

# 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 萩島誠治

## 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「3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。

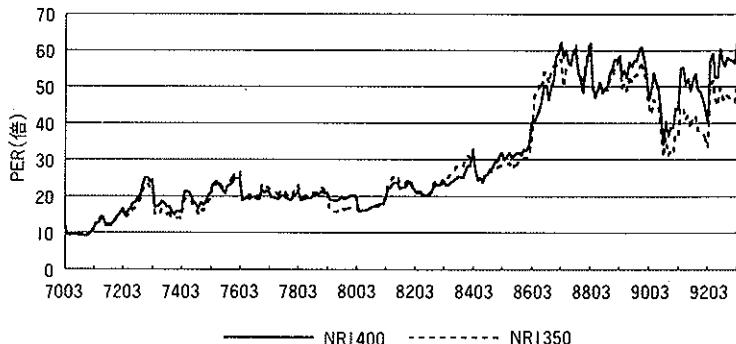
## 1.はじめに

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

萩島 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。

図1 日本のP E R推移（単独ベース）



(出所) 野村総合研究所

価は割高であると主張する市場関係者は多いが、その理由を検討する必要がある。[1]は、日本のP E Rが上昇したのは割引率の低下と、「幻想」が作用したためであり、この幻想を抱く理由のひとつに、株式持ち合いを軸とした株式保有構造という要因が働いていることは無視できないと述べている。P E R水準の要因に株式持ち合いがどの程度寄与しているかは興味深い問題である。

株式持ち合いは日本特有の構造ではないにしろ、米国と比較すると株式保有構造に大きな違いが見られる。特に日本では銀行が株式を大量に保有している点に特色がある。しかも日本の企業は単なる株式投資の意味だけでなく、安定化工作、系列強化という目的で株式保有している場合が多い。日本の企業経営に対して、日本の経営、会社本位主義[2]、等と指摘されるように、株式持ち合いが日本の企業経営に極めて重要な役割を果たしていることは事実である。

しかしながら、株式持ち合いについて社会学的、理論的な研究は多数行われているが、実証的な研究はほとんどない。これは、株式持ち合いを厳密に定義することが困難な上に、また株

式持ち合いを分析するデータを作成するには膨大な計算が必要となるからである。そこで本稿では、利用できるデータの範囲内で、近似的に持ち合い度合いを表す指標を定義し、これを用いて持ち合いの市場規模を推計すると共に、株式持ち合いとP E Rの水準に関係があるのかを実証分析する。

ただし、ここでは各国間のP E Rの水準差を議論するのではなく、日本のP E Rの決定要因として株式持ち合いによる効果がどの程度寄与しているかを実証するに過ぎない。各国の会計基準の相違により利益の算出過程が異なるため、単純に各国間のP E Rを比較することは危険である。例えば、フレンチとポターバは、日本企業の公表利益を米国型に修正すれば、日本のP E Rは1989年では53.7倍が32.6倍になると指摘している[3]。

