

CARF ワーキングペーパー

CARF-J-020

スタイル運用と行動ファイナンス

東京大学大学院経済学研究科
小林 孝雄

2006 年 1 月

❁ 現在、CARF は第一生命、日本生命、野村ホールディングス、みずほフィナンシャルグループ、三井住友銀行、三菱東京 UFJ 銀行、明治安田生命（五十音順）から財政的支援をいただいております。CARF ワーキングペーパーはこの資金によって発行されています。

CARF ワーキングペーパーの多くは
以下のサイトから無料で入手可能です。
http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/workingpaper/index_j.cgi

このワーキングペーパーは、内部での討論に資するための未定稿の段階にある論文草稿です。著者の承諾無しに引用・複製することは差し控えて下さい。

スタイル運用と行動ファイナンス

Style Management and Behavioral Finance

2006年1月10日

小林 孝雄
東京大学大学院経済学研究科

※証券アナリストジャーナル 2006年1月号に掲載予定。

Abstract

This is a short essay giving the author's view on recent discussions on the economic rationale of equity style management. The essay will be printed in "Perspectives" of the *Security Analysts Journal*, January 2006.

スタイル・インデックス

日本の運用機関が株式の特化型運用に本格的に注目し始めたのは、1997 年ごろであった。同年 3 月に開かれた第 9 回日米協会共同セミナーが「株式の運用スタイルとマネジャー選択」をセミナー・テーマにしたのも、転換への大きな契機になったように思われる。日本の大手証券 3 社がスタイル・インデックスの公表を始めたのも、このセミナーの少し前であったと記憶している。運用機関相互の競争からスタイルへの特化が自然に生まれた米国と違って、日本の場合は海外文化輸入の色彩が濃かった。そのため、運用の現場にアレルギー症状をもたらしたことも否定できないが、その反面、バリュー株、グロース株、小型株などの運用に特化するマネジャーが、日本でも確実に育ってきた。

そうしたなかで、最近、話題を呼んでいるのが、『年金情報』の 2005 年 10 月号に掲載された「意味のないスタイル分析」という記事である。記事の書き手が、この分野で幾つもの著作がある横浜国立大学の浅野幸弘教授であるだけに、正直、私も驚いて、文章を拝見した。その論点は次の文章に集約されている。

「しかし、グロースとバリューで、株式評価の仕方が変わるわけでもあるまい。将来のキャッシュフローを予測して、その割引現在価値を求めるということでは、何ら変わりはない。将来のキャッシュフロー、すなわち成長性の予測が株式投資の根幹であり、たまたまそれが高かったのがグロースになっているだけだ。」

浅野氏の批判の真意はスタイル・インデックスの作成方法の技術的な側面に向けられていると思われるが、文章そのものは、特化型運用のパフォーマンスをスタイル・ベンチマーク対比で評価するという、特化型運用と密接不可分の評価システムに対する批判、さらには特化型運用そのものの否定という印象まで与える。上記の日米協会セミナーで「スタイル・マネジメントの理論的基礎」という講演を行い、その後も、金融経済学者の立場から日本でのスタイル運用の定着を説いてきた私にとっては、これは由々しき事態である。というわけで、この場を借りて、スタイル運用の経済学的原

点を再確認するとともに、それに関連して、昨今日本で起きている行動ファイナンスの流行現象について、日ごろ思うところを述べてみたい。

プリンシパル=エージェント関係とスタイル運用

金融機関の経済的機能の根本は、最終消費者の貯蓄資金を預かり、経済のさまざまな投資機会に資金を振り向けることである。資金が企業の資金調達に向かう場合でも、証券流通市場における金融資産ポートフォリオの構築に向かう場合でも、最終消費者から見れば、現在の購買力の一部を蓄積して将来の消費のための購買力に回すという作業を、金融機関に委託していることになる。経済学の用語を用いれば、これらはいずれもプリンシパル(委託者)とエージェント(受託者)の関係としてとらえることができ、両者の間での効率的なリスク分担、インセンティブ付けとモラル・ハザード、情報格差による逆選択などのいわゆるエージェンシー問題にうまく対処できるように、個々の金融制度や金融契約が時間をかけて醸成されていく。

銀行、保険、年金、投資信託など、委託する作業の種類によってエージェンシー問題の性格に違いはあるが、この中で、最終消費者の金融資産ポートフォリオ保有という目的に焦点を当てれば、最も効率的な受託金融機関が投資信託であり、それに次ぐのが年金である。年金の場合には、最終消費者が年金スポンサーに委託し、年金スポンサーが年金ファンドに委託するという二重構造となる。投資信託と年金ファンドが最も効率的という理由は、これらの機関の場合、運用の中味が比較的透明で、また受託者がファンドに持ち分を保有しないため、委託者と受託者の利益相反が軽微で、エージェンシー問題の解決が、他の金融機関に比べて容易なことに起因する。

