

株式投資スタイルと運用機関構成

佐々木 隆 文

要 旨

本稿は、偏った株式投資スタイルが年金資産運用に与える問題点について実証的に考察する。年金基金の運用利回り低迷はグロースに偏った株式運用に一因があったと思われ、偏ったスタイルにより、運用成績が乱高下するリスクは看過できないと思われるからである。

グロース／バリュートのリターン格差を対象とした回帰分析によると1998年までの動きはファンダメンタルズ要因である程度説明が可能だが、1999年のグロース株の急騰、2000年の急落はファンダメンタルズからは説明しにくいことが分かった。このようにスタイル別物色動向に不確実性が高まっている状況を踏まえると、年金基金はスタイルの偏りに対し、より慎重に対処すべきであろう。他方、バリュー株はグロース株よりもリスクが大きいという見方もあるが、最近の実証研究ではバリュー株から構築したポートフォリオがハイリスクだとの確証は得られておらず、こうした観点からもグロースに偏ったスタイルは肯定されない。

株式アクティブ商品を対象にファンド間の相関係数を計算すると、市場型アクティブ商品は総じてグロース型商品との相関が高く、現在の年金資金のアクティブ運用では意図しないグロース型への偏りがあることが示唆される。他方、バリュー株ファンドは他の商品タイプとの相関が弱く、株式運用全体のリスク低下に寄与しうる。基金は自らの株式運用のスタイルを認識し、意図の有無にかかわらずスタイルの偏りというリスクに慎重に対処した上で株式の運用機関構成を検討すべきであろう。

目 次

- | | |
|-------------------------|-----------------------------|
| I. はじめに | IV. 株式の運用機関構成への示唆 |
| II. ファンダメンタルズとスタイル別物色動向 | 1. 足元の投資環境はグロース優位だが不確実性が大きい |
| 1. 近年のグロース／バリュートの動向 | 2. スタイルのリスクを考慮した運用機関構成が重要 |
| 2. ファンダメンタルズ要因による回帰分析 | |
| III. バリュー株ポートフォリオは高リスクか | |

I. はじめに

本稿は年金資産の株域運用において偏った投資スタイルを持つことの問題点を実証的に分析する。株式市場の低迷は年金資産運用の運用利回り低迷に大きな影響を与えているが、グロース株に偏った株式運用が運用利回り低迷に拍車をかけていると思われるからである。年金情報（格付投資情報センター刊）によれば、2000年度の年金基金の運用実績は過去最低となった模様だが、商品別でも株式の運用利回りは市場インデックスを下回っており、偏ったスタイルが運用成績に悪影響を与えていることが窺える。

Salomon Smith Barney のスタイルインデックスによると¹⁾、2000年度の騰落率は大型グロース株指数が-33.0%と市場平均の-21.2%を大きく下回っているのに対し、大型バリュー株指数のこの間の下落は-12.8%に留まっている。他方、小型株に関してはグロース株指数の騰落率は-19.2%、バリュー株指数の騰落率は+4.9%となっており、小型株でもグロース株の不振が目立っている。後述するように、現在の年金資産の株式運用では実質的にグロース株に偏った運用機関構成になっているのが実状であり、グロース株の不振が年金財政を圧迫していることが窺える。換言すれば、スタイル管理が十分になされていないことの問題点が運用成績悪化となって顕在化したと捉えられる。勿論、それ以前の二極化相場ではグロース株優位の恩恵を受けていた基金もあると思われるが、その場合でも偏った投資スタイルを持つことにより運用成績が乱高下するリスクは看過できないと思われる。

本稿はこのような問題意識に立ち、アクティ

ブな株式投資スタイルの有効性を検証した後に、年金資金の株式投資スタイルの現状を踏まえた上で今後のスタイル管理の在り方を提言する。分析は年金資産の株式運用で大きなウェイトを占める大型株におけるグロース／バリューの格差に対象を絞って進めることにする。勿論、年金資産運用では小型株への投資も重要であるが、本稿では年金資産運用への影響が大きい大型株におけるスタイルの問題に焦点を絞り、分析を進める²⁾。

