

M&I 総研リサーチレポート



[シリーズ企画] (全12回)

金融商品販売会社の商品採用担当者が読むDD実務読本

第8回 内外株式のデュデリジェンス(後編：パフォーマンス評価)

1 はじめに

前回は株式で運用する投信について、リスク・リターン水準、投資対象地域や運用スタイルにもとづく収益源泉、投資銘柄数や売買回転率などの運用手法を把握することによって、商品コンセプトの枠組みから生じるリスク・リターン特性の違いを理解するプロセスを概観しました。今回は、パフォーマンス実績の分析を通じて、実際のリスク・リターン特性が商品コンセプトと整合的なものとなっているのかを、定性・定量両面から確認するプロセスを見ていきます。

2 リスク・リターンの定量分析

パフォーマンス評価については本レポートの第5回で各資産共通の総論として単一資産・単一国への投資のケースを中心に、リターン、リスク、シャープレシオの確認と、目標収益やベンチマーク指数、類似ファンドとの比較評価の概略を説明していますので、今回は株式ファンドの分析における特徴的な部分を中心に説明していきます。

お客さまがインデックスファンドよりも信託報酬が高いアクティブファンドを購入する場合には、市場インデックスに対して超過リターンが得られる、あるいは市場の下げ局面に強いなど、市場局面に応じた何らかの付加価値に期待することが多いと想定されます。従って、定量分析といっても、「勝った」「負けた」の結果だけではなく、勝ち負けの出方が、お客さまが事前に期待した付加価値(=商品コンセプト)と整合的になっているのかも、評価の重要なポイントとなってきます。

(1) 目標収益やベンチマーク指数との比較

日本のアクティブ型の公募投信では目論見書等で目標収益を開示しているケースは稀で、参照ベンチマークを開示しているものも多くはありません。従って、市場インデックスを定量分析のベンチマークとして比較する場合は、市場全体の動きを表す市場インデックスを物差しとすることが一般的です。

株式の市場インデックスには日経平均株価(225銘柄)や米国のNYダウ(30銘柄)のような少数の銘柄で構成される株価平均型指数と、TOPIX(約2,000銘柄)やRussell3000(3,000銘柄)のように小型株も含めたより広い銘柄で構成される時価総額加重平均型指数があります。アクティブファンドと比較分析する場合は、株式市場の主要な部分を相似形で表象する時価総額加重平均型のインデックスの「配当込」のものを使うのが一般的で、国内であればTOPIX(配当込)となります。ちなみに、設定時期が古い投信の中には「配当除」の市場インデックスを参照ベンチマークとしているものもありますが、実際の運用では配当を受け取

っていますので、このようなファンドもデューデリジェンス(以下、DD)においては配当込指数で評価します。

内外株式の代表的な市場インデックスは図表 1 の通りです。外国株式で運用する投信では、本レポートシリーズの第5回で説明の通り、外貨建ての市場インデックスのリターンを日本時間の電信仲値相場(TTM)で円ベースに引き直し、為替ヘッジ付商品の場合は、為替ヘッジコストを考慮して比較分析を行います。

図表1 内外株式の代表的な市場インデックス

投資対象	インデックス名
日本株	東証株価指数(TOPIX) 配当込
先進国株(除く日本)	MSCI KOKUSAI(配当込)
新興国株	MSCI Emerging(配当込)
全世界株式	MSCI ACWI(配当込)

出所：M&I総研。MSCIはMorgan Stanley Capital International の略

(2) 投資対象地域を限定したファンドのベンチマーク

代表的な市場インデックスの投資対象市場数を数えると、先進国株は日本も含めて23市場、新興国は27市場であり、全世界株式では合計50市場が投資対象となっています。公募投信市場を見渡すと、世界全体や、先進国、あるいは新興国といった大きな括りの中で広く分散して投資するものだけでなく、例えばアジアや東欧といった特定の地域や、特定の単一国に投資対象を絞っているものも数多く見られます。

第7回で説明の通り、株式ファンドの主な収益源泉は投資対象地域の選定と運用スタイルですが、このように投資対象地域を絞り込んだファンドの場合、投資対象となる地域や国の選定は投信の購入時にお客さま自身が行き、運用者はその範囲内で収益獲得に専念することになります。従って、運用スキルの評価の観点からは地域インデックスや単一国インデックスなど投資対象地域に対応したインデックスと比較するのが基本です。但し、こうしたファンドの多くはサテライト商品の中でもハイリスクの部類に属することを踏まえると、販売会社が商品採用の是非を検討する際には、顧客ニーズとの適合性も考慮して分析を行う必要があります。

