

バブル期における金融機関の 株式投資について*

小 畑 二 郎

要 旨

この論文は、バブル期前後における日本の金融機関の株式投資に関する一般的傾向について分析することを目的とする。日本の金融機関は、この時期に機関投資家として株式を市場で売買することに本格的に参入し始めたが、その投資行動は、一般的にいて特異なものであった。それは、株価上昇期にその上昇率を上回る率で株式取得額を急増させ、株価下落期に株式の売却に回るか、もしくは株式取得額を大きく減少させるという行動であった。このような行動は、主として海外の機関投資家からなる海外部門の行動と、ほとんどの場合、正反対となっていた。このような対称性は、どのような理由から生まれたのか、またそのような投資行動は日本の株式市場や国民の資産運用に対してどのような影響を与えるのか。本稿は、このようなことについて考察する。

そして、金融機関の株式投資は、長期的には、過度に強気な期待と弱気の期待との交替によって説明されるが、短期的な資産運用としては明らかに不合理なものであり、株式市場と国民の資産運用に対して悪い影響を及ぼしかねないということについて議論する。

目 次

はじめに

I. 背景：マネー・フローの長期的変化と企業投資
の不安定性

II. 長期的傾向：バブル期とバブル崩壊以降との対
比

III. 株価水準と株式取得額の短期的変化

1. 民間金融機関の投資行動

2. 海外部門の投資行動

IV. 日本の機関投資家の株式投資に対する評価
おわりに

* 本稿作成に必要な統計資料の収集とその整理について、筑波大学大学院ティーチング・アシスタントの唐成君の助力を得た。

はじめに

「バブル経済」を経由して、日本経済は、ようやく「投資・運用経済」とよばれるのにふさわしい段階に入ってきたといわれている（若杉・清水 [1997] 参照）。そのような中で国民の将来の生活設計に資するための資産運用を代行するものとして、また証券・金融市場において指導的役割を果たすものとして、機関投資家の存在は、ますますその重要度を高めてきているといえるであろう。だが日本の金融機関は、はたしてそのように重要な役割を果たすべき存在として、十分に準備を整えているのであろうか。

本稿は、「バブル経済」とその前後とに焦点をあてて、日本の金融機関が株式市場においてどのような役割を果たしてきたのかについて検討し、日本の金融機関の株式投資運用の今後のあり方について、暫定的な展望を与えようとするものである。

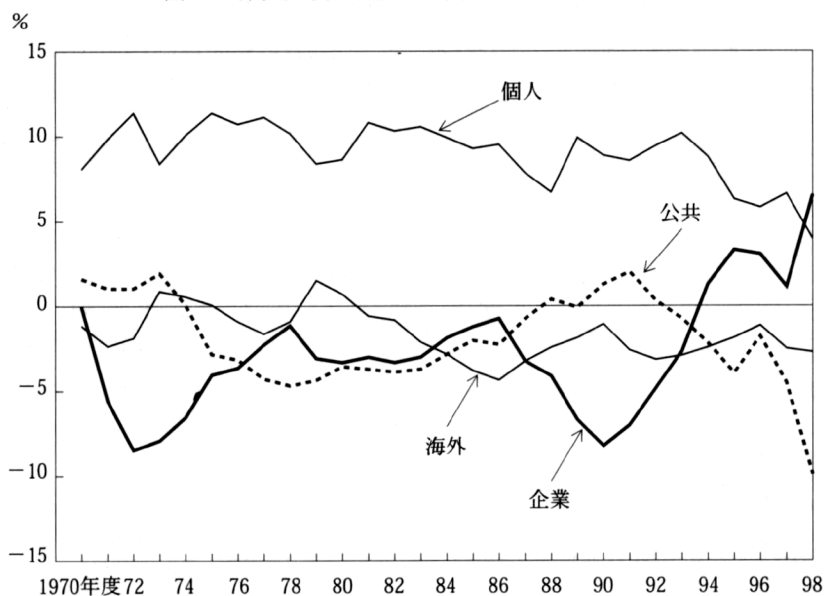
るものである。

I. 背景：マネー・フローの長期的変化と企業投資の不安定性

バブル期前後の日本の金融機関による株式投資行動の変化について検討を加える前に、まずこの時期のマネー・フローの長期的変化について概観しておこう。この間の金融機関の株式投資の変化は、マネー・フローの変化、とくに企業部門の実物資産投資の変化と密接に関連し合っていたからである。

