

## (年金運用)：ホームアセット・バイアスが生じる要因(2)～米国での実証分析

前号ではホームアセット・バイアス(ホームカントリー・バイアスとも言う)が生じる要因として、(1)情報収集コストの存在、(2)情報の非対称性、(3)行動経済学的な要因、(4)為替リスクの存在を挙げた。今回はこのうち、(1)と(2)がホームアセット・バイアス(HAB)の要因になっているのか否か検証した米国の実証分析を紹介する。

Ni (2009)は米国における投資信託のデータを用いて情報収集コストの存在がホームアセット・バイアスの要因となっているか検証を行った。情報収集コスト自体の計測が難しいため、これの代替変数を利用して分析を行っている(図表1)。分析結果によれば、運用資産額が大きいほど、情報を得るコストが相対的に減少するため、ホームアセット・バイアスの程度が減少するとしている。また、運用がチーム性であると、マネージャー1人当たりの情報収集コストが相対的に低下するため、外国投資が増加する傾向がある。

一方、保有銘柄数が多いと、国内投資でも分散投資効果が得られるため、外国投資が減少するとしている。この他に、運用ファンド数が多い場合や、集中投資の度合いが高いと、国内投資への優先度が高まるため、ホームアセット・バイアスが増加する傾向が観察された。これに対して、マネージャーの経験が長いほど、ホームアセット・バイアスが低下しそうであるが、このような傾向は観察されなかった。

図表1： 情報収集コストとホームアセット・バイアス

	ホームアセット バイアス(HAB)	意味・理由
運用資産額が大きい	<b>減少</b>	運用資産額が大きいと情報を得るためのコストが相対的に低くなり外国投資が増加
運用がチーム性	<b>減少</b>	運用がチーム性だとマネージャー1人当たりの情報コストが相対的に低くなり外国投資が増加
運用がマルチマネージャー		マネージャー1人当たりの情報コストが相対的に高くなる
保有銘柄数が多い	<b>増加</b>	国内株式で分散効果を得られるため外国投資が減少
運用ファンド数が多い	<b>増加</b>	運用ファンド数が多いと外国投資が減少
集中投資の度合い	<b>増加</b>	集中投資の度合いが高まると外国投資が相対的に減少
マネージャーの経験年数が長い		HABとは関連性が低い
運用費用が高い		情報取得にコストをかけるとHABは減少するが、外国投資の取引コストが高いとHABは増加

(注) Ni (2009), "The effects of portfolio size on international equity home bias puzzle", *International Review of Economics and Finance* 18 469-478 より筆者作成

Portes and Rey (2004)は、国際間の証券取引と情報収集との関連性を分析している(図表2)。彼らの分析によれば、2国間の距離が遠いほど、情報を得ることが難しくなるため、2国間の証券取引は減少するのに対して、2国間の電話回線使用量が多いほど、投資対象国の外国銀行の支店数が多いほど、情報が充実して、証券取引が増加する傾向があるとしている。

図表2: 情報収集手段とホームアセット・バイアス

	国際間の証券取引	意味・理由
投資先への距離が遠い	減少	2国間の距離が遠いほど得られる情報が少ないため証券取引が減少
2国間の電話使用量が多い	増加	情報を得るための手段である電話使用量が多いと証券取引が増加
投資対象国の外国銀行の支店数が多い	増加	情報を得るための手段である外国銀行の支店数が多いと証券取引が増加
インサイダー取引		関連性がない

(注) Portes and Rey (2005), "The determinants of cross-border equity flows", *Journal of International Economics* 65, 269-296 より筆者作成

次に、情報の非対称性に関しては、Ahearene, Griever and Warnock (2004) が、分析対象国（当該国）の株式のうち米国の証券取引所に上場されている割合と、米国投資家の当該国への資産配分との関連を分析している。これは、当該国の株式が米国の取引所に上場されると、米国の会計基準や開示基準が適用されることにより、米国投資家にとって情報の非対称性が減少して、当該国への資産配分が増加するか否かを検証したものである（図表3）。

彼らの分析によれば、仮説どおり、当該国の株式が米国に上場される割合が増えるほど、米国投資家の当該国への資産配分は増加する傾向が観察された。一方、取引所への上場ではなく、ADRとして米国で取引される場合、米国での会計基準や開示基準が適用されないため、このような傾向は観察されなかった。また、外国人投資を制限する資本規制がある場合、米国投資家の当該国への資産配分は減少するが、このインパクトは小さいとしている。

これに対して、2国間の貿易量が多いと、その分、当該国のことを知る機会が増えるはずであるが、ホームアセット・バイアスとの関連性は観察されなかった。また、外国株式がリスク・リターンから見て魅力的であれば資産配分が増えるはずであるが、過去のリスク・リターンの関係と、当該国への資産配分との関連性も低かった（次回へ続く）。（北村 智紀）

図表3: 情報の非対称性とホームアセット・バイアス

	ホームアセットバイアス(HAB)	意味・理由
当該国の株式のうち米国取引所に上場している割合が増加	減少	米国に上場すれば、米国の会計基準や取引慣習が適用され、米国人投資家の情報収集が容易になり、情報の非対称性が減少するためHABが減少
LEVEL1 ADRとして米国で取引		SEC基準による企業情報の開示や米国の会計基準が適用されないため、情報の非対称性が減少しない
資本規制	増加	資本規制があれば投資できないが、インパクトは小さい
2国間貿易量		貿易量が多ければ、経済の関連性は高まるはずだが、HABとの関連性が低い
外国株のリスク・リターン		外国株のリスク調整後リターンが良ければ投資するはずだが、HABとの関連性が低い

(注) Ahearene, Griever and Warnock (2004), "Information costs and home bias: an analysis of US holdings of foreign equities", *Journal of International Economics* 62, 313-336 より筆者作成