

# 第1章

## 株式価値評価と株式ポートフォリオ戦略

### この章のポイント

この章では、株式ポートフォリオ戦略について学習します。大半のテーマは1次レベルで学習してきたところかもしれませんが、しかし、本章の中心テーマを煎じ詰めれば「分散効果」で、「現在価値」と並んでファイナンスの理論の根幹を成しています。これは、株式ポートフォリオに限らず、アセット・アロケーション、国際証券投資、オルタナティブ投資といった分野で幅広く登場するアイデアで非常に重要です。また、例年必ず出題されるパフォーマンス評価（第7章）の基礎となります。

# 1 2パラメータ・アプローチ



## 1 リターンとリスクの指標－期待収益率と分散・標準偏差－

投資家が自己の資産を金融資産で運用するときには、得られるリターンとそれに伴うリスクを考慮して可能な投資対象の中から、自己にとって最も望ましい投資を選択する。すなわち、投資家は可能な投資機会(投資機会集合)の中から自己の効用を最大にする投資を決定する。このため、投資対象を決定するにあたっては、

① 投資家の選好

リターンとリスクの組合せに対して、投資家はいかなる態度で臨むか？

② 投資機会集合

さまざまな銘柄への投資によって、リターンとリスクの組合せとしてどのような選択肢が存在するか？

という2点を考察する必要がある。

これら2つの問題を、リターンとリスクとの関係に着目して考えていく。

そして、ポートフォリオ理論では、

リターンの尺度……期待収益率(収益率の期待値)

リスクの尺度……収益率の分散(または標準偏差)

を用いて分析を進める。このため、**2パラメータ・アプローチ**(2 parameter approach)あるいは**平均・分散アプローチ**(mean-variance approach)とも呼ばれる。

## 2 投資家の選好

投資家は期待効用を最大にするように行動する。その際、リスクとリターンを評価しながら投資対象を決定する。

一般に、投資家にとって、他の条件が全く同じであれば、リターンが高ければ高いほど望ましい投資対象と考えられるだろう。これに対し、リスクについての評価は投資家によってかなり異なる。経済学では、経済主体をリスクに対する態度によって、

- ① 危険中立的 (risk neutral)
- ② 危険回避的 (risk averse)
- ③ 危険愛好的 (risk loving)

の3つのタイプに分類する。

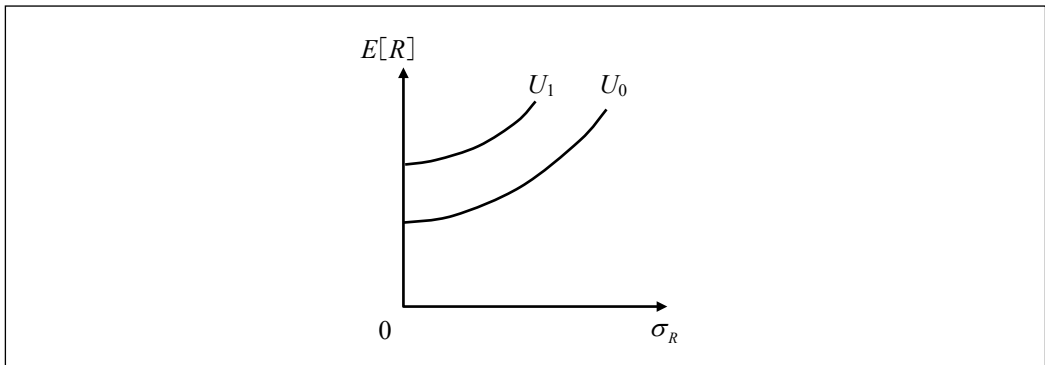
ポートフォリオ理論がその対象とするのは、**危険回避的な投資家**である。

危険回避的な投資家は、次のような性格を持つ。

- ・リスクの程度が同じであればリターンがより高い方を選択する。
- ・リターンが同じであればリスクの小さい方を選択する。

ここで、リターンの尺度として期待収益率 (収益率  $R$  の期待値)  $E[R]$ 、リスクの尺度として収益率の標準偏差  $\sigma_R$  を用いることにすれば、危険回避的な投資家の選好は次のような右上がりの無差別曲線として描ける。

《危険回避的な投資家の無差別曲線》

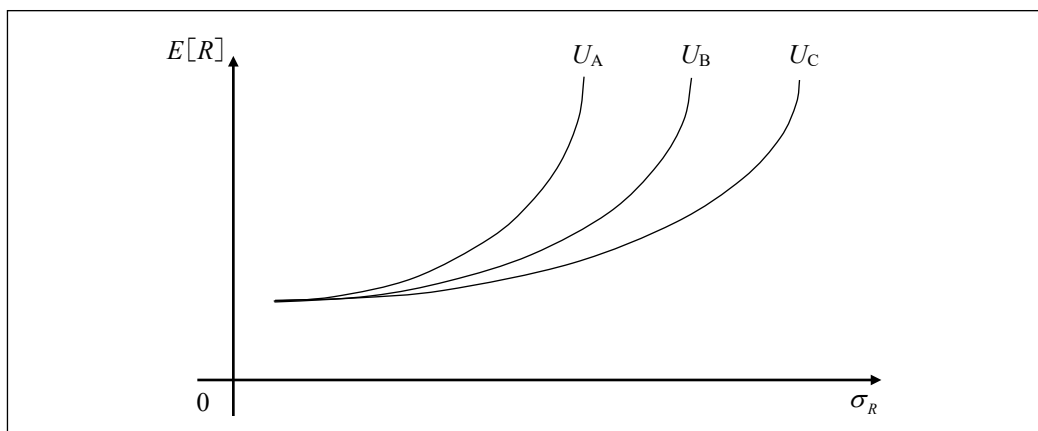


ここでの無差別曲線は、効用が等しくなるリターンとリスクの軌跡である。危険回避的な投資家の場合、リスクが大きいほど効用は下がるから、同一の効用を維持するためにはそれを補うだけのリターンの向上が必要になる。このため、危険回避的な投資家の無差別曲線は右上がりの曲線として描ける。

なお、危険回避的な投資家といっても、投資家の無差別曲線の形状は、投資家ごとに異なる。リスク許容度の大きい投資家に比べ、リスク許容度の小さい投資家の方が、リ

リスクが大きくなったとき、同一の効用を維持するために必要となるリターンの上昇幅はより大きくならなければならないので、無差別曲線の傾きはより大きくなる。

### 《リスク許容度と無差別曲線》



上のグラフで、3人の危険回避的投資家（A, B, C）について考えると、リスクが高くなるにつれ、より高いリターンを要求しているのは投資家Aである。これに対してリスクが高くなっても要求するリターンの上昇が最も緩やかなのは投資家Cである。これは、リスク許容度によって各投資家の選好が異なるためであり、それぞれのリスク許容度はA, B, Cの順にしたがって、次第に大きくなる。

なお、投資家の効用水準については、効用関数として以下のように一般化されることが多い。

$$\begin{aligned} U_i &= \mu_p - \frac{1}{2} \lambda_i \sigma_p^2 \\ &= \mu_p - \frac{1}{2\tau_i} \sigma_p^2 \end{aligned}$$

$U_i$  : 第  $i$  番目の投資家の効用 ( $i=A, B, C, \dots$ )

$\mu_p$  : ポートフォリオの期待収益率

$\sigma_p$  : ポートフォリオの収益率の標準偏差

$\lambda_i$  : 第  $i$  番目の投資家のリスク回避度（逆数の  $\tau_i$  はリスク許容度）

危険回避的な投資家の場合  $\tau_i > 0$  であり、各投資家  $i$  の選好はこの定数によって決まる。上のグラフの場合、 $\tau_A < \tau_B < \tau_C$  となっており、リスク許容度の大きい投資家ほど  $\tau_i$  は大きくなるため、この定数はリスク許容度を表す数値となっている。

### 3 投資機会集合

本論に入る前に、投資の基礎概念をもう一度整理しておこう。

#### 1. リターン

① 投資収益率  $r = \frac{\text{収益}}{\text{投資額}}$

② 期待収益率  $E[R] = \sum_{i=1}^n P_i r_i$

$$\begin{cases} P_i : \text{第 } i \text{ 番目の状態の生起確率} & \sum_{i=1}^n P_i = 1 \\ R : \text{収益率 (第 } i \text{ 番目の状態における実現値が } r_i) \end{cases}$$

#### 2. リスク

① 分散  $Var(R) = E[(R - E[R])^2] = \sum_{i=1}^n P_i (r_i - E[R])^2$

② 標準偏差  $\sigma_R = \sqrt{Var(R)}$

#### 3. 共分散 ( $Cov(R_X, R_Y)$ あるいは $\sigma_{XY}$ )

$$\begin{aligned} Cov(R_X, R_Y) &= E[(R_X - E[R_X])(R_Y - E[R_Y])] \\ &= \sum_{i=1}^n P_i (r_{X,i} - E[R_X])(r_{Y,i} - E[R_Y]) \end{aligned}$$

#### 4. 相関係数 ( $\rho_{XY}$ )

$$\rho_{XY} = \frac{Cov(R_X, R_Y)}{\sigma_X \sigma_Y} \quad (-1 \leq \rho \leq 1)$$

→  $Cov(R_X, R_Y) = \rho_{XY} \sigma_X \sigma_Y$

## (1) ポートフォリオの収益率

$n$  銘柄の証券に投資する場合を考える。各証券への投資比率をそれぞれ  $w_1, w_2, \dots, w_n$  とし、各証券の投資収益率をそれぞれ  $R_1, R_2, \dots, R_n$  とする。このとき、ポートフォリオの収益率  $R_p$  は、次式のように投資比率をウェイトとした個別銘柄の収益率の加重平均となる。

## ポートフォリオの収益率

$$R_p = w_1 R_1 + w_2 R_2 + \dots + w_n R_n$$

$$= \sum_{i=1}^n w_i R_i$$

= (各証券への投資比率×各証券の収益率) の合計

ただし、 $\sum_{i=1}^n w_i = 1$

## (2) ポートフォリオの期待収益率

$n$  銘柄の証券に投資する場合の期待収益率（収益率の期待値）は、次式のように投資比率をウェイトした個別銘柄の期待収益率の加重平均として表せる。

## ポートフォリオの期待収益率

$$E(R_p) = w_1 E(R_1) + w_2 E(R_2) + \dots + w_n E(R_n)$$

$$= \sum_{i=1}^n w_i E(R_i)$$

= (各証券への投資比率×期待収益率) の合計

## (3) ポートフォリオの収益率の分散、標準偏差

ポートフォリオの収益率の分散は、投資比率や個別銘柄の収益率の分散（あるいは標準偏差）のほかに各銘柄間の共分散（あるいは相関係数）の影響を受ける。つまり、各銘柄の投資収益率の変動が互いにどのような関係にあるかが、ポートフォリオの収益率の変動を考えるとときに重要な役割を果たす。

## (a) 2 銘柄のケース

## ポートフォリオの収益率の分散（2 銘柄のケース）

$$Var(R_p) = w_1^2 Var(R_1) + w_2^2 Var(R_2) + 2w_1 w_2 Cov(R_1, R_2) \quad (1.1.1)$$

あるいは、

$$\sigma_p^2 = w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2w_1 w_2 \rho_{12} \sigma_1 \sigma_2 \quad (1.1.2)$$

ただし、 $w_1 + w_2 = 1$

1. (1.1.1) 式で、分散を標準偏差で、共分散を相関係数を用いて  $Cov(R_1, R_2) = \rho_{12}\sigma_1\sigma_2$  と表せば、(1.1.2) 式が得られる。
2. ポートフォリオの期待収益率が各証券の期待収益率の単純な加重平均で示されたのに対し、ポートフォリオの収益率の分散は各証券の収益率の分散の単純な加重平均にはならず、銘柄間の共分散（あるいは相関係数）の影響を受ける。組み入れ証券の間の相関係数が 1 より小さければ、ポートフォリオのリスクは各構成証券のリスク加重平均値未満に抑えることができる。これをポートフォリオのリスク分散効果という。

(b) 3 銘柄のケース

3 証券に投資する場合については、次式のように表される。

ポートフォリオの収益率の分散（3 銘柄のケース）

$$\begin{aligned} Var(R_p) &= w_1^2 Var(R_1) + w_2^2 Var(R_2) + w_3^2 Var(R_3) \\ &\quad + 2w_1w_2Cov(R_1, R_2) + 2w_1w_3Cov(R_1, R_3) \\ &\quad \quad \quad + 2w_2w_3Cov(R_2, R_3) \\ &= \sum_{i=1}^3 w_i^2 Var(R_i) + 2 \sum_{i=1}^3 \sum_{\substack{j=1 \\ j>i}}^3 w_i w_j Cov(R_i, R_j) \end{aligned}$$

これを標準偏差をベースにして表せば、

$$\begin{aligned} \sigma_p^2 &= w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + w_3^2 \sigma_3^2 + 2w_1w_2\rho_{12}\sigma_1\sigma_2 + 2w_1w_3\rho_{13}\sigma_1\sigma_3 \\ &\quad \quad \quad + 2w_2w_3\rho_{23}\sigma_2\sigma_3 \\ &= \sum_{i=1}^3 w_i^2 \sigma_i^2 + 2 \sum_{i=1}^3 \sum_{\substack{j=1 \\ j>i}}^3 w_i w_j \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j \end{aligned}$$

ただし、 $w_1 + w_2 + w_3 = 1$

ポートフォリオの収益率の分散（n 銘柄のケース）

$$Var(R_p) = \sum_{i=1}^n w_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{\substack{j=1 \\ j \neq i}}^n w_i w_j \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j \quad \dots\dots ①$$

$$= \sum_{i=1}^n w_i^2 \sigma_i^2 + 2 \sum_{i=1}^n \sum_{\substack{j=1 \\ j>i}}^n w_i w_j \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j \quad \dots\dots ②$$

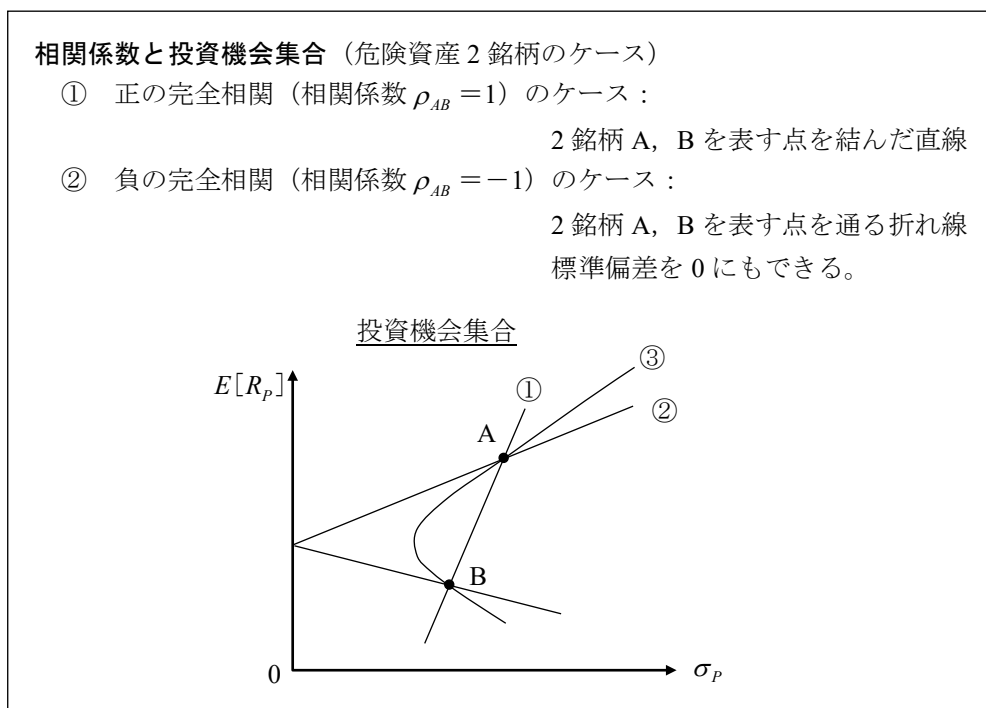
上の 3 銘柄のケースでは②式を使っているが、計算結果はいずれを使っても同じである。