図1は、日銀の「資金循環勘定」の統計に基づいて作成された、1970年以降の各経済部門別の投資超過（資金不足）と貯蓄超過（資金余剰）との関係の推移を表わした周知の図である。ここにも表わされているように、1975年頃までの日本経済は、金融構造の側面から見ると、比較的単純な図式によって捉えられた。すなわち、国民所得の順調な伸びにほぼ比例し

図1 部門別の資金過不足の推移（対名目 GDP 比）



た個人の膨大な貯蓄形成と、企業部門における旺盛な設備投資によって特徴づけられていた。家計または個人の膨大な貯蓄は、主として銀行制度をつうじて、大幅な資金不足を示す企業部門の投資資金の源泉となり、その他の部門、すなわち公共部門や海外部門は、資金不足と資金余剰とを循環的に交替させる、金融市場にとっては、おおむね中立的な存在となっていたのである。このような中で株式市場は、企業の資金調達にとっては、たんに銀行制度の機能を補完し、数量的な重要度の点では2次的・3次的な役割を果たすにすぎない存在だったのである。金融機関の株式投資は、融資その他の企業金融を補完するという位置づけを与えられ、自らの膨大な株式所有残高に対しては、どちらかといえばマイルドな増加をとげるにとどまっていたであろう。後に述べるように、高度成長期には、金融機関の株式投資は、株式投資そのものの損益計算をベースとするよりもむしろ、その他の金融業務との関連で理解されたほうがよかったのである。

これに対して1975年以降の資金循環構造は一変する。このような変化を一言で特徴づけるならば、「企業投資の不安定性もしくは変動性」として捉えることができるであろう。まず1975年頃から1980年代の初め頃までは、企業の投資需要が低迷していったのに対して、これに代わって公共部門の資金不足が増大していった。いわゆる「大量国債発行時代」の到来がこれである。個人の膨大な貯蓄資金が銀行制度をつうじて企業の投資資金需要を満たしていくという、高度成長期の資金の一方的な流れが、今度は、国債市場をつうじて公共部門の膨大な財政赤字をも賄っていくという資金の流れへと変化していくものと多くの人々によって予想された

のであった。

しかし再び事態は一転する。公共部門の資金不足は、財政改革や政府関連企業の民営化などの効果もあって、1983年頃から徐々に縮小し、1988年頃からは税収の急増もあって、ついには資金余剰部門に転化していった。これに代わって、1986年頃までに資金の主要な取り入れに転じたのは海外部門であった。これはいうまでもなく、日本の海外経常収支の大幅な黒字を反映するものであるが、この黒字は、日本の対外投資や外貨準備高の増加などの金融的手段によってファイナンスされなければならなかった。そして、この間に企業の投資活動とそれ伴う資金調達は、低迷を続けていた。

「バブル経済」は資金循環という側面だけから見れば、高度成長期の日本経済が再来したかのようであった。図1に見られるように、海外部門の資金不足は、1986年頃から縮小していったのに対して、その頃から1990年までに企業の投資超過は、対GDP比では、高度成長期に比肩するまでになった。バブル経済は、資金循環という側面だけから見ると、一度公共部門の投資へと向い、その後海外の資金不足を満たすために動員された国内の膨大な個人貯蓄が、ともに企業の投資需要を満たすために合流した資金の流れがつくり出した壮大な金融のドラマであった（この点については、小畑〔1996a〕〔1996b〕参照）。このような膨大な貯蓄資金が株式市場や公社債市場、そして不動産市場へと流入し、資産価格の野放図な急騰を呼んだのであった。

バブル崩壊後、再び資金の流れは変化する。企業部門の資金不足は急速に縮小し、93年からはむしろ資金余剰に転じていったのに対して、

公共部門の資金不足が増大し、96年頃からは今までになかったような公共部門の投資超過が現出したのである。他方で海外部門の資金不足は、循環的に増減するようになっている。

