

## アクティブ運用の復権

### 目 次

- . いまなぜアクティブ運用か
- . 期待リスク・プレミアムの時系列変動
- . アクティブ 対 パッシブ
- . アセット・アロケーション
- . まとめ

投資企画部 クオンツグループ 角田 康夫

### . いまなぜアクティブ運用か

1987年4月1日から2004年3月31日までの東証株価指数1部総合(TOPIX、ただし配当込み)の17年間の累積リターンは図表1に示すとおりマイナス27.5%であり、これを年率幾何平均にするとマイナス1.9%になる。この期間のコール金利の平均は2.2%であり、したがって株式リターンから無リスク・リターンを引いたリスク・プレミアムはマイナス4.1%であった。その間のリターンの標準偏差は20%とかなり高いものであったから、その高いリスクを負担した投資家は報酬を得られなかったことになる。ただ、その17年間の年度最高リターンは51%(最低リターンはマイナス27%)であったから、適切な時期を選べば高いリターンを上げることは不可能ではなかったはずである。

米国では2000年にリスク・プレミアム論争が注目を集めた。戦術的アセット・アロケーションのマネジャーとして著名なロバート・アーノット(米国のフィナンシャル・アナリスト・ジャーナルの現在の編集者でもある)が将来を展望して、今後10年程度の株式のプレミアムはもはやゼロに近いはずと口火を切ると、マーケットの論客として名高いピーター・バーンスタイン(わが国では『リスク 神々への反逆』の著者として著名)も20世紀後半の米国株式市場の高い実績リスク・プレミアムは例外的な幸運の結果だという見解を示した。しかもバーンスタインはそのようなリスク・プレミアム低下予想の下で行われる

図表1：資産別リターン・リスク推移

年度	債券		株式		外国債券		外国株式	
	リターン	リスク	リターン	リスク	リターン	リスク	リターン	リスク
1987	3.9%	3.4%	15.4%	17.7%	-6.0%	11.2%	-21.3%	18.1%
1988	2.8%	4.4%	15.5%	21.4%	7.2%	11.6%	24.5%	27.1%
1989	-4.2%	4.2%	-9.4%	18.6%	32.0%	11.5%	43.1%	25.8%
1990	8.6%	3.0%	-10.9%	15.8%	1.3%	10.5%	-2.7%	15.0%
1991	12.0%	4.8%	-27.5%	30.2%	5.1%	10.3%	3.4%	18.5%
1992	9.9%	4.3%	2.0%	29.6%	-2.8%	7.8%	-4.7%	17.5%
1993	7.5%	2.7%	10.1%	21.1%	-6.2%	6.8%	-0.9%	11.3%
1994	6.7%	3.7%	-15.7%	25.3%	-7.4%	8.6%	-5.2%	13.2%
1995	6.5%	4.3%	26.2%	21.4%	37.1%	10.0%	56.7%	15.4%
1996	6.7%	4.7%	-15.5%	16.7%	20.0%	12.4%	39.5%	14.6%
1997	4.7%	4.1%	-8.0%	17.3%	15.5%	9.9%	51.8%	11.9%
1998	2.9%	2.7%	2.3%	16.0%	-3.6%	9.7%	0.1%	17.0%
1999	2.1%	4.3%	35.6%	20.5%	-17.9%	16.0%	3.4%	22.6%
2000	4.7%	4.6%	-24.6%	18.9%	26.3%	15.4%	-6.4%	19.8%
2001	0.9%	2.7%	-16.3%	16.4%	8.4%	12.3%	3.9%	14.4%
2002	4.3%	1.8%	-24.9%	16.9%	15.5%	11.8%	-32.4%	17.0%
2003	-1.7%	1.3%	51.1%	15.9%	0.2%	9.5%	24.7%	21.2%
算術平均	4.5%		0.1%		6.8%		9.2%	
幾何平均	4.5%		-1.9%		6.3%		7.8%	
標準偏差		3.7%		20.3%		11.2%		18.5%
最大値	12.0%	4.8%	51.1%	30.2%	37.1%	16.0%	56.7%	27.1%
最小値	-4.2%	1.3%	-27.5%	15.8%	-17.9%	6.8%	-32.4%	11.3%
87-94	5.9%	3.8%	-2.6%	22.5%	2.9%	9.8%	4.5%	18.3%
95-03	3.4%	3.4%	2.9%	17.8%	11.3%	11.9%	15.7%	17.1%

