

金融危機の影響を受けたわが国の株式保有構造

吉川 浩史

■ 要 約 ■

1. 全国の5証券取引所で集計された『平成20年度株式分布状況調査』によると、投資部門別の株式保有構造における外国人投資家の割合の低下、個人投資家の割合の上昇という2007年度より見られる流れが継続し、1990年度から2006年度までの傾向とは異なる動きとなっている。
2. 1990年度から2006年度までは、事業法人や金融機関による保有株式売却と外国人投資家による買い越しがトレンドとなっており、2004年度以降は外国人投資家が最大の保有主体となっている。
3. 今般の金融危機は投資家行動に変化をもたらし、特にリーマン・ショック以降、外国人投資家は利益確定や資産圧縮のため、2009年3月まで毎月5,000億円を超える売り越しとなった。一方、個人投資家と信託銀行は同期間に買い越しとなっており、特に信託銀行の買い越し額は、公的年金による買い付けを代行したこともあって5兆9,572億円に達した。
4. 個人投資家と投資信託もリーマン・ショック後の株価下落局面において買い越し主体となっており、2008年度末の保有構造に占める両者の割合は合計25.2%と、外国人投資家の23.6%を抜いた。足元でも、個人投資家は6月に2,614億円を買い越しており、株式の買い越しが今後一層進むのかどうか注目される。

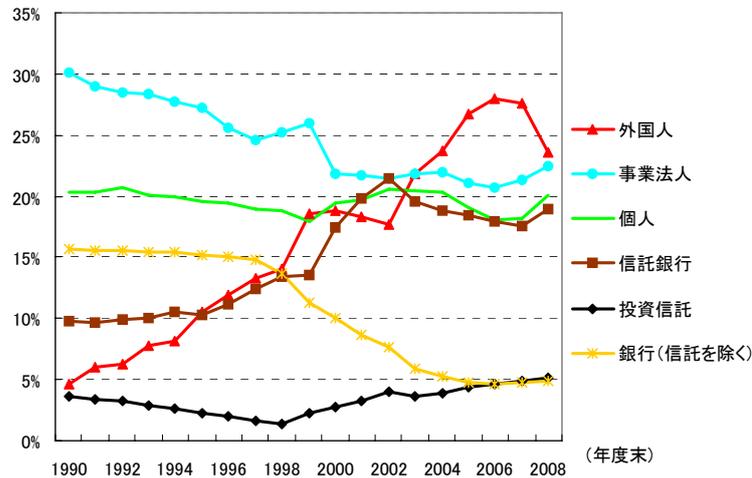
I. 金融危機下の株式保有構造

2009年6月19日に発表された東京証券取引所『平成20年度株式分布状況調査』によると¹、投資部門別の株式保有構造における外国人投資家の割合の低下、個人投資家及び投資信託の割合の上昇という2007年度より見られる流れが継続し、1990年度から2006年度までの傾向とは異なる動きとなっている。背景には、2007年以降のサブプライムローン問題に端を発する金融危機により、各主体の投資行動が変化したことがある。特に、2008年9月のリーマン・ショック以降、信用収縮や株価下落の影響により、外国人投資家や国内機

¹ 東京証券取引所ホームページ (<http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/index.html>) 参照。

関投資家の売買動向が大きく変化している。本稿では、株式分布状況の調査結果と、投資部門別売買動向から、2008年以降の株式保有構造のトレンドの変化を説明する。

図表 1 主要投資部門別の株式保有比率の推移



(注) 投資信託は銀行(信託を含む)の細項目。
 (出所) 平成 20 年度株式分布状況調査より、野村資本市場研究所作成

II. 株式保有構造の変化と投資家行動

1. 1990 年度以降の中期的な傾向

1990 年度から 2006 年度までのトレンドを概観すると、特に 1990 年代後半以降が顕著であるが、事業法人による株式持ち合い解消や金融機関による保有株式の売却のため、事業法人と銀行(信託を除く)の株式保有構造における割合は低下傾向にあった(図表 1)。一方、売却された株式の買い手となっていたのが外国人投資家で、1990 年度から 2006 年度の 17 年間で累計 64.8 兆円を買い越している。

信託銀行のシェアは 1990 年代後半に上昇している。生命保険会社や事業法人から年金信託への資金流入がその主因となっており²、2002 年以降の減少は①厚生年金基金の代行部分返上に伴う売却、②厚生年金基金の解散の増加、③企業年金の株式運用比率の低下、によるものと指摘されている³。個人投資家の割合は、1990 年以降、18~21%の範囲で安定的に推移している。

