

Behavioural Biases of Institutional Investors under Pressure from Customers: Japan and Germany vs the US

早稲田大学 首藤 恵

《報告要旨》

本報告は、首藤を責任者とし Lukas Menkhoff および Daniela Beckmann (University of Hannover, Germany) を共同研究者とする研究プロジェクトの成果である。本報告の目的は、運用代理人である機関投資家の行動バイアス（投資視野の短期バイアス、ハーディング、リスク回避バイアス）とコーポレート・ガバナンス行動との関連に注目し、市場ベース型金融システムへの移行を進めつつある日本およびドイツと成熟した証券市場を有する米国システムのファンド・マネージャーの行動を比較分析することにある。

我々は、2003年4月-2004年2月の期間に、日本、ドイツ、米国における機関投資家のファンド・マネージャーに対して約50設問にわたる同一様式のアンケートを行い、日本488、ドイツ263、米国148のファンド・マネージャーから有効回答を得た。サンプルの特徴を概観すると、3カ国を通じて、約40-50%は年金運用、20-30%は投資信託運用に携わっており、平均株式投資比率は、日本58%、ドイツ71%、米国63%であった。

アンケート結果を用いて、以下の2段階の分析を行った。第1は、3つの行動バイアスに関連する回答について、各2カ国のグループ間の差の検定（t検定およびノンパラメトリック検定）を行った。第2は、3カ国のプーリング・データを用いて、ファンド・マネージャーのプロファイル（年齢、ジェンダー、ファンド・マネージャーの経験、会社の中のポジション）と行動バイアスとの関係について、多変量回帰分析（Probit および Logit モデル）を行った。

主要な実証分析の結果は以下の通りである。第1に、日本とドイツのファンド・マネージャーはいずれも、米国のファンド・マネージャーに比べて、投資視野が短期的でありより強いハーディングの傾向が観察された。第2に、日本のファンド・マネージャーは、ドイツと米国に比べて、短期バイアス、ハーディング、リスク回避バイアスのいずれについても顕著であった。第3に、個人プロファイルに関して、経験の長いファンド・マネージャーほどこれらの行動バイアスが小さいという、興味深い結果を得た。

第1と第3の結果は、市場ベース型システムの歴史の浅い日本とドイツの機関投資家行動の未熟さを反映していると解釈できる。第2と第3の結果は、金融自由が進展し機関投資家の資産運用の競争が高まる中で、日本のファンド・マネージャーが顧客からのプレッシャーや評判プレッシャーにとりわけ弱いことを示唆している。

わが国年金基金の受託機関は、株式市場の低迷と資産運用ビジネスの競争激化の中で、頻繁なパフォーマンス・チェックと評判リスクに直面していると思われる。株主行動が要請される一方で、観察された運用面での歪みは長期的な企業価値向上と矛盾している。わが国機関投資家のガバナンスの有効性を考えるならば、単に株主行動を注目するだけで十分ではない。資産運用産業の競争と企業組織のあり方にも注目すべきであろう。