

# 株式持合いの解消に関する研究

— 時価評価導入による影響を中心として —

増尾 賢一

埼玉大学大学院

## I. はじめに

戦後日本の株式会社財務の大きな特徴である株式持合いが、現在解消に向かっていている。その解消の要因については今まで様々な点が指摘されているが、主要な要因の1つは、バブル経済崩壊後の株価統落下において、1999年1月に「金融商品に係る会計基準」（以下、「金融商品基準」とする）が成立し、持合い株式に時価評価及び評価差額の資本増減処理が規定されたことにあると考える。すなわち株価低落下における持合い株式の時価評価により、評価差額損が発生し、それが自己資本を大きく減額させることとなり、財務の健全性から会社は持合い株式を保有し続けることができず、その解消売りが進められているのである<sup>(1)</sup>。

そこで本論では、まず株式持合いの歴史的形成過程を踏まえることによりその意義を明確化した上で、持合い株式に時価評価を規定した金融商品基準の成立過程を明らかにし、時価評価が与えている影響を特に大手銀行を中心として実態的に分析考察する。さらに、株式持合いの解消と株式会社の株式所有を通じての支配（経営権維持）の問題を検討する。

## II. 株式持合いの形成過程とその意義

戦後日本において広範な株式持合いが形成されたのは、1950年代、1960年代中

期から1970年代初期、1980年代後期の3つの時期である<sup>(2)</sup>。

まず1950年代における株式持合いの形成は、1949年、1953年の独占禁止法（「私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律」）の改正を契機とするものであった。

戦後、GHQにより持株会社の解体・財閥家族の企業支配力の排除・株式所有の分散化を柱とする財閥解体が行われ、財閥家族や財閥持株会社の所有株式が大量に放出された。まず最高司令官覚書「持株会社の解体に関する件」（1945年11月）により財閥解体の基本計画が示され、「持株会社整理委員会令」（1946年4月）により財閥家族56名と財閥持株会社83社が指定され、それらの所有株式が同令により設立された持株会社整理委員会を通して、処分されたのである。1947年には財閥解体措置の効果を恒久化するものとして独占禁止法が制定され、持株会社の禁止（第9条）、事業会社による他会社株式取得の禁止（第10条）、金融業による他会社株式所有を発行済株式総数の5%以内に制限（第11条）することが定められた。こうした処置によりそれまで独占的に財閥によって所有されてきた大量の株式が従業員や一般個人に所有されるようになり、1949年度には全上場株式の69.1%が個人株主によって所有されたのである（図表

図表1 所有者別持株比率の推移

(単位:%)

年度	政府・地方 公共団体	金融機関	投資信託	年金信託	事業法人等	証券会社	個人	外国人 (法人+個人)
1949	2.8	9.9	—	—	5.6	12.6	69.1	—
1950	3.1	12.6	—	—	11.0	11.9	61.3	—
1951	1.8	13.0	5.2	—	13.8	9.2	57.0	—
1952	1.0	15.8	6.0	—	11.7	8.4	55.8	1.2
1953	0.7	16.2	6.7	—	13.5	7.3	53.8	1.7
1954	0.5	16.6	7.0	—	13.0	7.1	54.0	1.7
1955	0.4	19.5	4.1	—	13.2	7.9	53.2	1.7
1956	0.3	21.8	3.8	—	15.8	7.1	49.8	1.5
1957	0.2	21.4	4.7	—	16.3	5.7	50.1	1.5
1958	0.3	22.4	6.6	—	15.8	4.4	49.1	1.4
1959	0.2	21.7	7.6	—	17.5	3.7	47.8	1.4
1960	0.2	23.1	7.5	—	17.8	3.7	46.3	1.3
1961	0.2	21.4	8.6	—	18.7	2.8	46.7	1.7
1962	0.2	21.5	9.2	—	17.7	2.4	47.1	1.8
1963	0.2	21.4	9.5	—	17.9	2.2	46.7	2.1
1964	0.2	21.6	7.9	—	18.4	4.5	45.6	1.9
1965	0.2	23.4	5.6	—	18.4	5.8	44.8	1.8
1966	0.2	26.1	3.7	—	18.6	5.4	44.1	1.8
1967	0.3	28.2	2.4	—	20.5	4.4	42.4	1.8
1968	0.3	30.3	1.7	—	21.4	2.1	41.9	2.3
1969	0.3	30.7	1.2	—	22.0	1.4	41.1	3.3
1970	0.2	30.9	1.4	—	23.1	1.2	39.9	3.2
1971	0.2	32.6	1.3	—	23.6	1.5	37.2	3.6
1972	0.2	33.8	1.3	—	26.6	1.8	32.7	3.5
1973	0.2	33.9	1.2	—	27.5	1.5	32.7	3.0
1974	0.2	33.9	1.6	—	27.1	1.3	33.4	2.5
1975	0.2	34.4	1.6	—	26.3	1.4	33.5	2.6
1976	0.2	35.1	1.4	—	26.5	1.4	32.9	2.6
1977	0.2	35.8	2.0	—	26.2	1.5	32.0	2.3
1978	0.2	36.6	2.2	—	26.3	1.8	30.8	2.1
1979	0.2	36.4	1.9	0.5	26.1	2.0	30.4	2.5
1980	0.2	36.9	1.5	0.4	26.0	1.7	29.2	4.0
1981	0.2	36.9	1.3	0.4	26.3	1.7	28.4	4.6
1982	0.2	37.3	1.2	0.4	26.0	1.8	28.0	5.1
1983	0.2	37.6	1.0	0.4	25.9	1.9	26.8	6.3
1984	0.2	38.0	1.1	0.5	25.9	1.9	26.3	6.1
1985	0.8	40.2	1.3	0.7	24.1	2.0	25.2	5.7
1986	0.9	40.8	1.8	0.9	24.5	2.5	23.9	4.7
1987	0.8	41.2	2.4	1.0	24.9	2.5	23.6	3.6
1988	0.7	41.5	3.1	1.0	24.9	2.5	22.4	4.0
1989	0.7	41.4	3.7	0.9	24.8	2.0	22.6	3.9
1990	0.6	40.7	3.6	0.9	25.2	1.7	23.1	4.2
1991	0.6	40.5	3.2	1.0	24.5	1.5	23.2	5.4
1992	0.6	40.2	3.2	1.1	24.4	1.2	23.9	5.5