\*1：債券はNOMURA-BPI総合インデックス、株式はTOPIX(配当込み)、外国債券はシティグループ世界国債指数(為替ヘッジなし、日本除き)、外国株式はMSCI世界株式指数(為替ヘッジなし、日本除き)

\*2：リターンは年度所有期間リターン、リスクは3月末を基準として過去24ヵ月間の標準偏差の年率換算値

\*3：算術平均および標準偏差は17年間の月次リターンをもとに年率換算した値

\*4：87-94、95-03は当該期間の年度リターンとリスクの平均値

インデックス運用は魅力がないとも述べている。これに対して、アセット・アロケーション策定時に使用する長期的なリターンとリスクのデータ供給者として知られるエール大学のロジャー・イボットソンは、期待リスク・プレミアムの変動は予測しがたいので、予測値として過去実績の長期的な平均を用いるべきことを主張した<sup>注1</sup>。

アーノット＝バーンスタインとイボットソンはそれぞれ有力なファイナンス理論の立場を代表している。イボットソンはこれまで支配的であった静的な資産価格理論(その代表が資本資産評価モデル(CAPM))の立場を代表しており、株価はランダムウォークするのでその予測は困難とする立場である。これに対しアーノット＝バーンスタインは、期待リスク・プレミアムは時系列的に変動していて、しかもそれには平均回帰的な動きが認められ、期待リスク・プレミアム(そして期待リターン)は予測可能であるという立場である。後者の理論を主張する代表的な学者がジョン・Y・キャンベルであり、著書<sup>注2</sup>でその理論を確

注1 詳細は、山口勝業「わが国の株式リスク・プレミアム：実証と応用」第4回 SAAJ - 日本ファイナンス学会 共同セミナー講義録、2003年12月を参照。

注2 ジョン・Y・キャンベル、ルイス・M・ピセイラ、(監訳)木島正明、『戦略的アセットアロケーション 長

認することができる。

リスク・プレミアム(もっと端的にいえばリターン)が予測可能であり、それを利用して投資を行うことは結局あの悪名高いマーケットタイマーになることではないかという疑問を抱いた人がいるならば、それは正しい。確かに新しい理論はマーケットタイマーを容認するのである。マーケットタイマーとは簡単に言えば、価格が上がる前に証券を買い、下がる前に証券を売る投資家を意味し、そういう戦略をマーケットタイミング戦略と呼ぶ。この戦略は投資家ならば誰もが一度はあこがれたことのある戦略であると共に、満足できる成果を得ることが非常に困難であることも多くが認める戦略でもある。しかし図表1に示したように、リスクとそのプレミアムの関係が成立しないという苦い経験を積んだわが国の投資家としては、マーケットタイミングの問題をもう一度真剣に考える必要があると思われる。

本稿ではマーケットタイマー容認の立場でアクティブ運用について考えることを目的としている。次の 2 ではリスク・プレミアムの時系列変動についてさらに検討し、なぜ期待リスク・プレミアムが予測可能なのか、なぜマーケットタイマーなのかを掘り下げる。そしてアンドリュー・ローの適合市場仮説という効率市場仮説に対抗する仮説も検討する。

2 では株式パッシブ運用のメリットとデメリットについて考え、また株式のアクティブ運用に課せられた制約についてオルタナティブ投資と比較する。3 は株式リスク・プレミアムの時系列変動が直接大きな影響を与えるアセット・アロケーションを検討する。まずアセット・アロケーションの静的な戦略である政策ポートフォリオを批判したバーンスタインのエッセイを紹介し、彼が提案する両極ポートフォリオを検討する。次にその根拠とも考えられるシェフリンとスタットマンの行動ポートフォリオ理論を紹介し、平均(リターン)と分散(リスク)だけでは拾いきれない投資家の効用をどのように考慮すべきかについて検討する。4 はまとめである。