以上のように概観すると、高度成長期の日本経済における投資の安定性と、それ以降の投資の不安定性もしくは変動性が、鮮かに対比される。高度成長期には企業は将来に対して基本的に強気の期待をもち、積極的な投資活動とそのための資金調達の便宜をはかったのに対して、それ以後は、たとえばバブル期の企業の極端な強気の期待とそれに伴う投資額の急増と膨大な資金調達、バブル崩壊後の企業の極端な弱気と投資額の急減というような極端な変動が見られるようになる。1975年頃から1982年頃までの企業の投資活動の安定的かつ持続的な伸びは、今ではむしろ例外的な現象にすぎなかったかのように思われるのである。

このようなバブル期以降の企業投資の不安定性は、金融市場の不安定性に反映されている。後に見るように、高度成長期には、金融機関の株式投資は、融資活動を中心とする他の金融業務を補完するものとして、比較的ゆるやかな増加をとげていたものが、バブル期以降は、極端に強気の株式投資と、極端に弱気の株式投資とが交替するようになったのである。

Ⅱ．長期的傾向：バブル期とバブル崩壊以降との対比

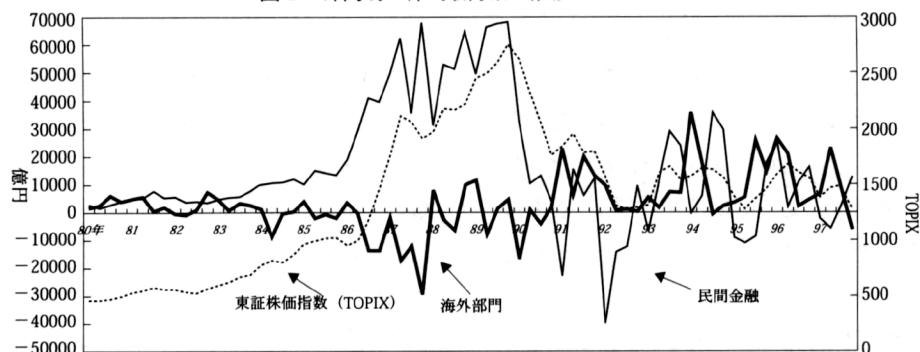
それではバブル期以降、日本の金融機関の株式投資行動はどのように変化したのであろうか。我々はこのことを分析するための基礎的

データを次のようにひとまず限定しよう。それは、日本銀行の『統計年報』または『統計月報』の中にある各年度末の資金循環勘定と各年度のフローのデータである金融取引表に依拠することである（日本銀行各号参照）。

各部門別の株式保有の状況について調べるために現在利用可能なデータは、このほかに東京証券取引所の集計する上場株式に関する保有者分類別の所有株数に関するデータと、売買株数に関するデータとがある。しかし我々は東証の統計ではなく、日銀の統計にひとまず依拠することにする。その理由は、主として2つある。1つは、マネー・フローのマクロ的な統計と関連させて考えたいということであり、その2つは、金融機関の株式投資の損益計算と関連させたいためである。東証の統計はそのままでは金額ベースで比較しにくく、この2つの要求をともに満たさない。我々は、金融機関の株式投資について、日銀統計にもとづきながら、貨幣的尺度で測定したいのである。

つぎに我々は、以下の分析において、金融機関の株式投資について一括して検討する。具体的には、日銀統計の中の「民間金融機関」に分類される銀行を含むすべての金融機関を一括して問題としたい。日銀統計は、「民間金融機関」を全国銀行、中小企業金融機関、農林水産金融機関、在日外銀、信託銀行（投資信託含）、保険、証券会社へとさらに細分類し、それぞれの保有金額の増減を記しているが、本稿ではこれらを一括して「民間金融機関」として検討する。その理由は、消極的なものと積極的なものの2つにある。消極的には、この研究はあくまでも一次接近であって、全体の傾向を把えた上で、次により詳細な研究に移るための前

図2 部門別の株式取得額の推移と TOPIX



段階的な研究であることがその理由である。より積極的には、つぎのような先行的な知識が研究の前提となっている。それは、高度成長期までの日本の金融機関は、投資信託を例外として、銀行から保険までを含めて、総じて株式投資については投資収益それ自体を目的とせず、政策投資として位置づけており、そのような位置づけが全体の傾向として、どの程度変化したのかについてまず分析したいということである（金融機関やその他の法人投資家の株式所有については、『証券研究』67巻小林論文および拙稿〔1983〕を参照）。しかし、いずれにしても本研究はあくまでも一次接近にすぎず、細分類についての検討を含むより詳細な研究によって今後補足されなければならない。

