

# 株式市場における投資家の行動

## －1990年代以降に関する一考察\*－

同志社大学政策学部教授\*\*、ニッセイ基礎研究所特別研究員 川北英隆

### <要旨>

1. 1990年以降、日本の株式市場は株価の大幅な下落を経験した。その株価下落は株式保有構造を大きく変化させる要因ともなっている。すなわち、株式持ち合い構造が崩れ、年金や海外投資家が活躍する市場へと変化を遂げている。
2. その株式保有構造の変化の中、1990年代から現在にかけて、主要な投資家はいかなる投資行動を採用してきたのか、業種別・投資家別の株式時価保有金額と、業種別株価のデータを用いて簡単に分析してみた。分析期間はデータの関係から、とりあえず1992年度から2002年度としている。主要な分析は次の2つである。
3. 1つは、TOPIXを基準とする業種別株価（すなわち相対的な株価）の変動に対する投資家行動の分析である。具体的には、相対的な株価の上昇（下落）に対して、株式ポートフォリオにおけるその業種の組み入れ比率を下落（上昇）させる、いわゆる逆バリの投資家か、それとは反対に、業種株価の相対的な上昇（下落）に対してその業種の組み入れ比率を上昇（下落）させる順バリの投資家かの分析である。分析の結果、個人投資家は逆バリの投資家だと判明したが、投資信託には目立った特徴がなかった。また、株式持ち合いの解消、保有株式量の削減を図ってきた銀行、生保会社は逆バリ、事業会社はどちらかといえば順バリであった。海外投資家と年金信託は順バリの投資家であったが、年金信託の場合はインデックス運用的な投資スタンスに近いと表現した方が適切かもしれない。
4. もう1つは、株式投資に関する収益率の分析である。それによれば、個人投資家が保有するポートフォリオの値下がり率はTOPIX程度と比較的良好であり、投資信託を上回っていた。他方、1990年代に株式投資を積極化させた海外投資家と年金信託は良くなく、とくに年金信託が保有するポートフォリオの値下がり率は大きかった。
5. 11年間のポートフォリオの値下がり率だけでは株式投資の巧拙は判断できないものの、他方で年金信託の順バリ、インデックス運用的な投資スタンスの是非は、熟慮すべき課題だろう。投資スタンスにおいて、年金受給権者である個人の投資スタンスとまったく異なったスタンスの採用が、年金制度の受託者として望ましいのかどうかである。

\* 本稿は、川北英隆／樋浩一「高齢化の進展と個人金融資産の変化：アセットマネジメントの対応」（証券アナリストジャーナル、2004年1月）のうち、個人の株式投資に関する記述部分を拡張したものである。

\*\* 2004年4月1日より

## <目次>

I. はじめに .....	33
II. 株式保有構造の変化 .....	33
1. 株式持ち合いの崩壊 .....	33
2. 純粹の投資家による保有比率の上昇 .....	34
III. 投資家ごとにみた 1990 年代以降の株式投資行動 .....	37
1. 分析のためのデータ .....	37
2. 投資家別にみた株式ポートフォリオの特徴 .....	38
3. 株価の動向に対する反応 .....	39
(1) 個人 .....	39
(2) 事業会社 .....	40
(3) 銀行、生保会社 .....	41
(4) 証券投資信託、その他の信託 .....	42
(5) 年金信託、海外投資家 .....	43
4. 株式投資による収益 .....	44
IV. おわりに .....	46

## I. はじめに

1990年から現在にかけて、日本の株式市場は大きな変容を経験した。1つは、株価の急落と低迷により、株式投資収益率が大幅に低下したことだろう。1989年まで、日本の株式は年率2割程度の投資収益をもたらしていたが、1990年以降はマイナスに落ち込んだ<sup>(1)</sup>。この株式投資収益率の極端な悪化は、株式保有構造に変化をもたらしている。これが2つめの変容である。

本稿の主な対象は、1990年代の株式保有構造と、投資家の行動である。最初に1990年代における株式保有構造の変化を概観し、次に主要な投資家の投資行動について簡単な分析を行うこととする。最後は、分析の結果から得られる簡単な示唆である。

## II. 株式保有構造の変化

日本の株式市場は持ち合いによって特徴づけられてきた。株式持ち合いとは、元来、円滑な株主総会の運営や企業経営の安定化を目的とした株式の保有である。しかし、1990年以降、株式持ち合いが崩れ、その代わりに海外投資家、年金など、株式から得られる純粋な投資収益、すなわち配当と株価上昇による収益だけを目的とした投資家の保有が増加している。

### 1. 株式持ち合いの崩壊

最初に、株式持ち合いの状況を図表-1にまとめておく。

これによれば、株式持ち合いや、株式安定保有（株式持ち合いに、銀行および生保会社が株主になっているケース、上場企業が銀行の株主になっているケースを加えたものとして定義）の比率は、1990年代半ば以降、急速に低下しており、2002年度現在においても、その低下が止まる気配はない<sup>(2)</sup>。株式持ち合い比率は1989年当時の半分以下、株式安定保有も半分程度にまで落ち込んでいる。

ところで、上で述べたニッセイ基礎研究所の「株式安定保有」の定義は、そもそも「金融機関と事業会社は金銭の取引に関して多面的な関係を有していることから、一旦、両者の少なくとも片方が他方の株式を保有することになれば、その株式保有を維持することによって得られる安定的な企業間関係を強く意識するため、保有した株式を余程のことがないかぎり売却しない」との認識に基づいている。

しかし、この認識はニッセイ基礎研究所が「株式持ち合い状況調査」のためのデータ整備を行

---

(1) 日本証券経済研究所による株価投資収益率の計測結果に基づく。この投資収益率のデータを1955年から89年まで単純平均すると、21%になる。90年以降、現在までは-2%程度である（一部、筆者推計を含む）。

(2) 2003年度も株式持ち合いの解消売りが続いているとみられている。

っていた1990年代初頭において、一般に通用していた認識でしかない<sup>(3)</sup>。現在において、銀行や生保会社が余程のことがないかぎり株式を売らない主体だとは、もはやいえないだろう。むしろ、ポートフォリオのリスクを縮減するため、機会があれば株式を売却したいと考えている主体だと認識すべきであろう。この意味で、実質的な株式安定保有比率の低下は図表－1で示された以上のものがあると考えた方が正しい。

図表－1 株式持ち合い状況の推移

年度	(%)	
	安定保有	株式持合
1987	45.8	18.4
1988	45.7	18.0
1989	44.9	17.3
1990	45.6	18.0
1991	45.6	17.8
1992	45.7	17.8
1993	45.2	17.5
1994	44.9	17.4
1995	43.4	17.1
1996	42.1	16.3
1997	40.5	15.1
1998	39.9	13.3
1999	37.9	10.6
2000	33.0	10.2
2001	30.2	8.9
2002	27.1	7.4