## 1. 期待リスク・プレミアムの時系列変動

### 1. 株式の平均回帰とリターンの予測可能性

期待リスク・プレミアムの時系列変動とは、期待リスク・プレミアムは経済状況とともに常に動いており一定ではないということの意味している。実績の株式リスク・プレミアム、つまり期間を区切って観測された株式リスク・プレミアムがその時々で変動していることは図表1をみても容易に想像がつくが、ここで問題にしているリスク・プレミアムは期待値であるから、人々が平均的に予想する株式リスク・プレミアムであり、それが安定していないという意味である。なお、多くの人には期待リスク・プレミアムよりも期待リ

ターンのほうがなじみがあると思われるが、すでに記したように、リターンから無リスク・リターンを引いたものがリスク・プレミアムであり、リターンとリスク・プレミアムはほぼ同じ動きをするから、期待リスク・プレミアムを期待リターンに置き換えても議論は成立する。

それではなぜ期待株式リスク・プレミアムが変動すれば株式リスク・プレミアムが予想できるようになるのだろうか。それは株式が平均回帰的な動きをするからである。株式が平均回帰するとは、ファンダメンタルズ(市場平均の配当利回りや益利回り)との乖離を用いてリターンの予測が可能であることに他ならない。もう少し簡単に言えば、株式市場全体の配当利回りや益利回りが相対的に高い(つまり価格は低い)時期の将来の市場全体のリターンは高く、反対に配当利回りや益利回りが相対的に低い(価格は高い)時期の将来のリターンは低いと予想される。この関係を基にして、キャンベルは相対リスク回避度一定のすべての投資家が「戦略的なマーケットタイマー」として、配当利回りやイールドスプレッド(益利回りと債券利回りの差)、その他の情報から発せられるシグナルに合わせて、ポートフォリオを徐々に調節すべきことを主張する。もう少し踏み込んで言えば、機会を逸する恐れがある静的な戦略よりも、ダイナミックで逆張りのアセット・アロケーション(戦術的アセット・アロケーション)を推奨するのである。

もちろん言うまでもなく、多くの人が骨身にしみて感じているとおり資産リターンを予測することのリスクは極めて大きく、簡単に期待リスク・プレミアムが予測できるというものではないし、また、ある時期に通用した手法がいつでも通用するというものでもないことは肝に銘じておく必要がある。

## 2. 適合市場仮説

期待リスク・プレミアムの時系列変動を唱えるのは標準ファイナンスに属する学者であるキャンベルの専売特許ではない。人々の行動における心理的側面を重視する行動ファイナンスに属する学者たちも同じことを唱えている。その代表的な例としてアンドリュー・W・ローの適合市場仮説(Adaptive Markets Hypothesis)<sup>注3</sup>を紹介する。ただしその前に標準ファイナンスと行動ファイナンスの違いについて少し考えてみよう。

標準ファイナンスと行動ファイナンスの大きな違いは、標準ファイナンスは「リスクとリスク・プレミアムは対応している」と考えているが、行動ファイナンスは必ずしもその対応関係は成立しないと考えている点にある。バリュー株の高パフォーマンス<sup>注4</sup>を例にす

---

注3 Lo, A.W., "Reconciling Efficient Markets with Behavioral Finance: The Adaptive Markets

Hypothesis", *Journal of Investment Consulting*, Forthcoming. なお、ローを代表的な行動ファイナンス学者とするのは躊躇されるが、この論文を読む限り行動ファイナンス系としても差し支えないと思われる。

注4 バリュー株とは文字通り割安株を意味し、計量的に分類すると低 PBR や低 PER の銘柄が該当する。この

ると、標準ファイナンスではバリュー株には弱みを持つ企業が多く含まれておりその分リスクが高いと考えるが、行動ファイナンスではそれは銘柄の特性と考えリスクとの明確な関係を認めない。事実、実証データによれば、バリュー株インデックスのボラティリティーはグロース株インデックスのそれを下回るから、バリュー株はグロース株よりハイリスクだとは一概に言えない。したがってこの点に関しては行動ファイナンスの主張に分があるようだ。

