

## 証券市場における機関投資家の役割

—年金と証券投資信託の役割について—<sup>\*1</sup>

川北 英隆<sup>\*2</sup>

### 要 約

1990年代以降、日本の株式市場において機関投資家が台頭してきた。とりわけ、年金による株式の保有は市場時価総額全体の12%に達し、株式持ち合いの比率を凌駕しつつある。その年金は、受給権者である個人から委託を受けてさまざまな機能を提供する主体である。年金の資産運用もまた、受給権者である個人からの委託に基づくものであると考えられる。この年金の資産運用は、言い換えると機関投資家の役割そのものである。機関投資家は受託者として、また投資の専門家として行動し、委託者に投資機能を提供するものと期待されている。

では、日本の株式市場において、主要な機関投資家である年金、証券投資信託等は本来の機関投資家としての機能を発揮してきたのであろうか。

この点について、1980年代から、バブル崩壊を経て、現在にいたるまでを分析してみた。すなわち、投資家別、上場株式の業種別時価総額のデータを用い、主要な投資家が株価の変動に対していかに反応し、行動してきたのかを分析したのである。その結果によれば、個人は逆張りの投資スタイルを続けていること、生命保険会社は個人と同じように逆張りのこと、一方で、証券投資信託には目立った特徴がないこと、年金信託と海外投資家は順張りのことがわかる。

この結果やポートフォリオの推移などから判断すると、証券投資信託はともかく、年金の代表である年金信託と個人とには、株式に対する投資スタイルにおいて大きなギャップがあると考えざるをえない。個人は、その投資スタイルに関していくつかの解釈はあるものの、結果として長期的な観点に立って投資を行い、バブル崩壊以降の株価の長期下落局面を比較的うまく乗り切ってきたと考えられる。それに対して年金信託は、短期的な観点から株式投資を行い、バブル崩壊以降の株価の長期下落局面で大きな損失を被ったとみられる。

\* 1 本稿は、財務省財務総合政策研究所主催「金融資本市場と日本経済に関する研究会」における筆者の報告と堀内昭義座長および参加委員による討論をはじめ、資本市場研究会主催「日本再生とコーポレートガバナンスに関する研究会」における筆者の報告と研究会委員による討論、第40回日米法学会（2003年9月21日、於関西学院大学）のシンポジウム「変革期における日米コーポレートガバナンスの展開」および中島修三弁護士主催「Law&Tax・2004年2月27日開催の研究会」における筆者の報告と参加者の質問から触発された部分がある。研究会、学会、シンポジウムの参加者からいただいた貴重な意見にお礼を申し上げたい。なお、本稿の文責がひとえに筆者にあることを付記しておく。また、財務省での研究会の終了後、2003年度のデータも利用可能となったが、そのデータを用いた投資家行動の分析は行っていない。

\* 2 同志社大学政策学部教授（研究会当時、中央大学専門職大学院国際会計研究科教授）

今後、年金が個人の委託者として行動し、投資の場面で専門家として期待される機能を発揮するためには、一つには受託者としての自覚を持ち、委託者である個人の選好を的確に把握する努力を怠らないことが必要となろう。同時に、受託者としての意識を高めるための社会的なルール作りが必要になると考えられる。

## I. 問題意識

1990年代、日本経済は大きな転換と変革を経験した。その経験は実物経済だけに生じたものではない。金融市場や、その一部としての証券市場も同様である。

では、1990年代に証券市場が経験した転換、変革とは何であったのだろうか。制度面に関して、社債市場の改革と自由化、証券化市場の発達、証券取引所の電子化と競争の導入、証券のペーパーレス化、証券決済の円滑化に向けた改革等、いくつもの例をすぐさまに思い浮かべることができよう。価格形成面では、株価の大幅な下落、日本銀行によるゼロ金利政策が重要だろう。これらはあくまでも表面的な現象の例示であるが、この視点から1990年代の証券市場の転換や変革を論じるだけでも、一つの論文が書けよう。

もう一つ、1990年代の証券市場において見逃せないのは、株式保有構造の変化である。敗戦直後、財閥が解体し、証券取引所での株式取引が再開して以降、1980年代の終わりから90年代の半ばにかけてまで、日本の株式市場を特徴づけてきたのは株式持ち合い構造である。しかしその株式市場の構造は、バブル崩壊に始まる大幅かつ長期間の株価下落にともない、崩壊してきている。この株式市場の変化は、日本が経験した実物経済の転換と変革から影響を受けたものであるが、逆に実物経済やそこで活動する経済主体にもさまざまな影響を与えている。

以上を踏まえ、本稿の基本的な問題意識は次の点に置かれる。すなわち、日本の株式市場は1990年代に大きな転換と変革を経験したわけだ

が、投資家の観点から、その変化と結果をいかに評価すればいいのかというものである。

この株式市場の転換と変革、それに関する問題意識について、順を追い、もう少し具体的に述べておこう。

まず、株式市場での投資家の行動を考えなければならない。株式市場において、誰かが株式を売却するということは、他方で誰かがその株式を買うことを意味する。1990年代後半に株式持ち合いが崩壊し、市場でその株式が大量に売却されたわけだが、ではかつて持ち合われていた株式を誰が買ったのか。その答えは、代表的には海外投資家ということになるが、同時に年金という投資家を忘れてはならない。それでは、年金とはいかなる投資家なのだろうか。

一言で表現すれば、年金という投資家は、年金受給権者のために証券投資を行う投資家である。もう少し後で定義を示すが、機関投資家と表現してもいい。一方、海外投資家にも機関投資家に分類されている機関が多いと推測できる。つまり、株式持ち合いが崩壊して以降、日本の株式市場では年金や海外投資家等、機関投資家の影響力が増したと考えられる。そこで、機関投資家がどの程度の影響力を証券市場（とりわけ株式市場）にもたらしているのか、それを把握することが必要となる。

もう一つは、たとえば年金は「年金受給権者のために証券投資を行う」と述べたが、では年金の現実の投資行動が年金受給権者、すなわち個人にとって望ましいものになっているのかどうかという問いである。この問いに答えるには、

年金の投資行動を分析し、他の投資家と比較してみるのが一番だろう。

本稿では以上の問題意識に沿い、次の構成に基づきながら、機関投資家の行動について考えることとする。最初は、機関投資家の定義である。次に、証券投資を構成する機能について簡単に考えたうえで、機関投資家に期待されてい

る役割を記したい。その後、日本の株式市場において年金の影響力が著しく増していることを示す。以上を前提としつつ、日本の株式市場において、機関投資家が本来期待されている機能を発揮しているのかどうかを簡単に分析する。最後に、本稿のまとめとして、今後の証券市場に関して得られる示唆を述べておきたい。

## Ⅱ．機関投資家の機能と定義

### Ⅱ－１．資金の流れと多様な仲介機関

実物面での経済活動、すなわち物やサービスの生産と、それらの流通市場における取引は、金融的な活動によって裏打ちされている。一方、金融面における重要な活動とは、資金の決済と、その決済用資金の調達と供給である。後者の資金の調達と供給においては通常、資金を供給したとの事実と、それに関して発生した権利を記述した書類（証書や証券等）が発行される<sup>1)</sup>。

資金の調達と供給の円滑化を図るため、資金供給に関する権利の移転を広く認め、さらには、その移転（すなわち売買）市場を確立することも一般にみられる。日本の証券取引法では、このような移転を前提とした権利を有価証券と定義し、その有価証券の権利の確立と移転の便宜を図るための場（すなわち発行市場と売買市場、まとめて証券市場）を法定している。その証券市場の代表が証券取引所である。この証券取引法上の有価証券とは、周知のように株式や公社債に代表される。

ところで、資金の供給主体と調達主体はいかにして結びつくのだろうか。直接に資金の供給と調達を行うのか、そうでないのかという問題でもある<sup>2)</sup>。現代社会では、資金の供給主体と

調達主体とが直接に資金の授受を行うのはきわめて稀である。その資金の代表的な流れとして、銀行を介したものと、証券市場を介したものとに分類される。そのいずれの流れにおいても、専門的な機能の提供を活動の目的とした仲介機関が存在する。

銀行を介した資金の流れの場合、もちろん仲介機関は銀行である。確認しておけば、銀行は、資金供給者から「預金債権」と交換に資金を受け入れ、その資金を資金調達者に「貸出」という形態で供給している。預金債権も貸出も、資金供給に関する権利者側からみた名称である。

他方、証券市場を介した場合、仲介者は多岐にわたる。その仲介者はいずれも証券に関する仲介機能を提供することになるが、「仲介機能を提供する対象者」の観点から分類すれば、次のようになろう。すなわち、資金供給者に仲介機能を提供する機関、資金調達者に仲介機能を提供する機関、資金供給に関する権利の流通すなわち売買を仲介する機関に分類されよう。

資金供給者に仲介機能を提供する機関は、証券の購入と、購入した証券の売却、保有している証券の保管、購入もしくは売却した証券に関する受け渡し事務等、その提供する機能に基づ

1) ペーパレス化の流れは、資金供給に関する権利を書類に記述するのではなく、電子的な方法を用いて記述し、その記述内容を正当な手続きに基づいて書き換えることで権利の移転を認識することになる。

2) 資金供給、調達のニーズに関する情報を、資金供給者と調達者の双方がいかにして得るのかという問題に還元することも可能である。

いて細分される。このうち、証券の購入と売却に関する仲介機能の提供者の代表は、本稿で分析する機関投資家である。また、信託会社（日本の場合、信託銀行）は証券の保管や受け渡し機能の提供者として代表的な存在である。