本稿の主要な分様結果は以下の通りである。まず1994年以降のデータを用い、ファンダメンタルズ要因とグロース／バリューのリターン格差に関する回帰分析を行うと、金利低下、景気低迷、円安、信用リスクの高まりといった状況下でグロース株が優位となりやすいことが示された。しかし、1999年以降はこうした傾向が見られなくなっており、グロース／バリューの動きがファンダメンタルズからは説明しにくくなっていることが分かった。このような結果を踏まえると、意図的にスタイルをティルトさせる戦略のリスクは非常に大きいし、意図的にスタイルをティルトしない場合でも、そのような大きなリスクを無意識のうちに取ることはリスク管理上の問題が大きい。他方、近年の実証研究でバリュー株ポートフォリオが高リスクだとの確証が得られていないこと、寧ろ最近の日本市場ではグロース株ポートフォリオの値動きの荒さが大きいことを踏まえると、グロース株ポートフォリオがバリュー株ポートフォリオより低リスクだとは言い切れず、こうした観点からもグロースに偏ったスタイルは肯定されない。

次に、年金基金向けの株式アクティブ商品を対象にファンドのタイプ毎の相関関係を調べる

と、市場型アクティブとグロース型アクティブはプラスの相関が強くなっており、現在の運用機関構成が実質的にグロース型に偏っていることを示している。他方、バリュート型アクティブ商品は、グロース型アクティブ、市場型アクティブとの相関係数は小さく、年金基金の株式運用全体から見るとリスクを分散する効果が大い。基金は自らの株式運用のスタイルを認識し、意図の有無にかかわらずスタイルの偏りというリスクを慎重に考えた上で株式の運用機関構成を検討すべきであるというのが本稿の主張である。

以下、Ⅱでは、近年のグロース／バリュートの動きを概観した後にファンダメンタルズ要因を説明変数、グロース／バリュートのリターン格差を従属変数とした回帰分析を行う。次いでⅢではバリュート効果に関する先行研究を概観し、バリュート株のリスクについて考察する。Ⅳでは株式アクティブ商品の過去のリターン実績から年金基金の株式スタイルの現状を捉えた上で、今

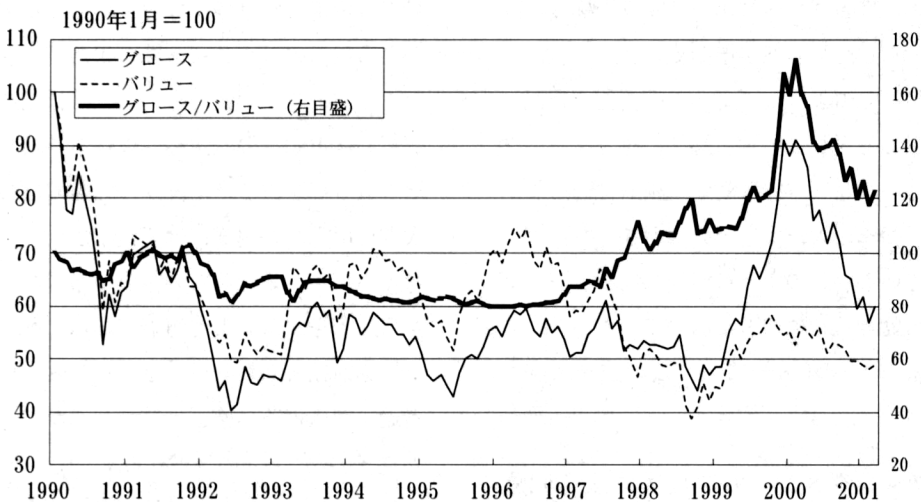
後の年金資金運用におけるスタイル管理のあり方を提言する。

Ⅱ. ファンダメンタルズとスタイル別物色動向

1. 近年のグロース／バリュートの動向

もともと我が国の株式市場ではバリュート株が長期的に優位に推移する傾向があり、バリュート効果は低位株効果と並んで代表的なアノマリーと捉えられてきた。そのような状況が一変したのは国際優良株への集中物色が顕著になった1997年以降である。図1は、Salomon Smith Barneyのスタイルインデックスの推移を見たものであるが、日本のグロース株指数のバリュート株指数に対する相対株価は1997年以降上昇基調を辿り、特に1999年には大幅な上昇を見せている。グロース株指数は1999年の1年間で93.1%もの大幅な上昇を実現している。この背

図1 スタイル別インデックスの推移



(注) 1) 大型株指数のグロース指数とバリュート指数。

2) グロース／バリュートの分類は、複数の指標によるスコアをベースに行っている。

3) 詳細は中島・佐々木 [2000] を参照。

〔出所〕 Salomon Smith Barney

景としては、IT 革命が相場のテーマとなる中で IT 関連株の多くが値高優良株であったこと、金融機関の破綻をきっかけに信用リスクが高まり「質への逃避」が見られたことなどが挙げられよう。また、金利が低下する中、投資価値で将来の利益のウェイトが高いグロース株の投資価値が相対的に高まったと見ることもできよう。