さて、適合市場仮説に戻ると、ローは現実の市場を考えるのに効率的市場仮説ではなく進化論とのアナロジーで、次のような考え方に基づく仮説を考えた。

1. 人々は自分自身の利害に基づいて行動する。
2. 人々は間違いをする。人々は学習し適応する。
3. 競争は適応と革新を促す。
4. 自然淘汰は市場エコロジーを形成する。
5. 革新は市場のダイナミックスを決定する。

これらからローは次の5つの含意を導いている。第1の含意は、リスクとリターンの関係が存在する範囲に関して、それは時間的に安定していないというものである。この系として、リスクとその報酬の関係は時間を通して安定してはいないと、株式のリスク・プレミアムは一定ではなく、時間と共に変動すると同時に経路依存でもある、が派生する。

第2は、市場が効率化するので裁定機会はどんどん少なくなるとする効率的市場仮説とは異なり、裁定の機会はその時々で存在するというものであり、この市場のダイナミックスがアクティブ・マネジメントのモチベーションを提供する。

3番目の含意は、投資戦略はうまくいったりいかなかったりであり、ある状況では優れたパフォーマンスであっても、別の状況では貧弱なパフォーマンスを示すことがあるというものである。これは後述するバーンスタインの政策ポートフォリオに関する主張に根拠を与えるとローはいう。

効率的市場仮説によれば高い期待リターンを得るためには十分なリスクを取る必要がある。一方、適合市場仮説によればリスクと報酬の関係は時間と共に変化しているため、高い期待リターンを得るよい方法は変化する市場条件に適合することであり、必ずしも大きなリスクを取る必要はない。これが4番目の含意である。バリューやグロースといった特性はその時々でリスク・ファクターに似た動きをする。すなわち、ある特性にとって好ましいある期間では、その特性をもつポートフォリオが高い期待リターンを獲得する。ある特定の特性に価格がつくかどうかはある時点の多数の投資家の性質に左右されて決まる。

最後の含意は、生き残りが重要な唯一の目的であり、ファンド・マネジャーはさまざま

---

定量的基準で市場の銘柄を2分割したスタイル・インデックスでは、長期的にはバリュー・インデックスのほうが成長株を意味するグロース・インデックスをパフォーマンスで上回っている。

な環境条件に適応する多様な能力を進化させること(幅広く分散された技術、特色を持つこと)によって、急速な環境条件の変化に対応できるとともに絶滅から逃れられるというものである。

最後の含意ではファンド・マネジャーが恐竜に見立てられているようでもあるが、ローのこの仮説は現実の市場の説明を意図しているだけあって、なかなかうまく市場を説明していると思われる。具体的には、いつも何がしかの裁定機会が存在すること、ある投資手法が効く時期と効かない時期があること、ハイリスク・ハイリターンという関係は必ずしも成立していないという事実などが挙げられるだろう。そしてアクティブ運用という観点から考えると、2番目の含意、つまり裁定の機会は常に存在し、それがアクティブ運用の動機付けになるという含意が重要である。

## ． アクティブ 対 パッシブ

アクティブ運用について考えるにはその対極にある運用を知ることも重要である。アクティブの対極にあるのはパッシブ運用であり、その代表的な存在である株式インデックス運用のメリット、デメリットについて考えてみよう。

株式のパッシブ運用のメリットとしては、第一にコストの低さが挙げられる。次いで、中位の成績を劣せずして手に入れられるというのもメリットの1つだろう。最後にCAPMという現代ポートフォリオ理論の中核となる理論が、市場ポートフォリオ(株式インデックス・ファンドはその代理と考えられる)と無リスク資産の組合わせを保有することがリスク回避的なすべての投資家にとって最適な戦略であると主張したのもパッシブ運用を支持する有力な根拠といえるだろう。