資金調達者に仲介機能を提供する機関は、証券発行によって資金調達することに関するアドバイスを主要な業務としているが、その資金調達に関する便宜の提供（例えば、最終的に証券を購入する者が出現するまでの間の、一時的な資金の立替）も行う。このような機関の代表は、証券の引受（アンダーライティング）機関である。

資金供給に関する権利の売買を仲介する機関は、ディーラーやブローカー、そして証券取引所に代表される。株式、債券等、証券の種類によってその売買（流通）の形態は異なるが、いずれにしても証券の売買は資金の供給と調達に直接関係しない。しかし、証券の売買が制約されたならば、それは資金供給者の行動を著しく窮屈にしよう。たとえば、資金供給者にとって元金の返済を待たずに資金が必要となる場合にも、また資金調達者の元利金の返済に疑問を感じた場合にも、資金供給者側に資金回収の手段がほとんど与えられないからである。また、資金供給額が多額であればともかくも、少額の資金供給者に対して、資金調達者の行動を監視したり、債権の取り立てを図ったりする手段も事実上、与えられていないに等しいだろう<sup>3)</sup>。この点で流通市場には合理的な意味と経済的な価値がある。また、その流通市場を円滑に機能させる仲介業者への期待がある。

さて、以上で概略分類した仲介機関のうち、本稿が取り扱うのは主に機関投資家である。では、その機関投資家の機能とは、もう少し具体的に何であろうか。

## Ⅱ－２．機関投資家の定義

上で述べた資金の流れに基づけば、理想的な

機関投資家は次のように定義されよう。

機関投資家とは、証券形態によって資金を供給する経済主体（すなわち証券への投資家）に対して、証券の売買と、その結果として生じる証券保有に関する機能を提供する仲介機関であり、専門家として位置づけられる。機関投資家として代表的なものは、証券投資信託や投資顧問会社である。

この機関投資家の定義について、もう少し具体的に内容を見てみれば、次のようになろう。

まず、機関投資家が機能を提供する相手、すなわち機関投資家に対して機能の提供を委託する者とは、証券形態によって資金を供給する経済主体である。委託者の代表は個人であるが、企業であっても差し支えない。以下では個人投資家を委託者として想定する。年金（企業年金や公的年金に関する組織）もまた、委託者となりうる。年金の場合、その主たる役割は年金受給権者に対する年金の支給であるから、機関投資家が年金に機能を提供することは、間接的に個人に機能を提供することと同じである。

次に、「証券の売買と、その結果としての証券の保有に関する機能」とは、たとえば個人自身が株式や債券などの銘柄を選択し、売買することで、資産運用ニーズに合致したポートフォリオを組み立てるのと同じ性質のものである。もしも機関投資家が委託者の保有する全金融資産に対して機能を提供するのであれば、まさに機関投資家が委託者のポートフォリオそのものを作り上げることと等しい。現実の機関投資家は、委託者が保有する金融資産の一部に対して機能の提供を行うことが多いだろう。なお、この場合、機関投資家が証券を自分自身で保管する必要はない。証券の保有に関する機能とは、あくまでもポートフォリオを作り上げることに関連した機能の意味であり、保管とは別ものである。

ここで留意しなければならないのは、個人の証券投資の目的が証券投資によって得られるイ

---

3) この点が銀行の貸出債権との主要な差異になる。

ンカムゲインとキャピタルゲインであり、それ以外は無視できる点である<sup>4)</sup>。少し違った角度から見れば、後で述べる株式持ち合いのように、インカムゲインとキャピタルゲイン以外の経済的効用を目的としていない。そして、インカムゲインとキャピタルゲインは株式という資金供給形態に対して当然に与えられる収益である。この意味で、個人投資家の投資目的は純粋な投資収益だといえよう。

この個人の投資目的を達成するために必要な機能の提供を機関投資家は受託するわけだから、個人の投資目的も継承することになる。このことから、機関投資家の投資目的がインカムゲインとキャピタルゲインというのは当然である。もう少しいえば、機関投資家は、委託者である個人のために、機関投資家に対して与えられた制約（法的な制約や、次に述べる委託者のニーズが代表的な制約）を加味しつつ、インカムゲインとキャピタルゲインの合計値を投資リスクとの対比で最大化するように行動しなければならない。

ところで、委託者が機関投資家の機能を活用する場合、機関投資家に対して資産運用ニーズを提示し、機関投資家はそのニーズに則して機能の提供を行うことになる。証券投資信託のように、小口の資金に対して機能を提供する機関投資家の場合、委託者の資産運用ニーズを聴取し、そのニーズに則して投資行動を起こすことはコスト的に見合わないから、逆にいくつかの代表的な商品を用意して委託者に提示し、委託者の本来のニーズに一番近い商品を選んでもらうことになる。この場合も、投資家のニーズがどこにあるのかを事前に調査して、最大公約数的な商品を用意することが望まれよう。

いずれにせよ、機関投資家の機能の提供は、委託者のニーズという制約を受けることになる。このことは次のことを意味する。すなわち、機関投資家が委託者の金融資産の一部に対して

のみ機能の提供を行っているとしても、通常、委託者が抱いているポートフォリオ全体のイメージと、機関投資家が提供すべき機能（その結果としてのポートフォリオ）とが大きくかけ離れることはない。

最後に、機関投資家が専門家として位置づけられる点についてである。委託者が機関投資家を投資の専門家として位置づけ、選択し、機能の提供を受けるわけだが、では機関投資家の専門性とは、どのような能力を評価したものだろうか。また、専門家であることは、社会的に何か特別な意味を有しているのだろうか。

機関投資家の専門性とは、提供している「証券の売買と、その結果としての証券の保有に関する機能」に関連したものである。その中でも、投資銘柄の選択と、ポートフォリオの構築に関わる機能との結びつきが強いだろう。銘柄の選択を行うには、投資銘柄に関する情報の収集と分析に関する専門能力が必要になるし、それらを効率良く実施するには専門的な知識と技能を有した人材（アナリストやクォンツ等）やデータベースという資源を集積する必要性が生じる。これらの条件を満たしていると判断したから、委託者は機関投資家の専門性に期待して、機能の提供を委託するのである。

言い方を変えると、機関投資家に対する委託者の期待は、機関投資家にどの銘柄を売買すれば望ましいポートフォリオになるのかを指示してもらえさえすれば、かなりの部分が満たされよう。委託者は、その機関投資家の指示に従って実際の売買を実行すればいい。投資顧問業者が行っている投資助言業務がこれに該当する。

もちろん、実際の証券売買にもノウハウが必要になる。また、国内市場での売買ならともかくも、海外市場での売買は専門家でないと難しい場合も多いだろう。そこで、銘柄の選択、売買、ポートフォリオの構築を一貫して機関投資家に任せることも多用される。投資顧問業者の

4) 株主優待を目的に投資することもあるが、これはインカムゲインの一種とみなすことも可能である。株主優待を実施している企業が一部にとどまっていることから、無視することも可能だろう。

投資一任業務、証券投資信託会社の業務がこれに該当する。

このように委託者は、機関投資家が証券投資に関する専門家であるという理由に基づいて、ポートフォリオの一部もしくは全部に対して機能の提供を受けたいと考え、同時にその対価の支払いを承知するのである。専門家でない者に、多くの場合は無償で、投資銘柄に関する意見を述べてもらうのとは訳が違う。機関投資家に関する制度がいちはやく確立されたアメリカでは、投資の専門家としての機関投資家はブルーデント（prudent）であることが求められている。もしくはフィデューシャリー・デューティ（fiduciary duty）が必然的に課せられていると認識される。この視点はアメリカだけのものではない。機関投資家一般に対するルールが制度として確立しているわけではない日本においても、商法や業法等の制度の主旨からすると、機関投資家は誠実に、専門家としての注意深さでもって、投資に関する機能の提供を行わなければならないのである<sup>5)</sup>。

### Ⅱ－３．年金と証券投資信託の特徴

現実の社会において、機関投資家の代表は投資顧問会社と証券投資信託である。

このうち証券投資信託は小口の資金を対象としていることから、主要な委託者は個人である。

一方、日本の投資顧問会社の制度自身は詐欺的な証券取引を防止する目的で1986年に設けられたものであるが、1990年代に入り年金の資産運用を受託することが可能となった。現在、投資顧問会社に対する主要な委託者は年金である<sup>6)</sup>。先に述べたように、投資顧問会社の主要

な委託者は年金であり、その年金の受給権者が個人であることからすると、投資顧問会社の本来の委託者は個人だと考えるのが妥当である。

このように、代表的な機関投資家の委託者は個人であるから、機関投資家は個人を意識して行動しなければならない。既述のように、投資顧問会社や証券投資信託の主要な機能は、投資銘柄の選択とポートフォリオの構築に関する機能であり、これらの機能を本来の委託者である個人に対して提供していることになる。

もう一点、投資顧問会社や証券投資信託に共通の特徴がある。それは、証券投資にともなうて生じる損益がすべて委託者に帰属することである。投資顧問会社や証券投資信託はみずからの勘定を用い、その勘定の中に推奨した証券を組み入れるわけではない。あくまでも委託者の勘定の中で証券を売買する（もしくは売買の推奨を行う）。この結果、勘定に組み入れた証券から発生する損益は、すべて委託者に帰属することになる。

これに関してもう少しいえば、機関投資家の定義もしくは一般的な分類は多様であり、たとえば生命保険会社が機関投資家に含められることも多い。しかし日本の場合、生命保険会社の資産運用によって生じる損益はまずその生命保険会社に帰属し、生命保険の契約者に直接の影響を及ぼさないのが通常の形態である<sup>7)8)</sup>。契約者からすれば、運用環境や投資の成果の如何にかかわらず、契約当初の予定利率を受け取ることができる。つまり生命保険の場合、投資によって得られる成果は、とりあえず生命保険会社によって吸収され、その後に分配されることに等しい<sup>9)</sup>。