上記のような傾向は米国でも見られるが、我が国のグロース株相場は規模への選好がグロース株への選好と同様に顕著に見られた点も特徴的である。Salomon Smith Barney インデックスで規模別の騰落率を見ると、1996年末から1999年末まで大型株指数が23.0%上昇しているのに対し、小型株指数の騰落率は-22.8%と大幅に下落している。この要因としては、IT 関連株の裾野が米国に比べると狭かったことが影響していると考えられる。つまり、物色対象がごく一部の銘柄に集中したことが我が国のグロース株相場の脆弱さに繋がったと考えられる。換言すれば、IT 関連株のすそ野の狭さが1999年以降のグロース・バリュウの極端な動きをもたらした可能性が指摘できよう。

しかし、そのようなグロース株優位の状況は2000年以降一変している。図1に見るようにグロース株のバリュウ株に対する相対株価は急低下し、1999年の大幅な上昇の殆どを打ち消す形となっている。このような極端なバリュウ／グロースの動きは理に適ったものであろうか。以下では簡単な回帰分析によりこの点を検証する。

2. ファンダメンタルズ要因による回帰分析

ここではファンダメンタルズ要因を説明変数

とした回帰分析により、近年のグロース／バリュウがファンダメンタルズでどの程度説明できるかを我が国のデータを使って分析してみる。前述のように、1999年以降のグロース／バリュウは極端な動きが見られるため、分析期間は1994年-1998年、1994年-2000年の2通りを行い、両者を比較することにする。また、必要と思われる変数については適宜タイムラグを採った（株価の先行性を考慮し将来の経済変数で回帰）。従属変数は Salomon Smith Barney のスタイルインデックスの中から大型株グロースと大型株バリュウのリターン格差を用いた。また、説明変数としては景気動向 DI、長期金利、円／ドルレート、上場企業倒産件数（信用リスクのプロクシー）、予想 ROE 格差（収益力格差のプロクシー）などを用いた。

まず、表1は1994年から1998年のデータを対象とした単回帰分析の結果を見たものである。まず、景気に関してはラグを採った場合にパラメータが有意にマイナスとなっている。つまり、景気低迷はグロース株に有利に働く傾向が見られる。これは様々な解釈が可能だが、まず考えられるのはバリュウ株の収益変動性が大きいことである。通常、バリュウ株は損益分岐点が高いなど収益の安定性に欠ける銘柄が多い。そのような企業では不況期に利益の落ち込みが大きい反面、好況期には増益率が大きくなると考えられる。また、この結果は市場の非合理性から解釈をすることも可能である。バリュウ株効果を対象とした分析では、バリュウ株に対する過小評価とその修正のプロセスがバリュウ株効果をもたらしているという見方がある（Lakonishok et al. [1994]）。そのような仮説が正しければ、過小評価の修正が好況期のバリュウ効果をもたらしているとも解釈できる³⁾。

表1 回帰分析の結果（単回帰，1994－1998年）

	パラメータ	t 値	R * R
景気動向指数（DI，ラグ無し）	-0.442	(-0.318)	0.003
景気動向指数（DI，5ヶ月先）	-0.030	(-2.646)**	0.115
長期金利（10年国債，ラグ無し）	-0.310	(-0.641)	0.013
長期金利（10年国債，3ヶ月先）	-0.663	(-1.998)*	0.058
為替レート（円／＄，月次変化率）	0.277	(1.980)*	0.153
実績 ROE 平均の格差（Value-Growth）	0.463	(1.133)	0.043
上場企業倒産件数	1.713	(2.724)***	0.173
日経平均月次リターン	-0.150	(-3.308)***	0.105