注:1985年度以降は、単位数ベース。

金融機関持株比率は、投資信託・年金信託を除いて計算している。

(出所)全国証券取引所「株式分布状況調査」各年版より作成。

1)。もっとも、この時期の個人株主所有の中には名義上会社の役員や従業員のものになっているが、事実上は発行会社の自社株所有に近いもののがかなりあったといわれている<sup>(3)</sup>。その後、1949年と1953年に独占禁止法が改正された。改正の理由は、財閥家族や財閥持株会社の所有株式が大量に放出され、それを個人投資で消化するには限界があり、さらに、企業再建整備の著しい促進に伴う新設増資等による大量の株式発行が行われたため、これらの株

式の消化は会社の株式保有規制を緩和しない限り極めて困難であると考えられたからである。こうした理由により二度にわたる改正を通じて、事業会社の株式所有が一定の取引分野における競争を実質的に制限することとなる場合以外は認められるようになり(第10条)、金融業の株式保有限度が発行済株式総数の5%以内から10%以内に緩和された(第11条)のである<sup>(4)</sup>。このような独占禁止法の改正を契機として、金融機関や事業会社は自社株

所有に近かった株式を中心に、安定株主へのはめ込みを行い、財閥解体後の企業集団への再編成と企業系列化を株式持合いという形で進めていったのである。この結果 1949 年度に 15.5%であった事業法人と金融機関を合わせた持株比率は、1960 年度には 40.9%になっている（図表 1）。

株式持合いが進行した第二の時期は、1960 年代中期から 1970 年代初期にかけてである。この時期に株式持合いが進んだ背景は、日本共同証券、日本証券保有組合が凍結していた株式が放出されたこと、資本の自由化が促進されたこと、時価発行増資が普及したことが挙げられる。

1955 年以降の第一次高度成長期において、株式ブームにより新しい個人投資家が増大し、とりわけ投資信託が大きく成長していたが、1961 年頃をピークにして株価が下落し始めると、投資信託は壊滅的な打撃を受け、個人投資家は離散していった。そして、1960 年代中頃になると株価が暴落し山一証券事件に象徴される証券恐慌が起り、証券会社や投資信託会社は経営の危機に陥った。そこでその救済のために日本銀行からの特別融資を受けて 1964 年 1 月に日本共同証券、1965 年 1 月に日本証券保有組合が設立された。これらの機関の役割は、株式を買い上げるにより需給の不均衡を是正し、実勢にあった水準に株価を安定させることであった。実際、投資信託組入株式や証券会社所有株式を中心に 38 億 2,448 万株を買い上げそれを凍結した<sup>(5)</sup>。その後、凍結された株式は、1966 年からの第二次高度成長期に入って、早くも放出され、1967 年から 1969 年にかけて株価が上昇してきた過程でそのほとんどが放出されたのである。そして、こ

の放出株の圧倒的部分を引取ったのが金融機関及び事業会社であった。この凍結株の放出過程で、法人所有される際に「安定株主工作」という言葉が流行したが、これは 1964 年に日本が OECD に加盟し、資本の自由化が促進されたため、日本企業の中では外資による乗っ取りの危機感が生じ、それに対抗する手段として、安定株主工作による株式持合いを進めたからである。その後、1968 年に日本楽器が時価発行増資を行ったのを皮切りに続々と時価発行増資をする会社が増え、それが普及していったのであるが、この時価発行増資のために安定株主工作が行われるようになった。すなわち、安定株主工作によって市場から浮動株を吸い上げ、株価が上昇した段階で時価発行増資を行うことにより、会社は巨額の資金を低コストで調達でき、さらに時価発行増資株についても安定株主に持たせるということを行ったのである。これが当時「高株価経営」といわれて大流行したのである。このように 1960 年代中期から 1970 年代初期にかけて、金融機関及び事業会社は日本共同証券、日本証券保有組合が凍結放出した株式を資本自由化に伴う乗っ取り防止のために安定株主にはめ込み株式持合いを推進して行き、その後は時価発行増資に伴う高株価経営のために株式持合いを進めていったのである。この結果 1965 年度に 41.8%であった事業法人と金融機関を合わせた持株比率は、1972 年度には 60.4%となったのである。

株式持合いが進行した第三の時期は、1980 年代後期のバブル期である。この時期に持合いが進んだ背景としては、エクイティ・ファイナンスの活性化が挙げられる。

1985 年のプラザ合意以降、円為替が急

上昇し、公定歩合が引下げられるなかで、株価が急騰した。会社はこの高株価状況を利用して、時価発行増資、転換社債の発行、新株引受権付社債の発行といういわゆるエクイティ・ファイナンスを盛んに行い、低コストで大量の資金調達を実現した。こうして調達された大量の資金は、株式投機や土地投機、株式持合い強化のために使われ、またエクイティ・ファイナンスにより発行された株式は、高株価維持のために、安定株主へはめ込まれたのである。この結果、1980年度に62.9%であった事業法人と金融機関を合わせた持株比率は、1989年度には66.2%になっている。

以上、歴史的に株式持合いは、財閥解体後の企業集団への再編成と企業系列化の促進、乗っ取り防止、高株価経営の遂行、という意義をもって形成されてきたのであり、いずれも安定株主へのはめ込みという形で形成され、それはつまり経営権の維持を究極の目的とするものであったのである<sup>(6)</sup>。しかし、1990年のバブル経済崩壊後、経済がデフレスパイラル現象を呈し、株価が続落するなかで、持合い株式に時価評価が規定されたことを契機として、こうして形成されてきた株式持合いが解消していくことになる。そこで次に時価評価基準の成立について考察する。

### Ⅲ．時価評価基準の成立

戦後日本では、1949年に企業会計原則が制定されて以来、当時のアメリカにおける動態論的会計思考を基盤として、会計目的を適正な期間利益計算とする原価・実現主義会計が基本的に保持されてきた。原価・実現主義会計とは、資産を取得原価で評価し、合理的な原価配分手続により、発