5) ブルーデント・マン・ルール研究会（1994）を参考にした。

6) 2000年、投資顧問会社は証券投資信託業務も兼営できるようになった。

7) 当初の契約によって予定利率までの投資収益が約束され、その予定利率よりも実際の投資によって得られた成果が大きかった場合、その差額が契約者配当として支払われるのが日本で通常締結されてきた生命保険契約である。この意味で、保険契約は予定利率に関してオプションとしての性質を有している。

8) 変額保険、変額年金と称せられる契約の場合は別である。資産運用に関する成果は直接契約者に帰属するのが原則である。見方を変えれば、変額保険、変額年金という契約は年金や証券投資信託に近似している。日本では1980年代後半に変額保険が商品化された。現在では変額年金が急速に規模を拡大している。

以上の点で、生命保険会社と投資顧問会社や証券投資信託には大きな差異がある。もう少しいえば、生命保険会社の場合、現実には証券投資によって生じるリスクとリターンを一度負担することが多いため、保険契約者である個人のニーズと同時に、生命保険会社自身のニーズもある程度反映させなければならない<sup>10)11)</sup>。これに対して投資顧問会社や証券投資信託の場合、証券投資によって生じるリスクとリターンはすべて顧客である委託者の負担であるから、純粋に委託者だけを意識した、委託者のための投資機能の提供が求められるのである。

## Ⅱ－４．機関投資家の影響力の増大

### Ⅱ－４－１．年金の影響力

1990年代に入る前後から、機関投資家の影響力が増している。その中心的な役割をはたしているのが、年金であり、投資顧問会社である。

日本に投資顧問会社の制度が導入されたのは1986年であった。投資顧問会社の制度が導入された理由は株式投資に関する不正な勧誘を防止することにあったが、その少し前から年金の資金規模が増大していたこともあり、現実にはその年金資金の受け皿として投資顧問会社は急速に発展した。すなわち、金融自由化の流れを受け、1990年から投資顧問会社は年金資金の運用の受託を開始した。

一方、1989年末に日本の株式市場は最高値を付け、90年の年初から長く深い株価の下落過程に突入した。その下落の過程で株式の保有構造は様変わりともいえる変化を経験している。すなわち、日本の株式市場の特徴であった株式持ち合いが1995年前後から明らかに崩れ始め、現

在もその崩壊に歯止めがかかったとは考えられない。これに関して、ニッセイ基礎研究所「株式持ち合い状況調査」をみておく。それによれば、公表データから計測しただけでも、1990年当時は全上場株式の時価総額の18%程度が株式持ち合いの状態にあった。それが2002年度末には7%台にまで低下している。

他方、全上場株式の時価総額のうち、年金が保有する株式の割合は上昇傾向にあり、2002年度末には12%を超えてきた(図1)<sup>12)</sup>。今や年金は、株式持ち合いを凌駕する株式投資家になったのである。

2002年度末現在、年金全体の資産規模は306兆円に達している。個人金融資産(負債を差し引いた後のネットベース)が1000兆円前後であることからすれば、年金の資産規模は大きい。しかも、個人数もしくは世帯数と比べれば、年金制度の運営主体の数は限られている。一つ一つの年金の運営主体がいかなる投資行動を採択するのかによって、それが株式市場に与える影響は無視できない。それだけに、図1で示されている数字以上の影響力を年金が有していると考えていだろう。

今後の年金全体のポートフォリオにおいてアセットクラスごとの標準的な保有比率がいかなる水準に決定されていくのかは不透明である。一方で、海外証券への選好や、国債等の一定の金利を受け取れるアセットクラスへの選好も見受けられる。とはいえ、2003年春以来の株価の上昇や国内金利上昇への懸念もあり、年金資産を株式によって運用するニーズも依然として高いと考えられる。

以上からすれば、当面、年金を株式市場にお

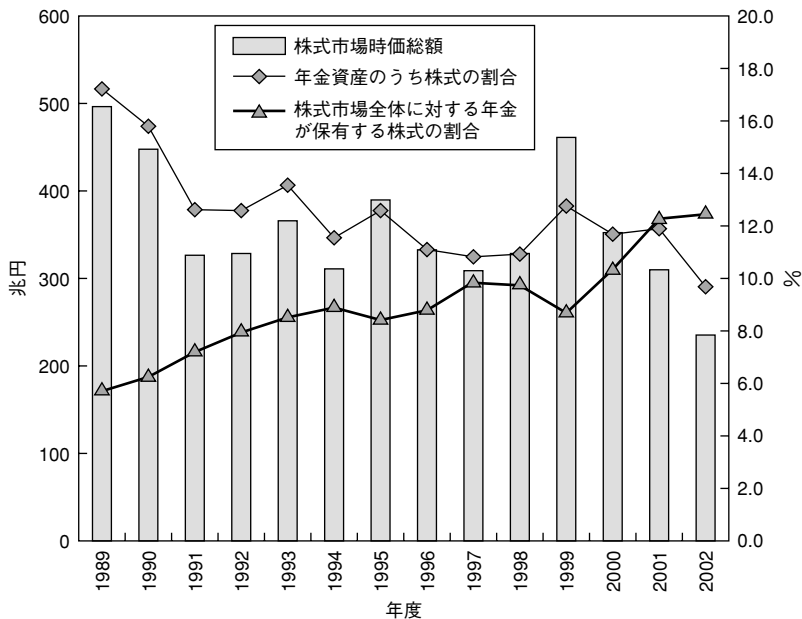
9) 生命保険会社が破たんした場合に、投資による成果が直接、契約者に波及することになる。

10) このような中途半端な商品が今後とも成立するのかどうかの問題はあるが、この点は本稿のテーマではない。

11) ALMの必要性も生命保険会社側からの論理であり、生命保険会社が資産運用のリスクとリターンを一度会社側のものとして受け入れるかぎりにおいて合理的である。

12) 図1によれば、年金資産全体に占める株式の割合は低下してきている。この低下の要因は株価の下落である。ところで、株式市場全体が株価の下落によって縮小している一方、年金全体の資産規模が近年まで増加傾向にあったため、年金が保有する株式時価総額と株式市場全体の時価総額の比率は上昇してきた。

図1 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

ける主要な投資家として位置づけていだろう。

#### Ⅱ－４－２．機関投資家の影響力

少し，株式持ち合いに戻っておきたい。かつての日本市場では，持ち合われている株式と，持ち合いに準じる株式（すなわち，株式持ち合いと同様，よほどのことがないかぎり株式を売却せず，株主総会においても既存の経営者からの議案に対して原則として賛成票を投じる株主によって保有されている株式のことで，以下では安定保有という）を足し合わせると，株式市場の時価総額の過半を超えていたと推定できる<sup>13)</sup>。

その状況は図2からも明らかだろう。1990年頃において，株式持ち合いや安定保有で中心的な役割を果たしていた銀行，事業会社，生命保険会社を足し合わせれば，市場全体の55%に程

度に達していたのである。つまり，株式持ち合いや安定保有という，既存の経営者に対して好意的な株主が株主総会での議決権の過半数を押さえていた。

その状況が1990年代の半ば以降，急速に変わったことは，すでに述べたとおりである。図でも，銀行，事業会社，生命保険会社の保有比率が大きく低下しているのがみてとれる。

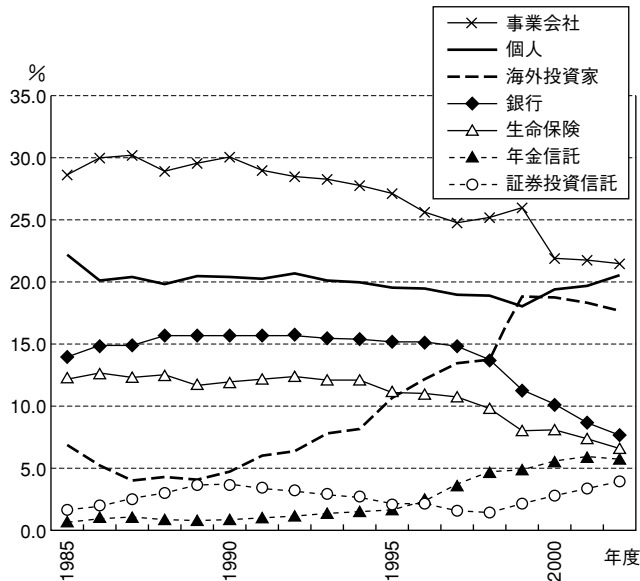
株式持ち合いや安定保有に代わって登場したのが機関投資家である。図2では，機関投資家の代表である年金信託，証券投資信託の比率の上昇が読みとれる。また，海外投資家の大部分も本稿で定義した機関投資家とみなすことが可能である。なお，図2での年金信託は図1の年金の一部分を構成しているにすぎない<sup>14)</sup>。年金全体の保有比率の推移は，むしろ図1で把握するのが正確である。

13) 川北（1995）pp.125－26では，データで判明したものだけでも，1990年頃，株式持ち合いと安定保有を足し合わせると株式市場の時価総額の45%に達していたことが示されている。関連会社や経営者，その他データで把握できなかったものを加味すれば，かなりの確率で50%を超えていたと推定できる。

