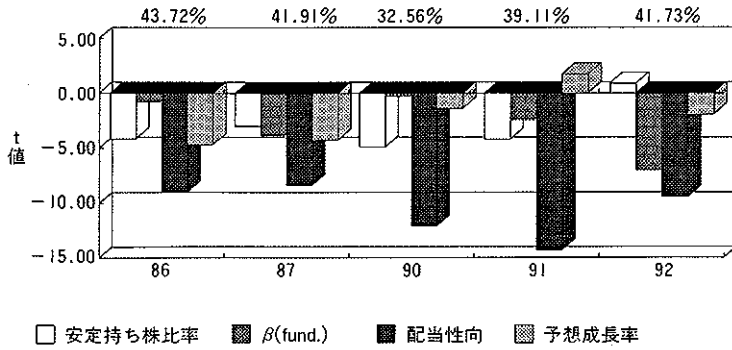


図6 重回帰分析(P E Rの逆教その2)

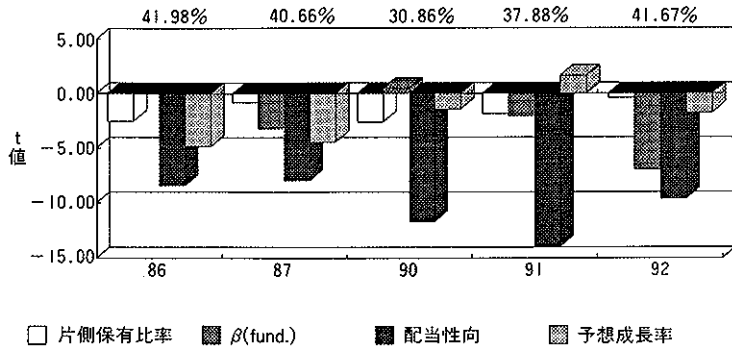
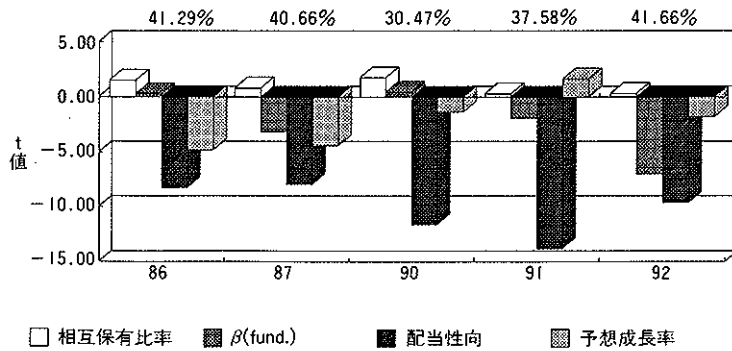


図7 重回帰分析(P E Rの逆教その3)



能性がある。これは、PBRについても同様な結果となった。

- (注1) 信託銀行については、広義の持ち合いと性格を異にする。大株主データ側で特金・ファントラ勘定を除く処理を一部行っているが、明確に分けられない特金・ファントラ勘定については、統計上で信託銀行保有となる。
- (注2) NR/ITI(Nomura Rosenberg / Investment Technology Institute)は、野村グループとRosenbergグループが設立した投資テクノロジーの研究開発機関である。

参考文献

- [1] 浅野幸弘、“日本の株価はなぜ高い”、証券アナリストジャーナル、92.9, pp. 7-26
- [2] 奥村 宏、“会社本位主義は崩れるか”、岩波新書
- [3] French, Kenneth R. and M. Poterba, “Were Japanese stock prices too high?”, Journal of Financial Economics, 1991 29 pp. 337-363. North-Holland
- [4] 長岡 功、“日本企業の株式持ち合い構造”、1992年5月第一生命保険基礎調査レポート
- [5] 渡辺 茂、山本 功、“日本企業のコーポレート・ガバナンス”、財界観測、1992年9月
- [6] “証券実務事典[株式編]”、きんざい、pp. 69-70
- [7] Jack McDonald, “The Mochiai effect: Japanese corporate cross-holdings”, The Journal of Portfolio Management, 1989 Fall, pp. 90-94
- [8] Hiroshi Kobayashi, Yukihiro Endo, Seiji Ogishima, “New Directions in Japanese Banking Relationships”, NRI Quarterly 02 -1 Spring 1993
- [9] Masayuki Ikeda, “Price/Earnings Ratios with Reciprocal Ownership”, Financial Analysts Journal/July-August 1992

