

アノマリー検証における構築不確実性 —日本株市場を対象とした仕様曲線分析—

笠原 晃 恭
村宮 克彦

目 次

- | | |
|--------------|--------------|
| 1. はじめに | 4. リスク調整の影響 |
| 2. 分析の設計 | 5. 時間を通じた安定性 |
| 3. 構築不確実性の実態 | 6. おわりに |

ファクター構築上の選択（ソート分位・リバランス頻度など）は、リターン水準のみならず符号すら決定しうる。本稿は日本株63ファクターを対象に、8次元・5,832仕様の仕様曲線分析を実施し、構築不確実性を体系的に定量化した。その結果、多くのファクターで単純リターン、およびFama-French 3ファクター・アルファの符号が仕様選択に応じて反転することが明らかになった。本稿の結果は、構築不確実性を考慮した頑健性検証が、信頼性のあるファクター評価に不可欠であることを示唆する。なお、本稿は本文と補論で構成されており、詳細を補論で述べている部分については本文および脚注に注記されている。

1. はじめに

ファクター・ポートフォリオを構築するとき、研究者や実務家は数多くの選択に直面する。ソートを五分位とするか十分位とするか。リバランス

は年次か月次か。低位株を除外するかしないか。いずれも実務的に合理的な選択肢だが、こうした一見些細な選択の違いが、ファクター・リターン水準のみならず、符号すら反転させうる。本稿の目的は、このようなポートフォリオ構築方法の



笠原 晃恭 (かさはら あきただ)

大阪大学大学院経済学研究科准教授。2017年スタンフォード大学経営学大学院博士課程修了。Ph.D. (Finance)。早稲田大学高等研究所講師、大阪大学大学院経済学研究科講師を経て、2021年4月より現職。共著書に、『実証会計・ファイナンス：Rによる財務・株式データの分析』（新世社、2022年）がある。



村宮 克彦 (むらみや かつひこ)

大阪大学大学院経済学研究科教授。2007年神戸大学大学院経営学研究科博士課程後期課程修了。博士（経営学）。神戸大学経済経営研究所講師、大阪大学大学院経済学研究科准教授を経て、2023年4月より現職。主な著作に、「経営者が公表する予想利益の精度と資本コスト」（『証券アナリストジャーナル』43(9)、2005年、第17回証券アナリストジャーナル賞受賞）がある。