一方のデメリットの最大のもはパッシブ運用はフリーライド(ただ乗り)という批判である。投資家が情報を収集し銘柄を取捨選択するから金融市場の価格発見機能は機能しているのであって、そのコストを負担しないパッシブ投資家はアクティブ投資家の発見した価格のフリーライダーなのである<sup>注5</sup>。またパッシブ運用の隆盛は同時にアクティブ運用マインド(経済学者ケインズの言葉を借りて言えばアニマル・スピリッツ)の衰えであり、その衰えは市場そのものの衰退を招くだろう。なぜなら、パッシブ投資家が必要なときにインデックス・ファンドを構築したり購入できるためには、市場に潤沢な流動性が存在する必要があるが、その潤沢な流動性を提供してくれるのがアニマル・スピリッツにあふれた投資家の群れだからである。誰も情報収集しない、誰も取引しないという皆がパッシブ運

---

注5 このような誰かがやってくれるだろうという気持ちが全体の効率性を低下させる現象を社会心理学では社会的な手抜きと呼んでいる。

用をする市場を考えれば、パッシブ運用が最適という考え方はどこかおかしいことに気づくだろう。

また、インデックス運用が最善とする効率的市場仮説に対しても実証的な立場からさまざまな批判が浴びせられている。効率的市場仮説の下ではファンダメンタル価値と市場価格は一致するが、行動ファイナンスはその公式に疑問を投げかける。市場価格には投資家心理による過剰反応部分が含まれていると考えるのである。成長期待が高い企業の株式は期待が過大になり割高な水準まで買い上げられ、悪いニュースが出た企業の株式は過剰なまでに売り込まれるので割安になる。ここでも平均回帰が大きな役割を果たすのである。

これに関連して衝撃が大きいと思われる話題は、リスク・プレミアム論争で紹介したアーノットが提示したファンダメンタル・インデックスに関するものである。それは、会社規模としてファンダメンタル指標(簿価、総収入、配当、従業員数等)を用いるファンダメンタル・インデックスは、通常パッシブ運用のベンチマークとなっている価値ウエートのインデックス(S&P500、TOPIX 等)を年2%程度上回るリターンをあげるという発見である<sup>注6</sup> (図表2参照)。この理由として、株価には投資家の過剰反応分が含まれていると考えるのが妥当だろう。こうなるとインデックスの選択が問題になるわけで、この選択次第でパフォーマンスに差がつくから、結局、パッシブ運用もアクティブ運用に近づくことになる。また、ベンチマークが多様化するので、簡単に中位の成績が得られるというメリットも怪しくなってしまうかもしれない。これらから考えられるのは、現在使われているベンチマークの規範的意義は薄れてきたのではないかという疑問である。

図表2：ファンダメンタル・インデックスのリターン特性、1962年 - 2004年

インデックス	\$1の最終価値	幾何平均	標準偏差	シャープレシオ	対ベンチ超過リターン	T.E.	情報レシオ
S&P500	73.98	10.53%	15.1%	0.315	0.18%	1.52%	0.12
ベンチマーク	68.95	10.35%	15.2%	0.301	-	-	-
簿価	136.22	12.11%	14.9%	0.426	1.76%	3.54%	0.50
キャピタル	165.21	12.61%	14.9%	0.459	2.26%	3.94%	0.57
総収入	182.06	12.87%	15.9%	0.448	2.52%	5.03%	0.50
売上	184.95	12.91%	15.8%	0.452	2.56%	4.93%	0.52
配当	131.37	12.01%	13.6%	0.458	1.66%	5.33%	0.31
従業員数	156.54	12.48%	15.9%	0.423	2.13%	4.64%	0.46
平均	159.44	12.50%	15.2%	0.444	2.15%	4.57%	0.47

出典：Arnott, Hsu, & Moore, "Fundamental Indexation", *Financial Analysts Journal* March/April 2005

ベンチマークの規範性が薄れているとすると、相対リスク(T.E.)管理の重要性もまた低下していると考えられる。つまり、パフォーマンスが必ずしも良いわけではないベンチマークから乖離することをリスクと考える必要はないからである。株式アクティブ運用に課

注6 Arnott, R.D., J. Hsu, and P. Moore, "Fundamental Indexation", *Financial Analysts Journal*, March/April, 2005.

