

外人投資と日本の株式市場

福 光 寛

目 次

- I. はじめに
- II. 外人保有の増加
- III. 外人売買の増加
- IV. 派生商品取引における外人比率
- V. 外人保有・外人売買の変動の理由
- VI. 今後の課題と若干の国際比較
- 補論 外資系証券会社の市場シェア

I. はじめに (INTRODUCTION)

この報告は、外人投資（外国人投資）が近年の日本の株式市場においていかなる存在になっているかを公開資料で迫ろうとしたものである。不十分なものだが、外人投資に関する議論を深める素材としていただければ幸いである。

なお、外人投資については個々の投資家に着目した分析も注目されるが、今回は資料準備の都合で行っていない。

最初に外人投資による株式投資が証券投資主体であることを、国際収支表で確認する。

表1に掲げた国際収支表により最近の投資収支の状況を見ると、本邦資本の外国株式取得（統計上は本邦からの流出でマイナス項目）は直接投資を主経路に進展しているのに、外国資本の本邦株式取得（統計上は本邦への資本の流入でプラス項目）は証券投資（間接投資）を主経路としている。直接投資に分類される外国資本による株式取得は金額的に大変小さく、本邦資本による外国株式取得が概して直接投資主体であるのと対照的となっている。

他方、証券投資に分類される外国資本による株式取得は活発で（表1）、92-93年の一服のあと、94年から96年の3年間にわたって毎年5兆円前後の高水準の投資が続いたのである。この近年の高水準の外国資本国内流入＝日本株投資ブームが日本の株式市場にとって何を意味しているのかを教室で説明しようと統計を集めたことが、この報告の出発点であった。

表1 IMF方式国際収支表投資収支の近況

（単位：億円）

資産（本邦資本）									
暦年 Year	直接投資	証券投資		証券投資					
		株式資本	その他資本	株式	債券	中長期債	短期債	派生商品	
1991	-42,619	-36,711	-5,907	-109,914	-4,940	-104,975	-95,381	-9,506	-87
92	-21,916	-22,353	432	-43,385	3,917	-47,301	-45,895	-614	-794
93	-15,471	-16,714	1,243	-69,552	-16,423	-53,126	-40,042	-12,548	-536
94	-18,521	-16,879	-1,640	-92,037	-14,148	-77,887	-70,039	-8,282	436
95	-21,286	-22,092	805	-80,038	68	-80,104	-84,794	5,890	-1,130
96	-25,485	-21,564	-2,700	-125,227	-9,045	-116,181	-87,980	-13,028	-15,173

負債（外国資本）									
暦年 Year	直接投資	証券投資		証券投資					
		株式資本	その他資本	株式	債券	中長期債	短期債	派生商品	
1991	1,730	1,292	437	170,128	62,652	107,477	92,555	16,517	-1,696
92	3,490	2,808	682	9,983	11,371	-1,388	-576	1,711	-2,527
93	234	83	152	-8,068	21,906	-29,971	-34,603	30,357	-589
94	908	698	211	68,382	51,986	16,394	-13,729	18,931	-236
95	39	299	-260	49,264	48,051	1,210	-9,197	9,015	-8,522
96	248	-773	240	80,087	52,982	27,104	19,309	680	7,115

資料：日本銀行『国際収支統計月報』1997.2

ところで外人にはそもそもどのようなものが、統計上、入っているのだろうか。その手掛かりをまとめたものが表2-1である。理屈で考えると、外人は本邦非居住者と定義され、原則としては以下の表2-1に掲げたものとなる。

表2-1 外人の定義（原則）

外人：非居住者：居住者以外の自然人及び法人 本邦法人の在外支店・現地法人を含み 非居住者の本邦内の支店・出張所その他事務所を除く 居住地：ヨーロッパ アメリカ アジア 中近東など 主体：個人・法人（企業・金融機関・年金・投資ファンドなど含む）

根拠法規：外国為替及び外国貿易管理法（昭24法228）

しかし本邦居住者であっても実質的に非居住者により支配されているものをどうするかとか、非居住者を介して本邦居住者が行う取引をどうするかなどの疑問がこの定義から思い浮かぶ（表2-2）。この灰色部分はどう分類しても問題が残ろう。

表2-2 外人の定義（灰色部分 grey area）

外見上居住者取引 居住者でも非居住者により実質的に支配されている者の取引 居住者を介した非居住者による取引 外見上非居住者取引 非居住者でも居住者により実質的に支配されている者の取引 非居住者を介した居住者による取引

また外人が行う株式投資には証券投資に分類されていても、純粋な間接投資のほか、事業系列などを維持するための政策保有の間接投資や、さらには相手企業の支配を目的とした直接投資に該当するものも一部は、含まれている。

かなり複雑と言ってもよいが、現在はこれが外人投資として一括されている。加えて、もともとは国内が源泉の資金であっても一度海外に持ち出され非居住者の手に渡ると、つぎにそれが国内

に入るときにはそれは外人投資と認識される。また本邦法人の在外支店・現地法人が稼得した外貨資産が国内円資産に振り向けられるときも外人投資となる。

96年に盛んに議論された、年金福祉事業団による海外のLPS（リミティッドパートナーシップ）を経由した買い付けが、外人買いとして計算され、外人買いが水増しされた問題を、具体的な事例として見てみよう（表3）。

年金福祉事業団では、96年から生命保険会社一般勘定に預けている5兆円を順次解約して信託銀行と指定単（単独運用指定金銭信託）契約を結び運用委託（なお一部は自家運用）することになった。信託銀行は投資顧問と共同で設立した投資組合（LPS）に委託された資金を出資、投資顧問はLPSと投資一任契約を結び運用する（事業団が投資顧問と直接に運用を委託することは政府の特殊法人が特定企業の株式を保有することになり好ましくないとして事業団法で禁じられていた。事業団法を改正することなく米国政府の求めにより外資系を含む投資顧問に公的年金資金の運用を解禁するため、このような運用方法が導入されることになったのであった。日本経済新聞94/12/22, 95/3/7）。

具体的には投資組合（海外に設立）がロンドンで売買注文を出しこの注文が東京に回される（ロンドンにおける流動性の低さが東京に回される理由だとされる。参照、二上季代司「証券会社は一気に国際競争にさらされる」『エコノミスト』1997/3/18）。ロンドンでは手数料率が自由化されており手数料割引のメリットが享受できる（日経金融新聞96/7/22）からだが、統計上は発注地原則により欧州の投資家による注文として東京では記録される。かくして外人買いが膨らんだのである。

上場株式・証券会社経由に限定した場合、市場推定の年金福祉事業団のLPSを通じた96年の買い越し額は1兆円前後。96年の3兆3811億円と言われる外人買い越し額は、このLPS分を除

表3 年金福祉事業団によるLPS方式運用委託開始当初の事例

1) 96/1/25～	
委託資金額	300億円強
信託銀行	日本信託銀行
投資顧問	ゴールドマンサックスアセットマネージメントジャパン
LPS	米デラウェア州に設置済
カストディアン	ルクセンブルク東京三菱銀行
2) 96/1/25～	
委託資金額	300億円強
信託銀行	日本信託銀行
投資顧問	モルガンスタンレーアセットマネジメント投信
LPS	米デラウェア州に設置済
カストディアン	ルクセンブルク東京三菱銀行
3) 96/1/25～	
委託資金額	300億円強
信託銀行	三井信託銀行
投資顧問	興銀NWアセットマネジメント
LPS	米デラウェア州に設置済
カストディアン	ステートストリート信託銀行
以上のほかに採用された投資顧問は96年5月末までにスカダーステイクスアンドジャパン、野村投資顧問など20社強。しかし信託銀行は日本信託銀行あるいは三井信託銀行のいずれかに限定されている。	

資料：日経金融新聞96/1/23,1/26,5/1,5/31,6/3,7/22,12/2,97/2/18

日本経済新聞97/1/25,97/4/7。オール投資96/5/1,96/7/1,96/10/15

図1 外人委託売買にはどのような取引が混入するか（事例）



くと2兆円強になる。この2兆円を除くと、95年に4兆2000億円近くあった買い越し額は、96年には2兆円強にほぼ半減している（日本経済新聞97/1/25）。

なお96年後半の外人売りについては、銀行の海外現法による売注文が外人売りになったもので実態は国内銀行の株式処分だったという説もある（株式にっぽん96/8/15）。

このような「黒い目をした外人投資家」が外人投資に混入している問題はこれまでも議論されてきたが、統計というものが何かを基準に線引きをする性格を持っている以上、完全に排除することはできない。

投資主体別売買統計では、証券取引所会員外資系証券会社における外人委託売買には外資系証券本店や非会員外資系証券から顧客注文分と自己売買分とがそれぞれ組み込まれているという問題（図1）も知られている（この点を含め外資系証券の近況については秋葉滋「最近の外人投資家動向」『CMR』1996/4が詳しい。なお外資系5社の東京責任者による座談会『月刊資本市場』1996/1も参考になる）。これは証券会社の自己売買や厳密には邦人顧客の売買に再区分すべきものが、混入しているという問題であるが、とくに外資系証券の自己売買をいかに位置付けるかという問題とも絡んでいる。投資主体別統計のうち外資系総合証券発表分を含む統計では、こうした点に注意する必要がある。

II. 外人保有の増加（INCREASING HOLDING BY NON-RESIDENTS）

国内株式の外人保有分の増加については色々な把握方法があるが、ここでは速報性に優れている上場株式についての統計でまず過去25年分を見る。表4によれば、投資単位（株数）統計でも市場価格統計でも、1980年代後半のいわゆるバブル期に減少したあと、1990年以降それが回復し最近ではバブル期の水準を完全に凌駕している。市場価格統計では1995年度に10%を越える比率になっている。

