

## (年金運用)：バリュー/グロース・スプレッドとリターン・リバーサルの関係

バリュー・インデックスの方が、グロース・インデックスよりも、長期的リターンが高いことが知られているが、その理由として最近、リターン・リバーサル効果を指摘する論文が発表されている。そこで、本稿ではバリュー株効果とリターン・リバーサルの関係を検証してみる。

スタイル・インデックスにおいて、バリュー・インデックスの方が、グロース・インデックスよりも、長期的リターンが高いことはよく知られている。スタイル・インデックスのバリュー/グロースの分類方法はさまざまだが、BP (PBRの逆数、1株純資産/株価)等のバリュー指標が基準にされることが多いため、バリューとグロースのリターン・スプレッドはバリュー株効果として認識されることが多かった。

しかし、最近、このスプレッドの原因をリターン・リバーサル効果と関連付けて主張する論文が出てきた(注)。それによると、株価の上昇・下落によって、バリュー株・グロース株の分類も影響を受ける結果、バリュー株効果とされていたものは、リターン・リバーサル効果を観測しているのに過ぎない可能性があるというのである。(注) 矢野学、「スタイルベンチマークの銘柄入れ替えとリターン格差」、『証券アナリストジャーナル』、Oct., 2005

そこで、ここでは、年1回、BPを基準に東証1部上場銘柄を2分(バリュー・グロース)して、時価総額加重でリターンを計測するという、単純なケースを想定して、BPとリターン・リバーサルとの関係を考察してみる。

まず、分位分析を行う。1990年4月から2006年3月までの期間について、1ヶ月・12ヶ月のリターンで昇順に、あるいは、BPで降順に、5分位ポートフォリオを構築し、等加重収益率を計測する。「第1分位 - 第5分位」の月次スプレッドとt値を図表1に示す。この値は、過去のリターンが低かった銘柄群を買い持ち、高かった銘柄群を売り持ちにしたポートフォリオと、BPで割安な銘柄群を買い持ち、割高な銘柄群を売り持ちにしたポートフォリオのスプレッド・リターンに相当し、それぞれリターン・リバーサル効果、BP効果を表している。

図表1：リターン・リバーサル効果とBP効果の分位分析結果(%)

ファクター	組替間隔	スプレッド	t 値	ファクター	組替間隔	スプレッド	t 値
1ヶ月リターン	1ヶ月	1.693	4.426	BP	1ヶ月	1.408	4.849
1ヶ月リターン	12ヶ月	0.048	0.167		3ヶ月	1.122	3.774
12ヶ月リターン	12ヶ月	0.148	0.392		6ヶ月	0.901	3.205
					12ヶ月	0.793	3.063

図表1より、1ヶ月ではリターン・リバーサル効果が観察される。しかし、スタイル・インデックスの銘柄見直し期間である12ヶ月に焦点を当てると、12ヶ月リターンで12ヶ月組み替えの場合、1ヶ月リターンで1ヶ月組み替えの場合と比較すると、リバーサル効果が激減していることがわかる。それに対して、BP効果は、組替間隔が長くなるほど逡減しているものの、12ヶ月組み替えでも十分大きいと言える。

さて、図表1の結果を踏まえると、スタイル・インデックスにおける、バリューとグロースのリターン・スプレッドを、リターン・リバーサル効果で説明するのは無理があるように思える。なぜならば、BP効果は銘柄見直しが年1回であっても観察されるが、(12ヶ月の)リターン・リバーサル効果はそれよりもはるかに小さいからである。確かに、株価変動によってBPも変化し、結果としてバリュー株とグロース株の分類に影響することはありうる。しかし、(1ヶ月の)リターン・リバーサル効果は12ヶ月後にはほぼ消えているのである。

つぎに、BPと12ヶ月リターンの関係を直接調べてみよう。BPで2分位ポートフォリオを作り、それぞれに、過去12ヶ月のリターンで昇順に3分位ポートフォリオを作り、計6個のポートフォリオの時価総額加重収益率を計測する。期間は図表1と同一で、組替間隔は12ヶ月毎である。月次リターンの平均値を図表2に示す。なお、図表2のBP効果、リバーサル効果は、「高BP - 低BP」、「低リターン - 高リターン」を意味する。

図表2: BPと12ヶ月リターンによる分位分析結果(%)

	高BP	低BP	全銘柄	BP効果	t値
低リターン	0.506	0.094	0.189	0.412	1.750
中リターン	0.507	-0.047	0.064	0.555	2.179
高リターン	0.447	0.026	0.114	0.421	1.542
全銘柄	0.540	-0.009	0.000	0.549	2.380
リバーサル効果	0.059	0.067	0.075		
t値	0.183	0.200	0.229		

図表2を見ると、12ヶ月リターンによるリバーサル効果はほぼゼロである。それに対して、BP効果は、全体でも、また低・中・高リターンによる分位ポートフォリオ毎に見ても、スプレッドはかなり大きく、全体と中リターンでは有意になっている。したがって、リターン・リバーサル効果は、BP効果と比較すると軽微といっていよう。

別の角度から見るため、BPと過去のリターンとの間の順位相関係数を計算し、その平均値を取ってみた(図表3)。期間は図表1と同一である。

図表3: BPと過去リターンとの間の順位相関係数

リターン計測期間	順位相関係数
1ヶ月リターン	-0.071
12ヶ月リターン	-0.226
36ヶ月リターン	-0.331
60ヶ月リターン	-0.365

図表3より明らかなように、BPは短期リターンとはほぼ無相関であり、むしろ長期リターンとの相関が強い。これは、業績が長期低迷している銘柄は、株価も長期間にわたり1株純資産に対し割安に放置される、と解釈するのが自然であろう。確かに、BPが株価変動の影響を受けることは否めないが、このように本質的には短期リターン・リバーサル以外の情報を持っていると考える方が妥当である。

(遅澤 秀一)