

スタイルインデックス使用の留意点

わが国の株式市場を対象としたスタイルインデックスが、既に3種類、発表されている。しかし、規模や割安株／成長株（Value/Growth）の定義がそれぞれ異なっている。ここでは、その特色を整理し、使用する場合の留意点について指摘しておきたい。

今年に入ってから、Russell/NRI を皮切りに、大和証券／総研、日興／BARRA が相次いで、わが国の株式市場を対象にしたスタイルインデックスを発表した。

いずれも規模と割安株／成長株（Value/Growth）を軸にサブ・インデックスを構築している。ただし、規模の区切り方や、割安株／成長株の定義が異なっており、それぞれに特徴を持つインデックスとなっている。

Russell/NRI では、時価総額の計算に安定株主保有分を控除している点と、割安株／成長株の判別に資産の含み損益を考慮した実質PBRを使っている点に特色がある。後者の分類では、PBR中位の銘柄を両指数に連続して振り分け、回転率を抑える工夫がなされている。なお、リバランスは年1回（12月）である。

大和では、割安株／成長株の判別に、それぞれ別個の指標を使用しているため、Value/Growthの他に、両者のどちらにも属さない銘柄群（補完部分）を設けている点が最大の特徴である。また、規模の分類は、大型・中型・小型に3分割している。リバランスは年2回（6月、12月）である。

日興／BARRA では、大型株に対してのみ、2個の指標（PBR、売上高成長率）の合成によって、Value/Growthの区分が行われる点に特色がある。また、規模の分類は、大型（超大型、中型）、小型（マイクロ、小型ノンマイクロ）となっている。リバランスは年2回（6月、12月）である。

スタイルインデックスの概要

	Russell/NRI	大和証券／総研	日興/BARRA
投資対象	全上場、店頭登録銘柄	東大名上場、店頭登録銘柄	上場・店頭全銘柄
組み替え	年1回(12月末)	年2回(6月、12月)	年2回(6月、12月末)
規模の分類基準	時価総額	時価総額、単位株換算株式数	時価総額
規模の分類	Large (Top, Mid), Small	大型・中型・小型	大型・小型
Value/Growth	実質PBRで分類	合成指標を個別に適用	合成指標を使用
備考	安定株主保有分を控除	補完部分を設定	大型のみスタイル分類

これら3種類のスタイルインデックスについて、相互の関係を見てみたい。(1985年1月～1996年6月までの月次データから相関係数を算出した。)

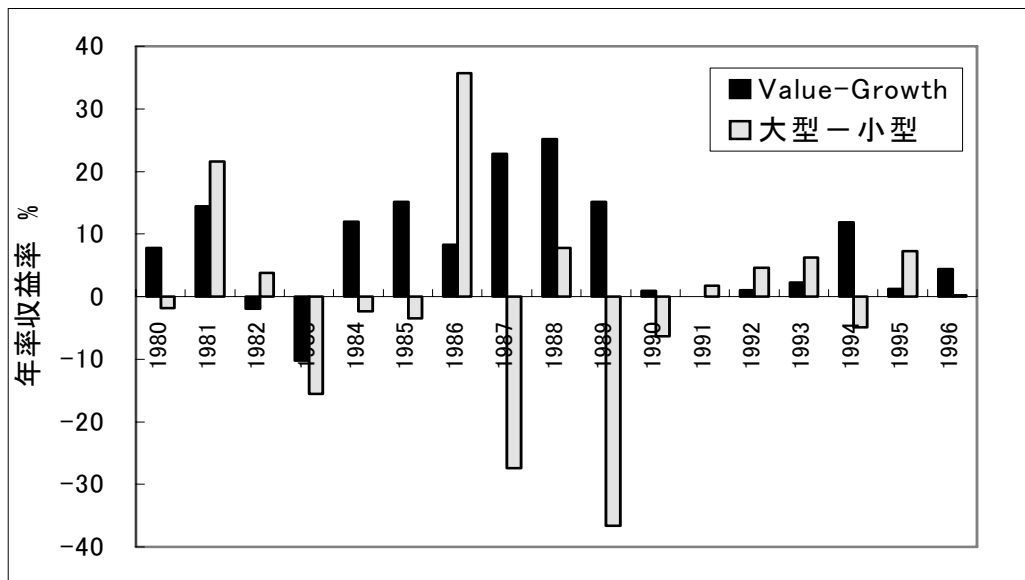
各社の総合指数間の相関は高い(相関係数は0.99程度)。また、Valueインデックス間の相関も高い(相関係数が0.98程度)のに対して、Growthインデックスでは少し低く(相関係数が0.93)なっているのは、成長株の定義に差があることを如実に示している。

そこで、成長株の運用機関を評価するベンチマークとしてGrowthインデックスを採用する場合には、各社の指数で定義が異なる点に、注意が必要である。

運用機関の投資スタイルを見ると、割安株投資か成長株投資かを重視することが多い。しかし、スタイルインデックスの相関係数を見ると、Value/Growthインデックス間で0.88(最も低い大和の値)なのに対して、大型/小型では0.8以下である。

スタイルインデックス間の年率収益率の差を見ても、大型株/小型株の収益率の差は、プラス・マイナス双方向にブレが大きい。つまり、スタイルをポートフォリオのリスク管理の一環として見る場合には、割安株/成長株の位置付け以上に、大型株/小型株の管理が重要である。

スタイルインデックスの収益率の差



注：Russell/NRIの指数より作成した。1980年1月～1996年9月までの配当込み収益率である。

また、Value/Growthインデックスは、計算方法からいって、総合指数(あるいはTOPIX)よりも回転率が高くなる。そのために、各インデックスに連動させたパッシブ運用を試みたとしても、次第に連動性が低下する宿命にあることに留意が必要である。