今回の高まりは日本の経済史という長期の視点からみても、画期的な高い水準への到達である。5年平均の推移を見た表5でこの点は確認できよう。

しかしこれが過去最大の外国人投資とは言にくいことは表4を過去に逆上ると明らかである。とくに1970年代後半から1980年代前半にかけてのブームが、前年比の数値の動きで見ると規模的にはこれまでで一番大きかったと考えられる。その意味では今回のブームは、第二次大戦後、何回か繰り返された対日投資ブームの一つに過ぎないとも言えよう。安田圭司氏によれば今回は「第6次対日株式投資ブーム」なのである（同『外国人投資家』日本経済新聞社、1995）。なお、最近の論説で安田氏は第6次ブームは90年11月から96年6月までで終わったとし、1997年2月から第

表4 外人保有比率の推移（1970-95）内国上場株式

年度	会社数	株数	前年差	*	前年比	市場価格統計		保有投資額(億円)	
1970	1,584	3.2%	-0.1%	3,831	+8.9%	4.9%	n/a	9,701	n/a
71	1,602	3.6	+0.4	4,563	+19.1	5.2	+0.3%	14,757	+57.1%
72	1,631	3.5	-0.1	4,831	+5.9	4.5	-0.7	22,436	+52.0
73	1,684	3.0	-0.5	4,425	-8.4	4.0	-0.5	16,745	-25.4
74	1,706	2.5	-0.5	3,921	-11.4	3.2	-0.8	13,820	-17.5
75	1,710	2.6	+0.1	4,417	+12.6	3.6	+0.4	17,043	+18.9
76	1,719	2.6	0.0	4,669	+5.7	3.7	+0.1	20,049	+17.6
77	1,723	2.3	-0.3	4,376	-6.3	3.0	-0.7	18,244	-9.0
78	1,707	2.1	-0.2	4,257	-2.7	2.7	-0.3	19,106	+4.7
79	1,723	2.5	+0.4	5,074	+19.2	3.0	+0.3	21,706	+13.6
80	1,734	4.0	+1.5	8,714	+71.7	5.8	+2.8	50,274	+131.6
81	1,749	4.6	+0.6	10,718	+23.0	6.4	+0.6	57,416	+14.2
82	1,771	5.1	+0.5	12,178	+13.6	7.6	+0.8	80,814	+40.8
83	1,790	6.3	+0.8	15,578	+27.9	8.8	+1.2	137,504	+70.1
84	1,806	6.1	-0.2	15,626	+0.3	7.4	-1.4	135,037	-1.8
85	1,834	5.7	-0.4	18,243	+16.7	7.0	-0.4	165,448	+22.5
86	1,882	4.7	-1.0	15,695	-14.0	5.3	+1.3	187,684	+14.4
87	1,925	3.6	-1.1	12,506	-20.3	4.1	-0.8	177,949	-5.2
88	1,978	4.0	+0.4	14,709	+17.6	4.3	+0.2	223,379	+25.5
89	2,031	3.9	-0.1	14,846	+0.9	4.2	-0.1	208,102	-6.8
90	2,079	4.2	+0.3	16,463	+10.9	4.7	+0.5	210,770	+1.3
91	2,106	5.4	+0.8	21,775	+32.3	6.0	+1.3	196,809	-6.6
92	2,120	5.5	+0.1	22,780	+4.6	6.3	+0.3	207,205	+5.3
93	2,161	6.7	+1.2	28,375	+24.6	7.7	+1.4	282,966	+36.6
94	2,211	7.4	+0.7	32,997	+16.3	8.1	+0.4	252,319	-10.8
95	2,277	9.4	+2.0	43,036	+30.4	10.1	+2.0	409,300	+62.2

資料：全国証券取引所協議会『株式分布状況調査』

*100万株、1000投資単位。1985年度以降、単位数ベース。

7次ブームが始まったと指摘している（株式にっぼん97/6/15）。ただ売買規模の違いから1980年代後半から今回のブームが始まり、それが継続しているとみなすと過去最長の投資ブームと考えることもできる（この点は第3節で表12を解説している。1980年代後半からの売買規模水準の違いを論じているところを参照していただきたい）。

以上の外人保有の増加はあくまで平均値での議論である。もう少し個々の銘柄別に見ると保有対象となる株式の広がりや保有程度の深まりも確認できる。公開されている株式においては外人保有の対象とならない株式は、ごく僅かになりその銘柄数に近年変化が見られない（表6）。これは特別な問題のある銘柄を除けば、公開されているすべての銘柄が外人投資の対象となったことを示している。なお店頭登録銘柄についても、1995年度で10%を越える保有比率から判断すると上場会社（表4）とあまり変わらない外人保有水準に到達していると判断される（表7）。

もともと外人による日本株投資は、知名度の高い一部の銘柄に偏る傾向があった。そこでつぎのようなことを想定してみた。時間の経過とともに外人投資は業種的に電気機器、輸送用機器などの知名度の高い銘柄に偏っていたものが、次第に広がりを見せ、偏りは修正されつつあると。

表5 外人保有比率の歴史的推移（1955-95）

（株数統計 %）

年度	1955-60	61-65	66-70	71-75	76-80	81-85	86-90	91-95
5年平均	1.4	1.9	2.5	3.0	2.7	5.6	4.1	6.9

表6 上場会社において外人保有の対象となっている社数

年 度	1986	1990	1995
上場会社数	1,881 (100.0)	2,078 (100.0)	2,277 (100.0)
保有なし	161 (8.6)	59 (2.8)	59 (2.6)
5%未満	1,293 (68.2)	1,608 (77.4)	1,353 (59.4)
5%以上	427 (22.7)	411 (19.8)	865 (38.0)
保有対象	1,720 (90.9)	2,019 (97.2)	2,218 (97.4)

資料：表5～6とも表4に同じ。対象は内国上場会社。

表7 店頭登録会社の外人保有

年度	登録銘柄数	投資単位	市場価格統計	保有投資額
1994	555	7.1%	10.6%	1,150十億円
1995	678	15.5	11.9	1,847

資料：日本証券業協会 対象は店頭登録銘柄。

しかし調べてみるとこのような一般化は単純にはできない。

表8に見られるように、電気機器に集中し金融・保険に手薄な外人投資の特徴は是正されつつあるが残っている。化学工業や輸送用機器などに対する選好も続いている。

表10は外人部門における業種別の時価総額の比重（表8）と内国の全上場会社の業種別時価総額の比重とを対比したものである。前者を後者で割った数字がある業種への時価投資額でみた外人投資の偏りの大きさを示すと考え、その推移を調べたものである。これで見ると、外人投資の偏りの変化について10年以上継続する傾向を読み取ることはむづかしい。ただ表8でも見たように、電気機器、化学工業や輸送用機器への選好や金融とくに銀行業の忌避は続いているとは言えよう。

また今回の外人保有の高まりについては、すべての銘柄について空前のものと思われるかもしれない。しかしいわゆる国際優良銘柄について見ると96年3月期までの数字で見ると、1980年代前半の外人保有比率の方が高いものが多い。表11で確認できるように、1980年代前半か

表8 外国人部門の業種別投資金額構成の推移

(%)

月 末	85/3	86/3	87/3	88/3	89/3	90/3	91/3	92/3	93/3	94/3	95/3	96/3
電気機器	35.3	25.5	13.9	20.1	14.4	20.4	20.0	17.2	16.5	19.4	18.1	17.9
化学工業	12.0	11.4	13.3	13.5	9.5	8.2	9.3	10.1	9.8	8.1	9.0	9.3
化 学	—	—	—	—	—	—	—	—	5.4	4.8	5.6	5.7
医薬品	—	—	—	—	—	—	—	—	4.4	3.3	3.4	3.6
金融・保険	8.2	10.8	20.2	16.2	15.1	12.7	13.7	13.0	14.8	15.7	15.8	16.8
銀行業	—	—	—	—	—	—	—	—	7.7	8.3	9.4	9.5
証券業	—	—	—	—	—	—	—	—	2.9	3.6	2.7	2.5
保険業	—	—	—	—	—	—	—	—	3.4	2.7	2.5	2.5
その他金融	—	—	—	—	—	—	—	—	0.8	1.1	1.2	1.3
商 業	6.3	8.4	7.3	8.9	8.8	9.3	9.3	9.3	8.8	9.9	8.7	8.8
卸売業	—	—	—	—	—	—	—	—	3.5	3.8	3.7	3.7
小売業	—	—	—	—	—	—	—	—	5.3	6.1	5.0	5.1
輸送用機器	6.9	5.2	4.2	5.2	9.6	8.0	7.1	6.5	8.3	7.9	8.7	8.9
石油・石炭製品	3.2	4.0	4.2	4.7	5.0	4.8	4.9	4.6	4.4	4.1	4.0	3.1
建設業	1.5	3.9	6.4	3.9	6.6	6.0	6.4	7.5	6.1	4.9	4.8	4.5
小 計	73.4	69.2	69.5	72.5	69.0	69.4	70.7	68.2	68.7	70.0	69.1	69.3

資料：全国証券取引所協議会『株式分布状況調査』 対象：内国上場会社 (%)

