

# “Bubble” or “Boom”?:

『法人企業統計年報』個表を通じた、「失われた20年」研究  
準備のための1980年代後半期日本経済の検討

(1)

三輪芳朗

東京大学経済学部

miwa@e.u-tokyo.ac.jp

Nov. 2011

# 検討の焦点(1)、 10

- 「バブル」あるいは「バブルの時代」という表現からわれわれが連想して注目するのは、企業の土地関連投資の異様な盛り上がりだろう。「どのような分野のどの規模のどれほどの数と比率の企業がどこまで『土地関連投資』を増加させたか？」「優良融資先の『銀行ばなれ』の結果生じた銀行の『余資』をかき集めたタイプの企業が活躍したとされる。その数と比重はどれほどか？」「『バブル期』とその崩壊後ではそのパターンに顕著な差があったか？」などと問う企業の「土地関連投資」の実相の検討が第1の焦点である。結果は、ほとんどの読者の期待を裏切り、驚かせるはずである。

## 検討の焦点(2)、 10

- 銀行等金融機関の「不良債権」との関連で少なからぬ数の企業や個人の名前が大きな話題となった。これらのケースの多くで「不良債権」となった銀行融資はレジャー関連施設、オフィスビル、マンション、ホテルなどを建設・取得する「不動産関連投資」であった。しかし、これらの企業や個人の名前のリストは長いものではない。企業全体に占める比率は微々たるものであった。結果として、このような「土地関連投資」に注目して時代を特徴づけるのは、ごく一部の特別な企業・人物の特異な行動によって経済全体の動向と企業全般の行動を判断し、1980年代後半の日本経済を誤解し、実態から乖離した「神話」の世界に多くの国民を誘い押し込める結果になったおそれがある。
- 企業の保有する有形固定資産を「土地」と「土地以外の有形固定資産」に分離する。「バブルの時代」に替えて、1980年代後半の日本経済を「設備投資ブームの時代」と呼ぶことにする。
- 企業の「設備投資行動」の実相の検討が本論文の第2の焦点である。

## 検討の焦点(3)、11

- 「バブルの時代」とその後遺症・ツケとしての「失われた20年」という「通説」「通念」の実質的基盤としてその一環を構成するのが、企業が(strictly binding) financial constraintの下にあり、銀行融資獲得可能量により各企業の行動が決定的に条件づけられているとする想定である。この想定を基盤として、優良貸出先の「銀行ばなれ」により発生した銀行「余資」をかき集めた企業が「バブル」的土地関連投資に暴走したとされる。この想定を基盤として、「不良債権」の山により銀行が「貸し渋り」を余儀なくされ、行動が強く制約され「失われた20年」に結果したとされる。
- この、企業が(strictly binding) financial constraintの下にあるとする想定の有効性の検討が本論文の第3の焦点である。

## 検討の焦点(4)、 11

- 以上を踏まえて、1980年代後半の「バブル」(あるいは「投資ブーム」)の後遺症・ツケとして「失われた20年」を診断し処方講じることの妥当性の検討。
- 以上の4点の検討に基づき、「バブル論議」の呪縛から解放された本格的な日本経済の分析・診断を開始する——ための準備を整えること、が本論文の目的・・・。
- 今回の報告では、いわば「付随する論点」である検討の焦点(3)は、必要に応じて触れる程度に留める。そのため、PowerPoint slidesも(2)として、分離する。

# 「結語」からの象徴的表現(1)、201

- 「失われた20年」は、「バブル」、「バブルの時代」、「バブルの後遺症・ツケ」などの表現・イメージに象徴される「バブル論議」に酔い痴れて、日本人が時間とエネルギーを浪費し、日本経済を悪化した長期停滞状態のまま放置した時代であった。本論文の基本的役割・位置づけは、日本経済に関わる研究・議論、診断・処方のかかる憂うべき現状からの覚醒・脱出とそれによる「バブル」の呪縛からの解放である。これにより、1990年代以降の日本経済の停滞状況の原因を「バブル(の時代)」に求めてきた「通説」「通念」の基本姿勢からも解放され、「失われた20年」の診断の本格的開始のための条件が整ったことが重要である。

# もう一つ…。 199

- There is a strong temptation to regard the poor performance of the past decade as the beginning of a new long-term adverse trend for the American economy. It is, however, too early to know whether such an extrapolation is really warranted. Some of the poor record of the 1970s has undoubtedly been due to inappropriate macroeconomic policies adopted during the Vietnam War, to the change in production policy of the OPEC cartel, and to other disturbances whose impact will eventually fade away. But the deteriorating performance of the economy may also have more fundamental causes that will not automatically recede. Indeed, some of the sources of our performance may now be so eliminated even in our social and political system that they cannot be eliminated even when the causes of the problem become better understood. It is clear that there is little hope of reversing the poor performance that has lasted more than a decade unless the underlying causes are identified and changed. (Feldstein, 1980, p.2-3)

## Bubble ?

- Bubble is one of the most beautiful concepts in economics and finance in that it is a fuzzy word filled with import but lacking a solid operational definition. Thus, one can make whatever one wants of it. The definition of bubble most often used in economic research is that part of asset price movement that is unexplainable based on what we call fundamentals. Fundamentals are a collection of variables that we believe should drive asset prices. In the context of a particular model of asset price determination, if we have a serious misforecast of asset prices we might then say that there is a bubble.
- This is no more than saying that there is something happening that we cannot explain, which normally call a random disturbance. In asset pricing studies, we give it a name -- *bubble* -- and appeal to unverifiable psychological stories. Garber [2000, p.4]

# 1980年代後半の日本経済は異常・異様だったか？ p.9

バブル期の成長率と、各期の成長率、利益率、借入総額増加率 (%)

	成長率(A)			利益率(B)			借入総額増加率(C)		
	1980-85	1986-90	1990-94	1980-85	1986-90	1990-94	1980-85	1986-90	1990-94
非常に低い	19.5	11.5	10.8	5.8	3.6	3.3	59.5	-3.2	37.2
低い	25.2	39.0	17.0	6.6	5.2	4.2	58.5	22.1	449.7
高い	30.1	63.7	18.8	7.2	5.3	4.2	21.5	62.5	96.1
非常に高い	33.3	157.2	30.4	8.4	7.1	5.2	85.5	347.1	1193.8

A: 総資産成長率。期間中の総資産の増加率である。

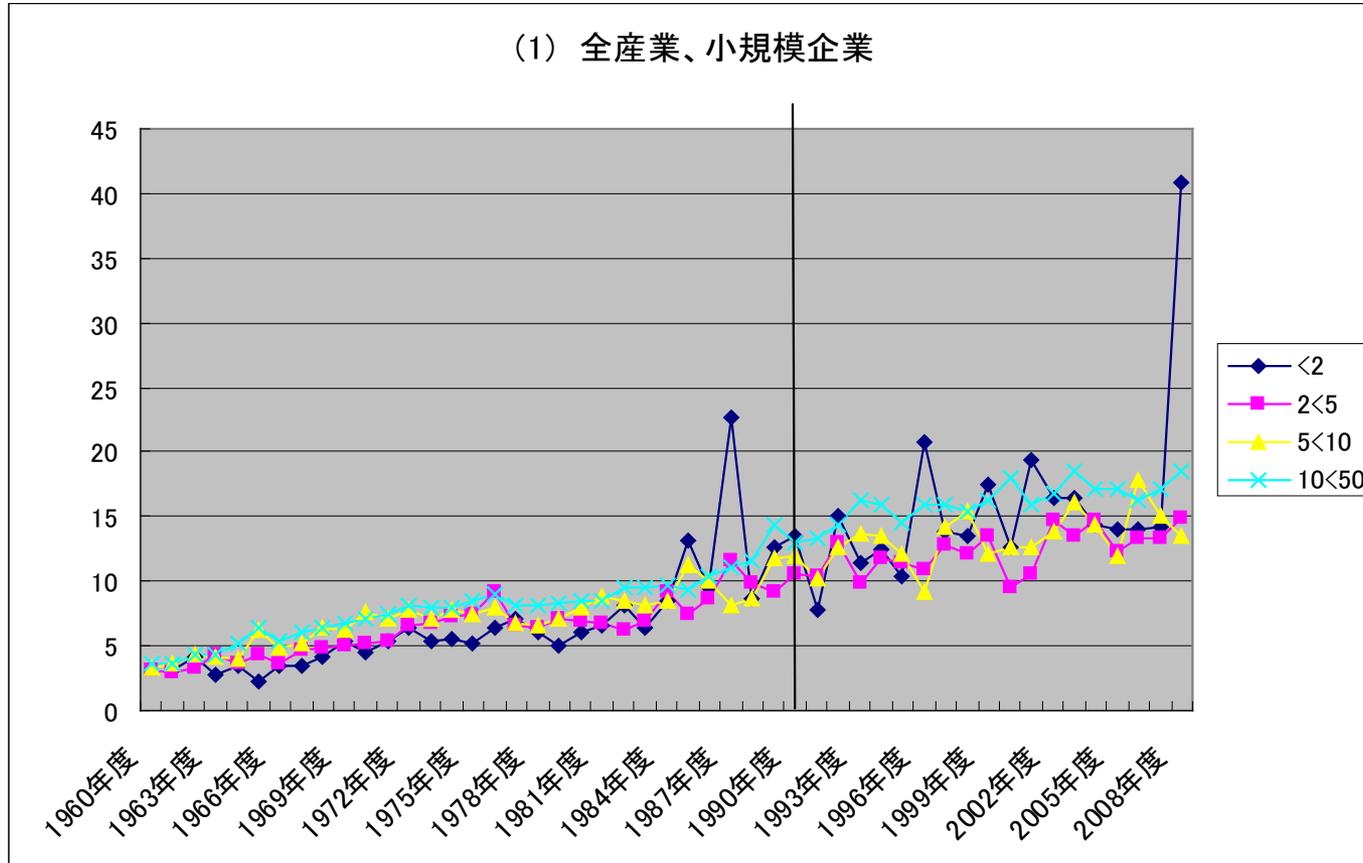
B: 営業利益/総資産の期間平均(%)。

C: 期間中の金融機関借入金総額の増加率。

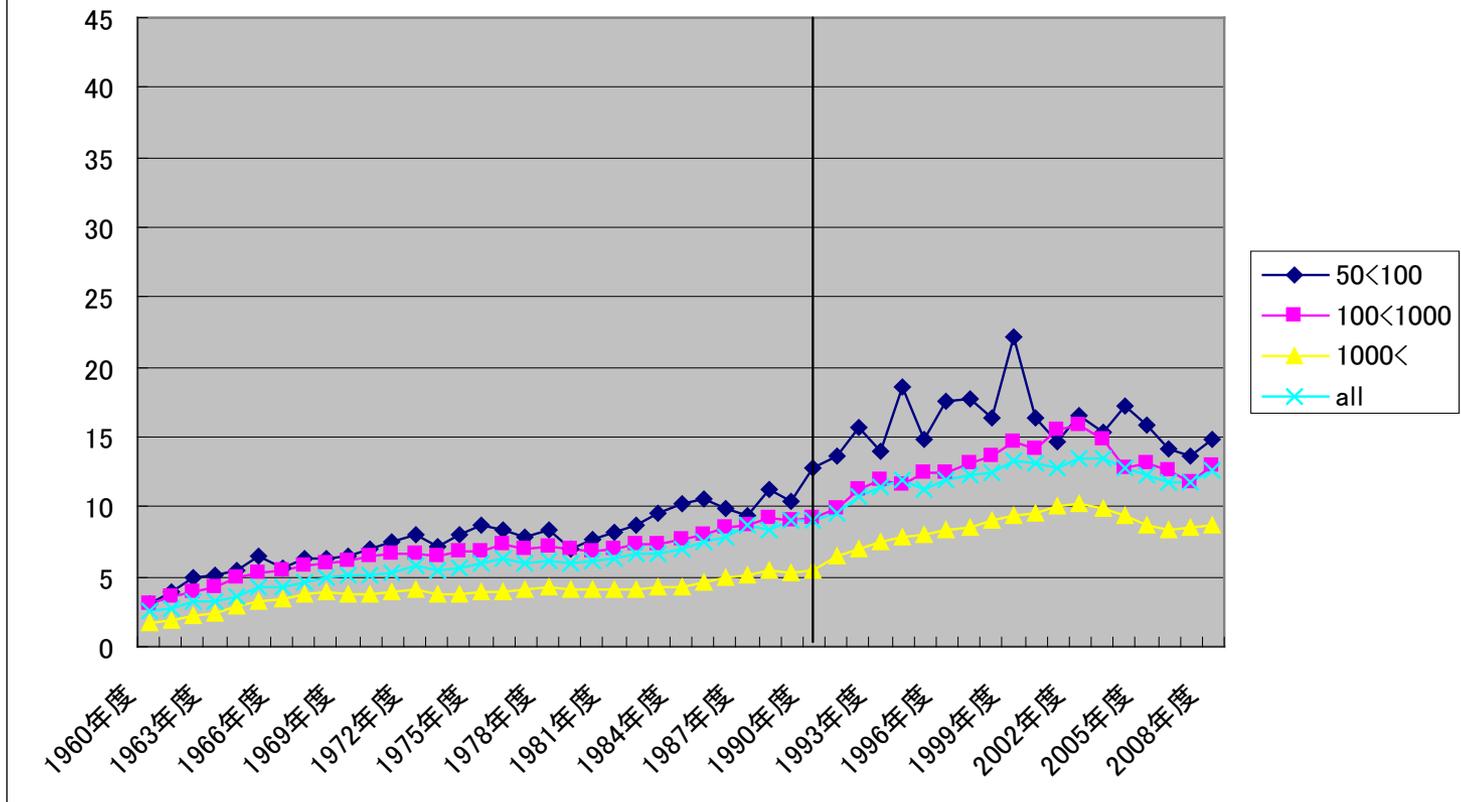
資料出所: Miwa and Ramseyer[2005].