(注) 数値は市場時価総額に対する比率である。

(資料) ニッセイ基礎研究所「株式持ち合い状況調査」

なお、1990年代において株式持ち合いが崩れる時期を観察すると、1990年代初頭頃から事業会社の側で金融機関の株式の売却が行われ、1990年代半ば以降、金融機関による株式の売却がみられるようである。

## 2. 純粋の投資家による保有比率の上昇

1990年代、株式持ち合いが崩壊する一方で、海外投資家、年金の保有比率が上昇している。海外投資家の場合、業務提携や合弁などのために日本企業の株式を保有することもあるが、大部分は機関投資家による純粋な投資である。

ここで機関投資家とは、個人や年金資金などからの委託を受け、その委託者にリスクとリターンのすべてを転嫁することを約して証券投資を行う機関のことである。投資顧問会社や投資信託

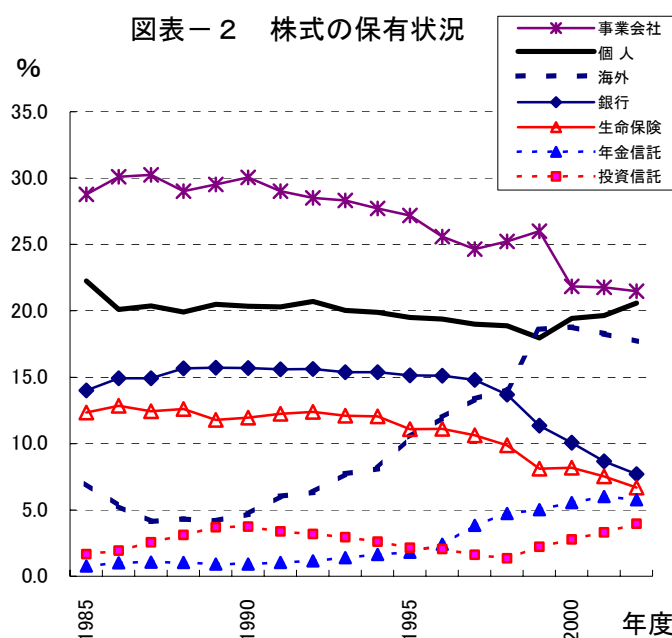
<sup>(3)</sup> 当時、筆者は「株式持ち合い状況調査」のためのデータ整備に関わっていた。安定保有の概念を導入した背景は、1つは株主としての生保会社の性質を特定させるためであった。もう1つは、株式持ち合い関係を把握する現実的な手段が大株主名簿しかなかったため、現実問題としては株式持ち合い関係の一部しか把握できないことにあった。このため、安定保有という概念を用いることで、株式持ち合い比率をより現実値に近いものにしたとの意図があった。

が典型的な機関投資家である。

また、純粋な投資とは、インカムゲインとキャピタルゲインだけを目的とする投資のことである<sup>(4)</sup>。株式持ち合いのように、株主総会の円滑な運営や企業経営の安定化、さらには系列取引の促進などを目的としない<sup>(5)</sup>。

この意味で、年金も機関投資家の一類型である。年金が資金を運用するのは、みずからのためではなく、年金受給権者のためである。年金自身は証券投資を行わず、投資顧問会社をはじめとする機関投資家に実際の証券投資を委託する機会が多いとはいえ、機関投資家（もしくは特定のファンドマネジャー）を選び出して証券運用を委託するという行為は、広義の意味での証券投資である。少し角度を変えてみれば、ポートフォリオを決定するのと類似した要領で機関投資家を選択しなければならないからである。

海外投資家や年金を含めた株式保有比率の推移は図表－２のとおりである。



(資料) 全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」に基づいて作成。

図表－２によれば、海外投資家は1990年代に入り、急速に保有比率を上昇させている。すなわち、5%から20%近くにまで上昇させた後、2000年をピークに少し頭打ちになり、2002年度は18%弱の保有比率となっている。

同様に年金も、1990年代に入って急速に保有比率を上昇させ、2002年度には6%に達している。しかし、図表－２の元データの年金とは年金信託のことであり、年金全体を表していない。そこ

(4) 証券の貸借による収益（品貸料）を含む。

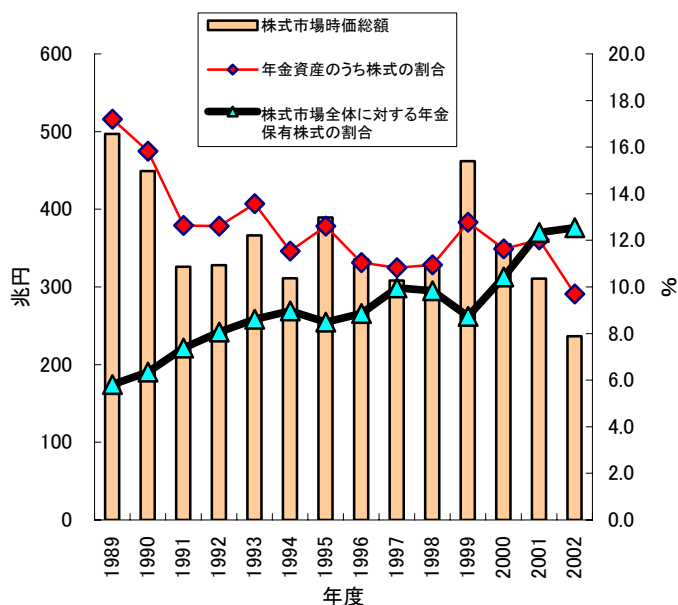
(5) 経営陣を送り込み、投資家を意識した経営を行わせて収益をあげることを目的とした株式投資もありうるが、この場合、どこまで厳格に委託者のための投資が可能かという問題が生じる。たとえば、送り込んだ経営陣に対する報酬の認識の仕方と、それを本来の投資家に分配する方法が問題となる。

で、日本銀行の資金循環統計を用いて年金全体の株式保有状況を把握したのが図表－3である。

図表－3によれば、年金資産全体に占める株式の割合は低下しているものの、それは株式市場の価格が低下したためである。株式市場全体の時価総額のうち、年金が保有する割合は依然として上昇を続けており、2002年度には12%を超えている。

さらにいえば、個人の保有割合は1999年度をボトムに、わずかではあるが上昇に転じており、2002年度年には市場全体の21%近くに達している。この個人もまた、経営者が自社の株式を保有している部分を除けば、純粋に株式投資から得られる収益を目的としていよう。この意味で個人の株式投資の本来の目的は株式持ち合いとは異なっており、機関投資家の行動にきわめて近い。

図表－3 株式市場に与える年金のインパクト



(資料) 日銀資料、東証資料に基づき作成

そして2002年度には、海外投資家、年金、個人を合わせると、それらの主体が保有する株式の割合は株式市場全体の時価総額の半分を超えてきている。1990年前後に、株式持ち合いや安定保有が株式市場全体の半分程度を占めていた状況を思い起こすと、隔世の感がある<sup>(6)</sup>。つまり、日本の株式市場は1990年以降の十数年を経て、株式持ち合いによって特徴づけられる市場から、純粋の株式投資家が活躍する市場へと変化してきたのである。