さいごに我々は以下の研究で、株価の指標として東証株価指数 TOPIX（1968年1月4日の株価を100とする指数）を利用する。このこともまた資料的な限界であって、個々の投資主体は個々の株式に関する市場価格によって売買しているのだから、TOPIXは株式投資の収益性を判断するためには、あまりにも一般的であり、かつ不十分な指標でしかない。しかし、これは一般的傾向を知るための止むを得な

い便法として暫らく容認されざるをえないだろう。

さて以上のような資料的限定の下に、以下に分析を進めていこう。まず金融機関の株式投資の長期的傾向について、図2を参照にしながら検討してみよう。図2は、後に説明する各部門の株式保有額の各年度における4半期別の増減をグラフにしたものである。このグラフの基礎データは、後に表1に掲げる各年度の4半期ごとの株式取得額（売却額はマイナスで表示）の統計であって、ストックとして保有する株式の時価評価の変更による増分は、この中には含まれていない。したがって、各部門の株式投資額の増減がこれによってかなり純粹に表示されているわけである。

まず図2によって、民間金融機関の株式取得額の推移を長期的に見ると、時期別により顕著な特徴が観察される。1982、83年頃までの民間金融機関の取得額は、これらの時期の株式保有残高と比べても、また後の時期の取得額に比べても、そう大きなものではなかった。1982年度末の民間金融機関の株式保有残高が182,705億円であったのに対して、この年度の4半期ごとの平均株式取得額は3,925億円であったから、保有残高に対する取得金額の比率は、0.2

%程度にすぎなかった。またこの時期の株価水準 TOPIX は520～560程度で、1987年以降の2000台に比べると、その1/4程度であった。この時期の金融機関は、比較的安いコストで中規模の株式取得額の増勢を維持していたということが分かる。そして、そのほとんどは、企業による時価発行増資に応ずる発行市場での取得であったろう。このように、この時期までの金融機関は、取引先企業の株式を増資に応じて持ち合うという高度成長期型の株式投資活動を続けていたものと思われる。もちろん投資信託など、このような範疇に入らない金融機関の存在もけっして無視されてはならないのだが。

ところが1980年代の後半に入り、バブルの時期になると様相はかなり変化する。1986年頃からバブルの崩壊する1990年頃までの金融機関の株式投資の大きな特徴は、その取得金額の規模が飛躍的に大きくなったこと、したがって金融機関はかなり高いコストをかけて株式保有額を急増させていることである。これは大部分は株価水準の急騰 (TOPIX : 1985年の1000台から89年末の2751への約3倍) によって、株式取得単価が値上りしたことによるものであるが、時期によっては、たんにそれだけによっては説明できない傾向が見られる。後に詳しく検討するように、この時期の金融機関は多くの時期で株価の値上りの速度をはるかに超えて、株式の取得額を伸ばしているものであり、明らかに過度に強気の買い手にもなっていた。またこれとはまさに反対に、株価の一時的な値下りに対して、その値下りの速度以上に取得額を減らす傾向もあり、バブル崩壊以降に典型的に見られる機関投資家の投資行動の徴候がすでにこの時期から見てとれる。

つぎにバブル崩壊 (1991年) 以降には金融機関の投資行動には明らかな変化が見られる。1980年代までは、金融機関は株式取得額をすべての時期で増加させ、変化させたのはその取得額の増加分だけであったのに対して、バブル崩壊以降は、正味での株式売却が見られるようになったのである。図2に見られるように、1991年以降は民間金融機関は株式保有額の純増と、株式保有額の純減とを、すなわち買越しと売越しとを交替させるようになっている。このように株式の売越しに転ずることは、1980年代まで日本の金融機関にはほとんど見られなかったことである。すなわち日本の金融機関は、1990年代になってから実質的に株式市場での機関投資家としての売買に本格的に参加してくるようになったといえるであろう。この機関投資家としての株式投資行動の評価については、後に検討してみたい。