# Aperitif:異様な土地投資ブーム？ pp.16-17

## ・「バブル」の時期はどこに・・・？



## (2) 全産業、大規模企業



## 注意深い読者の3つの注目点、18～

- (1)売手と買手——閉じた世界では、地価変動分のみ？
- (2)特定分野and/or特定規模の企業群の行動？——平均像ではない？
- (3)一部の積極的な企業の行動？——平均像ではない？
  
- 注目する企業群を明確に？——たとえば、中小規模の不動産会社、建設業、卸・小売業、娯楽業、宿泊業など？
- 
- こういうことの検討には、分野別、規模別、さらに、企業別のデータが必要……。——だから、「個表」の利用

# データと変数 19~

## 『法人企業統計年報』個表

変数表

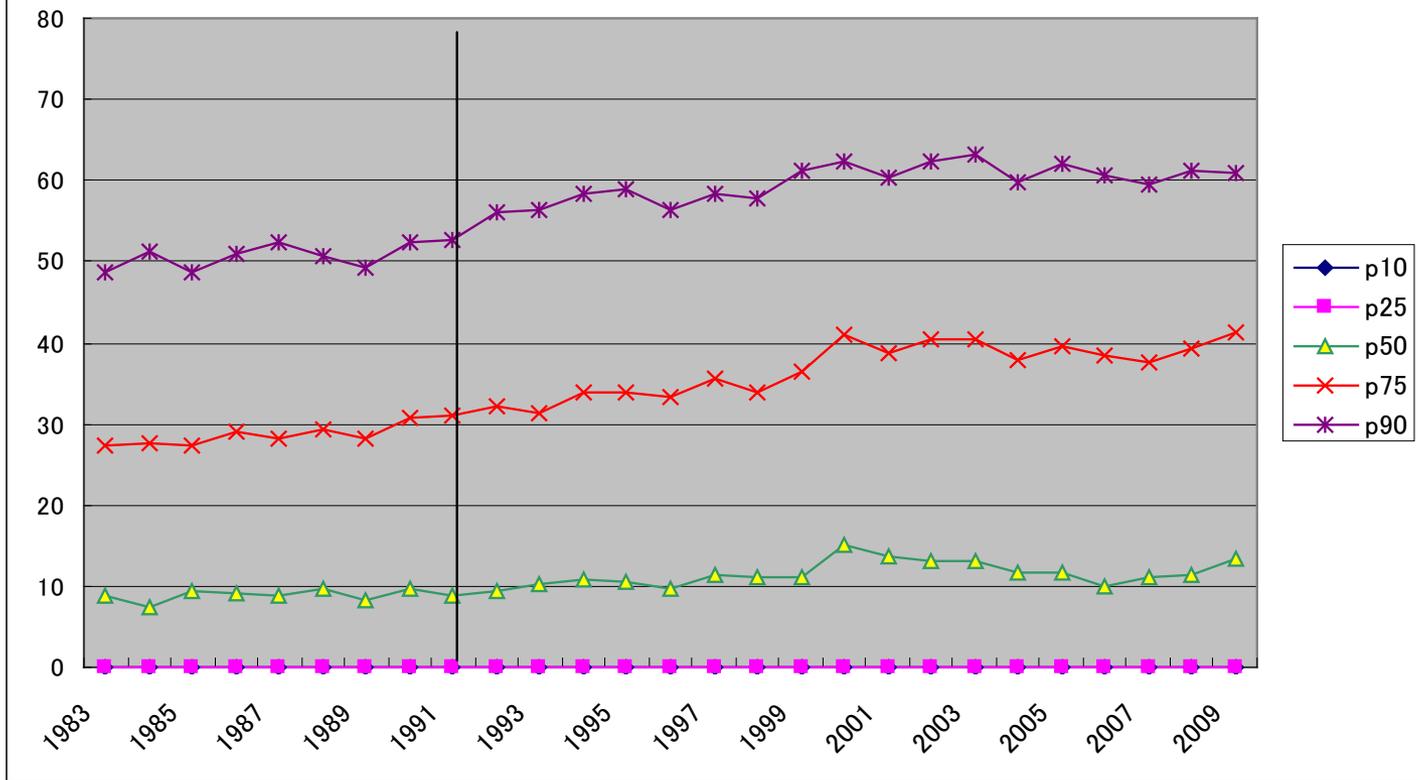
	残高(t期末) at time t	level variable 依存度 構成比 at time t	difference variable 依存度変化率 構成比変化率 at time t
例示: 変数 $y^i$	$y_t^i$	$l_t^i = y_{t-1}^i / w_{t-1}$	$d_t^i = (y_{t-1}^i - y_t^i) / w_{t-1}$
1 土地保有額	$land_t$	$lland_t = land_{t-1} / wealth_{t-1}$	$dland_t = (land_{t-1} - land_t) / w_{t-1}$
2 土地以外の有形固定資産保有額	$fixedA_t$	$lfixedA_t = fixedA_{t-1} / w_{t-1}$	$dfixedA_t = (fixedA_{t-1} - fixedA_t) / w_{t-1}$
3 総有形固定資産保有額	$TFixedA_t = land_t + fixedA_t$	$ITFixedA_t = TFixedA_{t-1} / w_{t-1}$	$dTFixedA_t = (TFixedA_{t-1} - TFixedA_t) / w_{t-1}$
4 金融機関総借入金 *	$TLoan_t$	$ITLoan_t = TLoan_{t-1} / w_{t-1}$	$dTLoan_t = (TLoan_{t-1} - Tloan_t) / w_{t-1}$
5 「金融機関以外からの長期借入金」	$y_t^5$	$l_t^5 = y_t^5 / w_t$	$d_t^5 = (y_{t-1}^5 - y_t^5) / w_t$
6 「その他の固定負債」	$y_t^6$	$l_t^6 = y_t^6 / w_t$	$d_t^6 = (y_{t-1}^6 - y_t^6) / w_t$
7 「金融機関以外からの短期借入金」	$y_t^7$	$l_t^7 = y_t^7 / w_t$	$d_t^7 = (y_{t-1}^7 - y_t^7) / w_t$
8 「その他の流動負債」	$y_t^8$	$l_t^8 = y_t^8 / w_t$	$d_t^8 = (y_{t-1}^8 - y_t^8) / w_t$
9 総資産	$w_t$		
v4: 企業規模 (=5, 6, 7, 8, 9)			

\* : 金融機関総借入金 = 金融機関短期借入金 + 金融機関長期借入金

## IV-1. 不動産業のllandとdlandの分布の推移： 全規模と規模別、 21 llandの分布

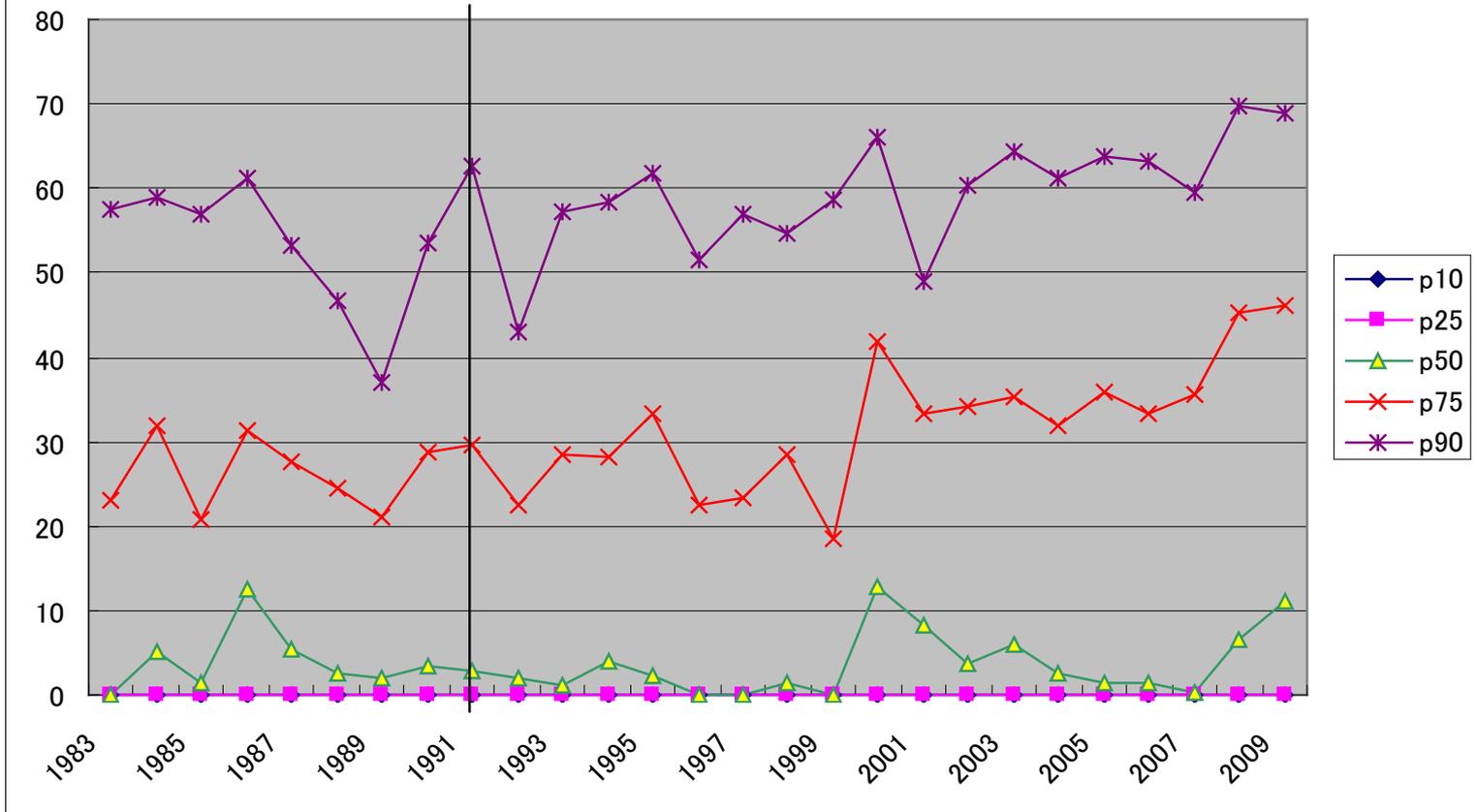
- 分布の推移表には、企業規模による顕著な差は見られない。
- 一貫して、比率は大きくばらついている。
- ほぼすべての企業規模でp25は0である。ほとんど例外なく、(とりわけ「Bの時代」には)p50(median)は10%~20%の間にある。
- IIIに見た全産業や製造業の平均値のケースと同様、不動産業でも「Bの時代」を通じて、さらに1990年代を通じてllandの比率は一貫して上昇した。この意味で「Bの時代」が特別の時代であったわけではない。企業規模別に見ても、各規模別の図のp50, p75, p90などの推移を見ても同様である。一部の企業が(集団で)特別の動きをしたということもない。

llandの分布：不動産業、全規模、縦線はFY1991

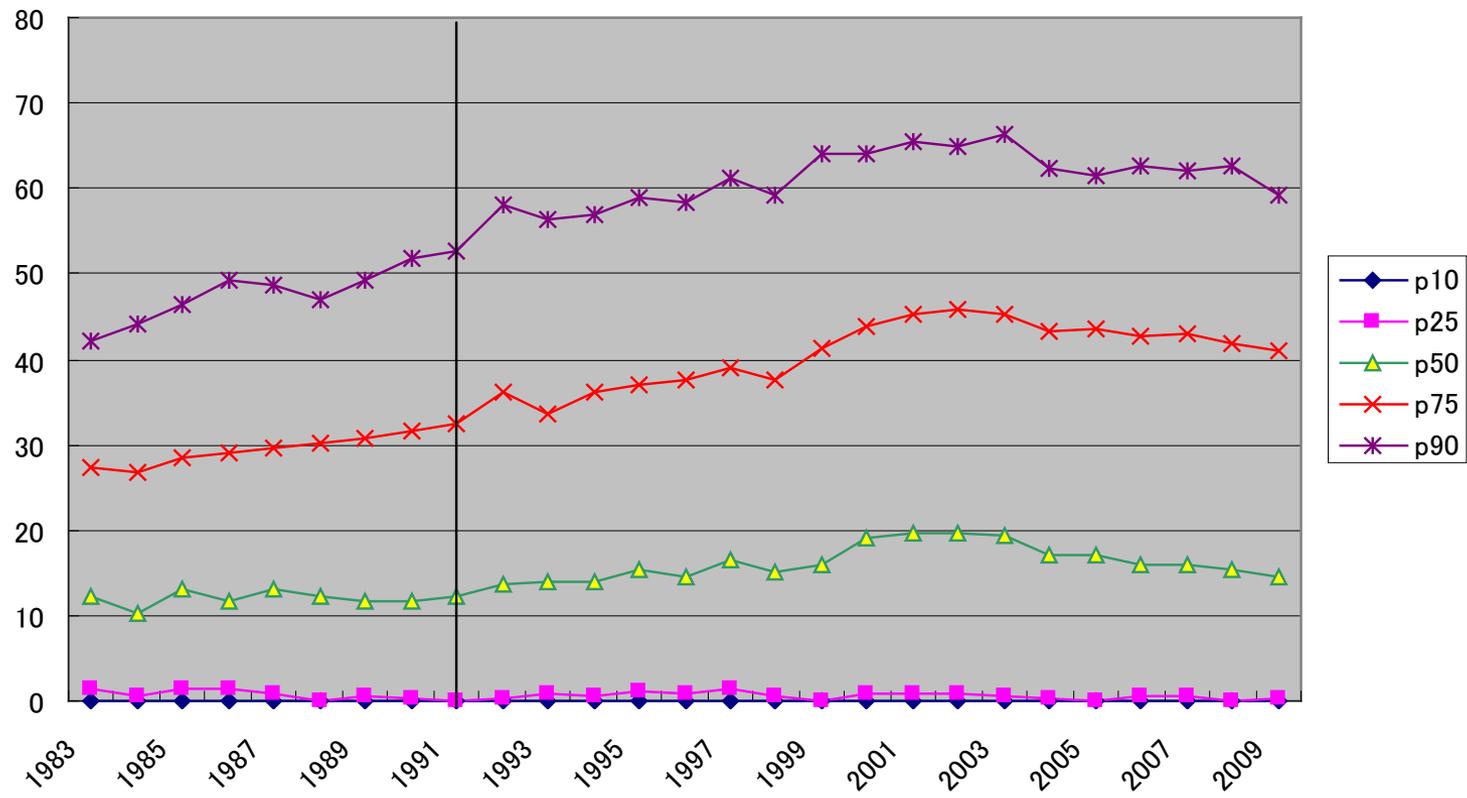


[Bubble-Boom-1]