(注) 1) 推計期間：1994年1月～1998年12月

2) 尚，ラグを採ったものは必要に応じて期間外のデータを用いた

3) ***, **, *はそれぞれ1%，5%，10%水準で有意

4) OLS の t 値は White [1980] の不均一分散一致標準誤差を用いて計算

表2 回帰分析の結果（重回帰，1994－1998年）

	OLS	最尤法	LOGIT
定数項	0.128 (0.048)	0.484 (0.239)	-1.939 (-0.713)
景気動向指数（DI）	-0.023** (-2.498)	-0.020** (-2.344)	-0.011 (-1.069)
長期金利（10年国債）	0.216 (0.479)	0.132 (0.304)	0.257 (0.455)
為替レート（円／＄，月次変化率）	0.272** (2.298)	0.264*** (3.780)	0.145* (1.734)
実績 ROE 平均の格差	0.148 (0.309)	0.042 (0.124)	0.611 (1.345)
上場企業倒産件数	0.925** (2.361)	0.929** (2.078)	-0.311 (-0.603)
日経平均月次リターン	-0.160*** (-2.901)	-0.194*** (-4.180)	-0.139** (-2.372)
R * R	0.438	0.528	0.232
adj. R * R	0.375	0.475	
Percent Correct Predictions			0.700

(注) 1) 表内の数値は各変数のパラメータ（カッコ内は t 値）

2) 推計期間：1994年1月～1998年12月

3) 尚，ラグを採ったものは必要に応じて期間外のデータを用いた

4) ***, **, *はそれぞれ1%，5%，10%水準で有意

5) OLS の t 値は White [1980] の不均一分散一致標準誤差を用いて計算

6) 最尤法は残差の一次の自己相関を考慮した手法

7) LOGIT モデルは，Growth/Value がプラスの時に1となるダミー変数を対象とした分析

他方，長期金利とグロース／バリュースは有意に逆相関の結果となっている。つまり，低金利は将来の利益の現在価値増加からグロース株に有利に作用すると考えられる。通常，グロース株への評価では，将来の利益がより大きいウェイトを占めているが，遠い将来になるほどその現在価値は金利変動の影響を受けやすくなる。

このため，金利上昇による割引率の上昇はグロース株のバリュエーションに大きなダメージを与え，バリュース株に対するアンダーパフォーマンスに繋がると考えられる。逆に低金利では将来利益の現在価値が増すため，グロース株が有利になると考えられる。

以上の分析結果は，米国市場を対象とした

表3 回帰分析の結果 (単回帰, 1994-2000年)

	パラメータ	t 値	R * R
景気動向指数 (DI, ラグ無し)	-0.001	(-0.040)	0.000
景気動向指数 (DI, 5ヶ月先)	-0.017	(-1.350)	0.016
長期金利 (10年国債, ラグ無し)	-0.410	(-0.985)	0.011
長期金利 (10年国債, 3ヶ月先)	-0.640	(-1.828)*	0.026
為替レート (円/\$, 月次変化率)	0.224	(1.608)	0.042
実績 ROE 平均の格差 (Value-Growth)	0.360	(1.310)	0.015
上場企業倒産件数	0.666	(1.016)	0.016
日経平均月次リターン	-0.029	(-0.471)	0.002

(注) 1) 推計期間: 1994年1月~2000年12月

2) 尚, ラグを採ったものは必要に応じて期間外のデータを用いた

3) ***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意

4) OLS の t 値は White [1980] の不均一分散一致標準誤差を用いて計算

表4 回帰分析の結果 (重回帰, 1994-2000年)

	OLS	最尤法	LOGIT
定数項	2.478 (0.608)	2.233 (0.565)	-0.024 (-0.013)
景気動向指数 (DI)	-0.011 (-0.805)	-0.015 (-0.865)	-0.003 (-0.322)
長期金利 (10年国債)	-0.515 (-0.562)	-0.430 (-0.506)	-0.219 (-0.547)
為替レート (円/\$, 月次変化率)	0.214 (1.584)	0.217* (1.709)	0.093 (1.382)
実績 ROE 平均の格差	-0.015 (-0.026)	0.026 (0.042)	0.295 (1.010)
上場企業倒産件数	0.160 (0.245)	0.315 (0.493)	-0.378 (-1.062)
日経平均月次リターン	-0.023 (-0.372)	-0.025 (-0.327)	-0.073* (-1.675)
R * R	0.076	0.081	0.109
adj. R * R	0.001	0.007	
Percent Correct Predictions			0.630

(注) 1) 表内の数値は各変数のパラメータ (カッコ内は t 値)