さて以上のような時期別の変化とは別に、金融機関の株式投資の推移を他の投資家分類のそれと比較してみると、ある顕著な特徴が浮かび上がってくる。図2には、このような比較の目的で、海外部門の同じ時期の株式取得額 (売却額はマイナス) の推移が描かれている。これによっても明らかなように、民間金融機関の株式投資額と海外部門のそれとは、多くの時期で反対の動きを示していることが分かる。すなわち民間金融機関が取得額を大きく増加する時期には、海外部門では逆に取得額を減らすか、あるいはむしろ売却に向かい、反対に、民間金融機関が取得額を減らすか、あるいはむしろ売却に向う時期には、海外部門は逆に取得額を増やしているのである。

このような民間金融機関と海外部門との株式投資行動をめぐる対称的な動きは、1984年頃か

ら観察される。1984年第Ⅱ4半期には、民間金融機関が10,430億円の株式を取得したのに対して海外部門は逆に8,858億円の売越しであった。同じように対称的な関係は、それ以降、85年第Ⅱ・Ⅲ・Ⅳ4半期、86年第Ⅲ・Ⅳ4半期、87年第Ⅱ・Ⅲ・Ⅳ期、88年第Ⅱ・Ⅲ期、89年第Ⅱ期に見られる。これらの時期には、ともに民間金融機関が株式の取得額を増加したのに対して、海外部門は大幅な売越しに転じている（後掲の表1参照）。これらに対して、たとえば85年Ⅰ期や88年Ⅰ期、89年Ⅰ期には、民間金融機関が株式取得額を減らしているのに対して、海外部門は逆に株式取得額を増やしている。この時期の唯一の例外は90年Ⅰ・Ⅲ期で、この時には民間金融機関が株価急落局面で、株式取得額を大きく減じたのと同時に、海外部門も大幅な売越しを行っている。

バブル崩壊以降には、このようなパターンは若干修正されるが、民間金融機関と海外部門との対称的な投資行動は基本的には継続される。1980年代と異なる点は、以前は株式取得額を増減させるだけであった民間金融機関がバブル崩壊以降には、正味での株式所有額の減少、つまり売越しを行っていること、これとは反対に、以前は株式取得額を純減させていた海外部門が今度は基本的には買越し部門となり、その株式取得額を増減させるようになったことである。

民間金融機関が売越しに転じたのに対して海外部門が株式取得額を増やして、全体としてその受け皿となった典型的な時期は、91年Ⅰ期である。この時期には、民間金融機関が23,496億円の売越しであったのに対して、海外部門はその額にはほぼ匹敵する23,339億円の買越しであった。これとほぼ同じパターンは、92年Ⅰ・Ⅱ・

Ⅲ期、93年Ⅰ期、94年Ⅰ期、95年Ⅰ・Ⅱ・Ⅲ期、97年Ⅰ・Ⅱ期に観察される。これらの時期には、民間金融機関が株式を売越ししているのに対して、海外部門が逆に株式取得額を増やしているのである。

ところで、民間金融機関と海外部門との株式投資行動に関するこのような対称性は、一体何によって生じたのであろうか。またこのような対称性が存在したことの株式市場に対する影響はどのようなものであったのか。たしかに株式を売越し部門に対しては、買越し部門が対応するわけだから、このような対称性が観察されるのは、別に不思議ではない。しかし、株式保有高の増加の中には増資に応ずるものもあり、必ずしも売越し部門がつねにこれに対応しているわけではなく、また株式投資部門としては、この他にも個人部門や法人部門などがあり、つねに1つの部門の買越しに対して他の1つの部門の売越しが対応するとはかぎらない。バブル期の前後をつうじて、このように民間金融部門と海外部門との間につねに対称的な株式投資行動が観察されることは、やはりかなり特徴的なことであろう。我々は次に、そのような対称性が2つの部門のどのような投資行動のちがいからひき起こされたのかについて分析しなければならない。

Ⅲ. 株価水準と株式取得額の短期的変化

表1は、日銀の『経済統計月報』の中の「金融取引表」から各投資部門の4半期別の株式取得額（マイナスは売却額）の変化と、東証株価指数 TOPIX の各4半期の最終月における平均指数の推移とを示している。なおこの表は、

表1 株式取得額と東証株価指数

(単位: 億円)