生した費用と実現収益を対応させ、その差額として期間利益を計算する理論体系である。この理論体系の下で、会社の所有する株式についても基本的に原価評価が規定され、販売によって収益が認識されてきたのである。

ところが、1990年代に入ると次のような理由により、時価情報の開示、さらには時価評価導入の気運が高まっていったのである。その理由とは、第1に、会計基準の国際的調和化である。アメリカFASB（財務会計基準審議会）やIASC（国際会計基準委員会、現IASB）は、経済的実質優先思考に基づき、また会計目的を「経済的意思決定に有用な情報の提供」とし、資産を「経済的便益」とし、利益観を「資産負債中心観」とする概念的枠組みに基づいて、株式の時価評価基準を設定しており、わが国においても財務諸表の国際的比較可能性を高め、同質性を確保するために、時価評価基準の導入が必要とされるようになったのである。第2に、証券市場の発達により、複数の取引者の合意に基づく市場価格、及びそれを含む時価が信頼され、客観性をもつようになってきたことである。第3に、原価・実現主義会計の欠点の顕在化である。原価・実現主義会計の下では、資産は原価評価されているため、資産価値の実態が示されず、したがって自己責任で投資判断を行う投資家に対する確かな財務情報を提供していないという問題があった。そこで投資家から実態開示が求められたのである。また原価・実現主義会計の下では、含み益の生じている証券だけを売却して利益を認識し、含み損の生じている証券はそのまま保有し続けることにより損失の認識を繰り延べるといふ、いわ

ゆる益出し操作が可能であり、これを時価の変動を反映させることによって排除することが求められたのである。

このような理由により、まず 1990 年 5 月に、企業会計審議会から、「先物・オプション取引等の会計基準に関する意見書等について」が公表され、会社の所有する株式の時価情報を財務諸表の注記にて開示することが要求されたのである。そして、1996 年 6 月には「金融機関等の経営の健全性確保のための関係法律の整備に関する法律」が制定され、これにより銀行法及び証券取引法が改正され、金融機関がトレーディング目的で所有する株式を時価評価し、評価差額を損益に計上することが規定された。そして、1996 年 9 月に、企業会計審議会は金融商品部会を設置し、金融商品に係る会計基準の設定について具体的な検討を開始し、1997 年 6 月に「金融商品に係る会計処理基準に関する論点整理」を公表し、その後幾度の審議を重ね、1999 年 1 月に金融商品基準を公表したのである。

金融商品基準では、会社の所有する株式を「売買目的有価証券」、「子会社株式及び関連会社株式」、「その他有価証券」の 3 つに分類し、売買目的有価証券については、時価評価、評価差額の当期損益計上、子会社株式及び関連会社株式については、原価評価を規定している。そして、持合い株式の属するその他有価証券については、時価（期末の時価の他、期末前 1 ヶ月の市場価格の平均に基づいて算定された価額も可）で評価し、評価差額は、洗い替え方式に基づき、税効果を調整の上、原則として資本の部に計上することを規定している。この会計処理を採用した理由については

次のように説明されている。

「その他有価証券の時価の変動は投資者にとって有用な投資情報であるが、その他有価証券については、事業遂行上の必要性から直ちに売買・換金を行うことには制約を伴う要素もあり、評価差額を直ちに当期の損益として処理することは適切ではないと考えられる。また、国際的な動向を見ても、その他有価証券に類するものの評価差額については、当期の損益として処理することなく、資本の部に直接計上する方法や包括利益を通じて資本の部に計上する方法が採用されている。これらの点を考慮して、本基準においては、原則として、その他有価証券の評価差額を当期の損益として処理することなく、税効果を調整の上、資本の部において他の剰余金と区別して記載する考え方を採用した。」（「金融商品基準」設定前文Ⅲの四の 2 の ③）

すなわち、投資家への有用な会計情報提供のため時価評価し、その評価差額については、事業遂行上の制約もあり、またアメリカ基準や IAS では資本の部に計上する方法が採用されているため、それを導入して、資本の部に計上することを規定したのである<sup>(7)</sup>。

なお、その他有価証券の時価評価差額については、保守主義の観点から、時価が取得原価を上回る銘柄に係る評価差額を資本の部に計上し、時価が取得原価を下回る銘柄に係る評価差額を当期の損失として処理することもできるとされている。また、時価が著しく下落したときには、回復する見込があると認められる場合を除いて、時価まで評価減し、評価差額を当期の損失として処理しなければならないという、いわ

ゆる減損処理も規定されている(この処理は原価評価の採用時にも取得原価の引下げとして強制されていたものである)。

このようにして、持合い株式の属するその他有価証券の時価評価及び評価差額の資本の部への計上が規定され、その他有価証券については2001年4月1日以後開始する事業年度から実施することとなったのである。なお、早期適用も可能である<sup>(8)</sup>。

#### IV. 時価評価導入による影響—大手銀行を中心に

金融商品基準により、持合い株式の属す

るその他有価証券に時価評価及び時価評価差額の資本の部への計上処理が規定され、持合い株式の株価変動が、直接的に会社の資本に大きな影響を与えることになり、会社は株価変動リスクを抱えることになったのである。折りしも経済がデフレスパイラス現象を呈するなか、日経平均株価が続落し、2003年3月末には7,972円まで下落しており、持合い株式に多額の評価差額損を発生させることになったのである。特に銀行は、多額の持合い株式を所有しており、大きく資本を減らすこととなったのである。

図表2 大手銀行の資本の部における「その他有価証券評価差額金」

(単位: 億円、%)

