

## 資産運用業界と資本市場が 効率化するためには何が必要か？

アセットオーナーとしての洗練度の低い個人の存在感が今後も高まり続ける結果、資産運用業界ではパッシブ運用が拡大して競争が緩み、資本市場の効率性も低下することが予想される。個人の資産運用を支援する販売会社や仲介業者の役割が重要性を増す。

### ■ アセットオーナーとしての 機関投資家の優位性

現在の資産運用業界を見たとき、アセットオーナーとして個人の存在感が高まっていることは疑いない。現に企業年金では確定給付型（DB）から確定拠出型（DC）へと主軸が移りつつあるし、退職後のための金融資産の形成を個人に促進するための制度の活用も進みつつある。

資産運用は個人が行った方がよいのか、それとも1つのファンドにプールし、機関投資家が組織として運用した方がよいのかは、一概には答えが出せない問題である。しかし少なくとも、機関投資家には、個人に対して次のような優位性がある。

- 洗練度の高さ：専門性の高い、フルタイムの理事やスタッフが、情報と知識を持って意思決定を行える。
- 資産規模の大きさ：大手の機関投資家ほど様々な情報、投資手段、運用会社にアクセスできる。そこで得られる知識により、洗練度がさらに向上するというフィードバックが働く。また、交渉力も生まれるので、フィーの水準やカスタマイズへの要望を承諾させやすい。
- 投資ホライズンの長さ：凍結・閉鎖型の年金等を例外とすれば、機関投資家の投資ホライズンは個人よりも長いと考えてよいだろう。加入者が任意に拠出・引き出しができる積立制度のように、個人単位では投資ホライズンが短い場合であっても、資金がプールされれば長期運用の余地も生まれる。これにより、例えば低流動性資産へ投資することも正当化される。

実際、大手の洗練された機関投資家が選ぶアセットマネジャーないし商品は、リテール投資家の選ぶそれをアウトパフォームすることを示唆する研究がいくつか存在するし、均衡においてそうした状況をもたらされることを示す理論モデルも提示されている。社会全体、ないし特定の集団の中で共有できる運用目標があるのなら、資金をプールして組織で運用することに利点があるのは間違いない。

これに対して、個人で運用する方が優れている点はあるだろうか。確かに、大手の機関投資家にとっては意味のないようなキャパシティの小さな収益機会も存在し、個人の資産規模ならばそれに参加できる場合がある。しかしそのような機会を継続的に発掘し、長期的に成功できるような個人は例外的だろう。また、機関投資家の場合に必要な合意形成のプロセスを踏むことなく、直感に従った投資が機動的にできるので、個人の方が優れているという見方もあるかもしれない。しかしそれは、ガバナンスやリスク管理等のプロセスが脆弱な機関投資家と比較したときの話である。組織能力の高い機関投資家ならば、成果には再現性があり、長期に優れた結果を残せるだろう。

個人の利点は、資産運用そのものというよりも、むしろ自身の目標（「ゴール」）に応じた投資プログラムを作れることの方にある。リスク許容度や支出ニーズは多様で、しかも変化し得るのならば、個人が自らの状況やその見通しに合わせて投資判断する方が、社会全体で見ても厚生は高まるだろう。アーリー・リタイアメント、将来の起業資金、住宅購入、子弟の教育費の支払いのために資産運用をしたいというのなら、個人で投資プログラムを構築して対応すればよい。それらを諦めたり遅らせ

## NOTE

- 1) このような見方については「ヘッジファンドのアクティブ投資戦略：効率的に非効率な市場」、ラッセ・ヘジェ・ペデルセン著、内山、角間、浦壁訳、金融財政事情研究会、2019年 (L. Pedersen, 'Efficiently Inefficient', Princeton University Press, 2015) を参照。
- 2) このようなモデルはN. Gârleanu and L. Pedersen [2018], 'Efficiently Inefficient Markets for Assets and Asset Management', *Journal of Finance*, Vol.73, issue 5による。
- 3) このためには、例えば「誤解だらけのアセットアロケーション：実務家のためのガイド」、ウィリアム・キンロー、

マーク・クリッツマン、デービッド・ターキンソン著、角間、浦壁訳、東洋経済新報社、2020年 (W. Kinlaw, M. Kritzman, and D. Turkington, 'A Practitioner's Guide to Asset Allocation', John Wiley & Sons, 2017) および「アクティブ運用とマネジャー評価」(浅野幸弘監修、日本経済新聞出版社、2007年) が参考になる。

たりするリスクをどの程度許容できるかは個人によって異なるからである。また、個人の状況変化に対しても、プログラムを組み直して柔軟に対応できる方がよい。

## 資産運用業界の競争の緩和と 資本市場の効率性低下

アセットオーナーとして個人の存在感が高まったときに、何が生じるだろうか？

まず、アセットオーナー（個人および機関投資家）とアセットマネジャー（資産運用業界）との関係において予想されるのが、パッシブ運用の増加である。資産運用業界にはスキルのあるアセットマネジャーや優れた商品は存在しているが、個人は機関投資家に比べて情報劣位にあるため、それらを特定できないからである。よく知られているように、ランダムにアクティブファンドを選べば、平均的にはコスト分だけパッシブに負けることになる。したがって、情報がなければパッシブファンドを選ぶ方が合理的となる。またここで、依然としてランダムにアクティブファンドを選ぶ個人も一定数いるのなら、スキルのないアセットマネジャーを存続させ、業界の競争に緩みが生じることにもなる。

さらに、アセットマネジャーとその投資先となる資本市場との関係において予想されるのが、市場の効率性の低下である。資本市場は完全に効率的ではないが、どの程度の非効率性があるかは効率的に決まっている<sup>1)</sup>。すなわち、投資対象の情報を集めるコストやアクティブに運用するリスクに見合う程度の非効率性が、資本市場には存在しているのである。パッシブ運用の増加により、アセットマネジャーが全体としてアクティブな収益機会の発掘をしなくなれば、資本市場の非効率性が高まる

ことになる。このことは、スキルのあるアセットマネジャーに収益機会をもたらす、そのようなマネジャーにアクセスできる機関投資家にとっての収益機会を増大させることにもなるだろう。

以上を敷衍すれば、洗練度の高い投資家がどのくらい存在するかが、アセットマネジャー間の競争状況を定めるし、資本市場の効率性の程度を決める。資本市場の効率性と資産運用業界の競争状況、アセットオーナーの洗練度は密接にリンクしていると理解できるのである<sup>2)</sup>。

したがって、今後もアセットオーナーとして個人の存在感が高まり続けることを所与とすれば、個人にとってよりよい意思決定が可能となるような状況を作ることが、資産運用業界にとっても、資本市場にとっても必要である。そうでなければ、個人と機関投資家との能力差が開き、個人が資産運用業界から退出する状況にも陥りかねない。

販売会社や仲介業者が担う、情報を集めて個人の意思決定を支援する機能は極めて重要であるといえる。業者の支援の下、個人がよりよい投資経験を得ようと努力する<sup>3)</sup>ことで、資産運用業界の競争が促され、資本市場の効率性が改善するという好循環が生まれることを期待したい。

## Writer's Profile



浦壁 厚郎 Atsuo Urakabe

金融イノベーション研究部  
上級研究員  
専門は資産運用  
focus@nri.co.jp