

資産運用会社の「深層の運用能力」

株式運用を例に長期の運用能力の源泉を探る

堀江貞之



CONTENTS

資産運用の長期競争力の源泉は何か
 情報処理プロセスとしての株式運用
 「深層の株式運用能力」仮説
 さらに多くの研究分野の成果を活用して

要約

- 1 資産運用会社の長期的な運用能力は、定量評価と定性評価を組み合わせた方法によって評価されてきたが、その評価方法には将来の予測能力の観点から、改善すべき点が多いと指摘されている。
- 2 本稿では、東京大学の藤本隆宏教授が自動車産業の国際競争力比較で用いた技術・生産管理論からヒントを得、一方で近年のファイナンス研究と資産運用の情報処理プロセスとしての特徴分析を組み合わせることで、従来の評価方法の概念にとらわれない、新しい評価方法の可能性を探る試みを行った。
- 3 その結果、長期の運用能力を決定づけるのは、「運用成績に関する情報や、売買判断を行ううえで収集されたさまざまな情報を、売買判断などの資産運用活動の改善に活かすフィードバックの品質」という、運用組織としての情報処理方法の品質であろうとの一定の結論を得た。
- 4 限られた経営資源の中で、自分の強みを活かす資源配分と組織能力の向上を実現していくことが、資産運用会社のマネジメントにとって重要な経営課題となる。

資産運用の長期競争力の 源泉は何か

長年にわたって低金利が続き、2005年4月にペイオフが全面解禁された日本では、金融資産を貯蓄するという発想から、ある程度のリスクをとり、資産運用によって殖やすという発想へと転換する大きな流れがあるように思われる。高齢者だけでなく、老後資金の運用を委託された年金基金や、資金運用難に悩む金融機関などでも、資産運用へのニーズが高まっている。顧客に代わって資産運用を行うことの多い資産運用会社の運用能力を見極めることは、個人投資家だけでなく、年金基金や金融機関などの機関投資家にとっても、保有資金を殖やすうえで重要である。

資産運用会社の運用能力（すなわち、将来期待する運用成績）を推測する調査研究は、長年にわたりファイナンス分野の主要な研究テーマの1つになってきた。過去の運用成績には測定誤差が大きく、それだけでは将来の運用成績の予測にはあまり役に立たないことが、研究を通じてよく知られている。

また、過去の運用成績の予測データとしての不十分さを補うため、資産運用会社の人材、運用組織、運用プロセスといった内容をチェックする定性評価の重要性も指摘されている。しかし、客観的な評価基準が確立されていない点や、実証データがあまり公開されておらず、将来の運用成績と定性評価の間の因果関係が不明確な点が、欠点としてあげられている。

東京大学の藤本隆宏教授は、自動車産業について、企業の長期的な競争力を評価するうえで重要となるのは、利益や売上高といった

「表層の競争力」ではなく、直接観察できないが、生産や製品開発の現場の質（藤本教授は組織能力と呼ぶ）を表す「深層の競争力」だと指摘した（『能力構築競争 日本の自動車産業はなぜ強いのか』中公新書、2003年）。生産現場のものづくりの組織能力が、長期的には表層の競争力である利益や収益性を決定づけると考えているのである。

ここでは藤本教授の考え方にヒントを得、過去の運用成績のような表層の競争力ではなく、将来の高い運用成績を獲得するうえで重要な「深層の競争力」に該当する、資産運用会社の現場の運用能力を規定するものは何かを探してみたい。資産運用を1つの情報処理プロセスと見る立場をとり、情報処理能力を高めることが、運用能力を高めることにつながるという仮説をもって臨む。

本稿では、以下の順で分析を進める。

株式運用を例にとり、資産運用の実際の活動内容を情報処理プロセスと捉えた見方で整理を行う。

情報処理の方法をパターン化し、意思決定としての特徴を明確にする。

近年のファイナンス理論から導かれた運用能力の分解方法に着目し、深層の運用能力に相当する指標について考察する。

深層の運用能力の背後に隠れていて、運用会社の組織能力に関係する、組織が持つべき特徴を特定する。

残された課題を整理する。

情報処理プロセスとしての 株式運用

資産運用を情報処理プロセスとして見た場

合の特徴を捉え、運用能力を高めるための知識を得るには、資産運用の活動内容をより詳細に知る必要がある。ここでは、資産運用の中でもオーソドックスな運用プロセスとして、個別銘柄の企業評価をベースに、ボトムアップ（国籍や業種にとらわれず、有望銘柄を組み合わせる手法）で株式ポートフォリオ運用を行うケースを取り上げることにする。