		2001年		2002年		2002年		2003年			
		9月期末	資本の部に占める比率	3月期末	資本の部に占める比率	9月期末	資本の部に占める比率	3月期末	資本の部に占める比率		
三菱東京グループ	東京三菱	△458	△1.9	400	1.6	△610	△2.7	△2,444	△11.0		
	三菱信託	△117	△1.5	△134	△1.8	80	1.1	△34	△0.5		
三井住友グループ	三井住友	△4,256	△12.1	△2,979	△9.3	△5,027	△16.8	△178	△0.8		
UFJグループ	三和	△755	△3.8	1,353	5.5	△1,537	△6.9	696	3.8		
	東海	△1,340	△9.5	UFJ信託	△674	△18.0	UFJ信託	△1,086	△32.1	UFJ信託	△1,170
みずほグループ	第一勧業	△2,240	△10.3	△1,464	△7.6	△374	△1.7	△9	△0.1		
	富士	△2,761	△13.2	△1,909	△9.3	△4,205	△23.6	△294	△2.1		
	日本興業	△1,644	△11.4	△1,930	△17.7						
りそなグループ	あさひ	△2,630	△24.7	△203	△2.7	△1,590	△24.9	△358	△30.3		
	大和	△325	△4.8	△486	△11.6	△1,778	△60.0	19	1.2		
大手行合計		△16,526	△9.4	△8,026	△5.2	△16,127	△12.0	△3,772	△3.5		

注 数値は単体ベースで表示している。

資本の部に占める比率は、その他有価証券評価差額金の金額/資本の部の金額×100により算定している。

(資料)各銀行「有価証券報告書」により作成。

図表2は、時価評価差額が計上される「その他有価証券評価差額金」勘定を示したものである。2001年9月期末では、大手銀行合計で、マイナス1兆6,526億円、2002年3月期末では、合計でマイナス8,026億円、2002年9月期末では、合計でマイナス1兆6,127億円、2003年3月期末では、合計でマイナス3,772億円となっている<sup>(9)</sup>。そして、資本の部に占めるその他有価証券評価差額金の比率による

と、多いところでは60%も資本を減額しており、全体的にも大きく資本を減らしていることがわかる。つまり、大手銀行のみでもこれだけ多額に資本を減額しているのであり、自己資本を毀損してしまい、株式保有することが経営の大きなリスク要因となっているのである。このことから持合い株式を継続保有していくことが困難となり、その解消売りが進められている。また銀行は、BIS規制に基づき経営健全

性指標である自己資本比率 8%以上（国内業務専門銀行は 4%以上）を達成しなければならないが、その自己資本比率に持合い株式の株価変動が直接影響を与える。すな

わち、評価差益はその 45%相当額が分子の自己資本額を構成する Tier II に含まれ、評価差損は自己資本額を構成する Tier I に含まれ、それを減額させるのである。

図表3 大手銀行におけるBIS自己資本比率(2001年9月期末)

		(単位:億円)									
項目		東京三菱	三菱信託	三井住友	三和	東海	第一勧業	富士	日本興業	あさひ	大和
基本的項目(Tier I)	(A)	21,874	7,496	41,416	18,942	14,722	18,483	21,591	16,517	9,376	6,711
うちその他有価証券の評価差損		△458	△117	△4,256	△755	△1,340	△2,240	△2,761	△1,644	△2,630	△325
Tier Iに占める比率(%)		△2.09	△1.56	△10.27	△3.98	△9.10	△12.11	△12.78	△9.95	△28.05	△4.84
補充的項目(Tier II)	(B)	21,874	5,565	31,991	18,942	7,155	18,483	19,902	14,455	9,376	4,859
うちその他有価証券の貸借対照表計上額の合計額から帳簿価額の合計額を控除した額の45%相当額		—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
控除項目	(C)	146	196	966	1,179	62	36	3,359	—	6	890
自己資本額(A)+(B)-(C)	(D)	43,602	12,865	72,441	36,705	21,816	36,931	38,133	30,973	18,746	10,679
リスク・アセット等	(E)	409,207	116,220	628,100	312,063	187,506	328,124	324,019	262,161	179,051	106,063
自己資本比率=(D)/(E)×100(%)		10.65	11.07	11.53	11.76	11.63	11.25	11.76	11.81	10.47	10.06

注 数値は単体ベースで表示している。

Tier IIに占める比率は、その他有価証券評価差損の金額/Tier Iの金額×100により算定している。

(資料) 各銀行の有価証券報告書により作成。

図表3は、2001年9月期末における大手銀行の自己資本比率を示したものであるが、大手銀行全行がその他有価証券評価差損を計上しており、それが Tier I を約 2%から多いところでは約 28%も減額しているのである。その結果、自己資本比率を大きく低下させることとなり、こうした影響を避けるためにも、銀行は持合い株式の放出を進めているのである。

さらに、金融商品基準では、株式の時価が著しく下落した場合の減損処理を規定しているが、2001年9月期末における大手銀行の減損処理額は、東京三菱銀行が 3,332 億円、三菱信託銀行が 675 億円、三井住友銀行が 619 億円、三和銀行が 1,220 億円、東海銀行が 978 億円、第一勧業銀行が 620 億円、富士銀行が 569 億円、日本興業銀行が 540 億円、あさひ銀行が 893 億円、大和銀行が 3,078 億円となっており、

大手銀行合計では 1 兆 2,524 億円にもなる<sup>(10)</sup>。これが損益に反映され、銀行の業績を大きく悪化させているのである。

このような状況により、2001年11月に「銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律」（以下、「銀行株式保有制限法」とする）が成立したのである。銀行株式保有制限法は、銀行等が相当程度の株式を保有しているため、株価の変動が銀行等の財務面の健全性、ひいては銀行等に対する信認や金融システムの安定性に影響を与えかねないことに鑑み、銀行等の株式保有を適正な規模に制限するものである。

これにより、銀行は 2004年9月以降、連結ベースで、中核的な自己資本 (Tier I) と同額までしか株式を保有することができなくなり、大量の持合い株式を抱える銀行は、2004年に向けて保有株式を売却しなければならなくなったのである。

図表4 大手銀行の株式売り切り推定額と持ち合い解消計画額 (億円)