表9 内国全上場会社の業種別時価総額比重の推移

（％）

月 末	85/3	86/3	87/3	88/3	89/3	90/3	91/3	92/3	93/3	94/3	95/3	96/3
電気機器	15.4	12.0	7.5	10.1	9.1	11.4	10.6	10.0	9.4	10.6	10.6	11.1
化学工業	9.2	8.2	7.5	8.0	7.1	6.6	6.8	7.2	8.4	7.0	7.3	7.2
化 学	—	—	—	—	—	—	—	—	4.7	4.5	4.7	4.8
医薬品	—	—	—	—	—	—	—	—	2.7	2.5	2.5	2.4
金融・保険	29.4	28.4	35.9	32.5	28.6	27.0	27.5	26.5	27.3	27.5	27.0	25.9
銀行業	—	—	—	—	—	—	—	—	22.2	21.9	22.0	20.1
証券業	—	—	—	—	—	—	—	—	2.8	3.3	2.6	3.2
保険業	—	—	—	—	—	—	—	—	1.7	1.6	1.5	1.6
その他金融	—	—	—	—	—	—	—	—	0.6	0.7	0.9	1.0
商 業	6.4	7.0	5.4	6.8	6.9	8.2	8.6	8.7	7.9	8.6	8.1	8.7
卸売業	—	—	—	—	—	—	—	—	3.9	3.8	3.7	4.0
小売業	—	—	—	—	—	—	—	—	4.2	4.8	4.4	4.7
輸送用機器	5.7	4.6	3.7	4.6	5.9	5.6	5.3	5.5	6.5	6.6	7.0	7.4
石油・石炭製品	1.1	1.1	0.9	0.8	1.0	0.8	0.9	1.0	1.2	1.1	1.1	1.1
建設業	2.4	3.6	4.0	3.5	4.9	5.0	5.1	5.6	5.0	4.6	4.6	4.4
小 計	69.6	64.9	64.9	66.3	63.5	64.6	64.8	64.5	65.7	66.0	65.7	65.8

資料：表8と同じ。

表10 外国人部門の業種別投資選好度（概数）の推移

月 末	85/3	86/3	87/3	88/3	89/3	90/3	91/3	92/3	93/3	94/3	95/3	96/3
電気機器	230	210	190	200	160	180	190	170	180	180	170	160
化学工業	130	140	180	170	130	120	140	140	120	120	120	130
化 学	—	—	—	—	—	—	—	—	120	110	120	120
医薬品	—	—	—	—	—	—	—	—	160	130	140	150
金融・保険	30	40	60	50	50	50	50	50	50	60	60	70
銀行業	—	—	—	—	—	—	—	—	40	40	40	50
証券業	—	—	—	—	—	—	—	—	100	110	100	100
保険業	—	—	—	—	—	—	—	—	200	170	170	160
その他金融	—	—	—	—	—	—	—	—	130	160	130	130
商 業	100	120	140	130	130	110	110	110	110	120	110	100
卸売業	—	—	—	—	—	—	—	—	100	100	100	90
小売業	—	—	—	—	—	—	—	—	130	130	110	110
輸送用機器	120	110	110	110	160	140	130	120	130	120	120	120
石油・石炭製品	290	360	470	590	500	600	540	460	370	370	360	280
建設業	60	110	160	110	140	120	130	130	120	110	100	100

注：表8および表9より作成。傾向を読み取りやすくするため概数表示とした。

[外国人部門での比率/全体での比率]×100

ら半ばにかけてのピークはかなり高いものだった。国際優良銘柄については外人保有比率はバブル経済期にむしろ低下し、バブル崩壊後は比率が回復しつつあるという方が正確だ。

このように今回の外人保有の高まりが96年3月期までの数字で議論する限り、特に国際優良銘柄の一部については空前の水準ではないことは注目されてよい。今回の特徴は、平均的な高まりという点と、これまで外国人保有の低かった多くの銘柄について外人保有が浸透し、これまでの外人保有のピークを超える現象が見られるということである。

表11 個別企業の外人保有比率の事例

(%)

月末	6501 Hitachi	6752 Matsushita	6758 Sony	6762 TDK	7203 Toyota
1970/3	14.9	18.4 (70/ 5)	31.1 (70/ 4)	0.7 (70/ 5)	2.8 (70/ 5)
71/3	13.2	22.1 (71/ 5)	38.3 (71/ 4)	1.6 (71/ 5)	2.7 (71/ 5)
72/3	12.2	21.8 (72/ 5)	42.6 (72/ 4)	2.1 (72/ 5)	1.8 (72/ 5)
73/3	9.7	23.3 (73/ 5)	44.1 (73/ 4)	4.8 (73/ 5)	1.1 (73/ 5)
74/3	6.7	14.8 (74/ 5)	45.5 (74/ 4)	1.9 (74/ 5)	0.9 (74/ 5)
75/3	6.6	9.1 (74/11)	38.0 (74/10)	1.1 (74/11)	0.9 (75/ 5)
76/3	10.8	8.9 (75/11)	41.9 (75/10)	2.7 (75/11)	1.2 (76/ 6)
77/3	12.1	9.2 (76/11)	40.1 (76/10)	5.4 (76/11)	1.3 (77/ 6)
78/3	8.8	5.5 (77/11)	30.4 (77/10)	5.2 (77/11)	0.8 (78/ 6)
79/3	9.0	4.7 (78/11)	17.4 (78/10)	6.5 (78/11)	0.6 (79/ 6)
80/3	13.0	4.1 (79/11)	12.4 (79/10)	9.6 (79/11)	0.6 (80/ 6)
81/3	22.3	8.8 (80/11)	35.2 (80/10)	25.1 (80/11)	0.6 (81/ 6)
82/3	18.9	13.7 (81/11)	46.3 (81/10)	32.0 (81/11)	1.2 (82/ 6)
83/3	19.6	16.9 (82/11)	47.3 (82/10)	36.0 (82/11)	3.2 (83/ 6)
84/3	22.1	22.5 (83/11)	39.5 (83/10)	29.8 (83/11)	3.7 (84/ 6)
85/3	25.7	21.3 (84/11)	37.8 (84/10)	21.3 (84/11)	3.1 (85/ 6)
86/3	19.8	20.8 (85/11)	37.0 (85/10)	20.4 (85/11)	2.7 (86/ 6)
87/3	12.1	15.2 (86/11)	19.1	14.2 (86/11)	2.0 (87/ 6)
88/3	10.0	9.0	10.1	10.0 (87/11)	1.5
89/3	8.7	7.5	15.0	8.5	1.8
90/3	10.0	6.3	15.2	7.5	2.3
91/3	12.7	8.3	18.7	12.1	3.3
92/3	15.1	10.8	21.6	19.4	3.8
93/3	16.0	11.4	24.3	23.0	4.7
94/3	18.9	15.5	30.5	25.8	5.7
95/3	19.5	14.7	27.0	25.8	5.4
96/3	23.6	18.1	33.3	27.6	7.8

資料：東洋経済新報社『会社四季報』，日本経済新聞社『会社年鑑』

表11続き (%)

月末	7268 Honda	7269 Suzuki	7751 Canon	8317 Fuji	8318 Sumitomo
1970/3	3.4 (70/ 2)	0.1	19.7 (70/ 6)	—	—
71/3	2.6 (71/ 2)	0.1	18.0 (71/ 6)	—	—
72/3	6.2 (72/ 2)	0.1	13.6 (72/ 6)	—	—
73/3	4.6 (73/ 2)	0.2	7.4 (73/ 6)	—	—
74/3	2.3 (74/ 2)	0.4	4.8 (74/ 6)	0.8	1.7
75/3	1.8 (75/ 2)	0.2	3.8 (74/12)	0.8	1.1
76/3	4.6 (76/ 2)	0.2	3.6 (75/12)	0.9	1.0
77/3	6.5 (77/ 2)	0.1	15.7 (76/12)	0.7	0.8
78/3	6.3 (78/ 2)	0.1	11.3 (77/12)	0.4	0.2
79/3	4.4 (79/ 2)	0.1	7.8 (78/12)	0.5	0.2
80/3	3.6 (80/ 2)	2.7	9.6 (79/12)	0.7	0.2
81/3	5.4 (81/ 2)	3.5	23.1 (80/12)	0.8	0.2
82/3	4.1 (82/ 2)	7.7	19.6 (81/12)	0.2	0.2
83/3	8.7 (83/ 2)	6.6	25.2 (82/12)	1.1	0.2
84/3	19.4 (84/ 2)	6.6	30.0 (83/12)	1.6	1.2
85/3	23.7 (85/ 2)	6.9	34.6 (84/12)	1.3	1.3
86/3	21.3 (86/ 2)	5.7	30.2 (85/12)	0.9	1.1
87/3	15.2 (87/ 2)	5.7	21.6 (86/12)	1.1	2.4
88/3	10.1	5.5	11.0 (87/12)	0.9	1.8
89/3	8.7	4.6	11.6 (88/12)	1.4	2.8
90/3	6.3	10.2	13.5 (89/12)	1.2	2.5
91/3	7.0	6.6	15.5 (90/12)	1.2	2.9
92/3	12.8	10.3	21.5 (91/12)	1.7	3.7
93/3	12.2	15.6	24.5 (92/12)	1.9	3.9
94/3	14.6	27.1	25.8 (93/12)	2.3	4.9
95/3	12.9	25.3	30.9 (94/12)	2.7	5.7
96/3	16.8	29.6	36.9 (95/12)	4.6	7.5

資料：東洋経済新報社『会社四季報』，日本経済新聞社『会社年鑑』

Ⅲ. 外人売買の増加（*INCREASING TRANSACTIONS BY NON-RESIDENTS*）

つぎに外人売買の増加を検討する。保有比率については1990年代に入ってから比率の回復が目目されたのであるが、売買については1980年代半ばから売買規模が大きく変化している。この売買規模の上昇を継続した現象と考えると、87-91年と93-96年の二つの小ブームを含む大ブームが、この10年間に展開されたと考えることができる。

表12は大蔵省発表の間接投資の状況である（取引所での売買代金は表15を参照）。これによると、1980代前半の非居住者による取得・処分の規模は年間で300-400億ドル、取得の規模はネットで40億ドル程度。これに対して1980年代後半からの動きは明らかに波が大きく、取得・処分の規模は年間で1000-2000億ドル。そしてこの水準がほぼ維持されている。このことは外人にとっての日本の株式市場の意味が80年代後半以降に変化したことを示している。バブル崩壊後、日本株の魅力が復活して外人投資が増加したという議論の仕方があるが、売買の規模から考えるとその変化はいわゆるバブルの時期に始まり10年間継続している。なお最近の取得の規模はネットで400-500億ドルになっている。