このような観点から投資対象地域を絞り込んだファンドを評価する場合は、地域や単一国のインデックスとの比較に加えて、先進国株や新興国株のインデックスとの比較も併せて行き、先進国全体に投資するファンドと比べてどの程度リスクが高いのか、新興国ファンドの中でどのような特徴を持っているのか等を確認し、サテライト商品の中での位置づけを整理することをお勧めします。

(3) スタイルインデックスやセクターインデックスとの比較

前述の通り、選択された投資対象地域の中での運用スキルの評価は、対応する地域の市場インデックスとの比較が基本形ですが、商品コンセプトによっては、更にスタイルインデックスやセクターインデックスとの比較も活用して評価する必要が出てきます。

株式の場合、アクティブ運用の特徴が顕著に表れるのは大型/小型、グロース/バリューといった銘柄選択のコンセプトである運用スタイルの偏りと、テクノロジーや資源といった業種の配分です。商品コンセプトで運用スタイルや業種を特定しないオーソドックスなミックス型のアクティブファンドであれば、市場インデックスとのパフォーマンス実績の差が運用者の業種選択や銘柄選択の効果といえます。一方、商品コンセプトによって特

定の運用スタイルや業種に集中投資を行うファンドの場合、パフォーマンス実績は商品コンセプトによって投資対象を絞り込んだ効果と、その中で運用者がアクティブ判断によって個別銘柄を選択した効果の合計になります。このようなファンドの場合、商品コンセプトによる効果は、採用するコンセプトに対応するスタイルインデックスやセクターインデックスのパフォーマンスで近似することができ、運用者の銘柄選択スキルについては、これらの細分化されたインデックスと評価対象ファンドのパフォーマンス差である銘柄選択効果を見て判断することになります。

グロース株運用に特化したファンドを例にすると、足元では10年以上にわたってグロース株優位の市場が続いており、この間、多くのグロースファンドが市場インデックスを大きく上回る実績を残しています。一方、これらをグロースインデックスと比較した時に、相対劣後が明確なファンドには注意が必要です。

株式の場合、スタイルインデックスやセクターインデックスに連動する投信やETFも数多く存在しますので、上記のように、銘柄選択による α の獲得が認められない場合、アクティブファンドとしての評価は厳しくなります。逆に、この間、バリュースタイルを採用しているために、市場インデックスには劣後が続いているものの、バリューインデックスに対する超過収益は安定してプラスを維持しているようなファンドであれば、グロース有利の市場トレンドが転換した際のリターン獲得期待も含めて、アクティブファンドとしては評価に値するということになります。

(4) 類似ファンドとの比較

単一市場へ投資するようなシンプルな商品を除くと、投資対象地域や運用スタイルが完全に一致する類似ファンドは実はそれほど多くありません。類似ファンド比較では恣意性を排除しながら、適切なファンドを選定することが、比較をするうえで最も大切なポイントとなります。

M&I総研の株式における類似ファンド選定では、まず世界全体、先進国、新興国、米国、欧州、日本などの投資対象地域と、バリュー、グロース、高配当、中小型などの運用スタイルの二軸で候補ファンドを絞り込みます。テーマ株の場合には投資対象とする業種の比率の類似性で更に絞り込みます。大まかには世界産業分類基準(GICS^(注1)：図表2)の11セクター分類レベルで傾向をチェックしますが、更に細分化されたテーマの場合には24の産業分類まで落とし込んで絞り込みます。例えば、「情報技術の中でもソフトウェア中心にポートフォリオを構築しているファンド」といった具合です。

図表2 GICSの11セクター分類と24産業分類

11セクター分類	24産業分類	11セクター分類	24産業分類
エネルギー	エネルギー	ヘルスケア	ヘルスケア機器・サービス 医薬品・バイオテクノロジー
素材	素材	金融	銀行 各種金融 保険
資本財・サービス	資本財 商業サービス・用品 運輸	不動産	不動産
一般消費財・サービス	自動車・自動車部品 耐久消費財・アパレル 消費者サービス 小売	情報技術	ソフトウェア・サービス テクノロジー・ハードウェアおよび機器 半導体・半導体製造装置
生活必需品	食品・生活必需品小売り 食品・飲料・タバコ 家庭用品・パーソナル用品	コミュニケーション・サービス	コミュニケーション・サービス メディア・娯楽
		公益事業	公益事業

