

## 科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 28 年 6 月 10 日現在

機関番号：12613

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2013～2015

課題番号：25380390

研究課題名(和文) 投資信託における投資家バイアスの分析

研究課題名(英文) Investigation of investor biases in the mutual funds

研究代表者

伊藤 彰敏 (ITO, Akitoshi)

一橋大学・大学院国際企業戦略研究科・教授

研究者番号：80307371

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,500,000円

研究成果の概要(和文)：本研究の目的は、投資信託ファンドの株式銘柄構成・パフォーマンスについて、投資対象企業とファンドの属する金融グループとのビジネス上の関係がどのような影響を及ぼしているかを実証的に解明することにある。分析結果によれば、投資対象企業とファンドの金融グループとのビジネス上の関係は、特に影響を及ぼしていないという結果になった。他方、新規上場(IPO)に絞って分析すると、メインバンクの属する金融グループが主幹事を務めるIPOの場合、利害の対立仮説(質の悪い貸付先企業を上場させ、信用リスクを抑制する)に整合的であり、またIPO銘柄のグループ傘下の投信ファンドへの配分は非常に慎重であることが判明した。

研究成果の概要(英文)：The purpose of this study is to examine whether the relationship between the target company held by the mutual fund and the financial group having the mutual fund affects portfolio holdings and performance of the mutual fund. Our primary findings indicate that there is no systematic relationship between fund holdings and financial group membership. However, when we focus on the IPO firms, several interesting findings emerge. Regarding underwriting of IPO stocks, our empirical results are consistent with the conflict of interest hypothesis - main banks in financial group use their private information obtained from previous lending relations to underwrite low-quality IPOs. As for allocation of IPO stocks, when the conflicts of interests are concerned, financial groups are extremely careful not to allocate IPO stocks to mutual funds, possibly fearing the government's intervention.

研究分野：実証ファイナンス

キーワード：投資信託 金融グループ IPO メインバンク

## 1. 研究開始当初の背景

(1) 機関投資家がポートフォリオを構成する場合、一定の偏向的な特徴があることは先行研究でよく知られている (Gompers and Metrick (2001)、Kang and Stulz (1997))。近年、そうした機関投資家のバイアスの一因として、投資ファンド運用会社の属する金融グループが投資対象企業との間に有する何らかのビジネス上の関係に着目した分析が行われてきている (Ritter and Zhang (2007)、Massa and Rehman (2008))。

本研究では、我が国の投資信託ファンドに焦点を絞り、投資対象企業との何らかのビジネス上の関係がファンドのポートフォリオ構成・投資パフォーマンスに及ぼす影響を詳細に分析することで、機関投資家のバイアス要因に新たな知見をもたらすことを目指す。

(2) 機関投資家の中で投資信託に着目する理由は、第一に、ファンド単位で銘柄保有状況が定期的に開示されていることである。第二に、我が国では投資信託運用会社の多くが、投資銀行・商業銀行を構成員に含む包括的な金融グループに属していることである。その場合、投資信託運用会社の属する金融グループと投資対象企業とのビジネス上の関係については、金融グループ会社が引受業務で主幹事を務めたり、投資対象企業と貸付関係が存在するなど多様な形態を取り得るため、様々な角度からの分析が可能となる。

(3) 研究代表者は、これまで外国人・金融機関など投資家主体別の株式保有が企業価値に与える影響の分析、投資家主体ごとの株式ポートフォリオに観測されるバイアスの分析を行ってきた (Hiraki and Ito (2009))。特に投資家主体ごとの株式ポートフォリオの分析では、機関投資家 (おもに信託銀行) と投資対象企業との系列関係が、救済・株価維持目的の投資バイアスを生み出す可能性について実証的に検討した。しかし公開データの制約のため、これらの投資家主体別データは、同一カテゴリに属する多くの個別投資家主体の集計値でしかなく、個々の投資家主体 (例えばファンド単位) にまで遡及してポートフォリオ構成におけるバイアス要因を解明することはできなかった。

本研究では、開示情報に基づき投資信託ファンドの株式保有状況に関する詳細なデータベースを入手・整備し、バイアス要因のより精緻な検証を試みる。また我が国では、投資信託運用会社の多くがより包括的な金融グループに属しており、投資対象企業との間接的なビジネス上の関係についても多岐にわたって計測可能である。