2) 推計期間: 1994年1月~2000年12月

3) 尚, ラグを採ったものは必要に応じて期間外のデータを用いた

4) ***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意

5) OLS の t 値は White [1980] の不均一分散一致標準誤差を用いて計算

6) 最尤法は残差の一次の自己相関を考慮した手法

7) LOGIT モデルは, Growth/Value がプラスの時に1となるダミー変数を対象とした分析

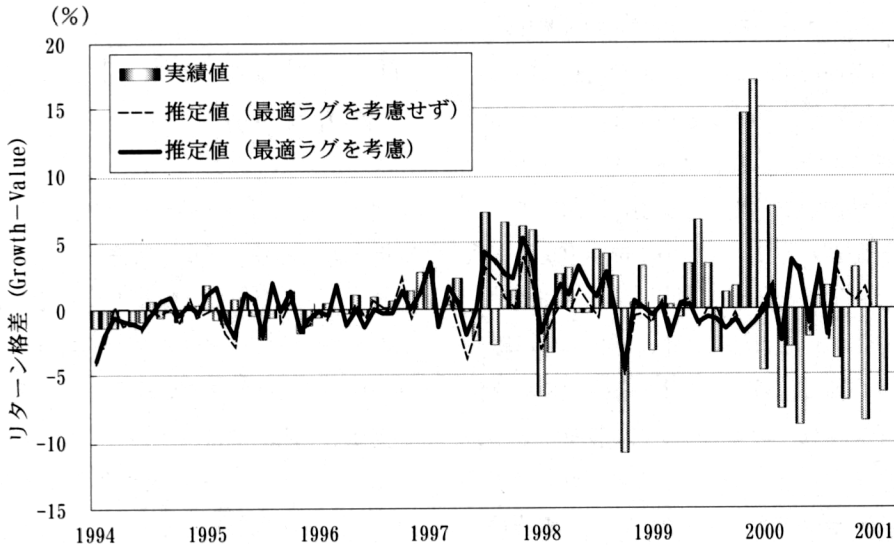
Solensen and Lazzara [1995], Kao and Shumaker [1999], 英国市場を対象とした Levis and Lioudakis [1999] の結果と概ね符合している。

また, わが国のグロース株には輸出関連株が多い点を踏まえると, 為替相場の動きもグロース/バリュエに影響を与えられると思われる。分析

結果は, 円安がグロース株優位, 円高がバリュエ株優位に働くことを示しているが, これは自然な結果であろう。

信用リスクに関しては, 信用リスクの高まりがグロース株に優位に働くという結果が得られている。これはバリュエ株の中に財務安定性が劣る銘柄が多いことを踏まえると自然な結果で

図2 グロス／バリュートの推計値と実績値



(注) 推計値は1994.1～1998.12のデータを用いた分析結果から算出。

であろう⁴⁾。他方、ROE 格差に関するパラメータはプラスながらも有意な結果が得られなかった。また、回帰分析では市況要因に関する変数も加えたが、日経平均が下落する場面ではグロス優位、上昇する場面ではバリュー株優位となるようである。

次に、表2は同様の変数を用いて重回帰分析を行ったものである。これによると、一部の変数のパラメータが説明力を失っているが概ね単回帰分析と同様の傾向が見られる。このように1994～1998年を対象とした表1、表2の結果は予想された符号で各変数のパラメータが有意となっており、グロス／バリュートの動きがファンダメンタルズ要因である程度説明可能なことを示している（以下ではここでの分析で用いた変数を総称してファンダメンタルズ要因と呼ぶことにする）。

それでは、このような回帰結果はグロス株の1999年の急騰、2000年の急落をどの程度説明できるであろうか。表3、表4はデータ期間を1994～2000年に延ばして同様の分析を行ったも

のである。まず、表3の単回帰分析の結果を見るとパラメータが有意なのは金利のみで他の変数のパラメータは統計的に有意でなくなっている。また、表4の重回帰分析でも殆どのパラメータが統計的に有意ではない。つまり、1994～1998年の分析では認められたファンダメンタルズ要因とグロス／バリュートとの関係が1999年以降は成立していない可能性が高い。

勿論、今回の分析で扱っていない変数が重要な影響を及ぼしている可能性もあるし、表1、表2の分析結果が必ずしも普遍的な因果関係を表している保証はない⁵⁾。しかし、1999年以降のグロス／バリュートの動きが1998年までとは異なった要因で形成されていることは明らかである。表1、表2の分析結果のパラメータが経済的に説明可能な符号で有意な結果が得られていることを踏まえると、1999年以降のグロス／バリュートの動きはファンダメンタルズから乖離した部分が大きかったと考えられる。

