株式リターンの歪度と長期的な資産形成

本　多　俊　毅
（証券アナリストジャーナル編集委員会委員）

1．はじめに

金融庁が「顧客本位の業務運営」の重視を打ち出して以降、個人投資家向けに提供される金融商品には大きな変化が見られ、インデックス連動型の投資信託やETFへの資金流入が増加し、投資信託の信託報酬などの手数料の水準も低下傾向にある。「貯蓄から投資へ」という掛け声の下で、日本の個人投資家が持つ資産を取り込もうと様々な金融商品が提供されてきたが、投資信託や保険の人気商品の多くが長期的な資産形成に資するものとなっていないとの批判を受け、資産運用会社としては厳しい状況にある。

とはいえ、このまま全ての商品がインデックスファンドになってしまうわけではない。インデックスに連動するような商品では得られない特徴を持ち、かつ個人投資家の長期的な資産形成に資する商品があれば、それらに対する需要はなくならないだろう。どのような商品が人気を得るのかは分からないが、単純に考えると、インデックスファンドのように多数の構成銘柄からなる商品の人気が一段落すれば、これとは逆に、比較的少数の銘柄に集中投資して高いリターンを追求するファンドに対する需要も増えてくるのではないか。そこで、今回は少数の銘柄に集中投資するような株式投資方法を念頭におき、株式のクロスセクション分布における歪度（わいど、skewness）に注目しながら、少数銘柄投資の特徴と長期的な資産形成について考えてみたい。

歪度は分布の歪みを調べる指標とされ、正の値をとるときには分布の右側の裾が長い、左に偏った分布であったことを意味する。そして、株式個別銘柄のリターンに関するクロスセクション分布は、正の歪度を持つ傾向を持つことが知られている。一部の銘柄が非常に高いリターンを実現するため、分布の形状としては右に歪んだ形をとり、歪度が正の値をとるのである。Bessembinder［2018］はこの傾向に注目して、米国株式市場について次のような興味深い指摘を行っている。米国株式市場の場合、株式市場全体としては安全資産を十分に上回るリターンを上げており、長期的な資産形成のために株式を保有することが有効な手段であると考えられている。ところが、米国株式市場の月次データ（1926年から2016年）を個別銘柄のリターンに注目して確認すると、1カ月金利を上回るリターンを実現できた標本数は全体の半分より少ない47.8％にとどまるという。長期のリターンでみるとこの傾向は更に強まる。例えば、個別の株式が上場されていた期間の累積リターンを、当該期間に1カ月金利で運用し続けたときと比較すると、前者が後者を上回っていた企