

ヨーロッパの株式保有構造

吉川 真裕

昨今、わが国では外国人の株式売買動向が株式市場に与える影響を問題とすることが多く、外国人の株式売買の影響をわが国の株式市場が大きく受けていると報じられている。実際、東京証券取引所が毎週発表する株式売買動向調査において外国人の株式売買が占める比率は大きく、株価がその影響を受けやすいことは多くの人が実感しているところである。海外では株式市場の売買主体が公表されることはほとんどなく、正確に比較することは困難であるが、市場関係者の話としてアメリカやイギリスではヘッジファンドの株式売買が市場全体の三割から四割を占めると報じられている。他方、最近はあまり話題とされることはなくなったが、個人投資家の株式売買の減少や個人持株比率の低下を問題として、ファンドの株式保有増加に対する懸念が表明されることも多い。一概にこうした見方が誤解であると言うつもりはないが、株式市場における機関化の進展や国際分散投資の観点から進む外国人持株比率の上昇はわが国に限ったことではなく、世界的な趨勢であって、わが国株式市場で生じていることがどの程度、わが国固有の現象であるのかを見極める必要があるだろう。

本稿では、欧州証券取引所連合(FESE)が二〇〇八年二月に公表した『欧州株式保有構造』に基づいてヨーロッパの株式保有状況を紹介し、わが国との相違を含めて、ヨーロッパ全体と主要八カ国の株式保有構造を明らかにするとともに、ヨーロッパにおける株式売買動向と株式保有構造の関係についても簡単に言及する。⁽¹⁾

1 ヨーロッパ全体

まず、ヨーロッパ全体の株式保有状況についてみると、外国人が三七%で最も多く、次いで国内機関投資家が二二%、事業法人が一七%、個人が一四%、国内金融機関が五%、公的部門が五%となっている。これに対して、わが国の株式保有状況では、外国人が二七・六%で最も多く、次いで事業法人が二一・三%、個人が一八・二%、国内金融機関が一六・四%、国内機関投資家が一六・一%、公的部門が〇・四%となっている。⁽²⁾そして、両者の差をとってみると、ヨーロッパでは外国人が九%、国内機関投資家が六%、公的部門が五%わが国よりも大きく、逆に国内金融機関が一%、事業法人が四%、個人が四%、わが国よりも小さいことがわかる(表1)。

外国人の持株比率が高く、個人の持株比率が低いことではヨーロッパはわが国以上であり、こうした傾向は世界的なもので、わが国でとりわけ顕著であるということはないことが確認できる。ただし、国ごとのばらつきは大きく、外国人持株比率ではキプロスの一一%からスロバキアの七四%まで(単純平均で四二%)、個人持株比率ではスロバキアの三%からイタリアの二七%まで(単純平均で一三%)さまざまである(図1、図2)。

他方、民間金融機関と事業法人ではわが国がヨーロッパを大きく上回っており、株式持ち合いの影響が考えられる。わが国の民間金融機関と国内機関投資家の分類は不確かであるが、両者の合計でもわが国がヨーロッパを五・五%上回っており、事業法人の差四・三%から類推すると、国内金融機関で五%程度上回り、国内機関投資家ではほぼ同程度と解釈する方が妥当かもしれない。

さらに、公的部門ではヨーロッパがわが国を大きく上回っているが、これもノルウェー(三二%)、リトアニア(二七%)、スロベニア(二三%)、ポーランド(二四%)、ギリシャ(二三%)、フランス(二〇%)、イタリア(二〇%)といった特定国の影響が大きく、二三カ国中七カ国では一%未満であった。

表1 ヨーロッパ全体の株式保有構造

| | 欧州 (07) | 日本 (07) | 差 (欧-日) | 欧州 (05) | 差 (07-05) |
|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 外国人 | 37% | 27.6% | 9.4% | 33% | 4% |
| 個人 | 14% | 18.2% | -4.2% | 15% | -1% |
| 事業法人 | 17% | 21.3% | -4.3% | 16% | 1% |
| 国内機関投資家 | 22% | 16.1% | 5.9% | 24% | -2% |
| 民間金融機関 | 5% | 16.4% | -11.4% | 7% | -2% |
| 公的部門 | 5% | 0.4% | 4.6% | 5% | 0% |