図2は表2の回帰結果をもとにグロス／バリュートの実績値と推計値を比較したものである

が、1999年のグロース株急騰、2000年の急落は推計値で説明できない部分が殆どである。1999年は景気回復期待が高まり、為替が円高方面に振れるなどファンダメンタルズ面からはバリュース株優位が予想されるファンダメンタルズでグロース株指数が急騰した。逆に、2000年は為替が円安基調を辿り、景気の不透明感が強まる中でグロース株指数よりもバリュース株指数が優位に推移している。勿論、推計値自体の信憑性の問題はあがるが、表1、表2の各変数のパラメータが予想された符号で統計的に有意であったことを踏まえると、1999年以降のグロース／バリュースの動きファンダメンタルズから乖離した非常に不確実なものであったと言うことができよう。1999年のグロース株はファンダメンタルズ面から乖離した水準まで買われ、2000年以降の急落はその反動と捉えるのが自然であろう。実際、グロース株指数の1999年12月末時点の予想 PER は64倍と割高感が否めない状況となっており、過剰な成長期待の剥落とともに株価の調整が大きくなったと推察される。そして、この背景には過剰な成長期待の他に IT 関連株の物色対象の狭さがあったと思われる。

以上のような分析結果を踏まえると、ファンダメンタルズから今後の有望なスタイルを予想することは極めてリスクの大きい投資戦略と思われる。少なくとも、慎重な投資を求められる年金基金が負担するリスクではないと思われる。また、意図的にスタイルをティルトしない場合でも、そのような大きなリスクを意識せずに負担することはリスク管理上大きな問題であろう。意図しないリスクを回避することはリスク管理の基本である。このように考えると、基金はスタイルの偏りというリスクを排除するこ

とを慎重に検討すべきと思われる。

Ⅲ. バリュース株ポートフォリオは 高リスクか

他方、バリュース効果はリスク負担の代償という捉え方もあり、グロース株はバリュース株よりもリスクが低いという捉え方がある。そのような考え方に立てば、ややグロース寄りのスタイルを持つことはリスクを抑えたアクティブ運用と捉えることもできよう。

しかし、バリュース効果に関する近年の研究は、バリュース効果があるとしてもそれはリスクの代償ではないという見方が優勢となってきた。バリュース効果をリスクプレミアム（代償）と見る見方は Fama and French のマルチファクター CAPM 以降大きな流れとなったが、近年はバリュース効果をリスクの代償ではなく単なる企業の財務特性（Characteristics）と見る Daniel and Titman [1996] らの Characteristic モデルの主張が優勢となってきた。彼らの主張によれば、バリュース株の特徴である B/P（純資産株価比）の高さ等は Fama and French [1993] が述べるようなファクターローディングではなく企業の財務特性に過ぎないとされる。Daniel and Titman [1996] は Characteristic-balanced portfolios (B/P は同水準だがファクターに対するベータが異なるポートフォリオ群) と Factor-balanced portfolios (ファクターに対する β は同じだが異なる B/P を持つポートフォリオ群) を構築し仮説を検証した。彼らは、前者についてはポートフォリオ間のリターンに優位な差が見られる反面、後者は優位な差が見られなかったことから Fama-French モデル（バリュース効果

はリスクプレミアムとする見方)は棄却されると結論づけている。我が国における分析は事例が少ないため慎重な議論が必要だが⁶⁾、少なくとも現時点でバリューストポートフォリオがハイリスクだとは言い切れない状況である。

また、単純に1994年以降のグロース株指数とバリュースト株指数の標準偏差(年率)を比較しても、グロース株指数の19.8%に対しバリュースト株指数は19.0%と僅かながらバリュースト株指数の方が低くなっている。一般に、バリュースト株の中には値動きが荒い銘柄が多いというイメージがあるが、そのようなリスクは大部分が十分な銘柄数でポートフォリオを組むことにより相殺されるものである。サンプル数が少ない極めてラフな計算であるが、同期間の年間リターンの標準偏差はバリュースト株指数の18.0%に対し、急騰、急落場面を経たグロース株指数は40.1%と遥かに大きい。このことは足元の財務数値をもとに形成されるバリュースト株よりも成長期待を中心に形成されるグロース株のリスクが大きい可能性を示唆しているとも捉えられる。このように考えると、少なくともバリューストポートフォリオがグロース株ポートフォリオより高リスクだとは思われない。

他方、バリュースト株の場合は仮に標準偏差などで見たリスクが小さくても信用リスクが大きいことが懸念されるという見方もある。しかし、そのようなリスクは分散投資により低減できるし、図1に見るようなバリュースト株指数の多くは倒産銘柄の株価下落を既に反映している⁷⁾。実際、大型の倒産が散見される近年でも上場企業の倒産は絶対数でそれ程多い訳ではない。通常、そのような銘柄の時価総額は小さいし、組み入れ比率も決して大きくはない。十分な分散投資を行えば倒産企業がパフォーマンス