14) 図2で用いた株式分布状況調査のデータの制約による。



図2 株式の保有状況



出所：全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」

さて、機関投資家とみなしうる年金、証券投資信託、海外投資家の保有比率を足し合わせると、2002年度末で35%を超えたことになる。この数字はほぼ銀行、事業会社、生命保険会社を足し合わせたものに等しい。また、機関投資家の保有比率に個人投資家の比率を加えると50%を超過する。個人投資家も機関投資家も、インカムゲインとキャピタルゲインという純粋な投資収益だけを目的に行動する投資家であることから判断すると、日本の株式市場が大きく変貌したと認識していいだろう。すなわち、株式持

ち合いに代表されるように、純粋な投資収益は もちろん、株主総会での賛成票の確保、ひいては経営権の確保という投資目的に重きを置いた投資家が後退し、それに代わって個人投資家と、その個人からの委託を受けた機関投資家が株式市場の過半数を占めるようになったのである。日本の株式市場での真の主役が個人になったと言い換えることができる。

では名実ともに、日本の株式市場が個人投資家主導の市場へと変化しているのだろうか。この点が次の疑問となる。

### Ⅲ．機関投資家および個人の投資行動と分析<sup>15)</sup>

#### Ⅲ－１．分析の目的、データ、方法

本章の目的は、日本の株式市場が個人投資家主導の市場へと本当に変化しているのかどうかを確認するために、主要な投資家の株式投資について簡単な分析を行うことにある。分析の概

要を示しておけば、市場全体の株価の変動に対して機関投資家や個人がいかに対応し、ポートフォリオを作り変えたかを調べることになる。

もう少しいえば、分析に基づき、投資家が何を判断基準に投資しているのかを探りたい。そ

15) 本章は、川北・樋 (2004)、川北 (2004) をベースとして書き直したものである。

の結果に基づいて、個人投資家と、他の投資家（とりわけ機関投資家）の行動に共通点があるのかどうか、評価したい。

分析に用いるデータと、分析方法は次のとおりである。

主要な投資家のポートフォリオのデータとして、全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」を用いる。図2で用いたのと同じデータである。株式分布状況調査では、主要な投資家（銀行、年金信託、証券投資信託等）別に、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。

その株式分布状況調査の中から、生命保険会社、年金信託、証券投資信託、海外投資家（株式分布状況調査での表記は外国人）、個人の5投資家を本稿の分析対象として選び出すこととした。他方、銀行や事業会社は機関投資家に該当しないため、本稿の分析から除外した<sup>16)</sup>。

各投資家のポートフォリオは1970年度から毎年一回、業種別に公表されているものの、投資家の分類の変更や、ポートフォリオの業種の変更が1980年代、90年代に行われており、継続したデータが得られない。とりわけ、1992年度から業種分類が変更されており、全投資家のデータに影響を与えている。そこで本稿では基本的に、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た分析を行う。バブル崩壊以降の分析を行ったことになる。それに加え、バブル崩壊以前の1980年代についても追加的な分析を行うこととするが、年金信託については、そのポートフォリオが1985年度からしか公表されていないため、1980年代前半の分析は行っていない。

一方、株価のデータとしては東京証券取引所が公表している東証株価指数の業種別指数を用いることとする。

実際の分析では、上記の5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

フォリオを比較する。具体的には、市場ポートフォリオと比較して、5投資家のポートフォリオはどの業種に対する配分に過不足があるのかを把握することになる。市場ポートフォリオからの乖離度合いに、各々投資家の投資に対するスタイルが反映されていると想定するわけである。

分析の方法をもう少し詳細に述べておく。

まず、業種  $j$  において、市場全体の業種別時価総額のうち投資家  $i$  が保有している比率  $S_{ij}$  を求める。それと、市場全体の時価総額のうち投資家  $i$  が保有する割合  $S_{im}$  との差異  $R_{ij}$  ( $R_{ij} = S_{ij} - S_{im}$ ) を、投資家  $i$  において業種  $j$  に対する配分が過不足している割合とする。この  $R_{ij}$  の推移を分析することになる。

$R_{ij}$  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、主要な要因の1つは株価の変動であろう。そこで、業種別の株価を  $P_j$ 、市場全体の株価を  $P_m$  とする。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。

以上を用い、株価の変動によって  $R_{ij}$  の変動がどの程度、どの方向にもたらされるかを分析する。すなわち、 $P_j$  および  $P_m$  の前年度に対する変動率を  $\Delta P_j$  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ことになる。実際には、株価の変動が各投資家の株式ポートフォリオに与える影響を、回帰分析によって調べることになる。

以上の分析によって得られるものは、年度間という株価の比較的短期の値上がりや値下がりに対して、投資家がポートフォリオをどのように変えたかということである。機関投資家は本来、株価はもちろん、その他の情報を加味し、業種ごとの株価の中長期的な水準を予測し、行動しているものと考えられるが、そのことは直接には計測できない。この点に関しては、追加的な分析を行い、検討を加えたい<sup>17)</sup>。

16) 川北英隆（2004）では銀行、事業会社等も分析の対象として、主要な投資家の投資スタイルの比較を行っている。生命保険会社は機関投資家と定義されることが多いので、本稿での分析対象とした。

## Ⅲ－２．先行研究に関して

なお、投資家の株式投資のスタイルを分析した先行研究としては、投資家ごとに、株式全体の購入、売却、買い越し（購入－売却）を月次、もしくは週次で分析したものがある。代表的なものとして、浅子・江口（1992）、浅子・倉澤（1992）、楠美・川北・大村（1998）がある。これらの研究では、投資家の株式投資行動を説明する変数として安全資産の利子率、為替レート、株式投資収益率、株価の変動性などを用い、回帰分析を行っている。これらの先行研究の結果をやや強引にまとめると、株価に関して、海外投資家は順張り、保険会社や銀行は逆張り、証券投資信託はどちらかといえば逆張り、個人は短期的には順張りだが、長期的には逆張りとされる。

本稿での分析は、これらの先行研究とは異なり、年次データを用い、業種別に各投資家のポートフォリオを分析した点に特徴がある。年次データであることから、分析に用いることのできるデータの数が少ないという欠点が生じる。他方、一つのメリットとしては、業種別での分析が行えるため、投資家がポートフォリオを考えるうえでの現実的な状況に近づける点を指摘できよう。もう一つは、より長期の投資スタイルが把握できるというメリットもあろう。

もう一つの本稿の特徴は、今まで分析の対象とならなかった年金信託を取りあげた点である。年金の影響力の増大からすれば、年金を取りあげ、分析することには十分な意味があろう。

## Ⅲ－３．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。表1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。

この表から、個人、海外投資家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、他方で証券投資信託、年金信託は市場平均（株式投資のベンチマークとして多用される TOPIX）に相当近いことが判明する。インデックス運用の割合が50%に接近していることに象徴されるように<sup>18)</sup>、ベンチマークとしての TOPIX が強く意識されていることを表現している。なお、表では示さなかったが、この証券投資信託、年金信託も、1980年代には市場平均からかなり大きな乖離状況にあったこと、バブル崩壊前後までに市場平均値に近づき、表1で示したような特徴に至ったことが別途、判明している<sup>19)</sup>。

表1 業種別ポートフォリオ・市場平均からの乖離幅

| 〈単純平均〉 |      |       |        |      | (%)   |
|--------|------|-------|--------|------|-------|
| 年度     | 個人   | 生命保険  | 証券投資信託 | 年金信託 | 海外投資家 |
| 1992   | 2.33 | -1.37 | 1.09   | 0.18 | 1.01  |
| 2002   | 1.81 | -0.32 | 0.19   | 0.10 | -2.81 |
| 〈標準偏差〉 |      |       |        |      |       |
| 年度     | 個人   | 生命保険  | 証券投資信託 | 年金信託 | 海外投資家 |
| 1992   | 8.16 | 3.19  | 1.80   | 0.38 | 4.24  |
| 2002   | 6.54 | 2.48  | 1.30   | 1.24 | 6.77  |

資料：全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」

17) 堀内座長からのコメントに基づいた補足の分析である。

18) 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（国内信託分）をみると、株式におけるインデックス運用の比率は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。

19) 1992年度以前は業種の分類が異なっているため、乖離状況を表として示さなかった。

投資家別に投資スタイルを分析した表（後出）も参考にすれば、1990年代以降の個人のポートフォリオにおいて、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が低下してきている。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。高配当銘柄や株主優待制度などに対する個人の選好や、個人にとっての上場企業の知名度が影響した結果として、業種別にみたポートフォリオの特徴が形作られていると考えられる。

個人と同じように、海外投資家のポートフォリオも市場平均値と相当異なっている。海外投資家の場合、1990年代以降、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、高い収益力を維持しているかどうか投資スタイルに影響しているものと考えられる。

### Ⅲ－４．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、前年度対比で計測した業種別株価の相対上昇率と、投資家別・業種別超過保有割合と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 ( $R^2$ ) を表で示すとともに、参考として、投資家別・業種別超過保有割合（1992年度、2002年度のみ）も同じ表に掲載した。また、1980年代について、同様の回帰分析を行い、その結果も横に示した（ただし、業種分類が異なる）。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、回帰分析のデータ期間が短く、また1980年代と90年代ではポートフォリオに用いられる業種の分類も異なる。そのため、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。

#### Ⅲ－４－１．個人

Ⅲ－４．で示した回帰分析を、まず個人に対して実施した。その結果は表2に示したとおりである。

これによれば、個人について係数  $b$ （株価の相対的な変動率に対する反応係数）の符号がマイナスであり、かつ係数  $b$  の  $t$  値で判断するかぎり、統計的に有意な結果が比較的多くの業種で得られた。これは、1990年代だけではなく、80年代についてもほぼ同様である。

