

## 「バリュート投資再考」の再考

田 村 浩 道 CMA

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

### 1. はじめに

読者の皆さまは、本誌2021年3月号の特集「バリュート投資再考」をお読みになったでしょうか。本特集では、1980年代より株式のシステム運用の中心を担ってきたバリュート投資に関して4本の論文が寄稿されている（筆者も寄稿者の一人）。かつて、大きな超過リターンを上げてきたバリュート投資は、リーマンショック以降、顕著にパフォーマンスが悪化し、2020年のコロナショック時には最悪のパフォーマンスとなった。バリュートは「終わった」のか、あるいは再来するのか、投資家の興味が大きい中での特集であった。

四つの論文は、田村・Chen論文の「グローバル株式市場におけるバリュートファクターパフォーマンスの比較」、工藤・片山・高柳論文の「バリュート投資の再考—完全予見による評価—」、内藤・内山・清水・西内論文の「アルファカーベータ—機械学習アプローチによるバリュート効果の解明—」、Arnott・Harvey・Kalesnik・Linnainmaa論文の「バリュートファクターとの正しい向き合い方」である。このうち、工藤・片山・高柳論文は、2021年3月15日の日本経済新聞の記事「誰が株式市場を壊したのか 失われた「価

格発見機能」で紹介されたこともあり、多くの読者に読まれたようだ（なお、本論文の掲載月ダウンロード数は断トツの1位であった）。

編集部寄せられたコメントをみる限り、本特集に対してはおおむね好意的な意見が多かったようである。具体的には、「日本におけるバリュート投資が曲がり角を迎えている現状で、バリュート投資を再考するというテーマは時宜にかなっており、読者層の関心にも応える非常に良い企画であった」「バリュート投資については度々議論に上るが、“再考”ということで、改めて振り返るところだったというように整理ができて良かった」などの意見が聞かれた。

一方で、「世界的にバリュートファクターの復活が始まったとされる2020年11月以前に企画されている」という指摘があった。確かに、特集の企画が決まり、分析を行って結果をまとめ、最終的に発行されるまでのタイムラグがあるため、ほとんどの論文が2020年9月までを分析期間としている（注1）。その後、新型コロナワクチンの接種開始などを契機として、バリュートはグローバルで大きくアウトパフォームした。この最後のバリュートの大きな反動を分析期間に組み入れていないた

(注1) 工藤・片山・高柳論文は、完全予見をテーマにしているため、期間は2019年6月までとなっている。