はたして日本の株式市場が、機関投資家をはじめとする純粋の投資家が活躍しうるためのインフラストラクチャーを備えているのかどうかという問題は多分にある。しかしこの問題もまた、株式売買委託手数料率が自由化されたり、証券取引所が株式会社化されたりして、徐々にではあるが解消されてきている。かつて異常に高かった日本の株価水準も、株価収益率（PER）でみて、欧米の水準にまで低下してきた。現在の日本の株価水準は、機関投資家が投資するのに適した状

<sup>(6)</sup> 図表1で示した株式持ち合いや安定保有はデータに基づく数値であり、「最低限」の比率に近い。信託銀行による安定保有、親会社による保有、経営者による保有などを勘案すると、現実の株式安定保有比率は市場全体の5割を超えていたであろうと推定される。

況にあるといえよう。

このように日本の株式市場は、いわゆる「失われた十年」の間に、日本特有の事情によって培われてきたローカルな市場から、機関投資家という世界共通の投資家が活躍できるための条件を備えた市場へと変質、改善してきたのである。言い換えれば、株式市場にとっての「失われた十年」は、むしろ前向きの評価が可能な期間だったといえよう。

### Ⅲ. 投資家ごとにみた 1990 年代以降の株式投資行動

株式保有構造でみたように、1990 年代の投資行動には、投資家ごとに特徴があった。おおまかにいって、かつて株式持ち合いの主体であった投資家は株式の売却を進めたし、他方で機関投資家は株式の購入を図った。もちろん、株式持ち合いの主体が株式の保有を減らしたのにはリスク管理上の要請があったわけだし、機関投資家が株式の保有を増やしたのには資産の増加に応じて一定割合、株式を組み込まざるをえないという事情があったと考えられる。

とはいえ、各投資家の行動には、リスク管理の要請や資産の増加といった外的な状況だけでは説明できないものがあると推測できる。そこで、主要な投資家のポートフォリオを簡単に分析して、それぞれの投資家の特徴を抽出してみたい。

#### 1. 分析のためのデータ

主要な投資家と、そのポートフォリオのデータとしては、全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」を用いる。この調査では、投資家を大分類して、各々投資家が保有している業種別の株式時価総額が公表されている。

そこで本稿では、株式分布状況調査の中から、次の投資家を分析の対象として選び出すこととした。すなわち、銀行（長信銀、都銀、地銀の合計値）、事業会社（株式分布状況調査での表記は事業法人）、生保会社、年金信託、証券投資信託、その他信託（信託銀行の保有から年金信託と証券投資信託を差し引いたもの）、海外投資家（株式分布状況調査での表記は外国人）、個人の 8 投資家である。

各投資家のポートフォリオは 1970 年度から業種別に公表されているものの、1992 年度から業種分類が変更されている。そこで本稿では、新しい業種分類が用いられた 1992 年度以降、2002 年度までのデータを用いることとする。

分析で用いるのは、上記の 8 投資家の業種別ポートフォリオと、市場全体の業種別ポートフォリオである。実際には、8 投資家のポートフォリオと市場ポートフォリオを比較し、どの業種に対する配分に過不足があるのかを把握する。

すなわち、投資家  $i$  が保有している株式ポートフォリオ（時価ベース）において、業種  $j$  に対して配分している比率を  $S_{ij}$ 、市場全体の時価総額のうち業種  $j$  が占める割合を  $\bar{S}_j$  とし、その市場

平均との対比において、業種  $j$  に対する配分が過不足  $R_{ij}$  ( $R_{ij} = S_{ij} - \bar{S}_j$ ) している率の推移をまず把握することとする。 $R_{ij}$  はさまざまな要因によって変動するものと予測されるが、その変動をもたらす主要な要因の1つは株価であろう。

また、業種別の株価を  $P_j$ 、市場全体の株価を  $P_m$  とすれば、これらの株価は東京証券取引所が公表している東証株価指数によって得ることができる。

以下では、株価の変動によって  $R_{ij}$  の変動がもたらされるかどうかを分析する。すなわち、 $P_j$  および  $P_m$  の前年に対する変動率を  $\Delta P_j$  および  $\Delta P_m$  とし、 $\Delta P_j$  および  $\Delta P_m$  がもたらす影響を分析する。

## 2. 投資家別にみた株式ポートフォリオの特徴

最初に、投資家ごとの株式ポートフォリオの特徴をみておく。図表-4は、投資家別に計算した  $R_{ij}$  の単純平均と、その標準偏差である。

図表-4 業種別ポートフォリオ・市場平均からの乖離幅の単純平均

＜単純平均＞								(%)
年度	個人	生保	投信	年金信託	その他信託	海外投資家	銀行	事業会社
1992	2.33	-1.37	1.09	0.18	0.94	1.01	0.39	-4.72
2002	1.81	-0.32	0.19	0.10	0.49	-2.81	0.61	-0.33

＜標準偏差＞								
年度	個人	生保	投信	年金信託	その他信託	海外投資家	銀行	事業会社
1992	8.16	3.19	1.80	0.38	1.53	4.24	3.65	7.37
2002	6.54	2.48	1.30	1.24	2.66	6.77	2.78	8.21

(資料) 全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」

この表から、個人、海外投資家、事業会社の株式ポートフォリオが市場平均とかなりの差異を有していること、他方で投信、年金信託は市場平均に相当近いことが判明する。

後で示す図表-5～12も参考としてみれば、個人の場合、食料品、陸運業、空運業、電気ガス業の相対的な組み入れ比率がコンスタントに高い一方、医薬品、輸送用機器の相対的な組み入れ比率を低下させてきている。他方、かつて相対的な組み入れ比率の低かった銀行業はほぼ平均並みに高まってきている。配当に対する嗜好、個人にとっての知名度、株主優待制度などが影響しているものと考えられる。

海外投資家においては、電気機器、輸送用機器、精密機器、医薬品、保険業の相対的な組み入れ比率がほぼコンスタントに高い一方、多くの業種で相対的な組み入れ比率が極端に低い。国際的な知名度や、優良株かどうか投資スタンスに影響しているものと考えられる。

事業会社では、かつては銀行業の相対的な組み入れ比率が極端に高く、それ以外の業種の組み入れ比率はほとんどで平均値以下だった。これは、銀行との株式持ち合いを反映したものと考えられる。2002年度現在、銀行業の相対的な組み入れ比率は依然として高いものの、かなり平均値



に接近してきている。同時に、銀行業以外の業種でも平均値以上に保有するケースが見られるようになってきている。これもまた、株式持ち合いの崩壊の影響であろう。

### 3. 株価の動向に対する反応

次に、株価の変動に対して投資家がどのように反応し、ポートフォリオを変化させているのかをみてみたい。

分析の方法は、 $R_{ij}=a+b(\Delta P_j - \Delta P_m)$ の型を用いて回帰分析を行うことで、業種別株価の相対上昇率と、投資家別・業種別超過保有率の関係を調べるものである。