	1999年度 実績 A	2000年度 実績 B	2001年度 実績(注1) (含む) C	2002年度 計画予想額 (注1) D	1999~ 2001年度 E=A+B+C	2002年3 月末連結 保有上場 株式増減 残高 F	自己資本 Tier1 残高 G	株式残高自 己資本超過 額 H=F-G
みずほ合計	8,800	8,378	6,200	8,000	23,378	63,349	50,750	12,599
三菱東京森下 銀行合計	1,407	2,334	9,219	10,500	12,960	50,468	33,104	17,364
UFJ傘下行 合計	4,465	7,611	14,780	14,600	26,856	42,482	28,528	13,954
三井住友銀行	2,865	4,000	6,100	7,000	12,965	48,555	37,194	11,361
大和銀HD2 行合計	4,200	4,515	8,541	3,500	17,256	17,870	11,282	6,588
大手銀行合計	25,762	31,438	52,292	49,600	109,492	245,079	173,677	71,402

(注1) 2001年度通期持ち合い解消推定額、2002年度計画予想額には大和総研の推定値を含む

(出所)『日経金融新聞』2002年9月19日付。

図表4によると、大手銀行は、1999年  
度から2001年度の3年間で、10兆9,492  
億円の持ち合い株式を売却している。それ  
でも2002年3月末時点で株式の保有残高が  
連結ベースで、24兆5,079億円あり、一  
方中核自己資本(Tier I)の残高が17兆  
3,677億円であるから、差し引き7兆  
1,402億円超過しており、この分の持ち  
合い株式を売却しなければならないのである。

なお、2003年7月に改正銀行株式保有  
制限法が成立し、銀行の株式保有制限の適  
用が2006年9月まで延長されることとな

っている。

以上、株価続落下における持ち合い株式の  
時価評価、及びそれに関連して銀行株式保  
有制限法が成立したことにより、大手銀行  
を中心に持ち合い株式の解消が急速に進ん  
でいるのである。

その結果、ニッセイ基礎研究所の「株式  
持ち合い状況調査」によれば、1998年度  
から2002年度にかけて、銀行の持合比率  
が6.5%から3.7%まで低下しており、事  
業会社の持合比率が6.0%から3.2%まで  
低下しているのである(図表5)。

図表5 市場全体の安定保有比率及び持合比率(金額ベース)

年度	市場全体の安定保有比率						市場全体 の持合比 率
	うち、金融機関安定保有	うち、銀行			うち、事業会社安定保有		
		うち、銀行	うち、持合	うち、事業会社安定保有	うち、持合		
					うち、持合	うち、持合	
1990	45.6%	31.5%	15.7%	7.4%	14.0%	9.6%	18.0%
1991	45.6%	31.8%	15.6%	7.6%	13.7%	9.3%	17.8%
1992	45.7%	31.8%	15.6%	7.5%	13.8%	9.4%	17.8%
1993	45.2%	31.2%	15.4%	7.3%	14.0%	9.3%	17.5%
1994	44.9%	31.1%	15.4%	7.4%	13.7%	9.1%	17.4%
1995	43.4%	29.8%	15.0%	7.4%	13.5%	8.8%	17.1%
1996	42.1%	29.8%	15.1%	7.8%	12.2%	7.5%	16.3%
1997	40.5%	28.9%	14.8%	7.5%	11.6%	6.7%	15.1%
1998	39.9%	26.7%	13.7%	6.5%	13.2%	6.0%	13.3%
1999	37.9%	22.0%	11.3%	5.3%	15.9%	4.6%	10.6%
2000	33.0%	20.7%	9.8%	5.2%	12.3%	4.2%	10.2%
2001	30.2%	18.8%	8.7%	4.7%	11.4%	3.6%	8.9%
2002	27.1%	17.0%	7.7%	3.7%	10.0%	3.2%	7.4%

注: 上場株式の時価総額を100%として、各比率を%で表している。

銀行の保有比率には、「株式分布状況調査」の結果を利用。

1999年度までは試算値ベース(2000年3月末の開示基準の変更に合わせ、データを制約した上で  
遡って算出した数値)

(出所)ニッセイ基礎研究所「株式持ち合い状況調査(2002年度版)」を一部修正して作成。



図表6 グループ内における銀行と事業会社との所有株数の増減

(単位 株)