この結果は、個人が業種株価の相対的な下落（上昇）にともなって、その業種の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、すなわち逆張りの投資家であることを意味する。この逆張りの投資行動は、株価の水準自体（株価が過去に比べて高いか安いかに）関係しても表れているようである。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割合が、1992年度から2002年度の間に、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割合のマイナス幅は大きく縮小し、かつて市場平均よりも極端に小さかった保有比率が市場平均に近づいてきている。

以上の個人投資家の投資行動について、いくつかの解釈が可能だろう。

一つは、個人投資家が長期的な投資スタイルを有しているとの解釈である。言い換えれば、短期的な株価の変動に惑わされず、結果として（十分な計測に基づいたわけではないだろうが）企業価値を重視した投資を行っていることになる。

もう一つの解釈は、個人投資家は、投資をした時点よりも株価が下がった場合、損切りをせ

表2 個人投資家の投資行動

〈1992-2002年度〉

| 業種         | 株価相対上昇率<br>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    |

〈1980-92年度〉

| 業種       | 株価相対上昇率<br>t 値 | 決定係数  |
|----------|----------------|-------|
| 水産・農林業   | -2.23 *        | 0.312 |
| 鉱業       | -3.19 **       | 0.480 |
| 建設業      | -2.10          | 0.286 |
| 食料品      | -1.44          | 0.158 |
| 繊維業      | 0.46           | 0.019 |
| パルプ・紙    | -1.71          | 0.211 |
| 化学工業     | 0.48           | 0.021 |
| 石油・石炭製品  | -4.22 **       | 0.618 |
| ゴム製品     | -1.58          | 0.184 |
| ガラス・土石製品 | -0.31          | 0.008 |
| 鉄鋼       | -3.74 **       | 0.560 |
| 非鉄金属     | -0.94          | 0.075 |
| 金属製品     | -1.22          | 0.119 |
| 機械       | -3.28 **       | 0.495 |
| 電気機器     | -1.94          | 0.256 |
| 輸送用機器    | -0.31          | 0.009 |
| 精密機器     | -2.48 *        | 0.359 |
| その他製造業   | -0.44          | 0.017 |
| 電気・ガス業   | -1.72          | 0.213 |
| 陸運業      | -1.40          | 0.152 |
| 海運業      | -4.36 **       | 0.634 |
| 空運業      | 1.03           | 0.089 |
| 倉庫・運輸関連業 | -1.86          | 0.239 |
| 通信業      | -1.33          | 0.138 |
| 商業       | -1.26          | 0.125 |
| 金融・保険業   | -0.73          | 0.046 |
| 不動産業     | -3.62 **       | 0.544 |
| サービス業    | -0.06          | 0.000 |

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。

注：\*は5%，\*\*は1%の水準で有意であることを示す。

ずに保有を続ける（塩漬けする）か、むしろ平均保有単価を引き下げるために買い増しをする（ナンピンを行う）投資スタイルだという解釈である。逆に、投資をした時点よりも株価が上がった場合、キャピタルゲインを確定するために売却を行うとの解釈にもなる<sup>20)</sup>。

1990年代、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割合が低下し、他方で銀行の超過保有割合が上昇したことは、後者の解釈を支持しているのかもしれない。とはいえ、相対的に（1年間の）株価上昇率の高い業種を売却し、低い業種を買入する行動が1980年代の株価上昇局面にも、1990年代以降の株価下落局面にも見られることは、ある程度合理的な

20) 金子（2003）は証券投資信託に焦点を合わせ、個人投資家の利益確定、塩漬けの投資行動について論じている。

投資行動を続けてきたと評価できる根拠となる。また、1990年代に市場全体に対する株式保有割合を大きく低下させたこととも合わせて考えなければならない。この点、後で述べるように、国内の機関投資家との対比という観点も重要であろう。

なお、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、表2の結果は個人の平均的な投資スタイルでしかない。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投資家の中心的な存在だろう。個人の逆張りの投資行動は、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>21)</sup>。

#### Ⅲ－４－２．生命保険会社

生命保険会社に対してⅢ－４．で示した回帰分析を実施した結果は、表3のとおりである。

生命保険会社の場合も、個人と同様、1990年代以降においては多くの業種で係数 $b$ の符号がマイナスであり、 $t$ 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。このことは、逆張りの投資行動をとってきたことを意味する。長期的な資金を保有する投資家として、企業価値と市場価格とを比較した投資スタイルを採用してきたと解釈することができよう。

もっとも1980年代の分析結果では、係数 $b$ の符号がプラスで、かつ $t$ 値が有意な水準にある業種も散見され、全体として逆張りと同様と順張りが見られる。1980年代後半のバブルの形成期に、業種によっては順張りの投資行動を行ったか、むしろ株価形成に影響を与えるよう

な（すなわち、生命保険会社の株式購入が結果として株価上昇をもたらすような）投資行動を採用した可能性がある<sup>22)</sup>。

また、1990年代以降において、生命保険会社が逆張りの投資行動をとった理由としては、もう一つの可能性が考えられる。その可能性について、少し述べておく。

生命保険会社は、安定保有を含めた株式持ち合い構造の中で、銀行とともに中心的な役割をはたしてきたとされる。しかしバブルが崩壊した1990年代以降、生命保険会社は安定的に保有してきた株式の売却を行った。その理由の一つは、生命保険会社がALM的な観点から株式保有リスクを削減するように行動したことと、ソルベンシーマージン比率規制の導入によって保有資産のリスク圧縮を迫られたことに求められよう。また、1990年代後半には生命保険会社の業績環境（たとえば配当財源の確保）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さ上げす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陥ったが、その売却損をいかに小さくとどめるのかも要請された。

以上のような株式売却要請と、それにともなって発生する売却損益が生命保険会社の業績に与える影響を考えると、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ろう。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、生命保険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はほぼ限定されてしまい、かなり特殊だと考えられる。これらの理由から、

21) 個人投資家の売買面で影響に関しては、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。かつて、個人の売買回転率は、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。

22) 筆者はバブル形成期の生命保険会社の投資行動が特異であり、1990年代以降の逆張りの投資行動が通常の投資スタイルだと考えている。ちなみに1975年から84年までを同様の回帰式で分析すると、5%水準以内に有意に逆張りの業種は建設業だけ、順張りの業種はなしという結果になった。やはり1990年代ほどには逆張りの業種ではなかったようだ。

表 3 生命保険会社の投資行動

〈1992－2002年度〉

〈1980－92年度〉

| 業種         | 株価相対上昇率<br>t 値 | 決定係数  | 超過保有率  |        | 業種       | 株価相対上昇率<br>t 値 | 決定係数  |
|------------|----------------|-------|--------|--------|----------|----------------|-------|
|            |                |       | 1992年度 | 2002年度 |          |                |       |
| 水産・農林業     | 1.24           | 0.147 | －4.9   | －3.3   | 水産・農林業   | －1.229         | 0.121 |
| 鉱業         | －1.42          | 0.182 | －5.6   | －5.0   | 鉱業       | 1.878          | 0.243 |
| 建設業        | －0.06          | 0.000 | －3.7   | －1.5   | 建設業      | －0.404         | 0.016 |
| 食料品        | －0.01          | 0.000 | －0.5   | 0.6    | 食料品      | 0.974          | 0.079 |
| 繊維製品       | 0.00           | 0.000 | 1.0    | 2.0    | 繊維業      | －0.110         | 0.001 |
| パルプ・紙      | －1.39          | 0.177 | －1.3   | 0.0    | パルプ・紙    | －0.361         | 0.012 |
| 化学         | －1.27          | 0.152 | 1.2    | 1.4    | 化学工業     | 0.591          | 0.031 |
| 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   | 石油・石炭製品  | －0.552         | 0.027 |
| ゴム製品       | －1.49          | 0.199 | －3.9   | －0.8   | ゴム製品     | 0.463          | 0.021 |
| ガラス・土石製品   | －0.20          | 0.005 | 5.1    | 5.3    | ガラス・土石製品 | －1.240         | 0.123 |
| 鉄鋼         | －2.44 *        | 0.399 | 1.9    | 1.6    | 鉄鋼       | －0.816         | 0.057 |
| 非鉄金属       | －0.07          | 0.001 | －1.4   | 0.7    | 非鉄金属     | －0.447         | 0.018 |
| 金属製品       | 1.59           | 0.219 | －3.4   | －0.4   | 金属製品     | 1.138          | 0.105 |
| 機械         | －2.37          | 0.385 | 0.8    | 0.9    | 機械       | 1.104          | 0.100 |
| 電気機器       | －0.05          | 0.000 | －0.9   | 0.3    | 電気機器     | 2.285 *        | 0.322 |
| 輸送用機器      | －2.88          | 0.480 | －0.1   | －0.1   | 輸送用機器    | －0.644         | 0.036 |
| 精密機器       | －1.38          | 0.174 | 3.5    | 3.8    | 精密機器     | 0.366          | 0.012 |
| その他製品      | －0.01          | 0.000 | －4.0   | －1.4   | その他製造業   | －3.274 **      | 0.494 |
| 電気・ガス業     | －0.71          | 0.053 | 7.3    | 3.8    | 電気・ガス業   | －1.641         | 0.197 |
| 陸運業        | －0.23          | 0.006 | 1.6    | 2.7    | 陸運業      | －2.292 *       | 0.323 |
| 海運業        | 0.73           | 0.055 | －4.8   | －1.9   | 海運業      | 0.955          | 0.077 |
| 空運業        | 0.83           | 0.072 | －3.8   | －1.8   | 空運業      | －0.237         | 0.005 |
| 倉庫・運輸関連業   | －1.20          | 0.137 | －2.7   | －0.3   | 倉庫・運輸関連業 | －0.028         | 0.000 |
| 通信業        | 0.15           | 0.003 | －4.8   | －4.8   | 通信業      | 1.466          | 0.163 |
| 卸売業        | －2.75 *        | 0.456 | －2.8   | －1.1   | 商業       | 3.027 *        | 0.454 |
| 小売業        | 0.42           | 0.020 | －2.6   | －2.0   |          |                |       |
| 銀行業        | －2.93 *        | 0.489 | 1.7    | 2.2    | 金融・保険業   | 1.018          | 0.086 |
| 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   | 不動産業     | －0.561         | 0.028 |
| サービス業      | －0.18          | 0.004 | －4.8   | －3.8   | サービス業    | －0.303         | 0.008 |