経済に散在する個々の金融資産の価値に関する情報を収集・精査するスキルこそが、投資信託や年金ファンドなどの機関投資家の存在理由である。運用マネジャーの情報の質と予測精度が高ければ、最終消費者に資金プールと運用委託のインセンティブが生まれる。情報の獲得には規模の経済性(エコノミー・オブ・スケール)と範囲の経済性(エコノミー・オブ・スコープ)が大きく作用するので、機関投資家のこの分野での能力は個人投資家の能力を凌駕する。そして、情報能力の高

い投資家が市場のマジョリティーを占めるようになれば、市場の価格発見機能はより研ぎ澄まされ、リスクプレミアムの低減を通じて市場のリスク負担能力が拡大する。

しかしながら、運用マネジャーの情報にもノイズが含まれるので、完全な予測はありえず、精度の高い予測能力を持つマネジャーが常に勝利するわけではない。したがって、最終消費者にとっては、複数のマネジャーに運用を委託して運用リスクを分散するのが合理的となる。ここに、複数のアクティブマネジャーが市場に存在することの合理性が生まれる。そして、多数のアクティブマネジャーが情報の収集と精査で競争し合うことによって、豊富な情報が価格に織り込まれ、市場価格は正しい証券価値に近づく。市場がパッシブマネジャーばかりであれば、情報はいたずらに経済に散在するのみで、証券価値はファンダメンタルな企業情報とは関係のないところで決められてしまう。

トレーディングスキルを発揮して広く銘柄分散したポートフォリオを低コストで構築するパッシブマネジャーと、個別の証券分析のスキルを発揮して運用パフォーマンスを高めるアクティブマネジャーが、最終消費者の証券ポートフォリオ保有ニーズを満たす機関投資家の両輪である。そして、この二つの機能は、いずれも個人投資家の手ではなすことがかなわない機能である。株式の投資可能ユニバースには、米国で 8 千、日本でも 3 千に近い数の銘柄が存在する。日々の値付き率といった流動性への考慮で銘柄を絞っても、その半数は投資可能である。広大な釣り場を相手にするとき、川釣り、磯釣り、沖釣り、大海での大物釣り、と個々の釣り人の釣り場が分化するのは、ごく自然なことである。また、自分の得意とする釣り場を定めてこそ、釣りのスキルも向上する。バリュー、グロース、大型、小型という株式運用マネジャーのスタイル分化もこれと同じで、スタイル分化を促すことによって運用マネジャーの情報スキルも向上する。将来のキャッシュフローの予測が株式投資の根幹である点でバリュー株もグロース株も変わらないというのは、正しい指摘である。市場参加者が個人投資家だけであれば、バリュー株とグロース株の区別は確かにあまり意味を持たない。しかし、高度に発達した証券市場の主要な参加者が最終消費者から運用の委託を受けた機関投資家であることを顧みれば、話は大きく変わってくると言わざるを得ない。

「バリュー株アノマリー」と行動ファイナンス

バリュー株のリターンが長い期間で見ればグロース株のリターンを上回ることは、既に広く知られるようになった。これは最初に米国の株式市場で発見されたが、今では日本を含めて多くの国の株式市場で確認されている。

何につけ、物事を二つに分けると、境界線の近辺があいまいになる。真ん中近くのグロース株が短期的に値下がりしてバリュー株の仲間入りをし、真ん中近くのバリュー株が値上がりしてグロース株になることは避けがたい。日本では、週次から数ヶ月程度の期間での価格のリバーサル現象が顕著で、値下がりした銘柄は上昇し、値上がりした銘柄は反落する傾向が強い。したがって、浅野氏が指摘されるように、境界銘柄の価格反転がバリュー株インデックスとグロース株インデックスのリターン格差の一因になっていることは間違いないであろう。

しかしながら、上記の境界要因がバリュー株とグロース株のリターン格差の主因であるとは考えにくい。株式を時価・簿価比率(株価純資産倍率の逆数)で3個から5個程度のグループに分けて、両端にくる銘柄グループのリターンを長期に計測すれば、両者に大きな格差が確認されることはまぎれもない事実である。株式をバリュー株、グロース株に分割する指標として株価収益率や株主資本利益率、あるいは1株利益の成長率を用いる試みもあるが、私は個人的には、数値に短期的な変動の少ない時価・簿価比率で分割するのが妥当と考えている。

では、このバリュー株とグロース株の長期のリターン格差は何が原因で発生するのだろうか。この問い掛けは、行動ファイナンスを喧伝する研究者の格好の材料になった。業績不振企業の集合であるバリュー株は、業績リビジョンがプラス方向に大きく出る傾向が強く、その結果リターンが平均的に高くなる。また、バリュー株は、業績改善時には大幅に値上がりする一方で、業績悪化でも値下がり限定的。グロース株の場合はそれとは正反対で、業績が改善しても市場は大きな材料としては取り上げない反面、業績が悪化するときは市場の失望を誘い、株価は大きく下落する。投資家の行動バイアスを根拠とするこの2通りの説明は、聞く者をなるほどと思わせる説得力を持っている。しかし、残念ながら、現実のデータからこの仮説を裏付ける立証を得ることができなかったのだ。