表12 対内証券投資状況（間接投資，決済ベース）

（単位：100万\$）

暦年	対内株式投資			対内公社債投資		
	取得	処分	net	取得	処分	net
1981	24,971	21,452	3,519	24,303	18,531	5,772
82	17,272	15,664	1,612	30,143	25,281	4,863
83	31,061	26,941	4,120	39,488	37,419	2,068
84	35,904	43,152	△ 7,248	62,976	59,520	4,523
85	37,873	40,985	△ 3,112	101,203	96,520	3,456
86	83,249	102,665	△19,415	199,858	201,967	△ 2,109
87	150,172	198,676	△48,504	281,926	275,251	6,675
88	162,726	160,882	1,844	268,551	290,179	△21,628
89	211,750	212,930	△ 1,180	264,813	261,033	3,781
90	124,849	140,930	△16,082	193,310	175,871	17,439
91	139,060	93,791	45,270	168,541	147,205	21,336
92	91,794	83,283	8,511	146,855	155,013	△ 8,159
93	140,791	122,907	17,883	157,862	157,895	△ 34
94	206,433	160,530	45,904	164,196	162,594	△ 1,602
95	216,382	167,172	49,210	171,207	162,420	8,787

資料：大蔵省 株式は出資比率が10%以上になる場合を除く
公社債は短期証券を除き受益証券を含む

他方、日本の株式市場における外人売買代金のピークは、円で見てもドルで見ても日本の他の投資家と同じくバブル期の1989年であった。しかしバブル期には外人以外の投資部門の売買規模がさらに急激に膨れ上がったため、外人の売買規模が急増したにも関わらず市場でのその売買比率は低下した。バブルが崩壊した1990年以降、外人売買比率が市場で目立ってくる。表13は東証1部について、総合証券の売買全体における外人と個人の売買比率である。個人の比率はこの表の15年ほどの間に半減し、外人の比率は倍増した。細かく言えば、外人の比率はバブル経済期に一度低下し、その後、急速に回復しバブル期以前の水準を越えるに至っている。また外人の比率

表13 投資部門別売買代金構成比（東証1部（％）総合証券分）

外 人	暦 年	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
	売 付	10.6	11.1	14.0	16.9	14.3	13.1	12.5	7.9
	買 付	11.1	11.5	15.6	13.5	12.4	9.7	8.3	7.0
	暦 年	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
	売 付	9.2	11.6	12.5	19.8	17.5	19.9	20.3	20.1
	買 付	8.3	9.8	17.6	20.7	18.6	24.6	25.3	22.9
個 人	暦 年	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
	売 付	43.8	42.1	44.8	43.2	39.4	31.9	28.3	26.3
	買 付	40.6	39.8	41.3	42.3	36.5	29.4	27.0	24.0
	暦 年	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
	売 付	25.1	23.1	25.1	20.9	20.9	17.6	17.7	21.1
	買 付	23.8	24.1	22.2	19.2	19.2	14.7	17.2	19.8

資料：東京証券取引所「証券統計年報」

は1994年頃から個人の比率を概ね上回っている。

実額で見てもよい。表15から見ると、1980年代後半のバブル期に実額で外人売買がやはり活発化していたことが分かる。また表15や表16をよく見ると、最近の売買水準でも金額（代金）でも株数（売買高）でもバブル経済期の1989年に外人売買が到達していたピークに及んでいない。しかし1996年にはドル建ての買付額、売買代金合計額、それに買付の単位株数などが、これまでの最高水準に到達している。また比率的にも外人売買の比重はこれまでになく上がり、しかも、バブル期外人部門は売り越しであったものが、1991年以降は買い越しに回っている。

この基調の変化については、海外でのエクイティ絡み債発行が、まさに1990年以降に急減したことが大きいとされている。新規取得株式の保有増大という売り圧力が急減し、消滅寸前になったのである。この売圧力にどの程度の意味があったのか。乱暴な仮定だがエクイティ債が発行額が減っていれば、そのまま対内株式投資額（買い圧力）が増加したと仮定して、対内株式投資の数値を修正してみたのが表14である。修正 net の欄を見ると、これが存在しなければ買い越し圧力が現れたこと、その圧力がここ15年間に段階を昇る形で増加していたことが読み取れよう。

表14 海外エクイティ債が存在しない場合の仮定計算

（単位：100万\$）

年度/暦年	1981	1982	1983	1984	1985	1981/85平均
海外エクイティ債	4,495	2,562	6,428	6,825	8,429	5,748
対内株式投資 net	3,519	1,613	4,120	-7,248	-3,112	-222
修正 net	8,014	4,175	10,548	-423	5,317	5,526
年度/暦年	1986	1987	1988	1989	1990	1986/90平均
海外エクイティ債	15,624	32,059	46,712	68,994	22,735	37,225
対内株式投資 net	-19,415	-48,504	1,844	-1,180	-16,082	-16,667
修正 net	-3,791	-16,445	48,556	67,814	6,653	20,557
年度/暦年	1991	1992	1993	1994	1995	1991/95平均
海外エクイティ債	31,805	15,238	24,941	6,085	8,240	17,262
対内株式投資 net	45,270	8,511	17,883	45,904	49,210	33,356
修正 net	77,075	23,749	42,824	51,989	57,450	52,017

注：海外エクイティ債は年度統計で野村証券「公社債要覧」による（表29参照）。対内株式投資 net は暦年統計で大蔵省発表による（表12参照）。修正 net は海外エクイティ債発行額を加算。

表15 外人売買代金（東証1部 総合証券報告分）

（兆円 10億ドル）

暦年	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
売付	3.8	2.8	5.2	8.0	8.3	16.8	25.3	18.6 兆円
買付	4.0	3.0	5.8	6.4	7.2	12.6	16.8	16.6
合計	7.8	5.8	11.0	12.4	15.5	29.4	42.1	35.2
暦年	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
売付	26.1	17.7	11.7	10.2	13.0	14.0	14.7	19.5 兆円
買付	23.5	15.1	16.8	10.8	14.1	17.6	18.4	22.7
合計	49.6	32.8	28.5	21.0	27.1	31.6	33.1	42.2
暦年	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
売付	17	11	22	34	35	100	175	145 10億ドル
買付	18	12	24	27	30	75	116	129
合計	35	23	46	61	65	175	291	274
レート	220.5	249.1	237.5	237.5	238.5	168.5	144.6	128.2 円/\$
暦年	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
売付	189	122	89	81	117	137	156	179 10億ドル
買付	170	104	125	85	127	172	196	209
合計	359	226	213	166	244	309	352	388
レート	138.0	144.8	134.7	126.7	111.2	102.2	94.0	108.8 円/\$

資料：東京証券取引所『証券統計年報』換算レートは年平均レート（IFS）

総合証券には外資系総合証券を含む。外資系総合証券とは東証が総合証券に準じた扱いをしているものであって、その社数を明示した文献はないのでここでは推定を試みた。公表数値から計算すると次のように推移していると思われる。

各年末	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95
内国総合証券	25	28	34	41	46	47	48	48	48	48社
外資系総合証券	6	5	21	21	25	25	25	24	24	24社
計	31	33	55	62	71	72	73	72	72	72社

表16 外人売買高（東証1部 総合証券分）

（10億株）

暦年	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
売付	7.4	5.3	8.1	11.2	11.7	18.4	23.1	16.4 10億株
買付	7.7	4.9	9.6	9.1	9.7	13.7	15.0	13.8
合計	14.7	10.2	17.7	20.3	21.4	32.1	38.1	30.2
暦年	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
売付	16.5	11.5	9.3	10.6	11.8	12.8	14.3	16.8 10億株
買付	14.7	9.6	13.1	10.7	13.0	17.4	17.4	19.3
合計	30.2	21.1	22.4	21.3	24.8	30.2	31.7	36.1

資料：東京証券取引所『証券統計年報』

表17 総合証券統計のカバレッジ（東証1部）

（兆円・%）

暦年	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
全体 (1)	245.6	280.0	325.8	176.3	107.3	58.9	83.7	82.5	78.6	97.1
(2)	203.7	235.6	283.6	153.4	94.5	52.0	75.1	74.3	69.4	86.1
(2)/(1)	82.7%	84.1	87.0	87.0	88.1	88.3	89.5	90.0	88.3	89.1

資料：東京証券取引所『証券統計年報』

(1)：東証1部売買額 (2)：総合証券報告における売付額と買付額との合計の2分の1

なお総合証券ベースの表13、15-16については、市場全体の動向をどこまでこの数字がカバーできるかが問題となる。そこで近年について、この市場全体の売買金額と総合証券分との対比を試みたのが表17である。これによると総合証券報告分のカバレッジはこの10年間、増加傾向にあり直近ではほぼ9割である。概ねこの総合証券ベースの数字で全体の動向を読み取っても大きな誤りはないと考えられる（外資系大手証券の数字が加わることでこの統計のカバレッジは上昇したのである。表15の注記を参照されたい）。

IV. 派生商品取引に関連して(DERIVATIVES AND NON-RESINENTS)

ところで外人売買では、派生商品取引に伴う現物売買の増加も見逃せないという議論がある。先物取引に伴う現物市場での裁定取引を考えるとこの議論には説得力がある。これがどの程度の規模のものが気になる場所である。派生商品市場での外人売買のシェアは、現物市場でのシェアに近いがそれには及ばず概ね2割以下である（表18）。この数字の意味を考えるために個人部門についての、シェアを見たのが表19である。両者を比較すると、派生商品市場を外人部門が活用していることが読み取れる。

