

株式保有構造の日米比較

試算による統計比較

株式保有構造は、各国の経済主体の株式保有行動の結果を示すものであるが、経済主体の株式保有行動はその動機や環境によって言い換えれば各国の金融システムのありかたによって規定されている。このため株式の保有構造とその規定要因を検討することは、同時に金融システムのあり方についての一面面を明らかにすることになる。

ところでこのような観点から日米の株式保有構造を検討してみると、一九七〇年代後半以降新しい動向が見られるようになってきた。この変化を一言でいえば、日本における株式持合いの衰微とアメリカにおける株式保有の集中傾向である。そして日本における株式持合いの衰微が株式保有の流動化をもたらしており、アメリカにおける株式保有の集中が機関投資家積極主義の台頭と株式保有の固定化をもたらしているとすれば、アメリカとは「性格を異にしている」とされた日本の株式保有構造の特徴は、相対的に薄まりつつあるのではないか？という疑問が生まれる。

そこで小稿では、日米の株式保有構造を統計的に比較検討し、統計比較から得られる諸事実を整理してみよう。

1 統計比較の問題点

とはいえ統計資料の日米比較を行うためには、いくつかの問題点がありこれを緩和ないし解決するためには若干の準備作業が必要である。

日米の株式保有統計には、要約すると次のような問題点がある。まずアメリカでは、株式保有統計は、連邦準備制度理事会(FED)の発表するFlow of Funds Accountsが経済部門別の株式保有額を示した主要な統計である。しかしこの統計は、部門間の資金フローに基づいて作成されているため部門内取引は相殺されており、企業による株式保有は部門内取引引きであるため含まれていない。一九八〇年までは証券取引委員会(SEC)が作成しStatistical Bulletinに発表していた「発行済株式の市場価値」が株式の企業間保有額を推計していたため、この統計によって以上の問題を補足することができた。しかしこの統計の発表は一九八〇年以降停止されている。

日本では、アメリカのFlow of Funds Accountsに相当する統計としては日本銀行の発表する「資金循環勘定」があるが、金融機関と公共部門の株式保有額を簿価で表示してあるため使用できない。しかしその代わりに証券取引所協議会が「株式分布状況調査」を毎年発表しており、これによって経済部門別の株式保有額を得ることができるとはいえこの統計も集計対象が上場株式に限定されており、さらに時価でみた保有額は一九七〇年までしか遡及できないという問題がある。

このため日米の株式保有統計の比較を行う上での最大の問題点は、現状ではアメリカの統計に企業部門が含まれていないことおよび日本の統計が一九七〇年までしか遡及できないことである。この問題点の解決のために、小稿ではアメリカの事業法人による株式保有比率の推定と日本の一九七〇年までの時価で見た株式保有構成の試算を行った。