(4) ポートフォリオの期待収益率（リターン）と収益率の標準偏差（リスク）の関係  
 —投資機会集合—

投資家が選択可能な投資対象全体を投資機会集合という。

(a) 2銘柄のケース

2銘柄からポートフォリオを構成するとき、縦軸にリターンをとり、横軸にリスクをとったグラフ上で、投資機会集合は相関係数の値によって、曲線または直線として描ける。



1. 一般のケース ( $-1 < \rho_{AB} < 1$ ) においては、投資機会集合は A, B を通る曲線で表される。…③

2. 正の完全相関（相関係数が  $\rho_{AB} = 1$ ）のケースにおいては、ポートフォリオの期待収益率および収益率の標準偏差は

$$\text{期待収益率: } E(R_p) = w_A E(R_A) + w_B E(R_B)$$

$$\text{標準偏差: } \sigma_p^2 = w_A^2 \sigma_A^2 + w_B^2 \sigma_B^2 + 2w_A w_B \sigma_A \sigma_B \quad (\because \rho_{AB} = 1)$$

$$\therefore \sigma_p = w_A \sigma_A + w_B \sigma_B$$

と表される。ここで、保有比率に関して

$$w_A + w_B = 1$$

であるので、以上3式から  $w_A$ 、 $w_B$  を消去すれば、

$$\sigma_p = \frac{\sigma_A - \sigma_B}{E(R_A) - E(R_B)} (E(R_p) - E(R_B)) + \sigma_B$$



となり①のように2銘柄A, Bを表わす点を結んだ直線となる。すなわち投資機会集合は2点A, Bを通る直線で表される。

3. 負の完全相関（相関係数が  $\rho_{AB} = -1$ ）のケースにおいては、ポートフォリオの収益率の標準偏差は

$$\sigma_P = |w_A\sigma_A - w_B\sigma_B|$$

と表されるから、 $w_A, w_B$  を消去すれば、

$$\sigma_P = \left| \frac{\sigma_A + \sigma_B}{E(R_A) - E(R_B)} (E(R_P) - E(R_B)) - \sigma_B \right|$$

となり、②のように2銘柄A, Bを通る折れ線となる。また、保有比率が、

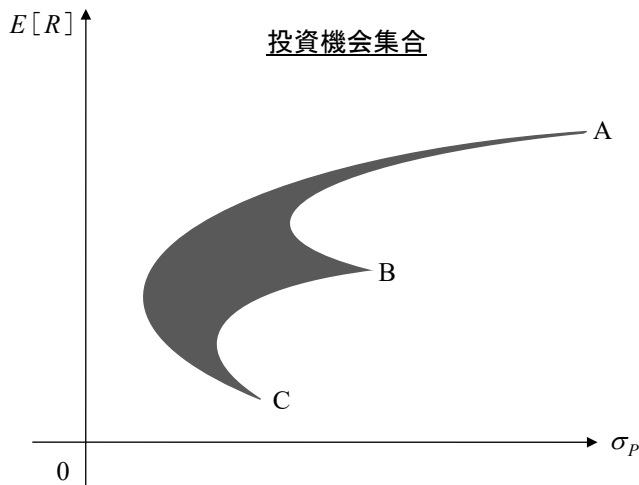
$$w_A = \frac{\sigma_B}{\sigma_A + \sigma_B}$$

のとき、ポートフォリオの標準偏差は0になる。

4. 2銘柄を正に保有比率で持つ（つまりAB間で表される）とき、相関係数が小さくなればなるほど、同じ期待収益率を表す点は左側に位置することになる。これは相関係数が小さいほどポートフォリオのリスク分散効果が大きいことを示している。

(b) 一般のケース

3銘柄以上からなるケースの投資機会集合は、安全資産が存在せず、かつ、どの2銘柄間をとっても相関係数が1でも-1でもなければ、次の図のように曲線とその右側として表せる。



## 4 効率的フロンティア

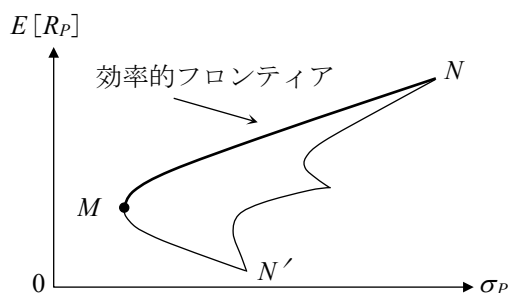
1. で述べたように、投資家のポートフォリオ選択は、「投資機会集合から効用を最大にする投資案を選択する」問題として定式化される。

しかし危険回避的な投資家を前提とすれば、投資機会集合全体を考える必要はなく、上の問題は「効率的フロンティアの中から、効用を最大にする投資案を選択する」問題に限定して考えることができる。

**効率的フロンティア (efficient frontier)** とは、危険回避的な投資家にとって選択対象となりうるポートフォリオの集合をいい、効率的フロンティア上のポートフォリオを**効率的ポートフォリオ (efficient portfolio)** という。

### (1) 危険資産のみからなるケース

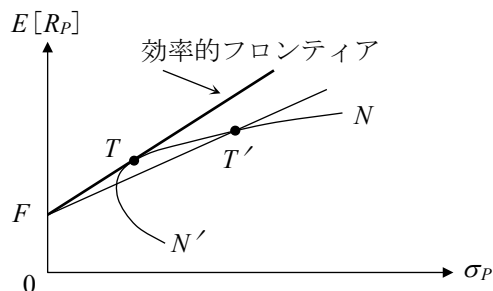
3 銘柄以上からなるケースの投資機会集合は、安全資産が存在せず、かつ、どの2銘柄間をとっても相関係数が  $-1 < \rho < 1$  であれば、右図のような曲線  $NMN'$  とその右側として表せる。



ところで、危険回避的な投資家は、リターンが同じであればリスクの最も小さい投資案を望ましいと考えるから、曲線  $NMN'$  の右側の部分は選択対象とはならず、最も左側の部分である曲線  $NMN'$  (最小分散境界) のみに着目すればよい。また、リスクが同じであればリターンの最も大きい投資案を望ましいと考えるから、曲線のうち上半分 (傾きが正の部分) の  $NM$  のみが選択対象となりうることになる。したがって、危険資産のみからなるケースの効率的フロンティアは、最小分散ポートフォリオ  $M$  よりも右上に位置する  $NM$  ということになる。

### (2) 安全資産を含むケース

安全資産と危険資産からなるポートフォリオの場合、投資機会集合は安全資産と危険資産を示す点を結ぶ直線として表せる。いま、安全資産  $F$  が存在するときの効率的フロンティアは安全資産を表す点  $F$  から曲線にひいた接線である直線  $FT$  になる (このとき、 $T$  を



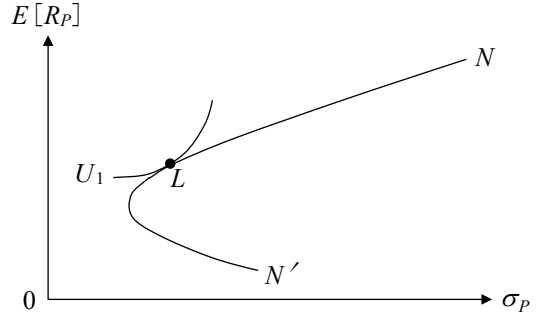
接点ポートフォリオという)。なぜなら、接点以外の点 (たとえば  $T'$ ) をとると、直線  $FT'$  よりも左上に実行可能なポートフォリオが存在することになるため、危険回避的な投資家にとって直線  $FT'$  は効率的フロンティアとはなりえないからである。

## 5 最適ポートフォリオ

投資家のポートフォリオ選択は、「効率的フロンティアの中から、効用を最大にする投資案を選択する」ものと定式化できた。この効率的フロンティアの中で効用を最大にする投資案（ポートフォリオ）を**最適ポートフォリオ**（optimal portfolio）という。

### (1) 危険資産のみからなるケース

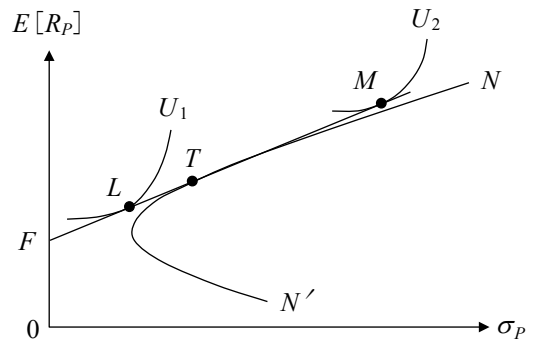
最適ポートフォリオは、効率的フロンティア上で投資家の無差別曲線と接する点で表される。したがって、無差別曲線が  $U_1$  で表される投資家の場合は  $L$  が最適ポートフォリオとなる。



### (2) 安全資産を含むケース

安全資産と危険資産からなるポートフォリオの場合、効率的フロンティアは安全資産と危険資産の表す点を結ぶ直線として表される。

したがって、無差別曲線が  $U_1$  で表される投資家の場合は  $L$ 、 $U_2$  で表される投資家の場合は  $M$  が最適ポートフォリオとなる。



なお、 $L$  では、安全資産 ( $F$ ) と危険資産である接点ポートフォリオ ( $T$ ) を正の比率で保有しているが、 $M$  では、安全資産を負の比率で保有し（したがって、借り入れを行い）接点ポートフォリオに投資することになる。そのため、 $FT$  上のポートフォリオを**貸付ポートフォリオ**、 $TM$  上のポートフォリオを**借入ポートフォリオ**と呼ぶこともある。

以上から、実は、投資家の選好がいかなるものであろうと安全資産 ( $F$ ) と接点ポートフォリオ ( $T$ ) が選択されることになる。つまり、リスク資産の最適な組合せ ( $T$ ) の決定は、安全資産を含む最適ポートフォリオの決定の問題とは分離可能である。これを**分離定理**（separation theorem）という。

## 2 資本資産評価モデル(CAPM)



### 1 資本資産評価モデル (CAPM)

資本資産評価モデル (Capital Asset Pricing Model、CAPM) とは、市場に参加するすべての投資家が、マーコヴィッツ (H.Markowitz) によって展開された2パラメータ・アプローチにしたがって行動したとき、証券価格はどのように形成されているかについて考察した理論である。

シャープ (W.Sharpe) とリントナー (J.Lintoner) によって独立に導かれた資本資産評価モデルは、次のような仮定のもとで成立する。

#### I. 資本市場に関する仮定

(仮定 1) 摩擦のない市場 (frictionless market)

売買委託手数料や取引税などの取引コストや情報コストはかからない。

(仮定 2) 分割可能性

証券は完全に分割可能である。すなわち、単元株制度などの取引単位の制約を受けず、すべての証券をいくらでも小さい単位で売買できる。

(仮定 3) 市場参加者がきわめて多数

投資家は価格に関してはプライステイカーであり、個々の投資家の行動は市場価格に影響を及ぼさない。

#### II. 危険資産に関する仮定

(仮定 4) 空売りが自由

すべての危険資産の空売りは無制限にできる。

(仮定 5) 資産の収益率の確率分布

資産の収益率は正規分布にしたがう。<sup>\*1</sup>

#### III. 安全資産に関する仮定

(仮定 6) 無リスク利率

投資リスクを伴わない資産、すなわち安全資産が存在し、どの投資家もこの無リスク利率 (安全資産利率) で、無制限に貸借を行うことができる。

#### IV. 投資家に関する仮定

(仮定 7) 投資家の選好に関する仮定

すべての投資家は危険回避的に行動し、投資家は1期間後の富のもたらす期待効用が最大になるように資産選択を行う。

(仮定 8) 同質的期待の仮定

投資家は証券の収益率に関して同一の予想をもつ。

(仮定 9) 投資家の効用関数

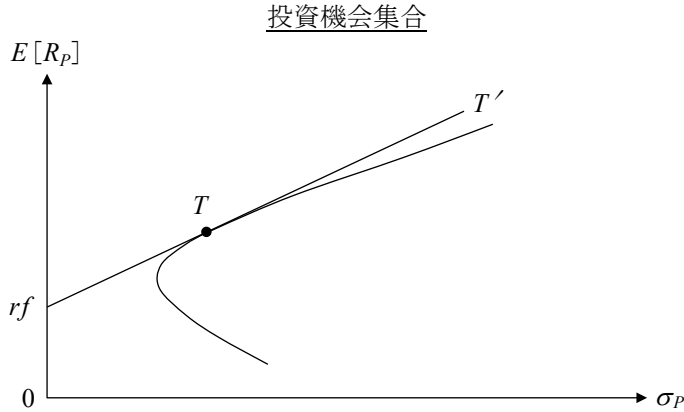
投資家の効用関数が2次関数で表される。<sup>\*2</sup>

\*1、\*2の仮定は必然的なものではなく、これらのいずれかが成立すればよい。

これらの仮定は現実とは必ずしも合っているわけではないが、各条件は相当程度緩和することはできる。

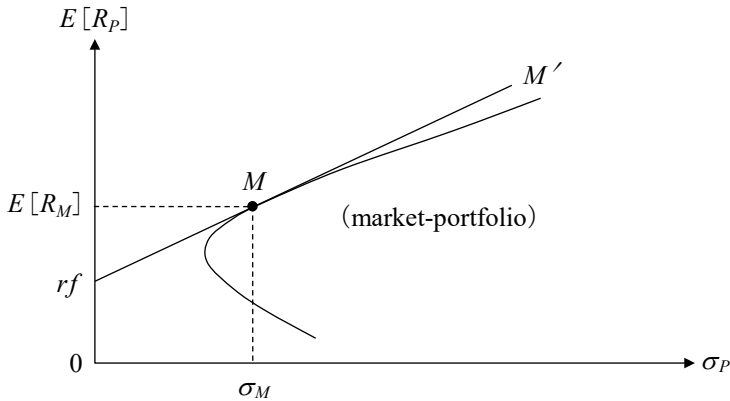
## 2 資本市場線

上記のような仮定のもとでは、効率的フロンティアは次図のような、無リスク利率  $r_f$  と接点ポートフォリオ  $T$  を結んだ直線  $r_fTT'$  になる。



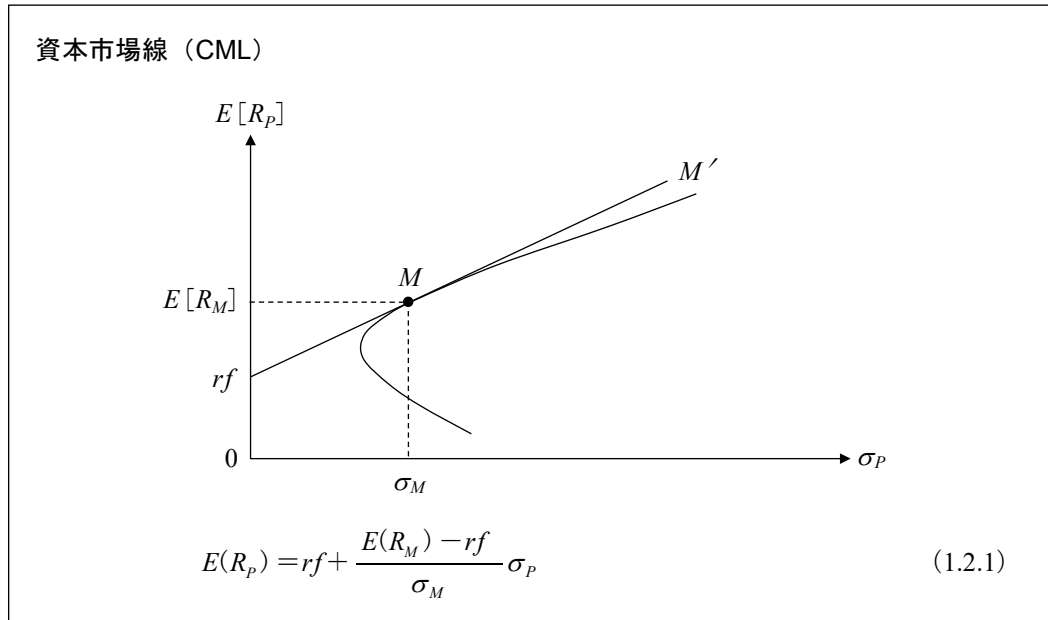
(仮定 8) のもとでは、直線  $r_fTT'$  はすべての投資家に共通の効率的フロンティアとなる。したがって、すべての投資家はリスク証券のポートフォリオとしては接点ポートフォリオ  $T$  のみを保有することになる。