以下、その分析結果について、係数bのt値、回帰式全体の決定係数(R<sup>2</sup>)を図表で示すとともに、参考として、投資家別・業種別超過保有率(1992年度、2002年度のみ)も同じ図表に掲載した。これらの図表に基づいて、投資家別にみられる特徴を述べてみたい。ただし、データ期間が短いため、以下で述べる投資家の特徴は暫定的な結論であることに注意が必要である<sup>(7)</sup>。

#### (1) 個人

図表－5 個人投資家

業種	株価相対上昇率 t値	決定係数	超過保有率	
			1992年度	2002年度
水産・農林業	-0.25	0.007	5.0	13.0
鉱業	-1.31	0.159	-2.1	0.3
建設業	-1.44	0.187	2.3	4.4
食料品	-2.60 *	0.429	3.2	4.3
繊維製品	-3.71 **	0.605	6.0	6.1
パルプ・紙	-0.90	0.082	-1.2	-4.0
化学	-2.32 *	0.375	1.3	-2.5
医薬品	-1.21	0.140	5.8	-4.1
石油・石炭製品	-1.10	0.119	-4.4	-3.4
ゴム製品	-0.44	0.021	6.7	0.4
ガラス・土石製品	-2.56 *	0.422	-2.2	-0.2
鉄鋼	-0.54	0.031	2.7	6.6
非鉄金属	-1.57	0.214	1.4	5.3
金属製品	-0.22	0.006	5.3	8.4
機械	-1.35	0.169	5.5	5.1
電気機器	-1.32	0.162	3.4	0.2
輸送用機器	-0.04	0.000	-5.1	-10.8
精密機器	0.22	0.005	-1.9	-2.8
その他製品	-4.17 **	0.659	2.5	1.1
電気・ガス業	-0.49	0.026	10.8	16.8
陸運業	-1.07	0.113	12.8	6.9
海運業	-3.89 **	0.627	-0.1	-4.8
空運業	-0.67	0.047	5.7	17.8
倉庫・運輸関連業	-0.81	0.068	0.5	4.2
通信業	-0.35	0.014	38.0	-7.5
卸売業	-2.10	0.329	-0.1	7.2
小売業	-0.44	0.021	0.7	1.8
銀行業	-2.19	0.347	-10.7	-2.5
証券・商品先物取引業	-0.63	0.043	-4.4	-0.6
保険業	-2.46 *	0.402	-2.7	-7.1
その他金融業	-0.64	0.043	-9.9	-2.5
不動産業	-2.61 *	0.430	-1.3	-2.1
サービス業	-1.83	0.271	3.3	4.8

(注)※は5%、\*\*は1%の水準で有意であることを示す。

(資料)全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」、東証資料に基づいて作成。

個人については、係数bの符号がマイナスであり、かつt値で判断するに限り統計的に有意な結果が比較的多くの業種で得られた。この結果は、個人が業種別株価の相対的な下落(上昇)にもなつてポートフォリオへの組み入れ比率を増やす(減らす)投資家、すなわち逆バリエーション的な投資行動をとっていることを意味する。この逆バリエーション的な行動は、株価の水準自身に対しても表れて

<sup>(7)</sup> 少なくとも今後、1980年代を含めた分析を行う必要があるだろう。

いると考えられる。相対的に価格水準が上昇した医薬品や輸送用機器の超過保有率が、1992年度から2002年度の間、大きくマイナスになっているのがその例である。他方、相対的に株価水準が低下した銀行の超過保有率のマイナス幅は大きく縮小している。

個人といっても、個人業主、サラリーマン、インターネットを用いて日計り商いを行う者、信用取引を多用するセミプロなど多様である。この意味で、図表-5の結果は個人の平均的な投資スタンスでしかない。もっとも、株式保有残高という観点からすれば、個人業主、サラリーマンが個人の中心的な存在だろう。個人の逆バリの投資行動は、主にサラリーマンの投資行動を表現していると考えられる<sup>(8)</sup>。

## (2) 事業会社

事業会社の場合、個人ほどには目立った特徴がみられないものの、係数bがプラスの値で、そこそこt値の高いものが多い。このことは、個人とは異なり、多少ではあるが順バリの傾向がみられることを意味している。とはいえ、事業会社のもっとも特徴的な行動は、先に述べたように、株式持ち合いの解消を図りながら、銀行に偏ったポートフォリオを徐々に通常の姿に変えていることだろう。

図表-6 事業会社

業種	株価相対上昇率 t値	決定係数	超過保有率	
			1992年度	2002年度
水産・農林業	0.85	0.074	-8.5	-1.6
鉱業	1.26	0.150	1.4	13.8
建設業	0.65	0.045	-1.7	5.2
食料品	1.11	0.120	-4.3	0.5
繊維製品	2.16	0.340	-10.4	-7.0
パルプ・紙	0.97	0.094	-0.6	-2.2
化学	1.72	0.247	-7.8	-7.0
医薬品	0.24	0.006	-15.2	-9.0
石油・石炭製品	2.63 *	0.434	-14.2	2.2
ゴム製品	0.72	0.055	0.4	0.2
ガラス・土石製品	-0.73	0.056	-8.0	-4.9
鉄鋼	1.87	0.279	-5.7	-2.9
非鉄金属	0.48	0.025	-5.1	-6.6
金属製品	0.04	0.000	-0.6	2.2
機械	2.09	0.326	-8.9	-3.2
電気機器	-0.68	0.048	-7.3	-9.7
輸送用機器	1.25	0.148	-3.5	-0.5
精密機器	1.45	0.190	-16.9	-9.8
その他製品	0.74	0.057	-3.3	-3.9
電気・ガス業	1.29	0.156	-18.1	-12.2
陸運業	1.20	0.139	-7.9	-0.3
海運業	-0.61	0.040	-5.0	-11.8
空運業	0.05	0.000	-0.6	2.9
倉庫・運輸関連業	0.40	0.017	-3.0	3.8
通信業	0.28	0.009	-13.8	24.7
卸売業	-4.13 **	0.655	-2.6	1.3
小売業	0.20	0.005	3.5	9.8
銀行業	1.74	0.253	21.8	9.9
証券・商品先物取引業	-2.02	0.311	-5.5	-12.3
保険業	2.11	0.331	-6.5	-2.5
その他金融業	-0.05	0.000	-3.8	7.6
不動産業	1.90	0.287	1.5	2.2
サービス業	1.36	0.171	4.1	10.6

(注) ※は5%、\*\*は1%の水準で有意であることを示す。  
(資料) 全国証券取引所協会「株式分布状況調査」、東証資料に基づいて作成。

<sup>(8)</sup> 個人投資家の売買面では、従来の信用取引中心のセミプロだけでなく、インターネット取引の影響が高まっている。個人の売買回転率は、従来、株式市場に対する信用取引の影響が大きかったわりには、他の投資家と比べて高くはなかった。もっとも現在、個人の売買回転率はインターネット取引の影響によって、高まってきている。