せられている(強制的および自主的な)制約条件を緩めると、アクティブ運用で追求すべきアルファ(対ベンチマーク超過リターン)は向上することがシミュレーション等で確かめられている。この効果は空売り制約を外す場合に特に大きい。近頃、年金運用ではヘッジファンドの人気の高まってきたが、わが国のヘッジファンドの大半は空売りを認める株式のロング・ショート運用か、そのネット・ポジションをゼロにするマーケット・ニュートラル運用であり、結局、多くの人はこの制約の問題点に気づいていると思われる。ただヘッジファンド(オルタナティブ投資)であれば空売りを許容し、通常の株式アクティブ運用であれば空売りを許さないといった一種のフレーミング・バイアス<sup>注7</sup>に陥っている恐れもある。再考を要する点である。

## ．アセット・アロケーション

投資プロセスの中でパフォーマンスに最も大きく影響するのはアセット・アロケーションであるというのは投資文化の共通認識となっている。同様にリスク・プレミアムの時系列変動の影響が最も大きいのもアセット・アロケーションである。期待リスク・プレミアムの時系列変動を認める立場では、推定される株式リスク・プレミアムの変動に合わせて株式で運用する比率をダイナミックに調節するのが最適な戦略になる。キャンベルが言うように、投資家は戦略的マーケットタイマーであることが期待されるのである。

これから直ちに発生する問題が政策アセット・ミックスのコンスタント・リバランス戦略の是非である。政策アセット・ミックスとは年金基金などが長期的な投資方針に基づいて策定した資産配分比率である。コンスタント・リバランスとは時価変動による資産配分比率の政策アセット・ミックスからの乖離を一定のルールに基づいて元の配分比率に戻すことをいう。政策アセット・ミックスは投資文化の中では長期的なスタンスで臨むものとされている。またコンスタント・リバランス戦略はマーケット・タイミング戦略とは対極にある戦略であり、パフォーマンスのよさで知られているというよりはむしろアセット・マネジメントの規律の維持という観点から推奨されてきたと考えられる。

わが国でも長期的方針として決定した政策アセット・ミックスを維持し、時価変動で配分比率がそれから乖離した場合(乖離幅はたとえば5%)に元の比率に戻すリバランスを行うというルールを採用している年金ファンドは多いと思われる。投資方針に基づき政策アセット・ミックスを決めるという行為そのものは有用な行為であるが、問題は冒頭にも述べたように10年以上にもわたって株式のリターンがマイナスかほぼゼロに近いという状

---

注7 本質は同じ選択問題であっても提示される形式が変化すると異なる選択をしてしまうという意思決定における心理的バイアス。



況下で株式に一定比率(しかもかなり大きな比率である)を常に配分するという方針の是非である。この点に関して再度バーンスタインに登場してもらおう。

## 1. 政策ポートフォリオは時代遅れか？

「政策ポートフォリオは時代遅れか？」というのはピーター・バーンスタインのエッセイ<sup>注8</sup>の題名であり、彼の答えはイエス、つまり政策ポートフォリオは時代遅れであると彼は考えている(バーンスタインは政策アセット・ミックスを政策ポートフォリオと呼んでいる)。今日の環境における投資政策は厳格な資産配分によるよりももっと臨機応変に演じられるべきであり、機会便乗的であるべきだというのが彼の主張である。冒頭で述べたリスク・プレミアム論争に戻るが、今日の市場では長期的観点からみた株式期待リスク・プレミアムは低すぎ、よい時も悪い時も株式に50%を超えて政策配分するポートフォリオへの執着を正当化できないとも言う。しかし、政策ポートフォリオという概念はわが国の年金運用でも中心的な位置を占めており、これを失えば年金ポートフォリオの管理者は路頭に迷った気分になるかもしれない。ではどうすればよいのか。

ここで再び登場するのがマーケット・タイミングである。長期運用を旨とする年金運用ではマーケット・タイミングの評判ははなはだよろしくない。投機的というイメージがあるし、マーケット・タイミングを実行する場合、同僚や委員会メンバーを説得するのに大変骨が折れることだろう。しかし冷静になってみると、逆張りの運用されるマーケット・タイミング戦略と、通常行われている政策ポートフォリオのリバランスの間に大きな違いはないはずであり、結局、程度の差に帰着する。バーンスタインは年金ポートフォリオに対し政策ポートフォリオの軛を取り払うこと、および戦術的アセット・アロケーションの実行を薦めるのである。