1 株式運用の活動内容

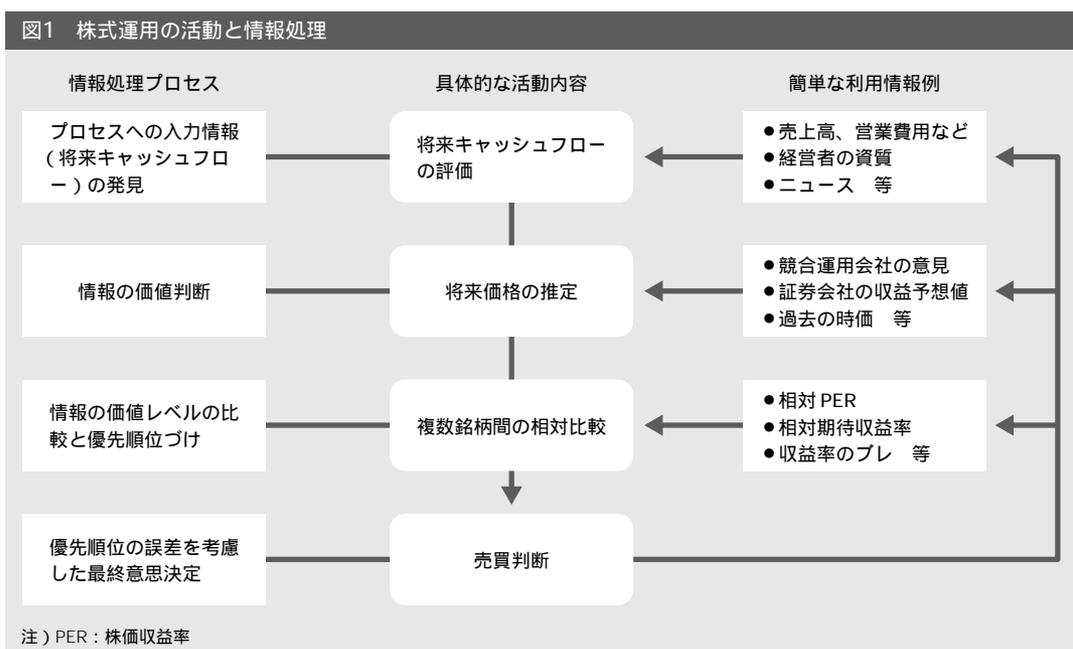
野村総合研究所（NRI）は、東京大学ものづくり経営研究センターと共同で、資産運用会社3社の協力のもと、文献調査、インタビュー、運用現場への見学をベースに、資産運用会社の深層の競争力（運用能力）を探る研究を行った。

インタビューを行った範囲内では、どの資産運用会社も活動内容を「企業のファンダメンタル（業績数値などの基礎的要素）を分析して将来の利益予想を行ったうえで、株価を予測し、分散投資を考慮してポートフォリオ構築を行う」と述べていたため、活動内容の

詳細な分解はあまりできず、その内容にも大きな差はないように思われた。しかし、現場の見学などを通じてつづさにその活動内容を分析してみると、資産運用会社の活動内容とそれに対応する情報処理には大きな差が見られた。

違いは、図1のように大きく4つの活動とそれに対応する情報処理にまとめることができる。

活動内容としては、まず、個別企業評価のため、企業から生み出される将来キャッシュフローを推定する。次に、キャッシュフロー推定値と他の投資家の意見などを参考に、企業の将来株価を予測する。さらに、投資可能な多数の企業の間で、個別企業で行ったキャッシュフロー推定と将来株価予測をもとに相対比較を行う。最後に、その相対比較の結果を用いて、投資する企業（群）を決定する。また、時間の経過とともに、すでに投資している企業（銘柄）より有利な投資対象が存在しないかどうかを前の活動にさかのぼって確認し、より高いリターンを獲得できる企業と



の入れ替えを常に実施していく。

株価に影響を与える情報が日々刻々変化するため、情報を常に活動にフィードバックしていく、このような「情報処理プロセス」が重要となる。以下、具体的な活動内容を確認していこう。

(1) 将来キャッシュフローの評価

株式運用プロセスの活動内容は多岐にわたると考えられるが、投資対象に全く流動性が存在しない(売却不能)と仮定すると、活動内容を理解しやすい。流動性が存在しない場合、株式運用で最も重要と考えられるのは、投資対象から生み出される将来キャッシュフロー(営業利益や投資先からの受取配当など)の評価である。転売ができないため、投資額に対していくらのキャッシュフローを見込むことができるか、という点が唯一の評価基準となるからである。

この原理に着目して企業評価を行う方法をファンダメンタル分析と呼んでいる。1人が分析できる企業数と分析範囲には限界があるため、一般的には大きな資産運用会社ほどキャッシュフロー評価ができる企業数を増やすことができると考えてよい。

情報処理の観点から捉えると、この活動は、「投資対象から生み出されるキャッシュフローの大きさ、という情報処理プロセスへの入力情報を発見すること」といえる。

(2) 将来価格の推定

しかし、投資対象の多くは、取引所で自由に売買され、高い流動性を持っている。投資対象に流動性がある場合には、別の評価基準が必要になる。それが将来価格(株価)の推

定である。

投資対象を将来時点で他の投資家に転売できるとすると、キャッシュフローからだけでなく、購入した以上の価格により市場で売却することによる売却益も投資収益の構成要素となる。したがって、将来価格の予測が投資に必要なことになる。