また、事業会社の順バリの傾向は、次に述べる銀行や生保会社の逆バリの投資行動とは異なる。事業会社が銀行や生保会社と同じように株式持ち合いの解消を図ったのに、その事業会社が銀行や生保会社とは異なった投資行動をとっていたと分析上、判明した背景としては、①事業会社は1990年代初頭から株式持ち合いの解消を図っていた、②個々の事業会社の株式保有は金融機関に比べてかなり少ないため、売却できる銘柄に制約がある（たとえば、含み損益等に基づいて売却する銘柄を選ぶことが難しい）、③事業会社の収益力は銀行や生保会社と違って企業間の格差が大きいことから、各企業の株式投資行動にばらつきが大きい等が考えられよう。

### (3) 銀行、生保会社

銀行と生保会社の場合、多くの業種で係数bの符号がマイナスである。とくに生保の場合、個人ほどではないものの、係数bがマイナスで、t値で評価するかぎり統計的に有意である業種が比較的多い。一方、銀行の係数bの有意性は、生保と比べると低い。

銀行と生保会社は、安定保有を含めた株式持ち合い構造の中で中心的な役割をはたしてきた。1990年以降、この株式安定保有構造が崩れたわけだが、その中で銀行や生保会社は保有資産のリスクを縮小させるように要請されたり、ALM的な観点から株式の保有を削減するように要請されたりしたことから、株式の売却を進めた。また、1990年代後半には銀行や生保会社を取り巻く企業収益環境が厳しくなったため、株式の売却益が企業としての収益をかき上げる重要な財源になった。さらに2000年代に入ると、一般に株式を売却すると損失が発生するような状況になったが、その売却損をいかに小さくするのもかも要請された。

図表－7 銀行

業種	株価相対上昇率 t値	決定係数	超過保有率	
			1992年度	2002年度
水産・農林業	-0.12	0.001	-0.4	0.8
鉱業	0.57	0.035	-4.2	2.4
建設業	0.64	0.044	-0.6	0.9
食料品	-0.02	0.000	-0.5	0.8
繊維製品	-0.95	0.091	0.3	0.7
パルプ・紙	0.02	0.000	1.2	3.4
化学	-1.57	0.215	-0.3	-0.4
医薬品	-0.67	0.048	2.0	-1.5
石油・石炭製品	0.25	0.007	0.8	0.8
ゴム製品	-0.94	0.090	-2.0	1.8
ガラス・土石製品	-1.03	0.105	1.9	1.4
鉄鋼	-0.10	0.001	1.0	-0.3
非鉄金属	-1.72	0.247	-3.4	-1.7
金属製品	0.84	0.073	-2.0	0.3
機械	-2.62	* 0.432	0.6	-0.4
電気機器	1.60	0.221	-1.2	-1.0
輸送用機器	-1.63	0.228	5.8	0.9
精密機器	1.49	0.199	1.3	0.4
その他製品	-0.68	0.049	3.2	3.8
電気・ガス業	-0.04	0.000	3.4	3.5
陸運業	-0.17	0.003	-2.8	3.1
海運業	-0.27	0.008	2.4	2.2
空運業	0.08	0.001	0.6	1.7
倉庫・運輸関連業	-1.05	0.108	-1.3	-1.2
通信業	-0.27	0.008	-8.8	-6.3
卸売業	-1.92	0.290	3.8	-1.2
小売業	0.64	0.044	-0.5	-2.1
銀行業	-1.06	0.111	-3.6	5.2
証券・商品先物取引業	-0.07	0.001	10.3	6.5
保険業	-0.92	0.086	7.1	5.3
その他金融業	-0.14	0.002	5.0	-4.0
不動産業	-1.34	0.167	-2.7	-0.8
サービス業	-0.57	0.035	-3.6	-4.8

(注) ※は5%、※※は1%の水準で有意であることを示す。  
(資料) 全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」、東証資料に基づいて作成。

図表－8 生命保険会社

業種	株価相対上昇率 t値	決定係数	超過保有率	
			1992年度	2002年度
水産・農林業	1.24	0.147	-4.9	-3.3
鉱業	-1.42	0.182	-5.6	-5.0
建設業	-0.06	0.000	-3.7	-1.5
食料品	-0.01	0.000	-0.5	0.6
繊維製品	0.00	0.000	1.0	2.0
パルプ・紙	-1.39	0.177	-1.3	0.0
化学	-1.27	0.152	1.2	1.4
医薬品	1.03	0.106	0.3	2.1
石油・石炭製品	1.02	0.103	-6.1	-3.5
ゴム製品	-1.49	0.199	-3.9	-0.8
ガラス・土石製品	-0.20	0.005	5.1	5.3
鉄鋼	-2.44	* 0.399	1.9	1.6
非鉄金属	-0.07	0.001	-1.4	0.7
金属製品	1.59	0.219	-3.4	-0.4
機械	-2.37	* 0.385	0.8	0.9
電気機器	-0.05	0.000	-0.9	0.3
輸送用機器	-2.88	* 0.480	-0.1	-0.1
精密機器	-1.38	0.174	3.5	3.8
その他製品	-0.01	0.000	-4.0	-1.4
電気・ガス業	-0.71	0.053	7.3	3.8
陸運業	-0.23	0.006	1.6	2.7
海運業	0.73	0.055	-4.8	-1.9
空運業	0.83	0.072	-3.8	-1.8
倉庫・運輸関連業	-1.20	0.137	-2.7	-0.3
通信業	0.15	0.003	-4.8	-4.8
卸売業	-2.75	* 0.456	-2.8	-1.1
小売業	0.42	0.020	-2.6	-2.0
銀行業	-2.93	* 0.489	1.7	2.2
証券・商品先物取引業	0.87	0.078	0.8	-1.5
保険業	0.52	0.029	-3.1	-0.5
その他金融業	-1.34	0.166	-1.6	-3.0
不動産業	-0.30	0.010	-3.4	-1.4
サービス業	-0.18	0.004	-4.8	-3.8

(注) ※は5%、※※は1%の水準で有意であることを示す。  
(資料) 全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」、東証資料に基づいて作成。

以上のような株式売却と、それにともなう企業収益への影響を考えると、株価の上昇している銘柄や、相対的に株価下落率の小さい銘柄が主要な売却対象となるのが自然である。逆に相対的に株価の下落率の大きな銘柄が売却対象となるのは、当該銘柄に破綻懸念が強まっている場合や、銀行や生保会社自身が破綻して、強制的に株式の売却措置がとられる場合にほぼ限定され、かなり特殊なケースと考えられる。これらの理由から、業種別株価の相対的な上昇にともなって、その業種の組み入れ比率を減らすような投資行動が統計的に抽出されたものと考えられる。