## 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。

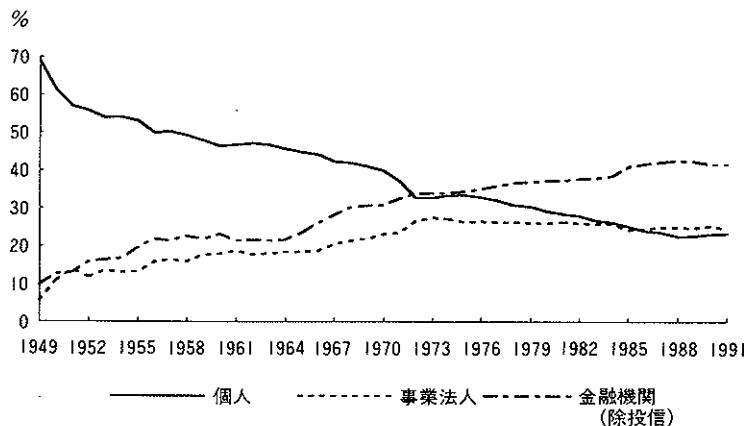
日本では株式持ち合いが企業経営上の慣行として広く根づいている。これは最近になるまで、株式持ち合いが企業経営において持ち合う双方に有利な慣行であったからといえるであろう。持ち合いの利点として、(1)経営の安定化、(2)営業メリット、(3)直接的な投資収益の3つが主として考えられる。(1)は2つの効果にさらに分かれる。ひとつはティクオーバー等の乗っ取り防止策の効果であり、もうひとつは経営不振に陥った際のラストリゾートの効果である。(2)では、株式持ち合いにより、長期的な関係が樹立でき、営業上の取引関係の維持、拡大が期待できる。(3)の直接的な投資により、株価が右肩上がりの状況下では株式含み益が膨らみ、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しまっても、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年に入ってからの株価の低迷で、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で、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に使用してきた。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る。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て

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合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、持ち合いでによる株式保有は、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100万株保有していても、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100万株保有していて、かつB社がA社を例えば50万株保有していて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あ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。

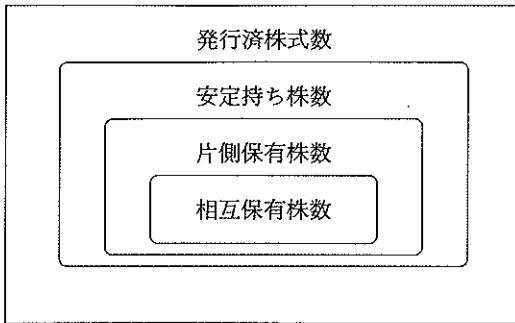
ここでの分析対象は原則として東証1部上場銘柄としたが、データの制約上により東証1部上場全銘柄にはなっていない。対象銘柄数は1031(85年)、1048(86年)、1075(87年)、1165(90年)、1192(91年)、1223(92年)銘柄である。

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<sup>(注1)</sup>。

#### (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つても、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≥片側保有比率≥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、異なる特徴をもつ。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	少數特定者持株比率	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
少數特定者持株比率	—	—	—	—	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、少數特定者持ち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、少數特定者持ち株比率と逆相関である。

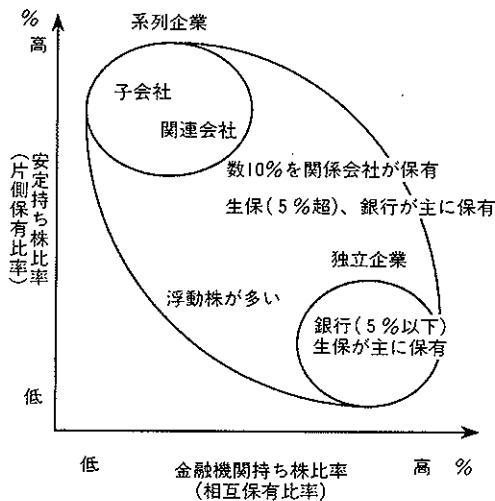
図4では金融機関持ち株比率と安定持ち株比率の関係から企業の株式保有の特徴を分類している。片側保有比率は安定持ち株比率に似た指標であり、相互保有比率は金融機関持ち株比率に似た指標である。安定持ち株比率と金融機関持ち株比率は互いに弱い逆相関であり、左上に

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、少しづ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P E R

一般に、法人の株式持ち合いはP E R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P E R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P E Rを持ち合い修正P E R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)、P E R=62.7倍(93年3月、N R I 400)、配当性向=20%では、持ち合い修正P E R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P E Rと持ち合いの関係を論じ、持ち合いが必ずしもP E Rを上昇させるわけでないと結論づけている。

そこで本稿では株式持ち合いとP E R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、P E Rの他に株式の資産価値をベースにしたP B R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。P E Rを尺度として用いると、利益が景気