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。

注：\*は5%，\*\*は1％の水準で有意であることを示す。

1990年代にある業種の株価が相対的に上昇した場合，その業種の組み入れ比率を意図的に減らすような投資行動を生命保険会社が採用し，それが統計的に抽出されたと考えることも可能である。

### Ⅲ－4－3．証券投資信託

証券投資信託に対してⅢ－4．で示した回帰分析を実施した結果は，表4のとおりである。

証券投資信託の場合，1990年代以降には目

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5％水準以上で統計的に有意である業種もみられない。他方，1980年代の分析では，1990年代以降に比べると比較的多くの業種で係数bの符号がプラスであり，さらにt値の水準が統計的に有意なものも散見される。

この分析結果の解釈としては，次のようなものが考えられる。

まず，1980年代後半は株式投資信託の残高が

表 4 証券投資信託の投資行動

〈1992－2002年度〉

| 業種         | 株価相対上昇率<br>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    |

〈1980－92年度〉

| 業種       | 株価相対上昇率<br>t 値 | 決定係数  |
|----------|----------------|-------|
| 水産・農林業   | 0.6352         | 0.035 |
| 鉱業       | 1.4330         | 0.157 |
| 建設業      | 1.9225         | 0.252 |
| 食料品      | 0.5636         | 0.028 |
| 繊維業      | －0.0968        | 0.001 |
| パルプ・紙    | 1.9830         | 0.263 |
| 化学工業     | －1.0342        | 0.089 |
| 石油・石炭製品  | 2.6359 *       | 0.387 |
| ゴム製品     | 1.4478         | 0.160 |
| ガラス・土石製品 | 0.5038         | 0.023 |
| 鉄鋼       | 0.1056         | 0.001 |
| 非鉄金属     | －1.3081        | 0.135 |
| 金属製品     | 1.5223         | 0.174 |
| 機械       | 1.2614         | 0.126 |
| 電気機器     | －1.1818        | 0.113 |
| 輸送用機器    | 0.6852         | 0.041 |
| 精密機器     | 1.3669         | 0.145 |
| その他製造業   | －0.3042        | 0.008 |
| 電気・ガス業   | 2.8651 *       | 0.427 |
| 陸運業      | 1.2298         | 0.121 |
| 海運業      | 0.9943         | 0.082 |
| 空運業      | 0.5957         | 0.031 |
| 倉庫・運輸関連業 | 1.2224         | 0.120 |
| 通信業      | 1.1510         | 0.107 |
| 商業       | 1.1200         | 0.102 |
| 金融・保険業   | 1.5610         | 0.181 |
| 不動産業     | 3.1707 **      | 0.478 |
| サービス業    | 1.7436         | 0.217 |

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。

注：\*は5%，\*\*は1％の水準で有意であることを示す。

急増した事実を考慮しなければならない。1984年末に8兆円だった残高が89年末には46兆円に達したのである。この残高の急増と、それにとりまう株式購入が特定の業種の株価に大きな影響を与え、バブル的な状況を導いた可能性である。1990年代以降、これほどまで急激な証券投資信託の残高の急増はみられない。むしろ、1990年代前半は証券投資信託残高の減少が続いていた。

また、証券投資信託の場合、投信運用会社の

投資スタイルと、委託者である個人の投資スタイルが混在する。すなわち、運用会社がたとえ順張りのスタイルにあったとしても、すでにみたように個人が（その理由はともあれ）逆張りのだとすれば、この2つの投資スタイルが相殺しあう可能性である。

たとえば、株式市場の「テーマ」に乗った特定の業種の株価が上昇し、それにとりまう運用会社はその業種に属する個別銘柄の買い姿勢を強めようと考えたとする。一方、その特定業



種の株価上昇が証券投資信託の価格を上昇させた場合、個人は逆張りのためであるから、証券投資信託の運用財産全体に対する売り姿勢（すなわち証券投資信託の解約）を採用することになる。このため証券投資信託全体として、売りと買いが相殺しあう。

もう一点、1990年代以降の証券投資信託の投資スタイルに関して重要なのは、証券投資信託の運用パフォーマンスに対する注目度が増し、その結果、証券投資信託が機関投資家としての

本来の機能発揮を促されていることである。証券投資信託の格付けが、その注目度の好例である。この注目度が、証券投資信託の投資スタイルに影響を与えている可能性もある。

#### Ⅲ－４－４．年金信託、海外投資家

年金のうち、年金信託に対してⅢ－４．で示した回帰分析を実施した結果は表５のとおり、海外投資家に対して同じ回帰分析を実施した結果は表６のとおりである。

表５ 年金信託の投資行動

〈1992－2002年度〉

| 業種         | 株価相対上昇率<br>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   |

〈1985－92年度〉

| 業種       | 株価相対上昇率<br>t 値 | 決定係数  |
|----------|----------------|-------|
| 水産・農林業   | 0.691          | 0.074 |
| 鉱業       | 2.538 *        | 0.518 |
| 建設業      | －1.170         | 0.186 |
| 食料品      | 2.502 *        | 0.511 |
| 繊維業      | －0.110         | 0.002 |
| パルプ・紙    | 1.412          | 0.250 |
| 化学工業     | －0.717         | 0.079 |
| 石油・石炭製品  | 0.465          | 0.035 |
| ゴム製品     | 0.674          | 0.070 |
| ガラス・土石製品 | 0.164          | 0.004 |
| 鉄鋼       | 2.573 *        | 0.525 |
| 非鉄金属     | －1.938         | 0.385 |
| 金属製品     | －0.962         | 0.134 |
| 機械       | 1.249          | 0.206 |
| 電気機器     | －2.540 *       | 0.518 |
| 輸送用機器    | －0.674         | 0.070 |
| 精密機器     | －0.914         | 0.122 |
| その他製造業   | －0.320         | 0.017 |
| 電気・ガス業   | 2.511 *        | 0.512 |
| 陸運業      | 0.883          | 0.115 |
| 海運業      | －0.917         | 0.123 |
| 空運業      | －1.119         | 0.173 |
| 倉庫・運輸関連業 | －0.606         | 0.058 |
| 通信業      | －0.409         | 0.027 |
| 商業       | 3.552 *        | 0.678 |
| 金融・保険業   | －1.862         | 0.366 |
| 不動産業     | 1.917          | 0.380 |
| サービス業    | 0.514          | 0.042 |

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。

注：\*は5％，\*\*は1％の水準で有意であることを示す。

表 6 海外投資家の投資行動

〈1992－2002年度〉

| 業種         | 株価相対上昇率<br>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   |

〈1980－92年度〉

| 業種       | 株価相対上昇率<br>t 値 | 決定係数  |
|----------|----------------|-------|
| 水産・農林業   | 0.691          | 0.074 |
| 鉱業       | 2.538 *        | 0.518 |
| 建設業      | －1.170         | 0.186 |
| 食料品      | 2.502 *        | 0.511 |
| 繊維業      | －0.110         | 0.002 |
| パルプ・紙    | 1.412          | 0.250 |
| 化学工業     | －0.717         | 0.079 |
| 石油・石炭製品  | 0.465          | 0.035 |
| ゴム製品     | 0.674          | 0.070 |
| ガラス・土石製品 | 0.164          | 0.004 |
| 鉄鋼       | 2.573 *        | 0.525 |
| 非鉄金属     | －1.938         | 0.385 |
| 金属製品     | －0.962         | 0.134 |
| 機械       | 1.249          | 0.206 |
| 電気機器     | －2.540 *       | 0.518 |
| 輸送用機器    | －0.674         | 0.070 |
| 精密機器     | －0.914         | 0.122 |
| その他製造業   | －0.320         | 0.017 |
| 電気・ガス業   | 2.511 *        | 0.512 |
| 陸運業      | 0.883          | 0.115 |
| 海運業      | －0.917         | 0.123 |
| 空運業      | －1.119         | 0.173 |
| 倉庫・運輸関連業 | －0.606         | 0.058 |
| 通信業      | －0.409         | 0.027 |
| 商業       | 3.552 *        | 0.678 |
| 金融・保険業   | －1.862         | 0.366 |
| 不動産業     | 1.917          | 0.380 |
| サービス業    | 0.514          | 0.042 |

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。

注：\*は5%，\*\*は1％の水準で有意であることを示す。

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、両者は順張りの株式投資スタイルにあるといえよう。1980年代（年金信託の場合は80年代後半）も、90年代と比べて弱いものの、この順張りの傾向がみられる。

とくに1990年代以降の海外投資家の場合、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）の多くでt値がプラスかつ比較的有意な水準を示す傾向がみられる。また、これらの業種の相対的な保有比率も、時間を追って上昇している。

この海外投資家の順張りの投資スタイルについて、市場全体の株価の流れを後追いしているという解釈と、むしろ海外投資家が株価形成の主導権を握っていたとの解釈の両方が可能だろう。現実の市場において、海外投資家の売買量がかなりの大きさに達していること、保有残