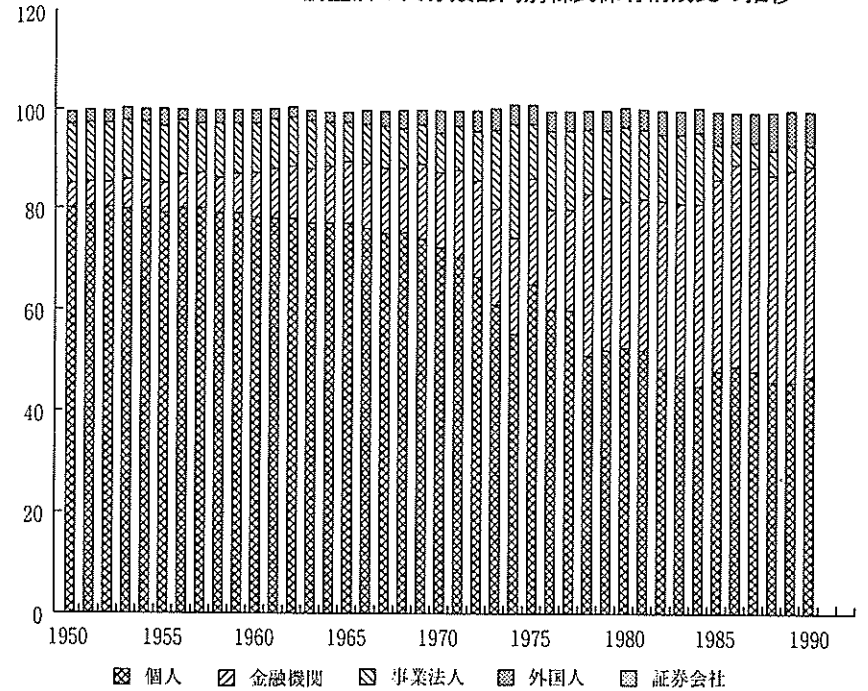
表1 アメリカの調整済み部門別株式保有構成の推移

(単位 %)

	家計	外国人	商業銀行	貯蓄金融機関	生命保険会社	その他の保険会社	私的年金基金	州・地方投資会社 債券年金(オープン型)	投資会社 (クローズド型)	プロカー おおよび 信託	銀行個人 信託	事業法人	計	
1954	80.10	1.80	0.00	0.17	1.13	1.53	1.09	0.04	1.84	0.00	0.24	0.00	12.06	100.00
1955	79.67	1.83	0.00	0.28	1.01	1.50	1.69	0.05	1.92	0.00	0.25	0.00	11.79	99.99
1956	80.38	1.84	0.00	0.27	0.93	1.48	1.87	0.05	2.08	0.00	0.19	0.00	10.96	100.05
1957	80.31	1.83	0.00	0.30	1.02	1.56	2.25	0.09	2.22	0.00	0.24	0.00	10.17	99.99
1958	79.22	1.77	0.00	0.29	0.87	1.42	2.47	0.09	2.48	0.00	0.11	0.00	11.30	100.02
1959	79.08	1.83	0.00	0.28	0.90	1.42	2.85	0.10	2.73	0.00	0.12	0.00	10.66	99.97
1960	78.63	1.85	0.00	0.26	1.00	1.49	3.28	0.12	2.94	0.00	0.10	0.00	10.31	99.98
1961	77.28	1.91	0.00	0.26	1.02	1.51	3.71	0.14	3.28	0.00	0.04	0.00	10.88	100.03
1962	77.29	1.92	0.00	0.28	1.17	1.60	4.07	0.19	3.40	0.00	0.05	0.00	10.04	100.01
1963	77.19	1.98	0.00	0.28	1.12	1.58	4.37	0.23	3.49	0.00	0.08	0.00	9.69	100.01
1964	77.11	1.99	0.00	0.29	1.14	1.64	4.79	0.29	3.68	0.00	0.13	0.00	8.86	99.92
1965	77.46	1.89	0.00	0.29	1.17	1.55	5.27	0.32	3.99	0.00	0.16	0.00	7.91	100.01
1966	76.47	1.78	0.00	0.28	1.25	1.56	5.59	0.39	4.09	0.00	0.18	0.00	8.39	99.98
1967	75.13	2.84	0.01	0.27	1.21	1.45	5.68	0.43	4.36	0.00	0.19	0.00	8.44	100.01
1968	75.66	2.77	0.01	0.22	1.24	1.37	5.77	0.54	4.33	0.00	0.14	0.00	7.96	100.01
1969	74.47	2.85	0.01	0.27	1.46	1.42	6.55	0.78	4.36	0.00	0.20	0.00	7.68	100.05
1970	72.49	2.89	0.01	0.30	1.64	1.41	7.14	1.08	4.22	0.00	0.21	0.00	8.62	100.01
