

第2日午前 第1会場 共通論題報告要旨

証券投資と企業価値分析 世の中に機関投資家が存在する本当の理由

岩澤誠一郎（名古屋商科大学大学院）

伝統的ファイナンス理論では、長期のパッシブ運用が最も優れた運用手法であるとされており、これに対し、より優れたパフォーマンスを求める投資家が、高い手数料を払い、リスクをとってアクティブ運用を行うと見なされる。しかしこうした見方は、プロ投資家によるアクティブ運用の成果が、平均的には市場平均並みに過ぎないという事実を、上手く説明することができない。

現実の機関投資家は、「企業価値」やそのインプットとなる目先の予想収益に強いこだわりを持っている。ただ、そのことによって彼らの運用成果が向上している面がないわけではないにしても、それが非常に大きいというわけではない。一方で彼らの多くは、「バリュー株」や「低ボラティリティ株」など、長期的にパフォーマンスが良好であると良く知られているような個別銘柄を必ずしも選好せず、その逆の「グロース株」や「高ボラティリティ株」を選好する傾向を強く示している。

こうした彼らの行動は、その目的が、最終顧客からの信頼を勝ち得、それによって、運用するファンドの規模を安定的に極大化することにある、と考えると理解可能である。「企業価値」を真摯に探究する姿勢を示すことは、依然として、最終顧客に対するマーケティングの強い武器となるようだ。一方で、良く知られた「アノマリー」を活用するというのでは、顧客に対する訴求力が弱いことも容易に想像される。結局のところ、機関投資家が顧客に提示しているのは、「運用パフォーマンス」そのものというよりは、運用者たる自分に対する「信頼」と見ることができるだろう（Gennaioli et al. 2013）。こうした事態は明らかに「効率的」とは言えないが、その責任を機関投資家のみにも帰するのは間違いである。むしろ、最終顧客の多くが、「運用パフォーマンス」という「数字」よりは「信頼」という「感情」をより重要な意思決定のドライバーとしていることの反映であると言えるだろう。

かくして、機関投資家、特にアクティブ運用を行うプロ投資家が、社会において果たしている真の役割は、最終投資家に対する高い運用成果の提供、というよりは、彼らの「信頼」を勝ち得て、リスク回避的な彼らの運用資金を、リスク資産に誘導することにある、と論じることができるだろう。

一方このことは、こうしたプロ投資家の実情を理解する、一部の一般投資家にとってみると、プロ投資家の裏をかくことによって資金運用の成果を向上させることができる面が大きいことをも示唆している。実のところ、証券投資の運用パフォーマンスの向上に必要なのは、まずは市場のプレーヤーの行動分析であり、「企業価値」の分析は、あくまでその下位に属する一要素に過ぎないのである。