## 2. 研究の目的

本研究の目的は、機関投資家の一つである投資信託ファンドの株式ポートフォリオ構成に関して、ファンドの投資対象企業とファンドの属する金融グループとの間のビジネス上の関係 (主幹事を務めるなど) がどのような影響を及ぼしているかを実証的に解明することである。

この研究目的のために、第一に、個別ファンドの株式ポートフォリオ構成を市場インデックスなどのベンチマークと比較することで、ビジネス上の関係が銘柄選択・ファンドの投資パフォーマンスに与える影響について分析する。第二に、投資対象企業との間にビジネス上の関係が生じた前と後で、ファンドのその企業に対する保有割合・投資パフォーマンスがどう変化したかをイベント・スタディーの手法を用いて分析する。

## 3. 研究の方法

(1) 機関投資家の投資家バイアスや、機関投資家のエイジェンシー問題、米国を中心とした投資信託のポートフォリオ構成・パフォーマンスに関する先行研究を徹底的にレビューし、検証可能な仮説群を構築するとともに、適切な分析メソッドロジーを確立する。投資信託ファンドが属する金融グループと投資対象企業とのビジネス上の関係を測定するためのメジャメントについて検討する。

金融グループが証券会社を中心とするのか、大規模な商業銀行 (メガバンク) を中心とするのか、あるいは生保などを中心とするのかによって、取り得るビジネス上の関係は異なるので、ビジネス上の関係の類型化と強度の測定を詳細に検討する。また特定の投資目的 (スタイル) のファンドに絞り込んだ上で、ビジネス関係を測定するメジャメントと投資信託ファンドのポートフォリオ構成との関係についてパイロット・スタディーを行う。さらにパイロット・スタディーの結果に基づいて、ビジネス関係のメジャメントを精緻化する。

(2) 投資信託の各ファンドについて、直近 (2012年) までの過去10年間における四半期ごとのポートフォリオ組み入れ銘柄に関するデータベースを構築する。また既に保有する投資信託ファンド別の月次資金流入出額や純資産額 (net asset value) に基づく月次リターンに関するデータとの接合を行う。あわせてファンド単位、投資信託運用会社単位、金融グループ単位をベースとした基本統計値を算出し、仮説検定のための予備的分析を実施する。

(3) 第一プロジェクトでは、個別ファンドの株式ポートフォリオ構成をベンチマーク

と比較することで、ビジネス上の関係がファンドのポートフォリオ構成・投資パフォーマンスに与える影響について分析する。具体的には、ビジネス上の関係の種類・強さが、ファンドのポートフォリオ構成に何らかのバイアスを生じさせているかを検証する。またビジネス上の関係がポートフォリオ構成に相対的に大きな影響を与えると推定されたファンドとそうではないファンドとの間で、投資パフォーマンスにどのような差が生じるかを検証する。

(4) 第二プロジェクトでは、投資対象企業との間にビジネス上の関係を生じさせるイベントの前と後で、ファンドのその企業に対する保有割合・投資パフォーマンスがどう変化したかをイベント・スタディーの手法を用いて分析する。イベントの例としては、ファンドと同じ金融グループのメンバー証券会社が投資対象企業の資金調達で主幹事として関与したり、同じ金融グループ内の銀行が投資対象企業に対する大規模な新規ローンの契約を発表した場合などである。これら二つのプロジェクトを通して、投資信託ファンドにおいて、投資対象企業とのビジネス上の関係がもたらすポートフォリオ構成上のバイアスが、ビジネス上の関係から得られる内部情報に基づくのか、単なる親しみ (familiarity) の結果なのか、あるいは株価維持のような救済目的なのかについて詳細に検証していく。

#### 4. 研究成果

(1) 本研究の目的は、投資信託ファンドの株式銘柄構成・パフォーマンスについて、投資対象企業とファンドの属する金融グループとのビジネス上の関係がどのような影響を及ぼしているかを実証的に解明することである。ビジネス上の関係が投資信託ファンドの株式ポートフォリオ構成に与える影響であるが、実証分析結果によれば、投資対象企業とファンドの金融グループとのビジネス上の関係は、特に影響を及ぼしていないという結果になった。