に与えるダメージはイメージされるほど大きくはないと思われる。バリュースト株への個別株投資はリスクが大きいというイメージが強いが、そうしたリスクの大部分はポートフォリオを構築することにより低減されるリスクであることを留意すべきである。

このように考えると、バリューストポートフォリオは必ずしもグロース株ポートフォリオより高リスクとは言い切れないであろう。このような観点からも、年金資金の株式運用がグロース寄りとなることは肯定されず、スタイルに中立的であるということが望ましいという議論は変わらない。

IV. 株式の運用機関構成への示唆

1. 足元の投資環境はグロース優位だが不確実性が大きい

2001年度の投資環境は、金利の低下、為替の円安水準での推移、景気低迷など、不良債権処理の加速などファンダメンタルズ面からはグロース株反発の下地が整ったと見ることはできる。このような状況は、金利の底打ち、景況感の回復、円高からバリュースト株優位が示唆された1年前の状況とは対照的である。特に日銀の量的緩和を背景とした円安水準の安定、不良債権の最終処理の本格化は中期的にグロース株優位に働く可能性が高いようにも思われる。

しかし、前述のように1999年以降のグロース/バリューストの動きはファンダメンタルズで説明できない部分が大きいこと、少なくとも1998年までとは異なった傾向であることを踏まえると、ファンダメンタルズから有望なスタイルを予想し、それに賭けることのリスクは決して小

さくない。また、意図的にスタイルをティルトさせていない場合でも既存の運用機関構成がグロースに偏っていれば同等のリスクを内包することになる。そして、以下に示すように実際に意図せずにグロースに偏った運用をしている年金基金は少なくないと思われる。

2. スタイルのリスクを考慮した運用機関構成が重要

現在、年金基金の株式運用では意図的にグロースかバリュエーションにティルトした方針を持っているのは少数派であろう。しかし、市場型アクティブと呼ばれる商品の多くが実質的にグロースに近い現状を踏まえると、実際の年金資金の株式アクティブ運用はややグロースに偏っているケースが多いと思われる。

表5は、株式アクティブ商品のスタイル間の相関関係を見たものであるが、市場型アクティブ商品とグロース型アクティブ商品間の相関係数は平均0.37、中心値0.49と高い。つまり、市場型商品の多くがグロース型に近い運用となっていることを示唆している。市場型アクティブの多くではボトムアップアプローチを重視することが多いが、そのようなリサーチを重視したプロセスではバリュエーションよりも企業の成長性に注目する傾向がある。それは必ずしも否定されるものではないが、基金は実質的なスタイルを踏まえた上で運用機関構成を考える必要がある。

これに対し、バリュエーション株商品は市場型、グロース型との相関関係が弱い。バリュエーション型と市場型の相関係数の平均は-0.05、バリュエーション型とグロース型の相関係数の平均は-0.15とともにマイナスである。つまり、バリュエーション型ファンドはファンド全体へのリスク低下効果が大きい。

表5 各スタイル間の相関係数

	平均値	中心値	標準偏差
市場型*グロース型	0.19	0.28	0.46
市場型*バリュエーション型	0.48	0.49	0.24
グロース型*バリュエーション型	0.19	0.38	0.57

(注) 1) 異なるスタイルのファンド間の相関係数。

2) 計測期間：1997.4-2000.3

3) NRC運用機関データベースより作成。

アクティブ運用全体の巧拙はアクティブ運用全体のインフォメーション・レシオ（アクティブリターン／アクティブリスク）で評価できるが、期待されるアクティブリターンが同一であればグロース型よりもバリュエーション型の方がアクティブ運用の効率性を高める可能性が高い。なぜなら、期待リターンが同程度のファンドを追加する場合、他のファンドとの相関関係の低いファンドを追加する方がアクティブリスクを抑制できるからである。特に、アクティブ運用がややグロース寄りに偏っている現状を踏まえると、そのような効果は大きいと思われる。