出所：MSCI HPよりM&I総研作成

株式で運用する投信では、例えば高配当株戦略など、市場波乱時の相対的な安定性と引き換えに長期ではシャープレシオが市場インデックスに劣後することも多い戦略を採用するファンドが存在します。このような場合、市場インデックスとの比較評価だけでは、市場波乱時の安定性を重視する顧客ニーズに適合する良い面などが評価からこぼれ落ちてしまいますが、類似ファンドとの比較を行うことで、カテゴリー内での相対的な良し悪しに基づいて適切な評価が可能になります。あるいは、市場環境が特定の運用スタイルに不利な期間が長くなり、市場インデックス比で優位なファンドが一つもないような場合でも、現実的な選択肢の中からより良いものを選ぶ方法として類似ファンド比較は有効です。

(5) パフォーマンス実績の定量分析におけるチェックポイント

ここまで見てきた市場インデックスやスタイルインデックス等、そして類似ファンドとの相対比較では1年、3年、設定来というように複数の期間で計算したリスク・リターンを見たり、さらに詳細に年ごとのリスク・リターンを時系列で確認することで、比較相手に対する超過収益が安定的に獲得されているのか、大きな振れ幅を伴ったものなのか、大まかな傾向が確認できます。

チェックポイントの一つは、相対的な優劣が平均的に発生しているのか、それとも特定期間のパフォーマンスの振れが評価期間全体に大きく影響しているのかの確認です。前者の場合は運用スキルの良し悪しが分かりやすいケースですが、後者の場合には、それが商品コンセプトに基づく一貫した運用プロセスに起因するものなのか、あるいは一貫性が失われた運用の結果なのか、もう少し掘り下げた分析が必要になります。

もう一つのチェックポイントは、相対的な優劣の傾向が、投資地域別や運用スタイル別の特性と整合的になっているのか、つまり狙った収益源泉から超過収益を取れているのかの確認です。商品コンセプトから想定されるリスク・リターン特性から乖離が著しい場合には、その原因について掘り下げた分析が必要になります。

いずれの場合も、パフォーマンス実績データの定量分析だけでは、これ以上の詳細な分析には限界があるため、次のステップとして投資行動の確認とパフォーマンスの要因分析が必要になります。

3 投資行動の確認

(1) ポートフォリオの構成比率と売買回転率

パフォーマンス実績の要因を分析するためには、まずポートフォリオの各種構成比率や銘柄入れ替えの頻度等の時系列推移を確認します。国別配分、業種配分、保有比率上位の個別銘柄等、主要な部分は運用会社の月次運用レポートにある程度開示されていますが、より精緻な分析を行うには、運用会社から追加的に国別配分、業種配分、個別銘柄比率に加え、市場インデックスとの乖離状況や、ポジション変更の頻度・変更幅、売買回転率などの情報開示を受けて確認する必要があります。

例えば、「ボトムアップの銘柄選択に対してトップダウン判断で業種が過度に偏らないよう管理する」というようなコンセプトのファンドにおいて「特定の業種への偏りが生じていないか」等、投資行動の方向性と商品コンセプトとの整合性を確認することは最も基本的なチェックポイントですが、加えて投資行動のタイミングなどの確認も重要です。例えば、昨今のテクノロジー系のグロースファンドでは、新興企業の成長性に投資を行うものも多くなっており、新規公開株への投資も目立ちます。成長銘柄への長期投資のコンセプトの名のもとにIPO^(注2)銘柄の保有比率が高く、上場直後の株価急騰で超過収益の多くを賄っている場合には、市場環境が変

わってIPOが低調となった際のリターン再現性については割り引いて評価する必要があります。また、新規公開株に投資するにしても、人気化したIPOでは株式の割り当てが僅かになることも多く、どの程度株式をIPOで取得できているのか、上場後の購入タイミングが高値掴みになっていないか等、投資タイミングも運用力によって差が出てくる部分だと考えます。

また、トップダウン判断で運用スタイルや業種の比率を動かすようなタイプや、ボトムアップで株価や企業業績のモメンタムなどに注目するタイプのファンドには、投資タイミングの影響が出やすい傾向があります。こうしたファンドで売買回転率が想定よりも高くなっている場合には、業種配分や銘柄選択の判断が後追いになった際の修正売買が原因となっているケースも散見されますので、注意深く確認する必要があります。

