

# Behavioural Biases of Japanese Institutional Investors: Fund Management and Corporate Governance

早稲田大学 首藤 恵  
大和総研 俊野雅司

## < 報告要旨 >

わが国では、2000年代に入ってから、長期機関投資家のコーポレート・ガバナンスが注目を集めるようになった。これまでの調査結果（大村・首藤・増子、2001）によれば、年金基金を中心に、個人の代理人である機関投資家の受託者責任に関する認識と株主としての意識は高まっている。実際、厚生年金基金連合会など、一部年金基金は議決権行使を実施し始めた。だが、資産運用機関一般について、個人資産の受託者としての意識の向上と実際の株主行動との間のギャップは、いまだ大きいと考えられる。機関投資家といっても、ファンド・マネージメントの目的によって戦略は多様であり、投資家のタイプによって規制や制度は異なり、その影響を受けざるをえない。

本報告の目的は、2003年10-12月に実施した機関投資家向けアンケート調査から得られたデータを用いて、わが国機関投資家の意思決定における歪みを検出し、それとコーポレート・ガバナンス行動との関連を実証分析することである。われわれは、ファンド・マネージャーの意識と行動に関する52項目についてアンケート調査を実施し、78資産運用機関（信託・生保・投信・投資顧問）の61.5%にあたる48機関488人のファンド・マネージャーから回答を得た。1-6の数値による回答を求めている。（首藤・俊野、2004）

ガバナンス行動に影響を与える意思決定の歪みとして、以下の6つの仮説を立てて、関連する質問項目の回答について、機関投資家タイプ別およびファンド・タイプ別に、平均値の差の検定を行った。

ファンド・マネージメントへの制度制約と投資視野の歪み

H1：機関投資家の予測投資視野は、機関投資家のタイプによって異なる。

H2：機関投資家の予測投資視野は、ファンドの運用目的（年金・投信）によって異なる。  
情報処理の同質性によるハーディング

H3：機関投資家はトレンドに従いために、同質的行動あるいは群れ行動をとる。

H4：機関投資家は公開情報に影響され、同質的行動あるいは群れ行動をとる。

顧客の圧力に対するセルフ・マーケティング

H5：機関投資家は、顧客の要求にこたえるために短期的パフォーマンスを重視する。

H6：機関投資家は、顧客の圧力を緩和したり評判リスクを回避するために、必要以上にリスク回避的となる。

検定結果から、以下のファクト・ファインディングがえられた。機関投資家は、一般に短期バイアスをもつが、とくに保険会社は顕著である。機関投資家の意思決定は、トレンドに左右され、群れる傾向があり、とくに投信はそれが顕著である。年金基金のフ

ファンド・マネージャーは顧客と直接に対置しなくてはならないことから、とくに顧客の圧力に弱い。

以上から、日本の機関投資家のファンド・マネージャーの行動は、長期機関投資家に期待される投資先企業へのガバナンス行動と矛盾する歪みをもっており、意識と実際の行動のギャップは大きいとの結論を得た。(詳細は、Suto and Toshino(2004) を参照されたい)

主要引用文献：

Davis, E.P. and B. Steil(2001) *Institutional Investors*, The MIT Press.

Hansen, G.S. and C.W.Hill (1991) "Are institutional investors myopic? A time series study of four technology driven industries", *Strategic Management Journal*, Vol.12 No.1, pp.1-16.

Iihara, Y., H. Kato and T. Tokunaga (2001) "Investors' Herding on the Tokyo Stock Exchange", *International Review of Finance*, 2:1/2, pp.71-98

Kochhar, Rahul and Parthiban David (1996) "Institutional Investors and Firm Innovation: A Test of Competing Hypotheses" *Strategic Management Journal*, Vol.17, pp.73-84.

Lakonishok, J., A. Shleifer, and R.W. Vishny (1992) "The Impact of Institutional Trading on Stock Prices" *Journal of Finance*, 32, pp. 23-43.

Nofsinger, John R. and Richard W. Sias (1999) "Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors" *Journal of Finance*, Vol.54 No.6, pp.2263-2295.

Scharfsten, D. and J. Stein(1990) "Herd Behaviour and Investment", *American economic Review*, 80, pp.465-479.

Sias, Richard W. (2004) "Institutional Herding" *The Review of Financial Studies*, Vol.17 No.1, pp.165-206.

Sherman, Hugh, Sam Beldona and Maheshkumar P.Joshi(1998) "Institutional investor heterogeneity: implications for strategic decisions" *Corporate Governance*, Vol.6 No.3, pp.166-173.