図1 ヨーロッパの国別外国人持株比率

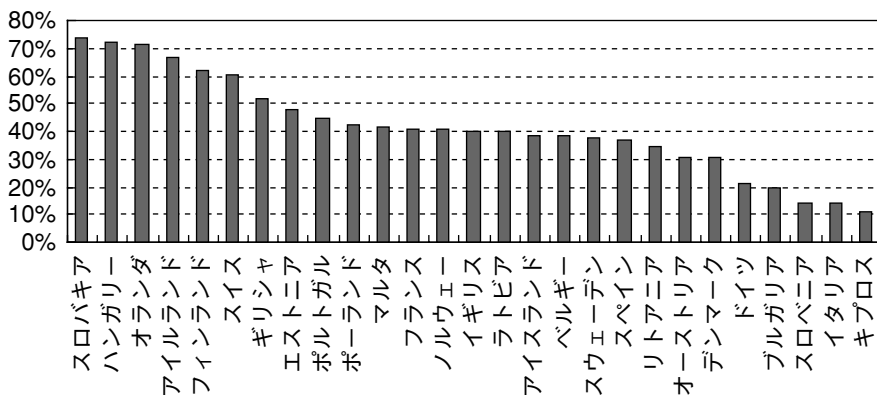
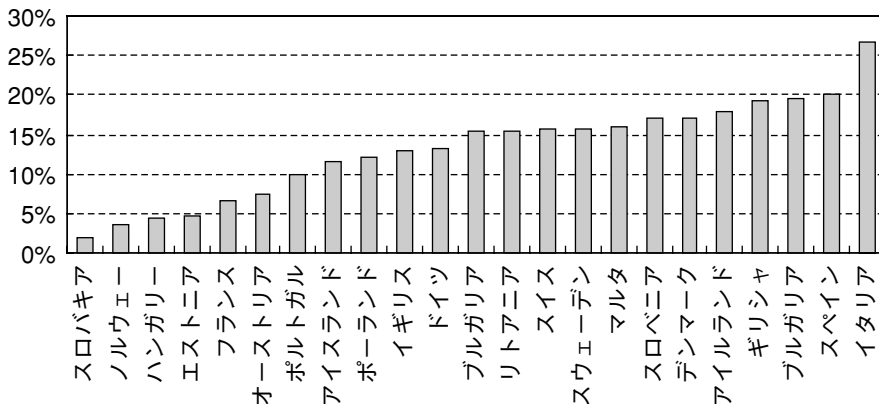


図2 ヨーロッパの国別個人持株比率



2 ドイツ

ヨーロッパで最も取引シェアが高いドイツ株（二八％）の株式保有状況をみると、事業法人が三九％で最も多く、次いで金融機関が二四％、外国人が二二％、個人が二三％、公的部門が二％となっている（表2）。ヨーロッパ全体との差をとってみると、ドイツでは事業法人が二二％大きく、逆に外国人が一六％、公的部門が三％、金融機関が三％、個人が一％小さいことがわかる。事業法人の持株比率が高く、外国人の持株比率が低いというのがドイツの株式保有構造の顕著な特徴と言えよう。わが国と比べても事業法人が一八・〇％、公的部門が一・五％高く、金融機関が八・三％、外国人が六・三％、個人が四・九％低く、事業法人と金融機関、外国人の持株比率の違いは大きい。⁽³⁾