市場でついている価格(時価)は、市場参加者それぞれが知っている情報をもとに成立した値段である。その価格予測には、他の投資家の保有情報や予測価格、売買する際の投資家の将来への期待、それらが時価にどの程度織り込まれているのかの推測、といった市場参加者の既知情報や期待の評価が不可欠になる。

資産運用会社や投資家の中には、キャッシュフロー評価値は一般に入手可能な、証券会社のアナリストが作成した値を使って、将来価格の推定だけを自社で行い、差別化を図るところも多い。

情報処理の観点から捉えると、この活動は「前のステップで得た情報の価値レベルを判断すること」といえる。

(3) 複数銘柄間の相対比較

高い収益を獲得するには、できる限り選択の幅を広くして、収益の高い投資対象を見つけることが重要になる。したがって、多数の投資対象候補から、できる限り有利な投資対象を選択することが必要であり、個別銘柄間の相対評価を行うことが不可欠となる。

情報処理の観点から捉えると、この活動は、「複数の入力情報の価値レベルを比較し、優先順位をつけること」といえる。

(4) 売買の判断

これは優先順位づけの結果に対して、そこに含まれる誤差の大きさなどを考慮し、どの範囲までの株式を保有するかの最終決定を下すことである。実際の銘柄売買では、執行コストなどポートフォリオ構築上注意すべき点を忘れてはならないが、複数銘柄間の優先順位の結果を売買に反映させることが活動の中心になる。

情報処理の観点から捉えると、この活動は「前のステップで得た優先順位に含まれる誤差を考慮して、売買という最終意思決定をすること」といえる。

次に、実際の資産運用会社の具体事例を参考に、この4つの活動内容を情報処理プロセスと考えた場合の特徴を確認していく。

2 情報処理プロセスとしての特徴

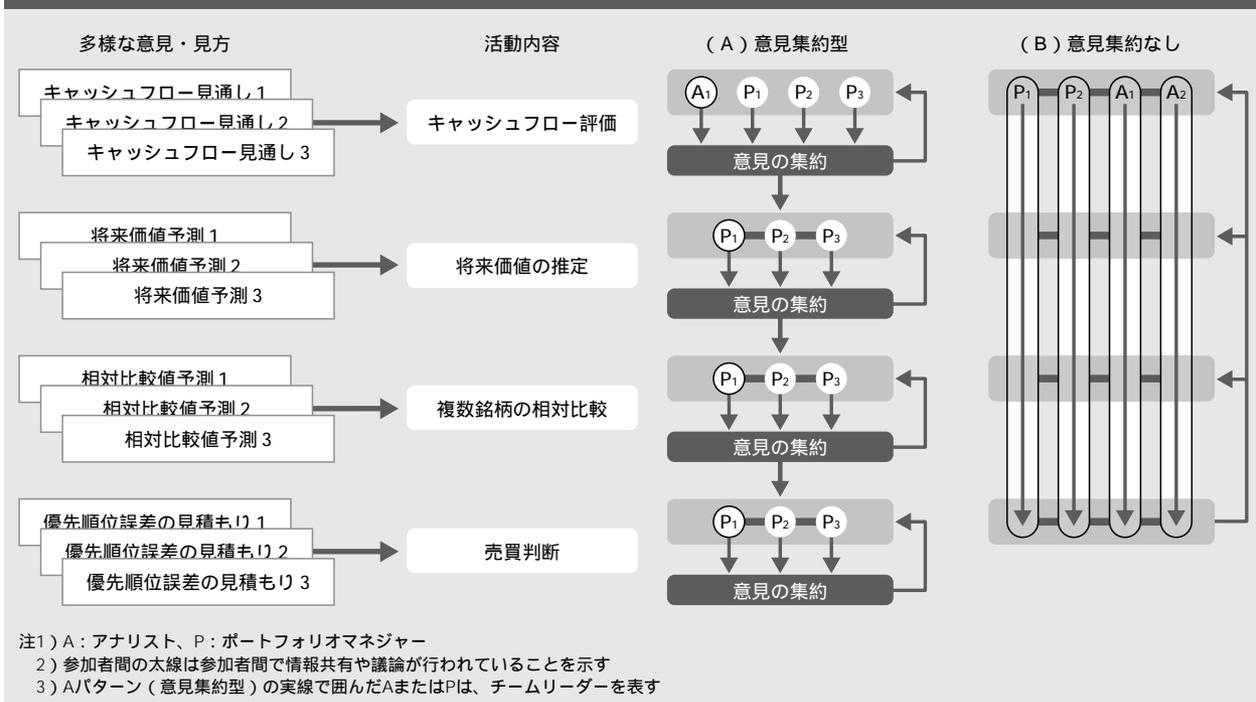
株式運用のように、不完全な情報をもとに正しい判断を行うためには、多くの選択肢が

必要であり、その選択肢があって初めて何が問題なのかについて正しい洞察を得ることができる。正しい判断を行うために選択肢を増やすには、「多様な意見を意思決定に取り込むこと」が重要である。