	A	B	A社が所有するB社株数		増減	A	B	B社が所有するA社株数		増減
			2002年3月期末	2003年3月期末				2002年3月期末	2003年3月期末	
三菱東京グループ	三菱商事	三菱	18,286	18,286	0	三菱商事	東京三菱銀行	61,543,000(3.9)	43,844,000(2.7)	△17,699,000(△1.2)
							三菱信託銀行	73,629,000(4.6)	47,859,000(3.0)	△25,770,000(△1.6)
	三菱製紙	東京	8,728	7,928	△800	三菱製紙	東京三菱銀行	13,611,000(4.1)	12,956,000(3.9)	△655,000(△0.2)
							三菱信託銀行	13,047,000(4.0)	12,316,000(3.7)	△731,000(△0.3)
	三菱化学	フイ	14,976	20,382	5,406	三菱化学	東京三菱銀行	91,845,000(4.2)	85,970,000(3.9)	△5,875,000(△0.3)
							三菱信託銀行	67,907,000(3.1)	56,232,000(2.5)	△11,675,000(△0.6)
	三菱樹脂	ナン	3,984	3,984	0	三菱樹脂	東京三菱銀行	5,272,000(2.4)	4,888,000(2.2)	△384,000(△0.2)
							三菱信託銀行	4,945,000(2.2)	3,593,000(1.6)	△1,352,000(△0.6)
	旭硝子	シヤ	60,880	57,266	△3,614	旭硝子	東京三菱銀行	46,149,000(3.9)	44,343,000(3.7)	△1,806,000(△0.2)
							三菱信託銀行	46,010,000(3.9)	43,372,000(3.6)	△2,638,000(△0.3)
三菱製鋼	ルグ	555	600	45	三菱製鋼	東京三菱銀行	7,199,000(4.9)	7,138,000(4.9)	△61,000( 0)	
						三菱信託銀行	5,821,000(4.0)	5,720,000(3.9)	△101,000(△0.1)	
三菱マテリアル	ルブ	22,010	22,010	0	三菱マテリアル	東京三菱銀行	47,873,000(4.2)	47,372,000(4.1)	△501,000(△0.1)	
						三菱信託銀行	35,925,000(3.2)	30,568,000(2.6)	△5,357,000(△0.6)	
三菱電機	ブ	62,000	62,000	0	三菱電機	東京三菱銀行	75,698,000(3.5)	62,938,000(2.9)	△12,760,000(△0.6)	
						三菱信託銀行	43,901,000(2.0)	26,372,000(1.2)	△17,529,000(△0.8)	
三菱自動車工業		18,874	18,874	0	三菱自動車工業	東京三菱銀行	43,026,000(2.9)	43,026,000(2.9)	0( 0)	
						三菱信託銀行	37,713,000(—)	48,717,000(—)	11,004,000( ー)	
三菱地所		38,106	34,106	△4,000	三菱地所	東京三菱銀行	48,481,000(3.7)	46,483,000(3.5)	△1,998,000(△0.2)	
						三菱信託銀行	45,391,000(3.4)	27,235,000(2.0)	△18,156,000(△1.4)	
三菱倉庫		15,139	13,540	△1,599	三菱倉庫	東京三菱銀行	6,595,000(3.9)	6,336,000(3.7)	△259,000(△0.2)	
						三菱信託銀行	7,579,000(4.4)	5,204,000(3.0)	△2,375,000(△1.4)	
三井住友グループ	三井物産	三井	28,942	10,840	△18,102	三井物産	三井	76,570,000(4.8)	57,357,000(3.6)	△19,213,000(△1.2)
								三井工業	1,760,000(2.2)	1,760,000(2.2)
	三井製粉	住友	8,506	7,416	△1,090	三井製粉	住友	7,516,000(4.2)	6,757,000(3.8)	△759,000(△0.4)
								東レ	70,043,000(4.9)	45,043,000(3.2)
	三井化学	フ	16,577	16,577	0	三井化学	友	39,457,000(4.9)	21,729,000(2.7)	△17,728,000(△2.2)
								王子製紙	51,668,000(4.9)	31,668,000(2.9)
	三井造船	イナ	11,064	11,064	0	三井造船	銀行	22,295,000(2.6)	19,295,000(2.3)	△3,000,000(△0.3)
								トヨタ自動車	164,192,000(4.4)	95,582,000(2.6)
	三井不動産	ンシ	53,753	53,753	0	三井不動産	ンシ	40,621,000(4.9)	40,621,000(4.9)	0( 0)
								三井倉庫	5,469,000(3.9)	3,969,000(2.8)
三井倉庫	ヤグ	1,706	1,706	0	三井倉庫	ヤグ	40,208,000(3.7)	31,236,000(2.9)	△8,972,000(△0.8)	
							住友商事	7,172,000(4.0)	5,172,000(2.9)	△2,000,000(△1.1)
住友商事	ルル	52,008	37,062	△14,946	住友商事	ルル	17,548,000(2.3)	14,755,000(1.9)	△2,793,000(△0.4)	
							住友林業	3,581,000(2.5)	3,550,000(2.5)	△31,000( 0)
住友林業	ブ	3,432	4,128	696	住友林業	ブ	3,581,000(2.5)	3,550,000(2.5)	△31,000( 0)	
							住友電気工業	17,548,000(2.3)	14,755,000(1.9)	△2,793,000(△0.4)
住友電気工業		13,640	16,000	2,360	住友電気工業		3,581,000(2.5)	3,550,000(2.5)	△31,000( 0)	
							住友倉庫	6,577	7,315	738
住友倉庫		6,577	7,315	738	住友倉庫		3,581,000(2.5)	3,550,000(2.5)	△31,000( 0)	
							日商岩井	14,370	15,351	981
UFJグループ	日商岩井	U	14,370	15,351	981	日商岩井	U	39,473,000(4.5)	39,473,000(4.5)	0( 0)
								岩谷産業	6,434	5,033
	岩谷産業	F	6,434	5,033	△1,401	岩谷産業	F	12,496,000(4.9)	9,533,000(3.7)	△2,963,000(△1.2)
								積水ハウス	21,352	21,331
	積水ハウス	Jホ	21,352	21,331	△21	積水ハウス	U	18,853,000(2.6)	18,853,000(2.6)	0( 0)
								ユニチカ	2,690	2,690
	ユニチカ	ー	2,690	2,690	0	ユニチカ	F	32,272,000(6.7)	32,272,000(6.7)	0( 0)
								積水化学工業	10,544	10,332
	積水化学工業	ル	10,544	10,332	△212	積水化学工業	J	21,150,000(3.9)	10,575,000(1.9)	△10,575,000(△2.0)
								関西ペイント	7,485	7,485
関西ペイント	デ	7,485	7,485	0	関西ペイント	銀行	8,487,000(3.1)	7,987,000(2.9)	△500,000(△0.2)	
							NTN	7,667	6,527	△1,140
NTN	イン	7,667	6,527	△1,140	NTN	銀行	22,717,000(4.9)	14,617,000(3.1)	△8,100,000(△1.8)	
							シャープ	11,771	11,771	0
シャープ	グ	11,771	11,771	0	シャープ	グ	51,071,000(4.5)	40,071,000(3.6)	△11,000,000(△0.9)	
							京セラ	6,696	6,696	0
京セラ	ス	6,696	6,696	0	京セラ	ス	3,911,000(2.0)	3,919,000(2.0)	8,000( 0)	
							高島屋	13,644	15,141	1,497
高島屋		13,644	15,141	1,497	高島屋		10,340,000	10,340,000	0( 0)	
							日本通運	43,121	43,121	0
日本通運		43,121	43,121	0	日本通運		19,165,000(1.8)	19,165,000(1.8)	0( 0)	

注:優先株式を除いている。

括弧内は持株比率(%)を示している。

2002年3月期末におけるA社が所有する三井住友フィナンシャルグループの株数については、A社が所有する三井住友銀行の株数を株式移転比率(1,000:1)により修正し算定している。

(資料)各社『有価証券報告書』及び『東洋経済新報社』『会社四季報』より作成。

さらに具体的に個々のケースとして、三菱東京グループ・三井住友グループ・UFJグループを取り上げ、そのグループ内における銀行と事業会社との所有株数の増減を示したものが図表 6 である（括弧内で持株比率の増減も示している）。