以上は、各証券の現在の価値水準や 1 期間の収益率の予想を所与として、各投資家の主体的均衡を考えたものだが、証券の需給が均衡するような価格水準においては、すべての投資家が次ページの図の直線  $r_fMM'$  上でポートフォリオを保有することになる。



ここで、危険資産の最適組合せは接点ポートフォリオである  $M$  であるが、すべての証券について需要と供給が等しい均衡状態においては、 $M$  は市場ポートフォリオ (market-portfolio) と呼ばれる。市場ポートフォリオとは、市場に存在するすべての危険資産をその時価総額の比率で含んだポートフォリオである。

ここで市場ポートフォリオの期待収益率を  $E[R_M]$ 、標準偏差を  $\sigma_M$  とすると、効率的ポートフォリオ  $P$  のリスクとリターンの関係は次の図の直線  $r_fMM'$  で表される。この直線を資本市場線 (capital market line, CML) という。



1. 均衡における効率的ポートフォリオの期待収益率は、(投資収益率の標準偏差で測定した) リスクの正の1次関数であることを示している。したがって、リスクが大きくなればなるほど期待収益率は大きくなる関係が示されている。
2. 資本市場線 (CML) の傾き  $\frac{E(R_M) - rf}{\sigma_M}$  は、投資リスクを1単位減らすにはどれだけのリターンを犠牲にしなければならないかを表す数値であり、**リスクの市場価格 (market price of risk, MPR)** と呼ばれる。
3. 資本市場線 (CML) の切片である  $rf$  は安全資産の需要を均衡させる利子率で、**時間の市場価格 (market price of time, MPT)** と呼ばれる。

### 3 CAPMと証券市場線

資本市場線（CML）では効率的ポートフォリオにおけるリターンとリスクの関係が期待収益率と標準偏差によって表されていたが、効率的フロンティア上にないポートフォリオや個別証券についてはこの関係は成立しない。そこで、次のステップとして、各証券（またはポートフォリオ）についてリターンとリスクとの関係はどのように表せるかを考える。

ところで、資本市場線（CML）を表す（1.2.1）式からポートフォリオのリスク・プレミアム（ $E(R_p) - rf$ ）は、

$$E(R_p) - rf = \frac{E(R_M) - rf}{\sigma_M} \times \sigma_P$$

＝リスク1単位当たりの市場価格×ポートフォリオのリスク（標準偏差）と表せる。

ポートフォリオを構成する各個別証券は、当該証券をポートフォリオに組み入れたことによってポートフォリオのリスクの増減に貢献しているわけだから、均衡における各証券のリスク・プレミアムを考える際には、各証券がポートフォリオのリスクの増減にどれだけ寄与しているか、すなわち、ポートフォリオのリスクに対する**限界的寄与**を考慮する必要がある。そして、各証券のリスク・プレミアムは、リスクの市場価格とポートフォリオのリスクに対する限界的寄与との積として表すことができると考えられる。

個別の証券  $i$  のポートフォリオのリスクに対する限界的寄与は、

$$\frac{\text{Cov}(R_i, R_M)}{\sigma_M}$$

であることが知られている。

第  $i$  証券のリスク・プレミアム（ $E(R_i) - rf$ ）は、前述のように、リスク1単位当たりの市場価格×ポートフォリオのリスクに対する限界的寄与に等しくなると考えられるから、

$$E(R_i) - rf = \frac{E(R_M) - rf}{\sigma_M} \times \frac{\text{Cov}(R_i, R_M)}{\sigma_M}$$

と表せる。この式は**資本資産評価モデル（CAPM）**と呼ばれ、特に Sharpe=Lintner 型の CAPM と呼ばれる。さらに、CAPM において、

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_M)}{\sigma_M^2}$$

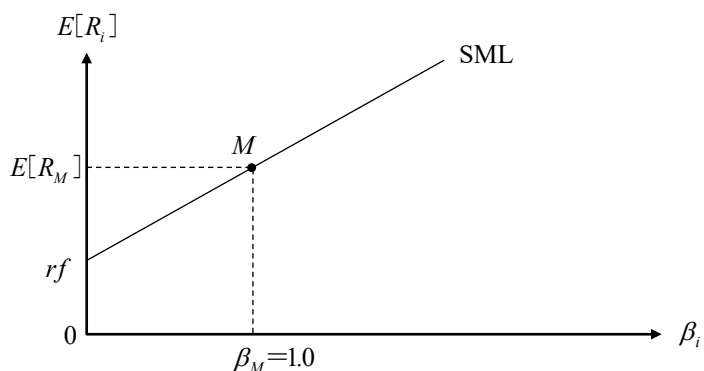
と定義すれば次式のように表すこともでき、これにより各証券についてリターンとリスクの関係を示す**証券市場線（security market line, SML）**が得られる。

## 証券市場線 (SML)

$$E(R_i) = rf + [E(R_M) - rf] \beta_i \quad (1.2.2)$$

$$\text{ただし、} \beta_i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_M)}{\sigma_M^2}$$

## 証券市場線 (SML)



図のように、市場ポートフォリオのベータ ( $\beta_M$ ) は、ベータの定義から、

$$\beta_M = \frac{\text{Cov}(R_M, R_M)}{\sigma_M^2} = \frac{\sigma_M^2}{\sigma_M^2} = 1.0$$

となり、必ず 1.0 である。

証券市場線から、各証券の期待収益率は均衡において ( $\beta$  で測定した) リスクの正の 1 次関数であることが示される。すなわち、負担するベータ・リスクが大きいほど、証券の期待収益率は大きくなければならないことを意味する。また、個々の証券は均衡状態においてはすべて、証券市場線 (SML) 上に位置するように価格形成されなければならないことを意味する。



## 4 CAPMの実証

CAPM については広く実証研究が行われてきた。さまざまな問題が絡み合い、複雑な様相を呈しているが、ここでは基本的な問題について取り上げる。

### (1) CAPMの実証の前提条件

CAPM は事前のモデルである。つまり、投資家はこれから投資を行おうとする段階で投資収益等を予想するわけだが、その予想の世界で成立しているリターンとリスクとの関係を捉えたものが CAPM である。このような CAPM の実証を行うために事後的な数値を用いるには、次のような仮定が成立している必要がある。

資産の収益率は正規分布に従い、将来も分布は安定的である。

### (2) CAPMの実証の対象

時点  $t$  における証券  $i$  の実現収益率  $R_{i,t}$  が、次のように描写されるとする。 $(R_t, R_M)$

$$R_{i,t} = rf_t + \beta_i (R_{M,t} - rf_t) + e_{i,t} \quad (1.2.3)$$

ただし、攪乱項は  $E(e_{it}) = 0$  として、(1.2.3) 式の期待値をとれば CAPM (1.2.2) が成立する。

推定の際には、(1.2.3) 式を

$$R_{i,t} - rf_t = \beta_i (R_{M,t} - rf_t) + e_{i,t}$$

という、超過収益率の形に書き換え、これから、回帰モデル

$$R_{i,t} - rf_t = \alpha_i + \beta_i (R_{M,t} - rf_t) + e_{i,t} \quad (1.2.4)$$

を仮定して、推定誤差を小さくするために複数銘柄から成るポートフォリオを作り、ポートフォリオのベータ ( $\beta_p$ )、及び、定数項  $\alpha_i$  を推測する。

つまり、回帰直線

$$R_{p,t} - rf_t = \hat{\alpha} + \hat{\beta} (R_{M,t} - rf_t)$$

が推定されることになる。

### (3) CAPMからの予測

CAPM が成立するとすれば、

- ① ポートフォリオ間の超過収益率の差は主として  $\beta_p$  の差によって説明でき、この式に他の変数を付け加えても有意な説明力をもたない
- ② 切片  $\alpha$  の推定値はゼロから有意に乖離しない

(4) 実証結果

これまでアメリカを中心として行われてきた実証研究において明らかにされた結論は、必ずしも CAPM の成立とは整合的なものではない。すなわち、

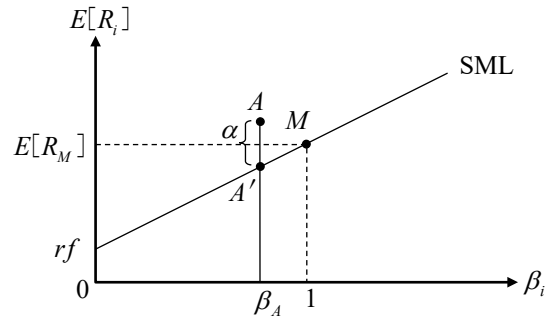
- ① ベータは他のリスク尺度（たとえば分散）より説明力をもっているものの、ベータの他に株価収益率（PER）、株価純資産倍率（PBR）、配当利回り、あるいは企業規模などの変数を加えると回帰のあてはまりは向上する。
  - ② 切片  $\alpha$  の推定値は正である
- という結果が得られている。

## 5 CAPMの投資への利用

各証券がCAPMに従って価格形成されているとすれば、すべての個別証券（またはポートフォリオ）は証券市場線（SML）上に位置していなければならない。このことは逆に、もし証券市場線上に位置しない証券があれば、一時的に誤った価格形成がされていることを意味する。したがって、証券市場線（SML）はこうした証券の発見の基準となる。

### (a) 証券のアルファ値

証券市場線（SML）が右図のように描け、証券Aの期待収益率と標準偏差が証券市場線からはずれて点Aで描けるものとする。このとき、点A'は証券Aのベータ・リスク（ $\beta_A$ ）に対応する証券市場線（SML）上の点であり、点A'の高さは、 $\beta_A$ に対する均衡期待収益率である。このとき、CAPMを前提とすると証券Aは一時



的に誤って価格づけされていることになる。図のように市場線（SML）より上に位置づけられるときには、期待収益率が均衡期待収益率を上回っているわけだから、現在の水準は均衡価格水準に比べて安くなっている。すなわち証券Aの価格は過小評価されており、「買い」の対象と考えられる。もし図とは逆に証券市場線（SML）より下に位置づけられるときには、当該証券の価格は過大評価されていることになり、「売り」の対象と考えられる。このように、誤って価格づけされているかどうかは証券市場線との位置関係によって判定され、期待収益率と均衡期待収益率との差である**アルファ値**がその判定指標となる。

#### 証券のアルファ値と投資方針

アルファ（ $\alpha$ ）値＝期待収益率－均衡期待収益率

$\alpha > 0 \Rightarrow$  過小評価  $\rightarrow$  「買い」

$\alpha < 0 \Rightarrow$  過大評価  $\rightarrow$  「売り」

## (b) 証券特性線

CAPMを前提とすると、アルファ値は回帰分析を用いて求めることができる。

先に(1.2.4)で取り上げた回帰モデル

$$R_{i,t} - rf_t = \alpha_i + \beta_i (R_{M,t} - rf_t) + e_{i,t} \quad (1.2.4 \text{ 再掲})$$

を用いて、回帰係数 $(\alpha_i, \beta_i)$ を推定すれば、

第*i*証券の収益率は

$$R_i - rf = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i (R_M - rf) \quad (i=1, 2, \dots, n)$$

という式で表せる。これを**証券特性線**という。

ところで、*M*が市場ポートフォリオを表すものとし、CAPMが成立しているとすれば、(1.2.2)式から、

$$E(R_i) - rf = \beta_i [E(R_M) - rf] \quad (i=1, 2, \dots, n)$$

が成立するはずだから、 $\hat{\alpha}_i = 0$ でなければならない。

したがって $\hat{\alpha}_i \neq 0$ であれば、CAPMから判断すれば、誤って価格づけされているという結論が導かれる。

なお、ここで取り上げている定数項の推定値 $\hat{\alpha}_i$ は、実は、パフォーマンス評価測定としてのジェンセンのアルファである。

## (c) 歴史的ベータと将来ベータ

過去の投資収益率のデータから回帰分析により求めたベータは**歴史的ベータ** (historical beta) といわれるが、CAPMは投資をする段階でのリスクとリターンとの関係を示すものである。この意味で事前のモデルであり、投資決定に必要となるのは予定投資期間に係る**将来ベータ** (future beta) である。このため、歴史的ベータによって投資決定を行うには、安定性に関する考慮が必要となる。

### 3 マーケット・モデル



#### 1 マーケット・モデル

マーケット・モデル（市場モデル）は、市場収益率を用いて各証券の収益率を表そうとする単一指標モデル（シングルファクター・モデル）である。

##### マーケット・モデル

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_M + e_i \quad (i=1, 2, \dots, n) \quad (1)$$

$$e_i \sim N(0, \sigma_{ei}^2) \quad (2)$$

$$\text{Cov}(e_i, R_M) = 0 \quad (3)$$

$$\text{Cov}(e_i, e_j) = 0 (i \neq j) \quad (4)$$

ただし、 $R_M$  : 市場収益率、

$R_i$  : 第  $i$  証券の収益率 ( $i=1, 2, \dots, n$ )

$e_i$  : 第  $i$  証券に固有の攪乱項 ( $i=1, 2, \dots, n$ )

$\alpha_i, \beta_i$  : 定数

(1)から分かるように、マーケット・モデルは、各証券の収益率を市場収益率という単一指標によって説明するモデルであり、より具体的には、第  $i$  証券の収益率は市場収益率  $R_M$  に連動する部分とその証券固有の部分とに分けて説明できると考えるモデルである。

また、(2)～(4)は、マーケット・モデルにおかれる仮定で、

(2) 各証券に固有の攪乱項は期待値 0 で分散が  $\sigma_{ei}^2$  (一定) の正規分布に従う。

(3) 各証券固有の攪乱項は市場収益率と無相関である。

(4) 異なる証券の攪乱項は互いに無相関である。

ということを意味する。

これにより、各証券間の収益率の連動性が市場収益率との連動性のみによって説明されることになる。

## 2 各証券の期待収益率、分散および各証券間の共分散

マーケット・モデルが成立する場合の各証券の期待収益率、分散および各証券間の共分散は次のように表せる。

### 第 $i$ 証券の期待収益率

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta_i E(R_M) \quad (5)$$

1. (5)式は以下のように導出される。

(1)式の両辺の期待値をとり、(2)式より  $E(e_i) = 0$  であることを用いれば

$$\begin{aligned} E(R_i) &= E(\alpha_i + \beta_i R_M + e_i) \\ &= \alpha_i + \beta_i E(R_M) + E(e_i) \\ &= \alpha_i + \beta_i E(R_M) \end{aligned}$$

2. 各証券の期待収益率は、

その証券に固有の部分 + 市場全体の動きに関連する部分

$$\alpha_i \quad + \quad \beta_i E(R_M)$$

で表される。

このとき、第2項 ( $\beta_i E(R_M)$ ) はシステムティック・リターン (市場関連のリターン)、第1項 ( $\alpha_i$ ) はアンシステムティック・リターン (非市場関連のリターン) という。