一方で、不確実性が高い情報を扱うため、複数の考え方を少数に集約することで、情報処理プロセスの信頼性を高めることができる。この情報処理は、「意見を集約する」という行動で表される場合が多い。また、対立する意見をそのままにしておくと、活動が進むほど処理すべき情報量が膨大になり、意思決定に支障を来すことも考えられる。意見を集約することには、情報処理プロセスの複雑化を防ぐ効果もあると考えられる。

図2は情報処理の観点から見た、株式運用プロセスのパターンを2種類（AパターンとBパターン）示したものである。実際にはより多様なパターンが存在するが、情報処理の方法をわかりやすく説明するためにあえて簡

図2 情報処理のパターン例



略化している。

Aパターンは、4つの活動ごとに複数人でチームが構成され、チーム内の参加者が意見交換を実施して、活動ごとに意見を集約し、次の活動に移るといった情報処理を行っている。Bパターンは、各参加者が4つの活動を別々に進めていき、チームはつくりださず意見集約も行わない。また、運用資金をいくつかのサブポートフォリオに分け、参加者全員がすべての活動に関与して、各人が意思決定に責任を持つ。

以下では、両パターンの情報処理プロセスとしてのさまざまな特徴を述べてみたい。

(1) 参加者の情報処理プロセス上の役割

図2には、アナリスト、ポートフォリオマネージャーという2種類の役割のチーム参加者が存在する。資産運用会社ごとにその役割は異なるが、多くの資産運用会社によく見られる一般的なAパターンでは、アナリストは主としてキャッシュフロー評価を担当し、ポートフォリオマネージャーがそれ以外の3つの活動を主に行っている。複数の参加者は、各活動で情報を共有しながら、多様な意見の提示や集約を行い、最終的な売買判断を行うのである。

(2) 意見集約のパターン

図2のAパターンとBパターンの情報処理上の大きな違いは、各活動で意見集約が行われているか否かにある。左側のAパターンは、4つの活動それぞれの段階で意見を集約してから、次の活動に移る形態、右側のBパターンは意見を集約せず、そのまま次の活動に移動する形態である。

意見集約の具体例として、レーティングと呼ばれる相対評価を行う手法がある。たとえば、複数銘柄の相対比較を行って、期待リターンの高い順に銘柄をランキングする。そして、ランキングの順序に従って5つのグループに分け、最もランキングの高いグループに「5」という評価を付与し、購入候補とするようなケースである。レーティングのような形式で意見集約を行う場合には、委員会などのチームを編成し、チーム内で議論をしながら1つの意見に集約するケースもよく見られる。

しかし、図2右側のBパターンでは、意見の集約は行われていない。もちろん、他の意思決定者が持つ前提条件と見直し、予測に関してお互いが議論を述べ合っている。しかし、各活動レベルでレーティングのようにチームとして1つの意見に集約することは、情報の精度を向上させるよりも、異なる相場環境のもとで銘柄に対する見方を狭め、かえって資産運用の自由度を狭めるリスクの方が大きいとの判断から、そのようなことは行っていない。

(3) 責任の所在を明確化する

情報処理の観点から見た意見集約の是非は、別の角度からも確認すべきである。たとえば、意見集約を行った場合に見られる情報処理上の弊害として、責任の所在が不明確になる点を指摘できる。

株式運用は、「売買」という最終的な1つの意思決定を行うための情報処理プロセスである。他の参加者の持つ情報を活用するにしろ、参加者全員がすべての活動に関与し、最終的な売買判断を行っているBパターンの場

合は、参加者全員に対して運用成績の責任の範囲を明確化できる。

一方、Aパターンの場合、売買判断を行う人とは別の人の責任のもとに、活動ごとの意見集約が行われる可能性がある。その場合、売買判断を行った人に運用成績の全責任を帰属させることができず、責任の所在が不明確になる恐れがある。

(4) 意思決定のフィードバックの問題

意見集約した場合、どこに責任の所在があるかが明確にならない可能性があるため、運用成績という意思決定の結果を各活動の改善に結びつけるフィードバックが存在しなくなる、もしくはフィードバックを利かせにくくなるという弊害も生じる。

情報のフィードバックのかけにくさは、情報の不確実性も伴い、資産運用に固有の重要な情報処理上の特徴であり、運用能力に大きな影響を及ぼす要因と考えられる。フィードバックがうまく行われなければ、活動内容が改善せず、予測精度が向上しないからである。フィードバック改善の方策については、第 4 章で詳述したい。

(5) 多様な意見を取り込む工夫

Bパターンは、多様な意見をポートフォリオに取り込む点で、さまざまな工夫を行っている。

たとえば、運用資金をいくつかのサブポートフォリオに分け、複数の意思決定者を置き、個々の意思決定者全員をすべての活動に関与させている。そのうえで、それぞれの見通し、予測に従って「売買」という意思決定を個別に行わせ、別々の意思決定を1つのポ

ートフォリオの中に組み入れるという方法をとっている。意思決定者の数を複数にするという工夫を凝らし、責任の所在を明確化して多様な意見をポートフォリオに反映させる点で、興味深い情報処理パターンといえる。