llandの分布: 不動産業、v4=5、縦線はFY1991



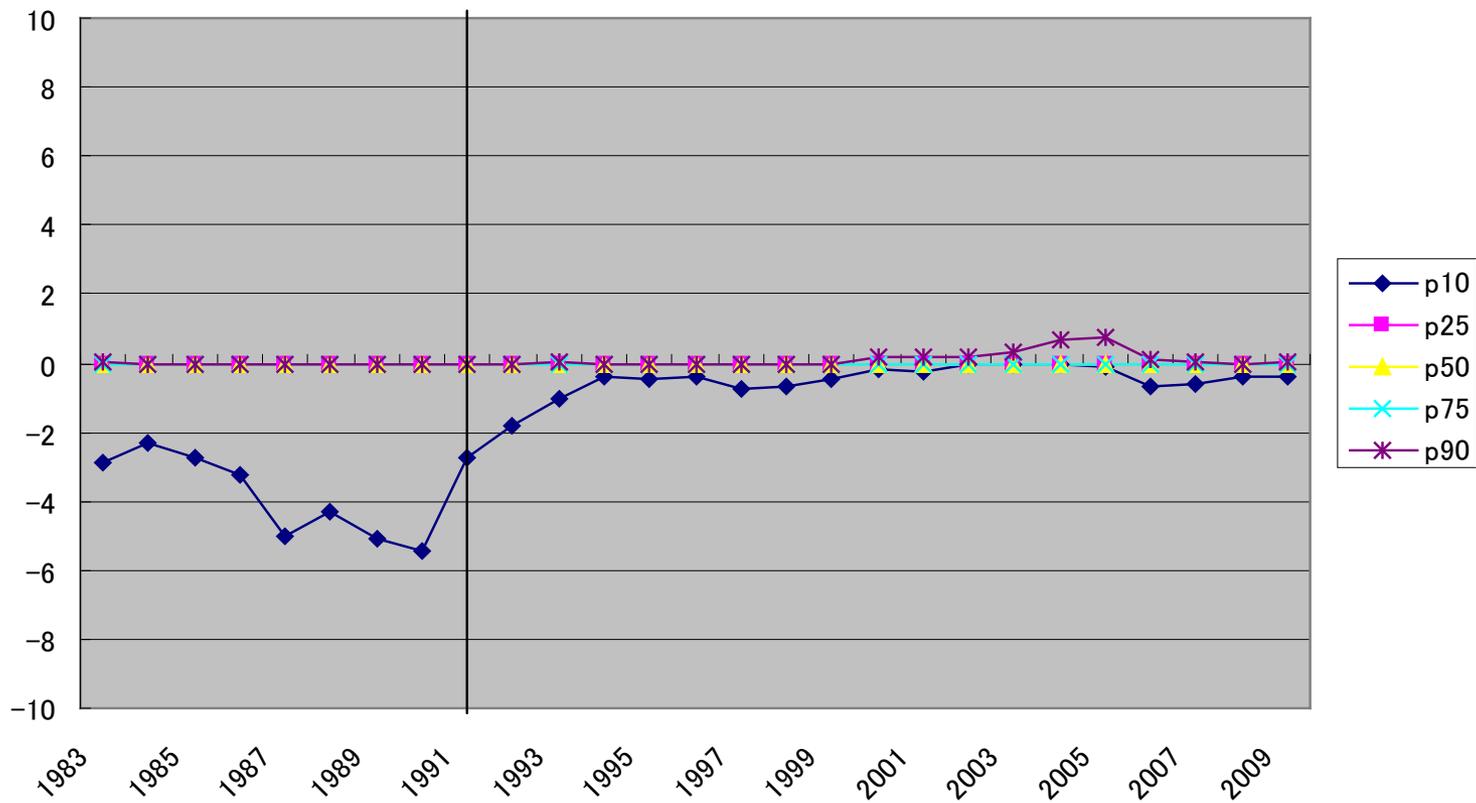
llandの分布：不動産業、v4=8、縦線はFY1991



## 不動産業のdlandの分布、22

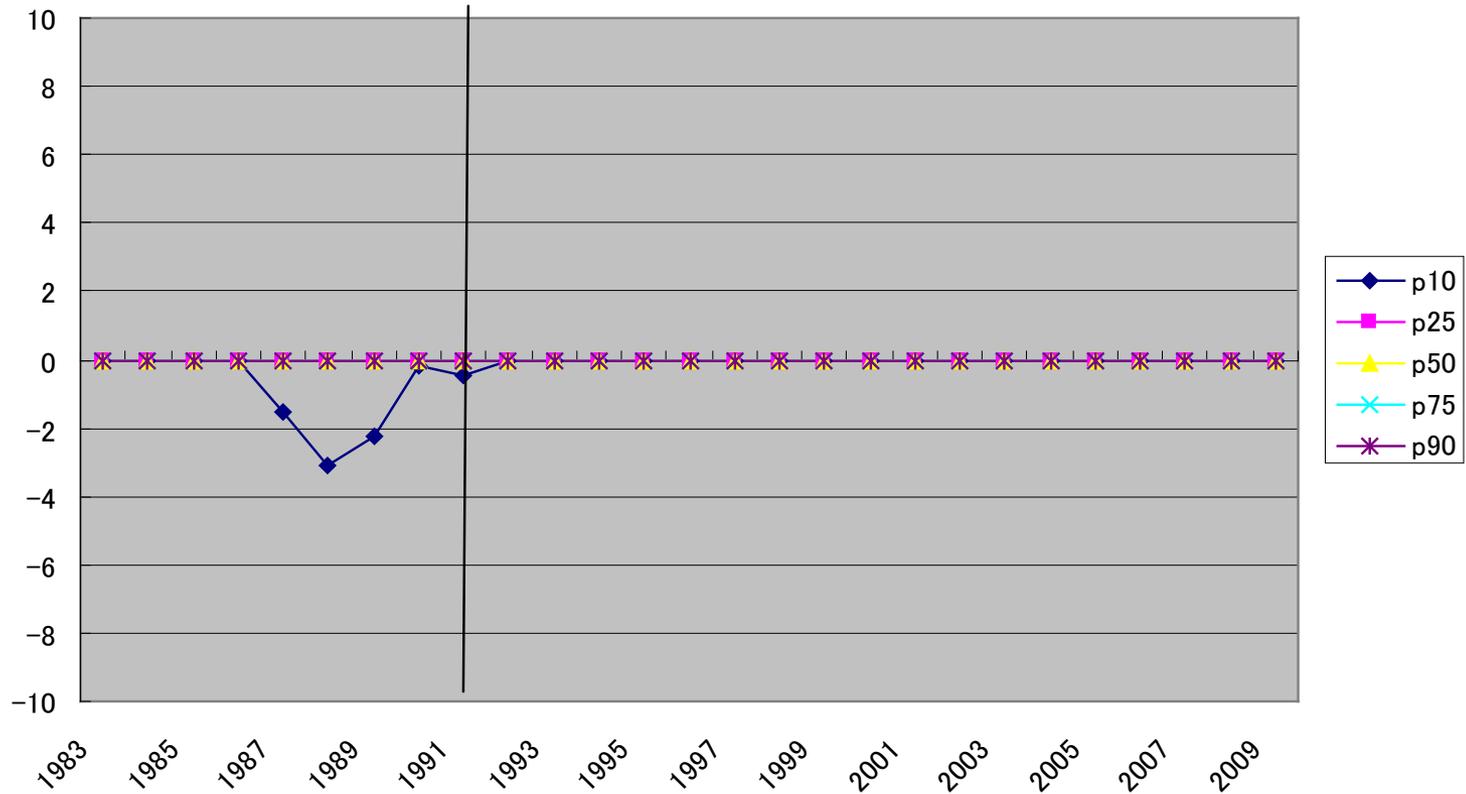
- いずれの図を見ても、1990年代末までの時期を通じて、0から乖離するのは、ほとんど例外なく、p10のみである。ほとんどの企業のdlandは一貫して0である。つまり、期間中の土地売買はネットで0であった。
- たとえば、小規模企業の中には、売買頻度は少ないが、巨額の新規土地投資を実施した極端な会社が多数存在した少なくなかったという「通念」が想定するイメージが妥当とするとしても、その企業の比率はp10にも反映されない、極めて少数のものであった。
- dlandの分布の推移が最も大きく0から乖離するのは、「Bの時代」の大規模企業、とりわけv4=9である。v4=9では、p10のみならず、p25も0から乖離した。とはいえ、その値がp10で-10、p25で-3を下回ることはなかった。
- dlandのp90がプラス方向に0から乖離するのは、2000年代前半の時期のv4=9と8においてであって、それ以外の時期にはほとんど見られない。期首と期末の残高の比較だから、これに反映されない売買や、売買の仲介まで行われなかったということは意味しない。

dlandの分布: 不動産業、全規模、縦線はFY1991

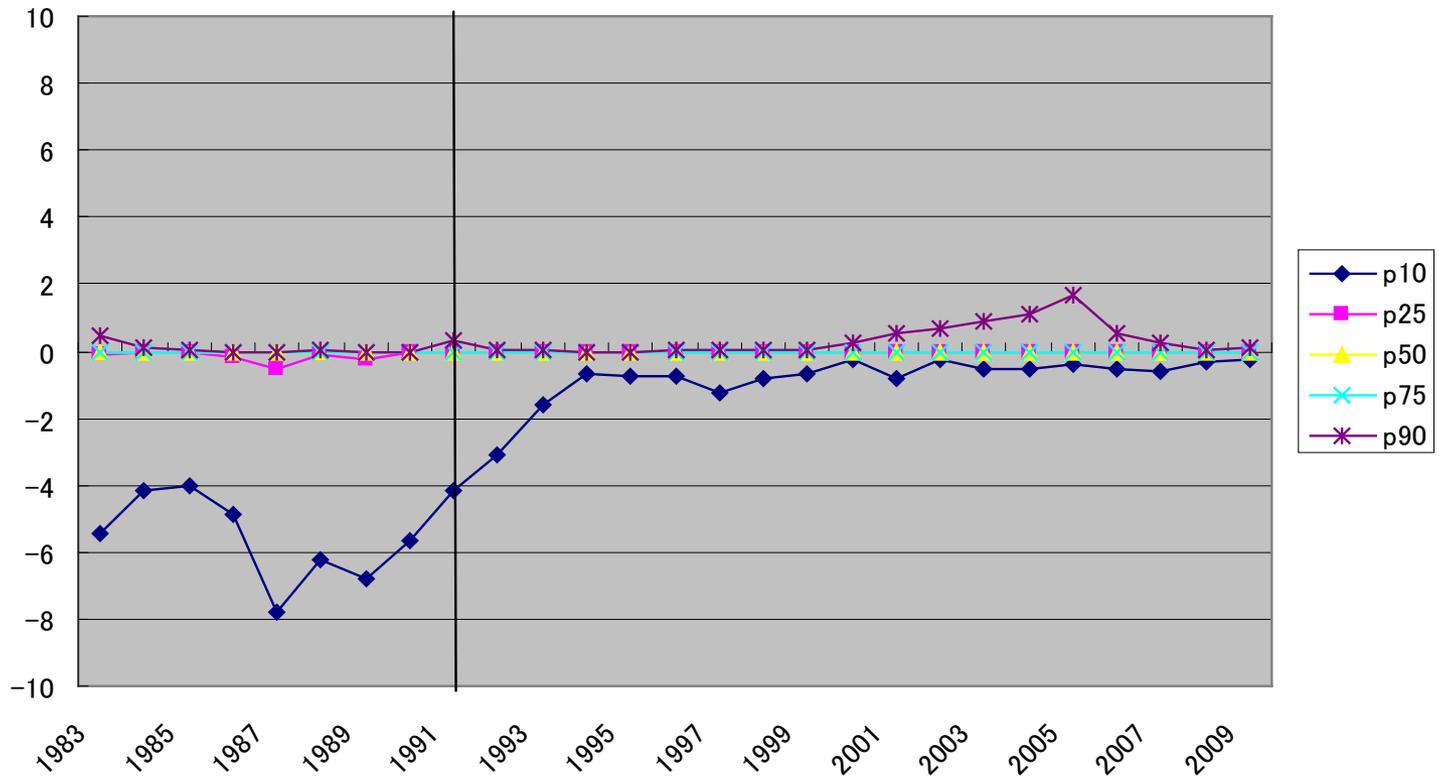


[Bubble-Boom-1]