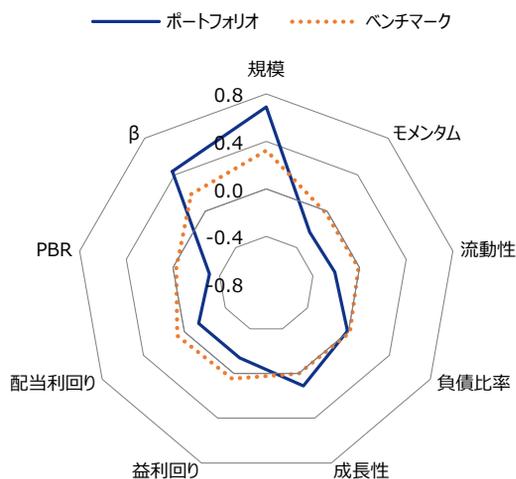
(2) アクティブリスクやリスクエクスポージャーの推移

アクティブファンドは市場インデックスに対して一定のアクティブリスクをとってこそ超過リターンを獲得できるわけですが、月次や四半期毎の実績TEの推移を確認することで、事前に標ぼうしている通りのリスクテイクがなされているのか、それともリスクテイクが過度や過小になっていないかを確認することができます。

また、運用会社から情報開示を受けられる場合は、株式運用で広く使われているBARRA®社等のリスク分析モデルによるβ値、アクティブリスクの分解(リスクインデックス、国、業種、個別銘柄要因等)、リスクインデックスへのエクスポージャー(企業規模、企業成長度、株価相対企業価値等)の時系列推移を確認することで、標ぼうしている商品コンセプトと統合的な運用がなされているかを確認することができます(図表3)。

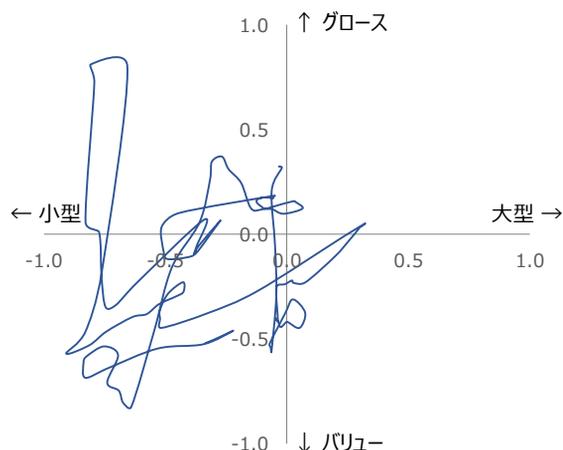
なお、リスクモデルによる分析結果の情報開示を受けられない場合は、各種スタイルインデックスを使った簡便なスタイル分析を活用する方法もありますので紹介しておきます。ここでは代表的な運用スタイルである大型/小型とグロス/バリューの2つのファクターを使った日本株ファンドの分析を例に説明します。

図表3 リスクモデルによるリスクエクスポージャー分析(イメージ)



出所：M&I総研

図表4 重回帰分析による規模と成長/割安の2ファクター分析



R(評価対象ファンドの市場インデックスに対する超過収益)
 $= a + bX_1(\text{サイズ要因}) + cX_2(\text{成長/割安要因})$
 ※評価対象ファンドの対市場インデックス超過収益率と2ファクターのリターンを標準化した後に、一定期間のローリングデータを使って時系列で重回帰分析を実施

出所：BloombergよりM&I総研作成

東京証券取引所はTOPIXの構成銘柄を大型、小型、グロース、バリューに区分したスタイルインデックスを公表しています。これら指数から計算したサイズ要因(大型 - 小型)と成長/割安要因(グロース - バリュー)のリターンデータを使ってスタイル分析を行います。図表4は、この2ファクターを用いて仮想の日本株バリューファンドの市場インデックスに対する超過収益を説明する重回帰分析を時系列で行い、同ファンドのサイズ要因と成長/割安要因の偏回帰係数の組み合わせがどのように推移してきたのかをグラフ化したものです。この仮想ファンドの場合は、小型から中型のバリュー株にバイアスをかけて運用していた期間が長くなっていますが、小型グロース株にバイアスをかけた運用に流れる、所謂スタイル・ドリフトをしていた期間も相応にあることがわかります。この仮想ファンドの場合は標ぼうしているバリュー株スタイルを概ね堅持していますが、バリュー株ファンドとしての採用可否の判断は、スタイルドリフトした際の投資判断の合理性にかかってくると言えます。

(3) パフォーマンスの要因分析

最近では月次運用レポートにインカム要因、キャピタル要因、為替要因などの大まかな区分でパフォーマンス寄与度を記載するケースも増えてきましたが、詳細な要因分析を開示するファンドは依然少数派ですので、DD時には可能な範囲で運用会社から要因分析の開示を受けることが望ましいと考えます。