もっとも生保会社の場合、長期的な性質を有する資金を扱ってきた関係もあり、1990年よりも前から逆バリエーション的な投資行動を採用していた。1990年以前は生保会社にとっての株式購入局面、1990年以降は株式売却局面という違いはあるものの、その2つの期間を隔てて、まったく無関係の株式投資行動をとってしまったとはなかなか考えられない<sup>(9)</sup>。

#### (4) 証券投資信託、その他の信託

証券投資信託、その他の信託には目立った特徴がみられない。係数bの符号がまちまちであり、またt値が統計的に有意である業種がほとんどみられない。

証券投資信託の場合、運用会社の投資スタンスと、委託者である個人の投資スタンスが混在する。すなわち、運用会社が順バリエーションのスタンスにあったとしても、個人が逆バリエーションだと、株価の上昇にともなって運用会社は個別銘柄の買い姿勢を採用するものの<sup>(10)</sup>、個人は運用財産全体に対する売り姿勢を採用することとなり、売りと買いの姿勢が並存、対立することになる。もっとも、株価下落の場合、この運用会社と委託者の姿勢の対立は比較的少ないかもしれない。

図表-9 証券投資信託

業種	株価相対上昇率 t値	決定係数	超過保有率	
			1992年度	2002年度
水産・農林業	0.74	0.058	3.8	2.9
鉱業	0.17	0.003	5.1	0.8
建設業	0.35	0.013	2.4	-0.4
食料品	-0.06	0.000	1.6	-0.3
繊維製品	0.54	0.031	2.6	1.2
パルプ・紙	-0.34	0.013	1.4	0.3
化学	0.31	0.010	1.6	1.3
医薬品	-0.30	0.010	1.2	0.5
石油・石炭製品	-0.07	0.001	1.3	-0.3
ゴム製品	1.87	0.281	0.6	0.3
ガラス・土石製品	0.98	0.097	3.0	1.0
鉄鋼	-0.73	0.056	0.3	-0.5
非鉄金属	1.27	0.152	4.0	2.4
金属製品	-0.06	0.000	1.3	-0.4
機械	-0.06	0.000	2.0	0.9
電気機器	-2.13	0.335	1.0	1.6
輸送用機器	0.35	0.014	-0.5	-0.7
精密機器	-0.94	0.089	2.9	3.2
その他製品	-1.53	0.207	0.9	-0.1
電気・ガス業	0.51	0.028	-1.7	-1.6
陸運業	-1.36	0.171	-0.3	-1.5
海運業	-0.39	0.017	2.4	2.1
空運業	-0.13	0.002	-1.4	-2.4
倉庫・運輸関連業	0.33	0.012	3.2	0.1
通信業	0.70	0.052	-1.9	-1.0
卸売業	0.57	0.034	0.3	-0.3
小売業	-0.25	0.007	-0.6	0.3
銀行業	-2.20	0.351	-2.4	-2.0
証券・商品先物取引業	-1.12	0.122	-1.8	-0.1
保険業	0.53	0.031	0.0	-1.0
その他金融業	0.44	0.021	1.5	-0.3
不動産業	0.30	0.010	1.2	0.0
サービス業	2.04	0.316	1.1	0.3

(注) ※は5%、※※は1%の水準で有意であることを示す。  
(資料) 全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」、東証資料に基づいて作成。

図表-10 その他信託

業種	株価相対上昇率 t値	決定係数	超過保有率	
			1992年度	2002年度
水産・農林業	-1.46	0.191	1.7	-2.8
鉱業	-1.76	0.257	1.5	1.6
建設業	-0.74	0.057	1.4	-1.8
食料品	-1.43	0.185	0.6	-1.0
繊維製品	-0.57	0.035	1.8	1.6
パルプ・紙	1.57	0.216	0.8	4.9
化学	-0.14	0.002	1.8	1.9
医薬品	-2.35	* 0.381	1.5	-0.3
石油・石炭製品	-1.92	0.291	1.2	-0.5
ゴム製品	0.05	0.000	-0.6	0.2
ガラス・土石製品	1.93	0.292	2.3	4.2
鉄鋼	-1.33	0.165	2.2	2.2
非鉄金属	-0.10	0.001	2.4	3.6
金属製品	-1.34	0.166	1.2	-2.2
機械	0.23	0.006	1.0	0.8
電気機器	0.80	0.066	1.5	0.7
輸送用機器	0.72	0.054	0.8	1.1
精密機器	-1.29	0.157	3.3	1.3
その他製品	0.74	0.058	0.7	0.1
電気・ガス業	-1.51	0.203	-1.4	-2.5
陸運業	-1.48	0.196	1.3	-0.3
海運業	1.51	0.202	1.7	9.4
空運業	-0.28	0.009	-2.2	-5.0
倉庫・運輸関連業	-0.69	0.050	-0.1	1.0
通信業	0.84	0.072	-2.0	-2.0
卸売業	-1.57	0.214	1.6	0.9
小売業	0.23	0.006	-0.4	-1.8
銀行業	-1.17	0.133	-3.5	-0.9
証券・商品先物取引業	0.92	0.085	1.6	0.0
保険業	0.18	0.004	0.8	2.4
その他金融業	0.55	0.033	2.8	-1.3
不動産業	1.49	0.198	3.4	2.5
サービス業	0.10	0.001	0.3	-1.8

(注) ※は5%、※※は1%の水準で有意であることを示す。  
(資料) 全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」、東証資料に基づいて作成。

(9) 脚注7で述べたように、1990年以前の分析は今後の課題である。

(10) 証券投資信託の場合、販売会社である証券会社の姿勢も影響を及ぼそう。

一方、その他の信託とは、先に述べたように、投資信託と年金信託を除いた信託勘定のことである。このため、その他の信託は、従来からの信託銀行勘定、特定金銭信託等のかつての財テク資金、公的資金の委託勘定等、さまざまな資産から構成されていることになる。またその他の信託の構成を時間軸でみてみると、財テク資金の減少、公的資金の増大というように、1990年代の前半と、後半以降とは大きな変化が生じている。このため、本稿で用いた分析では目立った特徴が出なかったと考えられる。

#### (5) 年金信託、海外投資家

最後に、年金信託と海外投資家についてである。この2つの投資家の場合、多くの業種で係数 $b$ の符号がプラスであり、 $t$ 値も有意なものはいくつかみられる。この意味で、両者は順バリの株式投資スタンスにあるといえよう。

とくに海外投資家の場合、先に述べたように投資対象となる業種を絞り込んでいるが、その絞り込んだ業種（電気機器、輸送用機器、精密機器、医薬品、保険業など）の $t$ 値がプラスで、比較的有意な大きさになっている傾向がみられる。また、これらの業種の相対的な保有率も、時間を追って上昇している。もっとも、海外投資家が銀行業に対して採用した投資スタンスをみてみると、 $t$ 値がプラスで、比較的有意な大きさになっているものの、海外投資家による相対的な保有率は大きく低下している。このことは、海外投資家が銀行株の下落をみて売却したか、銀行株の下落を誘うように売却した可能性を示唆している。