私はこの説明は当てはまらないと考えている。ちなみに、このことは日本ファイナンス学会の邦文機関誌『現代ファイナンス』の2001年3月号に論文として発表している。

債券の場合、低格付け債のリターンが高格付け債のリターンを長期的に上回ることが広く知られている。人々は、これをリスクとリターンのトレードオフ原理を示す現象として、普通に納得している。私は、バリュー株の高リターン、グロース株の低リターンは、これと本質的には同じではないかと考えている。債券の場合の信用リスクの大きさは、株式の場合、業績のダウンサイドリスクやアップサイドポテンシャルの大きさになる。債券の信用リスクが利回りに反映されるように、株式の場合も業績リスクが時価・簿価比率に反映される。キャッシュフローが一定の債券に比べて株式の指標にはノイズが大きいので、この対応関係がデータの上では見えにくくなっているだけではないか、というのが私の思いである。ただ、後者のリスクは単に分布の2次モーメントの大きさでとらえられるほど単純ではないだろう。このあたりの仮説を検証するには、バリュー株の真のリスク要因を突き止め、その適切な尺度を考案し、それとリターンの関係を検証する必要がある。そのうち時間を見つけてこの問題と取り組みたいと考えている。

運用の機関化と行動ファイナンス

昨今は行動ファイナンスが流行で、行動ファイナンスの研究をしたいという学生が私の所にも押しかけるようになってきた。ただ、本屋の書棚を飾る多数の解説書を見ると、中味の薄っぺらさとおよそ科学的思考とは縁遠い思考の安易さが気になる。市場参加者の行動バイアスという話がいい例である。上記のバリュー株アノマリーの場合には、投資家が業績不振に過剰反応するからバリュー株のリターンが高くなるという。しかし、業績上昇銘柄は買い、業績下降銘柄は売りという「業績モメンタム・アノマリー」を説明するときには、投資家の保守性、つまりは過剰反応ではなく過小反応が原因であるという。両者を同時に説明しようと試みる研究者も海外にはいないではないが、私には怪しげに見える。

個人を研究対象にした認知心理学や行動心理学は、個人の行動の様々な癖を蓄積した膨大な

研究成果を持っている。日本で今はやりの行動ファイナンスは、A'という現象が観察されれば行動心理学から A を、B'という現象が観察されれば行動心理学から B を、というように、投資家行動や市場現象を行動心理学の個々の蓄積成果に対応づける作業を行う遊びにすぎない印象を与える。行動ファイナンスは、行動心理学の大家であるスタンフォード大学の故ツバースキー教授の個人意思決定モデルを理論的支柱に据えている。私は同教授を個人的に存じ上げているが、物事の奥に潜む深い一般原理を明らかにしようという科学的探求心の固まりのような研究者であった。同教授の目指された学問と日本で流行中の行動ファイナンスの間には、学問の方法論的基礎において、大きな隔たりがあると言わねばならない。アクティブ運用のマネジャーは、ベットの対象として市場のアノミーを探し求めている。市場のアノミーを探し出すのが行動ファイナンスであるとすれば、運用マネジャーが行動ファイナンスにベットするのは、至極当然の行動である。しかし、行動ファイナンスがエコノミック・ディシプリンのフロンティアを広げるサイエンスを目指すのであれば、一度振り返って、研究の方法的基礎を確認する必要がある。

本稿で述べた運用の機関化という視点に戻ると、行動ファイナンスが明らかにするようさまざまな認知心理学的バイアスにとらわれやすいが故に、最終消費者は金融資産ポートフォリオの運用を専門スキルの高い機関投資家に委託するのではないか。委託された機関投資家は、インデックス投資や運用ベンチマーク対比でのアクティブ運用など、明らかに個人の投資家とは異なる行動方針の下で投資を行う。一方で、CAPM を代表とする資産価格理論のベースにあるのは合理的な個人投資家のモデルである。行動ファイナンスの側から金融経済学の理論フロンティアを開拓しようという研究者たちは、認知心理学や行動心理学の成果を反映した新たな個人投資家のモデルをベースに資産価格理論を修正する方向を目指している。しかしながら、金融経済学がその方向に進化する可能性は高くないのではないか。本稿で述べたような機関投資家の行動モデルをベースに、また複数の機関投資家と多数の個人投資家のゲーム理論的な相互作用を内生化した新しい資産価格理論を誕生させる方向に、金融経済学のフロンティアが開拓されていくであろう。金融経済学者のコンセンサス予想がどのあたりにあるかは別にして、これが私のアクティブ予想である。