目下、彼が推奨するアセット・アロケーションは両極ポートフォリオである。1つのセグメントは良いニュースに対する備え、もう1つのセグメントは悪いニュースに対する備えであり、各セグメントはその仕事をするのにふさわしい最もボラタイルな資産に投資する。具体的には良いニュースに備える株式を中心に、極端な結果をもたらす悪いニュースに対する明示的に意図されたヘッジとして株式の周りに城壁を作るつもりで、ドル下落と地政学的リスクに備えて金先物と外貨先物に、インフレに備えてインフレ連動債に、デフレに備えて長期債に、それぞれ投資するのである<sup>注9</sup>。意図的に不動産と社債は外され

---

<sup>注8</sup> Bernstein, P.L., "Are Policy Portfolios Obsolete?", *Economics & Portfolio Strategy*, March 1, 2003. このエッセイからは2001年9月11日の米国同時多発テロの影響が強く感じられる。

<sup>注9</sup> 注意すべきはバーンスタインの念頭にあるのは米国ということである。彼が考えている目下の高水準のリスクとして挙げられているのは、戦争、核兵器、合衆国自体の戦場化、原油価格、ドル下落、デフレ懸念、財政難、インフレ懸念、世界経済の民族化、ラテンアメリカの疲弊などである。

ているが、その理由をバーンスタインは、これらの資産は良いニュースに対する反応が弱すぎるし、ポートフォリオのヘッジは防御的ニーズに留意する必要があるからだと説明する。またヘッジファンドについては、正しく運用されれば大きなリスクをヘッジするが、ニュースが良いものである場合、株式のロングよりも上昇は弱いことが難点だと指摘している。

## 2. 行動ポートフォリオ理論

バーンスタインの両極ポートフォリオの根拠となるのが、行動ファイナンス学者ハーシュ・シェフリンとメイア・スタットマンが唱える行動ポートフォリオ理論(behavioral portfolio theory)<sup>注10</sup>である。この理論のアイディアは「保険を購入する人はしばしば宝くじも購入する」という観察から来ている。理論的想定とは異なり、現実の人間行動では常にリスク回避的ということではなく、リスク回避とリスク追求がそれぞれ役割を分担している<sup>注11</sup>。人々はあたかも異なる目標とリスクに対する態度を持つ多くの「実行者」が自分の中にいるかのように行動するのである。シェフリンとスタットマンは心理学者ローラ・ロペスのSP/A理論(Sはsecurityで安全を、Pはpotentialで潜在性を、Aはaspirationで目標を意味する)に基づいて主観的確率と新たな効用関数を定義した。

このアイディアをアセット・アロケーションに適用すると、1人の人間は1人のプランナーと2人の実行者、すなわち貧困を避けることが目標である「ダウンサイド防御」実行者と、金持ちになることが目標である「アップサイド潜在性」実行者を自らの内に持つことになる。投資家は彼らの資金を多くの目標と水準に対応した多くの層に分割する。貧困を回避することを望んで債券を、まあまあの金持ちになる希望をもって分散投資された株式投信を、そして大金持ちになることを望んで個別株や宝くじを購入するのである。これらの層は行動ファイナンスでいうところの心の会計(メンタル・アカウント)に該当する<sup>注12</sup>。

シェフリンとスタットマンはマーコウィッツの平均分散理論では現実の投資家の行動は説明できないと考え、それに代わるものとして行動ポートフォリオ理論を考案した。確かに平均(期待リターン)と分散(リスク)だけで構成された効用に基づくアセット・アロケー

---

注10 Shefrin, H. and M. Statman, "Behavioral Portfolio Theory", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35,127-151, 2000.