1971	70.68	2.80	0.01	0.32	1.87	1.51	8.07	1.40	4.42	0.00	0.19	0.00	8.74	100.01
1972	66.69	3.07	0.01	0.36	2.10	1.71	9.40	1.74	4.06	0.00	0.19	0.00	10.68	100.01
1973	61.07	3.11	0.02	0.39	2.40	1.83	9.04	1.87	3.55	0.00	0.26	0.00	16.47	100.01
1974	55.74	2.91	0.02	0.45	2.63	1.54	8.49	1.98	3.17	0.00	0.26	0.00	22.80	99.99
1975	63.24	3.70	0.02	0.46	2.94	1.49	10.69	2.54	3.53	0.00	0.36	0.00	11.04	100.01
1976	60.21	3.59	0.02	0.37	2.87	1.41	9.71	2.52	3.12	0.00	0.32	0.00	15.86	100.00
1977	59.75	3.51	0.02	0.43	2.90	1.51	9.81	2.65	2.80	0.00	0.35	0.00	16.29	100.02
1978	51.31	3.63	0.01	0.41	3.02	1.67	12.96	2.87	2.73	0.44	0.17	8.41	12.37	100.00
1979	52.25	3.48	0.01	0.34	2.80	1.79	12.64	2.67	2.55	0.36	0.19	7.70	13.22	100.00
1980	52.90	3.50	0.01	0.23	2.51	1.76	12.12	2.40	2.29	0.26	0.18	6.92	14.93	100.01
1981	52.07	3.81	0.01	0.19	2.73	1.92	12.94	2.83	2.22	0.25	0.21	7.04	13.79	100.01
1982	49.51	4.01	0.01	0.17	2.45	2.02	14.87	3.17	2.60	0.22	0.26	6.71	13.68	100.01
1983	46.95	4.23	0.01	0.19	2.73	2.11	15.36	3.93	3.26	0.19	0.44	6.38	14.24	100.02
1984	45.09	4.36	0.00	0.19	2.74	2.03	16.28	4.37	3.66	0.17	0.4	6.32	14.40	100.01
1985	45.26	4.50	0.00	0.19	2.66	2.04	16.67	4.31	4.08	0.15	0.51	5.91	13.73	100.01
1986	45.16	5.31	0.00	0.22	2.40	1.92	17.32	4.73	5.07	0.24	0.55	4.93	12.16	100.01
1987	45.62	5.71	0.00	0.23	2.62	2.12	17.53	5.51	5.91	0.34	0.35	4.89	9.18	100.01
1988	45.07	5.92	0.00	0.25	2.64	2.11	17.97	6.47	5.53	0.37	0.36	4.88	8.44	100.01
1989	43.92	6.25	0.11	0.27	2.55	2.01	17.62	7.20	6.01	0.37	0.34	4.80	8.56	100.01
1990	45.80	5.84	0.06	0.23	2.58	2.10	17.33	7.80	6.14	0.38	0.25	4.83	6.65	99.99