### 第 $i$ 証券の収益率の分散

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_M^2 + \sigma_{ei}^2 \quad (6)$$

(証明)

(1)式の両辺の期待値をとり、

(2)より、 $E[e_i^2] = \sigma_{ei}^2$ 、(3)より  $E[\{R_M - E(R_M)\}e_i] = 0$

であることを用いれば、

$$\begin{aligned} \text{Var}(R_i) &= E[\{R_i - E(R_i)\}^2] \\ &= E[\{(\alpha_i + \beta_i R_M + e_i) - (\alpha_i + \beta_i E(R_M))\}^2] \\ &= E[\beta_i^2 \{R_M - E(R_M)\}^2 + 2\beta_i \{R_M - E(R_M)\}e_i + e_i^2] \\ &= \beta_i^2 E[\{R_M - E(R_M)\}^2] + 2\beta_i E[\{R_M - E(R_M)\}e_i] + E[e_i^2] \\ \therefore \sigma_i^2 &= \beta_i^2 \sigma_M^2 + \sigma_{ei}^2 \end{aligned}$$

(6)式から各証券の分散はその証券に固有の部分  $\sigma_{ei}^2$  と、市場全体の動きに関連する部分  $\beta_i^2 \sigma_M^2$  の和であることがわかる。分散をリスクの指標と見れば、各証券の総リスクは、各証券のリスクと市場リスクの和に等しいといえる。市場リスクはシステムティック・リスク、各証券固有のリスク（非市場リスク）はアンシステムティック・リスクとも呼ばれる。

以上をまとめると、

**各証券の総リスク（分散）**

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_M^2 + \sigma_{ei}^2$$

総リスク＝システムティック・リスク＋アンシステムティック・リスク

(6)式を変形すると、この関係は次のように見ることできる。両辺を総リスク ( $\sigma_i^2$ ) で除せば、

$$1 = \frac{\beta_i^2 \sigma_M^2}{\sigma_i^2} + \frac{\sigma_{ei}^2}{\sigma_i^2}$$

この式の右辺第1項は、総リスクに占めるシステムティック・リスクの割合を、右辺第2項は、総リスクに占めるアンシステムティック・リスクの割合を示している。

ここで、 $\beta_i$ が回帰係数であることに着目して、

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_M, R_i)}{\sigma_M^2} = \frac{\rho_{iM} \sigma_i \sigma_M}{\sigma_M^2} = \frac{\rho_{iM} \sigma_i}{\sigma_M},$$

とおけば、総リスクに占めるシステムティック・リスクの割合である右辺第1項は

$$\frac{\beta_i^2 \sigma_M^2}{\sigma_i^2} = \frac{\left(\frac{\rho_{iM} \sigma_i}{\sigma_M}\right)^2 \sigma_M^2}{\sigma_i^2} = \rho_{iM}^2$$

すなわち、相関係数の2乗となることが確認でき、さらに、相関係数の2乗は決定係数に等しくなることがわかる。

**総リスクに占めるシステムティック・リスクの割合**

＝相関係数の2乗＝決定係数

次に、各証券の共分散は次のように表せる。

第  $i$  証券、第  $j$  証券間の共分散

$$\sigma_{ij} = \beta_i \beta_j \sigma_M^2$$

(証明)

(2) および (4) より、 $E[e_i e_j] = 0$ 、

(3) より  $E[\{R_M - E(R_M)\} e_j] = 0$  であることを用いれば、

$$\begin{aligned} \text{Cov}(R_i, R_j) &= E[\{R_i - E(R_i)\} \{R_j - E(R_j)\}] \\ &= E[\{\beta_i (R_M - E(R_M)) + e_i\} \{\beta_j (R_M - E(R_M)) + e_j\}] \\ &= \beta_i \beta_j E[\{R_M - E(R_M)\}^2] + \beta_i E[\{R_M - E(R_M)\} e_j] \\ &\quad + \beta_j E[\{R_M - E(R_M)\} e_i] + E[e_i e_j] \end{aligned}$$

$$\therefore \sigma_{ij} = \beta_i \beta_j \sigma_M^2$$



### 3 分散投資の効果

マーケット・モデルが成立する場合の各証券の総リスクは、市場リスク（システマティック・リスク）と非市場リスク（アンシステマティック・リスク）の合計であることが示されたが、これらのリスクが分散投資によってどうなるかを考える。

いま、マーケット・モデル(1)～(4)式のもとで、 $n$ 種類の証券にそれぞれ、 $w_1, w_2, \dots, w_n$ の投資比率で投資すると考える。ポートフォリオの予想収益率は、投資比率をウェイトとした個別銘柄の予想収益率の加重平均であるから次のようになる。

$$\begin{aligned} R_p &= w_1 R_1 + w_2 R_2 + \dots + w_n R_n \\ &= \sum_{i=1}^n w_i R_i \end{aligned}$$

これより(5)式をもとにするとポートフォリオの期待収益率は次式で示される。

ポートフォリオの期待収益率

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n w_i \alpha_i + E(R_M) \sum_{i=1}^n w_i \beta_i$$

また、ポートフォリオの分散は次のように表される。

ポートフォリオの分散

$$\sigma_p^2 = \left( \sum_{i=1}^n w_i \beta_i \right)^2 \sigma_M^2 + \sum_{i=1}^n w_i^2 \sigma_{ei}^2$$

ポートフォリオの分散は、上式で表され、個別証券の場合と同様に、右辺第1項はポートフォリオのシステマティック・リスクを意味し、右辺第2項はアンシステマティック・リスクを意味する。

ここで  $n$  個の証券に均等割合で投資することを想定すると、各個別証券への投資比率は  $\frac{1}{n}$  となる。

$$\begin{aligned} \sigma_p^2 &= \left( \sum_{i=1}^n w_i \beta_i \right)^2 \sigma_M^2 + \sum_{i=1}^n w_i^2 \sigma_{ei}^2 \\ &= \left( \sum_{i=1}^n w_i \beta_i \right)^2 \sigma_M^2 + \frac{1}{n^2} \sum_{i=1}^n \sigma_{ei}^2 \\ &\leq \beta_p^2 \sigma_M^2 + \frac{1}{n} \bar{\sigma}_{ei}^2 \end{aligned}$$

(ただし、 $\bar{\sigma}_{ei}^2$  は個別証券のアンシステマティック・リスクの最大値)

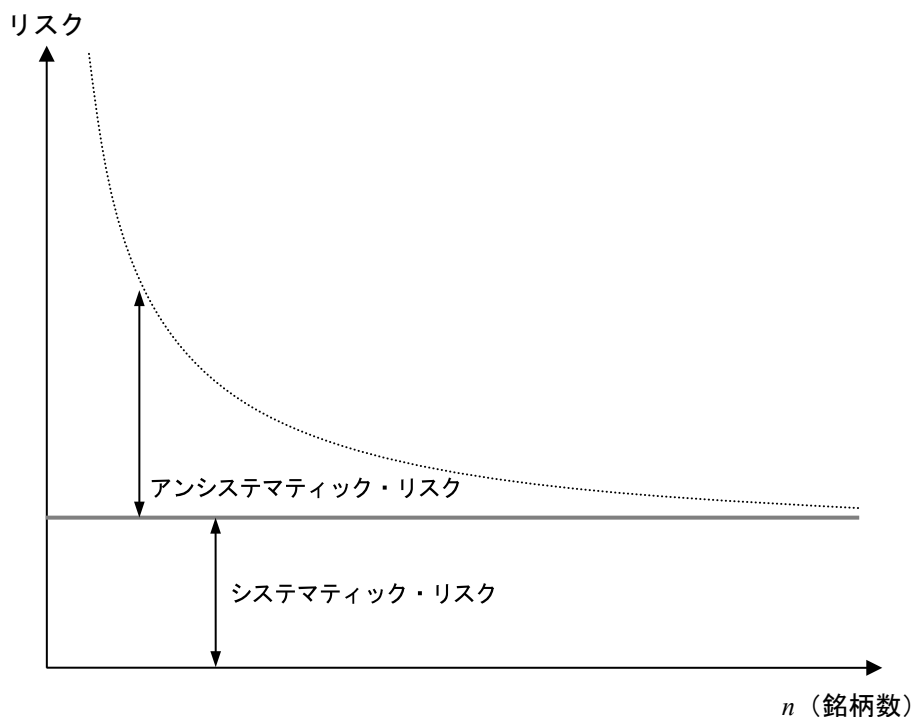
そして銘柄数  $n$  を限りなく増やすと、 $\frac{1}{n}\bar{\sigma}_{ei}^2$  は 0 に近づき、 $\frac{1}{n^2}\sum_{i=1}^n\sigma_{ei}^2$  も 0 に近づき、

$$\sigma_p^2 = \lim_{n \rightarrow \infty} \left\{ \beta_p^2 \sigma_M^2 + \frac{1}{n} \bar{\sigma}_{ei}^2 \right\} = \beta_p^2 \sigma_M^2$$

このことは、銘柄数を増やせば個別証券に固有のアンシステムティック・リスクはポートフォリオ内部で消去し合いゼロに近づくが、市場と連動するシステムティック・リスクは消去不可能であることを意味する。

結局ポートフォリオ (P) の総リスクは  $\beta_p^2 \sigma_M^2$  (ないし  $\beta_p \sigma_M$ ) まで限りなく遡減させることができる。これが分散投資の効果である。

$$\beta_p^2 \sigma_M^2 \doteq \sigma_M^2$$



## 4 マルチファクターモデルとAPT



リスクとリターンのトレード・オフ関係を明らかにした資産価格理論としては、前述の資本資産評価モデル（CAPM）がもっとも有名であるが、この補論では、ロス（S.A.Ross）によって提唱されたAPT（Arbitrage Pricing Theory、裁定価格理論）を取り上げる。

CAPMは、リスク回避型投資家が証券を取引する市場において証券の需給均衡という市場均衡が成立する場合に、各証券のリターンの違いがベータのみによって説明されるとするシングル・ファクター・モデルである。これに対し、以下で取り上げるAPTは、証券の収益率がさまざまなファクターによって決まるマルチファクター・モデルを前提として、無裁定条件（ノーフリーランチの原理）が成立する場合にリスクとリターンがどのような関係になるかを示したモデルである。

### 1 マルチファクター・モデル

市場に存在するさまざまな証券のリターンは、金利・為替レート・インフレ率その他多数のファクターの影響を受ける。こうしたファクターの各証券への影響は実際さまざまであり、また、中には、特定の証券にしか影響を与えないものもある。

そこで、証券の収益率が複数のファクターによって決まるとするマルチファクター・モデルは、次のように各証券に影響を与えるコモン・ファクター（共通ファクター、あるいは単にファクターとも呼ぶ）とその証券の固有リターンの1次関数として、次のように表せるとすると仮定する。

#### マルチファクター・モデル

$$R_i = a_i + b_{i,1}F_1 + b_{i,2}F_2 + \dots + b_{i,K}F_K + e_i \quad (i=1, 2, \dots, n) \quad [1.4.1]$$

ただし、 $R_i$  : 証券*i*の投資収益率

$F_k$  : 第*k*番目のコモン・ファクター ( $k=1, 2, \dots, K$ )

$a_i$  : 証券*i*の固有リターンの期待値 (定数)

$b_{i,k}$  : 証券*i*の第*k*番目のコモン・ファクターに対する感応度 (エクスポージャー) (定数)

$e_i$  : 証券*i*の固有リターンの変動部分

[1.4.1] で示されるマルチファクター・モデルには、さらに、次のような仮定がおかれる。

- 固有リターンの変動部分の期待値はゼロである。

$$E[e_i] = 0 \quad [1.4.2]$$

なお、このような固有リターンの変動リスクをイディオシンクラティック・リスク idiosyncratic risk という。

- コモン・ファクターと固有リターンは無相関である。

$$\text{Cov}(F_k, e_i) = 0 \quad [1.4.3]$$

- 異なる証券の固有リターンは無相関である。

$$\text{Cov}(e_i, e_j) = 0 \quad (i \neq j) \quad [1.4.4]$$

このとき、ポートフォリオのリターン  $R_p$  は、各証券への投資比率を  $w_i$  ( $i=1, 2, \dots, n$ ) とすれば、

$$\begin{aligned} R_p &= w_1 R_1 + w_2 R_2 + \dots + w_n R_n \\ &= w_1 (a_1 + b_{1,1} F_1 + \dots + b_{1,K} F_K + e_1) + w_2 (a_2 + b_{2,1} F_1 + \dots + b_{2,K} F_K + e_2) \\ &\quad + \dots + w_n (a_n + b_{n,1} F_1 + \dots + b_{n,K} F_K + e_n) \\ &= (w_1 a_1 + w_2 a_2 + \dots + w_n a_n) \\ &\quad + (w_1 b_{1,1} + w_2 b_{2,1} + \dots + w_n b_{n,1}) F_1 + \dots + (w_1 b_{1,K} + w_2 b_{2,K} + \dots + w_n b_{n,K}) F_K \\ &\quad + (w_1 e_1 + w_2 e_2 + \dots + w_n e_n) \end{aligned}$$

ただし、 $w_1 + w_2 + \dots + w_n = 1$

と求めることができ、次のように表せる。

ポートフォリオのリターン

$$R_p = \sum_{i=1}^n w_i a_i + \left( \sum_{i=1}^n w_i b_{i,1} \right) F_1 + \dots + \left( \sum_{i=1}^n w_i b_{i,K} \right) F_K + \sum_{i=1}^n w_i e_i \quad [1.4.5]$$

ただし、 $\sum_{i=1}^n w_i = 1$  : 投資比率の合計

この式からわかるように、第  $k$  番目のコモン・ファクター  $F_k$  に対する感応度は  $\sum_{i=1}^n w_i b_{i,k}$  となるから、「各証券のファクターに対する感応度に投資比率をかけた合計」として計算することができる。

### ●QUESTION

証券 A, B, C の収益率が、マルチファクター・モデル

$$R_i = a_i + b_{i,1}F_1 + b_{i,2}F_2 + e_i \quad (i = A, B, C)$$

ただし、 $E[e_i] = 0$

によって示せるとする。

なお、各証券について定数項 ( $a_i$ ) 及び感応度 ( $b_{i,1}$ ,  $b_{i,2}$ ) は次のとおりであった。

	$a_i$	$b_{i,1}$	$b_{i,2}$
証券 A	2.0%	1.8	2.0
証券 B	3.0%	0.3	1.0
証券 C	5.0%	0.8	-1.6

また、コモン・ファクターの期待値は、第 1 ファクター ( $F_1$ ) が 2.0%、第 2 ファクター ( $F_2$ ) が 1.5% である。

このとき、次のポートフォリオの期待収益率を求めなさい。

- (1) 証券 A を 20%、証券 B を 40%、証券 C を 40% 組み入れたポートフォリオ
- (2) 第 1 ファクターの感応度が 1 で、第 2 ファクターの感応度が 0 のポートフォリオ

### ●ANSWER

- (1) まず、各証券の期待収益率を求める。モデル式の両辺の期待値を取れば、

$$E[R_i] = a_i + b_{i,1}E[F_1] + b_{i,2}E[F_2] \quad (\because E[e_i] = 0) \text{ より、}$$

$$\text{証券 A : } E[R_A] = 2.0 + 1.8 \times 2.0 + 2.0 \times 1.5 = 8.6 \text{ (\%)}$$

$$\text{証券 B : } E[R_B] = 3.0 + 0.3 \times 2.0 + 1.0 \times 1.5 = 5.1 \text{ (\%)}$$

$$\text{証券 C : } E[R_C] = 5.0 + 0.8 \times 2.0 - 1.6 \times 1.5 = 4.2 \text{ (\%)}$$

次に、ポートフォリオの期待収益率  $E[R_p]$  を求める。

$$E[R_p] = 0.2 \times 8.6 + 0.4 \times 5.1 + 0.4 \times 4.2 = 5.44 \text{ (\%)}$$