また、多様な意見を取り込むために、同じ活動にあえて複数の担当者を割り当てる例も見られる。たとえば、同じ銘柄のキャッシュフロー評価の活動を、複数の担当者が重複して担当するケースが考えられる。担当者が重複する（逆にいうと、1人が複数銘柄を分析することにより、1人が分析する情報の質は下がる恐れがあるが、その低下分を異なる意見を取り込むことによる情報量の増加で補うことの方が重要だと認識されているのである。

同じ資産運用会社でも、時間の変遷とともに、担当を重複させない形から重複を許す形に役割分担を変化させている場合もあり、調査できる量と質のバランスをどのようにとるかは、資産運用会社にとって、情報処理上重要な課題となっている。

Bパターンは、各構成員が活動を独立して行っているが、構成員の間の意見交換を刺激する報酬制度などを採用している。つまり、構成員の間の意見交換を促進し、異なる意見が出やすいような環境を意図的につくることによって、1つの企業に対して多面的な評価を見出そうとしているのである。

(6) 情報処理パターンごとの情報処理能力の特徴

ここでは2つの条件のもとで、図2で示した両パターンの、情報処理能力の違いを評価してみよう。

構成員の能力のバラツキ

Aパターンでは、リーダーとなる構成員が意見集約で主導的な役割を果たす場合がある。リーダーに前もって能力があると認識でき、構成員の能力に大きな差がある場合、リーダーが議論を主導することで、能力の低い構成員の意見を反映させず、意見集約の質が一定レベル以上の高い水準に維持される可能性が高い。また、チーム内で議論することで、能力の低い構成員への教育効果も生じると考えられる。

一方、チーム内にリーダーが存在せず、能力のバラツキが大きい場合、意見が平均水準に集約されてしまい、能力の高い構成員の優れたアイデアが意思決定に反映されず、運用成績が悪化することが懸念される。また、意見が反映されないことで、能力のある構成員の不満を招くことも考えられる。

Bパターンでは、構成員の能力差がそのまま運用成績に反映される。運用成績は能力の平均値になるが、能力の高い構成員の成果も取り入れられるため、Aパターンでリーダーがいない場合に比べ、運用成績の悪化は軽微である可能性が高い。さらに、構成員全員の意思決定が運用成績に反映されるため、構成員にとって意思決定の納得性は高いと考えられる。

逆に、構成員の能力差が小さい場合、Aパターンでリーダーが存在しない場合やBパターンでは、情報処理上あまり大きな問題は発生しないと考えられる。一方、Aパターンでリーダーが存在する場合、能力差が少ないにもかかわらず、リーダーの意見が反映されることに、構成員の間で不満が生じ、意見集約プロセスに対する構成員の納得性が低くなる

恐れがある。

環境の変化

相場を含む外部環境の変化によって、能力に変化が生じるケースがある。

Aパターンでリーダーが存在する場合、環境変化によりリーダーの能力が低下すれば、意見集約の質が落ち、その結果が次の活動にも悪影響を及ぼし、運用成績の悪化を引き起こす可能性がある。Aパターンでリーダーが存在しない場合、構成員の能力低下の影響は相対的に小さいが、変化を嫌った意見の同調が起こり、急激な変化に対応した適切な意見集約が行われない恐れがある。

Bパターンは、環境変化による能力低下の影響は運用成績の一部分に限定され、環境変化には相対的に耐性があると考えられる。ただ、環境変化に対する耐性を持っている半面、各人が意思決定のために別々に情報収集活動を行う場合も多いため、情報処理プロセスとしての効率性は高くなく、資源配分の点でコストがかさむ可能性が高い。

「深層の株式運用能力」仮説

ここまで、株式運用の活動内容と情報処理プロセスとしての意思決定の特徴について、具体例をもとに説明を行った。では、情報処理プロセスのどの部分に運用能力と関連する要因があるのだろうか。運用能力と情報処理プロセスを関係づけるため、まず運用能力を左右する要因に関して行われてきた、ファイナンス研究の結果を簡単に紹介し、運用能力に関連する項目を確認しておく。

1 運用成績の決定要因

近年のファイナンス分野では、資産運用の付加価値が何からもたらされているかに関する研究が相次いで発表されている。具体的には運用成績（ここではベンチマーク 日経平均や東証株価指数などの指標 からの超過リターンのこととして話を進める）を定量的に要因分解する方法であり、運用成績は次のように大まかに3つの項目から構成されることが明らかになっている。

$$\begin{aligned} (\text{運用成績}) &= (\text{意思決定の質}) \times (\text{意思決定の量}) \\ &\quad \times (\text{その他の項目}) \end{aligned}$$

意思決定の質と量とは具体的には、「対象銘柄のリターンの予測能力」^{注1}「異なる意思決定の回数」^{注2}を示している。その他の項目とは、たとえば制約条件や執行コストなどをあげることができる。また、その他の項目は、値を一定範囲内に管理しやすい項目^{注3}、運用部門に管理責任がない項目^{注4}、そもそも運用部門がコントロールできない項目^{注5}に分けることができる。