(出所) 北條(1966).p.220

図1 アメリカの調整済み大分類部門別株式保有構成比の推移



2 アメリカ事業法人の株式保有比率

まず、アメリカの事業法人による株式保有比率の推定からみよう。アメリカの事業法人による株式保有比率は、SECによって法人支払いおよび受け取り配当から推定されたため、基本的にはこの方法に従った。もっともこの点については筆者はすでに計算方法等を発表済みであるから詳細は拙稿を参照していただきたい。ここではその推定結果だけ示しておく、アメリカの企業部門は、一九五〇年代には一二%程度の株式を保有していたが、この値は一九六〇年代には一〇%まで減少した。しかし一九七〇年代から一九八〇年代初頭には再び一四%から二〇%までの高い水準に達しており、その後は二度水準を低下させている。

さらに得られた企業部門による株式保有比率によつてFlow of Funds Accounts から得られる部門別株式保有構成比を修正しておこう。修正のために各部門の構成比から企業部門の株式保有

表2 日本の部門別株式保有構成の推移

	(単位%)												
	政府地方 公共団体	銀行信託 銀行	投資信託	年金信託	生命保険 会	損害保険 会	その他 金融機関	事業法人	証券会社	個人	外国人	計	
1960	0.1	23.1	8.8	0.0	0.0	0.0	0.0	15.1	3.6	47.8	1.7	100.0	
1961	0.2	20.6	9.6	0.0	0.0	0.0	0.0	16.6	2.9	48.4	1.8	100.0	
1962	0.2	20.6	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0	16.4	2.5	48.5	1.9	100.0	
1963	0.2	21.0	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0	16.9	2.5	47.4	2.0	100.0	
1964	0.2	21.5	8.2	0.0	0.0	0.0	0.0	17.9	4.6	45.7	2.0	100.0	
1965	0.2	22.3	5.8	0.0	0.0	0.0	0.0	17.3	6.0	46.5	2.0	100.0	
1966	0.2	11.3	3.9	0.0	9.0	3.3	1.8	17.7	5.6	45.4	1.9	100.0	
1967	0.2	12.3	2.6	0.0	10.1	3.5	1.6	19.8	4.5	43.6	2.0	100.0	
1968	0.1	12.0	2.1	0.0	10.6	3.6	2.5	20.7	2.2	43.4	2.8	100.0	
1969	0.2	12.2	1.5	0.0	10.6	3.8	2.1	22.4	1.5	41.6	4.2	100.0	
1970	0.6	13.7	2.1	0.0	10.0	3.7	2.1	23.9	1.3	37.7	4.9	100.0	
1971	0.5	14.6	1.9	0.0	9.8	4.1	1.8	26.2	1.7	34.1	5.2	100.0	
1972	0.5	16.9	1.5	0.0	10.4	4.6	2.0	29.5	1.6	29.6	4.5	101.1	
1973	0.4	16.3	1.4	0.0	10.0	4.6	1.9	29.9	1.4	30.2	4.0	100.2	
1974	0.4	16.6	1.9	0.0	10.3	4.5	1.8	28.4	1.2	31.9	3.2	100.2	
1975	0.4	16.8	2.2	0.0	10.2	4.4	1.9	27.0	1.4	32.1	3.6	100.0	
1976	0.5	17.2	2.3	0.0	10.3	4.4	1.9	27.0	1.4	31.4	3.7	100.0	
1977	0.4	17.5	2.8	0.0	10.9	4.4	2.1	25.9	1.5	31.3	3.0	99.9	
1978	0.4	17.6	2.8	0.0	11.0	4.5	2.2	26.5	1.6	30.6	2.7	99.9	
1979	0.4	17.5	2.3	0.5	11.3	4.8	2.2	26.6	1.9	29.5	3.0	100.0	
1980	0.4	17.5	1.9	0.4	11.5	4.6	2.3	26.2	1.5	27.9	5.8	100.0	
1981	0.3	17.5	1.6	0.4	11.9	4.5	2.3	26.6	1.6	26.9	6.4	100.1	
1982	0.3	18.0	1.6	0.4	11.9	4.5	2.2	25.4	1.7	26.3	7.6	99.9	
1983	0.4	17.2	1.5	0.6	11.7	4.2	2.2	27.6	1.7	24.2	8.8	100.0	
1984	0.3	17.4	1.5	0.5	12.1	4.1	2.4	29.5	1.8	23.0	7.4	100.1	
1985	0.9	18.4	1.7	0.8	12.3	4.1	2.4	28.8	1.9	22.3	7.0	100.0	
1986	0.5	19.3	1.9	1.0	12.8	4.0	2.5	30.1	2.1	20.1	5.3	100.0	
1987	0.4	19.8	2.6	1.1	12.4	4.0	2.6	30.2	2.3	20.4	4.1	100.0	
1988	0.3	21.4	3.1	1.0	12.6	4.1	2.0	29.0	2.3	19.9	4.3	100.1	
1989	0.3	21.3	3.7	0.9	11.8	3.9	1.9	29.5	2.0	20.5	4.2	100.0	
1990	0.3	20.9	3.7	0.9	12.0	3.9	1.6	30.1	1.7	20.4	4.7	100.2	
1991	0.3	20.9	3.4	1.0	12.2	3.9	1.4	29.0	1.5	20.3	6.0	99.9	
1992	0.3	21.2	3.2	1.2	12.4	3.8	1.2	28.5	1.2	20.7	6.3	100.0	
1993	0.3	21.0	2.9	1.4	12.1	3.7	1.1	28.3	1.3	20.1	7.7	99.9	
1994	0.3	21.7	2.6	1.6	12.0	3.7	1.1	27.7	1.2	19.9	8.1	99.9	

