

「顧客本位」のファクター投資戦略

本 多 俊 毅

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

1. 「金融行政方針」

筆者は2015年1月号の本誌本欄にて「資産運用の高度化」と題して、14年9月に金融庁が発表した「金融モニタリング基本方針」について考察した。その後の資産運用業界では様々な変化が起きている。金融行政の変革も続き、金融庁が16年に発表した「金融行政方針」では、資産運用業に関する課題として日本の家計の金融資産の過半が現預金に配分されていることを指摘した上で、「国民の安定的な資産形成を実現する資金の流れへの転換」を目指した具体的な指針が示されている。金融機関に対しては「手数料稼ぎを目的とした顧客不在の金融商品販売」、「商品・サービスの手数料水準やリスクの所在が顧客に分かりにくい」ことを指摘した上で、「顧客本位の業務運営を行うべきとの原則（フィデューシャリー・デューティー）の確立・定着」などの施策が打ち出されている。

本稿では資産運用業界で一つのキーワードとなっているファクター投資やスマートベータ戦略を念頭におきながら、これらの新しい動きが顧客本位の投資戦略の立案につながってくるかどうか、安定的な資産形成の一助となる金融商品の開発につながるのかどうか、考察してみたい。

2. ファクター投資、スマートベータ戦略、そしてマルチファクターモデル

ここ数年、資産運用業界ではスマートベータという言葉を目にすることが多くなった。スマートベータ戦略を明確に定義することは難しいが、例えばアング [2016] は著書の中で、「証券のポジションを時間の経過とともに変化させる必要がある」ファクターを動的ファクターと定義し、それが業界ではスマートベータと呼ばれていると述べている。また、投資しようとしているのはベータではなくファクターであるから、スマートベータよりも、ファクター投資という呼び方をすべきとの見解も示されている。

その呼び方はともかくとして、ファクター投資やスマートベータという考え方の基礎となっているのは、これまで膨大な数の学術研究で検討されてきたファクターモデルであることは間違いのない。そこで、まずはこれまでのファクターモデルの実証研究に関する論点の整理からはじめよう。

Ross [1976] のAPTでは、まず資産*i*のリターン r_i が、 f_1, f_2, \dots, f_k の*k*個のファクターによって以下の式で与えられると仮定する。

$$r_i = E[r_i] + b_{i1}(f_1 - E[f_1]) + b_{i2}(f_2 - E[f_2]) + \dots + b_{ik}(f_k - E[f_k]) + \epsilon_i \quad (1)$$