注11 同様な考えは、ダニエル・カーネマンとエーモス・トヴァスキーのプロスペクト理論にもあり、希求水準(参照点)以下では賭けを受け入れる人々(損失領域におけるリスク追求)が、希求水準を上回る場合そのような賭けを拒否する(儲け領域におけるリスク回避)ことが知られている。

注12 この理論の元になったもう1つの観察は、人々がしばしば心の会計間の共分散を見落とすという傾向である。外国株式を高度にリスクと見なす、あるいは1つの組織である証券のロングとショートが共存することも心の会計で説明可能である。

ションは、現実の投資家の要求をカバーしきれていない可能性がある。適合市場仮説のローは効用に関して、投資管理の文脈では「より好ましい」には個々の効用関数とは独立の意味を与えることができるという。たとえば、退職時の実質資産の最低水準、10年ホライズンでペンションの資産が負債を下回る最小確率、アセット・アロケーションの意思決定における時間的に整合的な投資プロセスなどである。また心の会計を好むのは個人投資家に限られるわけではない。機関投資家が好むパッシブ・コア - アクティブ・サテライト戦略<sup>注13</sup>、あるいはリスク・バジェットティング<sup>注14</sup>も心の会計が関係していると考えられ、行動ポートフォリオ理論で十分説明可能である。

## まとめ

鴨長明の「ゆく河の流れは絶えずして、しかももとの水にあらず」という方丈記の書出しは我々日本人に無常感を感じさせる。そしてバーンスタインの主張の陰に同時多発テロの影響があるとすれば、日本的な無常観がそこにも感じられるかもしれない。しかし見方を変えれば、この方丈記の書出しはダイナミックな動きを記述していると受け取れるし、また平均回帰を示唆しているとも受取れる。したがって、新しいファイナンス理論が唱える「期待リターンは経済状況(および投資家心理)とともに動いており、一定ではない」という説は私たちにとってそれほど意外なものではないかもしれない。たとえばバリュー株が永遠に割安であり続けるならば、その投資からキャピタルゲインを得るのは難しい。バリュー株が普通の株になって初めて投資家は果実を受取れるのである。そしてそのときまた新たなバリュー株が誕生していることだろう。このようにマーケットでは均衡ではなく変化こそが常態なのである。

「期待リスク・プレミアム(期待リターン)が時系列で変動し、それは市場の平均回帰性の故に予測可能である」というのが、本稿の基調をなす考え方であった。また「裁定機会は常に存在する」という市場のダイナミクスがアクティブ運用をするための動機付けを提供するというローの説も紹介した。決して容易ではない資本市場の予測に挑戦するにはフリーライダーでよいとする消極的な精神ではなく、積極果敢なアニマル・スピリッツを必要とする。したがって証券運用の原点は平均回帰とアニマル・スピリッツであると言ってもよいだろう。利を追求する活発な精神であるアニマル・スピリッツはまた、経験から学ぶ

---

注13 ファンドの中心はインデックス・ファンドで固め、その周りに比較的风险の高いアクティブ・ファンドを配置する戦略。

注14 アップサイド潜在性を望んで資金をアクティブ・ファンドに配分するとともに、ダウンサイド防御のための安全予算としてインデックス・ファンドにも配分し、全体リスクをリスク・バジェットティングという手法でコントロールする。

賢明な精神でなくてはならないだろう。バーンスタインの政策ポートフォリオに関するエッセイはわが国でも読む人にかなりの衝撃を与えるようだ。しかし本来このような説を唱えるべきであったのは、失われた10年とも呼ばれる1990年以降のデフレを経験した私たちだったのではないだろうか。結局、他人の唱える理論を鵜呑みにするのではなく、経験と照らし合わせて修正してゆく柔軟な精神が必要とされているのである。

投資文化を覆っていた現代ポートフォリオ理論の覆いを取り外すときが来たようだ。アクティブ運用、中でも特にアセット・アロケーションにはルネッサンスが訪れそうな予感がする。

ロー(注3)、アーノット等(注6)、シェフリンおよびスタットマン(注10)の各論文について倉沢資成氏(横浜国立大学)から有益な示唆を受けた。ここに記して謝意を表したい。

(10/27 記)

#### 参考文献

角田康夫[編]、UFJ信託銀行資産運用研究会[著]『アクティブ運用の復権』金融財政事情研究会、2005年。

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部  
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）