表18 現物市場および派生商品市場における取引金額・外人売買シェア

暦年	東証1部	TOPIX 先物	日経225 先物	日経300 先物	日経225 プット	日経225 コール
1987	406.0 (10.0)	— —	— —	— —	— —	— —
88	471.3 (7.5)	83.9 (1.7)	108.2 (0.9)	— —	— —	— —
89	567.1 (8.8)	192.0 (4.7)	375.7 (2.9)	— —	— —	— —
90	306.8 (10.7)	142.7 (8.3)	783.5 (6.3)	— —	3.9 (12.8)	3.0 (9.8)
91	189.0 (15.1)	62.3 (15.1)	1,057.5 (7.0)	— —	5.2 (12.2)	5.5 (10.5)
92	104.0 (20.3)	37.0 (14.5)	432.5 (12.8)	— —	4.3 (20.4)	3.5 (20.1)
93	150.2 (18.1)	65.9 (15.4)	319.0 (13.6)	— —	1.7 (15.8)	2.1 (20.0)
94	148.6 (22.3)	83.7 (14.8)	245.2 (15.8)	24.5 (22.6)	1.0 (21.5)	1.2 (20.0)
95	138.8 (22.8)	75.8 (16.2)	246.2 (15.4)	11.8 (45.0)	1.5 (16.7)	1.2 (13.7)
96	172.1 (23.5)	90.4 (21.0)	292.6 (16.6)	11.0 (54.7)	0.8 (15.3)	0.9 (14.3)

資料：東京証券取引所【東証統計月報】 【証券統計年報】
 大阪証券取引所【統計月報】 単位：兆円・％
 東証1部の取引金額は総合証券の売付と買付の合計
 その他の数字も投資主体別統計のもの

表19 現物市場及び派生商品市場における個人売買シェア (％)

暦年	東証一部	TOPIX 先物	日経225 先物	日経300 先物	日経225 プット	日経225 コール
1987	27.6	—	—	—	—	—
88	25.1	0.2	0.2	—	—	—
89	24.4	0.3	0.3	—	—	—
90	23.6	0.4	0.5	—	4.9	6.1
91	23.6	0.2	0.4	—	4.1	3.8
92	20.8	0.1	0.6	—	2.7	3.5
93	20.1	0.0	0.4	—	2.7	3.5
94	16.1	0.0	0.4	0.2	4.0	4.7
95	17.4	0.2	0.6	0.1	7.4	8.1
96	14.8	0.1	0.5	0.0	5.6	6.7

資料：表18に同じ

派生商品市場については、国外の派生商品市場にも注目する必要がある。たとえばシンガポール国際金融取引所（SIMEX）の日経平均取引は、日本の大阪取引所の日経平均225取引の30%以上の規模と考えられる（表20）。こうした海外市場の派生商品市場まで考えると、外人による派生商品取引活用が国内市場だけでは見えない、さらに大きな広がりをもつものであることが想像できる。

他方、派生商品市場における外国証券の活躍という周知の事実がある。表21に明らかなように外国証券会社は、売買等損益において成果を挙げており（大きな損失を出すこともあるが）高い比重を誇っている。これは外国証券が派生商品取引のノウハウにおいて国内証券に勝っているとされる一つの証拠でもある。この活躍が派生商品取引が現物市場に与える影響が強まっている問題（後述）とともに、外人取引が派生商品取引を通じて現物市場に強い影響を及ぼしているとのイメージを強めていると考えられる。

表20 SIMEX の日経平均先物取引の規模

Year	SIMEX Nikkei Average		OSE Nikkei 225 (3) ¥1000×Index	Share of SIMEX Nikkei Ave. (4) (1)/[(2)+(3)]
	(1) ¥500×Index	(2) (1)×(1/2)		
1987	363,439	183,120	—	—
88	586,921	293,461	1,887,140	13.5%
89	858,965	429,483	5,442,647	7.3
90	880,513	440,257	13,588,779	3.1
91	721,751	360,876	21,643,085	1.6
92	3,349,243	1,674,622	11,927,329	12.3
93	5,162,199	2,581,100	8,461,458	23.4
94	5,801,098	2,900,549	6,208,754	31.8
95	6,456,984	3,228,492	7,220,900	30.9

資料：野村証券『証券統計要覧』大阪証券取引所『統計月報』と照合した。

取引代金の推移については96年9月26日の日本経済新聞が、92年にSIMEXは大証の13%、それが大証側での取引時間の短縮や売買手数料引き上げなどが影響して、95年にはSIMEXは大証の45%にまで増えたと報道している（日本経済新聞96/9/26夕刊）。

派生商品取引が現物市場に与える影響の大きさを測定する方法はいくつか考えることができる。ここではプログラム売買（一度に25銘柄以上の現物株式の売付または買付を行うもの）の比重の増加をその指標として採用したい。一般に指数先物取引を行っておればそれに対応して、現物市場で指数に似せたポートフォリオを組んで多数の銘柄を同時に売買する必要が生ずるが、このことはプログラム売買の増加という形を取ると考えられる。表22に見るように現物市場でのプログラム売買の比率は趨勢的に増加している。なお毎月の比率の変動を『東証統計月報』で見ると、1996年の場合は10%から20%までの間に納まっている。興味深いのは、信用取引の現物市場に占める比率が趨勢的に低下し（表23と表24）、1996年にはプログラム売買より比率が小さくなったと考えられることである。そこには日本の株式市場の取引形態の大きな変化が見られるし、派生商品市場を活用する外人投資はこうしたトレンドに乗ったものと言えよう。

表21 証券会社の業態別決算概況

（単位：10億円・％）

1996年3月期 会社数	一般の証券会社 207社（76）	銀行系証券子会社 17社（6）	外国証券 50社（18）	総計 274社（100）
受入手数料	1,584（84）	49（3）	242（13）	1,875（100）
金融収益	275（74）	26（7）	72（19）	373（100）
売買等損益	385（70）	18（3）	149（27）	552（100）
営業収益計	2,244（80）	93（3）	464（17）	2,801（100）
1995年3月期 会社数	一般の証券会社 208社（77）	銀行系証券子会社 14社（5）	外国証券 50社（18）	総計 272社（100）
受入手数料	1,408（84）	20（1）	239（14）	1,667（100）
金融収益	279（77）	11（3）	72（20）	362（100）
売買等損益	28（14）	5（2）	174（84）	207（100）
営業収益計	1,717（77）	36（1）	484（22）	2,237（100）
1994年3月期 会社数	国内証券（銀行系証券子会社を含む） 213社（82）		外国証券 47社（18）	総計 260社（100）
受入手数料	1,765（87）		265（13）	2,031（100）
金融収益	349（83）		71（17）	420（100）
売買等損益	199（59）		137（41）	335（100）
営業収益計	2,313（83）		474（17）	2,787（100）

資料：証券業協会『証券業報』

才取会員など特殊な証券会社を除く

表22 プログラム売買の現物市場に占める比率（東証）

（単位：10億円）

暦年	売り(1)	買い(2)	市場1部売買高(3)	[(1)+(2)]/(3)
1990	1,809.8	1,933.8	123,424.0*	1.52%
1991	6,234.9	8,120.9	107,108.4	6.70
1992	7,183.8	7,595.5	58,881.2	12.55
1993	8,805.7	10,941.3	83,685.7	11.80
1994	9,317.1	11,277.7	82,517.2	12.48
1995	9,142.2	11,683.8	78,617.2	13.25
1996	13,480.1	17,355.7	97,097.3	15.88

*1990年の売買高は4月～12月のもの。

表23 信用取引の現物市場に占める比率の推移（東証）

（％）

暦年	1961—65	66—70	71—75	76—80	81—85	86—90	91—95
5年平均	22.3	31.6	31.5	25.7	23.4	16.5	16.1

表24 信用取引の現物市場に占める近年の比率（東証）

暦年	信用取引売買代金	総売買代金	信用取引比率
1994	26,333	174,711	13.7%
1995	32,208	167,127	15.0
1996	33,998	203,785	14.1

注：総売買代金は東証1部2部合計の往復計算（単位は10億円，％）

資料：表22から表24 いずれも『東証統計月報』

V. 外人保有・外人売買変動の理由（FACTORS OF FLUCTUATIONS）

ここでの最大の問題はまず1980年代半ばからの外人売買の活発化をどう説明するかである。そしてそれが1980年代後半には大幅な売り越しとなり、1990年代前半には大幅な買い越しに転じたそのそれぞれの理由が次の問題である。これらについては既存の指摘が様々にあり、ここではそれを統計的に裏付け確認してゆくことにする。

まず1980年代後半における日本企業の海外でのエクイティ債の発行の増加（表25）が大きな背景となっている。これが外人（黒い目の外人を含む）による日本株式の取得・売却を促した（最終的には売り要因になった）と考えられる。これはすでに表14で論じたところである。

ところで一般に株式取得を促す理由としては投資収益率の改善がある。加えて外人の場合には、円高による為替差益取得の問題がある。

すなわち外人投資家が円建ての日本株式取得において、国内投資家に比べて有利だったのはまずこの時期に急進展した円高による為替差益を取得できたことである。表27で明らかになるように、この間の円高は、外人投資家にとって日本株からの投資収益を強め（86-88年、93-94年）、あるいは下落の悪影響を相殺する方向に働いてきた（91-92年、95年）。しかし円安が、逆に得られなかった投資収益を薄めたり（89年と96年）、下落の悪影響を強める方向に働いたこともある（82年と90年）。

これら為替差益や投資収益率の高さが、エクイティ債の発行もあって、まさにこの時期に外人売買を活発化させることになった。

しかし反面では株価収益率の国際比較でみると、日本はかなり割高になり（表28で見ると1987年から89年には日本とアメリカでは日本はアメリカの4倍以上の数字になった）、日本株は相対的に