² 日本経済新聞 1998 年 7 月 11 日付朝刊記事参照。

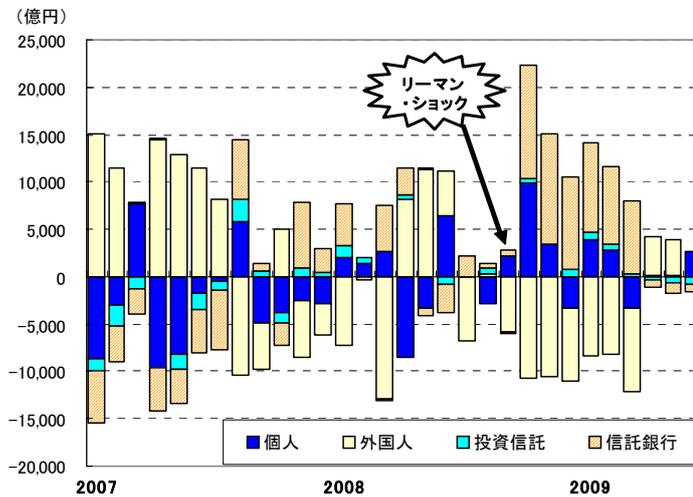
³ 『平成 15 年度株式分布状況調査の調査結果について』、日経金融新聞 2003 年 2 月 19 日付記事参照。

2. 2007 年度より生じた変化

1) 売り越しに転じた外国人投資家

次に、直近2年度で現れたトレンドの特徴的な変化を見る。1990 年度以降、買い越し主体であった外国人投資家は、2006 年度末には株式保有構造における比率が 28.0%と、株主分布状況調査の開始（1970 年度）以降の最高水準を記録した。しかし、2007 年にサブプライムローン問題が発生し、世界的な金融危機に進展すると、利益確定や資産圧縮のために売り越しとなる月もあり、リーマン・ショック以降は 2009 年 3 月まで毎月 5,000 億円を超える売り越しとなっていた（図表 2）。そのため保有比率は、2008 年度末には 23.6%に減少しており、前年度比 4.0%ポイントの低下となった。

図表 2 主要投資部門別の売買代金（ネット）の推移（2007 年 1 月～2009 年 6 月）



(注) 三市場第一部・第二部。
 (出所) 東京証券取引所資料より、野村資本市場研究所作成

2) 買い越し主体となった個人投資家と投資信託

個人投資家の株式保有構造における比率は 1990 年度以降、18～21%で推移し、2006 年度末は株価上昇局面における売り越しにより 18.1%まで低下していた。しかし、リーマン・ショック後の株価下落局面では買い越し主体となっており、例えば 2008 年 10 月には 9,928 億円の買い越しとなっている。このことが寄与し、2008 年度末には株式保有構造における比率が 20.1%と 1.9%ポイント増加した。

また、投資信託もリーマン・ショック以降、個人投資家よりは小規模ながら 2009 年 3 月まで 6 ヶ月間連続で買い越し主体となっており、買い越し額は月平均 472 億円となっている。投資信託は株式保有構造に占める比率が、1998 年度の 1.4%から 2006 年度の 4.7%まで増加してきたが、金融危機が深刻化する中でも買い越ししていたことから、2008 年度末には調査開始以降で最高の 5.1%に達している。2008 年度末時点の個人投資家と投資信託

を合計すると 25.2%となり、上場株式のおよそ四分の一を実質的に個人投資家が保有しているといえる。

3) 多額の買い越しとなった信託銀行

個人投資家と投資信託が、リーマン・ショック後の株価下落局面において買い越し主体となり、2008年9月から2009年3月までの買い越し額は合計1兆8,311億円に達する。しかし、同期間に外国人投資家は6兆86億円を売り越しており、個人投資家及び投資信託では相殺する程の規模とはならなかった。そのような中、買い越し主体として機能したのが信託銀行である。その買い越し金額は、同期間中5兆9,572億円と、外国人投資家の売り越しに匹敵する規模であった。そのため、株式保有構造における比率は2008年度末時点で19.0%と、それまでの5年連続の下落から一転して、前年度比1.5%ポイントの上昇を記録した。

信託銀行による買い越し額が大きくなった理由は、公的年金による買い付けを代行したためである。公的年金は、基本ポートフォリオを定め、資産価格の下落により配分割合が減少すると、リバランスのために買い増す形で運用を行っている。例えば、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、国内株式への資産配分を11±6%と定めており、株価下落により許容幅を超えて資産が減少した場合は買い増すとしている⁴。現時点では、株価下落による配分比率の減少が許容幅に収まっているのでリバランスは行っていないが、新規の年金財源の多くを株式に振り向けたという⁵。

III. 足元の動きと今後の展望

以上より、リーマン・ショック以降の外国人投資家による株式の売り越しと、個人投資家・投資信託・信託銀行による株式の買い越しといった投資行動が、株式分布状況調査において株式保有構造のトレンドの変化となって表れていることが確認できた。個人投資家は、投資信託を通じた保有も合わせると、2008年度末時点で全体の25.2%を保有していることになり、外国人投資家の23.6%を抜いて最大の投資主体となったと言っても過言ではない。また、足元では個人投資家が6月に2,614億円を買い越している。個人投資家や投資信託、公的年金の代行である信託銀行による株式の買い越しが今後一層進むのか、各主体の投資行動が注目される。

⁴ 日経ヴェリタス『相場低迷 公的年金どう動く』2009年3月8日参照。

⁵ 日本経済新聞2009年4月3日付朝刊記事参照。