

第6回となる本日は、産業革新投資機構で代表取締役専務チーフインベストメントオフィサーを務めた戸矢博明氏にご登壇いただいた。ファンドの基礎的な説明から AI/機械学習の発達によって予想されるファンドの将来まで幅広くお話しいただいた。

ファンドの特徴

ファンドにおけるミッションは、市場の動きに関わらずリターンを累積することだ。ウォーレン・バフェットが提唱した、「ルール1：損をするな ルール2：ルール1を忘れるな」の発想が求められる。ファンドには3つの特徴が存在する。1つ目が集団投資スキーム、集団からお金を集めることだ。2つ目は、直接金融の担い手だということ。そして3つ目は個人向け、機関投資家向けで規制や商品が異なることだ。

個人投資家はリスクの面で手厚く保護されている。彼らに販売する商品は、リスク限定のため商品組成や販売・開示面で厳しいルールが適用されているのだ。キーワードは「標準化・開示・安全」である。一般投資家向けのファンドには、投資信託、ETF(上場投資信託)や REIT(不動産投資信託)などが挙げられる。反対に、機関投資家は保護(規制)の対象には入っていない。規制は存在するものの、投資家にリスクをとる能力があるとみなされている。キーワードは、「柔軟性を許容」である。特に、少人数対象の商品なら開示義務を簡素化している。ファンドには、ヘッジファンド、PE(プライベートエクイティ)ファンドやローンファンドも含まれる。リスクがある分、イノベーションが生まれる可能性は一般投資家向けのファンドより高い。

ファンドの役割

現在、日本の投資商品の浸透度は諸外国よりも低い。他の先進国に比べ、一人当たりの GDP が低く、金融資産の中で投資商品が占める割合が低い。つまり預金の比率が高いことが特徴である。資産が多い割に収益性があまり高くない企業や債務超過の状態にある企業にはエクイティが必要である。だが、日本人の多くは資産を現金・銀行預金、そして保険や年金の形で保有しており、諸外国に比べて資金が株式や投資信託には向かっていない。非金融事業法人となると、株式などのリスク資産と銀行預金などの安全資産との比率差が個人よりも小さくなるが、エクイティが過小なのが現状だ。

日本においては以前から間接金融に過度に依存しているという問題があったが、金融機関に対しては、2008年の金融危機で明らかになった問題をもとに再発防止に向けた規制強化が現在も続いており、そのために金融機関の仲介機能が低下している面がある。そのために、経済が円滑に

機能するために新たな仲介機能の担い手が求められており、ファンドはその一角を担えるのではないかと期待されている。

ファンド投資の考え方

ファンドが投資を実行するに当たって、どのようなことが決め手になるかという点、案件に応じて色々あるが、よるあるものを挙げるとすると4つある。1つ目は、根源的価値（フェア・ヴァリュー。キャッシュフローの期待値で測ることが多い）よりも安く買えること。2つ目は、リターンとリスクのバランスが保たれていること。リターンと同じくらいリスクを意識している。3つ目は、安く買ったものについて、市場が機能し、市場評価がいずれフェア・ヴァリューに収斂すると期待できること。4つ目は、3つ目と似ているが、市場で頻繁に取引される資産の場合は、もし市場評価が過去の平均値から大きく乖離したら、いずれ戻ってくる（これを Mean Reversion という。）と合理的に予想できること。

よくファンドは混乱を起こしていると言われることがあるが、3つ目のことにあるように、ファンドにとっては市場がきちんと機能することが望ましく、決して世界が破綻することを望んでいるわけではない。

ファンドの種類は多数あるが、代表的なものにはPE(プライベートエクイティ)、VC(ベンチャーキャピタル)、そしてHF(ヘッジファンド)がある。PEは成長資金がない会社や事業承継できない会社など問題を抱える会社のオーナーとなり、資金とノウハウを注入する。VCは、起業家に出資する。特徴には、数多くの投資家が少しずつお金を出し合うことや、キャッシュフローが見えない中でも投資することも多い、などが挙げられる。そして、HFは市場というコントロールできない相手と相対し、いかに必勝パターンを見出してリターンを出していくかが問われる。最近では、インパクトファンドやESGファンドなど切り口が異なるファンドも多く存在する。

ファンドの将来

現在でもファンドの社会的意義は大きいですが、今後はその役割が拡大すると考えられる。間接金融が担う機能も一部これから担っていくのではないと思われる。

一方で、ファンドに資金を出す投資家からは、ファンドの標準化やコストの低廉化が求められている。さらに、機械化や自動化も進んでおり、ある種ディストラプティブなファクターになっている。機械化・自動化は数十年前から始まっており、portfolio insuranceなどのルールを決めて自動化する手法などがあったが、これからは、AI/機械学習などによりクオンツやHFT(超高速取引)が最適化されるかもしれない。

AI/機械学習によりマーケットは効率化されると予想されるが、同時に多額のシステム投資をした少数の投資家だけが有利になったり、AI/機械学習のモデルの洗練度が足りないために価格発見機能(良いものには高い値段がつき、悪いものには低い値段がつく機能)が損なわれるのではないかという疑念もある。

現在のところ、市場で用いられている AI/機械学習のモデルは、まだ洗練度が不足しているように見える。投入データがもっぱら過去の値動きのデータであるため、個別銘柄のファンダメンタルズが変化する兆しや、世の中の新しいトレンドに気づくことができず、その一方で以前では考えられなかったような多額の取引をするため、株価の形成を非効率にしている可能性がある。また、人間にはあまり重要ではないと分かるニュースであっても、AI が過剰に反応して大きな取引を行い、一方的な値動きを引き起こしてしまうこともある。このように、AI を活用した取引は、まだ人間の能力に追いついていない部分があり、工学系の学生がこの業界に参加して業界の進化に貢献する余地は大いにある。

Q&A

Q：日本において投資家の数が増えない背景は何か？

A：日本は諸外国と比べると投資ファンドが立地しづらい場所である。監督制度や税金など、シンガポールや香港の方が適している面が多い。また、ファンドが多数立地するためには資金の出し手も必要であるが、日本にある資金のリスク感覚もすぐに変わるものでもない。ただ、その中で少しでも増えることは期待している。

Q：ESG ファンドについてどう考えるか。

A：業界でも意見は分かれている。「ESG投資に取り組まないと生き残れない時代になった」と言っている人もいるが、逆に「なんの意味があるのか。企業業績や企業価値に本当にプラスかどうか疑問である」と主張する人も少なくない。ESGと言わずとも元から自分は社会的意義を考えて投資をしていると主張する人も多くいる。

世界的に見ると、欧米ではESGを踏まえるべきだという考えが強くなっており、特にヨーロッパでは仮にリターンが下がってもESGを重視すべきという風潮を感じる。

私も投資家としてESGは重視すべきと考えるが、ESG投資を行うにしても、本来は投資収益と両立すべきである。ただ、現在のESG投資においてはそのような観点はあまり一般的でないように感じる。ESG投資のあるべき姿については更なる議論が望まれると思う。