

株式相互持合の解消について

小林 和子

本年八月の初めに経済団体連合会が「持合株式の交換制度に関する提言」を発表した。他に多くの案件を抱えるおりから新聞等の取り扱いが小さかったが、株式相互持合の当事者からの提言として、もっと注目されて良いのではないかと思われる。

七月半ばの参院選で自民党が大敗、その責任をとって自民党党首の橋本総理が辞職したあとを襲った小淵新総理の仕事は、とりあえず「緊急経済再生内閣」の組成である。総理経験者を蔵相に担ぎだしたことで高橋是清に擬せられた宮沢蔵相

誕生がトピックスにもなった。次いで、何としても新味のある経済対策を打ち出さなければならぬ。その一つとして、この提言がきゅうきよまじめあげられた。

株式相互持合は、日本の株式会社システムと株式市場のベースにある重要な問題点である。金融・証券、ビッグバンを進める議論の過程でも「日本には金融機関を含む相互持ち合いの事実があり、アメリカでは銀行の企業株式保有は禁止されている。金融市場システムが異なるのに同じ方向に改革することが果して良いのか、できるのか」とい

う底流の疑問があったことは否めない。この六月に成立した金融システム改革法の一二月実施を控えて、相互持ち合いの解消の方向について考えてみたい。

「持合株式の交換制度に関する提言」

経団連が八月五日に出した提言の内容は以下の通りである。

§

ROE重視の経営の定着、時価会計の導入といった企業を取り巻く環境の変化に伴い、いわゆる株式持合の解消が一層進展している。持合解消の拡大による需給関係の悪化は、株式市場の長期低迷を招き、我が国経済活性化の大きな足枷となっている。

二、取得価格

取引価格の公正性確保の観点から、相対による取得価格は時価によることとする。

三、取得した自己株式の扱い

現行制度同様、遅滞無く失効の手続きを行う。

なお、金融機関等における自己資本充実の問題、持合解消に伴い予想される株主総会の定足数の問題について、別途検討を行う必要がある。

〔税制上の措置〕

交換で取得した自己株式の消却に係わる特例
上記の取得を交換（子会社等を通じて保有する株式の取得を含む）によって行う場合、交換時の譲渡益を限度として、自己株式の消却額を損金算入できるよう税制上の措置を講じる。

§

提言の前段は、すでに持合株式の解消が現在進

公開会社が市場への影響を回避する形で機動的に持合を解消するとともに、自己株式の消却により株式市場の活性化を図ることは、経済構造改革を進める上で必須の課題である。

そこで、三年程度の時限措置により、以下のような、自己株式の相対による取得制度及び交換に係る税制上の特例を制度化すべきである。

〔商法上の措置〕

一、公開会社の自己株式消却に係る買い受け方
法の特例

公開会社が定款授權により取締役会の決議で自己株式を消却する場合、時限措置として、相互（子会社等を通じて保有する場合を含む）に五年以上保有している株式の相対による取得を認める。

既に定款授權されている場合においても、同様の取得を認める。

行形であり、かつその取引量の大きさが株価の長期低迷に影響していることを前提とし、重要な共通の認識としている。以下にみるように、持合の解消に直結するものばかりとはいえないが、八月に発表された全国証券取引所の株式保有状況調査（次頁）でも、金融機関の持株は減少を続けている。

昭和二四年度はこの統計が初めて作成された年であるが、金融機関および事業法人等の保有比率は歴史的に最低であり、反対に証券会社および個人保有は最高である。外国人の数字は占領終了後出てくるようになる。また昭和四八年度は、過剰流動性相場を経験して事業法人等の保有比率が歴史的に最高になった年である。昭和六〇年度以後の大きな特徴は、第一に昭和六三年度に個人の保有比率が最低を記したこと、第二に平成一年度に金融機関保有の比率が最高を記したこと、第三に

株式相互持合の解消について

所有者別持株比率の推移

(単位：%)

年度	政府等	金融機関	事業法人等	証券会社	個人	外国人
昭和24	2.8	9.9	5.6	12.6	69.1	—
48	0.2	35.1	27.5	1.5	32.7	3.0
60	0.8	42.2	24.1	2.0	25.2	5.7
61	0.9	43.5	24.5	2.5	23.9	4.7
62	0.8	44.6	24.9	2.5	23.6	3.6
63	0.7	45.6	24.9	2.5	22.4	4.0
平成 1	0.7	46.0	24.8	2.0	22.6	3.9
2	0.6	45.2	25.2	1.7	23.1	4.2
3	0.6	44.7	24.5	1.5	23.2	5.4
4	0.6	44.5	24.4	1.2	23.9	5.5
5	0.6	43.8	23.9	1.3	23.7	6.7
6	0.7	43.5	23.8	1.1	23.5	7.4
7	0.6	41.4	23.6	1.4	23.6	9.4
8	0.5	41.3	23.8	1.1	23.6	9.8
9	0.5	40.2	24.1	0.8	24.6	9.8