高の変動幅も他の投資家との比較で非常に大きかったこと（先出図2）、個人と異なって一回の売買当たりの金額が大きいことなどからすれば、海外投資家が株価形成の主導権を握っていたとの解釈の方が妥当かもしれない。

ここで、海外投資家が銀行業に対して採用した投資スタイルをみると、 $t$ 値がプラスで、比較的有意な水準になっているものの、海外投資家による相対的な保有比率は大きく低下している。この解釈として、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という2通りがあるが、これも後者の解釈の妥当性がより高いだろう。

一方、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張り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イルが主体であり、その中で多少アクティブに銘柄や業種を選択していると表現した方が正確かもしれない<sup>23)</sup>。

また、海外投資家と比較して、年金信託が株式市場の相場形成に関して主導権を握っていなかったとの解釈も可能だろう。この意味で、年金信託は相場の後追的な投資スタイルを有しているのかもしれない。

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。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

タイルは必ずしも同じではない。この点には注意を払う必要がある。その違いの生じた背景は次のようなところだろう。

まず年金信託は、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<sup>24)</sup>。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いかない<sup>25)</sup>。また、年金全体にいえることだが、ポートフォリオ理論を積極的に取り入れ、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、海外投資家は、1980年代の後半まで、日本の株価水準を割高だと判断して株式の売却を進めていた。その後、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を形成する観点から日本株の組み入れ比率を高めていったと考えられる。

もう一点、年金信託と証券投資信託の投資スタイルの差について考えておかなければならない。両者の本来的な委託者は同じ個人であるが、なぜ差異が生じるのだろうか。

第一の可能性は商品性の違いだろう。年金信託は長期の金融商品である、証券投資信託は比較的短期の商品である。しかし、そうだとすると、年金信託は生命保険会社と同様の投資スタイル、すなわち逆張りの的になってもいいと考えられる<sup>26)</sup>。しかしながら、現実の投資スタイルは、その期待と反対の方向にある。

第二の可能性は、証券投資信託の場合、個人の投資スタイルが新規契約や解約という手段で直接に伝えられるのに対して、年金信託の場合、受給権者である個人にとって、投資スタイルを委託者に直接伝える手段が欠如していることで

23) 注18を参照。

24) 図1によれば、1990年代、年金全体のポートフォリオの中で株式の比率は10—12%で推移していることが判明する。同じ日本銀行「資金循環統計」によれば、年金信託が主力である企業年金の中で株式の比率は30%を少し下回る程度の水準で推移している。株価が下落する過程でポートフォリオにおける株式の割合が比較的安定的に推移していたことは、年金が株式の比率を一定に保つため、買い増していたことを意味する。

25) 1990年以降、年金が投資顧問会社に運用委託できるようになった背景には、バブル期から年金基金などが、株式投資による値上がり益を直接享受したいとの理由に基づいて、投資顧問会社への運用委託を政策当局に積極的に働きかけていたこともあった。

ある。むしろ、年金信託を設定し、個人に年金給付を約束している企業や団体の意向の方が反映されやすいことになろう。

第三の可能性は、同じ個人といっても、個人投資家全体と、証券投資信託を購入する個人、年金信託の本来の委託者である個人とが異なる可能性である<sup>27)</sup>。個人金融資産が比較的高齢者に偏っていること、同様に株式投資も比較的高齢者に偏っていることは知られている。証券投資信託も同様だろう。一方、年金信託の場合、その積立金額への寄与度からいえば年金受給が間近の比較的高齢者の利害が影響しよう。この点で、年金信託の個人と一般の個人投資家は近い。とはいえ、年金の給付に関して、年金信託を設定している企業がそれを債務として認識しているため、債務者である企業の意向が強く反映される可能性を否定できない。もっとも、この場合の企業は年金制度に関する受託者であり、結局のところ受給権者の選好を反映する責務を負っていることに留意する必要がある。以上から、個人投資家全体と、証券投資信託を購入する個人、年金信託の本来の委託者である個人とが、ある程度一致するとみなしても大きな誤りではないと考えられる。

### Ⅲ－５．株式投資によって得た収益

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。この投資行動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  $A_{ij,t}$  とする。*t*年度末の業種*j*の株価を  $P_{j,t}$  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で示した資料に基づいて得ることとする。

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（すなわち、買い越した額）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、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当該年度末までの各年度の現金流入額の合計値を、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、これに当該年度末の株式保有時価総額を加え、投資家ごとに現金を含めたポートフォリオの総時価総額を求めた。その結果を表7に示した。なお表7では、ポートフォリオの総時価総額について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。

表7の計算結果について、①株式から得られる配当が加味されていないこと、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総時価総額を減少させているが、①株

26) 生命保険会社も年金信託と同様、年金資産の運用を受託している。この意味で、年金に対して同じ機能を提供している。違いがあるとすれば、年金信託は個々の年金ごとに運用パフォーマンスが明示される方向にあるのに対して、生命保険会社の場合、多くの年金資産は他の保険契約の資産と合同で運用されてきたため、個々の年金ごとの運用パフォーマンスという概念の乏しかった点である。もう一点、先に述べたように、保険契約の場合、原則として投資収益が直接年金資産に帰属してこなかったことも特徴である。

27) この点について、堀内座長から指摘をいただいた。

表7 株式の投資効率

(1992年度末=100)

| 年度   | 個人    | 生命保険  | 証券投資信託 | 年金信託   | 海外投資家 | TOPIX |
|------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 1992 | 100.0 | 100.0 | 100.0  | 100.0  | 100.0 | 100.0 |
| 1993 | 108.2 | 108.8 | 108.4  | 108.2  | 110.9 | 109.2 |
| 1994 | 90.1  | 91.0  | 93.3   | 82.5   | 86.1  | 91.3  |
| 1995 | 112.7 | 112.9 | 111.7  | 118.8  | 124.7 | 114.3 |
| 1996 | 96.7  | 94.9  | 101.6  | 83.6   | 99.4  | 95.9  |
| 1997 | 89.3  | 86.2  | 97.1   | 54.9   | 84.1  | 87.4  |
| 1998 | 91.1  | 86.7  | 97.8   | 68.6   | 92.9  | 88.5  |
| 1999 | 119.7 | 105.9 | 118.9  | 228.8  | 207.9 | 119.1 |
| 2000 | 90.8  | 88.4  | 89.1   | 65.7   | 95.4  | 89.2  |
| 2001 | 75.0  | 76.9  | 72.9   | -21.3  | 44.0  | 74.0  |
| 2002 | 52.0  | 64.1  | 44.0   | -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。

式安定保有の解消を図ってきた生命保険会社の時価総額の減少率が一番少ない（生命保険会社の場合、半ば強制的に株式を売却した面があり、この表の結果をもって株式投資に成功したとはいえないことに留意が必要である）、②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、③1990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。

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イルが、日本の株式市場環境に適していたことの表れであろう。さらにいえば、海外投資家の場合、1990年代前半の株式購入は、80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。つまり、1980年代の株式売買の効果を加味すれば、表7とは結果が様変わりになる可能性がある<sup>28)</sup>。この点、先に述べたように、年金信託の場合は1980年代後半も株式の売り手となっておらず、ここでも海外投資家との違いがある。

このような年金信託の状況に対して、次のような反論がありうる。一つは、表7には「期せ

ずして流入した資金の運用」に関する成果が含まれてしまい、必ずしも機関投資家の投資能力を表現しているとはいえないというものである。もう一つは、最初の反論と同じことだが、順張りもしくは逆張りのどちらの投資行動が優れているかは事前に判断できないし、順張りの投資は事前には将来の株価を予測したうえでの合理的な行動であったかもしれないというものである。

そこで、1993～2000年度について、それぞれの1年間に新たに構築した株式ポートフォリオ（上記の $\Delta A_{ijt}$ を投資家*i*ごとに、*t*年度について、全業種について足し合わせたもの）が3年後にどの程度の収益率をもたらしたのかを検証した。ここでは、株式市場全体の変動と投資家ごとの株式投資規模の影響を排除するため、積み増した（もしくは売却した）株式ポートフォリオの3年後の収益と、同じ金額を用いてTOPIXベースのインデックスファンドを購入した（もしくは売却した）場合の収益との差額を求めた後、それと積み増した（もしくは売却した）年度末における投資家*i*の株式保有時価総額との比率を計算し、それを表8の収益率の数値とした。3年後の収益とした理由は、中期

28) 1992年で業種分類が変更されているため、1980年代から連続性のある分析を行うことはできない。

表 8 新たに購入した株式ポートフォリオの収益率

(当該年度末株式保有金額対比, %)

| 投資年度   | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 個人投資家  | -0.1 | 0.0  | 0.0  | -1.2 | -1.4 | 0.0  | 1.0  | -1.9 |
| 生命保険会社 | 0.0  | 0.3  | 0.1  | -0.9 | -0.3 | -0.3 | 0.1  | 0.0  |
| 証券投資信託 | -0.6 | -0.1 | -1.0 | 0.8  | -0.4 | -2.5 | -0.7 | -1.6 |
| 年金信託   | -0.1 | 0.1  | -0.4 | 0.6  | 1.4  | 0.9  | -0.5 | 0.0  |
| 海外投資家  | 0.8  | 0.2  | 0.9  | 2.9  | 2.4  | 0.7  | 0.0  | -0.7 |

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。

的な株価予測能力を検証するためである<sup>29)</sup>。

これによれば、海外投資家が、他の投資家と比較して圧倒的に巧妙なポートフォリオを構築してきたことが判明する。これは、海外投資家が株式市場とそこでの株価形成をリードしてきた証拠かもしれない。