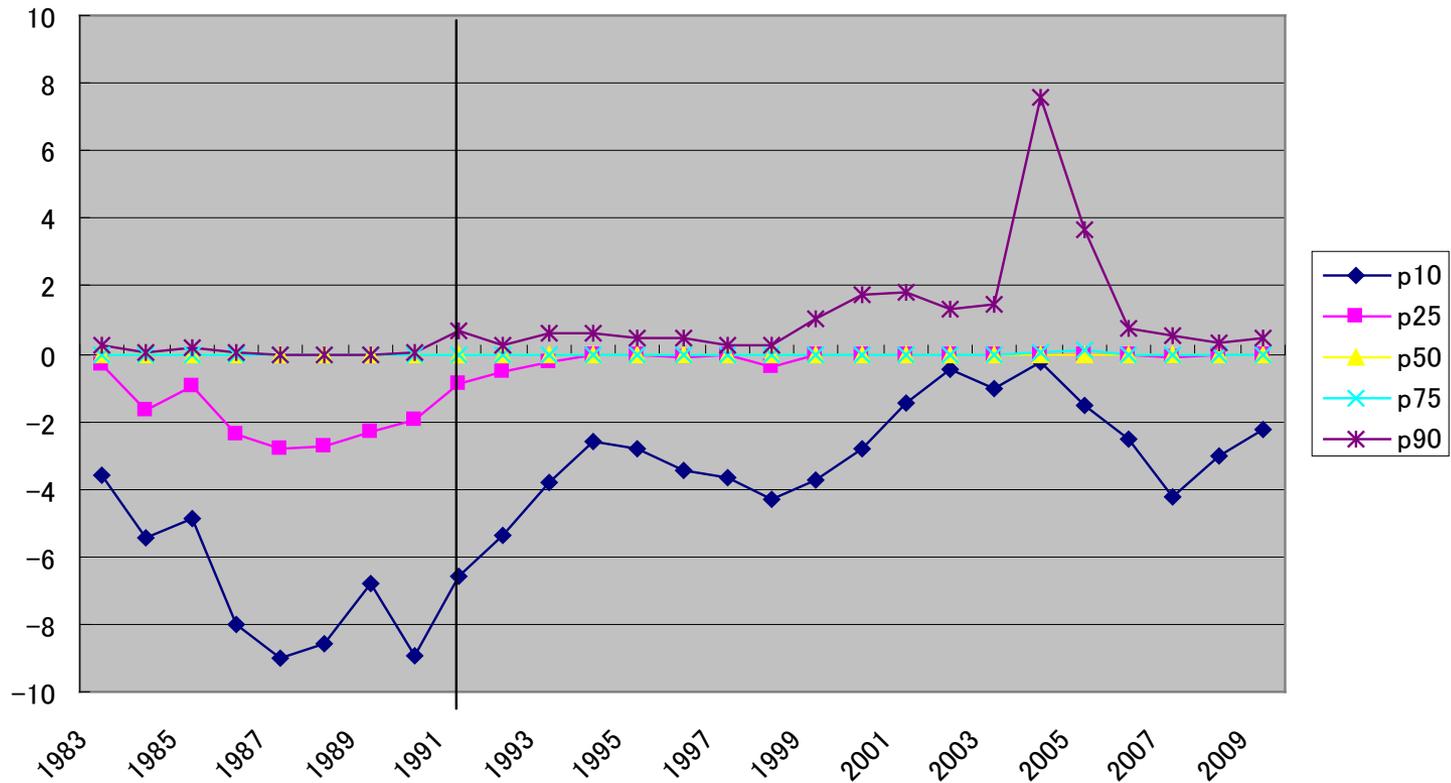
dlandの分布：不動産業、v4=5、縦線はFY1991



dlandの分布：不動産業、v4=8、縦線はFY1991

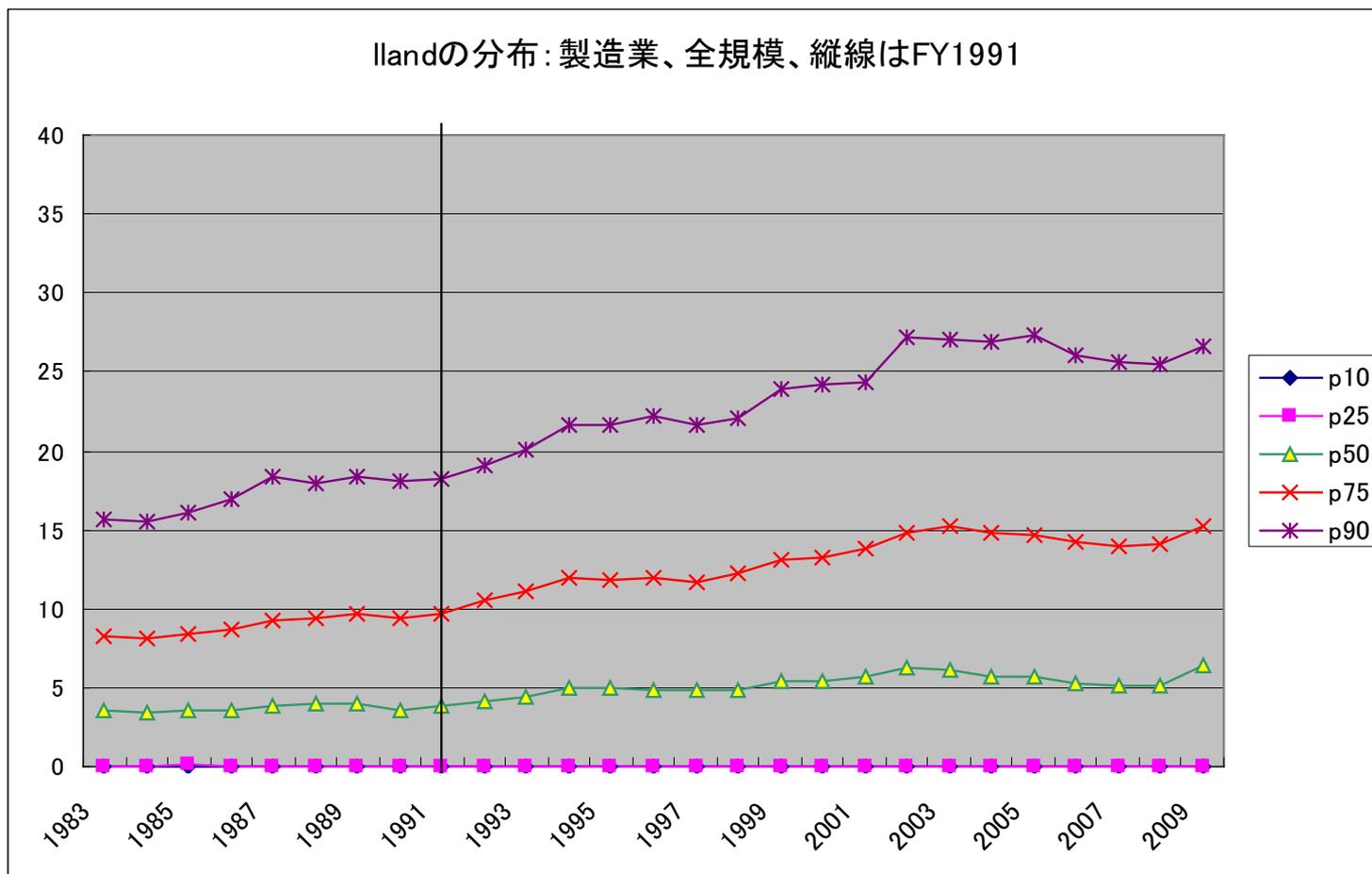


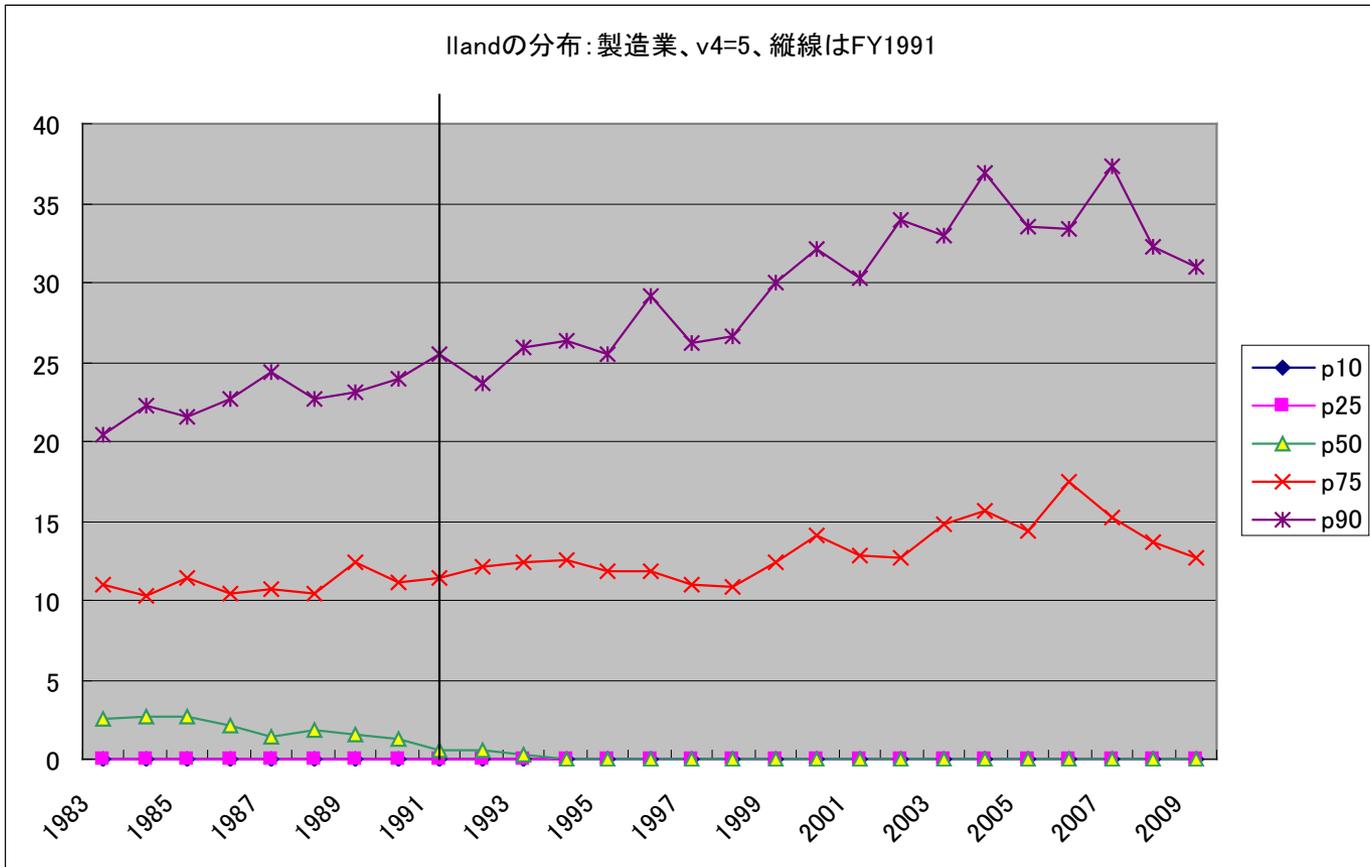
dlandの分布: 不動産業、v4=9、縦線はFY1991



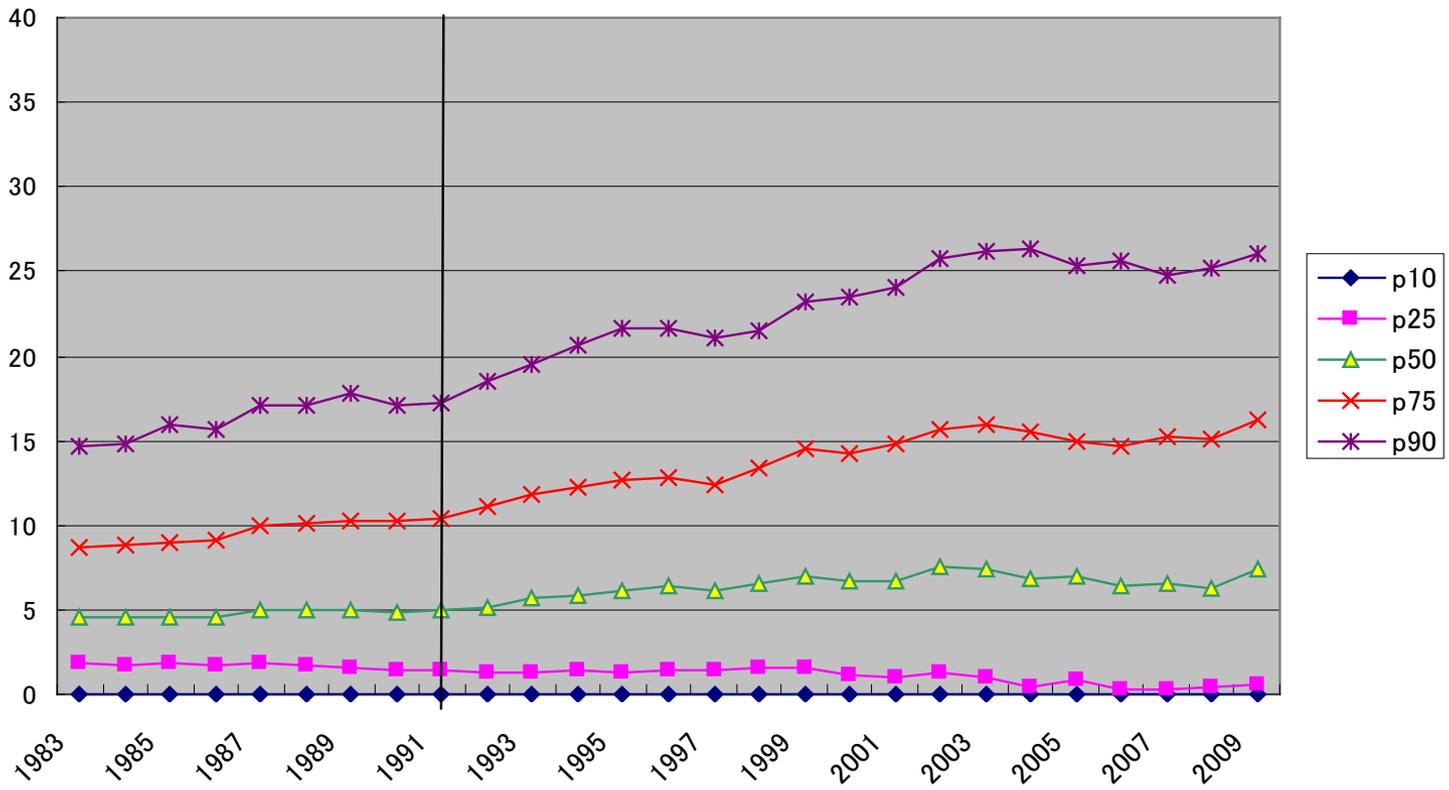
# 製造業のlandの分布、33

・パターンに関する限り、llandd、landともに不動産業と酷似