運用部門としては、最初の2つの項目である意思決定の質と量をいかに大きくするかが、運用成績を向上させるうえでのポイントになる。

2 限られた資源の中で 運用成績を高める視点

運用部門が運用成績を高めるには、できる限り「意思決定の質」と「意思決定の量」を掛け合わせた値を大きくしなければならない。そのためには、意思決定の質と量それぞれの値を高めなければならず、できるだけ質の高い人的・物的資源を多く投入する必要がある。しかし、経営資源には限りがあるた

め、おのずと2つの項目の間には、「あちら立てればこちらが立たず」というトレードオフ（二律背反）の関係が存在する。限られた経営資源の中で、2つの項目の積を最大化するためには、どのような資源配分が適切かを考えなければならない。

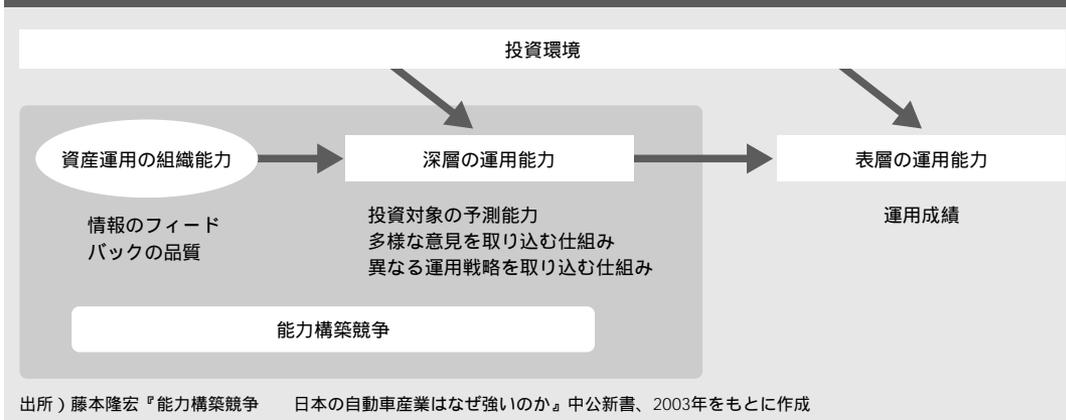
また、2つの項目の間で、いかにバランスをとるかは、投資対象の種類、運用スタイル、投資環境などに応じて変化させるべきものと考えられる。これらの違いにより、とり得る意思決定の質、意思決定の量の大きさと幅に大きな差があり、配分すべき資源はその値に合わせて変化させる必要があると想定されるからである。資産運用会社のマネジメントの仕事の本質とは、与えられた環境に応じて、いかに適切な経営資源配分を行い、運用成績を向上させるかであり、運用能力向上の方法を常に資源配分問題と関係づけて考える必要がある。

3 ものづくりの組織能力からの ヒント

藤本教授は、既出の『能力構築競争 日本の自動車産業はなぜ強いのか』の中で、自動車産業の深層の競争力を生産性、コスト、生産リードタイム、開発リードタイム、開発生産性などで測定できるとし、その深層の競争力を支える、他社が簡単には真似のできない現場レベルの力を「ものづくりの組織能力」という言葉で表した。

藤本教授は、ものづくりの組織能力とは、整理整頓、清掃、問題解決、ジャスト・イン・タイム、カイゼン、フレキシブル生産など総合的な構成要素を持つが、ポイントは組織の構成員が常に問題発見と問題解決を行っ

図3 資産運用会社の深層の運用能力を決定づける組織能力



ていく遺伝子が組織の中に備わっていることであると、その点を本質的な組織能力の強みとして指摘している。

資産運用会社でも、この自動車産業でのフレームワークと同様の考え方を適用できると考えられる。つまり、図3のように、深層の運用能力に相当する指標と、その指標を改善するための資産運用会社の組織能力に該当するものを特定できるのではないと思われる。これまでの分析から、深層の運用能力を示す指標としては「投資対象の予測能力」「多様な意見を取り込む仕組み」「異なる運用戦略を取り込む仕組み」といった指標を、またその指標を裏で支えている組織能力としては「情報のフィードバックの品質」をあげることができる。

深層の運用能力は、先の「運用成績の決定要因」のところで説明した、「対象銘柄のリターンの予測能力」と「異なる意思決定の回数」に対応づけて、ある程度解釈することができる。より重要なのは、それを裏で支える「情報のフィードバックの品質」で表される組織能力であり、その品質改善にはさまざまな工夫が必要となる。

4 深層の運用能力を表す指標

投資対象の予測能力を表す指標として、よく資産運用会社で利用されているのは、ファイナンス研究でも使われている各銘柄の予測リターンと実績リターンの相関係数である。この数値の累積指数^{注6}を作成して、予測能力が維持されているかどうかを確認している例が多い。

多様な意見を取り込む仕組みや、異なる運用戦略を取り込む仕組みを、どのような指標で観測するかについては、さまざまな案が考えられる。たとえば、付加価値を追求する場合に採用している運用戦略の数、異なる視点を持つ利用情報源の数、考慮しているファクター数、また決められた投資期間中、付加価値を追求する目的で、しかも異なる情報を用いて何回程度投資行動を行ったか、などの加工された取引データを用いることができるかもしれない。

