

(資産運用)：株式の低リスク効果について考える

この数年、リスクを抑えることでポートフォリオの効率性が改善するという、低リスク効果を狙った、株式ポートフォリオが注目を集めている。低リスク効果の理由には諸説あるものの、その点を含め、低リスク効果は今後も、資産運用において重要な選択肢になると考えられる。

この数年、資産運用の世界で注目を浴びているのが、スマートベータと呼ばれる運用手法である。株式市場において、TOPIX（東証株価指数）のような時価総額に応じて市場の全銘柄に資金を投資したポートフォリオ（市場ポートフォリオ）の指数より優れたパフォーマンスをあげる（リスク1単位あたりのリスクプレミアムが大きくなる）指数への投資を指す。特に注目を集めているのが、最小分散ポートフォリオと呼ばれる、リスク（分散）が最小となるようにした株式ポートフォリオである。このポートフォリオ(指数)の背景にあるのが、低リスク効果と呼ばれる現象である。

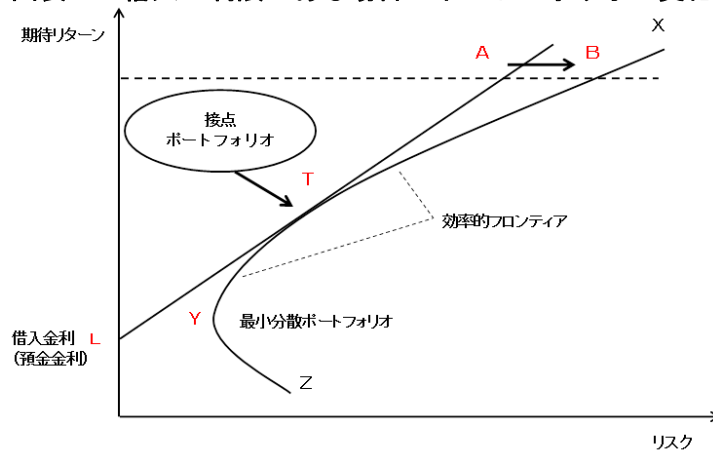
低リスク効果とは何か。リスク回避的な投資家を前提とする現代ポートフォリオ理論では、リスクの高い株式ほどより高いリターンを要求されるとする。そのため、リスクの高い銘柄ほど、より高いリスクプレミアムが得られる、と想定する。この考え方をさらに発展させた資本資産価格モデル（CAPM）は、各銘柄のリスク全体を市場ポートフォリオに関連したリスク（市場リスク）と銘柄固有のリスクに分ける。市場ポートフォリオに投資すると後者のリスクは消滅するのに対し、前者の市場リスクは残るのでリスクプレミアムが期待できるとする。各銘柄の持つ市場リスクが市場ポートフォリオの何倍あるかを表す指標がベータ（ β ）である。したがって、各銘柄の持つ期待リスクプレミアムはベータの表す市場リスクに比例する。

ところが、数十年にわたる過去のリターンを分析してみると、市場リスク（ベータ）が増加してもリスクプレミアムはさほど増加しない。各銘柄の持つリスク全体でも、リスクの小さい銘柄の方が大きな銘柄よりもリターンが高いことが多い。これが低リスク効果あるいは低ボラティリティ効果である。最小分散ポートフォリオはこの低リスク効果を利用した運用戦略の1つである。

では、低リスク効果が発生する背景をどう説明するのか。第1の仮説は債務（借入）の制限である。ポートフォリオ理論によると、借入や無リスク資産の保有が許されている投資家は、図表1の効率的フロンティア（XYZ）へ、借入金利Lから引いた接線上のどの点からもポートフォリオを採用することができる。投資家が自由に借入をでき、そのリスク許容度と目標リターンが接点ポートフォリオTより高ければ、借入を使ってその右にあるポートフォリオ（図表1のA）を選択する。

ところが、現実にはほとんどの機関投資家は規制などによって借入を禁じられている。そのため、もともとの効率的フロンティア（XYZ）上でしかポートフォリオを選択することができない。そこで予定利率など目標リターンを達成するために、ポートフォリオAと同じ期待リターンでよりリスクの高い（リスクの高い銘柄の割合が高い）ポートフォリオBを選択せざるを得ない。その結果、市場全体でリスクの高い銘柄が割高となりリスクの低い銘柄が割安となる、と言う。

図表 1：借入の制限がある場合のポートフォリオの変化



第2の仮説は自信過剰や宝くじ効果といった、投資家の非合理的行動を原因とする。前者は株式の価値を自分が他の投資家よりも正確に評価できるという自信のある投資家が、より期待リターンの高い、高リスク銘柄への配分を増やす行動である。また宝くじ効果とは、個人投資家がリスクを過小評価し、「当たれば高い」大きな収益の期待できる銘柄を選択することを指す。第3の仮説が運用機関のインセンティブを指摘する。多くのアクティブ運用機関の実績は、そのリターンがベンチマークである市場ポートフォリオをどれだけ上回ったかによって評価される。そのため当面株価の上昇が続き、株式市場全体のリスクプレミアムがプラスになると判断すると、市場ポートフォリオよりリスク（ベータ）の高い銘柄により多くの資金を振り向けざるを得ないことを、低リスク株効果の理由とする。

実は低リスク株効果は、すでに1970年代前半から指摘されていた。もしも当時から、割高の高リスク銘柄を売り、割安の低リスク銘柄を買う動きがあったのなら、低リスク株効果はすでに消滅していてもおかしくない。しかしそれ以降現在に至るまで、無くなっていない点を見ると、上述した3つの要因は構造的に継続し、簡単には解消しないのかもしれない。

とはいえ、低リスク株効果を利用したファンドに投資するにはいくつかの点に留意する必要がある。第1にリスクを抑える効果は株価の下落時期により強く発揮される。昨年11月からの上昇相場にある米国では、リスクの低い銘柄のリターンが総じて低くなっている。第2に特にリーマンショック以降、下方リスクへの懸念から最小分散ポートフォリオなど低リスク株効果を利用するファンドが注目を浴び、機関投資家だけでなく、ETF（上場株式投信）などを通じた個人投資家の資金もかつてないほどの規模で集まっている。その結果、低リスク株効果が薄れてしまう可能性がある。第3に低リスク株ファンドのポートフォリオの中身が往々にして、割安株効果（成長性の低い株式の方が高い株よりもリターンが高い現象）や高配当株効果（配当利回りの高い株式の方が低い株式よりもトータルリターンが高い現象）を狙ったファンドと重なっているため、パフォーマンスが類似する可能性がある。

これらの点に注意を払う必要はあるものの、低金利が続くなかある程度のリターンを稼ぎ出す必要がある年金基金にとっては、リスクを抑えてリターンを狙える低リスク株ポートフォリオがスマートベータの中でも重要な選択肢の一つになりつつあるようだ。

（名古屋市立大学大学院 経済学研究科 臼杵 政治）