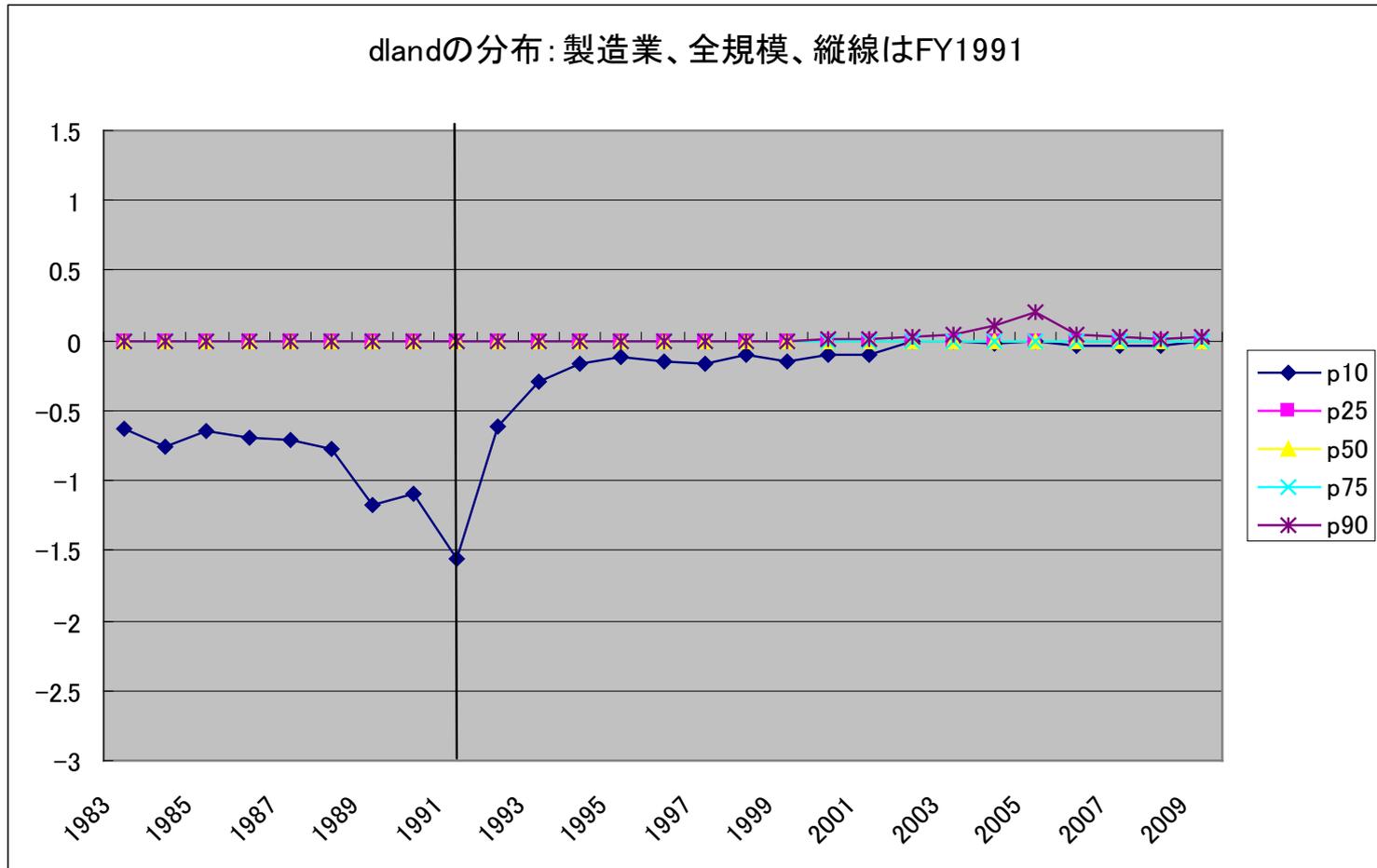


llandの分布：製造業、v4=8、縦線はFY1991

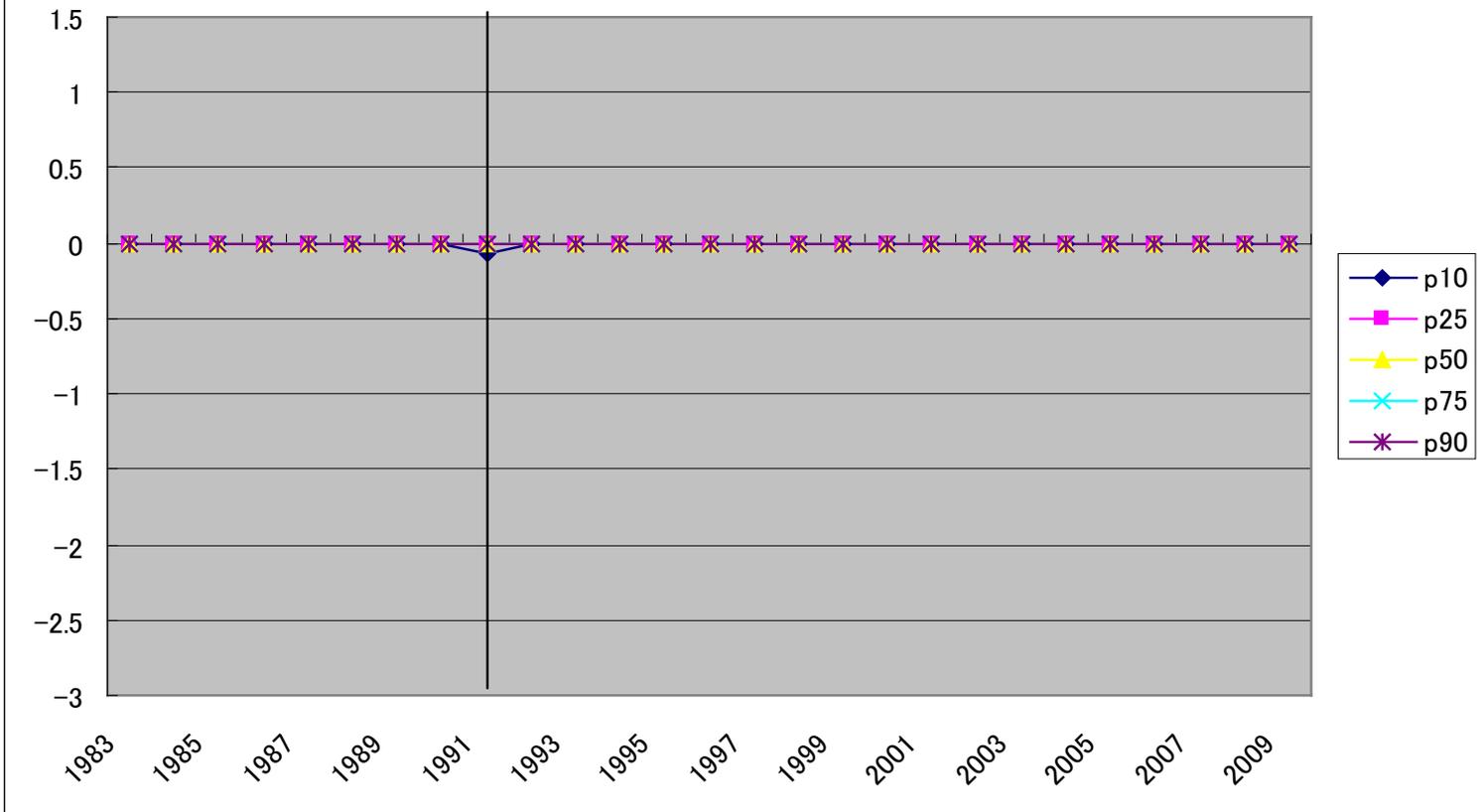


[Bubble-Boom-1]

# 製造業のdlandの分布

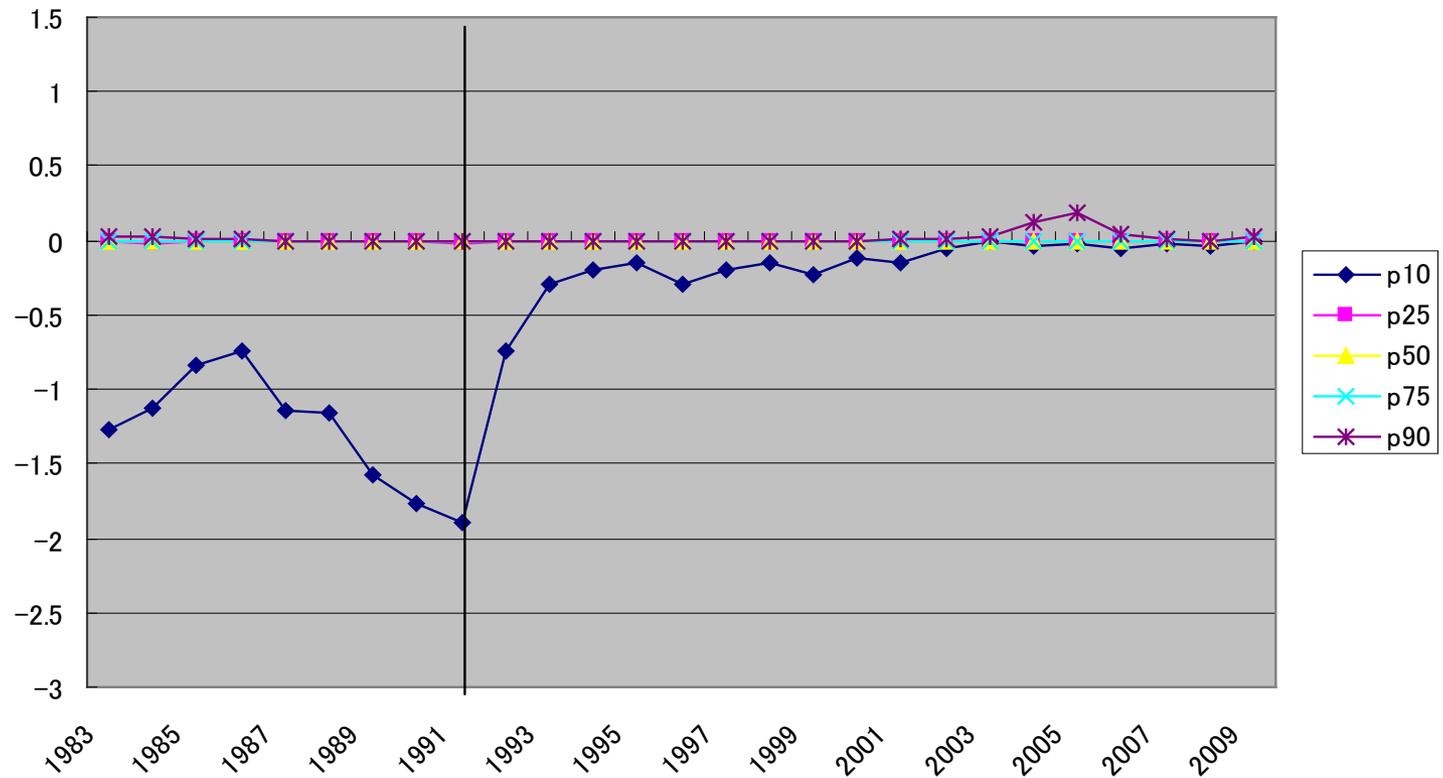


dlandの分布：製造業、v4=5、縦線はFY1991



[Bubble-Boom-1]

dlandの分布：製造業、v4=8、縦線はFY1991



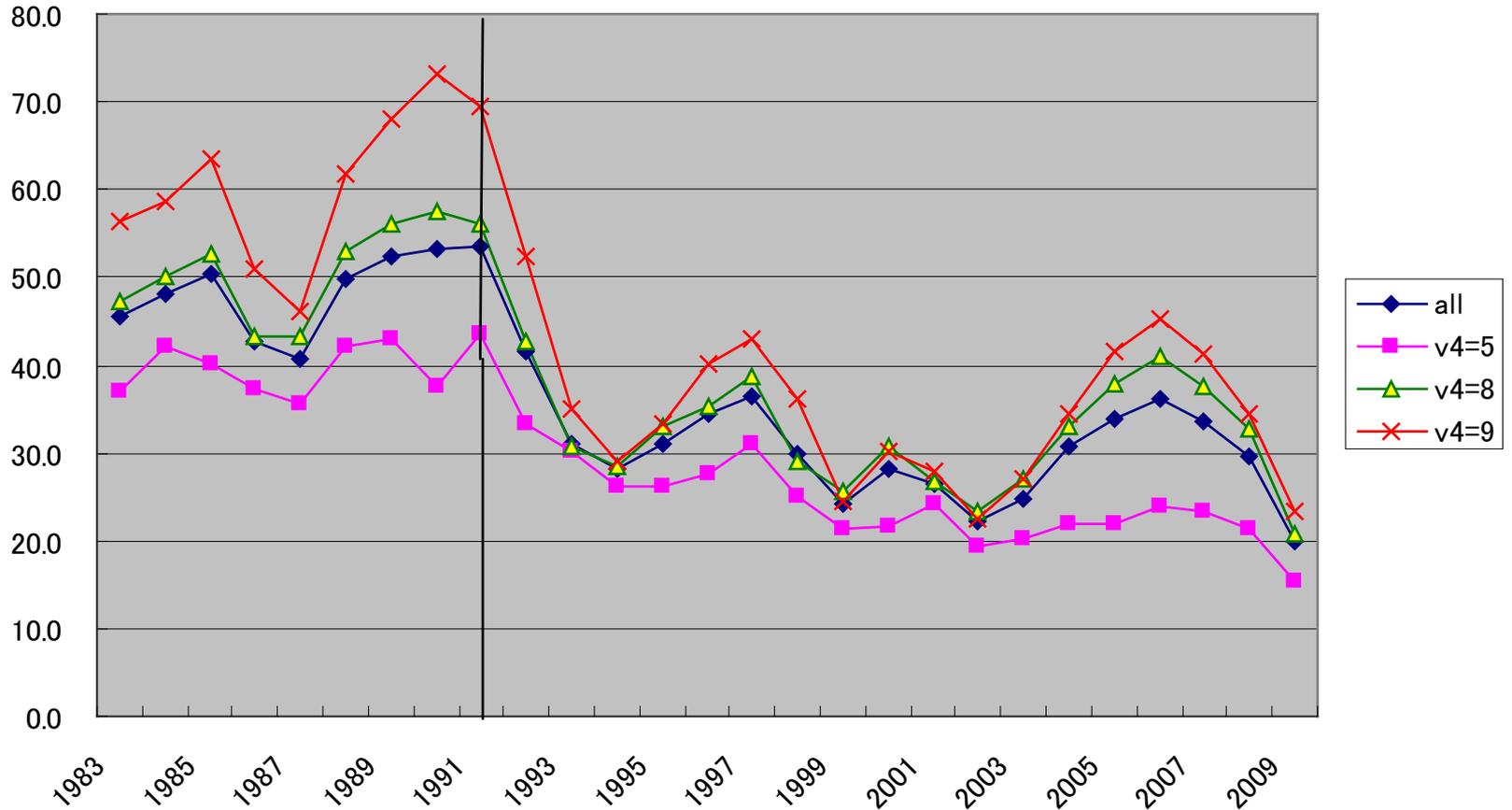
[Bubble-Boom-1]

