

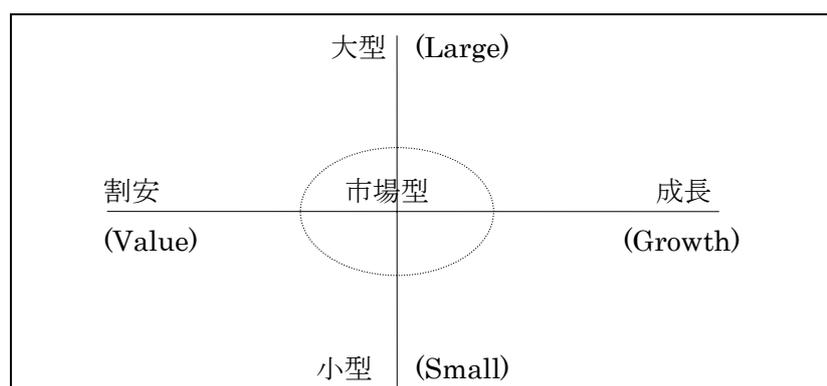
委託者から見た株式運用スタイル

株式ポートフォリオのリスク管理や、運用機関の選択・評価には、運用スタイルの考え方が有益である。しかし、特化型運用が緒についたばかりのわが国では、まだ運用スタイルについて流動的な面が多い。今後も、折に触れて運用スタイルの問題を取り上げていきたい。

今年に入り、わが国の株式市場を対象とするスタイルインデックスが Russell/NRI、大和証券/大和総研から発表された。また、日興証券/BARRA も共同で開発中のようである。スタイルインデックスの開発が相次ぐ背景には、株式ポートフォリオの構築・管理や運用機関の選定・評価に、運用スタイルが役に立つという認識の広まりがある。

一般的には、大型株(Large)ー小型株(Small)と、割安株(Value)ー成長株(Growth)を2軸に、スタイル分類(スタイル・マップ)されることが多い。

スタイル・マップ



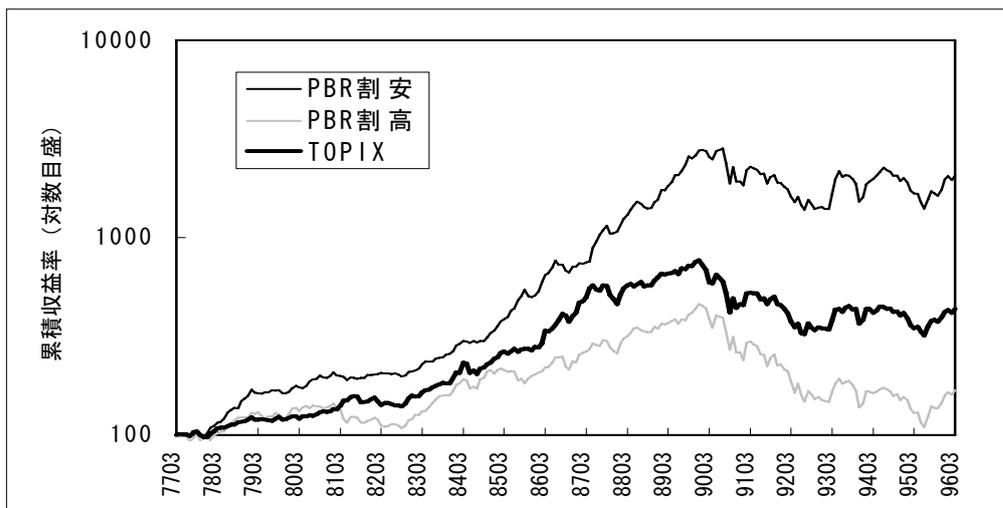
委託者は、運用機関がスタイル・マップの、どこに位置するのかを把握しておく必要がある。でないと、複数の運用機関のスタイルを合成した結果に偏りがある場合、運用スキルに加えて、スタイルによるリスクも(場合によっては意図せずに)取ることになるからである。

また、運用機関を評価する場合にも、運用スタイルを考慮する必要がある。例えば、小型株に特化したマネジャーを大型株特化のマネジャーと単純に比較したり、TOPIXをベンチマークに勝ち負けを論じたりするのは、尺度が間違っており、公平でないからである。

スタイル分類は、運用スタイル毎に短期的な収益率が異なっても、長期的には変わらないことを前提としている。ところが、わが国の株式市場では、過去、割安株（Value）投資の収益率が顕著に優位であった。

低PBR銘柄への単純な割安株（Value）投資でも、長期的には高い収益率を確保している。もっとも、1990年代に入ってから、市場平均と変わらなくなっている。

PBR割安・割高ポートフォリオの累積収益率



(注) 東証1部上場銘柄の中から、PBR（株価/1株当たり純資産）から見た割安・割高100銘柄に等金額投資するポートフォリオの収益率を計算した。

1977年3月末を100に、1996年3月末までの期間、年1回（年度末）銘柄入れ替えとした。手数料は片道1.5%とした。

米国において、「プラン・スポンサーは直近の運用成績が良かったスタイルを選びがちだ」という報告がある。そこで教訓として、委託者は、運用機関の良好な成績が、運用スキルの高さに基づくものか、たまたまスタイルが相場動向に合致していただけなのかを冷静に判断すべきだろう。

また、わが国で、特化型運用の一つとして今後、割安株(Value)マネジャーが増加した場合、過去のような割安株投資の優位性が小さくなる可能性に留意しておく必要があるだろう。