ドイツでは銀行が預託株式の預託株式議決権を行使して株主総会で影響力を持つことが知られているが、これが金融機関の持株比率が低いことと関係しているかもしれない。しかし、事業法人の持株比率の高さと外国人持株比率の低さは顕著であり、ドイツでは国内事業法人または金融機関の影響力が大きく、外国人や個人の影響力は相対的に小さいことが予想される。近年、ドイツでもアクティビスト・ファンド批判が強まっているが、持株比率から考えると相対的にはまだ小さいものと考えられる。

表2 ドイツの株式保有構造

| | 独 (07) | 欧州 (07) | 差 (独-欧) | 日本 (07) | 差 (独-日) |
|------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 外国人 | 21.3% | 37% | -15.7% | 27.6% | -6.3% |
| 個人 | 13.3% | 14% | -0.7% | 18.2% | -4.9% |
| 事業法人 | 39.3% | 17% | 22.3% | 21.3% | 18.0% |
| 金融機関 | 24.2% | 27% | -2.8% | 32.5% | -8.3% |
| 公的部門 | 1.9% | 5% | -3.1% | 0.4% | 1.5% |

3 イギリス

ヨーロッパでドイツ株に次いで取引シェアが大きいイギリス株(二二%)の株式保有状況を見ると、金融機関が四四%、外国人が四〇%、個人が一三%、事業法人が三%、公的部門が〇%となっている(表3)。ヨーロッパ全体との差をとってみると、イギリスでは金融機関が一七%、外国人が三%大きく、逆に事業法人が一四%、公的部門が五%、個人が一%小さいことがわかる。また、わが国と比べると外国人が一・四%、金融機関が一・九%、公的部門が〇・三%高く、事業法人が一八・六%、個人が五・四%低い。金融機関と外国人の大きさが目につくが、外国人の持株比率はヨーロッパ全体とさほど変わらず、金融機関の持株比率の高さと事業法人の持株比率の低さがイギリスの株式保有構造の顕著な特徴であり、ヨーロッパ全体の株式保有構造とはやはり大きく異なっている。

イギリスでは外国企業によるイギリス企業の買収が多く、外国人の持株比率が高いとみられているがさほどでもなく、むしろドイツとは逆に事業法人の持株比率の低さとファンドを含めた金融機関の持株比率の高さが顕著である。そして、金融機関や外国人の持株比率が高いことがMTF(取引所類似施設)の取引シェアの高さと関係しているものと考えられる。

表3 イギリスの株式保有構造

| | 英 (06) | 欧州 (07) | 差 (英-欧) | 日本 (07) | 差 (英-日) |
|------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 外国人 | 40.0% | 37% | 3.0% | 27.6% | 12.4% |
| 個人 | 12.8% | 14% | -1.2% | 18.2% | -5.4% |
| 事業法人 | 2.7% | 17% | -14.3% | 21.3% | -18.6% |
| 金融機関 | 44.4% | 27% | 17.4% | 32.5% | 11.9% |
| 公的部門 | 0.1% | 5% | -4.9% | 0.4% | -0.3% |

4 フランス

ヨーロッパでドイツ株とイギリス株に次いで取引シェアが大きいフランス株（二四％）の株式保有状況をみると、外国人が四一％、金融機関が二九％、事業法人が二三％、公的部門が一〇％、個人が七％となっている（表4）。ヨーロッパ全体との差をとってみると、フランスでは公的部門が五％、外国人が四％大きく、逆に個人が七％、事業法人が四％小さいことがわかる。また、わが国と比べると外国人が二三・五％、公的部門が九・九％高く、個人が一・五％、事業法人が八・二％、金融機関が三・七％低い。ここでも外国人の大きさと個人の小ささが目につくが、外国人の持株比率はヨーロッパ全体とさほど変わらず、個人の持株比率の低さと公的部門の持株比率の高さがフランスの株式保有構造の顕著な特徴と言えよう。

フランスの株式保有構造の特徴の一つである公的部門の持株比率の高さは昔から定着していたわけではなく、一九九五年の二・六％から二〇〇六年の一・二・五％までの上昇は他の多くの国で公的部門の持株比率が低下する中で生じていたことは興味深い。ただし、この間にフランスでは事業法人の持株比率は一七・三％、個人の持株比率は六・六％低下し、外国人の持株比率は一二・七％上昇していた。