有望なスタイルにティルトすることにより大きな収益を得ることができる可能性はあるが、本稿の分析結果が示唆するように大きなリスクを伴う。また、意図的にスタイルをティルトしていない場合でもスタイル管理が行われていないことにより偏ったスタイルになっていけば同じようなリスクを負担することになる。基金はそのようなリスクを取ることにについて、より慎重に考えるべきである。特に、スタイルの動きに不確実性が大きい現状を踏まえると、運用機関構成の構築では、スタイルから生じるリスクを避けた中立的なスタイル管理が望ましいと思われるし、スタイルによるリスクを放置することは受託者責任の観点からも問題があろう。年金基金は自らが採用しているファンドのスタイルを客観的に認識し、スタイルの偏りによるリ

スクを慎重に考えた上で株式の運用機関構成を考えるべきである。

注

- 1) Salomon Smith Barney のスタイルインデックスは広範な指数体系である Salomon Smith Barney ワールドエクイティインデックスのサブインデックスの一つである。従来、スタイル別インデックスはPBRのみで分類されることが多かったがSSBインデックスでは複数のスコアを用いた分類手法を採っている。グロースの指標としてはEPS成長率、増収率、内部成長率を用い、バリュースタイル指標としてはPBRの他、PCFR、PSR、配当利回りを用いている。
- 2) 多くの株式アクティブ商品では時価総額や売買代金などからスクリーニングを行い投資対象候補をある程度流動性が確保できる銘柄に絞っていることが多い。本稿ではグロース/バリュースタイルの問題に焦点を絞るが、大型/小型の問題についても十分な注意が必要である。
- 3) 但し、日本のデータを対象とした渡部・小林 [2001] ではバリュースタイル効果の源泉が過剰反応であるという仮説は否定されている。
- 4) バリュースタイル株の中に信用リスクが高い銘柄が少なくないのは事実であろうが、Ⅲで述べるように倒産銘柄などがバリュースタイル株ポートフォリオに与える影響はイメージほど大きくはない。
- 5) 通常、分析期間を長くすればパラメータの安定性は増す。しかし、株価とファンダメンタルズ要因との関係は局面毎に異なっている可能性もあり長期間の分析が良いと一概には言えない。寧ろ、 μ 、 σ といったパラメータは企業の成長性や収益変動性のプロクシーであり、経済構造の変化とともに変化すると思われるのが自然であろう。
- 6) 日本市場のデータを用いた分析に久保田/竹原 [2000]、Jagannathan/Kubota/Takehara [1998] などがある。
- 7) Salomon Smith Barney のインデックスでは倒産銘柄はその月の月末に除外される。通常、倒産した企業は即時に整理ポスト、或いは監理ポスト経由で整理ポスト入りした後上場廃止になるため、ポスト入り時にインデックスに採用されていれば倒産による株価下落はインデックスに反映されることになる。

参考文献

- 久保田敬一・竹原均 [2000], 「リスクファクターモデルと財務特性モデルの判別: Fama-French model の検証をめぐる問題」『現代ファイナンス』No. 8, 3-15頁。
- 中嶋幹・佐々木隆文 [2000], 「株式スタイル分類方

- 法に関する一考察」『年金レビュー』5月号。
- 松村尚彦 [1998], 「バリュースタイル効果とミス・プライシング修正仮説」『証券アナリストジャーナル』2月号, 16-30頁。
- 渡部肇・小林孝雄 [2001], 「業績予想, 業績サプライズとバリュースタイル株効果」, 『現代ファイナンス』No. 9, 41-66頁。
- Daniel, K. and S. Titman [1997], "Evidence on the characteristic of cross sectional variation in stock returns", *Journal of Finance* 52, pp. 1-33.
- Fama, E.F. and K.R. French [1993], "Common risk factors in the returns on the stock and bonds", *Journal Financial Economics* 33, pp. 3-56.
- Jagannathan, R., K. Kubota and H. Takehara [1998], "Relationship between labour income risk and average return: Empirical evidence from the Japanese stock market", *Journal of Business* 71, pp. 319-347.
- Kao, D. and R. Shumaker [1999], "Equity Style Timing", *Financial Analyst Journal*, Jan/Feb 1999, pp. 37-48.
- Lakonishok, L., A. Shleifer and R.W. Vishny [1994], "Contrarian investment, extrapolation and risk", *Journal of Finance* 49, pp. 1541-1578.
- Levis, M. and M. Liodakis [1999], "The Profitability of Style Rotation Strategies in the United Kingdom", *Journal of Portfolio Management Fall*, pp. 73-86.
- Sorensen, E. and C. Lazzara [1995], "Equity Style Management: The Case of Growth and Value", in R. Klein and J. Lederman ed., *Equity Style Management*, pp. 67-83, Irwin.
- (日興リサーチセンター年金研究所主任研究員)