- (2) まず、組入比率を求める。証券 A, B への組入比率をそれぞれ  $w_A$ ,  $w_B$  とすると、証券 C への組入比率は  $1 - w_A - w_B$  と表せる。ポートフォリオのファクター感応度は、各証券のファクター感応度に組入比率をかけた合計として計算でき、以下の式が成立する。

$$\text{第 1 ファクター : } 1.8w_A + 0.3w_B + 0.8(1 - w_A - w_B) = 1$$

$$\text{第 2 ファクター : } 2w_A + w_B - 1.6(1 - w_A - w_B) = 0$$

これを解くと、 $w_A = 0.3$ ,  $w_B = 0.2$ ,  $1 - w_A - w_B = 0.5$  となるから、証券 A への組入比率は 30%、証券 B への組入比率は 20%、証券 C への組入比率は 50% となる。

次に、ポートフォリオの期待収益率  $E[R_p]$  を求める。

$$E[R_p] = 0.3 \times 8.6 + 0.2 \times 5.1 + 0.5 \times 4.2 = 5.7 \text{ (\%)}$$

## 2 APT（裁定価格理論）

この節では、ロス（S.A.Ross）によって提唱された APT（Arbitrage Pricing Theory、裁定価格理論）を取り上げる。APT は、前節で取り上げたマルチファクター・モデルを前提として、無裁定条件（ノーフリーランチの原理）が成立する場合のリターンとリスクの関係を表したものである。

### (1) 仮定

APT の前提として、次の点を仮定する。

#### 1. 十分に多数の資産の存在

取引可能な資産数は、資産の収益率に影響を与えるコモン・ファクターの数に比べて十分に多い。

#### 2. マルチファクター・モデル

各証券の収益率は、前述の [1.4.1] ～ [1.4.4] で表されるものとする。ただし、ここでの導出を簡単にするために、コモン・ファクターは 2 つだけとし、さらに、 $F_k - E[F_k] = f_k$  ( $k = 1, 2, \dots, K$ ) として、次のように表す。

$$R_i = E[R_i] + b_{i,1}f_1 + b_{i,2}f_2 + e_i \quad (i = 1, 2, \dots, n) \quad [1.4.6]$$

$$E[e_i] = 0 \quad [1.4.2]$$

$$\text{Cov}(f_k, e_i) = 0 \quad [1.4.3']$$

$$\text{Cov}(e_i, e_j) = 0 \quad (i \neq j) \quad [1.4.4]$$

ここで、コモン・ファクターのリターンを  $f_k$  ( $= F_k - E[F_k]$ ) として、実際のリターンと期待値との乖離として定義したのは、計算上の便宜を考慮したものである。加えて、このように表すと、コモン・ファクターのコンセンサスからの乖離として直観的に捉えやすいという利点もある。

#### 3. 無リスク資産の存在

無リスク資産が存在し、無リスク利率が  $R_f$  とする。

#### 4. 無裁定条件（ノーフリーランチの原理）

市場には合理的な投資家が十分おり、裁定機会は存在しない。すなわち、一物一価が成立しているとして、リターンとリスクの関係を導く。

(2) APT公式の導出

市場では十分に多数の資産が取引されているので、分散投資を通じて固有リターンの変動リスク（イデオシンクラティック・リスク）はほぼ0にできる。よって、資産*i*が十分に分散化されたポートフォリオと考えれば〔1.4.6〕は、

$$R_i = E[R_i] + b_{i,1}f_1 + b_{i,2}f_2 \quad (i = 1, 2, 3, \dots, n) \quad [1.4.7]$$

と表すことができる。

さらに、こうしたイデオシンクラティック・リスクが0になった資産を適当に組み合わせれば、コモン・ファクター $F_k$  ( $k=1, 2$ ) とまったく同一の動きをするポートフォリオをつくるのが可能であり、こうしたポートフォリオを**ファクター・ポートフォリオ**と呼ぶ。この場合、ファクター・ポートフォリオの感応度は、ファクター1のファクター・ポートフォリオは $F_1$ に対する感応度 ( $b_{F_1,1}$ ) が1、 $F_2$ に対する感応度 ( $b_{F_1,2}$ ) が0であり、ファクター2のファクター・ポートフォリオは $F_1$ に対する感応度 ( $b_{F_2,1}$ ) が0、 $F_2$ に対する感応度 ( $b_{F_2,2}$ ) が1である。また、ファクター*k*に対するファクター・ポートフォリオの収益率を $R_{F_k}$ と表す。

さて、ここで裁定取引を考えることにする。

任意のポートフォリオ*i*を購入し、そのポートフォリオのファクター1及びファクター2に対する感応度を、ファクター・ポートフォリオを売却してヘッジし、全体でファクターに対する感応度を0にしよう。

具体的には、任意のポートフォリオ*i*を1円購入すれば、期末には〔1.4.7〕より $1+E[R_i]+b_{i,1}f_1+b_{i,2}f_2$ 円受取ることができる。ここで、 $f_1$ 、 $f_2$ は確率変数だから、その感応度である $b_{i,1}$ 円、 $b_{i,2}$ 円だけ、それぞれファクター1及びファクター2のファクター・ポートフォリオを売却してヘッジする。この取引によるキャッシュ・フローは次のようになる。

取引対象	取引	取引金額	取引時投資額	期末キャッシュ・インフロー
ポートフォリオ <i>i</i>	買い	1	1	$1+E[R_i]+b_{i,1}f_1+b_{i,2}f_2$
$F_1$ ファクターP	売り	$b_{i,1}$	$-b_{i,1}$	$-b_{i,1}(1+E[R_{F_1}]+f_1)$
$F_2$ ファクターP	売り	$b_{i,2}$	$-b_{i,2}$	$-b_{i,2}(1+E[R_{F_2}]+f_2)$
合計			$1-b_{i,1}-b_{i,2}$	$1+E[R_i]-b_{i,1}E[R_{F_1}]-b_{i,2}E[R_{F_2}]$ $-b_{i,1}-b_{i,2}$

ここで、3つの取引を加えると（合計の行）、ここにはもはや確率変数  $f_1$ 、 $f_2$  はなく現れる変数はすべて確実なものになるから、このキャッシュ・フローはファクターがどのような値をとろうとも必ずこの値をとる。つまり、一定額の投資に対し、一定額のキャッシュ・フローが必ず実現することを意味する。これは無リスク資産の運用に他ならない。投資家には無リスク利率がわかっているので、このポートフォリオ全体の収益率は無リスク利率に等しくなる。つまり、投資額に  $1 + R_f$  をかければ期末キャッシュ・フローになっているはずである。そうでなければ裁定取引が可能になる。したがって、次の式が成り立つ。

$$[1 - b_{i,1} - b_{i,2}](1 + R_f) = 1 - b_{i,1} - b_{i,2} + E[R_i] - b_{i,1}E[R_{F_1}] - b_{i,2}E[R_{F_2}]$$

左辺の括弧をはずして整理すると、2ファクターの場合についてのAPTの公式が得られる。

### APT (2ファクターのケース)

$$E[R_i] = \underbrace{R_f}_{\text{無リスク利率}} + \underbrace{(E[R_{F_1}] - R_f)}_{\text{第1ファクターのリスク・プレミアム}} \times b_{i,1} + \underbrace{(E[R_{F_2}] - R_f)}_{\text{第2ファクターのリスク・プレミアム}} \times b_{i,2} \quad [1.4.8]$$

この式から、APTの主張は次のようにまとめることができる。

資産（ポートフォリオ）の期待収益率は、無リスク利率と、各ファクターのリスク・プレミアムにポートフォリオのファクターに対する感応度をかけたものの合計に等しい。

ここではファクターが2個のケースについて導出を試みたが、ファクターが  $K$  個存在する場合へ一般化することもできる。各ファクターのリスク・プレミアムを

$$\lambda_k = E[R_{F_k}] - R_f$$

で定義すれば、以下のように表せる。

### APT (一般のケース)

$$\begin{aligned} \text{期待収益率} &= \text{無リスク利率} + \left( \text{各ファクターの} \right. \\ &\quad \left. \text{リスク・プレミアム} \times \text{感応度} \right) \text{の合計} \\ E[R_i] &= R_f + \lambda_1 b_{i,1} + \lambda_2 b_{i,2} + \dots + \lambda_K b_{i,K} \quad [1.4.9] \end{aligned}$$



**(3) ファクターは何か**

マルチファクター・モデルないしは APT に従う場合、資産の収益率はファクターのリターンに影響を受ける。

では、ファクターは具体的に何か？

理論モデルとしての APT からは、何を変数とするかは明らかにはならないので、実際に変数として何を選択するかは、分析者によって重要な課題となる。代表的なものとして、APT の提唱者であるロスらによるマクロファクター・モデル、効率的市場仮説で有名なファーマらによる 3 ファクター・モデル、BARRA モデルを代表とするファンダメンタル・ファクター・モデル等がある。

**(a) チェン=ロール=ロスによるマクロファクター・モデル**

ロスらによるマクロファクター・モデルでは、次のようなファクターが取り上げられている。

1. マーケット・ファクター：株式マーケット・ポートフォリオのリターンと無リスク利子率の差
2. GDP ファクター：GDP 変化率の予期せぬ変化
3. インフレ・ファクター：予期せぬインフレ  
(実際のインフレ率と期待インフレ率の差)
4. タームプレミアム・ファクター：長短金利差の予期せぬ変化
5. 投資家心理ファクター：信用リスク・プレミアムの予期せぬ変化

**(b) ファーマ=フレンチによる 3 ファクター・モデル**

米国市場では 1930 年代以降、小型株（株式時価総額の小さい銘柄群）のリターンが大型株（株式時価総額の大きい銘柄群）のリターンを上回るということが 1980 年代に入って報告された。この小型株の超過リターンは、とりわけ 12 月～1 月にかけて見られ、同様の超過リターンがバリュー株（PBR の低い銘柄群：割安株）についても観察された。いわゆる、規模効果（小型株効果）、バリュー株効果（低 PBR 効果）と呼ばれるアノマリーである。アノマリーとは、効率的市場仮説（EMH）に反する変則性のことであり、金融市場にみられるある種の傾向で、合理的な理由のはっきりしないものを指す。

現代ファイナンスは、すべてのリターンはリスクで説明するというフレーム・ワークであるため、ファーマ（Fama, E.）は、「市場」を唯一のリスク・ファクターとする CAPM ではリスク要因の特定が不十分であり、小型株やバリュー株への投資を小型株リスク（サイズ・ファクター）、バリュー株リスク（バリュー・ファクター）としてモデルに取り込むことで、このアノマリーに関する問題を処理した。これが、ファーマ=フレンチ・3 ファクター・モデルである。小型株やバリュー株は、倒産リスクが高く取引量も少ないので、これを財務リスクと流動性リスクとしている。

アナリスト試験では、「市場 (MKT)」を唯一の説明変数とするマーケット・モデルによる単回帰分析の結果

$$r_i - r_f = a_i + \beta_{i,MKT}(r_{MKT} - r_f) + e_i$$

と、「市場 (MKT)」に加えて「サイズ (SMB)」および「バリュー (HML)」の3つの説明変数を使ったファーマ=フレンチ・3ファクター・モデルによる重回帰分析の結果

$$r_i - r_f = a_i + \beta_{i,MKT}f_{MKT} + \beta_{i,SMB}f_{SMB} + \beta_{i,HML}f_{HML} + e_i$$

を対比・吟味するパターンが圧倒的に多い。

ただし、 $r_f$ : 無リスク利子率、 $\beta_{i,MKT}$ : 証券  $i$  のマーケット・ファクターに対するエクスポージャー (定数)、 $\beta_{i,SMB}$ : 証券  $i$  のサイズ・ファクターに対するエクスポージャー (定数)、 $\beta_{i,HML}$ : 証券  $i$  のバリュー・ファクターに対するエクスポージャー (定数)、 $f_{MKT}$ : マーケット・ファクター、 $f_{SMB}$ : サイズ・ファクター、 $f_{HML}$ : バリュー・ファクター、 $e_i$ : 証券  $i$  の固有リターンの変動部分 (残差)。

3ファクター・モデルの各説明変数 (リターン格差) は以下の通り。

$$f_{MKT} \equiv r_{MKT} - r_f$$

$$f_{SMB} \equiv r_{Small} - r_{Big}$$

$$f_{HML} \equiv r_{High} - r_{Low}$$

ただし、 $r_{MKT}$ : 市場ポートフォリオ (株式インデックスで代理) のリターン、 $r_{Small}$ : 小型株のリターン、 $r_{Big}$ : 大型株のリターン、 $r_{High}$ : 高 BPR (バリュー) 株のリターン、 $r_{Low}$ : 低 BPR (グロース) 株のリターン。なお、BPR (簿価時価比率) = PBR の逆数。

さらにカーハート (Carhart, M) は、これら3ファクターにモメンタム・ファクター (リターン・リバーサル/モメンタム) を加え、「4ファクター・モデル」に拡張している。

米国では3年から5年といった長期のリターンをみると、過去のパフォーマンスがよかった (悪かった) ポートフォリオは次の3年から5年ではパフォーマンスが悪くなる (よくなる) 傾向、つまりリターンに「負の系列相関」が観察される (リターン・リバーサル)。また、6ヵ月といった短期についてはリターンによいパフォーマンス (悪いパフォーマンス) が続く傾向、つまりリターンに「正の系列相関」が観察される (モメンタム)。

協会通信テキストによれば、「その具体的な構築方法は固まったものとはなっていない」ようだが (「証券分析とポートフォリオ・マネジメント」第2次レベル・第2回: 株式ポートフォリオ戦略 p.25)、カーハートは4番目のファクターを「モメンタム・ファクター」とし、過去1年間のリターンに基づいて、最もリターンの高かったグループ・ポートフォリオのリターンから最もリターンが低かったグルー

プ・ポートフォリオのリターンを差し引いた値をファクター値（UMD：Up minus Down）としているようである。

$$r_i - r_f = a_i + \beta_{i,MKT} f_{MKT} + \beta_{i,SMB} f_{SMB} + \beta_{i,HML} f_{HML} + \beta_{i,UMD} f_{UMD} + e_i$$

ただし、 $f_{UMD}$ ：モーメンタム・ファクター（過去の一定期間のリターンの大きさを分類したときの、その上位群のリターンと下位群のリターンの格差）。

この「モーメンタム・ファクター」を前提とすると、ある期間のリターンと次の期間のリターンに正の系列相関がある場合（モーメンタム）、回帰係数はプラス（+）となり、負の系列相関がある場合（リターン・リバーサル）、回帰係数はマイナス（-）となる。

### (c) ファンダメンタル・ファクター・モデル

(a)、(b)で取り上げたマクロファクター・モデルやファーマ＝フレンチの3ファクター・モデル（あるいはカーハートの4ファクター・モデル）の他に、企業規模、財務比率等の財務データや業種その他の銘柄属性をファクターとするモデルが実務的には最もよく用いられている。こうしたモデルはファンダメンタル・ファクター・モデルと呼ばれ、BARRA社によるモデルはその代表例と言われている。

ファンダメンタル・ファクター・モデルにもとづいて分析を行う場合、銘柄属性をファクター感応度として用い、ファクター・リターンを推定することになる。この点で、ここまでで取り上げたファーマ＝フレンチ・モデル等がファクター・リターンを説明変数として、ファクター感応度を回帰分析によって求めていったのとは異なり、ファクター感応度をあらかじめ決定したうえでファクター・リターンを求めるものになっている。