表25-1 日本の会社による海外でのエクイティ債の発行（単位：件、10億円）

年度	転換社債				ワラント債		エクイティ債		cf	
	事業会社		金融機関		事業会社		計		預託証券	
1980	73	507.5	—	—	—	—	73	507.5	13	107.7
1981	132	1,033.4	—	—	5	44.6	137	1,078.0	24	287.4
1982	78	627.5	—	—	9	65.8	87	693.3	11	62.6
1983	159	1,191.4	—	—	34	323.1	193	1,514.5	6	77.8
1984	157	1,227.2	—	—	61	433.6	218	1,660.8	10	49.5
1985	79	765.9	10	182.1	91	866.2	190	1,814.2	2	10.7
1986	37	330.9	12	154.5	205	1,993.2	254	2,478.6	1	0.6
1987	56	427.1	40	649.7	226	3,439.0	322	4,515.8	2	39.0
1988	107	691.9	24	374.7	223	4,982.1	354	6,048.7	2	16.5
1989	153	1,216.3	26	522.6	244	8,269.8	423	10,008.7	8	336.4
1990	67	513.8	—	—	144	2,624.5	211	3,138.3	—	—
1991	70	510.4	1	100.0	270	3,705.3	341	4,315.7	—	—
1992	22	157.9	2	81.6	136	1,650.2	160	1,889.7	—	—
1993	72	529.0	1	50.0	189	2,111.7	262	2,690.7	1	50.0
1994	61	346.2	—	—	36	250.0	97	596.2	—	—
1995	44	248.4	1	201.8	72	692.3	117	1,142.5	3	25.7

表25-2 エクイティ債発行状況の変化（単位：10億円）

年 度	累積81-85	累積86-90	累積91-95
転換社債	5,027.5	4,881.5	2,739.1
事業会社	4,845.4	3,180.0	2,305.7
金融機関	182.1	1,701.5	433.4
ワラント債	1,733.3	21,308.6	8,409.5
合 計	6,760.8	26,190.1	11,148.6

資料：公社債引受協会『公社債月報』

値下がりリスクが高い状況になった。このことがバブル期に売り基調が続く基本的背景になったと考えられる。

表26-1 株価指数の推移（year average）

Year	TOPIX	日経225	index	DJ30	index	S&P500	FTSEAS	index
1981	552.29	7,510.73¥	100	932.91\$	100	128.04	307.73	100
1982	548.28	7,399.36	99	884.52	95	119.71	342.61	111
1983	647.41	8,808.71	117	1,186.83	127	160.41	434.99	141
1984	815.47	10,560.61	141	1,178.51	126	160.46	516.25	168
1985	997.72	12,565.63	167	1,329.99	142	186.46	631.30	205
1986	1,324.26	16,386.07	218	1,793.07	192	236.39	785.17	254
1987	1,963.29	23,176.03	309	2,277.57	244	287.00	1,026.21	333
1988	2,134.24	27,011.33	360	2,061.47	221	265.86	932.21	303
1989	2,569.27	34,042.79	453	2,510.51	269	323.05	1,110.37	361
1990	2,177.96	29,474.78	392	2,679.53	287	334.61	1,092.63	355
1991	1,843.18	24,298.20	324	2,929.03	314	376.20	1,187.68	386
1992	1,359.55	18,179.40	242	3,284.08	352	415.74	1,223.27	398
1993	1,525.09	19,086.96	254	3,524.92	378	451.61	1,458.66	474
1994	1,600.32	19,918.49	265	3,794.22	407	460.42	1,573.50	511
1995	1,328.93	17,355.34	231	4,494.28	482	541.72	1,647.49	535
1996	1,608.37	21,074.55	281	5,785.17	620	675.94	1,909.46	620

いずれも年平均

表26-2 近年の日本株の出遅れ感

各月平均	TOPIX	Nikkei 225	DJ 30	S & P 500	FT-SE 100
1995/3 (1)	1,307.89	16,447.56	4,062.78	493.15	3,078.2
95/9	1,438.16	18,097.16	4,746.76	578.77	3,524.3
96/3	1,312.18	20,424.27	5,616.24	647.07	3,697.5
96/9	1,436.08	20,823.62	5,804.01	674.88	3,929.1
97/1	1,379.78	18,050.44	6,707.03	766.22	4,166.5
97/2	1,386.68	18,575.59	6,917.48	798.39	4,331.6
97/3 (2)	1,373.32	18,244.07	6,901.11	792.16	4,349.8
(2)/(1)	1.05	1.11	1.70	1.61	1.41

資料：東京証券取引所『東証統計月報』，大阪証券取引所『統計月報』

表27 ドルで評価した日経平均の変化

暦年	日経平均225	前年比	レート	日経平均225	前年比
1981	7,510.73 ¥	640.57 (9.3%)	220.5	34.1 \$	3.8 (12.5%)
1982	7,399.36	-111.37 (- 1.5)	249.1	29.7	-4.4 (-12.9)
1983	8,808.71	1,409.35 (19.0)	237.5	37.1	7.4 (24.9)
1984	10,560.61	1,751.90 (19.9)	237.5	44.5	7.4 (19.9)
1985	12,565.63	2,005.02 (19.0)	238.5	52.7	8.2 (18.4)
1986	16,386.07	3,820.44 (30.4)	168.5	97.2	44.5 (84.4)
1987	23,176.03	6,789.96 (41.4)	144.6	160.3	63.1 (64.9)
1988	27,011.33	3,835.30 (16.5)	128.2	210.7	50.4 (31.4)
1989	34,042.79	7,031.46 (26.0)	138.0	246.7	36.0 (17.1)
1990	29,474.78	-4,568.01 (-13.4)	144.8	203.6	-43.1 (-17.5)
1991	24,298.20	-5,176.58 (-17.6)	134.7	180.4	-23.2 (-11.4)
1992	18,179.40	-6,118.80 (-25.2)	126.7	143.5	-36.9 (-20.5)
1993	19,086.96	907.56 (5.0)	111.2	171.6	28.1 (19.6)
1994	19,918.49	831.53 (4.4)	102.2	194.9	23.3 (13.6)
1995	17,355.34	-2,563.15 (-12.9)	94.0	184.4	-10.5 (- 5.4)
1996	21,074.55	3,719.21 (21.4)	108.8	193.7	9.3 (5.0)

資料：大阪証券取引所『統計月報』 日経平均は年平均

1990年代に入ってから買い基調への転換の要因としては、まずエクイティ債発行の急減に伴って、この側面からの売り圧力が大幅に減ったことが挙げられる（表25）。バブル崩壊に伴う日本の株価の急落は、日本の株価の割高感を薄め、株価の回復期待を高めた。一時は5倍近くになった株価収益率の日米倍率（株価収益率倍率と呼ぶことにする）は1991-92年には2倍そこそこにまで低下した（表28）。株価急落は、外人投資家にとってバブル期に手放した日本株を、値下がりリスクの低いところで再度取得するチャンスでもあった。円高の効果もあり、外人投資家から見た投資指標は1993-94年には、実際にも回復を示した（表27から表28）。さらに近年の国際的に見た日本株の出遅れ感（表26-2）は、株価が低迷する日本国内の諸事情を別にすれば日本株価回復の期待を集めている。これらが1990年代の外人投資家の買い基調の要因だったと言えよう。

表28 投資関連指標の推移

暦年	投資収益率	株価収益率			日米の倍率 (1)/(2)	益回り 1/(1)
		日本(1)	アメリカ(2)	イギリス		
1981	21.0%	21.1%	7.8%	10.8%	2.71倍	4.7%
1982	2.1	23.0	10.3	12.0	2.23	4.3
1983	23.0	27.8	11.2	13.4	2.72	3.6
1984	29.4	31.2	9.4	12.5	3.32	3.2
1985	27.0	33.6	12.9	12.6	2.60	3.0
1986	40.1	50.0	13.7	13.8	3.65	2.0
1987	46.2	54.0	12.4	12.0	4.35	1.9
1988	14.6	58.5	11.9	10.8	4.92	1.7
1989	22.4	60.9	14.2	12.8	4.29	1.6
1990	-15.9	38.7	14.3	11.4	2.71	2.6
1991	-11.3	40.8	19.1	15.2	2.14	2.5
1992	-24.8	40.5	20.3	18.2	2.00	2.5
1993	13.7	57.2	19.4	20.3	2.95	1.7
1994	7.3	68.1	15.9	15.0	4.28	1.5
1995	-13.1	69.5	17.2	15.9	4.04	1.4
1996	17.7	54.6	20.0	15.7	2.73	1.8

資料：投資収益率（東証1部）は日本証券経済研究所
株価収益率（年末）は野村総合研究所（Data Stream）

エクイティ債の発行が外人の日本株取得に結びついた点を傍証する統計として表29と表30とを挙げておく。表29では欧州を中心とする発行状況が示され、表30では1980年代後半の欧州中心の日本株取得・処分（売り越し）の状況が示されている。

表29 日本企業の外債発行状況

(100万\$)