(注) 『株式分布状況調査』1970年以前は試算値。

(参考資料) 試算値と公表値の誤差

	政府地方	銀行信託	投資信託	年金信託	生命保険	損害保険	その他	事業法人	証券会社	個人	外国人	計	
試算値	1970	0.2	12.4	1.5	0.0	10.4	3.9	3.5	23.8	1.3	39.4	3.6	100.0
	1971	0.2	14.1	1.4	0.0	10.4	4.3	1.8	25.9	1.6	36.3	4.0	100.0
公表値	1970	0.7	13.7	2.1	0.0	10.0	3.7	2.1	23.9	1.3	37.7	1.9	100.1
	1971	0.6	14.6	4.9	0.0	9.8	4.1	1.8	26.2	1.7	34.1	5.2	100.0
誤差	1970	-0.5	-1.3	-0.6	0.0	0.4	0.2	1.4	-0.1	0.0	1.7	-1.3	-0.1
	1971	-0.4	-0.5	-0.5	0.0	0.6	0.2	0.0	-0.3	-0.1	2.2	-1.2	-0.0

構成比を按分して差し引いた結果を表1に示しておこう。また各部門を、家計、企業、金融機関、外国人およびブローカー・ディーラーに大分類した結果を図1に示しておこう。

3 日本の一九七〇年以前における部門別株式保有時価

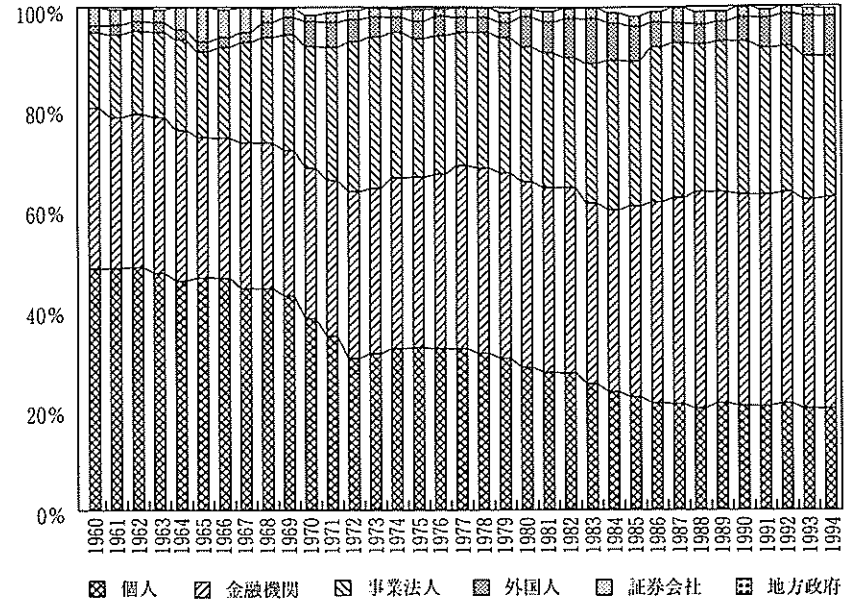
次に、日本の一九七〇年以前の時価でみた経済部門別株式保有時価の試算（一九六〇年まで遡及）を行った。これはアメリカ側の統計が一九五四年まで遡及できるため、日本側もそれに対応したデータが必要なためである。『株式分布状況調査』は、本来株数による統計であり、上場企業へのアンケート調査によって決算期末の保有株数を収集してそれを部門別に集計している。これを時価に換算するためには、集計された部門別の株式数に年度末（三月末）の各銘柄の時価を乗じて再集計を行っている。このためこの作業を延長すれば時価による株式保有額を延長できるはずである。

