



# 武藤泰明の 経営者目線で読む 景気動向

連載  
第126回

## 持ち合い解消と自社株買いが同時に起こる



むとう やすあき  
武藤 泰明

1955年生まれ。1980年、東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所の主席研究員を経て、2006年から早稲田大学スポーツ科学学術院教授。専門はマネジメント。「スポーツファイナンス」(大修館書店)、『人手不足時代の人事戦略』(日本能率協会マネジメントセンター)など著書多数。

労働市場のトレンド  
未来予測の羅針盤!

7月下旬にいわゆるトランプ関税が15%で決着して、参院選が1週間先であればこの決着が評価され、自民党大敗はなかったのではないかと、米国が日本の選挙日程に配慮しなかったのはなぜなのだろうとか、まあ言っても仕方ないのだが、経済のほうは何ごともなかったかのように順調である。日本株も上がっていて、関税が低めで決着したおかげだという意見が多い。でも4月初めに米国が各国への相互関税案を公表した際、日経平均は3万円近くまで落ちたのだが結局は戻している。日本の国力に関しての評価が変わったのなら、先に為替が動いてもよさそうだがその気配はない。

さて、何も起きていないのだとすると、日本株が上がりに続けていることに違和感を少し持ったほうがよいのだろう。これまでこの連載で説明してきたのは、日本株が上がる要因は「円安による外国人投資家の増加」

国から逃避してきた投資資金の行き先の一つ」というものであった。要は海外要因である。その後円高にはなっていないし、中国の状況も変わらずなので、日本株が下がらないまでも、下がる材料はなさそうだが、でも念のためにデータを見ておく。この株高の裏には、意外な事実が見えてくるように思われるからである。

表は、日本市場において、投資家が東証プライムの銘柄を取引(売買)した差額を、投資部門(要は業種)別にまとめたものである。たとえば1月の海外投資家は4403になっている。これは海外投資家の買った額が売った額より4403億円多かった、つまり買い越しであったことを示している。この数字がマイナスになると「売り越し」である。

この表を見てわかるのは、外国人(海外投資家・ほとんどが機関投資家である)と事業法人(金融機関ではない一般企業)が買い越

○持ち合い解消でも株価は下がらない  
そうだとすると、企業には他社株を売る理由はあるが、買う理由はない。にもかかわらず、なぜ会社は株を買っているのかというと、ちよっと不思議だが、やはり持ち合い解消らしいのである。

持ち合い解消とは他社株を売ることなので、会社は売り越しになりそうだが、そうならな

い。次の事例がわかりやすい。

- ① A社は、持ち合いのB社株を1億円分放出し、B社がこれを買う。自社株買いである。
- ② B社も、持ち合いのA社株を1億円分放出し、A社が買う。これも自社株買いである。

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	total
自己計	-13413	-7701	24151	-24848	-9995	-7178	-38984
海外投資家	4403	-9394	-14660	12286	22437	9533	24605
個人	7721	10715	-5952	-14	-11779	-6869	-6177
事業法人	8747	7956	3226	9225	14667	10106	53929
金融機関	-9510	-3284	-5918	-1599	-14893	-9179	-44382
日経225月末終値	39513	37155	35617	36045	37965	40487	

資料：東証  
注1：自己計は仲介証券会社の自己取引  
注2：取引市場において一定規模以上の仲介(証券)会社に委託した取引。市場外の直接売買等を含まない。

得ていて、A社は①で1億円を

このお金で②で自社株を買う。つまり、キャッシュの出入りはプラスマイナスゼロである。そして手元には、1億円分の自社株が入っている。A社はこれを、たとえば企業買収に使うことができる。ストック・オプションで役員や幹部社員に割り当ててもよい。ではA社は何を失ったのかというと、1億円分のB社株である。換言すれば、保有しているB社株を自社株に転換した。そして結果として自己資本と発行株数が減少しているの

で、ROEやEPSのような指標が改善され、株価が上がりにやすくなる。さて、以上からわかるのは、会社が持ち合い株を放出しても、それを買取るのが持ち合い相手の会社であれば、結論①企業の株式売買は同額、つまり売り越しにも買い越しにもならない。

ということである。また、結論②持ち合い解消は株価下落をもたらさない。自社の株を放出された会社はその自社株を買うかというところから相対で買う。市場で売却されると株価が下がってしまうからである。持ち合い解消株は市場には出てこないということだ。政策保有株も同様である。

○自社株買いが急増している  
ところで、持ち合い解消が市場外で行われるのであれば、東証での企業の買い越しにはつながらない。しかし実際には、今年6ヵ月で5兆円強の買い越しである。一応過去の

しだという点である。そして、買い越し額は外国人より企業のほうが大きい。半年で5.4兆円の買い越しになっている。しかも、企業は株価変動によらず、ずっと買い続けている。相場や環境によらないということなのである。

ここで思い出しておきたいのは、持ち合い解消のトレンドである。持ち合いとは、会社が互いの株を保有しあうことを指す。1990年からのバブル崩壊以降、持ち合いの解消が進められてきている。東証は持ち合いを含む政策保有株、つまり買収防衛や関係維持強化を目的とする、かならずしも投資目的ではない株式保有を問題視していて、上場企業株式の3割程度がこの政策保有とされる。最近では2023年のビッグモーター(中古車販売)問題を契機として、損害保険会社が取引先株式保有の見直しに動いている。昨年度の政策株売却は史上最高の9.2兆円に達した。

数字を示すなら、22年4.4兆円、23年4.8兆円、24年7.7兆円の買い越しになっている。この理由は、持ち合い解消以外の自社株買いらしい。企業が公表している自社株買いの計画から推測すると、今年10兆円を超える自社株買いが行われることになる模様である。急増と言ってもよいだろう。東証の時価総額が1000兆円内外なので10兆円はその1%。十分大きい。

○自社株買いが増えても、企業保有は減少  
ところで、企業はこのように熱心に株を買っているのだが、同じ東証の統計を見ると、株主としての事業法人のシェアは、2019年に22.3%だったのが、24年には18.7%まで低下している。この中には自社株も含まれているようだが、買い越しが大きいのにシェアは下がっている。

この理由は、企業が購入した自社株が、ストック・オプションなどの報酬、あるいは買収先企業の株主への株式交換の対価(現金のかわりである)として使われるためなのだろう。自社の株価が上がると思うのであれば、早めに買って、値上がり後に使えばよい。もちろん先のこととはわからない。円高に振れば株価は下がる。だから自社株を長期保有するのはリスクが大きいので、早めに活用するほうがよいということになる。持ち合い解消、企業再編など、さまざまな目的を実現するために、自社株買いと自社株とが、うまく使われ始めているのである。