年度	米国	ユーロドル		ユーロ円		ドイツ		スイス		その他とも	
	CB	CB	WB	CB	WB	CB	WB	CB	WB	CB	WB
1980	60	670	—	46	—	297	—	1,134	—	2,394	—
81	375	1,975	168	127	—	151	—	1,562	21	4,477	189
82	250	403	100	—	—	71	53	1,771	109	2,544	262
83	—	1,347	950	—	—	19	159	3,678	248	5,078	1,400
84	50	2,068	660	—	—	104	492	2,842	529	5,064	1,761
85	—	1,490	2,615	411	105	317	149	1,853	1,461	4,100	4,329
86	—	1,100	9,460	—	—	—	469	1,985	2,438	3,085	12,539
87	—	2,940	22,834	—	—	250	60	4,563	1,252	7,753	24,306
88	—	700	36,835	—	—	161	354	7,338	589	8,199	38,513
89	—	1,631	53,170	—	—	528	2,818	8,529	2,094	10,688	58,306
90	—	—	16,080	—	—	—	1,522	3,656	4,426	3,656	19,079
91	—	650	16,695	752	—	—	4,743	3,173	4,145	4,575	27,230
92	—	540	8,180	757	—	—	837	646	7,475	1,943	13,295
93	—	80	10,595	3,194	—	36	1,312	2,249	1,547	5,559	19,382
94	—	60	950	1,149	0	0	82	2,296	2,795	3,505	2,580
95	—	0	4,566	203	—	0	0	676	1,547	879	7,361

資料：野村証券「公社債要覧」

表30-1 非居住者による日本株取得（証券会社経由分）

(単位：10億円)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
合衆国												
取得	1490	2880	3784	3486	4770	3970	4537	3285	5164	7474	8296	8925
処分	1584	4264	5349	3295	4065	3872	2681	2452	4245	5714	5842	7906
ネット	-94	-1384	-1565	191	705	98	1856	833	919	1760	2454	1095
欧州												
取得	5480	9333	11311	10913	13764	8505	9053	5277	6853	10006	8923	11692
処分	6200	11584	15827	11198	15624	10674	6407	5374	6524	8046	7305	9590
ネット	-720	-2251	-4516	-285	-1860	-2168	2646	-97	228	196	1618	2102
東南アジア												
取得	2058	4122	6221	5729	6825	4534	4468	3346	4227	3880	3407	5243
処分	2117	4451	7658	5728	7243	5098	3666	3224	3918	3225	3118	4750
ネット	-59	-329	-1436	1	-425	-564	802	122	309	655	289	493
その他												
取得	439	637	877	972	1136	855	648	390	488	553	336	422
処分	459	698	981	780	1201	811	460	287	425	520	376	428
ネット	-20	-61	-104	192	-65	44	188	103	63	33	-40	-6
合計												
取得	9468	16972	22193	21101	26494	17867	18706	12298	16732	21914	20962	26282
処分	10360	20997	29815	21001	28133	20454	13215	11338	15113	17505	16640	22675
ネット	-892	-4025	-7622	100	-1639	-2687	5491	960	1619	4409	4322	3607

資料：証券業協会「証券業報」

表30-2 ネットの取得状況の変化

ネット	累積86-90	累積91-95
合衆国	-1,975	7,822
欧州	-11,082	6,456
東南アジア	-2,744	2,566
その他	5	345
合計	-15,776	17,189

資料：証券業協会『証券業報』

VI. 今後の課題と若干の国際比較（SHORT INTERNATIONAL COMPARISONS）

外人投資家を見る上で投資主体を細分して、そのポートフォリオの変遷を検討することは今回は、行っていない。しかし細かく投資主体別に検討することは、ある程度までは可能であり今後の課題としたい。

ここでは市場での外人シェアの意味を国際比較を通じて検討してみよう。まずイギリスに付いての保有および売買比率の推移が表31である。これによると、イギリス内国株式の外人投資家による保有比率は近年増加し、1993-94年では16%台で、同時期の日本の数字の約2倍である。他方、売買比率は20%前後にあり、これは日本と変わらない。

表31 イギリス内国株式と外人投資家

（%）

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
取引金額	10.1	19.9	14.6	19.9	21.9	16.1	11.1	16.5	17.8	18.3
保有金額	—	—	—	12.8	11.8	12.8	13.1	16.3	16.3	n/a

資料：Lodon Stock Exchange, *Survey of London Stock Exchange Transactions*.取引金額は各年1～9月間の調査による。*Quality of Market Quarterly*に掲載された過去の『取引状況調査』の数字と照合した。

アメリカはどうか。表32はアメリカの株式の外人による保有比率の推移である。これによると活発な株式の供給のなかで外人保有比率は近年下がっていた。日本やイギリスの数字と見比べると、株式市場と外人投資との関係については、日本はどちらかといえば、イギリスの数字に近い。

表32 アメリカにおける株式保有

	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995
残高	2,360	3,530	4,864	5,463	6,279	6,293	8,345 \$ Billion
外人保有比率	5.8	6.9	6.1	6.0	5.9	5.4	4.2 %

資料：SIA, *Securities Industry Trends*, July 18, 1996.

原表はFRBのFlow of Fundsであり、他の統計に比べ外人比率は低めに出ている。

アメリカについて外人による売買比率は計算したものが無かったので試算してみた（表33）。分母にはNYSEとNASDAQの合計だけとしたが、この他の取引所も加えて考えると、厳密な売買比率はここに試算した数字より、さらに低いと考えられる。日本の株式取引の国際化は、売買比率に外人売買が占める比率で考えると、イギリスに近く、アメリカの倍以上となっている。

表33 アメリカにおける株式売買比率（試算）

	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995
売買額 NYSE	981	1,336	1,534	1,765	2,305	2,477	3,110 \$ Billion
NASDAQ	234	452	694	891	1,350	1,449	2,398
Total (1)	1,215	1,788	2,228	2,656	3,655	3,926	5,508
外人取引金額 (2)	159	362	411	448	618	699	915
(2)×(1/2)/(1)	6.5	10.1	9.2	8.4	8.5	8.9	8.3 %

資料：Statistical Abstract of US 1996.

韓国や台湾の株式市場との比較も興味深い（表34と表35）。これらの市場では市場規模が小さいこともあって、外人投資に制限の残る市場であるにも係わらず、外人保有比率では日本とあまり変わらない水準にすでに到達しているが、外人投資に制約が残るためか外人売買比率ではなお低い水準にある。

表34 韓国国内国株式と外人投資家

	1992	1993	1994	1995	1996
外人保有比率（株数）	4.07	8.74	9.22	10.02	11.51 %
出来高（株数）	1.80	2.45	2.84	5.47	6.06 %
売買代金（金額）	1.28	2.50	2.46	4.80	6.02 %

資料：山一証券『アジアハンドブック96/97』

韓国証券監督院『証券調査月報』と照合し1996年の数字を補充した。

表35 台湾国内国株式と外人投資家

	1991	1992	1993	1994	1995
外人保有比率（株数）	8.15	7.99	7.58	9.00	8.53 %
法人	4.94	5.05	4.79	5.65	5.44 %
投資信託	0.27	0.45	0.52	1.50	1.52 %
個人	2.94	2.49	2.27	1.85	1.57 %
売買代金（金額）	0.05	0.20	0.44	0.66	1.33 %

資料：山一証券『アジアハンドブック96/97』

Taiwan Stock Exchange, Fact Book 1996 と照合した。

日本の数字をこれら各国の数字との対比して見よう。イギリスとの対比では、日本の外人保有比率が現状よりさらに高い水準を想定できることが分かる。ただ売買比率では20%前後はすでにかなり高い値で、日本はそのレベルになっていることも分かる。市場への外人投資の影響力は絶対値でかなり高い水準にあると言えよう。

そのような高い売買比率という状況のもとで、日本の株価収益率の相対的な高さと、外人による日本株処分の高さとの相関の強さを示す表36を掲げて、小報告を閉じることにしたい。外人の投資行動は、この表が示すところでは、マクロの集計量のレベルでも株価収益率倍率が高いとき（日本株が相対的に割高であるとき）少し遅れながらではあるが、処分額を増やすという「合理的」な行動を取ってきたと言えるようである。

なお、誤解を避けるために言えば、外人の日本株処分は急増したとしても株価の暴落を意味するわけではない。暴落すれば外人投資家も大損するから、売るときには機会を見計らって小出しに処分することになる。処分額が多いとき、市場は常に売り圧力を抱え、株価が上がりにくい状況に追い込まれているのである。

ここまでの議論をまとめてみよう。

日本の株式市場はバブル崩壊後、外人買いに席卷された感があった。しかし外人の動向に沿って見ると外人買いは1980年代後半以降はほぼブームが連続していた。しかし当初は日本国内のバブルのために、その存在が目立たなかった。バブル崩壊後、日本の国内投資家の萎縮が、外人買いの位置を押し上げた面は否めない。この連続した長期のブームは日本株での外人買いの一般化を促してきたが、電気機器、輸送用機器などに特化し、銀行を忌避する外人投資の特徴はなお健在である。なお派生商品取引での外人の位置は確かに大きいだが、現物市場でのシェアに比べて際立って大きいわけではない。最後に国際的に比率を比較してみると、日本の株式市場の外人への開放が、保有でも売買でも絶対値としてかなり高い水準になっていることが判る。そしてこれはまさに日本版ビッグバン背景の一つではないか。外人シェアの増加はその「合理的」投資行動と相まって、日本の金融システムの見直し＝グローバルスタンダードへの移行を迫る「影の力」となっているのではないか。

表36 外人による日本株処分と株価収益率倍率

暦年	対内株式投資		株価収益率倍率	
	処分	index	日米	index
1981	21,452	20.2	2.71	83.1
82	15,664	14.8	2.23	68.4
83	26,941	25.4	2.72	83.4
84	43,152	40.7	3.32	101.8
85	40,985	38.6	2.60	79.8
86	102,665	96.5	3.65	112.0
87	198,676	187.2	4.35	133.4
88	160,882	151.6	4.92	150.9
89	212,930	200.6	4.29	131.6
90	140,930	132.8	2.71	83.1
91	93,791	88.4	2.14	65.6
92	83,283	78.5	2.00	61.3
93	122,907	115.8	2.95	90.5
94	160,530	151.3	4.28	131.3
95	167,172	157.5	4.04	123.9
av	106,131	100.0	3.26	100.0
	100万\$		倍	