## 5 効率的市場仮説



### 1 市場の効率性

#### (1) 効率的市場とは？

シャープ（William F. Sharpe）によれば、効率的市場は次のように定義される。

#### 効率的市場（efficient market）

効率的市場とは、「すべての証券の市場価格が常にその投資価値に等しい市場」をいう。

この定義から明らかなように、市場が効率的であれば、株式・債券その他すべての証券の価格は、それら証券のファンダメンタルズ（証券がもたらすキャッシュフローとそれに伴うリスク）を正しく反映した値となる。逆に、市場が効率的でないとなれば、証券価格はファンダメンタルズを正しく反映した値からは乖離しがちになる。このような場合には、投資家はこの乖離（ミスプライシング）を利用することにより、リスクに見合った以上に高い収益を上げることができるようになる。

市場で成立する証券価格は、投資家の将来の予想（**expectation**，期待）に基づいた証券取引を通じて形成される。この予想は利用可能なさまざまな情報に基づいて形成されるので、証券価格はこうした情報によって決まるといえる。

それでは、この投資家にとって利用可能な情報は、証券価格にどの程度のスピードと正確性をもって反映されるだろうか？もし市場が効率的であれば、現在までに発生している情報はすべて価格に正確に織り込まれているし、新しい情報が発生すれば直ちに証券価格は変動しその情報は瞬時かつ正確に反映されることになる。この場合、その情報を利用したとしてもリスクに見合った以上の収益はあげられないはずである。この情報の利用という点に着目すると、市場の情報効率性（**informational efficiency**）について次のようにまとめることができる。

#### 市場の情報効率性

情報に関して効率的な市場では、「投資家がある情報に基づいてどのように投資戦略を構築したとしても、リスクに見合った収益を超える過大な収益を平均的にあげることはできない」。

## (2) 効率的市場仮説

現実の証券市場は情報に関して効率的な市場であろうか？その問いに対してイエスと答える考え方を**効率的市場仮説**（efficient market hypothesis）と呼ぶ。

ファーマ（Eugene F. Fama）は、証券価格が反映する情報を**ウィーク型**、**セミストロング型**、**ストロング型**の3つのレベルに分類し、効率的市場仮説の成否に関する実証研究を整理した。

### (a) ウィーク型の効率性（weak-form efficiency）

現在の証券価格が、過去の証券価格の情報を完全に織り込んでいるかどうかを問題にするのが、ウィーク型の効率性の問題である。ウィーク型の効率性が成立していれば、現在の証券価格は、過去の証券価格の変動をすべて織り込んでいることになるから、過去の証券価格の変動パターンの分析から投資戦略を構築したとしても、過大なリターンを平均的にあげることができないことになる。よって、この場合、過去の株価を分析する**テクニカル分析**は否定されることになる。

アメリカの実証研究によれば、後述する1月効果や曜日効果のようなウィーク型の効率性に否定的な現象も見受けられるものの、ウィーク型の効率性の成立はおおむね支持されている。

### (b) セミストロング型の効率性（semi-strong-form efficiency）

現在の証券価格が、過去の証券価格の情報も含めあらゆる公開情報を正確に織り込んでいるかを問題にするのが、セミストロング型の効率性の問題である。セミストロング型の効率性が成立していれば、現在の証券価格は、公開情報をすべて織り込んでいることになるから、有価証券報告書その他の財務情報や、株式分割や増配・減配、M&Aに関するニュース等の公開されている企業情報の分析から投資戦略を構築したとしても、過大なリターンを平均的にあげることができないことになる。よって、そうした企業情報を用いて割高・割安の判断をして投資に活用しようとする**ファンダメンタル分析**も否定される。

アメリカの実証研究によれば、この仮説も大体当てはまるとされる。

### (c) ストロング型の効率性（strong-form efficiency）

公開情報のみならず一部の投資家にしか知られていない情報も、現在の証券価格に正確に織り込まれているかを問題にするのが、ストロング型の効率性の問題である。ストロング型の効率性が成立していれば、インサイダー情報でさえも現在の証券価格は正確に織り込んでいることになるから、インサイダー取引によっても過大なリターンは得られないことになる。

アメリカの実証研究によれば、プロのファンドマネジャーにより運用されていたミューチュアルファンドの長期的なパフォーマンスが素朴な買い持ち戦略を上回る実績をあげていなかったことからストロング型の効率性を肯定するものもあるが、インサイダー取引その他の事例からストロング型の効率性は概ね否定されている。

	効率性テストの種類	情報の種類	分析の効果が否定される情報の例
(a)	ウィーク・フォーム	過去の株価系列	ケイ線、チャート、 フィルター・ルール
(b)	セミストロング・ フォーム	すべての公開情報	マクロ経済指標、利益予想、 配当予想
(c)	ストロング・ フォーム	利用可能な すべての情報	インサイダー情報

## 2 アノマリー

証券市場の効率性をめぐるアメリカの実証研究のなかで、効率的市場仮説に反する変則性（アノマリー）が発見されている。アノマリーとは、証券市場に見られるある種の傾向であり、そのような傾向が見られる合理的な理由がまだ不明なものをいう。代表的なアノマリーとしては、次のようなものが報告されている。

### (1) 1月効果（January effect）

アメリカでは、他の月に比べて1月は特に収益率が高くなる傾向がある。投資家は所得税の関係で12月中に損切りして1月に新たな投資をするから1月に値上がりする傾向が生ずるとする仮説もかつて提唱された。

### (2) 曜日効果

曜日効果とは、特定の曜日のリターンが他の曜日に比べて高い（低い）という現象をいう。アメリカでは、金曜日のリターンが高く、月曜日のリターンが低いと言われている。

なお、日本については、火曜日のリターンが低いという報告がある。

### (3) リターン・リバーサル／モメンタム

アメリカでは、3年から5年といった長期のリターンをみると、過去のパフォーマンスのよかった（悪かった）ポートフォリオは次の3年から5年ではパフォーマンスが悪くなる（よくなる）、つまり、リターンの系列相関がマイナスになるリターン・リバーサルという現象が観察されている。また、6ヵ月といった短期については、リターンの系列相関がプラスになるモメンタムが存在するとされる。

### (4) 規模効果（size effect）

企業規模（時価総額）の大きい企業（大型株）よりも小さい企業（小型株）に対する投資収益率の方が高い傾向が観察される。

### (5) バリューストック効果

近年の実証研究によれば、PBRの低い株式（バリューストック）はPBRの高い株式（グロースストック）をコンスタントに上回る収益率をあげている。なお同様の現象はPERについても見られ、低PERの株式は高PERの株式に比べ、高い収益率を上げている。

こうしたアノマリーはこの他にも多く報告されているが、アノマリーの存在は効率的市場仮説との関係で問題になる。

これに対する評価は分かれるが、1つの考え方は、アノマリーは誰でもその事実を知っているにもかかわらず、これらの効果が存在するということは市場が非効率である

ことを示しているとする考え方である。

これに対してもう1つの考え方は、アノマリーは理論的な説明が不十分なだけで市場はあくまでも効率的であるという考え方がある。こうした効率的市場仮説の成立を肯定する立場からは、例えば上記の規模効果とバリュー株効果は、それぞれ流動性リスクと財務リスク（倒産リスク）を反映したものであるという説明がされる。そして、このことは、シャープ＝リントナー型のオリジナルCAPMでは確かに銘柄間収益率格差を捉えきれないにしても、マーケット・ファクターに小型株ファクターとバリュー株ファクターを加えたファーマ＝フレンチの3ファクター・モデルによれば収益率格差を捉えることができるといった主張へとつながっている。



## 6 株式ポートフォリオの運用



通常資産運用はパッシブ運用とアクティブ運用に大別されている。パッシブ運用は効率的市場仮説に基づき、市場を上回るパフォーマンスをあげる方法はない、という考え方を基本としており、市場ポートフォリオやその代用に投資する。アクティブ運用は効率的市場仮説について全く意識しないか、または市場を上回るパフォーマンスをあげることが可能であるという考えに基づいて行われる。

### 1 ベンチマーク

#### (1) ベンチマーク

ベンチマークとは、本来、測量において利用する水準点を示す言葉だが、これが転じて投資や資産運用などにおいて比較のために用いる「指標」の意味で使われている。

協会通信テキスト（「証券分析とポートフォリオ・マネジメント」第2次レベル・第9回：投資パフォーマンスの測定と評価）では、「適切なベンチマークの要件」として、以下を列挙している。

- ・ 代表性：投資対象の市場に近い特性を有していること
- ・ 再現性：実際に投資可能なユニバース（有価証券）から構成されていること
- ・ 流動性：構成銘柄の流動性が十分に高いこと
- ・ 客観性：ベンチマーク構築ルールに恣意性がないこと（客観性が高いこと）
- ・ 透明性：ルールの詳細についてのディスクロージャーが行われていること
- ・ 安定性：銘柄の入替え頻度、回転率が過度に高くないこと
- ・ 整合性：時価評価基準（時価採用市場等）がポートフォリオと同じであること
- ・ 利便性：情報入手が容易で、使いやすいこと（公開性）
- ・ 連続性：同一の計算ルールで十分な長さの過去データがあること
- ・ 一般性：広く一般に利用されていること
- ・ 運営性：インデックス先物、スタイル・規模別サブ・インデックスの存在などポートフォリオの運営上、便利であること

日本株の運用では、広く認知されている「株式インデックス（株価指数）」をベンチマークとすることが多い。古くから存在する代表的なものとして、日経平均株価（日経 225）、東証株価指数（TOPIX）がある。それぞれの特徴は、以下の通り。

日経平均株価（日経 225）	東証株価指数（TOPIX）
<ul style="list-style-type: none"> <li>・単純平均：東証1部上場の225銘柄を対象とし、その株価合計を恒常除数で割って算出。単位は（円）。</li> <li>・指数の構成は、採用銘柄の上場廃止や合併などを反映するため、変更される。</li> <li>・銘柄の流動性の変化や、業種ウェイトのバランス調整のため、定期的に見直される。</li> <li>・株式数で加重平均しておらず、値がさ株・品薄株・小型株の影響を受けやすい。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・時価総額加重平均：1968年1月4日を基準とし、東証1部上場全銘柄について、その基準時の時価総額を100として、その後の時価総額を指数化したもの。単位は（ポイント）。</li> <li>・上場株式数で加重平均しているため、大型株（時価総額の大きい銘柄）の影響を受けやすい。</li> </ul> <p>※東京証券取引所の「市場第1部（いわゆる東証1部）」をはじめとする市場区分は、2022年4月に「プライム市場」「スタンダード市場」「グロース市場」の3市場に再編された。旧東証1部全銘柄で構成されていた株式インデックス「東証株価指数（TOPIX）」は、2022年10月～2025年1月にかけてウェイト調整し、段階的に新しい「TOPIX」に移行する見込み。</p>

こうした伝統的な株価指数に加え、最近ではJPX日経インデックス400（JPX日経400）といった指数も登場している。

日本株運用において何をベンチマークとするかは、詰まるところ運用の目的や方針次第なのだが、とくに年金運用においてはTOPIXをベンチマークとする場合が多いようである。

CAPMの言う「市場ポートフォリオ」は、市場に存在するすべてのリスク資産の時価加重ポートフォリオであり、リスク資産のみで構成される唯一の効率的ポートフォリオという性質をもつ。この意味では、少なくともリスク資産を旧東証1部上場株式に限定して考えると、TOPIXは市場ポートフォリオとしての性質を強く備えている。このため、資本市場理論を現実の世界に当てはめて考える場合、TOPIXを市場ポートフォリオに代理させることがある。上記の「適切なベンチマークの要件」に加え、こういった理論上の背景もあつてか、年金基金をはじめ機関投資家の多くが、日本株のベンチマークとしてTOPIXを採用しているようだ。

## (2) 投資ユニバース

投資ユニバースとは、ポートフォリオに組み入れる候補となる銘柄の集まりのことである。したがってベンチマークが設定されれば、投資ユニバースはベンチマークの構成銘柄に一致させるのが基本である。しかし、たとえばTOPIX（東証株価指数）をベンチマークとした場合、1,800を超える銘柄すべてを投資ユニバースとすることは現実的でなく、また広ければ広いほどよいというものでもない。以下のように、状

況によってベンチマーク構成銘柄よりも狭いユニバース設定が合理的な場合がある。

- ① 流動性：ポートフォリオ構成銘柄の購入やリバランス（配分比率の変更、銘柄の入れ替え）時の取引コストなどを勘案し、流動性の高い銘柄だけを投資対象とする。
- ② 情報の入手可能性：投資の意思決定に必要な情報が質・量ともに十分に入手できるか否かという観点から、証券会社や運用機関などが対象にしている数百程度の銘柄に限定する。
- ③ リスク管理：倒産など特定のリスクが高い企業の株式を除外する。

## 2 パッシブ運用

パッシブ運用とは、特定のベンチマークのリスクとリターンを再現することを目的とする運用であり、ベンチマークは市場インデックス、あるいはそのサブ・インデックスの中から選ばれる。インデックスは市場全体の動きを代表するものという特性上、得られるリターンも平均的なものになる。

### (1) パッシブ運用の合理性

あえてベンチマークを上回るアクティブ・リターンを狙わず、当初から平均的なリターンを目標とする理由として、以下のようなことが指摘される。

#### ① CAPM の存在

CAPM によれば、リスク資産のポートフォリオとしては真の市場ポートフォリオのみが効率的ということになる。真の市場ポートフォリオが特定不可能であるとしても、株式市場の大部分の銘柄で構成される市場インデックスであれば、真の市場ポートフォリオに近似できると考えられる。したがって、市場インデックスをベンチマークとし、このリターンを再現することが最も効率的な運用となる。

#### ② 実証分析結果の影響

市場インデックスに勝ち続けたファンドが存在せず、多くのファンドがインデックスを下回るパフォーマンスしか上げられていないという実証分析結果の影響が考えられる。

アクティブ運用によりインデックスを上回るには、市場の上昇に追随し下落を回避するといったタイミング能力や、アルファ（アクティブ・リターン）の獲得が期待できる銘柄の選択能力が必要となり、情報入手・分析、意思決定、売買執行に伴う運用コストがパッシブ運用に比べ高くなる。こういったコストをかけてもインデックスを上回ることが困難であるならば、はじめからインデックスと同じ結果を狙うべきである。

### (2) パッシブ運用の手法

前述の通り、パッシブ運用とは特定のベンチマーク、つまり特定のインデックスのリスクとリターンを再現することを目的とする運用であり、このように設計されたポートフォリオをインデックス・ファンドと呼ぶ場合がある。パッシブ運用におけるポートフォリオの構築方法は、完全法と標本抽出法（サンプル法）に大別されるが、協会通信テキストでは、a) 完全再現法、b) 層化抽出法、c) 最適化法、がとり上げられている。

**a) 完全法**

ベンチマークに含まれるすべての銘柄をベンチマークと同じウェイトで組み入れ、アクティブ・ウェイトをゼロにする。ベンチマークの構成に異動があった場合には、それに応じて銘柄の入替えやウェイト調整を行って、アクティブ・ウェイトをゼロに維持し続ける。

極めて単純で、ポートフォリオの構築・メンテナンスができれば確実性が高いが、実際には困難である。以下のような事柄がトラッキング・エラーを増加させ、とくに取引コストはパフォーマンスの劣化を引き起こすためである。

- ① 市場インデックスは、その計算において取引コストが考慮されていないが、実際にはポートフォリオ構築の段階で取引コストが発生する。
- ② 流動性などの問題から、売買価格がベンチマークの計算に用いられる価格とは必ずしも一致しない。
- ③ 最低取引単位でしか売買できないためベンチマークでの正確なウェイト通りの売買は困難である。
- ④ ベンチマークの構成銘柄に異動が起こった場合、あるいは資本異動などによりベンチマークにおけるウェイトが変化した場合、ポートフォリオのリバランス（ウェイト調整）を行う必要があるが、その度に売買価格と計算価格の不一致や取引コストが発生する。