表4 フランスの株式保有構造

| | 仏 (07) | 欧州 (07) | 差 (仏-欧) | 日本 (07) | 差 (仏-日) |
|------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 外国人 | 41.1% | 37% | 4.1% | 27.6% | 13.5% |
| 個人 | 6.7% | 14% | -7.3% | 18.2% | -11.5% |
| 事業法人 | 13.1% | 17% | -3.9% | 21.3% | -8.2% |
| 金融機関 | 28.8% | 27% | 1.8% | 32.5% | -3.7% |
| 公的部門 | 10.3% | 5% | 5.3% | 0.4% | 9.9% |

5 スペイン

ヨーロッパでドイツ株・イギリス株・フランス株に次いで取引シェアが大きいスペイン株（七％）の株式保有状況をみると、外国人が三七％、事業法人が二六％、個人が二〇％、金融機関が一八％、公的部門が〇％となっている（表5）。ヨーロッパ全体との差をとってみると、スペインでは事業法人が九％、個人が六％大きく、逆に金融機関が九％、公的部門が五％小さいことがわかる。また、わが国と比べると外国人が九・二％、事業法人が五・一％、個人が一・九％高く、金融機関が一四・九％、公的部門が〇・二％低い。事業法人の持株比率が高く、金融機関の持株比率が低いという点ではドイツの株式保有構造と似ている一方、個人の持株比率の高さと公的部門の持株比率の低さはフランスの株式保有構造と正反対であるということがスペインの株式保有構造の特徴と言えよう。

個人の持株比率が高く、金融機関の持株比率が低いという点では株式市場の機関化がさほど進んでおらず、今後は個人の持株比率の低下と金融機関の持株比率の上昇が生じることになるのかもしれない。さらに、フランスと同じ期間を取ってみると、公的部門は一六・四％から〇・三％にまで大幅に低下していた反面、事業法人は六・九％から二四・四％まで顕著に上昇していた。

表5 スペインの株式保有構造

| | 西 (07) | 欧州 (07) | 差 (西-欧) | 日本 (07) | 差 (西-日) |
|------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 外国人 | 36.8% | 37% | -0.2% | 27.6% | 9.2% |
| 個人 | 20.1% | 14% | 6.1% | 18.2% | 1.9% |
| 事業法人 | 26.4% | 17% | 9.4% | 21.3% | 5.1% |
| 金融機関 | 17.6% | 27% | -9.4% | 32.5% | -14.9% |
| 公的部門 | 0.2% | 5% | -4.8% | 0.4% | -0.2% |

6 イタリア

オランダやスイスに劣るといった状況は改善されたものの、イタリアは人口やGDPではイギリスやフランスに近いにもかかわらず、株式取引シェア（六八％）ではスペインに遅れをとっている。イタリアの株式保有状況をみると、事業法人が二七％、個人が二七％、金融機関が二三％、外国人が一四％、公的部門が一〇％となっている（表6）。ヨーロッパ全体との差をとってみると、イタリアでは個人が一三％、事業法人が一〇％、公的部門が五％大きく、逆に外国人が二三％、金融機関が四％小さいことがわかる。また、わが国と比べると公的部門が九・三％、個人が八・四％、事業法人が五・三％高く、外国人が一三・七％、金融機関が九・三％低い。事業法人の持株比率が高く、外国人と金融機関の持株比率が低いという点ではドイツの株式保有構造と似ているが、公的部門の持株比率が高いという点ではフランスと、個人の持株比率が高いという点ではスペインと似ていると言えよう。外国人持株比率の低さではドイツを大幅に上回り、個人持株比率の高さではスペインを大幅に上回っているが、スペインと同様、今後は株式市場の機関化の進展とともに個人持株比率の低下と金融機関持株比率の上昇が生じることになるのかもしれない。なお、スペインと同じ期間に公的部門が二九・八％から九・五％まで低下し、事業法人が一・三％から二八・五％まで上昇していた点は似ているが、公的部門の保有水準は大きく異なっている。

