

## 意見（村木委員）

### P. 7の例示と解釈

標準偏差が一般的なリスク感覚を表現しているかとの議論ですが、投信を運用する機関投資家の常識は以下のようなものです。

- ・ 日経平均の標準偏差は先進国の株式指数としては高く、アジア株比でも低くない
- ・ 分散の効いた TOPIX の標準偏差は日経平均の標準偏差より低い
- ・ 日本株アクティブファンドは、日経平均ではなく TOPIX をベンチマークとするものが多い
- ・ 日本株アクティブファンドには高配当株ファンドが一定の比率を占める
- ・ 高配当株（公益株、薬品株など）の標準偏差（或いは連動性を示す $\beta$ ）は市場平均を下回ることが多い

以上から、日本株アクティブファンドのリスクが日経平均より低くても驚きはありません。標準偏差を用いたリスク評価がリスク感覚のずれを指摘してくれることもあると考えます。

### P. 8のリスク階級の変動性の解釈

金融機関などではリスク管理上、ボラティリティ自体が変化するという事は、商品のリスクそのものであると判断します。

ボラティリティの変動性を指標の限界と捉えると、重要な示唆（商品が持つ潜在リスク）を無視する危険性があります。

一般的にボラティリティが変化しやすい商品は、市場流動性の影響を受けやすく、金融危機などのストレスに弱い商品である可能性があります。

こうした潜在リスクや、ボラティリティの実際に変化したことを知ることは個人投資家にとっても重要ではないでしょうか。

### P. 9の③ 年間騰落レンジ

ボラティリティ階級表示を代替する手法として、興味深いアイデアだと思います。

過去5年間の実績リターン（月次リターンの年換算）は分かりやすさの一方、

(1) 上昇局面では好調なパフォーマンスばかりが強調されてしまう（例えば 02 年から 06 年のサブプライム商品）。逆に数年間下落が続いた後（ボトムかもしれない）に商品を設定することが難しくなる可能性がある

(2) 金融危機の時期が外れてしまうと、比較的安定した市場環境しか取り込めなくなる（過去5年間の標準偏差でも同様）

という問題があります。

(1) については、実績騰落率ではなく、信頼水準を 20 年に一度、10 年に一度などに設定して、確率分布から最大上昇、最大下落のレンジを示す方法もあります。

この際、運用実績がなくても、ベンチマークやバックテストで計算が可能です（運用担当者や運用手法が変わることがあるため、過去の運用実績データが必ずしも有用とは限りません）。

(2) については、金融危機の時期を含めたデータを考慮することも考えられます（バーゼル 2.5 ではストレス時データを使ったストレス VaR を使用）が、計算はやや複雑になります。

統計的手法をベースとしたリスク評価には限界がありますが、リスク管理や資本規制上、これに代わる有力な手法は確立されておられません。

バーゼル銀行監督委員会が期待ショートフォール（ES）を提案していますが、これも確率分布をベースとしたリスク評価手法です。

標準偏差などの統計的手法を一切使わずにリスクの定量表示を行うことは難しいように感じます。

以上です。