	民間金融	海外部門	東証株価指数 (TOPIX)
80年	2,427	1,576	463
	1,639	2,848	465
	3,027	6,190	475
	3,828	3,894	493
81	4,426	5,171	538
	5,563	5,268	553
	7,914	137	584
	5,077	2,079	556
82	5,322	-554	560
	3,637	-683	544
	3,387	1,022	529
	3,354	6,918	564
83	5,091	4,202	592
	5,239	560	632
	5,752	3,495	672
	8,231	2,337	693
84	9,893	1,038	782
	10,430	-8,858	822
	10,325	-563	798
	11,895	52	862
85	9,618	3,993	954
	14,566	-2,355	989
	13,868	-776	1,021
	13,332	-1,981	1,022
86	18,546	3,797	954
	29,810	-335	989
	41,462	-13,869	1,185
	39,179	-13,825	1,467
87	49,396	-1,588	1,747
	63,337	-17,515	2,121
	34,917	-11,856	2,061
	68,809	-30,105	1,901
88	30,477	8,413	1,974
	53,127	-3,401	2,173
	50,692	-6,584	2,166
	65,601	9,873	2,214
89	48,795	11,494	2,442
	66,746	-8,631	2,487
	67,713	1,099	2,595
	68,214	4,982	2,751
90	31,999	-17,558	2,614
	9,679	1,271	2,303
	13,095	-4,834	2,060
	4,019	1,321	1,746
91	-23,496	23,339	1,849

	15,927	5,748	1,948
	5,394	20,676	1,783
	12,796	12,889	1,788
92	-40,521	9,632	1,558
	-14,838	449	1,323
	-12,657	1,274	1,277
	10,227	16	1,298
93	-7,193	5,599	1,311
	11,225	1,493	1,597
	29,289	7,732	1,650
	23,822	7,082	1,537
94	-522	37,066	1,577
	6,052	13,436	1,645
	35,647	-1,179	1,630
	29,315	2,663	1,544
95	-9,136	3,491	1,402
	-11,475	5,256	1,276
	-8,787	25,928	1,374
	17,079	13,376	1,471
96	25,114	26,291	1,587
	1,627	20,849	1,681
	10,808	1,294	1,601
	16,330	4,549	1,553
97	-2,530	6,585	1,380
	-6,219	23,955	1,466
	2,585	7,965	1,473
	12,594	-6,537	1,261

〔出所〕 『日本銀行経済統計月報』

先に掲げた図2を作成する原資料となったものである。

この表1と前掲の図2とを詳しく検討すれば、投資部門別の株価水準に対する投資行動のちがいが判明されてくる。つぎにそれぞれの部門について検討しよう。

1. 民間金融機関の投資行動

まず民間金融機関の株式取得額の増減と株価水準の変化との関係を調べてみよう。両者の間には全期間にわたって正の相関関係が成立していた。両者の相関係数は85年から97年の全期間については、0.5669であったが、1985年から90年にかけては、0.6047、91年から97年にかけて

は0.2540であった。

この結果の示唆するように、民間金融機関は全期間にわたって株価の上昇期に株式取得額を増やし、株価の下落期に株式取得額を減らすという行動を全体としてとっていた。とくにその傾向は85年から90年のバブル期に強く現われ、そして91年以降は株価下落期に正味での株式売却を遂行するようになっている。また、表1や図2に示されているように、民間金融機関は株価の上昇率や下落率をはるかに上回る比率で株式取得額の増減をくり返していたのである。いいかえれば、株価上昇期に極端な強気の期待をもち、買越しに転じ、反対に株価下落期に極端な弱気の期待になり、売越しに転じていたのである。つまりバブル期には強気のバンド・ワゴン (bullish band wagon) に乗り、バブル崩壊後は弱気のバンド・ワゴン (bearish band wagon) に乗り替えたということができよう。このような金融機関の投資行動が金融機関自体の投資採算と、株式市場の安定性との双方に対して、マイナスの作用を及ぼす危険性があることについては、後に触れよう。

2. 海外部門の投資行動

つぎに表1に基づいて今度は海外部門について、その投資行動の変化を検討してみよう。海外部門については、民間金融機関とはちがって、ほとんどすべての時期について、株式取得額の変化率と株価水準の変化率とは負の相関関係をもっていたことが分かる。1985年から97年にかけて両者の相関係数は -0.1383 であり、係数の値は小さいものの、符号は負である。これは、先に分析した民間金融機関とは正反対である。すなわち、このことから示唆されてくるよ