表6 イタリアの株式保有構造

| | 伊 (06) | 欧州 (07) | 差 (伊-欧) | 日本 (07) | 差 (伊-日) |
|------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 外国人 | 13.9% | 37% | -23.1% | 27.6% | -13.7% |
| 個人 | 26.6% | 14% | 12.6% | 18.2% | 8.4% |
| 事業法人 | 26.6% | 17% | 9.6% | 21.3% | 5.3% |
| 金融機関 | 23.2% | 27% | -3.8% | 32.5% | -9.3% |
| 公的部門 | 9.7% | 5% | 4.7% | 0.4% | 9.3% |

7 オランダ

ヨーロッパの小国の中で取引シェアが最も大きいオランダ株(五%)の株式保有状況をみると、外国人が七一%、金融機関が九%、個人が四%、事業法人が〇%、公的部門が〇%となっている(表7)。ヨーロッパ全体との差をとつてみると、オランダでは外国人が三七%大きく、逆に金融機関が一八%、事業法人が一七%、個人が一〇%、公的部門が五%小さいことがわかる。また、わが国と比べると外国人が四三・四%高く、金融機関が二三・六%、事業法人が二二・三%、個人が一四・六%、公的部門が〇・四%低い。外国人持株比率の圧倒的な大きさが目につくが、金融機関や事業法人、個人の持株比率の低さもオランダの株式保有構造の特徴と言えよう。なお、オランダの株式保有状況調査は非上場企業の株式も含まれている点で他国とは異なり、また特定できない国内株主の比率が一六・五%存在していることにも注意が必要である。ただし、この特定できない国内株主の比率が六・〇%であった二〇〇三年においても外国人が六九・〇%、金融機関が一二・〇%、個人が一一・〇%、公的機関が二・〇%、事業法人が〇・八%であったことからすると、特定できない国内株主の存在が調査結果を大きく歪めているとは考えがたい。

表7 オランダの株式保有構造

| | 蘭 (07) | 欧州 (07) | 差 (蘭-欧) | 日本 (07) | 差 (蘭-日) |
|------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 外国人 | 71.0% | 37% | 34.0% | 27.6% | 43.4% |
| 個人 | 3.6% | 14% | -10.4% | 18.2% | -14.6% |
| 事業法人 | 0.0% | 17% | -17.0% | 21.3% | -21.3% |
| 金融機関 | 8.9% | 27% | -18.1% | 32.5% | -23.6% |
| 公的部門 | 0.0% | 5% | -5.0% | 0.4% | -0.4% |

8 スイス

ヨーロッパの小国の中でオランダと並ぶ株式取引シェアを持つスイス株（5%）の株式保有状況を見ると、外国人が60%、個人が16%、金融機関が15%、事業法人が9%、公的部門が0%となっている（表8）。ヨーロッパ全体との差をとつてみると、スイスでは外国人が二三%、個人が二%大きく、逆に金融機関が一二%、事業法人が八%、公的部門が五%小さいことがわかる。また、わが国と比べると外国人が三二・六%高く、金融機関が一七・一%、事業法人が一・七%、個人が二・四%、公的部門が〇・四%低い。オランダほどではないにしても外国人持株比率の高さがスイスの株式保有構造の特徴と言えようが、ヨーロッパ全体と比べて外人持株比率の高かったオランダ・フランス・イギリスでは個人持株比率は低かったのに対して、スイスでは個人持株比率が若干高くなっていることも見逃せない。ただし、オランダと同様に小国であることから、事業法人を除けば、オランダに近づきつつあることが持株比率の推移からは確認される。