年金信託のポートフォリオは比較的順当に推移している。少なくとも大きな損失をもたらしていない。一方、個人投資家と証券投資信託はあまり芳しくない。個人投資家の場合、株式の保有割合を低下させることで比較的効率の良い株式投資を行ってきたものの、逆張りのな業種選択そのものでは必ずしも巧妙な投資を行えていなかったことになる。また、証券投資信託の業種選択はほとんどの年度でうまくいっていない。

年金信託の場合、業種選択で優位に立ってい

る理由は、他の投資家と比べてポートフォリオが TOPIX に最も近似している効果、すなわちインデックスとの乖離が小さいためかもしれない。とはいえ他方で、年金信託がポートフォリオに占める株式の比率を一定に保つため、株式の買い増しを続けてきたことも事実である<sup>30)</sup>。年金信託が、たとえ業種別の株価予測に関して優位にあるとしても、株式市場全体の水準に関して、結果として間違った予測を行ってきたことになる。この点で、年金信託は個人投資家と逆の状況にある。なお、年金信託のポートフォリオにおける株式の組み入れ比率の決定は、株式ポートフォリオにおける業種や銘柄の組み入れが年金制度運営者から委託を受けた投資顧問会社などによって決定されてきたのとは異なり、年金基金など年金制度全体の意思決定者によってなされてきたのが通常の状況だと考えられる。

## IV. まとめ

以上の分析から、次のことが判明する。

個人は逆張りの投資スタイルが続けている。生命保険会社も同じように逆張りの投資スタイルには目立った特徴がない。他方、年金信託と海外投資家は順

張りの投資スタイルである。

この分析結果は、Ⅲ－２．で示した先行研究の結果とある程度整合的である。

すなわち先行研究では、個人投資家は長期的な観点からは逆張りの投資スタイルである。生命保険会社も逆張り

29) 機関投資家や情報機関は通常、3年間程度の業績予測を行っていることから、表8での3年という計算期間を定めた。

30) 注24を参照。

的、海外投資家は順張りのであった。これらの結果は本稿の結果とほぼ同じである。一方、証券投資信託は、先行分析では逆張りのであるとされ、本稿の「目立った特徴がない」との結果とは異なる。ただし、先行研究の「逆張りの」という結果も強いものではなく、分析データの差によっては、結果に差が生じることも十分に考えられるだろう。この点は今後のさらなる研究成果を待ちたい。なお、再確認だが、年金信託に関する先行研究はない。

本稿の分析結果から判明することは、本来的に機関投資家として、個人のためにポートフォリオを形成すべき年金信託の投資スタイルが、個人が直接投資する場合のスタイルと大きく異なっていることである。証券投資信託は年金信託と個人の間に位置する。

以上の結果をうまく説明する論理として考えられるのは、個人の意思を伝達できる度合いに応じ、個人の投資スタイルとの乖離度合いが決まるというものである。すでに述べたように、年金信託に対する本来の委託者である個人が、その年金に対して直接に意思を伝達する有効な手段がない。このため、年金信託の場合、証券投資信託に比べて個人の投資スタイルからの乖離度が大きいと説明することも可能である。

では、本来の委託者である個人と、年金信託や証券投資信託という機関投資家の投資スタイルの乖離をいかに評価すればいいのだろうか。この点について、筆者の個人的な見解を最後に述べておきたい。

まず、本来の委託者である個人と、年金信託や証券投資信託という機関投資家の投資スタイルが異なっていることだけをもって、即座に不適切な機能の提供の仕方をしてはいえない。委託者である個人に対して、事前に予期できないほど良質の機能を提供していれば、事後

的に高く評価されることになろう。

ここで問題となるのは、まず証券投資信託の業種選択がうまく機能していないことである。株式投資全体の効率も芳しくない。これらの分析結果は、証券投資信託の改革が日本の証券市場の課題だと一般に認識されてきたことと整合的だろう。

次に、年金信託の投資スタイルが株価の短期的な変動を追隨していると評価できることである。短期的な市場の流れに反応し、順張りのな株式投資を行っていることについて、どのような評価を下せばいいのだろうか。少なくとも個人が期待するのは、株式市場での人気にすばやく反応する投資ではなく、企業価値を計測し、それとの比較で相対的に安価な銘柄に投資することで、年金の支給に必要な収益を長期かつ安定的に獲得するスタイルであろう。このような個人が期待する投資スタイルと現実の年金信託の投資スタイルとに大きなギャップがあることは、ほぼ確かである<sup>31)</sup>。もっとも、表8で示したように、この順張りのな業種選択が結果として大きな損失をもたらしてはいない。とはいえ、順張りのな業種選択が卓越した効果をもたらしているわけでもない。一方で年金は、1990年代を通じて、株式市場全体に対する評価を誤ってきた可能性が高い（既出の表7を参照）。

以上を総合すれば、個人が自分自身で株式に投資することと比較して、年金の株式投資がより適切な効果をもたらしているとはいえない。個人の選好とは異なる投資スタイルを年金が選んだものの、それを支持する積極的な意味が見出せないのである。

機関投資家として株式市場で台頭してきた年金にまず求められるのは、年金受給権者である個人について、その投資に関する選好を正確に認識することであろう。個人の投資に関する選

31) 年金の投資スタイルとして流行しているインデックス運用にも、個人投資家の投資スタイルとのギャップがある。年金のインデックス運用についての問題点は、別途議論することとしたい。なお、2003年9月、日米法学会で筆者が報告した「議決権行使のコスト～株式インデックス運用をめぐる～」が同学会の機関誌「アメリカ法 2004-1」（2004年9月）に収録されている。

好が必ずしも最適なポートフォリオに結びつく保証はないが、そうかといって年金自身の選好に基づいた投資が最適な結果を生み出すとはかぎらない。たとえ年金が投資理論に基づいたポートフォリオを組み立てたとしても、それが最適な結果を生み出す保証はない。年金が投資理論を適応するにも、経済や証券市場の状況に応じた前提条件や制約条件の設定が不可欠であり、前提条件の設定には年金自身の能力の問題が大きく影響するし、制約条件には年金受給権者である個人の選好も勘案しなければならない。いずれにしても事前に最適なポートフォリオを保証できないのであれば、受託者である年金としては、委託者である個人の選好を一定程度以上反映することでポートフォリオを組み立てることが望ましいといえよう。

もう一点、機関投資家としての年金の役割を細分化して考えれば、年金制度の設計者かつ運営者としての年金（年金基金が代表的）に加えて、そこから資産運用を委託されている金融仲介業者としての年金、たとえば本稿の分析でとりあげた年金信託が存在することに留意しなければならない。年金受給権者である個人からすれば、少なくとも2つの仲介者を経て、ようやく証券投資が実行されることになる。では、それら2つの仲介者に対する適切なコントロールの手段が確立されているのかどうか。これが大きな問題である。以上を考えると、委託者である個人の選好を一定程度以上反映したポートフォリオを作り上げるためには、第一に委託者の意思を積極的に認識しようとする意欲と、第二に委託者の意思を反映できる仕組み作りとが必要不可欠である。

機関投資家の機能をめぐって、委託者である個人と、受託者である機関投資家との間に依然

として大きなギャップが存在しうることが、本稿での分析から得られた示唆である。理想的な機関投資家に期待される機能と、現実に存在する機関投資家とのギャップともいえる。そのギャップのある部分は、個人の認識不足、知識不足に起因するものであり、個人の責任に帰せられるものかもしれない。それでもなお機関投資家側には、受託者であることの認識不足や、委託された機能に対する怠慢性を指摘されてしまう危険性が残されている。現実の機関投資家の投資スタイルは、少なくとも、その危険性を否定しうるものではなかった。

機関投資家の機能を本来期待される水準にまで高めるには、機関投資家の自覚と自助努力に期待するだけでなく、受託者としての意識を高め、機関投資家の責務を果たすうえで必要不可欠な意思決定プロセスの導入を図るためのルール作りが求められよう。たとえば、金融仲介機関に横断的に適用されるイギリスの金融サービス法や、年金に関する仲介機関の責務を明確にしたアメリカのエリサ法等、これらと同等の法制度の早急な導入が日本においても必要になっていると考えられる。

これらの法整備により、金融仲介機関の機能が明確となり、同じ機能や同種の金融商品には同じ規則が適用されることになる。たとえば機関投資家が受託者として具体的にどのようなプロセスを通じて委託者との間で情報交換し、必要十分な責務を果たしていくのが明らかにされよう。以上、機関投資家としての責務を果たすにはどのようなプロセスが求められるのかを明確にし、そのなかで重要なものを法定化することによって、機関投資家の平均的な質が高まる。これは、本来の意味での機関投資家の発展のために必須の条件だと考えられる。

## 参 考 文 献

浅子和美・江口武久（1992）「日本の株式市場における投資主体別行動：再論」『フィナンシャル・レビュー』第22号。

浅子和美・倉澤資成（1992）「機関投資家株式投資行動：1987－1990」堀内昭義・吉野直行編『現代日本の金融分析』東京大学出版会。



金子久（2003）「個人投資家の投資行動と普及への展望」証券アナリストジャーナル2003年7月号.

川北英隆（1995）『日本型株式市場の構造変化』東洋経済新報社.

川北英隆・樋浩一（2004）「高齢化の進展と個人金融資産の変化」証券アナリストジャーナル2004年1月号.

川北英隆（2004）「株式市場における投資家の

行動」ニッセイ基礎研究所所報2004年3月.

楠美・川北・大村（1998）「株式市場における主体別投資行動分析」大村敬一・宇野淳・川北英隆・俊野雅司『株式市場のマイクロストラクチャー』.

ブルーデント・マン・ルール研究会（1994）「わが国におけるブルーデント・インベスター・ルールの可能性」ニッセイ基礎研究所.