表2 東証1部上場の片側保有比率

	85年3月	86年3月	87年3月	90年3月	91年3月	92年3月
東証1部	33.6	34.0	34.7	35.6	36.4	36.4
建設	27.7	29.0	30.0	32.3	33.8	33.2
住宅・不動産	36.1	37.8	38.7	38.9	39.1	39.6
建設資材	33.3	33.3	34.3	37.3	37.9	37.2
繊維	27.1	27.8	29.5	31.6	32.3	31.4
紙・パルプ	32.1	32.6	34.2	34.4	34.9	34.4
化学	33.8	34.3	35.9	36.6	38.0	37.8
鉄鋼	28.7	29.4	30.3	30.0	30.6	31.0
非鉄・電線	34.0	33.9	37.2	37.7	37.5	38.2
機械	34.0	34.0	33.6	36.1	37.0	37.3
電機・精密	28.5	30.3	32.3	33.4	33.9	33.6
造船・重機	28.5	29.3	28.6	31.4	31.3	31.3
自動車	41.0	41.0	41.4	42.8	42.9	42.4
医薬品	26.8	28.0	29.8	31.1	31.0	30.3
水産・食品	30.0	30.3	31.0	34.5	35.9	35.3
商社	46.6	45.6	44.5	44.9	44.9	45.4
消費	26.3	27.4	28.7	31.6	32.2	32.6
石油・石炭	31.3	31.5	34.0	36.6	35.6	36.1
情報・通信	26.2	26.8	29.4	31.7	31.8	30.8
運輸	32.4	32.1	32.4	32.3	32.8	33.4
公益	18.1	20.4	21.7	21.1	21.3	21.6
金融	42.9	42.1	41.7	40.8	42.0	41.8

(中行) 路七絲合研究會

41.0

表3 東証1部上場の相互保有比率

	85年3月	86年3月	87年3月	90年3月	91年3月	92年3月
東証1部	22.6	22.4	22.4	23.0	23.5	23.7
建設	19.8	19.5	19.9	20.7	21.8	21.5
住宅不動産	28.7	26.4	25.6	26.5	27.0	26.1
建設資材	25.6	25.5	25.3	26.5	26.3	25.9
繊維	20.7	21.9	22.9	23.3	23.6	24.3
紙・パルプ	21.9	22.7	22.7	26.4	26.9	26.3
化学	19.7	19.8	19.6	22.4	24.5	24.8
鉄鋼	19.7	19.9	21.5	22.4	22.3	23.3
非鉄・電線	17.5	17.6	17.1	17.4	19.4	19.8
機械	23.6	23.3	23.2	24.0	23.8	24.4
電機・精密	17.2	17.6	18.4	17.9	18.2	18.8
造船・重機	22.4	22.8	21.4	21.1	21.3	21.4
自動車	29.6	29.7	27.7	28.5	28.8	28.9
医薬品	19.3	20.2	21.0	22.5	23.0	22.6
水産・食品	21.8	22.1	21.7	23.4	24.2	23.5
商社	37.8	36.4	35.3	34.6	34.7	34.4
消費	17.8	18.2	18.7	20.5	20.8	20.4
石油・石炭	18.1	17.0	15.5	20.2	21.1	20.5
情報・通信	19.9	21.0	21.0	21.7	20.2	19.7
運輸	20.7	19.9	19.2	19.7	19.0	19.0
公益	8.2	9.0	9.3	11.8	12.1	12.3
金融	28.5	27.5	27.2	25.9	26.9	26.9

