

解題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第一小委員会委員長 加藤 康之 CMA

解題者が就職した1980年代、バリュート投資は株式運用業界のスターだった。多くの運用者は低PBRの日本株式に投資することによって、比較的手軽に超過リターンを上げることができる良い時代でもあった。そのためか、解題者が当時所属していた会社が1990年代前半に低PBRのバリュートインデックスを含むスタイルインデックスの公表を開始したとき、一部のアクティブ運用者から大きな不興を買ったことを今でも記憶している。超過リターンの源泉が明らかになってしまうからである。資産運用業黎明期の話だ。ファクター投資では、スタイルインデックスに続くスマートベータでもやはりバリュート系のスマートベータが牽引してきたといえる。このバリュート全盛時代はリーマンショック以降（日本ではアベノミクス以降）、状況が一変した。かつてはファクター界の看板選手であったバリュートはグロースやクオリティにその王座を明け渡してしまい、今やバリュートはファクター界ではお荷物扱いされるようになってしまった。そして、2020年、コロナショックはバリュート投資に決定的な一撃を加えたようにみえた。

「バリュート投資は終わった。当面戻らないだろう」という論調も少なからず見かけるようになっている。しかし、歴史を振り返れば、「終わった」といわれたときこそが最大の投資機会であること

が多い。バリュート投資の時代が再来するのかもしれない。しかし、それは新しい概念のバリュート投資であるかもしれない。また、2020年11月に起こった突然のバリュートのアウトパフォーマンスはワクチン接種開始の影響ともいわれるが、バリュート投資復活の兆しである可能性もある。バリュート不調の原因究明は喫緊の課題になったといえよう。少なくとも、アフターコロナを見据えて、今、バリュート投資について再考するには最適なタイミングであろう。

ところで、バリュート投資の超過リターンの説明としては、リスクの代償と考えるリスクプレミアム説、あるいは、投資家の非合理的な行動に起因するアノマリーと考える行動バイアス説の二つの考え方が広く引用されてきたといえるだろう。リスクプレミアム説を前提とすれば、プレミアムが消失した理由として、バリュートファクターがリスクファクターでなくなったという市場のリスク構造の問題になる。テクノロジー系企業の台頭など産業構造の大きな変化、増大する企業の無形資産の影響、バリュートの非ESG的な特性などがよく指摘される構造変化である。一方、行動バイアス説を前提とすれば、機関投資家の制約やアナリストのグロースバイアスなどが指摘されているが、これら市場参加者の非合理的な行動が何らかの理由

で変容し、アノマリーがなくなったということになる。バリュース系ファンドの大量投入によるアノマリーの消失といったことも考えられる。さらに付け加えれば、そもそもバリュースをどう定義するのかといったテクニカルで、かつ、根源的な問題もある。いずれにしろ、これらの議論にはしっかりした検証が必要である。そこで、本特集ではバリュースファクター、バリュース投資のパフォーマンスに関する実証的な検証を行っている。バリュース投資に関する多くの疑問に解答を与え、今後の投資戦略に資することを期待したい。

最初の田村・Chen論文「グローバル株式市場におけるバリュースファクターパフォーマンスの比較」は、特集のトップバッターとして、そもそもバリュース投資のパフォーマンスは本当に悪かったのかどうかを厳密に検証したものである。バリュース投資のパフォーマンスといっても、それは唯一決まったものではない。まず地域によってバリュースのパフォーマンスは異なるだろう。本論文では、米国、欧州先進国、日本、APAC（アジア・太平洋地域）先進国（除く日本）、新興国の5地域についてバリュース投資パフォーマンスが検証されており、それらの比較ができる。また、パフォーマンス計測の対象となるポートフォリオの構築法も考慮されている。一般的には分位ポートフォリオでロング・ショートポートフォリオを作る場合が多いが、本論文では、ロング・ショートポートフォリオではリターンが反映されないサンプル銘柄が発生するという理由で、ファクターインデックス構築法の一つであるティルト法が用いられている。ティルト法の方が実際の運用ポートフォリオに近く現実的であろう。さらに本論文が特に注目しているのは、バリュース以外の余分な効果を排除して作られた純粋なバリュースファクター、つ

まり、ピュアバリュースファクターである。そして、このピュアバリュースファクターを、バリュース指標で銘柄を選んだだけの従来型のバリュースファクターと比較している。従来型のバリュースファクターにはバリュース以外の要因（off-targetファクター）も意図せず含まれており、その影響がバリュースファクターのパフォーマンスに大きく影響していると考えることができる。そして、それらの影響を排除したピュアバリュースのパフォーマンスを検証している。地域によってこのoff-targetファクターの効果が異なっており、それが従来型のバリュース投資のパフォーマンスに影響しているという分析は興味深い。