多様な意見や異なる運用戦略を取り込む仕組みを、どのような指標で観測し評価するかについては、まだ実証研究があまりなされておらず、今後の研究課題である。

5 情報のフィードバックの品質

このような深層の運用能力を裏で支えているのが、資産運用会社の組織能力である「情報のフィードバックの品質」と考えられる。

情報のフィードバックの品質とは、運用成績の結果を含む情報を、売買判断などの活動内容の改善に活かす枠組みがうまく設計されているかどうかを示す。よいフィードバックの枠組みが存在しなければ、活動内容の改善が行われず、不確実性の高い事象の予測を行う株式運用では、運用成績の向上が達成されない。このフィードバックの品質は、予測能力と、多様な意見を取り込む仕組みの両方に影響を及ぼす重要な組織能力と考えることができる。

ここでは、要因分解の方法、運用目標などの視点から見た、フィードバックの品質に影響を及ぼす要因について説明を行う。

(1) 運用成績の要因分解の重要性

売買判断の良否を正確に評価するには、売買判断の理由は、その理由の正しさで評価する、というルールを守ることが重要である。つまり、フィードバックの品質を向上させる方法の1つは、運用成績の要因分解を正確に行うことである。

たとえば、株式運用の運用成績の要因分解をすると、キャッシュフロー評価要因、

将来株価予測要因 の2つに大まかに分けることができる。フィードバックをかける場合のポイントの1つは、投資期間の違いによって2つの項目の運用成績に占める割合に大きな差があることであり、投資期間が長いほど、 の項目の占める割合が高くなる。基本的にはこの2つの項目の実績値と予測値を

照らし合わせ、運用成績の要因分解をするわけである。

フィードバックの品質を高める別の方法は、ポートフォリオの中で売買判断した理由に対応するように、それぞれ別々に運用成績の要因分解を実施することである。

たとえば、株式運用では業種ごとに銘柄選定のルールが異なることが多いため、業種別に違うパフォーマンス要因分解を行う方法が考えられる。すでにアメリカのいくつかの大手資産運用会社は、業種別のリスクモデルを開発し、業種ごとの売買判断の理由に基づいたパフォーマンスの要因分解を行おうと努力している。

(2) 運用目標の重要性

運用目標の内容は、情報のフィードバックの内容に大きな影響を与える。たとえば、長期の運用成績を高くすることを運用目標とし、短期的な運用成績の悪化をある程度容認できるならば、キャッシュフロー評価を主、株価予測を従とした運用を行うことになる。また、情報のフィードバックもキャッシュフロー評価の良否を判断する観点から行う。つまり、キャッシュフロー評価の内容(事業ごとの売上高、コスト、投資額の推定など)とその根拠が正しかったかどうか、を判断できる要因分解を行うことになる。

逆に、短期の運用成績を重視するならば、株価変化に影響を及ぼした要因(投資家の業績予想に対する見方の変化など)を特定する要因分解に注力しなければならない。

このように、運用目標に応じて情報のフィードバックの内容は変化し、フィードバックの難しさも運用目標によって大きな差がある

ことに注意を払う必要がある。

(3) 集団的意思決定によるフィードバック品質の改善効果

情報のフィードバック品質を改善するうえで、個別的意思決定の品質向上は重要である。図2のAパターンは、チームとして意見を集約することで、意思決定の品質を向上させる工夫を行ったものだった。このように複数の参加者が意思決定に参加することで意思決定の品質が高まる可能性は、集団的意思決定の研究の中でも指摘されている。

意思決定の品質を高めるには、参加者による環境認識が異なること（多様性が確保されること）、多様な認識が意思決定に反映されること、という条件が満足される必要がある。複数の人間が意思決定に関与することで、多数の情報と知識を利用できる、多様な観点からの問題や代替案の認識評価が可能となる、決定案に対する受容性や決定の正当性が増加するといった「利点」が指摘されている一方で、意思決定に必要な時間とコストの増加、責任のあいまいさの増加、同調や集団分極化による良好な決定案採択の阻害といった「欠点」も明確になっている。

Aパターンでは、このような集団的意思決定の持つ特徴を意識して、意思決定の質が向上する条件を整えなければならない。また、Bパターンの情報処理を集団的意思決定の観点からながめると、興味深い特徴が浮かび上がる。集団的意思決定は行っていないものの、各活動の中で構成員同士が議論を活発に行うことで、集団的意思決定の利点である多様な認識が生まれることに寄与し、なおかつ

売買判断を合議制にせず、単独で判断させることで責任のあいまいさ、同調といった欠点を回避していると考えられる。

(4) 構成員のコミュニケーションの重要性

情報のフィードバックの品質を高めるうえで、構成員同士がどのようにコミュニケーションをとるかは極めて重要である。コミュニケーションを図ることで、情報処理の品質が向上すると考えられるからである。