(上册) 第十一編 全國統計

20.5

## ※※※※ 特 集 ※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※

に変動されやすいという難点がある。その点を考慮し、P E RだけでなくP B Rについても分析を試みる。ここでは、P E R、P B Rを回帰モデルの左辺に当てはめるのではなく、P E Rの逆数 ( $E/P$ ) およびP B Rの逆数 ( $B/P$ ) を用いる。逆数をとる理由は、利益が0前後で不連続にならないようにするため、そして利益が小さすぎる場合にP E Rが数100倍となり分析上の異常値になることを防ぐためである。P E Rは今期税引き後利益を基準にしたものを使っている。P B Rは前期実績純資産基準である。分析時点は、1986年、1987年、1990年、1991年、1992年の5時点で、いずれも6月末としている。どの期間もデータの制約上、当時の東証1部上場全銘柄をカバーすることは困難である。各年の使用銘柄数は1986年から順に369、406、707、725、598（銘柄）である。3月決算会社を対象（分析データの一致性を考慮）に、5年後E P Sおよび今期E P Sが黒字である会社で、かつ各変数について標準偏差が $3\sigma$ を超える銘柄を異常値としてサンプルから取り除いているからである。

### 2) 重回帰分析

単純にP E Rと持ち合い関連指標を比較しても、他の決定要因に隠されて有意な結果は得られにくい。そこで、回帰式の左辺を $E/P$ とする場合、右辺に持ち合い関連指標（ここでは、安定持ち株比率、片側保有比率、相互保有比率）の他にリスク・プレミアム、E P S成長率、配当性向、業種の調整項を加えた重回帰分析を行う。また左辺を $B/P$ とする場合、右辺に持ち合い関連指標の他にリスク・プレミアム、R O

E、業種の調整項を加えた重回帰分析を行う。リスク・プレミアムには、N R / I T I<sup>(注2)</sup> のファンダメンタルベータを用いる。これは、総合的な株式のリスク要因を1つに数量化した指標である。企業規模、財務レバレッジ等の14種とI T I 売上分割40業種の計54ファクターから求めている。E P S成長率はN R I の中期予想E P S成長率を用いる。ただし、86、87年は完全予想成長率を用いた。業種分類には、N R I 21分類を用いた。P E R、P B Rの業種による偏りに関しては、1,0の業種ダミーにより調整している。

各年について関係を調べるために計30パターンの重回帰分析を行った（図5～図10）。ただし、図中の上片の数字は決定係数（ $R^2$ ）である。また、業種調整を行っているが、図には業種部分を省いて載せている。縦軸はt値である。P E R、P B Rとも逆数にしているため、t値の符号が逆向きになることに注意が必要である。それぞれ、持ち合い指標として安定持ち株比率（図5、図8）、片側保有比率（図6、図9）、相互保有比率（図7、図10）の3つを説明変数にする。

この結果から以下の3点がわかった。（1）安定持ち株比率は92年を除いてP E Rを有意に説明（91年ではt値が-4.20）している。安定持ち株比率の高い企業はP E Rが高いと観測される。P B RについてもP E Rとほぼ同様の結果（91年ではt値が-2.28）が得られた。（2）片側保有比率は安定持ち株比率ほど安定して有意でないが、P E Rでは86年にt値が-2.53、90年にt値が-2.63であり、片側保有比率が高い企業はP E Rが高い傾向があると観測される。P B R

図5 重回帰分析(P E Rの逆数その1)

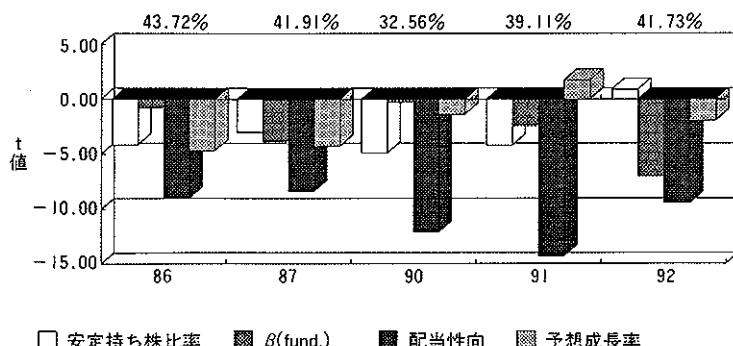


図6 重回帰分析(P E Rの逆数その2)