工藤・片山・高柳論文「バリュース投資の再考—完全予見による評価—」は、利益に関するバリュース株が超過リターンをもたらすのかどうかについて、事後的な利益、つまり、完全に正しい利益の予想ができたという前提を与えて検証したものである。分析期間は直近までの40年間という長期にわたっている。事後的な利益を予想利益として検証するということは、その予想利益が結果的に株価に織り込まれたのかどうかを検証することになり、市場が正常に機能したかどうかの検証になる。分析結果は、事後的な利益に基づくEP（益利回り）を用いて運用すれば安定した超過リターンが観測されている。つまり、少なくともEPで測定されるバリュースは一定の投資期間内に適正価格に収束することになり、相対的な価格評価が長期的には株式市場で機能していると結論づけている。なお、その期間は半年先が最も高い関係を示しているという。ただし、近年、超過リターンが低下していることも示しており、市場の変調を示唆している。さらに本論文では、完全予想EPを用いたポートフォリオを予想EPによって

さらに分割し、バリュート投資の低迷要因を解明しようとしている。つまり、事後的にEPがどのような場合になった場合にバリュート投資（通常の予想EPベースの投資）が超過リターンをもたらすのかを分析している。この分析によれば、全期間を通じて利益の改善状況に応じた超過リターンの出方は適正だが、2018年以降に限ると利益の改善があったとしても超過リターンは観測されず価格発見機能が働いていない。つまり、市場は機能不全に陥っていると結論づけている。それは世界的にみればGAFAなど巨大なネット系企業が市場でも台頭してきたタイミングである。

内藤・内山・清水・西内論文「アルファかベータか—機械学習アプローチによるバリュート効果の解明—」は、ファクターあるいはファクタープレミアムそのもののコンセプトに再考を促すものである。近年、発展が目覚ましい機械学習のアプローチによってファクターモデルを構築し、バリュートファクターを含めたファクタープレミアムの存在について実証分析を行っている。われわれがファクターモデルを考えると、まず思い浮かべるのはFama and Frenchによって定義された3ファクターモデルであろう。ファクターは市場リターンおよびサイズと株価純資産倍率によるポートフォリオのリターンで与えられ、またエクスポージャーは時間を通じて一定であることが仮定されている。しかし、この株価純資産倍率で与えられるバリュートファクターが有意でないという議論は多い。また、ファクターに対するエクスポージャーが時間を通じて一定であることに対する疑問もある。この伝統的なモデルの限界は、ある意味で抽象的な概念であるファクターを外生的に与えられたファクターで代替していることであろう。本論文では、機械学習手法を用いてファク

ターとエクスポージャーを同時推定しようとするものである。エクスポージャーの時間変動も考慮している。分析結果として、バリュート株の超過リターンは推定されたファクタープレミアムによって説明可能であり、2010年以降もファクタープレミアムが存在していることを示している。一方、伝統的な方法で測定されたバリュートファクターのプレミアムは減少しており、その分は他のファクタープレミアムに転換していると考えられることができる。機械学習が特定したファクターにはプレミアムが存在するが、株価純資産倍率などの伝統的な財務情報から特定したファクターのプレミアムは変わってきている可能性がある。近年では無形資産に代表される非財務情報に注目する研究も盛んである。こうした機械学習による情報の抽出や非財務情報から得られる新たな視点が重要になりつつある。われわれが伝統的に分類してきたファクターの概念を変える必要があるのかもしれない。

Arnott・Harvey・Kalesnik・Linnainmaa論文「バリュートファクターとの正しい向き合い方」は、バリュートを含めたファクター投資全般の留意点を指摘しており、ファクター投資に関して三つの誤解があるとしている。つまり、過剰な期待リターン、非正規なリターン分布、異なるファクターリターン間の相関の存在である。第一の過剰な期待リターンであるが、公表されている多くのファクターでは過去の分析やシミュレーションが適切に行われておらず、期間を意図的に選ぶといったデータマイニングによって過大評価されがちであることを示している。第二の非正規なリターン分布では、投資家は暗黙のうちにファクターリターンの正規性を想定してしまっているが、多くのファクターではリターンがマイナスに大きな歪度

を持っていると注意を喚起している。したがって、大きなドローダウンのリスクを有しており、実際にドローダウンに直面することがあると警告している。そして第三に異なるファクターリターン間の相関の存在である。特に市場の暴落時にファクターは強い相関を持つため、いくつかのファクターに分散投資をしていても期待通りの分散投資効果が得られない場合があると指摘している。以上のようなファクター投資の特性を理解すれば、昨今の低パフォーマンスも決して想定外のことではないとしている。ファクター投資はファクターの

特性を理解した上で行うべきと注意を促している。

さて、バリュー投資は復活するのだろうか。バリュー投資はグレアム・ドット以来、投資の基本であり、その投資哲学がなくなることはないだろう。しかし、そのバリューの意味は時代とともに変化すると考えるべきだ。アフターコロナの時代はESG投資の時代といわれるが、バリュー投資も新たな形で静かに復活してくるかもしれない。