保有比率の激減（昭和六〇年度に対して平成九年度は三割以上の減）は、むしろ同じ業態間の相互保有の解消を意味するものではないか。極論すれば銀行株は銀行が売っている。

提言前段の今一つの論点は、市場における持合解消の株式売却が株価に深刻な影響を与えているという認識であろう。持合解消傾向の事実認識とは異なり、この点は論者によって意見が分かれるところである。九月末に行われたある研究会でも、証券会社や証券系研究所に所属する人達は目の前で続く際限のない持合株式売却にすっかり参り、どういう方策でも受け入れたい心境になっていた。しかし、冷静な証券アナリスト達は相互持合が株価に直接影響することはないという一般論で対応し、学者達も現時点の株価低落は日本経済あるいは個別企業の将来性に対する市場の悲観的評価にすぎないと応酬した。

平成八年度に外国人の保有比率がやはり最高を記し、九年度も同様な勢いを示していることである。

金融機関は全体としてバブル経済崩壊後は一貫して比率を減らしているが、内訳ははっきりと二つの方向に分かれる。全体の傾向と同じく減少しているのが都銀・地銀・長銀、投資信託、生命保険、その他の金融機関であり、信託銀行と年金信託は反対に平成九年度が最高の比率となっている。増えているのである。他方、事業法人等は「法人化現象」といわれるようになってからの最低を平成七年度に記したあと、横ばい状態である。減ってはいない。持合解消が進んでいるとしても、事業法人同士で、あるいは金融機関と事業法人の間では非常に多くはないようである。あるいは、一方で解消しながら、他方では別に保有を増やしているのではないか。都銀・長銀・地銀の

株式相互持合が高度成長の過程で何十年にもわたり少しづつ形成されていった時代には、株価に対する直接的影響は少なかったろう。むしろ、政策的保有の有効性を認めれば、株価は上昇しておかしくない。持合株を意識した高株価経営が行われたことも事実である。しかし、現時点のように、日本経済全体の将来性が不明朗で、特に金融システム不安が強く、個別企業にも不安材料が多いときに、相互持合解消の売却が市場で行われれば、個別企業の株価には大きく影響すると思われる。経団連の提言が持つ意味は、こうした売却の対象になった個別企業、とりわけ大企業の意向が強く反映していることにある。相互持合であるから、相手方企業の株価下落は当然に反対側の持ち手には保有株式の評価損の増大となる。両面から株価に責められる恰好になる。

経団連、再びの提言

八月の提言には、そもそも持合株式だけにこうした特別扱いをすることが認められるかという根本的疑問がある。さらに商法改正、税制改正等が伴わなければ、実効性がない。銀行等は持合解消で自社株売却をすればBISの自己資本比率が保持できなくなるかもしれない。これらの問題点を何とかクリアするような第二の、新段階の提言が一〇月一九日に出された。第一の提言では「市場の外」における直接、即時の交換が考えられたが、新提言では持合株式を一時的に保有する公的な受け皿機関の創設が求められている。

- 一、受け皿機関は「証券等健全化機構」(仮称)で、期間五年程度の時限的な組織とする
- 二、持合株式の交換を企業間で合意する

これはすぐれて企業の本業の問題であり、株価に対する効果は後からついてくるものといえる。

とはいえ、証券市場にとっても考えるべき問題はあ

最初の提言では「市場の外」の直接交換ではあるが、価格は「市場の中」の時価を用いる方式である。取引が市場の外で行われれば、当面、目前の持合解消売りの価格に対する圧力はなくすことができる。ところが、新提言では、「譲渡」時の価格は簿価(取得価格)か時価のいづれか高いほうを選択できる。時価が取得価格よりも低ければ、時価によらなくとも良い。タイムラグを置いた「購入」時は時価によることになっている。時価、すなわち現時点での市場価格の尊重という点では、最初の提言より後退している。譲渡と購入による企業の損失計上を避けるためである。

また、形式的には譲渡であれば証券の保有者は

- 三、双方がこの株式を同機構に引き渡す(譲渡)。株式の代金は受け取らず、五年以内に自社株を買い取る権利を保持する

- 四、適当な時期に企業が自社株を機構から引き取り(購入)、消却する

同じく「市場の外」ではあるが、この仕組みでは形式的にはタイムラグのある「譲渡」と「購入」であり、実質は「機構に預ける」ことになる。とりあえずは「購入」の資金が要らず、機構の設立は事務所と管理要員の手当てで済むだろう。自社株を引き取る(購入する)時期は企業経営者が自ら判断できる。五年以内というメドで、株式売却後のROE向上を必ず実行すべき目標として、巨額の持合を行っている大企業が経営改革に一路邁進することが、この提言の核心であるだろう。持合解消という後ろ向きの経営テクニクに、前向きな効果を持たせることができるか。こ