# 「土地以外の有形固定資産」の対総資産比率、93 調査対象企業数および比率の推移：製造業

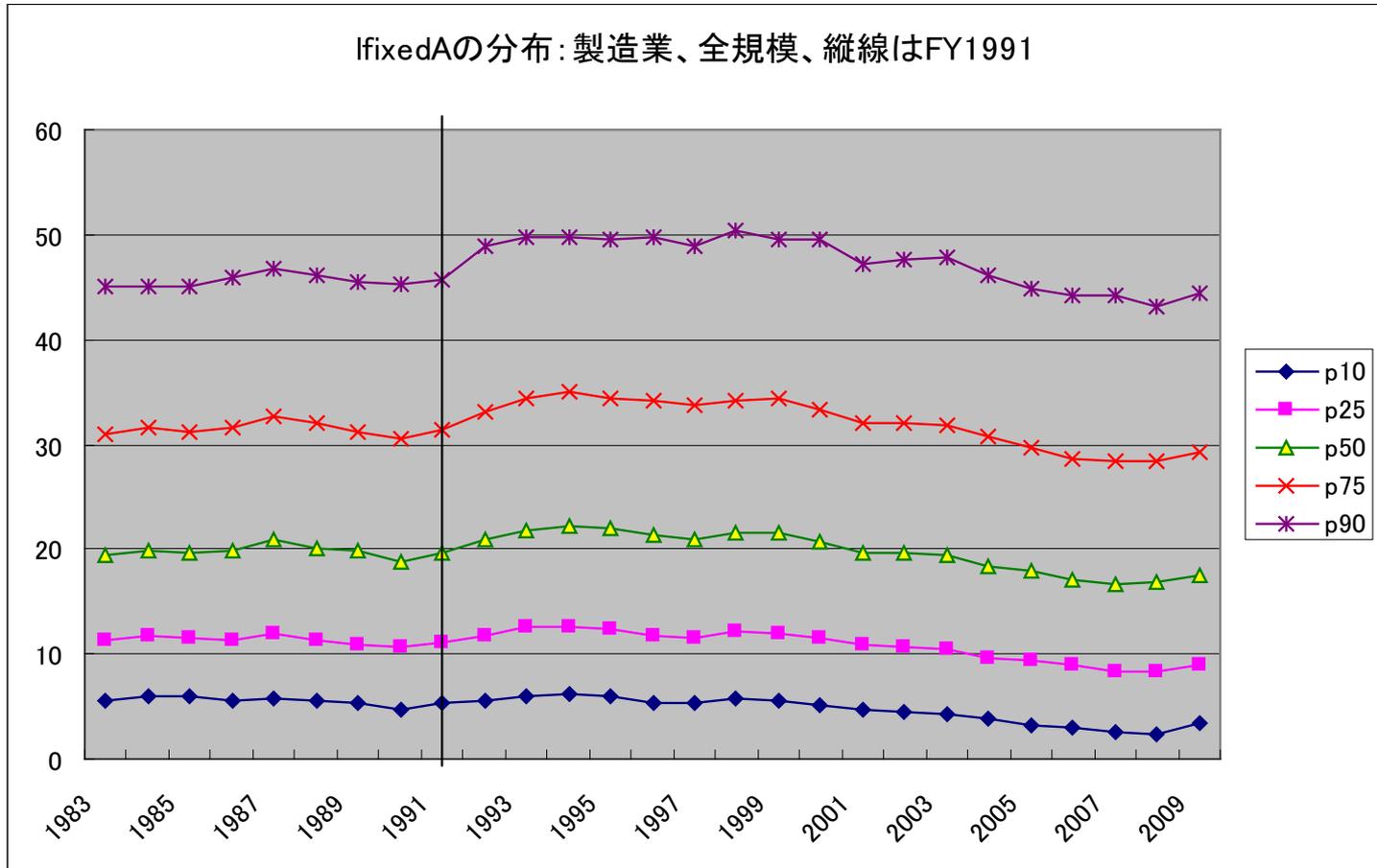
製造業、全規模、dfixedAによる区分

	A	B	C	D	E	F	G
	dfixedA=0	dfixedA<0	dfixedA>0				
1983	276	3,008	3,330	6,614	4.2	45.5	50.3
1984	287	3,302	3,279	6,868	4.2	48.1	47.7
1985	307	3,452	3,101	6,860	4.5	50.3	45.2
1986	399	3,266	4,008	7,673	5.2	42.6	52.2
1987	406	3,166	4,198	7,770	5.2	40.7	54.0
1988	389	3,858	3,482	7,729	5.0	49.9	45.1
1989	368	4,245	3,472	8,085	4.6	52.5	42.9
1990	484	4,477	3,461	8,422	5.7	53.2	41.1
1991	440	4,481	3,467	8,388	5.2	53.4	41.3
1992	442	3,527	4,488	8,457	5.2	41.7	53.1
1993	493	2,675	5,446	8,614	5.7	31.1	63.2
1994	527	2,404	5,615	8,546	6.2	28.1	65.7
1995	613	2,639	5,263	8,515	7.2	31.0	61.8
1996	664	2,912	4,878	8,454	7.9	34.4	57.7
1997	621	3,040	4,691	8,352	7.4	36.4	56.2
1998	715	2,489	5,129	8,333	8.6	29.9	61.6
1999	697	1,937	5,380	8,014	8.7	24.2	67.1
2000	681	2,256	5,044	7,981	8.5	28.3	63.2
2001	633	2,035	5,033	7,701	8.2	26.4	65.4
2002	639	1,701	5,297	7,637	8.4	22.3	69.4
2003	697	1,984	5,296	7,977	8.7	24.9	66.4
2004	724	2,487	4,894	8,105	8.9	30.7	60.4
2005	712	2,733	4,649	8,094	8.8	33.8	57.4
2006	750	2,940	4,438	8,128	9.2	36.2	54.6
2007	769	2,695	4,531	7,995	9.6	33.7	56.7
2008	676	2,352	4,888	7,916	8.5	29.7	61.7
2009	556	1,392	4,999	6,947	8.0	20.0	72.0
Total	14,965	77,453	121,757	214,175	7.0	36.2	56.8

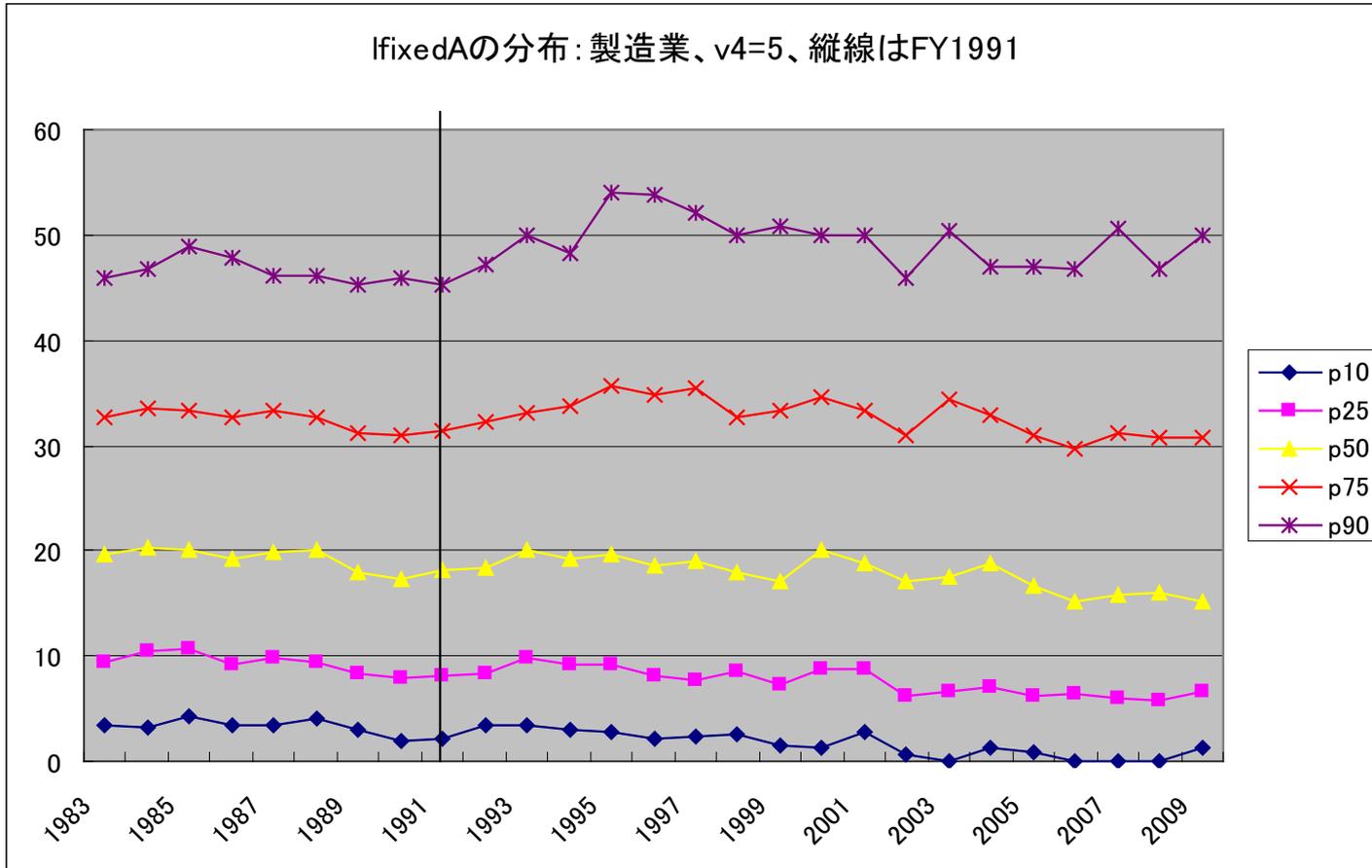
dfixedA<0の企業の比率：製造業、全規模と規模別、縦線はFY1991



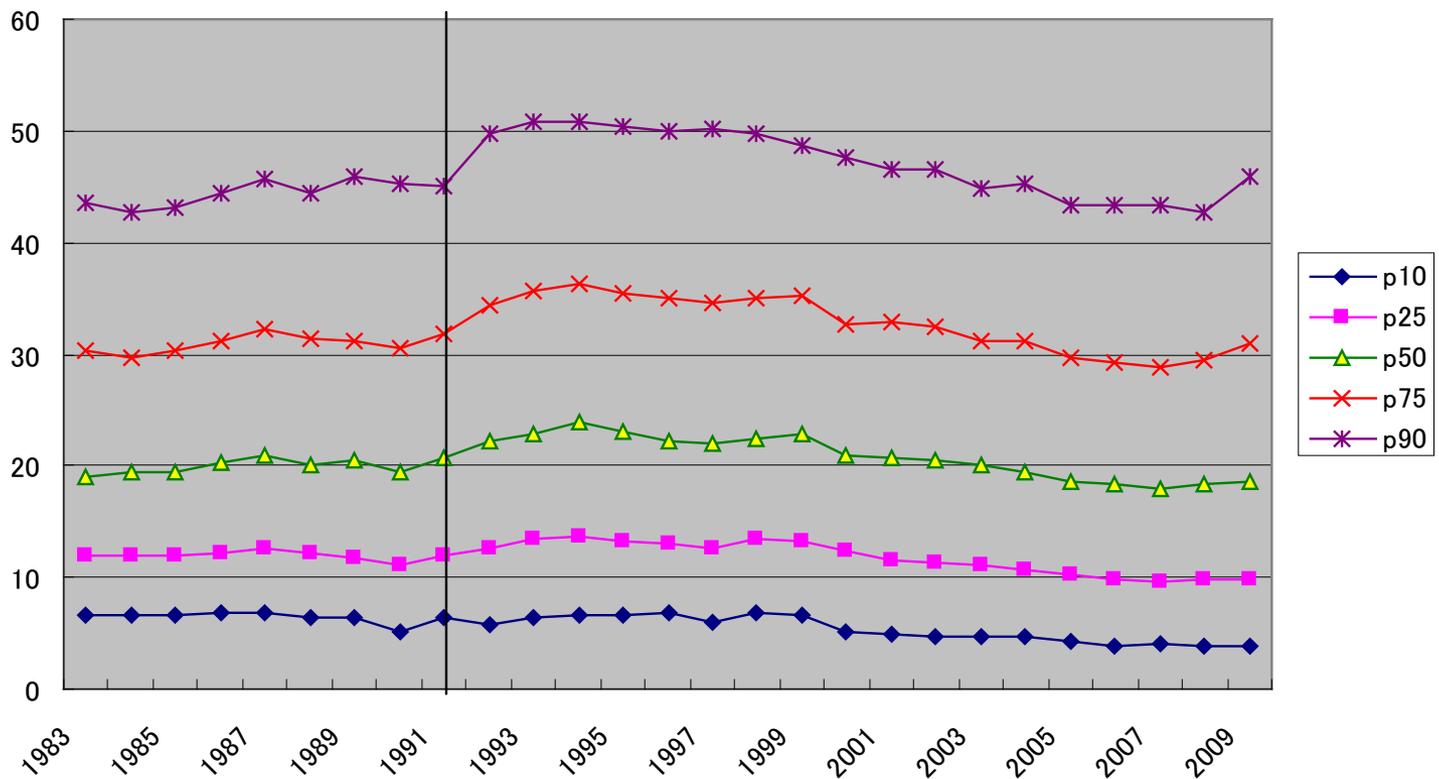
# lfixedAの分布



[Bubble-Boom-1]