しかし東京証券取引所によれば個々の企業のデータは公表できないため、『株式分布状況調査』の部門別の保有株数に『東証統計月報』の部門別の加重平均株価を乗ずることによって部門別保有時価の試算を行った⁽²⁾。もつとも時期を遡及するに伴って分類や集計方法の変化が増大したため、遡及は一九六〇年まで行えなすぎなかつた。

この結果は、表2に示されるとおりであるが、試算結果の正確さをみるために一九七〇年のデータによってシミュレーションを行ってみると、一部の部門では誤差があった。例えば参考資料にあるその他の金融機関や政府地方公共団体は、比較的誤差が大きかった。しかしその他の部門では、大幅な誤差は見られない。

そこで最後にアメリカと同様に、各経済部門を家計、企業、金融機関、外国人およびブローカー・ディーラー

図2 日本の大分類部門別株式保有構成比の推移



に大分類して示すと図2を得る。
 以上の推定と試算によって日米の株式保有統計の比較の準備ができた。そこで次にこの結果から読み取れる事実を検討してみよう。

4 統計比較から得られる諸事実

統計比較から得られる第一の事実は、一九五〇年代から一九六〇年代前半にかけては、株式保有構造は類似していたという事実である。表1と2から読み取れるように、個人持株比率は両国で高水準に達しており、一九五九年にはアメリカで七九・一％であったのに対し日本では一九六〇年においても四七・八％の水準であった。それに対し、事業法人の持ち株比率は低く一九五九年にはアメリカで一〇・七％、日本では一九六〇年の値であるが一五・一％にすぎなかった。また金融機関の持ち株比率も事業法人を下回る水準であった。一九五九年には、アメリカの金融機関は合計して八・四％の株式を保有していたにすぎず、事業法人より株式保有比率は低かった。

しかも一九五九年には最大の金融機関は、私的年金基金と投資会社であった。

もちろんこの背景には、アメリカは戦時経済によって最高の経済拡張に達していたのに対し、日本は敗戦による経済破綻と財閥解体による株式放出が行われたという経済環境上の大きな違いがあり、そもそも比較することができるかどうか疑問の余地もある。しかし、アメリカでも戦後の株式保有構造の変化が、個人投資家を中心とした保有構造から開始されており、個人に次ぐ部門は事業法人であったことを確認しておくことは無駄ではない。

第二に、一九六〇年代中期から一九七〇年代中期には、両国の特徴が顕在化した。表1と2から読み取れるように、この時期には両国の共通性より異質性が顕著になった。まず両国に共通する変化としては事業法人と金融機関を法人と呼べば、個人持ち株比率の低下と法人持ち株比率の上昇が見られた。しかし法人の内訳に立ちいつて見ると、次のような相違が見られた。まず日本の銀行の株式保有比率はこの時期に上昇し、株式保有が禁止されているため当然のことであるがアメリカのその値を大きく上回るようになった。また日本の保険会社の持ち株比率もこの時期に上昇し、アメリカのその値を大きく上回るようになった。さらに日本の事業法人の持ち株比率もこの時期に上昇した。それに対しアメリカでは、投資会社の持ち株比率が上昇し、日本のその値を上回るようになった。また年金の持ち株比率も上昇し、信託型しか示されていないといえ日本の年金の持ち株比率を大きく上回った。このような諸事実は、すでに多くの研究によって指摘されており、それぞれ日本における株式持合いの進展とアメリカにおける機関投資家の成長を反映した事実と解釈されてきた。証取審が日米の株式保有構造を「異質」と断定したのもこのような解釈に基づいていたためと考えられる。

第三に、一九七〇年代中期以降にはやや異なったトレンドが読み取れる。それを一言でいえば株式保有構造の類似化であり、再び共通面が強まったことである。まず日米で個人持株比率の低下傾向が継続した。アメリカで