まず、三菱東京グループでは、三菱製紙、旭硝子、三菱地所、三菱倉庫が三菱東京フィナンシャルグループ株式を放出しており、その所有株数を減らしている。その他の企業はほとんど変化はないが、ただ三菱化学のように所有株数を増やしている企業もある。一方、東京三菱銀行及び三菱信託銀行は、三菱商事、三菱製紙、三菱化学、三菱樹脂、旭硝子、三菱製鋼、三菱マテリアル、三菱電機、三菱地所、三菱倉庫の株式を放出しており、その所有株数を大きく減らし、持株比率も低下している。

次に、三井住友グループでは、三井物産、日本製粉、三井不動産、住友商事が三井住友フィナンシャルグループ株式を放出しており、その所有株数を減らしている。だが、住友林業、住友電気工業、住友倉庫のように所有株数を増やしている企業もある。一方、三井住友銀行は所有する三井物産、日本製粉、東レ、三井化学、王子製紙、三井造船、トヨタ自動車、三井倉庫、住友商事、住友林業、住友電気工業、住友倉庫の株式を放出しており、その所有株数を大きく減らし、持株比率も低下している。

そして、UFJグループでは、岩谷産業、積水ハウス、積水化学工業、NTNがUFJホールディングス株式を放出しており、その所有株数を減らしている。だが、日商岩井のように所有株数を増やしている企業もある。一方、UFJ銀行は所有する岩谷産業、積水化学工業、関西ペイント、NTN、

シャープの株式を放出しており、その所有株数を大きく減らし、持株比率も低下している。

このように、三菱東京グループ・三井住友グループ・UFJグループのいずれにおいても、銀行側が所有する事業会社株式を大きく放出しており、株式持合いのコア部分を、企業グループ内における大手銀行と事業会社との持合いと考えるならば、まさにコア部分において、銀行側が事業会社株式を放出するという形で、持合いの解消が進んでいるのである。

## V. 株式持合い解消の受け皿

そして、こうした持合い解消の受け皿になっているのが、日本銀行による銀行保有株式買入や銀行等保有株式取得機構による買取及び自己株式の取得等である。

### 1. 日本銀行の銀行保有株式買入

日本銀行は、銀行経営における所有株式の株価変動リスクを軽減させることを目的として、銀行保有株式買入を次の要領で実施した。

株式買入の対象先は直近の決算期において保有株式が Tier I を超過している銀行とする。買入限度額は総額 2 兆円とし、買入対象先別の買入限度額は中核的自己資本 (Tier I) の総額を越える株式保有額あるいは累計 5 千億円のいずれか低い額とする。買入期限は、2003 年 9 月末とする。株式を時価で買入れ、買入れた株式は、買入開始後 5 年間据え置く。買入銘柄については、上場株式であって、BBB 格相当以上のものとする。

このような要領に基づき日本銀行は、銀行保有株式買入を 2002 年 11 月 29 日から

実施した。その後、2003年3月には買入限度額を2兆円から3兆円に引き上げ、2003年7月20日現在で1兆5,059億円購入しているのである<sup>(11)</sup>。

## 2. 銀行等保有株式取得機構による買取

銀行の放出株の受け皿として銀行等保有株式取得機構が、銀行株式保有制限法に基づいて、2002年1月30日に設立された。取得機構は、銀行が保有する株式を時価で買い取り、一定期間保有し、その後市場へ売却を行うというものである。取得機構の存続期限は、2012年3月末までであり、買取期間は2002年2月から2006年9月末までである。買取限度額は2兆円で、買取対象株式はBBBマイナス格相当以上の国内上場・店頭登録株式である。銀行は売却時に8%の拋出金を支払わなければならない。取得機構が株式を処分する時損失が発生すれば、その拋出金を取り崩して穴埋めし、それでもなお不足の場合は政府が二次損失を補填する仕組みになっている。その政府保証枠は2兆円である。

取得機構は2002年2月15日から買い取りを始め、2003年1月には事業法人が保有する銀行株式も買い取ることができるようにした。しかし利用は低迷しており、2003年4月末現在の買い取り総額は2,181億円である<sup>(12)</sup>。その後もあまり増えていない。その利用低迷の理由は、株式売却時に銀行に拋出金負担があること、そのためBIS規制上のリスク資産から切り離せないこと、据置期間を定めていないため市場にいつ売却されるかわからず株式発行側の会社が不安になること等である。

そこで、取得機構の機能を強化する改正銀行株式保有制限法が2003年7月に成立

したのである。この改正により売却時の拋出金制度が全面的に廃止されることになった。また、購入した株式は原則として2006年9月末まで取得機構が保有し続けること、取得機構の存続期限が2012年3月末から2017年3月末まで、5年間延期されることになったのである。こうして取得機構の機能が強化され、株式買取の促進が期待されている。

## 3. 自己株式の取得

自己株式とは、自社の既発行株式を取得し、保有している株式のことである。これは実質的には株主への資本の払戻しを意味する。これまで商法では、自己株式の取得・保有を、資本の充実・維持及び資産の健全性を害することや株主平等原則に反すること等の理由から原則禁止としてきた。しかし、経済の自由度を高め、経済構造改革を進める観点から、2001年6月29日に「商法等の一部を改正する等の法律」が公布され、同年10月1日より施行された。この商法改正において、会社は、定時総会の決議で自己株式を配当可能利益と法定準備金及び資本の取崩額とを限度に、証券市場から買受けることができるようになり、取得した自己株式を数量、期間等の制限なく保有することができるようになったのである。

この自己株式制度の緩和改正により、株式を持合っている相手会社が売却放出した自社株式を自社で取得することができるようになり、これが持合い解消の受け皿として機能しているのである。また放出された株式を自社が取得することにより乗っ取りを防ぐことができ、経営権を維持するためにも広く行われている。