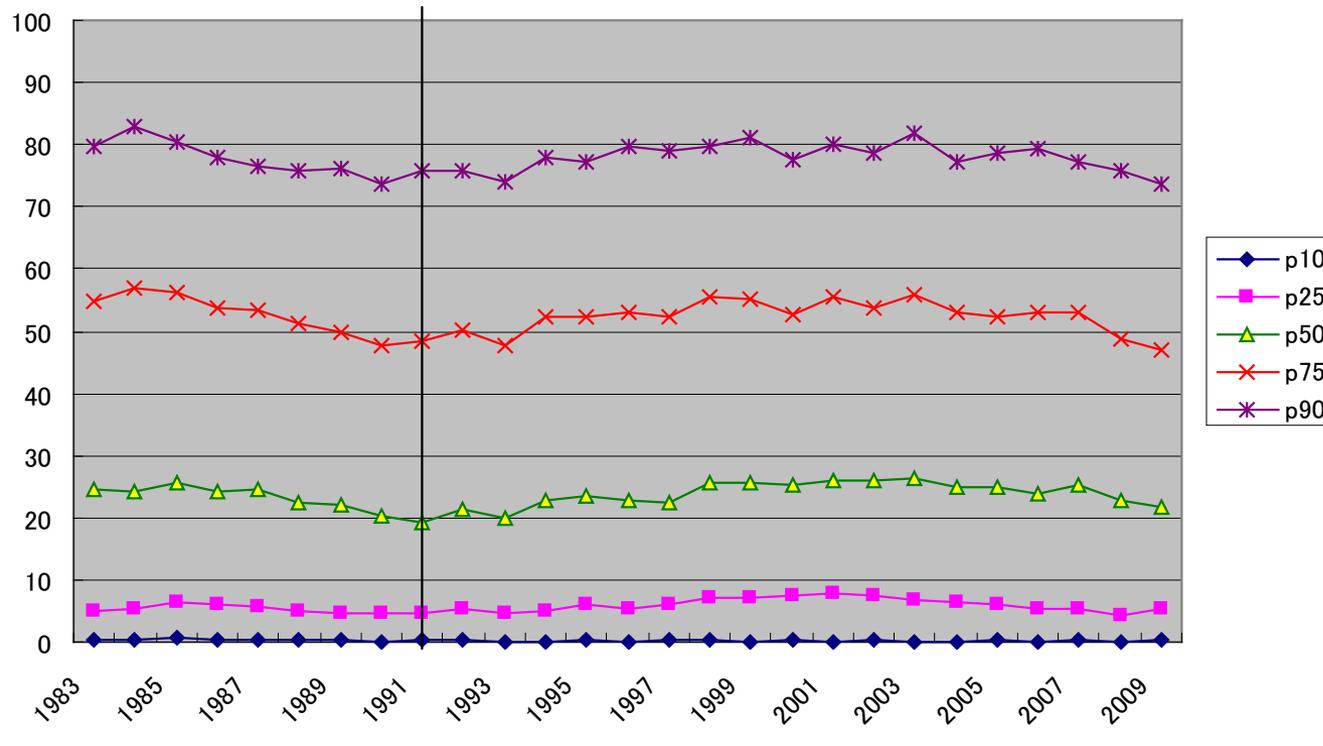


lfixedAの分布：製造業、v4=8、縦線はFY1991

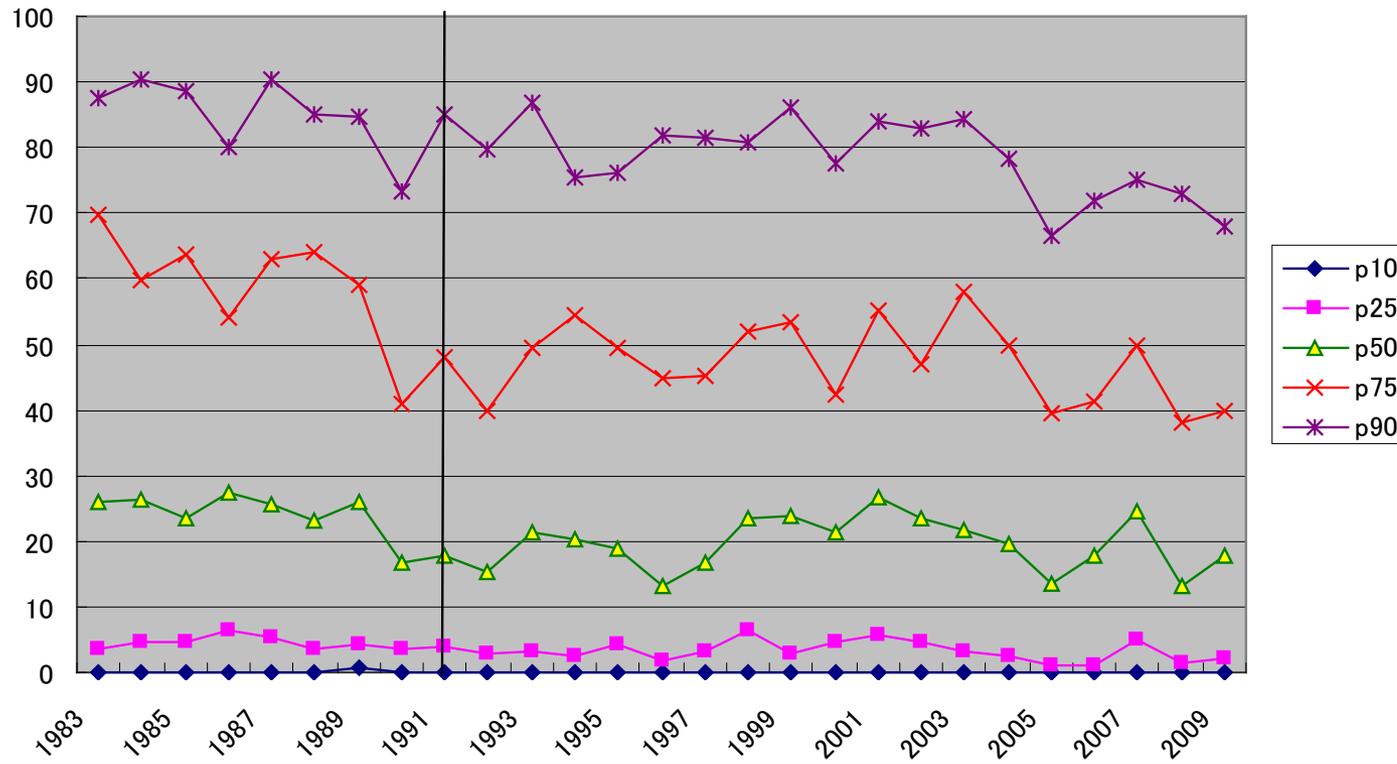


[Bubble-Boom-1]

lfixedAの分布: 不動産業、全規模、縦線はFY1991

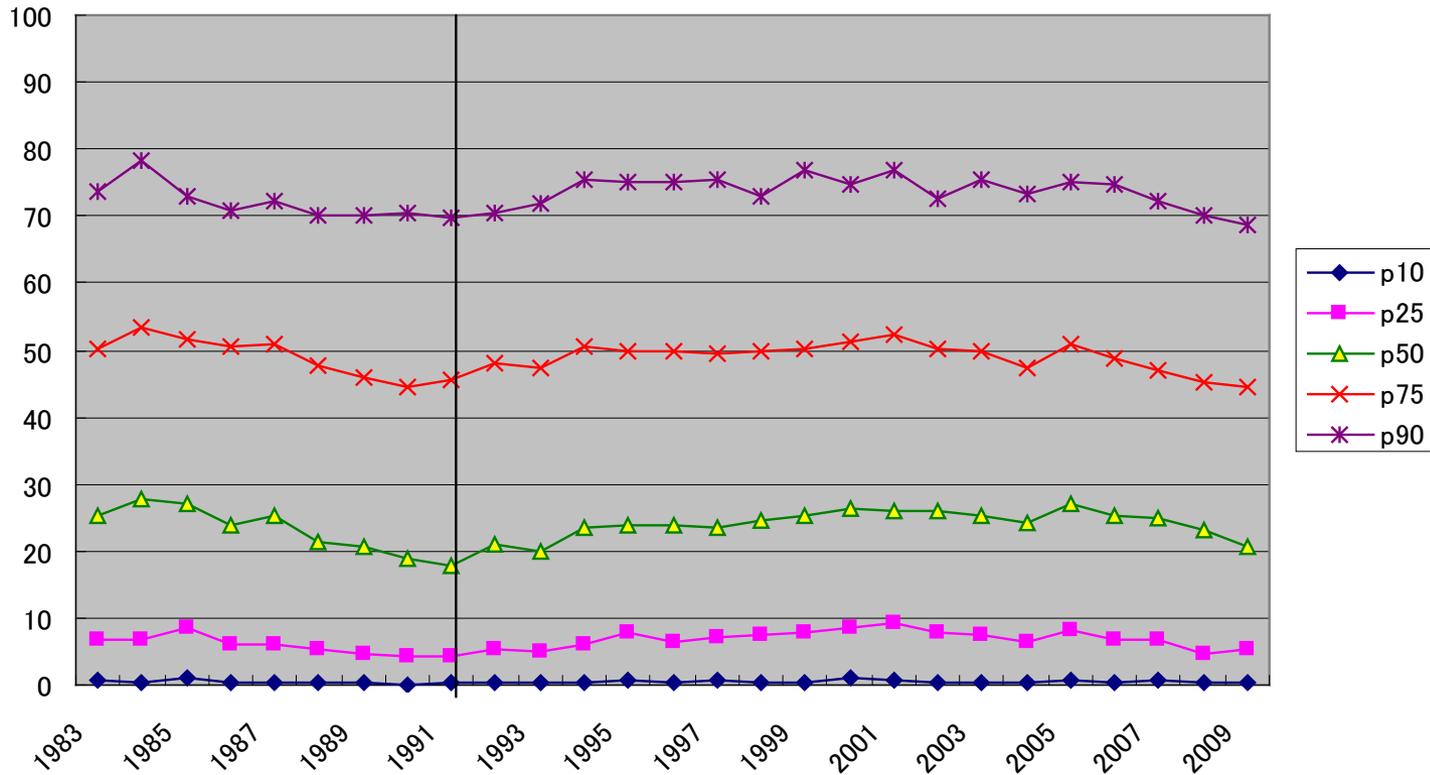


lfixedAの分布：不動産業、v4=5、縦線はFY1991

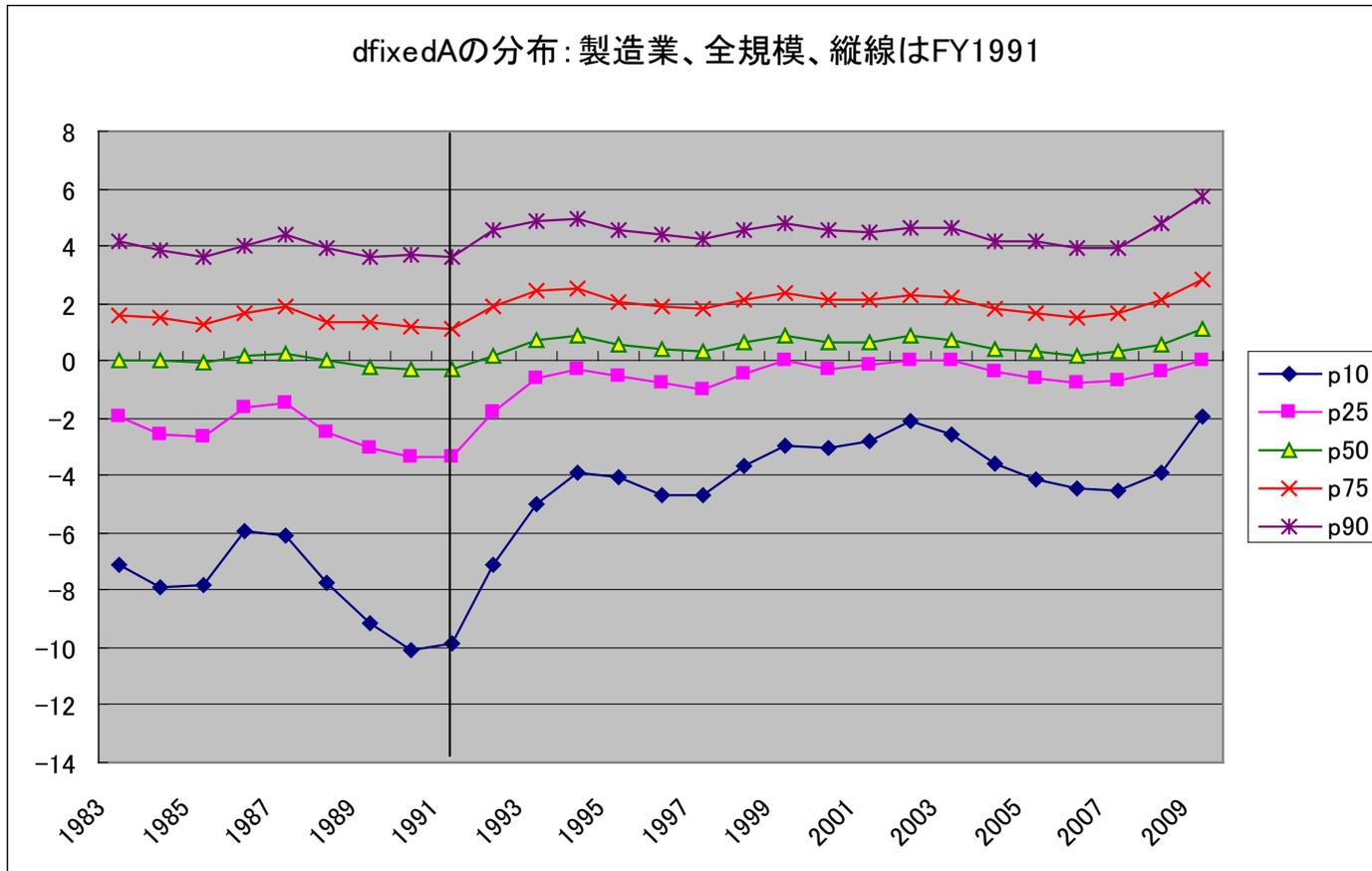


[Bubble-Boom-1]