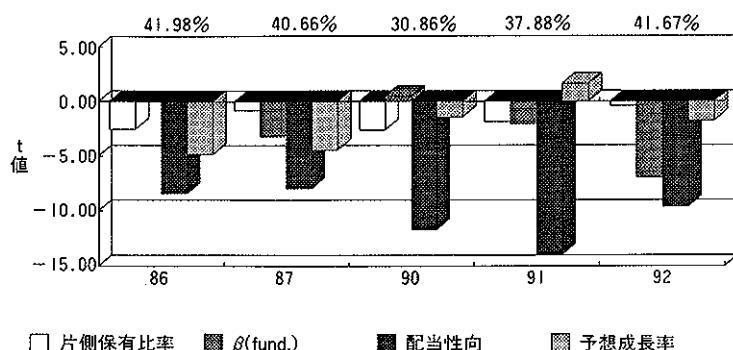


図7 重回帰分析(P E Rの逆数その3)

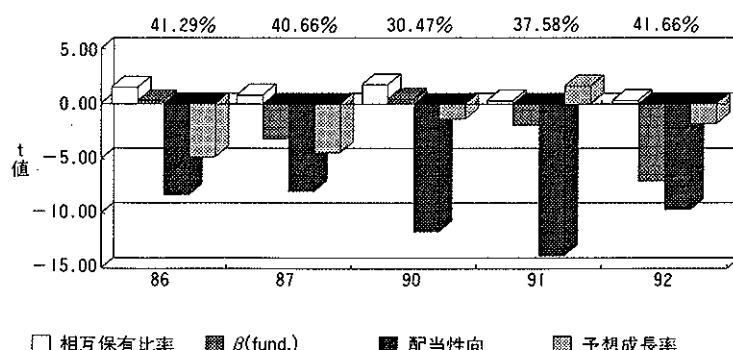


図8 重回帰分析(PBRの逆数その1)

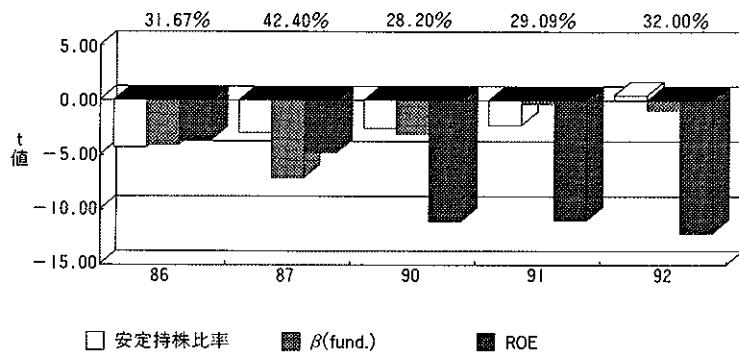


図9 重回帰分析(PBRの逆数その2)

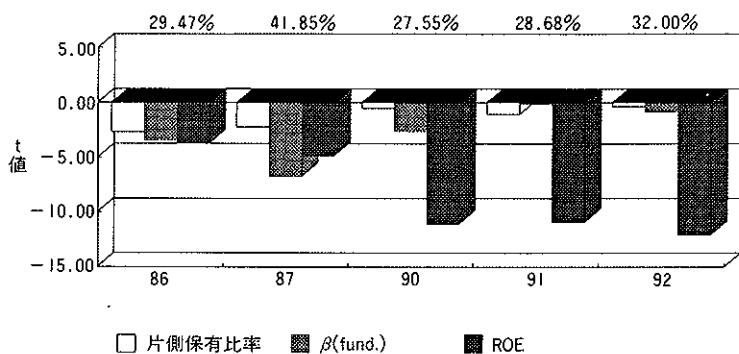
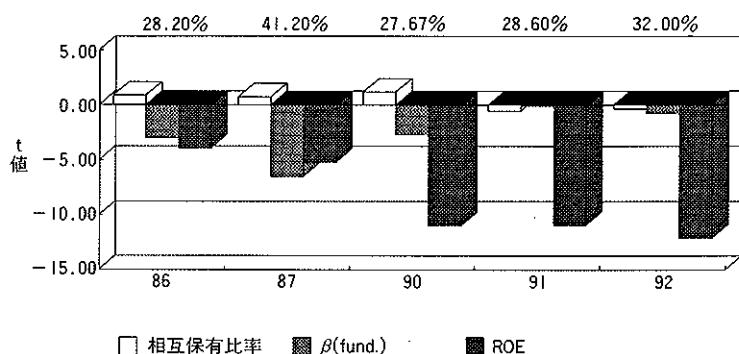