なお、こうした株式保有状況にもかかわらず、オランダでの母国取引所の取引シェアが低く（四七%）、スイスでの母国取引所の取引シェアが高い（八四%）という違いは何に由来するかわからない。

表8 スイスの株式保有構造

| | 瑞 (06) | 欧州 (07) | 差 (瑞-欧) | 日本 (07) | 差 (瑞-日) |
|------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 外国人 | 60.2% | 37% | 23.2% | 27.6% | 32.6% |
| 個人 | 15.8% | 14% | 1.8% | 18.2% | -2.4% |
| 事業法人 | 8.6% | 17% | -8.4% | 21.3% | -12.7% |
| 金融機関 | 15.4% | 27% | -11.6% | 32.5% | -17.1% |
| 公的部門 | 0.0% | 5% | -5.0% | 0.4% | -0.4% |

9 スウェーデン

ヨーロッパの小国の中でオランダとスイスに次いで株式取引シェアが大きいスウェーデン株（三％）の株式保有状況を見ると、外国人が三八％、金融機関が二七％、個人が一六％、事業法人が九％、公的部門が八％となっている（表9）。ヨーロッパ全体との差をとつてみると、スウェーデンでは公的部門が三％、個人が二％、外国人が一％大きく、逆に事業法人が八％小さいことがわかる。また、わが国と比べると外国人が一〇・四％、公的部門が七・四％高く、事業法人が一・九％、金融機関が五・五％、個人が二・四％低い。事業法人の持株比率がやや低い、ここで取り上げた八つの国の中でヨーロッパ全体の株式保有構造に最も近いというのがスウェーデンの株式保有構造であろう。外国人と金融機関の持株比率が高く、事業法人の持株比率が低いというイギリスやフランスと、反対に外国人と金融機関の持株比率が低く、事業法人の持株比率が高いというドイツ・スペイン・イタリアの特徴が相殺されて、いずれのグループにも属さぬスウェーデンの株式保有構造にヨーロッパ全体の株式保有構造が近いというのはいかなる点であった。さらに、小国でありながらオランダやスイスと似ていない点は地理的な問題が関係しているのだろうか。

表9 スウェーデンの株式保有構造

| | 典 (07) | 欧州 (07) | 差 (典-欧) | 日本 (07) | 差 (典-日) |
|------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 外国人 | 38.0% | 37% | 1.0% | 27.6% | 10.4% |
| 個人 | 15.8% | 14% | 1.8% | 18.2% | -2.4% |
| 事業法人 | 9.4% | 17% | -7.6% | 21.3% | -11.9% |
| 金融機関 | 27.0% | 27% | 0.0% | 32.5% | -5.5% |
| 公的部門 | 7.8% | 5% | 2.8% | 0.4% | 7.4% |

注

- (1) Federation of European Securities Exchanges, *Share Ownership Structure in Europe*, December 2008 (http://www.fese.be/_mndb/news/Share%20Ownership%20Survey_2007_Final.pdf). なお、最近のヨーロッパの株式売買動向については、拙稿「MIFID後のヨーロッパ株式市場」(本誌、一六五〇号、二〇〇八年一〇月)においてトムソン・ロイター社のレポートをもとにして二〇〇八年八月におけるヨーロッパの株式取引シェアを紹介した。本稿では、その際に取り上げたヨーロッパの八カ国について株式保有構造を紹介する。
- (2) わが国の数値は『平成一九年度株式分布状況調査』(http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/h19/distribute_h19a.pdf)によるものであるが、比較の関係上、金融機関の中の都銀・地銀等と信託銀行の投資信託と年金信託、生命保険会社、損害保険会社を合わせて国内機関投資家、これを除く金融機関と証券会社の合計を国内金融機関とした。なお、この年金信託の数値には公的年金の運用分が含まれていないので、機関投資家の数値は過小評価となっている可能性が高い。
- (3) 以下では、わが国の金融機関は株式分布状況調査の金融機関に証券会社を加えた値を比較している。

(よしかわ まさひろ・客員研究員)