lfixedAの分布：不動産業、v4=8、縦線はFY1991

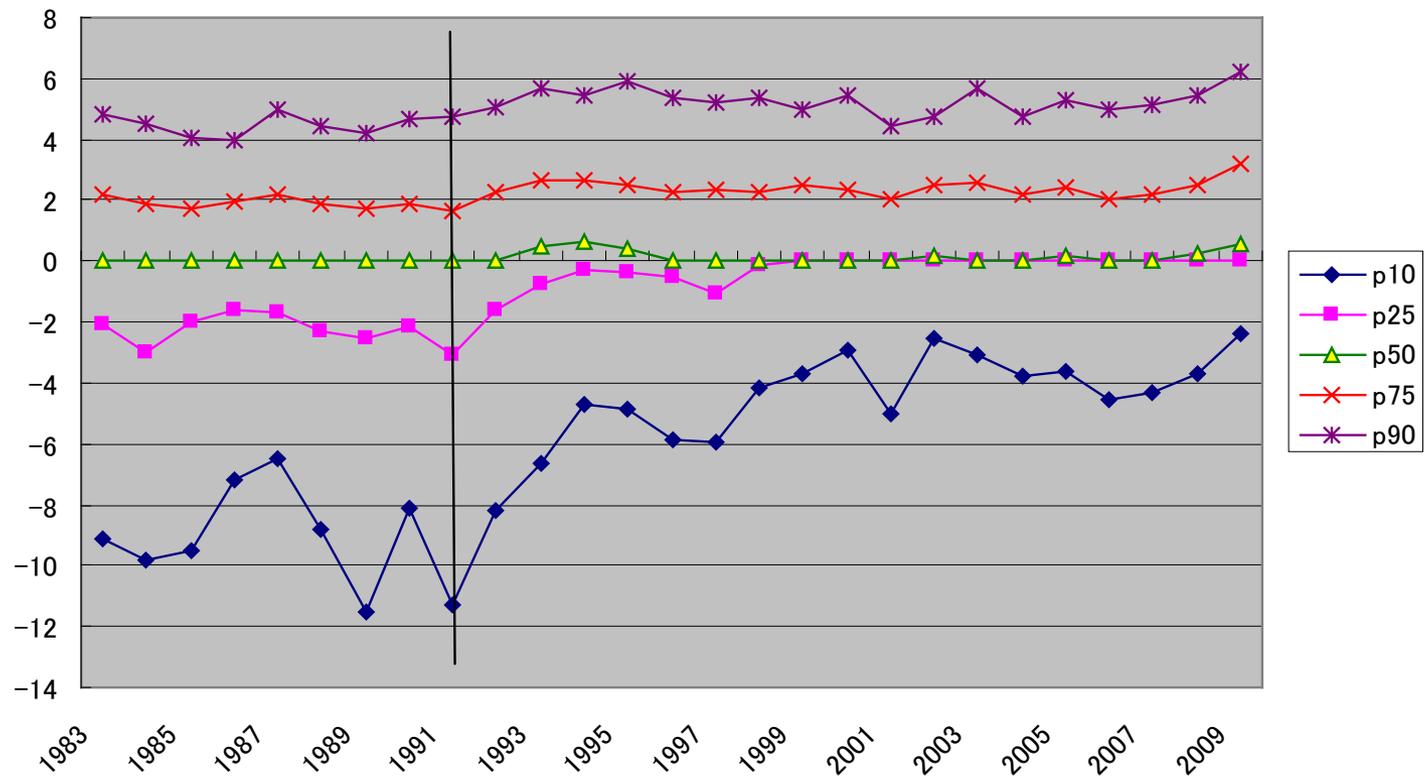


# dfixedAの分布、96

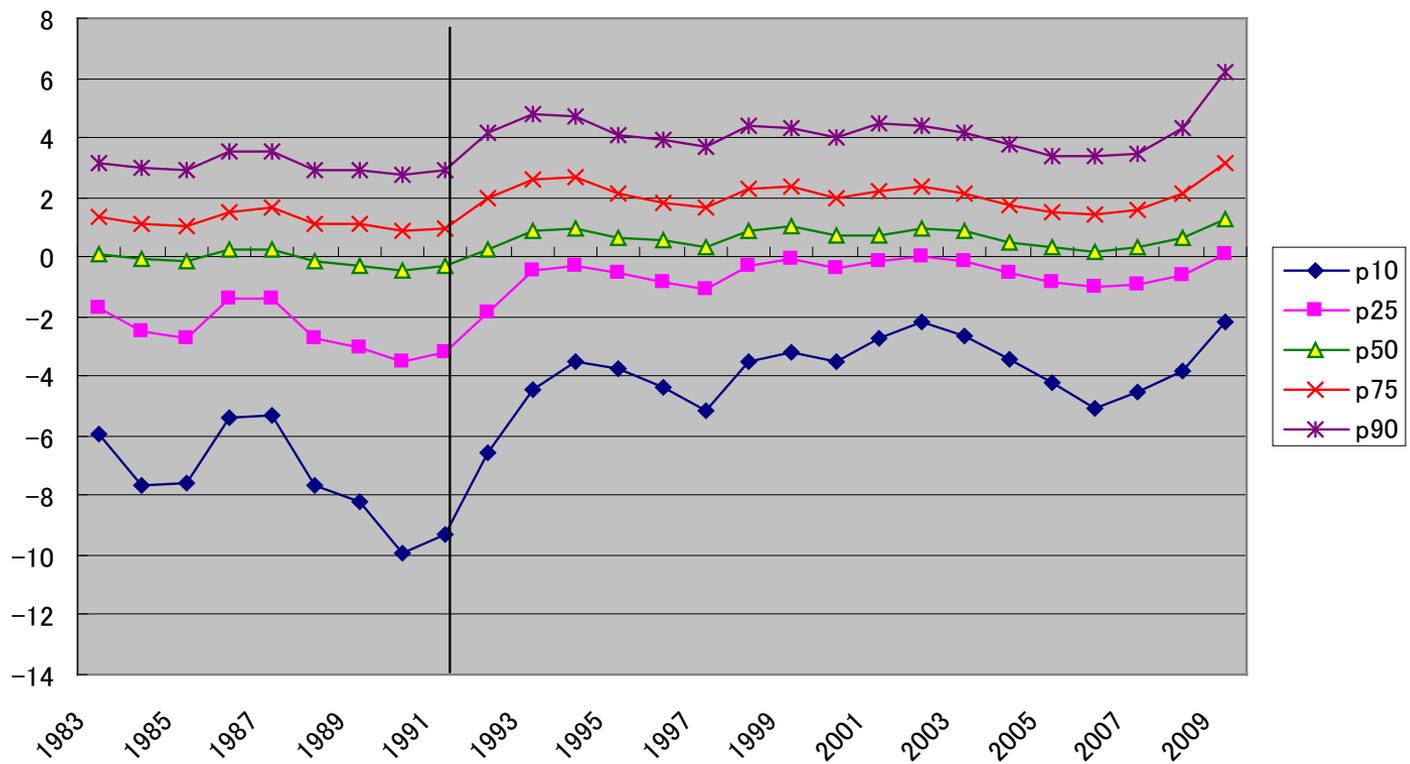


[Bubble-Boom-1]

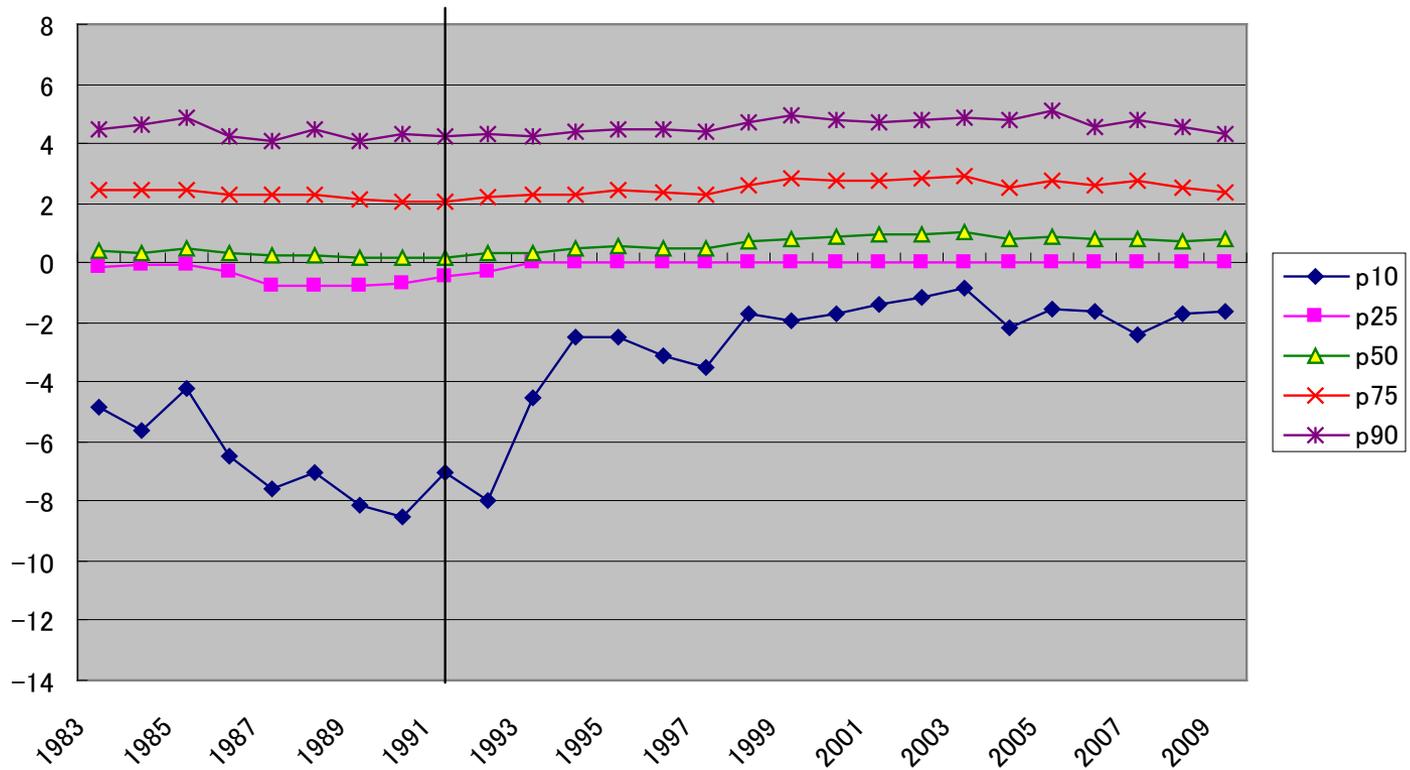
dfixedAの分布: 製造業、v4=5、縦線はFY1991



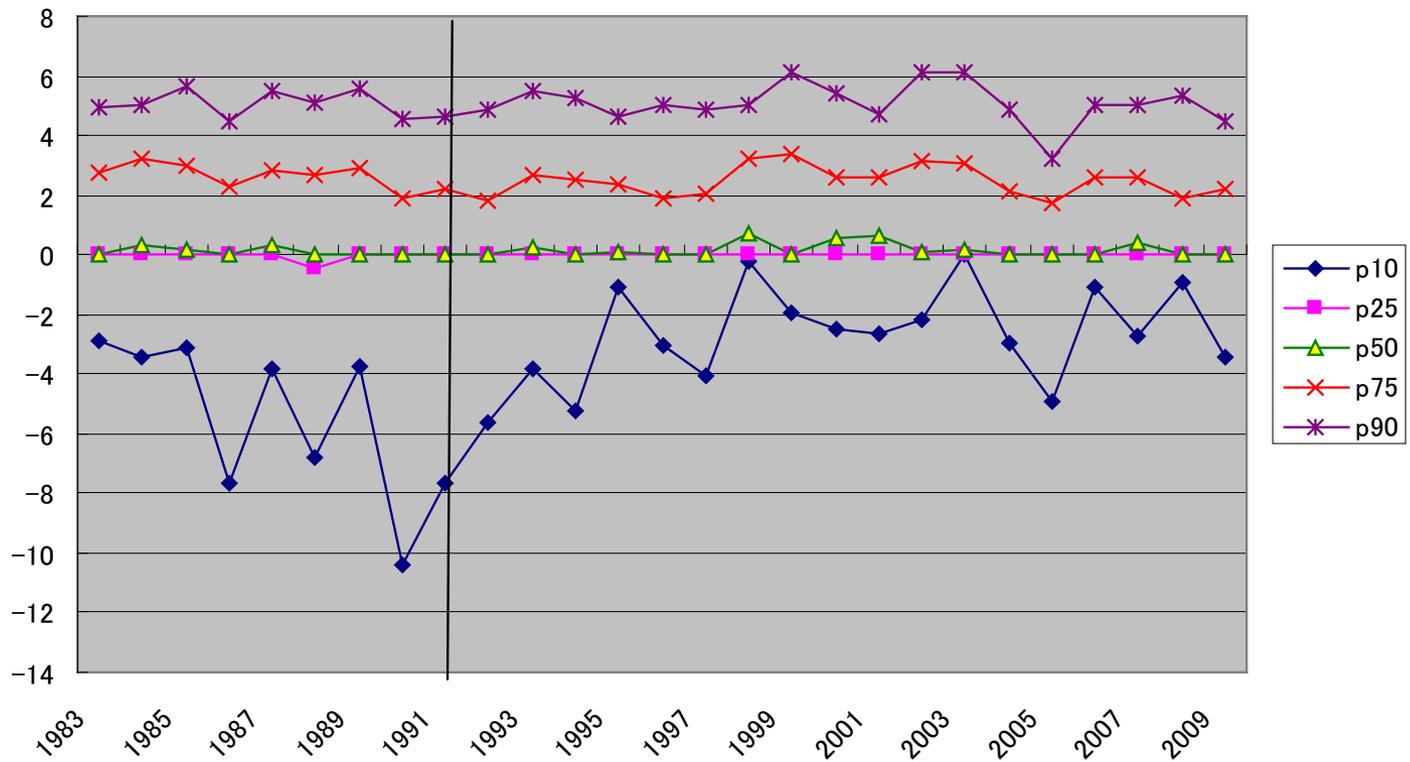
dfixedAの分布：製造業、v4=8、縦線はFY1991



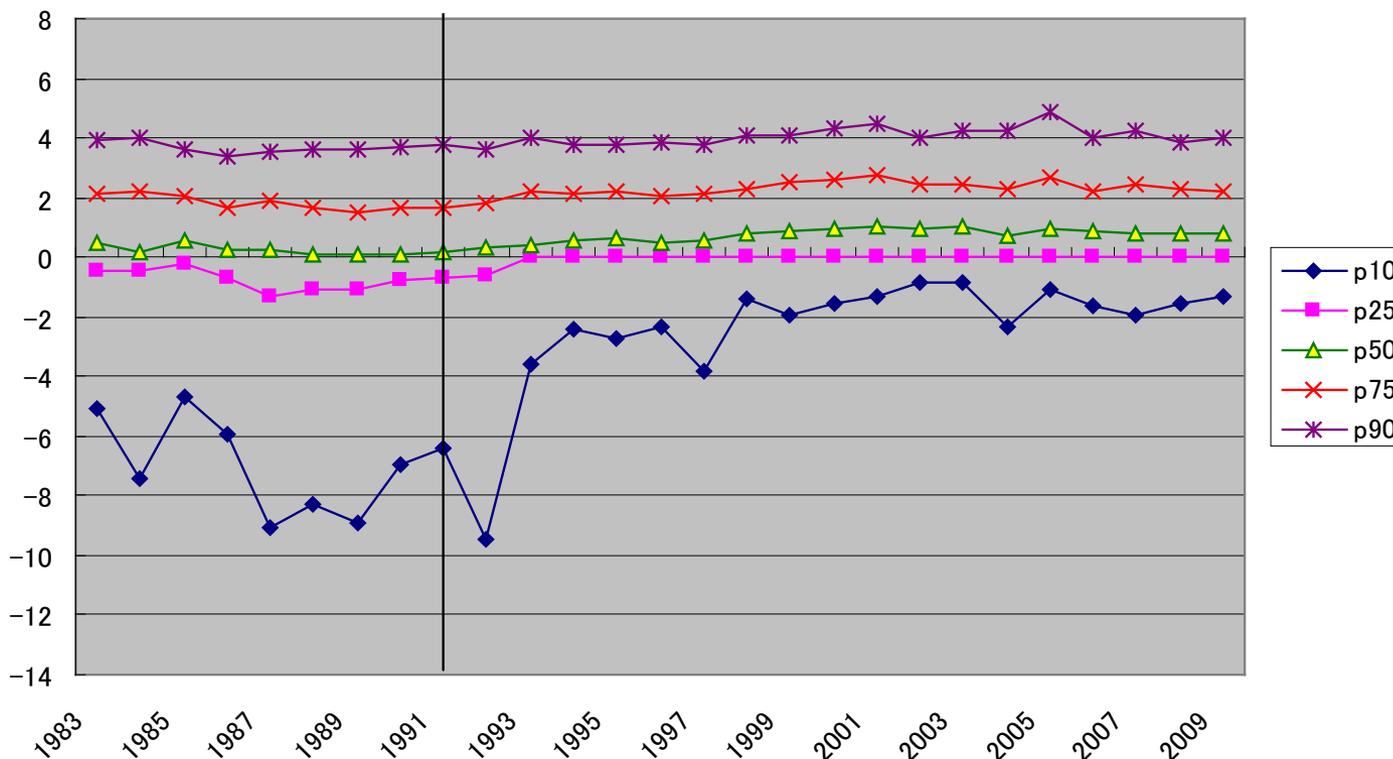
dfixedAの分布: 不動産業、全規模、縦線はFY1991



lfixedAの分布: 不動産業、v4=5、縦線はFY1991



lfixedAの分布: 不動産業、v4=8、縦線はFY1991



# llandでクラス分けしたdlandの分布と lfixedAでクラス分けしたdfixedAの分布、117

- 略: llandの高いグループほどdlandの分散が大きく、lfixedAの高いグループほどdfixedAの分散が大きい

# 1980年代後半期の「バブル」or「ブーム」の後 遺症としての「失われた20年」？

- 「不良債権」およびその「処理」の遅れ？
- 「過剰設備」？
- ？？