同機構になる。しかし実質は同機構による証券「預かり」だとすると、その期間中の株式の議決権や、配当請求権は宙に浮く。株式によって、すなわち企業によって、形式を採るか(機構の所有権)、実質を採るか(企業の所有権)、様々なケースがあるのでないか。

経団連提言が出されたと同じ一〇月一九日に、大和総研が「銀行の株式保有の禁止を求める緊急提言」を発表した。すでにみたように株式相互持合の中核は銀行である。この緊急提言では、株価下落により銀行保有株式の評価損が増えたと銀行経営に悪影響を与え、金融システム不安が醸成されるため、銀行保有株式の公的機関による強制的買い上げを主張している。たとえば(証券恐慌時の保有組合にならって)「平成証券保有組合」の設立も提案されている。さて、自由な証券保有を前提に、いかにして強制買い上げが可能か。不可

能である。銀行の一般事業株保有の原則的禁止を前提にしなければならない。

周知のようにアメリカでは一九三三年銀行法(グラス・ステイガル改正)の銀行・証券業務分離で、連邦準備銀行株式等を除き、銀行本体の株式保有は原則禁止されている。日本の昭和二三年証券取引法第六五条はここまで徹底せず、業務分離は行ったが、投資保有は承認した。銀行の株式保有に対する制約は独占禁止法で、対象企業の発行済み株式の総数の5%→10%→5%と変化した。常にも最低5%は認められてきた。相互持合の普及はその10%時代の産物でもある。当のアメリカでは銀行・証券の業務分離はかなり緩和されてきたが、この保有禁止は不変である。すなわち考え方の骨組みが異なる。日本版ビッグバンで規制緩和が進行する一方で、新たな規制を意味する保有禁止を實行できるかどうか。それはこの

提案は今回が初めてである。長期にわたる不況と株価の低落の継続で、持合の積極的・消極的合理性を十分に非合理性のほうが上回った、あるいはコストとベネフィットの対比で、ついにコスト高が負担になったのである。

とはいえ、持合のすべてが非合理になり、コスト高となり、すべてを解消したいというわけでもないだろう。政策的保有の最大の理由である系列・グループの保持や安定株主の確保はなお残っている。仮に銀行の企業株保有が禁止されたとしても、事業法人間でこの部分の持合は継続され、日本型株式保有構造の底辺をなお形成するのである。また、相互持合株式は保持し続ければ「虚構の投資」で、非合理になるかもしれないが、市場で売却して新たな投資家の手に渡れば最初の持ち手にとっては「現実の資金回収」になり、個別企業には合理的な行動となる。バブル崩壊後の持合

考え方の骨組みまで変えられるか、にかかっている。

相互保有株の分化

法人間の株式相互持合の歴史は、遡れば戦前昭和期の財閥株式公開売出しあたりにつきあたる。とはいえ絵に描いたような「同時、同額」の相互持合だけで形成されてきたわけではない。そのときそのときに、系列強化や救済出資、取引先の確保、資本自由化に対抗して安定株主を確保、付き合いで断れず、資金に余裕があって、株価の右肩上がり神話の下では有利な運用としても——等々、それ相応の理由があって、実行された結果の、長年にわたる蓄積が、株式現存額の二割に及ぶという相互持合になったのである。その長い歴史のなかで、持合企業側からの積極的な解消策の

解消はこの市場売却で行われてきた。自由な市場経済である以上は、この方法を禁止はできない。となると、市場で売却すると同じレベル、あるいはそれ以上に有利な方法でないと、積極的な、実効性のある解消策にはならないわけである。前記の経団連第一提言は、商法・税制上の特例が認められないと、有利性はもたせない。しかし非常立法で何らかの特例が可能になれば、持合相手方企業と合意できる(圧力をかけうる)企業はこの解消策をとるであろう。いづれにしても、相互持合株は、(1)長期持合、(2)市場をみて売却し資金を入手、(3)時限立法で棚上げ、の三方向に分化することになる。

持合が急進展したのは、証券恐慌後の、証券保有組合保有株式の売却時に、資本自由化を恐れて安定株主作りを焦って取引先銀行・企業に持ってもらったとき以後である。長期不況時の株価維持

のための買入機関が当初にあり、やはり長期不況下に株価に影響させないための棚上げ機関が最後に構想される。この意味では持合株と株価はやはり不即不離の関係にあったのである。

〔参考文献〕

- 中島修三『株式の持合と企業法』商事法務研究会
川北英隆『日本型株式市場の構造変化——金融システムの再編成とガバナンス』東洋経済
箕輪徳二『戦後日本の株式会社財務論』泉文堂
松村勝弘『日本の経営財務とコーポレートガバナンス』中央経済社
東京証券取引所「株式持ち合いの現状について——株式分布状況調査のデータから——」『証券』一九九八・一〇

(こはやし かずこ・当研究所主任研究員)