コミュニケーションにより、情報の受け手の不確実性（情報の解釈において情報量が不足していること）と、多義性（状況に対する複数の対立的な解釈が存在すること）を軽減させる効果が組織論の研究で指摘されており、情報処理の品質が高まり、フィードバック品質にもよい影響をもたらされると期待される。

また、コミュニケーションを促進するための、ナレッジマネジメント（知識共有、知識共有のインセンティブの与え方など）、人材育成、業績評価、キャリアパス（能力と適性に応じた進路選択制度）といった組織設計が、コミュニケーションの品質に大きな影響を与えることが、経営学の研究で明らかにされている。

さらに多くの研究分野の成果を活用して

今回の調査では、ボトムアップの株式運用を例にとり、長期的に高い運用能力を持つ資産運用会社の特徴を情報処理能力の向上という視点から抽出する作業を行った。本稿では、情報のフィードバックの品質を高く維持

する組織能力を備えた資産運用会社が、高い運用能力を持つのではないかと指摘した。

1 顧客の教育も不可欠

フィードバックの品質を高めるうえで、運用目標の内容は重要である。しかし、運用目標は顧客ニーズに合致したものでなければ、運用資産額は伸びないため、資産運用会社が運用目標を単独で決めることは難しい。たとえば、長期の運用成績向上といった運用目標は、短期的な運用成績の悪化を伴う可能性が高く、投資家からは評価されにくい。

したがって、資産運用会社としての組織能力が活かされる運用目標が、顧客の利益に最終的には適うということを理解してもらうことも重要になると思われる。顧客の教育がフィードバックの品質向上に不可欠であるとの視点を確認しておきたい。

第 4 章で、意見集約の方法やチーム編成など、意思決定にかかわる組織設計に、個々の資産運用会社によって大きな差が見られることを指摘した。このことは、情報のフィードバック方法が、組織の技術（構成員の能力の高さや能力のバラツキ）、規模、外部環境変化の度合いなどによって異なるという、条件適合的アプローチ（コンティンジェンシーアプローチと呼ばれる）の考え方を適用して、意思決定の品質を高めることができる可能性を示唆している。

たとえば、あるアメリカの大手資産運用会社では、環境変化や運用資産規模に応じて随時組織変更を行い、情報のフィードバックをかけやすいように、体制を組み直す柔軟性を維持している。

運用成績の決定項目や情報の不確実性の高

さは、株式運用に限らず、他の資産クラスの運用を含む資産運用全般に当てはまることである。したがって、ここで述べた運用能力の高さを示す特徴は、株式運用以外の資産クラスの運用でもある程度共通する部分が多いと思われる。

しかし、限られた経営資源の中で運営を行わなければならない資産運用会社にとって、運用能力を高めるために重要と考えられる組織能力は、無条件で改善できるものではない。運用成績を高めるために、どのような資源配分で仕組みを構築するかは、資産運用会社の持つ運用スタイル、スタッフのスキル、投資対象など、資産運用会社の固有の条件に応じて考えるべきものである。

2 残された研究分野

今回試みたのは、生産・技術管理論にヒントを得、ファイナンス研究と、株式運用の活動分析および情報処理プロセスとしての整理を組み合わせ、高い運用能力を持つための条件を探ることだった。しかし、製品開発のアーキテクチャー（基本設計思想）論、多能的人材育成論、組織認識論、機能横断組織論などの一連のマクロ組織設計論、集団的意思決定論、情報処理論等々、運用能力の改善に今後応用可能で、まだ十分な研究がされていない分野も多い。

また、あるアメリカの資産運用会社の役員は、高い運用能力を持つ組織設計を考えるには、生物システムや生態システムを取り扱うようなアプローチが必要になるかもしれないと述べている。

これらの意見は、資産運用会社の運用能力の研究に、ファイナンス研究以外の分野の成

果を適用できる可能性が高いことを示唆しているともいえる。今後、幅広い分野の研究が期待される。

(本稿は、2004年に東京大学ものづくり経営研究センター 藤本隆宏センター長 とNRI が共同で実施した「金融業への生産技術管理論の適用プロジェクト」で得られた研究成果の一部をまとめたものである。運用現場への実地調査に協力して貴重なコメントをくださった資産運用会社の方々、調査をまとめるに当たって貴重な意見をいただいた藤本隆宏センター長をはじめとするスタッフの方々に、ここに記して感謝する)

注

1 具体的には、各銘柄の予測リターンと実績リタ

ーン間の相関係数であり、運用成績を構成する項目の中で、唯一マイナスの符号をとる可能性がある。

- 2 正確には、異なる意思決定回数の平方根に運用成績が比例する。
- 3 「リターンのバラツキ(リスク)」が該当する。
- 4 「制約条件による成績劣化度合い」と「執行コスト」が該当し、マーケティング部門やトレーディング部門に管理責任がある。
- 5 「銘柄間のリターンのバラツキ」が該当する。
- 6 累積指数とは、ある時点を指数値100として、毎月1に相関係数を足し合わせた数値を計測し、前月の指数値に掛け合わせたもの。

著者

堀江貞之(ほりえさだゆき)

金融ITイノベーション研究部上席研究員

専門は資産運用関連の先端動向調査・研究