(2) そこでより特定化されたビジネス上の関係を抽出することとし、新規上場 (IPO) の主幹事を務めた金融グループ内の資産運用会社に、引き受けた IPO 銘柄がどのように配分されているかという事象に絞って分析することとした。そこでメインバンクの属する金融グループが主幹事を務める IPO の場合、利害の対立仮説 (質の悪い貸付先企業を上場させ、信用リスクを抑制する) あるいはメインバンクによる情報生産機能により高品質な IPO が選択されるという保証効果仮説を検証した。分析結果によれば、メインバンクの属する金融グループによる主幹事の場合、

その IPO 銘柄は短期的には過少値付けの程度が大きく、長期的には株価パフォーマンスが好ましくないことが判明した。これらの結果は、メインバンクとその金融グループによる利害の対立仮説と整合的である。またメインバンクは、IPO 後、IPO 企業への貸付額の伸びを抑制する傾向のあることも確認され、利害の対立仮説とさらに整合的な分析結果が得られた。

(3) IPO 銘柄の投信ファンドへの配分について分析を行った。金融グループが主幹事として引き受けた IPO 銘柄を、同じグループ傘下の投信ファンドにどのように配分しているかを分析したところ、金融グループは、傘下の投信ファンドにはほとんど IPO 銘柄を配分していないことが判明した (表 1)。こうした行動は、監督官庁の制裁措置を恐れて極端に自グループ引受の IPO 配分を避けているものと推測する。また大規模な IPO に限り、自グループと他グループの双方に IPO 銘柄を配分する傾向にあることも判明した。これらの結果は、ファンドのパフォーマンス向上に積極的に IPO 銘柄の配分を活用するとする米国の結果と大きく異なり、今後の精査が望まれる。

表 1. カテゴリー別 IPO 数

Year	Total
Panel A: full IPO sample and IPOs with lending relation by year.	
All IPOs	977
IPOs with lending relation	320
% of IPOs with lending relation	32.75
Panel B: IPOs underwritten by financial groups by year.	
Und_MB	27
Und_CB	67
Und_IB	226
Panel C: IPOs with lending relations are all located to mutual funds.	
Full sample	
Und_MB	11
	Affiliated funds only
	0
	Unaffiliated funds only
	11
	Both
	0
Und_CB	36
	Affiliated funds only
	1
	Unaffiliated funds only
	30
	Both
	5
Und_IB	110
	Affiliated funds only
	3
	Unaffiliated funds only
	89
	Both
	18

(4) 追加的な分析結果として、メインバンクではないが貸付関係のある銀行の属する金融グループが IPO 主幹事となる場合、過少値付けの程度が低く、また IPO 銘柄の長期株価パフォーマンスも良好であることが示された。これらの結果は、メインバンクではない限り、そのような 2 番手銀行にとっては良質な IPO 銘柄の引受によって一種の保証効果を期待できるとの仮説と整合的である。

## <参考文献>

Gompers, P.A., and A. Metrick, 2001. "Institutional Investors and Equity Prices." *Quarterly Journal of Economics*, p229-259.

Hiraki, T., and A. Ito, 2009. "Investor Biases in Japan: Another Pathology of Keiretsu." *Pacific-Basin Finance Journal* Vol.17, p100-124.

Kang, J.-K., and R. Stulz, 1997. "Why is There a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan." *Journal of Financial Economics* 46, p3-28.

Massa, M., and Z. Rehman, 2008, "Information Flows within Financial Conglomerates: Evidence from the Banks-Mutual Fund Relationship." *Journal of Financial Economics* 89, p288-306.

Ritter, J. R., and D. Zhang, 2007, "Affiliated Mutual Funds and the Allocation of Initial Public Offerings." *Journal of Financial Economics* 86, p337-368.

## 5 . 主な発表論文等

〔学会発表〕(計 1 件)

伊藤彰敏、平木多賀人、Ming Liu、本多俊毅  
How Do Financial Conglomerates Determine Underwriting and Allocation of IPOs?  
日本ファイナンス学会、横浜国立大学(神奈川県・横浜市) 2016年5月21日

## 6 . 研究組織

### (1)研究代表者

伊藤彰敏 (ITO, Akitoshi)  
一橋大学・大学院国際企業戦略研究科・教授

研究者番号： 80307371