

(資産運用)：バリュー株ファンドのパフォーマンスの相違と要因分解について

近年、日本株式市場ではバリュー指標の有効性が落ちてきているとの指摘がある。だが、その投資環境の中でも比較的良好なパフォーマンスを示すバリュー株ファンドもあり、そうでないファンドとの差が出ている。また、一般に認識されている市場動向とファンドのパフォーマンスが乖離したり、パフォーマンスの要因分解がティルトしているファクターでうまく説明できなかったりすることが増えている。その原因について、規模の観点から考察する。

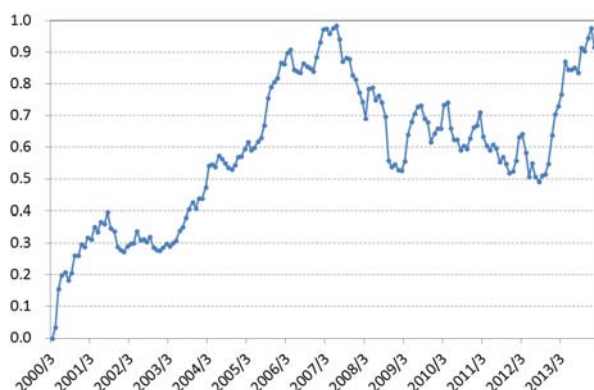
ここ数年来、日本の株式市場では銘柄選択においてバリュー指標の有効性が低下してきているとの指摘がある。だが、その投資環境の中でもバリュー指標にティルトした運用をしているファンド間でパフォーマンスの相違が出てきている。また、パフォーマンスを評価する段階においても、一般に認識されている市場動向とファンドのパフォーマンスが異なった様相を呈していることもまま見られる。さらにリスク・モデルで超過収益率をファクター要因、業種要因、個別銘柄要因に分解をして見ると、バリュー指標にティルトしているはずなのにファクター要因では説明できず、個別銘柄要因のウェイトが大きくなっていることも多い。

つまり、投資戦略が有効に機能したかどうか判然とせず、パフォーマンスが偶然に左右されて決まったかのように見えてしまうことが起きている。この原因を規模によるファクターの有効性の相違に注目して考えてみよう。

一般に市場動向（バリュー相場かグロス相場か等）は、スタイル・インデックスやリスク・モデルのファクター・リターンで判断されることが多い。前者は時価総額加重の指数であり、後者も大型株に重みをつけて回帰されている。その結果、両者とも大型株の影響が大きく出ることになる。

ここで Russell/Nomura 日本株インデックスの Value と Growth の差、および、B/P（PBR の逆数、前述指数のバリュー/グロスの判別にも使用される）のファクター・リターン（TOPIX 銘柄を対象にして個別銘柄の月次収益率を B/P で単回帰した場合の回帰係数）のそれぞれの累積値の推移をグラフに示す。

図表1 Russell/Nomura 日本株インデックスの累積スプレッド(Total Market Value-Growth)



図表2 B/Pのファクター・リターンの累積値



図表1、図表2から明らかなように、金融危機が表面化したリーマン・ショックの前あたりから傾向が変わったことが見て取れる。それとは別に注目すべき点は、図表2において時価総額加重回帰と等加重回帰とでファクター・リターンの推移が乖離していることである。両者の差は、前者が大型株にウェイトをかけているが、後者はすべての銘柄を等しく扱っていることにある。つまり両者の乖離は、B/Pの有効性は小型株が上回っていたことを示唆している。

そこで、規模別（TOPIX100、TOPIX Mid400、TOPIX Small）でB/PのIC（情報係数、月末時点のファクター値と翌月の月次収益率との間の相関係数）の累積値を計算して見よう。特に乖離が大きくなった2007年度以降について示す。ここでICを取り上げるのは、全銘柄を等しく扱っていることに加え、運用者が期待収益率を設定するのにも多く使われているからである。

図表3 規模別B/Pの累積IC値



図表3からわかるように、リーマン・ショック後も小型株ではB/Pが有効に機能している。図表1や図表2でグラフが右肩上がりにならないのは、大中型株が有効性を失ったためだと考えられる。図表3を見ると、特に大型株は足元で逆行していることがわかるだろう。

運用者はICのように銘柄を順位付けできる指標を基準に銘柄選択やアクティブ・ウェイトの決定を行うが、年金スポンサーを含め一般の認識は大型株に重みがかかった指数や指標で市場動向を見ている。近年のように規模によってファクターの有効性が異なると、両者の間に認識ギャップが生じることも起こりうる。

また、エンハンスト・インデックス・ファンドのように小型株も投資対象にしているファンドと、流動性やリスクを管理するため小型株を投資対象から外しているミドル・リスク以上のファンドの場合では、同じファクターを使用していても実際の投資ユニバースによってパフォーマンスに相違が出てくることも考えられる。

最後にリスク・モデルによってパフォーマンスを要因分析する場合について考えてみよう。ファクター・リターンは大型株に重みを置いて計算された数値である。そのため、ポートフォリオの平均ファクター・エクスポージャーがあるファクターに傾いていたとしても、小型株で大きなアクティブ・ウェイトを取って超過収益率を獲得した場合には、ファクター要因では説明できず、個別銘柄要因として現れることも起こりうるのである。

このように規模によってファクターの有効性が異なる場合は、パフォーマンスを見る場合でもよりきめ細かい分析が必要になるだろう。

(遅澤 秀一)