年金信託の場合、海外投資家とは逆に、すべての業種の株式をまんべんなく保有している。また、係数 $b$ の $t$ 値自身、高いものも散見されるが、高くないものも多い。つまり、海外投資家ほどには順バリの傾向が強くないことを意味している。むしろ、年金信託はインデックス運用的なスタンスにあると表現した方が正しいのかもしれない<sup>(11)</sup>。

---

<sup>(11)</sup> 厚生年金基金連合会の調査に基づいて2001年度末の年金の運用状況をみると、株式におけるパッシブ運用の比率は46.3%に達している。また、このインデックス運用の比率は上昇傾向にあり、2001年度末の割合は前年度に比べて2.5%ポイントの上昇となっている。

図表-11 年金信託

業種	株価相対上昇率 t値	決定係数	超過保有率	
			1992年度	2002年度
水産・農林業	0.49	0.026	-0.2	1.0
鉱業	-0.46	0.023	1.3	0.1
建設業	1.17	0.132	0.4	-0.1
食料品	0.55	0.033	0.3	-0.6
繊維製品	0.30	0.010	0.5	1.8
パルプ・紙	0.79	0.065	0.2	0.7
化学	1.23	0.145	0.3	1.3
医薬品	1.00	0.099	0.4	0.5
石油・石炭製品	1.80	0.264	0.3	0.0
ゴム製品	-0.15	0.002	0.1	1.0
ガラス・土石製品	3.36 **	0.556	0.3	0.1
鉄鋼	3.73 **	0.607	0.1	1.7
非鉄金属	1.70	0.244	0.6	0.9
金属製品	2.01	0.311	0.0	-0.5
機械	-0.57	0.034	0.2	0.5
電気機器	1.32	0.162	0.2	0.7
輸送用機器	0.80	0.066	-0.2	0.1
精密機器	0.18	0.004	0.8	0.5
その他製品	1.96	0.300	0.3	-0.1
電気・ガス業	0.41	0.019	-0.1	-1.2
陸運業	0.04	0.000	-0.2	-1.5
海運業	1.42	0.184	0.1	3.4
空運業	0.66	0.046	-0.4	-4.0
倉庫・運輸関連業	0.22	0.006	0.1	-0.2
通信業	0.62	0.041	-0.3	0.2
卸売業	-0.43	0.020	0.0	-0.2
小売業	0.06	0.000	-0.1	0.2
銀行業	2.28 *	0.367	-0.5	-2.1
証券・商品先物取引業	-0.18	0.004	-0.2	0.2
保険業	0.08	0.001	0.5	-0.9
その他金融業	0.53	0.031	0.9	0.3
不動産業	0.24	0.006	0.1	0.1
サービス業	1.48	0.196	-0.1	-0.5

(注) ※は5%、※※は1%の水準で有意であることを示す。  
 (資料) 全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」、東証資料に基づいて作成。

図表-12 海外投資家

業種	株価相対上昇率 t値	決定係数	超過保有率	
			1992年度	2002年度
水産・農林業	-0.27	0.008	-0.4	-11.3
鉱業	-0.20	0.004	3.5	-12.9
建設業	0.22	0.005	1.3	-6.0
食料品	1.10	0.118	-0.9	-5.2
繊維製品	0.47	0.024	0.0	-5.8
パルプ・紙	-0.79	0.065	-2.2	-5.3
化学	2.12	0.332	0.9	3.1
医薬品	2.00	0.308	3.9	11.7
石油・石炭製品	-1.88	0.283	18.3	2.3
ゴム製品	0.94	0.090	-0.3	-2.9
ガラス・土石製品	0.48	0.025	-0.7	-6.7
鉄鋼	0.06	0.000	-1.4	-8.1
非鉄金属	0.28	0.008	3.7	-3.8
金属製品	-0.54	0.031	0.3	-6.8
機械	-0.01	0.000	0.2	-3.5
電気機器	1.72	0.247	4.8	7.7
輸送用機器	1.46	0.191	1.8	7.9
精密機器	-1.13	0.124	7.3	4.1
その他製品	5.43 **	0.766	2.3	1.4
電気・ガス業	0.29	0.009	-2.6	-9.2
陸運業	0.10	0.001	-3.5	-8.7
海運業	0.38	0.016	-2.8	-2.7
空運業	0.84	0.073	-4.8	-14.4
倉庫・運輸関連業	0.44	0.021	0.5	-10.0
通信業	0.13	0.002	-4.4	0.1
卸売業	1.27	0.152	-0.4	-6.5
小売業	-0.16	0.003	1.7	-5.7
銀行業	2.41 *	0.392	-4.1	-11.8
証券・商品先物取引業	1.38	0.175	0.1	8.7
保険業	3.43 **	0.566	5.9	5.7
その他金融業	2.69 *	0.445	2.1	4.6
不動産業	1.36	0.170	2.8	0.0
サービス業	-1.96	0.299	0.5	-3.1

(注) ※は5%、※※は1%の水準で有意であることを示す。  
 (資料) 全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」、東証資料に基づいて作成。

ところで、年金信託と海外投資家は、1990年代以降、株式投資に積極的に臨んだ投資家である。年金信託は、年金資産の増加に対応し、その一定比率を株式に振り向けてきた。この背景として、1980年代までの株式投資収益率が高かったことを考えないわけにはいかない。また、年金全体に使えることだが、ポートフォリオ理論を積極的に取り入れたことから、資産の一定の割合を株式に投資することが望ましいと判断したこともあろう。一方、海外投資家においては、1980年代の後半まで、日本の株価水準を高すぎると判断して株式売却を進めていたが、1990年代の株価下落をみて、買戻しを開始し、さらにグローバルなポートフォリオの観点から日本株の組み入れ比率を高めたと考えられる。

背景はともあれ、年金信託と海外投資家は株式持ち合い解消の受け皿となったわけである。しかし、両者の業種別ポートフォリオの推移と株価に対する反応を観察したかぎり、投資スタンスは同じではない。この点には注意を払う必要がある。

#### 4. 株式投資による収益

投資家によって1990年以降の株式投資行動に差異がみられた。この差異が株式投資から得られる収益にどの程度の影響を与えているのか、次にまとめておきたい。この分析方法を以下、説明しておく。

投資家  $i$  について、 $t$  年度における業種  $j$  の株式保有額を  $A_{i,j,t}$  とする。 $t$  年度末の業種  $j$  の株価を  $P_{j,t}$ 、 $t$  年度の業種  $j$  の平均株価を  $P_{ja,t}$  とする。なお、投資家ごとの株式保有額や株価のデータは 2.1 で示した資料からのデータによって得るものとする。

ここで、

$$\Delta A_{ij,t} = (A_{ij,t} - A_{ij,t-1} \times \frac{P_{j,t}}{P_{j,t-1}}) \times \frac{P_{ja,t}}{P_{j,t}}$$