上記の理由から、完全法によるパッシブ・ポートフォリオの構築は非常に困難である。このため、実際にはベンチマーク構成銘柄の中から一部だけを取り出してポートフォリオを構築する。この標本抽出法（サンプル法）は、協会通信テキストでは b) 層化抽出法と c) 最適化法に分類されている。

**b) 層化抽出法**

ベンチマーク構成銘柄をリターンを特徴づける特性を基準に、いくつかの部分集合に分割する。次に各部分集合からその集合の動きを代表する銘柄を抽出し、各部分集合の時価総額に応じた額だけポートフォリオに組み入れる。

**c) 最適化法**

ポートフォリオの銘柄構成比率がベンチマークとは異なるためトラッキング・エラーが生じるが、これをゼロに近づけることによりポートフォリオをインデックスに近似させる方法。パラメータの数を絞込んだファクター・モデルを使って、数理計画法によりトラッキング・エラーを最小化する最適ポートフォリオを導く。

### 3 アクティブ運用

アクティブ運用とはベンチマークのリターン・リスクからの意図的な乖離をとり、ベンチマークを上回るパフォーマンスを目指す運用スタイルを指す。これにより、運用に追加的な価値を実現する。具体的には、ポートフォリオのセクター・ウェイトや銘柄構成比をベンチマークから乖離させる。ベンチマークから乖離したリターンを**アクティブ・リターン**、リスクを**アクティブ・リスク**（トラッキング・エラー）と呼び、ベンチマークから乖離したセクター・ウェイトや銘柄構成比を**アクティブ・ウェイト**と呼ぶ。

#### (1) 銘柄選択およびアクティブ・ポートフォリオの構築

##### ① トップダウン・アプローチ

1) マクロ経済の現況や動向について調査・分析を行い、将来のシナリオを策定する。2) このマクロ・シナリオに基づいて、業種などのセクターごとにオーバー・ウェイト、アンダー・ウェイトの方針を立てる。3) 各セクターについて組入れ銘柄を選定する。

##### ② ボトムアップ・アプローチ

1) 個別企業の財務・経営状態、および将来の収益動向を調査・分析する。2) このファンダメンタル分析に基づいて投資価値（アルファ:超過収益率）を評価する。3) 高いアルファが期待できる銘柄でポートフォリオを組成し、組み入れ候補銘柄の多いセクターがオーバー・ウェイト、少ないセクターがアンダー・ウェイトとなる。

#### (2) アクティブ戦略の種類

##### ① 個別銘柄選択

実際の株価が理論株価を下回る割安な銘柄でポートフォリオを構成する。市場リスクを源泉とせず、組み入れ銘柄の固有の超過リターンを狙う。

##### ② サブ・インデックス

特定のサブ・インデックス（バリュー株／グロース株、大型株／小型株、ハイテク株セクターなど）をベンチマークとしたパッシブ運用。

##### ③ マクロ・ファクター

マクロ・ファクター・モデルに基づいた戦略（トップダウン・アプローチ）。

- 1) サブ・インデックスの動的（ダイナミック）アロケーション。
- 2) マクロ経済ファクター・リターンに基づいて、各ファクターの最適エクスポージャーを推定し、ポートフォリオを組成する。

**④ マーケット・タイミング**

ポートフォリオのベータ ( $\beta$ ) を相場見通しに基づいて動的 (ダイナミック) に調整する。相場上昇を予想する場合はベータを高め、相場下落を予想する場合はベータを低くする。

**⑤ セクター・ローテーション**

各セクターへのウェイトをベンチマークのウェイトから意図的に乖離させる。マクロ経済動向の予測に基づいて、セクターごとにオーバー・ウェイト、アンダー・ウェイトの方針を立てる。

**⑥ ファクター・ローテーション**

その時々には有効性の高い投資尺度 (PER、PBR など) へのウェイトを高める。ファンダメンタル・ファクターを用いたものが多い。

**⑦ スタイル・ローテーション**

「投資スタイル」を何らかの基準によって変更する。マクロ経済動向の予測に基づいて、スタイル・インデックスへの配分比率を調整する。

**(3) スマートベータ戦略**

スマートベータに関するはっきりとした定義はないが、もともとは運用ルールが明確に規格化されたアクティブ運用を指したようである。実際、ファンダメンタル・インデックスや最小分散ポートフォリオはアクティブ運用の一類型として、スマートベータという言葉が流布する以前から存在していた。次第に取引所や金融情報ベンダーがこうしたアクティブ運用に基づいた株価指数、いわば「スマートベータ・インデックス」を開発・公表するようになり、逆にこれらのインデックスに連動するようなパッシブ運用プロダクトが提供されるようになった。現在ではスマートベータ・インデックスや、スマートベータ・インデックスに連動するパッシブ運用を、漠然と「スマートベータ」と呼ぶことが多いようである。

なお、明確な定義がなく非常に紛らわしいので、ここでは「スマートベータ・インデックス」に連動するパッシブ運用を「スマートベータ戦略」とする。

**① スマートベータの種類**

スマートベータ・インデックスとして開発・公表されているものには、以下のようなものがある。東証1部上場全銘柄の時価総額加重型インデックスである TOPIX に対し、全銘柄を対象とせず非時価総額加重型という共通の特徴がある。

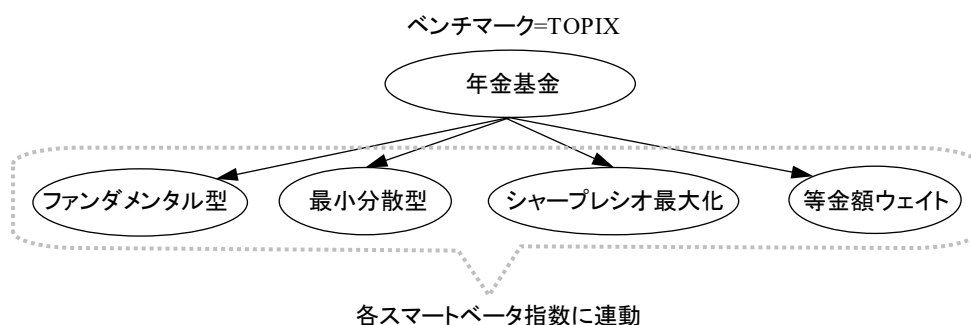
分類	インデックス (例)	配分比率
ファンダメンタル型	ファンダメンタル	売上高、キャッシュフロー、 配当、自己資本などファン ダメンタル面での規模
最適化型	低ボラティリティ	最小分散ポートフォリオ (mvp : minimum variance portfolio)
	シャープレシオ最大化	シャープレシオが最大とな るポートフォリオ
分散度追求型	等金額ウェイト	銘柄数 $n$ の逆数 : $\frac{1}{n}$

## ② 従来型のアクティブ運用およびパッシブ運用との相違

インデックス登場の経緯から考えて、スマートベータ・インデックスは TOPIX に代表される市場時価総額型インデックスをアウトパフォームすることを意図して設計・開発されていると考えられる。この意味でスマートベータ・インデックスそのものが、アクティブ運用プロダク的な側面をもつ。

他方、スマートベータ戦略はスマートベータ・インデックスに連動させる運用であり、さらにパフォーマンス評価に用いるベンチマークが連動対象のスマートベータ・インデックスであれば、これはあくまでもパッシブ運用であると考えられる。

証券アナリスト試験で「スマートベータ」は、今までのところ TOPIX をベンチマークとする年金基金がスマートベータ戦略をとるファンドに委託することを想定し、従来からのいわゆるアクティブ運用への委託と比較する、といった文脈でとり上げられている。



これらのスマートベータ戦略のファンドがスマートベータ・インデックスをパフォーマンス評価のベンチマークとしているのならば「パッシブ運用」であり、アクティブ運用で要求される市場環境の調査、銘柄選択、ウェイト調整等の追加的コストは不要なため運用報酬は低く抑えられる可能性がある。それでいて、各スマートベータ・インデックスが本当に時価総額加重型の TOPIX を凌駕するパフォーマンスをあげるのであれば、各ファンドがスマートベータ・インデックスに忠実にトラックするだけで巧いアクティブ運用に近い運用成果が得られることになる。つまり、



形式はパッシブ運用でありながら、実質は巧いアクティブ運用に近い効果を得ることができる。

#### ● 従来型アクティブ運用 vs. スマートベータ

一般的なアクティブ運用に委託する場合、ファンドがアクティブ運用である以上、調査分析コストなどをはじめ運用報酬は高くつく。また一般的な傾向として売買回転率も高くなるが、あらかじめファンドに対して売買回転率に制約を設けることで、執行コストは抑制できるかもしれない。

これに対してスマートベータ戦略のファンドに委託する場合、ファンドは基本的にパッシブ運用なので運用報酬は低く抑えられるが、ファンドによっては「最小分散」や「高 ROE 銘柄群」、あるいは「均等ウェイト」を維持するため、リバランスに伴う売買執行コストは高くつくものもあるだろう。さらに一般的な従来型アクティブ運用と異なり、スマートベータ戦略では指数にトラックさせることが目的となるので売買回転率は上昇しがち、執行コストは抑制しにくいだろう。

#### ● 対 TOPIX パッシブ運用 vs. スマートベータ

TOPIX のような時価総額加重平均インデックスの場合、構成銘柄の時価の変動そのものがウェイト調整であり、株価の変動に委ねておけば自動的に常に時価総額加重平均となる。また新規上場や上場廃止といったことがない限り、銘柄入れ替えは行われぬ。つまり、ウェイト調整や銘柄入れ替えといったいわゆる「リバランス」は、原則として必要ない。

これに対してスマートベータ・インデックスの場合、「特定の属性をもつ限られた銘柄群を時価総額加重平均以外のウェイトで構成」するため、構成銘柄の属性が変化すれば銘柄入れ替えが必要となり、また構成銘柄の時価が変化すればこれに応じて人為的なウェイト調整も必要となる。つまり、スマートベータ・インデックスは頻繁なリバランスが必要であり、これを受けてスマートベータ戦略も一般にリバランス頻度は高くなると考えられる。

### ③ 「スマートベータ」のコスト、パフォーマンス

年金基金などが実際に「スマートベータ」を活用するにあたり、コストやパフォーマンスに関して以下のような注意が必要とされる。

#### ● 運用委託コスト

スマートベータ戦略をとるファンドがパッシブ運用であれば、アクティブ運用にくらべて運用報酬は低く抑えられるが、頻繁なリバランスが必要となる場合が多いと考えられる。通常のアクティブ運用であれば、あらかじめ売買回転数について制約を設けることも可能だが、スマートベータ戦略では指数にトラックさせることが目的となるので、売買回転数の上昇は不可避である。これが取引コストを上昇させ、運用委託コストが予想外に高くなる可能性がある。

● **スマートベータ・インデックス、ファンドの選定等に関するプロセス**

- 1) どのようなスマートベータ・インデックスを採用するか
- 2) 各スマートベータ・インデックスへの資金の配分比率
- 3) ファンド（運用会社）の選定
- 4) 運用実績の評価および配分比率の見直し

こうした問題に対処するため、調査・分析など新たなプロセスが必要となり、パッシブ運用として直接の運用報酬は抑制されても、総コストはさほど減らない可能性がある。

● **スマートベータ指数のアクティブ運用的な側面**

ベンチマークとして TOPIX に代表される市場時価総額型インデックスが採用され、パッシブ運用が支持される大きな理由として、以下のふたつがあげられる。

- 1) 「市場ポートフォリオ」が最適リスク資産ポートフォリオであるとする CAPM の存在
- 2) 長期にわたって安定的に市場時価総額型インデックスを上回るパフォーマンスを実現したアクティブ運用はごく少数であるという実証分析結果  
スマートベータ・インデックスがアクティブ運用的な側面を備えている以上、  
2)の実証分析が報告する結果と似た状況になる可能性がある。

(4) **株式価値評価モデル**

2021年の1次レベルに続き、2022年から2次レベルも試験制度および通信教育プログラムが改訂となった。従来「株式ポートフォリオ戦略」とされていた協会通信テキストは、新たに「株式価値評価と株式ポートフォリオ戦略」と名称が変わり、テキストの第1章に「株式価値評価」に関する説明が加筆された。企業価値および個別株式価値の評価方法に関するもので、アクティブ運用の「個別銘柄選択」と密接である。大部分が「コーポレート・ファイナンス」と重複するため、ここでは代表的なモデルについて整理しておく。

① **配当割引モデル (DDM : Dividend Discount Model)**

ある株式1株の保有によって将来得られるキャッシュフローを配当金とする。将来の配当金を株主の要求収益率（株主資本コスト）で現在価値に割り引き、その合計を理論株価  $P$  とする。

$$P_0 = \frac{D_1}{1+k_1} + \frac{D_2}{(1+k_2)^2} + \frac{D_3}{(1+k_3)^3} + \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k_t)^t}$$

ただし、 $P_0$  : 理論株価、 $D_t$  :  $t$ 期の配当金、

$k_t$  :  $t$ 期の株主の要求収益率（株主資本コスト）。

配当割引モデル (DDM) の「基本形」に以下のような仮定を設け、現実に利用可能なモデルに加工する。まず、毎期の株主資本コスト（割引率） $k$  を一定とすると、DDM はかなりシンプルになる。

$$P_0 = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

毎期の配当が  $D$  で一定とすると、「定額配当モデル（ゼロ成長モデル）」が導かれる。

$$P_0 = \frac{D}{1+k} + \frac{D}{(1+k)^2} + \frac{D}{(1+k)^3} + \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D}{(1+k)^t} = \frac{D}{k}$$

配当金が毎期一定率  $g$  で成長すると「定率成長モデル」が導かれる。

$$\begin{aligned} P_0 &= \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots \\ &= \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_1(1+g)}{(1+k)^2} + \frac{D_1(1+g)^2}{(1+k)^3} + \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_1(1+g)^{t-1}}{(1+k)^t} = \frac{D_1}{k-g} \end{aligned}$$

ただし  $D_1$  : 1期後（期末）配当金。

株主の要求収益率（株主資本コスト） $k$  は、証券アナリスト試験では CAPM など  
で推定する場合が多い。

$$\begin{aligned} k &= E[R_i] \\ &= \beta_i \times (E[R_M] - R_f) + R_f \end{aligned}$$

ただし、 $E[R_i]$  : 株式  $i$  の期待収益率、 $\beta_i$  : 株式  $i$  の対市場ベータ、

$E[R_M]$  : 市場ポートフォリオの期待収益率、 $R_f$  : リスクフリー・レート。

また、配当金の成長率  $g$  は、証券アナリスト試験ではサステイナブル成長率  
(P/L、B/S の全項目が同じ比率で成長し、すべての財務比率が一定に保たれる成長  
率) が用いられる場合が多い。

$$g = ROE \times \text{内部留保率} = ROE \times (1 - \text{配当性向})$$

配当割引モデル（DDM : dividend discount model）

- 1) 定額配当モデル（ゼロ成長モデル）

$$P_0 = \frac{D}{k}$$

- 2) 定率成長モデル

$$P_0 = \frac{D_1}{k-g}$$

- 3) 株主の要求収益率（株主資本コスト）…CAPM

$$k = \beta_i (E[R_M] - R_f) + R_f$$

- 4) 配当成長率…サステイナブル成長率

$$g = ROE \times \text{内部留保率} = ROE \times (1 - \text{配当性向})$$

## ② フリーキャッシュフロー割引モデル

企業全体の資本提供者（株主と債権者）に帰属するフリー・キャッシュフローを FCFF（Free Cash Flow to Firm）、株主に帰属するフリー・キャッシュフローを FCFE（Free Cash Flow to Equity）とし、この割引現在価値の合計により企業価値、ないし株式価値を評価する方法である。協会通信テキストでは、とくにこの方法を「割引キャッシュフロー（DCF：Discounted Cash Flow）法」としている。