Suto, Megumi and Masashi Toshino(2004) "Behavioural Biases of Japanese Institutional Investors; Fund management and Corporate Governance"早稲田大学ファイナンス総合研究所 *Working Paper*, WNIF-04-007(2004年7月)

大村敬一・首藤恵・増子信(2001)「機関投資家の役割とコーポレート・ガバナンス - 機関投資家によるコーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査の結果から - 」『フィナンシャル・レビュー』60号、pp.5-42.

首藤恵・俊野雅司(2004)「わが国機関家のアセット・マネジメントに関するアンケート調査 - 結果の概要」中央大学経済研究所 *Discussion Paper Series* No.57.

< 討論者コメント > 長崎大学・須齋正幸

本報告は日本の機関投資家に対して実施されたアンケート調査結果をもとに、日本の経済状況や制度的要因から惹起される機関投資家のファンドマネジャーの投資行動バイアスを実証的に明らかにすることを目的としている。またその投資行動バイアスが長期投資から短期投資へと投資戦略の転換の源泉となり、投資対象企業へのコーポレートガバナンスに本来果たすと期待される機関投資家の役割を減ずるといった状況を生み出していることが指摘されている。

投資行動におけるバイアスは、投資期間の短期化、群衆行動、そして過度なリスク回避行動に現れていることが実証的に示されている。これまでの研究の多くは、これらの事象を市場データを用いて実証的に研究している。しかし、本報告では日本の主要機関投資家に対してアンケート調査を実施し、十分な統計的処理が可能である 488 のサンプルを確保して、実証的に仮説を検証している。この取組はこの分野の研究手法としては先駆的なものと評価されよう。また、一般に認知されていた上記の投資行動バイアスを実証的に確認した成果も高く評価されるものである。

以上のような研究上の貢献を持つ本報告について、今後の研究方向も含めて以下のような点について質問いたします。

#### (1) 実証研究に用いた検定方法について

仮説の検定においては、全サンプルをファンドマネジャーの所属機関ごとにグルーピングし、個別の回答を点数化し、そのグループ間の平均値の差を t 検定量を用いて分析している。質問表を見ると回答が順序データであることが分かる。このような場合ノンパラメトリックな方法、たとえばウィルコックスンの順位和検定などの利用も考えられるが、この点について今後の方針などがあればお教え願いたい。

#### (2) 群衆行動について

群衆行動が、「投資家が相互の投資行動に依存しあって同じ期間、同じ投資行動にしたがう(あるいは同じ銘柄に投資する)」と定義できるとすると、本報告にある「トレンドにしたがうか」、および「政治的および経済的ニュースに影響を受けるか」という質問によって群衆行動をどのように説明しうるか、説明いただければ幸いです。

#### (3) 投資行動におけるバイアスについて

投資行動におけるバイアスを実証的に検証する場合、任意の投資戦略がバイアスにしたがっているかどうかを判断するための基準もしくはベンチマークを用いるほうがバイアスが明確に示されるように思います。たとえば本報告のリスク回避行動に関するバイアスでは所属機関によって設定されている範囲と実際の範囲の比較がなされており、バイアスの定義も明確です。今回のアンケートが国際的になされていることも踏まえて、この点について今後の研究方向等があればお教えください。

## 参考文献

Nofsinger, J.R., and R.W.Sias, "Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investor," *Journal of Finance*, Vol.54, 1999, pp.2263-2295

Scharfstein, D.S., and J.C.Stein, "Herd Behavior and Investment," *A.E.R.*, Vol.80, 1990, pp.465-479

Sias, R.W., "Institutional Herding," *Review of Financial Studies*, Vol.17, 2004, pp.165-206

### < 報告者リプライ >

#### ( 1 ) 実証研究に用いた検定方法について

ご指摘の通りである。今後、ノンパラメトリックな方法を用いて分析をすることを考えています。

( 2 ) 機関投資家が意思決定の際に誰もがアクセスでき類似の反応を取りやすい情報や、他の投資家の行動に依存して意思決定しているならば、類似した行動をとると考えられる。政治経済情報の重視は前者であり、トレンドに従うとは右に倣えの行動であり、ハーディングを引き起こす典型的な行動と考えてよいと思われます。

( 3 ) この研究のリスク回避バイアスは、アセット・マネージャーの主観的リスク回避度とマネージャーが制約されている実際のリスク回避度とのギャップととらえております。リスク回避バイアスを国際比較する場合に、何らかの客観的基準もしくはベンチマークを用いた方が望ましいという点は、同意いたします。しかし、何をベンチマークとするかはきわめて難しいと思ひます。今後の検討課題といたします。

以上