注：対内株式投資処分額（表12より） 単位：100万\$、倍
 株価収益率日米倍率（表28より）
 indexは平均値を100として指数表示したもの。

補論 外資系証券会社の市場シェア

市場推定との表現で、外資系東証会員証券会社の東証1部、2部合計での売買シェアについては、しばしば報道されているがこの数値はなお継続開示されていない。

つぎのような報道がある。外資系証券の東証売買シェア（株数）は1989年には5.5%だったものが、92年には20.0%になった（日本経済新聞93/1/15）。あるいは90年度に9.3%だったものが92年度には19.8%になった（同94/1/12）。92年度に19.85%だったものが93年度に18.07%にダウンした（同

94/4/12)。97年2月に24.9%だったものが、97年3月に28.8%に上昇した（同97/4/5）。各社別では95年には上位20社中5社が外資。モルガンが5位で3.24%，メリルが12位で2.03%など（CMR,96/4 秋葉論文）。96年度前半では、上位20社中7社が外資と外資系証券会社の比重は増大（日本経済新聞96/10/24）。97年2月から4月では上位20社中10社が外資系、上位10社でも3社が外資系（同97/6/2）。

ここでは国内での株式売買高の合計と、全国証券会社（内国証券会社）の株式売買高との比較から、つまり既存の公開統計から外資系証券会社の比重増大の推定を試みた。

まず国内での株式売買高を、全取引所の株式売買高、店頭銘柄の売買高、上場外国株式の売買高の3つを合計して年度の国内での株式売買高を算出した（付表1）。

付表1 国内での株式売買高

期間	取引所売買高	店頭売買高	外国株式売買高	合計(1)
1985/10-86/9	225,170	252	311	225,733
86/10-87/9	304,523	332	756	305,611
87/10-88/9	307,113	410	206	307,729
88/10-89/3	161,539	321	202	162,062
89/4-90/3	209,507	869	417	210,793
90/4-91/3	144,382	1,113	238	145,733
91/4-92/3	94,251	1,066	128	95,445
92/4-93/3	82,665	584	67	83,316
93/4-94/3	109,694	1,442	61	109,694
94/3-95/3	107,709	2,538	42	110,289
95/4-96/3	127,278	2,622	46	129,946

資料：東証『証券統計年報』 単位：百万株

合計は外国株式売買高を含めた。これを除くべきだとの考えもありうるが、ここでは含めた。ただし数値は小さいので付表2の比率の計算にはいずれにせよ大きな違いは出ない。

つぎにこの数値で全国証券会社（内国証券会社）の株式売買高を2分の1の数値（売買注文が往復で入っているのを2分の1にした）を割って比率を求めた。するとこの比率が該当期間にキレイな低下傾向を示すことがわかった。この比率の低下は、基本的には外資系証券会社の売買シェアの増加を反映しているのではないかと考える。

付表2 内国証券シェアの低下

年 度	国内での株式売買高(1)	全国証券会社株式売買高(2)	(2)÷2=(3)	(3)/(1)
1986/9	225,733	462,935	231,468	102.5
87/9	305,611	622,304	311,152	101.8
88/9	307,729	618,402	309,201	100.5
89/3	162,062	318,582	159,291	98.3
90/3	210,793	408,434	204,217	96.9
91/3	145,733	275,545	137,773	94.5
92/3	95,445	171,270	85,635	89.7
93/3	83,319	142,580	71,290	85.6
94/3	111,190	193,974	96,987	87.2
95/3	110,289	192,226	96,133	87.2
96/3	129,946	226,095	113,047	87.0

資料：東証『証券統計年報』、『大蔵省証券局年報』 単位：百万株、%

(2)から除かれているのは、外国証券会社、東京連合証券、日本協栄証券、日本店頭証券及び才取会員。

ところで、外資系証券と多くの内国証券の位置関係はすでに逆転しており、外資系証券はすでに準大手証券の一角を占めていると言えるが、一般に入手できるランキングは、両者を一緒にしたランキングではない。

以下では主要な財務諸表の数値について、問題のランキング表をあえて作ってみた（付表3）。この表によれば経常利益で10位以内に外資系証券会社が4つ入っている。従業員規模も大きくなり（付表4）、その存在感は増している。この点からすれば証券市場では、市場の国際化が銀行や生命保険など他の金融市場よりも早く進展していると言える。日本版ビッグバンの意義はこうした状況への対応としても考える必要があるだろう。

付表3 96年3月期の全証券会社ランキング表

		受入手数料			売買等損益
1	野村	265,504	1	野村	88,323
2	日興	219,335	2	CS First Boston Japan	63,021
3	大和	212,860	3	大和	51,325
4	山一	151,319	4	日興	48,993
5	新日本	60,756	5	Morgan Stanley Japan	34,280
6	国際	53,052	6	山一	33,038
7	勸角	48,745	7	国際	27,823
8	和光	43,126	8	Merill Lynch Japan	21,725
9	岡三	31,556	9	Lehman Brothers	17,065
10	三洋	30,092	10	和光	15,167
11	Morgan Stanley Japan	29,780	11	新日本	14,617
12	東京	23,415	12	三洋	10,231
		営業収益			経常利益
1	野村	432,112	1	野村	91,489
2	大和	301,633	2	日興	65,012
3	日興	295,656	3	大和	62,558
4	山一	224,238	4	山一	15,127
5	国際	88,053	5	Merill Lynch Japan	9,889
6	新日本	80,898	6	Morgan Stanley Japan	8,756
7	Morgan Stanley Japan	70,283	7	国際	7,468
8	CS First Boston	70,064	8	JP Morgan Securities Asia	6,121
9	和光	64,949	9	Chemical Securities Asia	6,002
10	勸角	60,723	10	丸三	4,941
11	Merill Lynch Japan	47,523	11	第一勧業	3,611
12	岡三	43,867	12	立花	2,741

資料：『金融ビジネス』東洋経済，96/9 単位：百万円

外資系の数字は日本証券業協会発表によるが、『日経金融年報』が掲載したものをを使用した。

付表4 大手外国証券の従業員規模 店舗数は96.8現在

大手外国証券従業員数	従業員数	店舗数	営業開始	東証正会員
Merill Lynch Japan	753 (95/12)	3	72-	○
ING Baring Securities	692 (96/ 2)	2	86-	○
Morgan Stanley Japan	646 (95/12)	2	84-	○
Goldman Sachs Japan	510 (96/ 3)	2	83-	○
Lehman Brothers	377 (95/12)	2	86-	○
CS First Boston	323 (96/ 2)	2	85-	○
UBS Securities Ltd	256 (95/12)	2	87-	○
SBC Warburg Japan	214 (95/12)	2	86-	○
Paribas Capital Market Ltd.	175 (95/12)	1	87-	○
Deutsche Bank Capital Market Asia →Deutsche Morgan Grenfell Capital Market Ltd.	160 (95/12)	1	86-	○
James Capel Pacific	154 (95/12)	1	86-	○
Jardine Fleming Securities	153 (95/12)	2	81-	○
Societe Generale Securities	148 (95/12)	2	86-	○
Smith Barney International	131 (95/12)	1	80-	○
BT Asia Securities	115 (95/10)	1	87-	—
Shroder Securities Japan	112 (95/12)	1	86-	○
Chemical Securities Asia	96 (95/12)	1	87-	—
Chase Securities Japan Ltd. →Citicorp International Securities	95 (95/10)	1	78-	○
Paine Webber Asia Ltd.	72 (95/12)	1	85-	○

資料：『日経外資系企業ファイル96』ほか。従業員数を公開していない企業あり。
各持ち株会社傘下の従業員規模の例 『日経外国会社年鑑97』による。

The Chase Manhattan Corp.	68,828 (95/12)
CS Holding	33,521 (95/12)
Merill Lynch & Co.	46,400 (95/12)
Morgan Stanley Group Inc.	9,238 (95/11)
Lehman Brothers Holding	7,708 (95/11)

付表5 外国人委託売買株数（純） 総合証券売買分 東証1部 （単位 100万株）

月間	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
91	303	588	403	-8	1	131	243	409	1022	464	179	74
92	240	208	313	120	32	-408	19	57	-280	55	-276	112
93	-91	-25	447	25	-57	-112	-18	172	213	39	274	254
94	835	898	960	225	455	726	-85	359	-78	188	-25	65
95	-179	-65	304	72	7	152	475	925	626	87	167	586
96	804	325	963	556	87	375	-191	-111	100	-270	-114	-80
97	-259	159	113	-57	446	478	270	-87				

付表6 外国人委託売買金額（純） 総合証券売買分 東証1部 （単位 10億円）

月間	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
91	374	906	595	40	67	173	335	471	1128	642	240	93
92	275	248	309	118	17	-286	58	87	-257	56	-228	164
93	-63	-1	443	-30	-80	-138	9	-159	205	22	171	314
94	947	955	836	76	313	597	-194	172	-193	96	-70	82
95	-191	-27	306	122	91	211	567	948	588	76	119	768
96	878	341	923	632	217	538	-150	-113	156	-229	-37	6
97	-78	340	303	119	869	662	681	-45				

資料：付表5および付表6とも『東証統計月報』

付表7 寄り付き時の外人注文状況例（1997年）

（万株）

	3.3	3.4	3.5	3.6	3.7	4.7	4.8	4.9	4.10	4.11
4社 売り	750	700	700	700	700	600	600	750	750	750
買い	750	700	750	750	700	600	600	750	800	800
差	0	0	50	50	0	0	0	0	50	50
外資系売り	2430	2210	2400	2440	2530	2140	2420	2050	2380	3010
買い	1730	1930	2410	1990	2230	2500	2340	2220	2130	1860
差	-700	-280	-10	-450	-300	360	-80	170	-250	-1150

資料：『日本証券新聞』 この状況の報道は同紙の場合は1996年9月から。