うに、海外部門は、株価上昇期にはむしろ株式取得額を減らすか、または保有株式の売却を行い、株価下落期には株式の取得額を増やす行動を全体としてとっていたことが分かる。このような行動は民間金融機関とはむしろ反対の行動であった。表1に基づいて、もう少し詳しく検討してみよう。

たしかに海外部門も85年Ⅰ期には株価上昇局面で株式取得額を増やしているが、85年Ⅱ・Ⅲ・Ⅳ期にTOPIXが1000台にせまると株式の売却に転じている。また86年Ⅰ期にはTOPIXが対前期比で7.1%の下落を示したが、この時期には前期の売越しから一挙に買越しに転じている。だがそのすぐ後の86年Ⅱ・Ⅲ・Ⅳ期には株価上昇期に大巾な売越しに転じている。

このように海外部門による株価上昇期の売りのパターンは、その後、87年Ⅱ・Ⅲ・Ⅳ期、88年Ⅱ・Ⅲ期、89年Ⅱ期に見られ、反対に株価下落期の買いのパターンは、88年Ⅰ期、88年Ⅳ期、89年Ⅰ期に見られた。唯一の例外は、89年Ⅲ・Ⅳ期の大巾な買越しと、90年Ⅰ期の売越しであって、これらの時期には、民間金融機関と同じく、株価上昇期の買いと株価下落期の売りを演じた。

バブル崩壊後には海外部門の投資行動には若干の変化が見られた。先に述べたように、この時期からは海外部門は基本的には株式市場での買越し部門となり、その株式取得額を増減させていくという傾向を示しているのである。しかし先に見られた短期的な行動パターンは基本的には継続し、90年Ⅳ、91年Ⅰ～Ⅳ期および92年Ⅰ～Ⅲ期においては株価下落期に株式取得額を増加させ、反対に92年Ⅳ、93年Ⅰ～Ⅲ期には株価上昇局面で株式取得額を減じるという基本的

パターンをくり返している。

IV. 日本の機関投資家の株式投資 に対する評価

以上のような日本の民間金融機関と海外部門との間における株式投資行動に関する相異は、一体どのような理由から生じたのであろうか。一見して、株価下落期に買い、株価上昇期に売る海外部門（その大宗は海外の機関投資家であろう）の投資行動のほうが、短期的な売買の損益計算という観点からは、日本の金融機関の行動と比べて合理的なように思われる。これに対して、株価上昇期にその上昇率を上回って株式取得額を増やし、株価下落期に、売越しに回っている日本の金融機関は、大変不合理な株式投資を行っているように見える。実際にはそのように単純に理解して良いのであろうか。

ここで注意しなければならないことは、日本の金融機関の株式投資は、長い間、基本的には短期的な投資採算に基いてこなかったことである。バブル期以前の日本の金融機関は、総じて「法人投資家」であり、短期的な投資採算よりも取引先企業との長期的な取引関係の維持に伴う利益のほうを優先させてきた（この点は前掲『日本の株式保有』小林論文を参照）。このような計測困難な株式投資の周縁的な利益を含めれば、少なくとも金融機関の経営者たちにとって、株式投資は十分に採算に乗るものと見なされてきたのである。他方でバブル崩壊以降に売越ししている株式は、かなり以前に低い取得価格によって購入した株式であり、その意味では金融機関は、これまで含み資産として保有してきた株式の売却によって、含み益をはきだ

しているにすぎないものと理解されるかもしれない。

しかし、バブル期の高い株価水準での大規模な買越しをつうじて、金融機関の保有する株式の配当利回りも含み益もともに著しく低下していることは容易に想像できる。証券団体協議会 [2000] によれば、株式持合いをする株式の配当利回りは、76～80年の2.98%から81～85年の1.80%、86～90年の0.63%、91～95年の0.8%へと低下し、また99年末の株式の含み益は、76～80年に取得したもののについては322.7%であったが、81～85年のものについては155.2%、86～90年のものは-11.1%、91～95年のものは13.1%へと著しく低下している（同上 p.9）。この推定の妥当性については、議論の余地はあろうが、金融機関の株式所有による周縁的な利益を除けば、株式所有それ自体に伴う投資採算は著しく劣化しているということはいえそうである。しかも株価下落期に大巾な売越しに転ずる投資行動は金融機関の採算を著しく悪化させているものと思われる。