は一九七五年から一九九〇年までの間に個人持株比率は、一九七八年から分離された銀行個人信託を個人に加えても一二・六パーセント・ポイント低下した。この値は、一九六〇年から七五年までの一五・三パーセント・ポイントの低下と比較するとやや小さいが、個人持株比率の低下が続いたことを示している。日本では、同じ期間中に個人持ち株比率は一一・四%低下した。この値は、一九六〇年には個人は四八%の株式を保有していたという推計を採用してそれ以前と比較してみると、個人の株式保有比率は一九六〇年から七五年までに一五・九パーセント・ポイント低下しているため個人持株比率の低下のペースはやや緩んでいることを示している。

それに対し法人持ち株比率は増加を続けた。アメリカでは投資会社および年金基金の成長による金融機関の持株比率の上昇を主因として、法人全体の株式保有比率は上昇した。日本では事業法人の持株比率は頭打ちとなったが、金融機関の持株比率を主因として上昇を続けた。

しかし以上のような一九七〇年代前半までに見られた現象に連続する変化の内容に立ちいってみると幾つかの新たな動向が読み取れる。第一に、日米で事業法人の持株比率の停滞および低下が見られるようになった。日本では、事業法人の持株比率は、一九八〇年代には頭打ちとなり、一九九〇年代には低下する傾向さえ示している。またアメリカでは、事業法人の持株比率は一九八〇年代後半には低下する傾向が読み取れる。第二に、金融機関の中では投資信託および年金基金の成長が共通してみられるようになった。日本では、年金基金の持株比率は、信託分しか統計にあらわれていないせいもありその水準からみれば低いとはいえず、その増加率は著しく高い。投資信託は、株式市場の不振もあり一九八九年のピークからは減少に転じているが一九九四年には二・六%を保有している。アメリカでは、年金基金と投資会社が成長を続け、一九九〇年には年金基金が二五%、投資会社が六・五%の持株比率を持っている。第三に、両国で外国人の持株比率が増加している。日本では、外国人の持株

比率は一九七五年から一九九四年の間に三・六%から八・一%まで増加しており、一九九〇年代には重要な投資部門となっている。アメリカでは一九七五年に三・七%であった外国人の持株比率は、一九九〇年には五・八%に達している。

むすびにかえて

たしかに両国には株式保有構造の異質面も残存している。例えば、銀行、事業法人、保険による株式保有比率の水準の差は依然大きいし、投資会社および年金の株式保有比率の水準も大きく異なっている。さらに事業法人の持ち株比率は日本では停滞しているのに対し、アメリカでは低下傾向にあるため水準の差は拡大している。

このような違いを否定するつもりはないが、時期による歴史的特徴を析出するためには、新たな動向に着目することも必要であろう。そうだとすれば、この時期には一九七〇年代までの株式保有構造の特徴も依然として残しながらも、それにかわる新たな動向も伺えると言えよう。このためこのような株式保有構造の特徴とその新たな動向を規定する要因が次の問題となるが、この点の検討は別の機会の課題としたい。

(北條)

【参考文献】

証券取引審議会（一九七六）、「株主構成の変化と資本市場のあり方について」（大蔵省証券局「大蔵省証券局年報昭和五一年版」pp. 41-59）。

拙稿（一九九六）、「アメリカ企業部門による株式保有比率の推定」日本証券経済研究所『証券経済』第一九四号、pp. 1-29。

日本銀行（月刊）、『経済統計月報』。

全国証券取引所協議会（年刊）、『株式分布状況調査』。

Board of Governors of the Federal Reserve System (Quarterly) . *Flow of Funds Accounts*. Washington D.C.
Securities and Exchange Commission (Monthly) . *Statistical Bulletin*.

[注]

- 1 北條（一九九六）、pp. 15-28。
- 2 試算の方法や資料については東京証券取引所調査部調査企画室の広田真人氏より多くの助言をいただいた。記して感謝の意を表したい。