## 1) FCFF 割引モデル

割引キャッシュフローの「キャッシュフロー」は、企業全体の資本提供者に帰属するフリー・キャッシュフローなので、企業価値（EV：Enterprise Value）を評価するモデルである。割引率には企業全体の資本提供者、すなわち株主と債権者の「加重平均資本コスト（WACC：Weighted Average Cost of Capital）」を用いる。

$$EV_0 = \frac{FCFF_1}{1+WACC_1} + \frac{FCFF_2}{(1+WACC_2)^2} + \frac{FCFF_3}{(1+WACC_3)^3} + \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC_t)^t}$$

ただし、 $EV_0$ ：企業価値、 $FCFF_t$ ：t期のフリー・キャッシュフロー、 $WACC_t$ ：t期の加重平均資本コスト。

企業全体の資本提供者に帰属するフリー・キャッシュフロー（FCFF）は、以下のように計算される。

$$FCFF = \text{税引後営業利益} + \text{減価償却費} - \text{設備投資額} - \text{正味運転資本増加額}$$

ここで税引後営業利益（NOPAT：Net Operating Profit After Taxes）は以下の通り。

$$NOPAT = \text{営業利益} \times (1 - \text{法人税率})$$

割引率の加重平均資本コスト（WACC：Weighted Average Cost of Capital）は、以下のように計算される。

$$WACC = \frac{D}{D+E} \times k_D \times (1-T) + \frac{E}{D+E} \times k_E$$

ただし、 $D$ ：負債価値、 $E$ ：株式価値、 $k_D$ ：負債コスト、 $T$ ：実効税率、 $k_E$ ：株主資本コスト。

負債コスト  $k_D$  は、以下の有利子負債利率を用いる場合が多い。

$$k_D = \frac{\text{支払利息}}{\text{有利子負債残高（期首・期末平均）}}$$

証券アナリスト試験の計算問題では、株主資本コスト  $k_E$  は配当割引モデル同様、CAPMに基づく期待収益率を用いる場合が多いだろう。

$$k_E = \beta_i (E[R_M] - R_f) + R_f$$

このようにして求められた企業価値から負債価値を引いて、株式価値を計算する。

$$\text{株式価値} = \text{企業価値}(EV) - \text{負債価値}$$

## 2) FCFE 割引モデル

割引キャッシュフローの「キャッシュフロー」は、株主に帰属するフリー・キャッシュフローなので、株式価値（ $V$ ：Value）を評価するモデルである。割引率には株主資本コスト  $k$  を用いる。

$$V_0 = \frac{FCFE_1}{1+k_1} + \frac{FCFE_2}{(1+k_2)^2} + \frac{FCFE_3}{(1+k_3)^3} + \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1+k_t)^t}$$

ただし、 $V_0$ ：株式価値、 $FCFE_t$ ： $t$ 期のフリー・キャッシュフロー、 $k_t$ ： $t$ 期の株主資本コスト。

株主に帰属するフリー・キャッシュフロー（FCFE）は、以下のように計算される。

$$FCFE = \text{親会社株主に帰属する当期純利益} + \text{減価償却費} \\ - \text{設備投資額} - \text{正味運転資本増加額} + \text{負債増加額}$$

フリーキャッシュフロー割引モデルを用いても、配当割引モデル（DDM）を用いても「株式価値」、「株価」について同じ結果が得られる。以下のような場合、将来の配当の予想よりもキャッシュフローの予想の方が容易なため、実際にはFCFF 割引モデルや FCFE 割引モデルのようなフリーキャッシュフロー割引モデルが用いられるケースが多いとされる（協会通信テキスト・証券分析とポートフォリオ・マネジメント・第1回「株式価値評価と株式ポートフォリオ戦略」p.17）。

- ・無配企業の場合、将来の配当の予想が難しい。
- ・実際の配当が配当支払い能力と大きく異なる場合、収益予想から配当の予想を導けない。
- ・キャッシュフローが企業収益と連動している場合、収益予想がキャッシュフローの予想に直結する。

### フリー・キャッシュフロー（FCF）

企業全体の資本提供者に帰属するフリー・キャッシュフロー（FCFF）

$$FCFF = \text{税引後営業利益} + \text{減価償却費} - \text{設備投資額} - \text{正味運転資本増加額}$$

※税引後営業利益（NOPAT：Net Operating Profit After Taxes）

$$NOPAT = \text{営業利益} \times (1 - \text{法人税率})$$

### 株主に帰属するフリー・キャッシュフロー（FCFE）

$$FCFE = \text{親会社株主に帰属する当期純利益} + \text{減価償却費}$$

$$- \text{設備投資額} - \text{正味運転資本増加額} + \text{負債増加額}$$

なお、フリーキャッシュフロー割引モデルの計算問題は、おそらく毎期の資本コスト（割引率）が一定、フリーキャッシュフローが每期一定率で成長する「定率成長モデル」として出題されるだろう。考え方は配当割引モデルの定率成長モデルと同じである。

## FCFF 割引モデル

$$EV_0 = \frac{FCFF_1}{1+WACC} + \frac{FCFF_2}{(1+WACC)^2} + \frac{FCFF_3}{(1+WACC)^3} + \dots$$

$$= \frac{FCFF_1}{1+WACC} + \frac{FCFF_1(1+g)}{(1+WACC)^2} + \frac{FCFF_1(1+g)^2}{(1+WACC)^3} + \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_1(1+g)^{t-1}}{(1+WACC)^t} = \frac{FCFF_1}{WACC-g}$$

ただし、 $EV_0$ ：企業価値、 $FCFF_1$ ：1期後（期末）フリーキャッシュフロー、  
 $WACC$ ：加重平均資本コスト、 $g$ ：サステイナブル成長率。

## FCFE 割引モデル

$$V_0 = \frac{FCFE_1}{1+k} + \frac{FCFE_2}{(1+k)^2} + \frac{FCFE_3}{(1+k)^3} + \dots$$

$$= \frac{FCFE_1}{1+k} + \frac{FCFE_1(1+g)}{(1+k)^2} + \frac{FCFE_1(1+g)^2}{(1+k)^3} + \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_1(1+g)^{t-1}}{(1+k)^t} = \frac{FCFE_1}{k-g}$$

ただし、 $V_0$ ：株式価値、 $FCFE_1$ ：1期後（期末）フリーキャッシュフロー、  
 $k$ ：株主の要求収益率、 $g$ ：サステイナブル成長率。

## フリーキャッシュフロー割引モデル

## 1) FCFF 割引モデル（定率成長モデル）

$$EV_0 = \frac{FCFF_1}{WACC-g}$$

ただし、 $FCFF_1$ ：1期後（期末）フリーキャッシュフロー、

$WACC$ ：加重平均資本コスト、 $g$ ：サステイナブル成長率。

加重平均資本コスト

$$WACC = \frac{D}{D+E} \times k_D \times (1-T) + \frac{E}{D+E} \times k_E$$

## 2) FCFE 割引モデル（定率成長モデル）

$$V_0 = \frac{FCFE_1}{k-g}$$

ただし、 $FCFE_1$ ：1期後（期末）フリーキャッシュフロー。

## ③ 残余利益モデル

クリーンサープラス関係を前提として配当割引モデルを展開すると、残余利益モデルが導かれる。残余利益モデルによれば、理論株価は期首1株当たり株主資本(BPS)に将来の残余利益の割引現在価値を加えたものとして評価される。

残余利益とは、株主の必要収益を超過した利益（超過利益）である。

$$\begin{aligned} \text{残余利益} &= \underbrace{\text{期首自己資本} \times ROE}_{\text{純利益}} - \underbrace{\text{期首自己資本} \times k}_{\text{必要収益}} \\ &= \text{期首自己資本} \times (ROE - k) \end{aligned}$$

ただし、 $ROE$ ：自己資本利益率、 $k$ ：株主の要求収益率。

したがって、1株当たりの残余利益は以下ようになる。

$$\begin{aligned} 1\text{株当たり残余利益} &= BPS_0 \times ROE - BPS_0 \times k \\ &= BPS_0 \times (ROE - k) \end{aligned}$$

ただし、 $BPS_0$ ：期首1株当たり株主資本。

理論株価  $P$  は以下のように計算される。

$$\begin{aligned} P_0 &= BPS_0 + \frac{(ROE_1 - k_1)BPS_0}{1+k_1} + \frac{(ROE_2 - k_2)BPS_1}{(1+k_2)^2} + \frac{(ROE_3 - k_3)BPS_2}{(1+k_3)^3} + \dots \\ &= BPS_0 + \underbrace{\sum_{t=1}^{\infty} \frac{(ROE_t - k_t)BPS_{t-1}}{(1+k_t)^t}}_{\text{残余利益の現在価値合計}} \end{aligned}$$

ただし、 $ROE_t$ ： $t$ 期の自己資本利益率、

$k_t$ ： $t$ 期の株主の要求収益率（株主資本コスト）

$BPS_{t-1}$ ： $t$ 期首の1株当たり株主資本。

残余利益モデルの計算問題は、おそらく毎期の株主資本コスト（要求収益率）および  $ROE$  が一定、残余利益が每期一定率で成長する「定率成長モデル」として出題されるだろう。考え方は配当割引モデルの定率成長モデルと同じである。

$$\begin{aligned} P_0 &= BPS_0 + \frac{(ROE - k)BPS_0}{1+k} + \frac{(ROE - k)BPS_1}{(1+k)^2} + \frac{(ROE - k)BPS_2}{(1+k)^3} + \dots \\ &= BPS_0 + \frac{(ROE - k)BPS_0(1+g)}{(1+k)^2} + \frac{(ROE - k)BPS_0(1+g)^2}{(1+k)^3} + \dots \\ &= BPS_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(ROE - k)BPS_0(1+g)^{t-1}}{(1+k)^t} \\ &= BPS_0 + \frac{(ROE - k)BPS_0}{k - g} \end{aligned}$$

#### 残余利益モデル

残余利益：残余利益 = 期首自己資本  $\times$  ( $ROE - k$ )

1株当たり残余利益：1株当たり残余利益 =  $BPS_0 \times ROE - BPS_0 \times k$   
 $= BPS_0 \times (ROE - k)$

残余利益モデル（定率成長モデル）： $P_0 = BPS_0 + \frac{(ROE - k)BPS_0}{k - g}$

## 7 売買執行のリスクとコスト



実際に証券の売買を行う場合、取引コストが問題となる。ここでは、株式の取引システムと執行方法、取引コストとその分解について取り上げる。

### 1 取引システムと執行方法

日本の上場銘柄は個別競争取引（オーダードリブン型）で取引されている。そこでは、買いでは高い値段をつけた注文が、売りでは低い値段をつけた注文が優先される**価格優先の原則**が、同じ値段であれば先に発注された注文が優先される**時間優先の原則**が適用されている。また、1998年12月に上場株式の取引所集中義務が撤廃されたことから、上場株式についても様々な執行形態が採られるようになった。

ここでは執行方法をいくつかに分類してその特徴について見ていく。

#### (1) 指値注文と成行注文

	指値注文	成行注文
方法	売買の際、売りたい値段、買いたい値段を指定する注文。	売買の際、売りたい値段、買いたい値段を指定しない注文。
特徴	自分で値段を指定できるので想定外の約定価格がつくことはないが、売買相手となるのに適当な注文がなければ、約定のつかないリスク（ <b>機会コスト</b> ）がある。	値段を指定しないため早く確実に注文を執行したいとき有利だが、大口注文により市場価格が変動し、約定価格が最良気配より不利な水準になるリスク（ <b>マーケット・インパクト</b> ）がある。

#### (2) 一括執行と分割執行

	一括執行	分割執行
方法	売買予定株数の執行を一度に行うこと。	売買予定株数の執行を時間をあけて分割して行うこと。
特徴	機関投資家のような巨大運用機関が一銘柄に大量の注文執行を一括で行うと、マーケット・インパクトが発生しやすい。	マーケット・インパクトは小さくできるが、時間の経過による価格変動リスク（ <b>タイミング・リスク</b> ）を負うことになる。



## 2 取引コストとその分析

取引コストには委託手数料以外にも様々なコストが含まれる。それを分析、評価するのに、簡便法としては、ファンドが当日執行した銘柄の平均約定価格とその日の VWAP を比較して市場参加者の平均より良かったかどうかを評価する VWAP 法と、売買計画とその実行結果の乖離をコストとして捉え、それを要因分解するインプリメンテーション・ショートフォール (IS) 法がある。ここでは後者のインプリメンテーション・ショートフォール法を取り上げる。

取引コストは例えば次のように要因分解できる。

	種類	意味	計算式		
取引コスト	明示的コスト	委託手数料 税金			
	潜在的コスト	スプレッドコスト	ビッド (売手にとっての最良気配) とアスク (買手にとっての最良気配) の差をビッド・アスク・スプレッドといい、スプレッドが大きい証券は取引コストが大きくなる。	(執行前)最良売気配 －最良買気配	
		マーケットインパクト	投資家の注文サイズが大きいとき、その注文が市場価格に影響を与え、その時点の最良気配値を超えた価格で約定することがある。これをマーケットインパクトと呼ぶ。	買い注文時： 約定価格－最良売気配値 売り注文時： 最良買気配値－約定価格	
		機会コスト	タイミングコスト	投資意思決定をしてから注文執行を行うまでの時間の経過に伴う価格変動コスト。通常、前日終値から執行タイミングまでの価格変化を指す。	買い注文時 (執行前)最良買気配 －参照価格 売り注文時 参照価格 －(執行前)最良売気配
			遅延コスト	マーケットインパクトを回避するため大口注文を小口に分割して発注すると、発注に遅延が生じて価格が変化するリスクがある。これを遅延コストと呼ぶ。	買い注文時 (遅延注文執行前)最良買気配 －参照株価 売り注文時 参照株価 －(遅延注文執行前)最良売気配

このように機会コストを含めて取引コストを要因別に分解し、それを総合的に把握しようとするのがインプリメンテーション・ショートフォール法の特徴である。

### 3 投資スタイルと執行コスト

株式ポートフォリオ戦略には様々な投資スタイルがあり、各投資スタイルにはそれぞれ最適な執行方法があると考えられる。ここでは前述した各種コストについて、最適な執行戦略を考える上で主な特徴を投資スタイル毎に見ていく。

#### (1) パッシブ運用

ベンチマーク・インデックスは取引コストがかからない。そのためパッシブ運用ファンドはそれから差をつけられないように取引コスト全体の最小化を目指さなければならず、特に次の点に注意する必要がある。

種 類	摘 要
機会コスト	ファンドがベンチマークに追従しないトラッキング・エラーは毎日の引け値ベースで計測される。それを抑制するため、購入する全銘柄がその日の引け値に近い価格で約定できるような手法が望ましい。
マーケット・インパクト	トラッキング・エラーを抑制するため、あらかじめ先物でヘッジしておき、現物の分割執行にあわせて先物ポジションを手仕舞う方法等が利用される。

#### (2) アクティブ運用

アクティブ運用は投資スタイルにより最適執行戦略がさらに多様になるため、スタイル別にその特徴を見ていく。

アクティブ運用ファンド		小型株ファンド
グ ロ ー ス 型	<ul style="list-style-type: none"> <li>この運用手法では他の市場参加者が気づく前に対象企業の株式を購入する必要があるため、取引の即時性が優先される。</li> <li>マーケット・インパクト等の取引コストが大きくても、それ以上の超過収益が期待できれば投資する価値があるため、ネット超過収益(=期待超過収益-取引コスト)の大きさに取引するかどうかを判断する。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>出来高が少ないためマーケット・インパクトが発生しやすい。</li> <li>出来高が少なく、細かく分割執行する必要があるため完了するまで時間がかかり、機会コストが発生しやすい。</li> </ul>
バ リ ュ ー 型	<ul style="list-style-type: none"> <li>株価水準が重要で取引の即時性はそれほど重要ではない。</li> <li>グロース型に比べてマーケット・インパクトが大きい。</li> </ul>	