他方で日本の金融機関の以上のような投資行動は、日本の企業全体の長期期待の状態を反映しているものと解釈することができる。本稿のIで検討したように、バブル期をはさんで日本の企業の長期期待の状態は激しくゆれ動き、このことが投資の不安定性をよんだ。金融機関の投資行動は、このような投資の不安定性を反映し、株価の変動に対して過敏に反応し、極端な強気の状態から、極端な弱気の状態へと移動したと思われる。金融機関は実物資産投資の不安定性を緩和する役割を果たせずに、むしろそれを助長する役割を果たしてきているのである（これらの点については、ケインズ [1983]

第12章, および, ミンスキー [1982] [1988] を参照)。

ところで投資・運用時代に入ったといわれる日本経済においては, 国民の資産運用の代行機関であるべき機関投資家の株式投資に対しては, 強い期待がいだかれている。市場型間接金融の重要性を担うのはまさにこれらの金融機関において他にはありえないからである。だが日本の金融機関がそのように重要な役割を本当に果たせる準備を整えているかどうかという点, 疑問なしとしない。

他方で金融機関が短期的な株式投資運用において不合理な行動をとり続けることは, 株式市場の安定性に対して悪い影響を与えざるをえない。投機の市場に対する影響については, 投機家が合理的行動をとり利益をあげる行動をとるかぎり, 投機は市場の安定性を助長する, という主張がM. フリードマンやゾーメンたちによって提出されている(浜田 [1996] 第6章参照)。これと同じことは当然, 株式市場にも妥当し, 機関投資家の投機が利益を生むかぎり株式市場の安定性に資するものと思われる。したがって, これとは反対に, 日本の機関投資家の不合理な(投資採算に合わない)市場行動は, 著しく株式市場の不安定性を助長するものと思われる。いずれにしても, 高度成長期には可能であった企業集団の要石としての金融機関の役割と機関投資家としての役割との両立は, バブル崩壊以降, 成立しなくなっているのではなかろうか。

おわりに

以上のように, 限られた資料と限られた視点から日本の金融機関の株式投資について検討し

バブル期における金融機関の株式投資について

てきた。以上の分析は, すべての金融機関を一括して論じるという限界をそもそも持つものであった。この検討をさらに進めるためには, 保険, 信託, 銀行などへと金融機関をさらに細分類し, それぞれの投資行動の相異についても検討を深めることが必要であろう。

しかし金融機関の株式所有についての情報公開が遅れていることもこのような研究の障害となっていることは否定できないであろう。金融機関による情報公開は, このような研究目的のためばかりでなく, 公正な競争を促進し, 経営の合理化と責任体制の明確化をうながすためにもぜひとも必要なことである。

参 考 文 献

- 資料: 日本銀行『経済統計年報』および『経済統計月報』各号。
- ケインズ [1983], 『雇用・利子および貨幣の一般理論』(『ケインズ全集第7巻』東洋経済新報社)。
- 証券団体協議会議 [2000], 『最近におけるわが国企業の「株式持ち合い」の変化と証券市場』, 3月号。
- 日本証券経済研究所 [1983], 「日本の株式所有構造」(『証券研究』67巻)。
- 浜田宏一 [1996], 『国際金融』岩波書店。
- ミンスキー著, 岩佐代市訳 [1988] 『投資と金融: 資本主義経済の不安定性』日本経済評論社。
- , 堀内昭義訳 [1988] 『ケインズ理論とは何か——市場経済の金融的不安定性——』岩波書店。
- 若杉・清水 [1997], 『運用時代の年金戦略 理論と実践の融合』財經詳報社。
- 小畑二郎 [1983], 「銀行の株式投資をめぐる諸問題——高度成長期の銀行融資との関連を中心に——」前掲『証券研究』67巻。

—— [1996 a], 「マネー・フローよりみた「バブル経済」と株式市場」『証券研究』114巻。

—— [1996 b], 「「バブル経済」と資本市場」『月刊資本市場』No.129, (財)資本市場研究会。

(筑波大学教授・当所兼任研究員)