## VI. おわりに

戦後日本において、株式持合いは経営権の維持を目的として形成されてきた。

しかし、バブル経済崩壊後の株価低迷下において、金融商品基準が成立し、持合い株式に時価評価及び時価評価差額の資本増減処理が規定されたことにより、大手銀行を中心に会社は多額の評価差額損を計上することになり、自己資本を毀損してしまい、そのことから持合い株式の解消売りが進められている。またこうした株価低迷下における時価評価の影響を考慮して、銀行株式保有制限法が成立し、銀行は中核的な自己資本 (Tier I) と同額までしか株式を保有することができなくなることとなり、持合い株式を売却せざるを得ず、その解消売りが進められているのである。

こうした持合いの解消は、従来持合いのコア部分と考えられてきた企業グループ内における大手銀行と事業会社との持合い部分でも起こっており、コア部分においては、銀行側が事業会社株式を放出するという形で、持合いの解消が進んでいるのである。

そして、株式持合い解消の受け皿となっているのが、日本銀行による銀行保有株式買入や銀行等保有株式取得機構による買入、自己株式の取得である。これらは実はいずれにおいても経営権の維持の機能を果たしているものと考えられる。つまり、日本銀行が5年間株式を保有する安定株主となっているのであり、取得機構は、2006年9月末まで保有する安定株主となっているのであり、自己株式の取得は乗っ取りを防ぐことができるのである。このような形で会社の経営権は維持されているのであり、株式会社の株式所有を通じての

支配集中 (経営権維持) は、株式所有構造のあり方を変えながらも貫徹していくものであると考えている。

### 注)

(1) 田中 (2003, pp.57-187) では、株式の時価評価が、多くの企業を破滅に追い込み、持合いを解消させ、不況の元凶となっていることを詳細に述べている。

(2) 株式持合いの形成過程については基本的に橋木・長久保 (1997, pp.160-164)、内田 (2001, pp.2-4) によっている。

(3) 法政大学産業情報センター・橋本・武田編著 (1992, pp.244-245) によれば、自社発行株式を自社の融資により従業員に持たせたり、役員に持たせたり、買戻しや預金をすることを条件に金融機関に一時的に引受けてもらったりして、経営権の維持を図ったことが明らかにされている。

(4) その後1977年の独占禁止法の改正で、金融業の株式保有限度が発行済株式総数の5%以内に再び強化された。

(5) 奥村 (1975, p.58) を参照。

(6) 株式持合いの目的は、他にも①長期継続的な取引関係を維持し、取引上の優位性を確保する目的、②株主の影響力を減退させ、経営者の自由裁量権を拡大させる目的、③配当を相殺し、資金を内部に留保する目的、④インカム・ゲイン狙いやキャピタル・ゲイン狙いといった財務的目的等がある。

(7) しかし、持合い株式の属するその他有価証券の会計処理には2つの問題点が存在する。第1に、益出し操作の余地を残していることである。すなわち、売買目的有価証券の時価評価差額については、当期損益とするため、益出し操作の余地が排除されているが、その他有価証券の時価評価差額は、資本の部に計上される。しかも洗い替え方式によるため、売却損益は、売却額と原価との差額として計算され、損益に反映されるから、経営者が売却時期を選択することによって損益を管理することが可能となってしまう。これでは益出し操作を排除することができない。第2に「クリーン・サープラス」(clean surplus) が乱されることである。クリーン・サープラ

スとは、資本取引以外の純資産の増減が必ず損益計算書上の利益を経由することを意味し、これにより貸借対照表と損益計算書の連携が保たれている。しかし、資本の部への直接計上では、その連携が切断されてしまうのである。そこで包括利益の導入が検討されている。森川（1998,pp.5-7）を参照。

<sup>(8)</sup> 金融商品基準の具体的な内容については、箕輪・三浦編著（2002,pp.189-202）を参照。

<sup>(9)</sup> 2003年9月期末では、日経平均株価が上昇し、大手銀行のその他有価証券評価差額金計上額は、次のようになっている。東京三菱銀行が939億円、三菱信託銀行が799億円、三井住友銀行が1,748億円、UFJ銀行が1,301億円、UFJ信託銀行がマイナス399億円、みずほ銀行がマイナス1,308億円、みずほコーポレート銀行が2,286億円、りそな銀行が975億円、埼玉りそな銀行が150億円であり、大手銀行合計では6,494億円である。

<sup>(10)</sup> 大手銀行の2001年9月期末における減損処理額は、東洋経済新報社編（2002,p.43）による。

<sup>(11)</sup> 『日経金融新聞』2003年7月25日付による。また、日本銀行による銀行保有株式買入の詳細については、齊藤（2003, pp.49-106）を参照。

<sup>(12)</sup> 『日経金融新聞』2003年7月25日付による。

## 参考文献

内田交謹（2001）「株式持合いの機能と変化－取引維持機能とリスク・シェアリング機能を中心に－」『北九州大学商経論集』第36巻 第2・3・4号。

奥村宏（1975）『法人資本主義の構造－日本の株式所有－』日本評論社。

奥村宏（1986）『日本の株式会社』東洋経済新報社。

黒木文明（2003）「持ち合い解消に見る企業と銀行の関係」『ニッセイ基礎研

REPORT』2003年10月号。

齊藤壽彦（2003）「日本銀行の銀行保有株式買入」『千葉商大論叢』第40巻第4号。

鈴木健（2000）「株式相互持ち合いの『解消』について」『証券経済学会年報』第35号。

橘木俊詔・長久保僚太郎（1997）「株式持合いと企業行動」『フィナンシャル・レビュー』第43号。

田中弘（2003）『時価会計不況』新潮社。  
東洋経済新報社編（2002）「特集 2001年9月中間期銀行決算」『金融ビジネス』第204号。

法政大学産業情報センター・橋本寿朗・武田晴人編著（1992）『日本経済の発展と企業集団』東京大学出版会。

松村勝弘（2000）「わが国企業における株式相互持ち合いの戦略的側面」『証券経済学会年報』第35号。

箕輪徳二（2002）「持合い株式の会計・財務問題－持合い株式の今日的課題とその行方－」『年報財務管理研究』第13号。

箕輪徳二・三浦后美編著（2002）『新しい商法・会計と会社財務』泉文堂。

森川八洲男（1998）「金融資産の時価評価－企業会計審議会『公開草案』を中心として」『企業会計』第50巻第9号。