を求め、この $\Delta A_{ij,t}$ を投資家*i*が*t*年度において業種*j*の株式をネットで購入した額とする。この $\Delta A_{ij,t}$ を投資家ごとに集計すれば、投資家*i*の各年度の株式購入額が算出できる。

また、1992年度末をスタート時点として、①株式全体について、ネットでプラスの購入額であれば現金が流出、②ネットでマイナスの購入額であれば現金が流入、③現金はプラスにもマイナスにもなるが、自由に貸借できる、④この当該年度末までの各年度の現金流入額合計値を、当該年度末における、各投資家にとっての現金保有残高とする、⑤各投資家のポートフォリオは株式と現金から成り立つ、⑥保有もしくは借り入れている現金には金利はつかないとして、投資家ごとにポートフォリオの合計時価総額を求めた。その結果を図表-13に示した。なお図表-13では、ポートフォリオの合計時価総額を1992年度末=100として指数化し、同様に指数化したTOPIXの推移と比べている。

図表-13 株式の投資効率

年度	個人	事業会社	銀行	生保	投信	その他信託	年金信託	海外投資家	TOPIX
1992	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1993	108.2	109.8	109.4	108.8	108.4	108.8	108.2	110.9	109.2
1994	90.1	91.7	90.7	91.0	93.3	87.5	82.5	86.1	91.3
1995	112.7	114.2	115.1	112.9	111.7	116.0	118.8	124.7	114.3
1996	96.7	92.5	97.3	94.9	101.6	95.7	83.6	99.4	95.9
1997	89.3	83.4	89.0	86.2	97.1	84.7	54.9	84.1	87.4
1998	91.1	84.3	89.6	86.7	97.8	87.7	68.6	92.9	88.5
1999	119.7	119.6	112.4	105.9	118.9	131.3	228.8	207.9	119.1
2000	90.8	81.7	95.5	88.4	89.1	89.2	65.7	95.4	89.2
2001	75.0	65.6	85.2	76.9	72.9	58.6	-21.3	44.0	74.0
2002	52.0	45.4	73.3	64.1	44.0	9.9	-145.1	-29.3	55.0

(資料) 全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」、東証資料に基づいて作成。

図表-13の計算結果について、①配当が加味されていない、②銘柄ごとの値動きや日時の投資タイミングが考慮されていないことに留意する必要がある。とはいうものの、次の点がすぐにみてとれる。すなわち、すべての投資家は1992年度末と比較してポートフォリオの合計時価総額を減少させているが、①株式持ち合いの解消を図ってきた銀行と生保会社の時価総額の減少率が一番少ない、②事業会社は、銀行や生保会社同様に株式持ち合いの解消を図ってきたが、両者に比べて時価総額の減少率が少し大きい、③個人はほぼTOPIXなみであり、他の投資家に比べて良好である、④1990年以降、株式投資に積極的だった年金信託と海外投資家の時価総額の減少率が当然ながら大きい、ということである。

事業会社の時価総額の減少率が大きいのは、銀行や生保会社が株式の保有比率を半減以下に縮減したのに比べて株式売却の規模が小さかったことと、銀行株の組み入れ比率が大きかったことによる。

また、年金信託と海外投資家を比較した場合、海外投資家の減少率が小さいのは、銘柄を選択して投資した海外投資家の投資スタンスが、日本の株式市場環境に適していたことの表れである。

う。さらに海外投資家の場合、1990年代前半の株式購入は、1980年代に売却した日本株の買戻しの意味もあったことに留意が必要である。

#### IV. おわりに

本稿では、1990年代の株式市場において主要な投資家がどのように行動したかを簡単に分析してきた。今後、さらに分析する必要のある課題も多々残されている。たとえば、1990年以前はどうかであったのか、また2003年に入って株価の上昇がみられるが、それに対して各投資家がどのように行動したのかなどが今後に残された分析のテーマである。また、分析結果に対する考察についても、現段階では推論でしかないものも多い。それらの推論について、データの裏づけ作業が必要になろう。

しかし、本稿の簡単な分析から得られる示唆もいくつかある。

第一に、個人投資家の投資効率が優れていることである。とりわけ、投資信託や年金信託よりも優れていることは注目に値する。個人は投資信託や年金に資金運用を委託している主体であり、一方で投資信託や年金は個人からの委託を受けて資産運用するプロの受託者、すなわち機関投資家である。このことから、一見、プロと素人の立場が逆転したような印象を受ける。

年金にとって、1990年代に資金運用の自由化が急速に進んだため、株式での運用量が増大したことは不運であったかもしれない。プロと素人の立場が逆転したのも、この意味で仕方ないことだろう。同様に、投資効率が一番良好だった銀行や生保会社についても、その良好な結果は、純粹の投資判断に基づいていたというよりは、他の経営的な要請から偶然に生じた事象だったとの評価も可能だろう。

問題は、個人投資家の逆バリエーション的な投資スタンスと、年金の順バリエーション的、インデックス的な投資スタンスには大きな乖離があることである。この点をどのように考えるのかは重要だろう。すなわち、個人が本来望んでいるようなポートフォリオを年金が構築しているのかどうかである。年金制度が成熟した段階であればともかく、まだ日本の年金は成熟の一手手前である。それだけに、年金資金は依然として長期的な資金の性質を有している。長期の資金にとって、順張りの投資スタンスが望まれるのかどうか、まず熟慮する必要があるだろう。とりわけ、2002年に株価が大底圏にあった頃、株式の組み入れ比率が高すぎるのではないかとの議論が関係者の間で主要な関心事項になったことは、相場全体に対する順バリ姿勢の端的な表れである。その順バリ姿勢は、一概には断定できないものの、現時点となれば正しくないスタンスであった。この点、もともと年金に期待される投資スタンスは、長期資金にふさわしい逆バリエーション的、相場を冷静かつ客観的に評価するスタンスだと考えられる。

第二に、インデックス的な株式投資の是非についてである。本稿でみたように、海外投資家は日本株に対してインデックス的な投資を行っていない。グローバルな株式インデックスに組み入



れられている日本株が限定されていることもあろうが、結果として、日本株全体に投資してこなかったため、相対的に良好な投資成果を残せてきたようだ。この点は個人も同じである。現在、相当のブームとなっているインデックス運用については、それが大きな効果を発揮する景気の段階や、ベンチマークとして用いるべきインデックスとはそもそも何かをもう一度考えてみる事が望まれよう。

最後に、株式持ち合いが崩壊し、日本の株式市場も個人や機関投資家が活躍する市場に変貌してきた感があるが、その状況において、株式公開企業は投資家に対して何をアピールすべきかである。個人、年金、海外投資家、投資信託、それぞれの投資家の嗜好と、その嗜好の今後の変化を頭の中に入れて、情報開示やIR活動を行い、ひいては配当や資金調達等のファイナンス戦略を考えていく必要性が急速に増していると思える。