図10 重回帰分析(PBRの逆数その3)



についても P E R とほぼ同様の結果が得られた。(3)相互保有比率は P E R 、 P B R ともに有意な結果は得られなかった。 t 値で 2 以上の結果はなく、寄与の方向は安定持ち株比率や片側保有比率と逆であるため、相互保有比率が高いからといって P E R が高いわけではない。

### 3) 実証分析結果に関する考察

実証分析より相互保有比率と P E R 、 P B R の間に有意な結果は得られなかった。このことは、株式持ち合いを「相互保有」と狭義に定義するならば、株式持ち合いが P E R 、 P B R と関係がないことを示唆している。ただし、相互保有比率の定義に伴う問題もあり、またデータの制約も多いため関係が全くないとは言いきれない。

次に、片側保有比率が高い企業は P E R 、 P B R が高いという結果が得られた。実際には 3 角持ち合いにより株式保有するケースも多いため、この比率を持ち合い比率とみることも可能である。その場合には、株式持ち合いは P E R 、 P B R と関係がないわけではなく、持ち合い比率が高い企業は P E R 、 P B R が高いと言えよう。先で述べた狭義の株式持ち合いとの相違点は、相互保有分を除いた片側保有分である。特に大企業系列に見られる、子会社や関連会社等が系列企業に保有される場合に違いが大きい。したがって、持ち合い比率の高い大企業系列の子会社や関連会社などは、持ち合い比率（片側保有比率）の低い企業と比べて P E R 、 P B R が高いと解釈することもできよう。ただし、日立製作所のような系列内の親的な企業は、 1 つの企業に数 10% を持たれていないこともあり、片側

保有比率は相対的に低い傾向がある。

安定持ち株比率についても、その比率が高いと P E R 、 P B R が高いという結果が得られた。安定持ち株は主に片側保有分に大株主の生保、個人の保有分を加えた株式である。安定持ち株比率が片側保有比率よりも安定に有意な結果が得られたことを考えると、持ち合いによる影響だけでなく、大株主の生保、個人の保有が P E R 、 P B R に影響を与えている可能性がある。

以上をまとめると、安定株主の保有株比率や広義の持ち合い比率が高いと P E R が高い傾向があることがわかった。安定株主の保有を含めた、株式持ち合いを軸とした株式保有構造が P E R に影響を及ぼしている可能性がある。これは、 P B R についても同様である。

---

## 4. 結 論

---

株式持ち合いは、企業経営に大きくかかわる。92年 3 月時点で東証 1 部上場企業の「片側保有比率」は時価ベースで 36.4% 、「相互保有比率」は時価ベースで 23.5% である。企業によって様々であるが、主に 20% から 40% で持ち合っていると推計される（ただし生保は保有比率に含まれない）。実証分析より、狭義の株式持ち合いが P E R 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 3 角持ち合いにより株式保有するケースが多く、「片側保有比率」が高い企業は P E R 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 P E R が高いという結果が得られた。株式持ち合いを軸とした株式保有構造が P E R に影響を及ぼしている可

\*\*\*\*\* 特 集 \*\*\*\*\*

能性がある。これは、P B R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