一般的な要因分析では、ファンドとベンチマーク指数のパフォーマンス格差を、国別配分要因(含む為替要因)、業種配分要因、銘柄選択要因、その他要因等のパフォーマンス寄与度に分解して把握します。具体的には評価ファンドとベンチマーク指数との間の国別配分、業種配分、個別銘柄比率のそれぞれの差(=アクティブリスク)と、差が生じている国、業種、個別銘柄のそれぞれのリターン差の掛け算がパフォーマンス寄与度です。例えば、米国株をベンチマーク比で10%多く持っていた時に、米国株がベンチマーク全体を20%上回れば、米国株のオーバーウェイト要因の寄与度は、 $(+10\%) \times (+20\%) = +2\%$ となります。つまり、要因分解によって、どこでアクティブリスクをとっていたのか、アクティブリスクの取り方は商品コンセプトと整合的なのか、そして、その判断は正しかったのかが同時に確認できるわけです。

4ページの(5)で、時系列のパフォーマンス分析の中で特定期間のパフォーマンスの影響が大きく出ている場合の商品コンセプトとの整合性の確認や、パフォーマンス実績の傾向が商品コンセプトから乖離している場合の原因を確認するためには、パフォーマンスの要因分析が必要であると書きましたが、上記の通り要因分析によって、これらの原因が確認できることがわかります。

商品コンセプトとの整合性の確認について、例として成長性に注目したテクノロジーテーマの中でも、特にサイバーセキュリティ関連に注目したボトムアップ型のテーマファンドを考えてみます。このテーマであれば、全世界株式のベンチマークに対して、国別配分では米国が多めになり、業種配分では情報技術セクターが多くなり、個別銘柄選択では情報技術セクターの中でもソフトウェア・サービスに関連する企業が多くなるのが想定されますが、実際のポートフォリオにそのような傾向が確認できるのか、またボトムアップ型なので、超過収益の寄与度では銘柄選択要因の占める比率が大きくなっているのか、などが確認ポイントになってくるでしょう。

(4) ポイントとなる市場局面での投資判断と投資行動

実際の投資判断や投資行動が商品コンセプトと一貫性が保たれた合理的なものになっているのか等を確認するために、例えばコロナショックのようなイベント時にファンドマネジャーが実際にどのような対応をしたのか、投資判断プロセスと投資行動について詳細なヒアリングを行います。このように個別事例を複数確認すること

で評価対象ファンドの運用手法をより具体的に理解することが可能になります。運用会社側で評価対象ファンドの運用スタイルの特徴を説明するために実例を使った説明資料を用意しているケースも多く見られますが、好事例を恣意的に選択されるリスクを排除する観点からは、DDを行う販売会社から、説明してほしい取引や期間を具体的に指定する方がより望ましいと言えるでしょう。

4 今後の運用方針

ここまで説明してきたパフォーマンスの定量分析と投資行動の確認は過去の運用結果の振り返りであり、いわばバックミラーを使った分析評価にすぎません。これに将来に向けた運用方針の事前収集を加えて、リアルタイムのモニタリングを継続していくことで、商品評価の精度はより高まります。そのために商品採用時のDDにおいても、トップダウンのマクロ経済や市場環境などの分析や見通し、ボトムアップの個別銘柄分析などを踏まえた今後の運用方針をファンドマネジャーに確認します。商品コンセプトに基づく運用の実践状況をリアルタイムで確認する作業となりますので、ファンドマネジャーの投資判断の根拠やポジション構築方法が商品コンセプトと整合的かどうかを主な評価ポイントになりますが、商品採用から一定の期間が経過した後にはパフォーマンスを評価する際の重要な判断材料にもなります。

特に、リスクシナリオが発生したときに想定される投資行動などをあらかじめ確認しておくことで、お客さまへの提案の際に販売会社として説明すべきリスクなどが確認できるケースもあります。また、実際にリスクシナリオが発生した際のファンド運営と、事前に収集しておいた運用方針との相違をチェックする形で、ファンドの評価軸も定まりやすくなるという副次的なメリットも期待できると考えます。

株式で運用するアクティブファンドのパフォーマンス評価に関する説明は以上です。次回からは、内外債券のDDについて説明していきます。

(注1) 世界産業分類基準(GICS) : Global Industry Classification Standardの略。S&P(スタンダード・アンド・プアーズ)とMSCI(モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル)が共同作成した産業分類のことで、世界の産業を11のセクター、24の産業グループ、69の産業、158の産業サブグループに分類

(注2) IPO : Initial Public Offeringの略。新規株式公開のことで、未上場会社の株式を証券取引所に上場することで、株式市場での売買を可能にするもの

- 本資料は信頼できると判断した各種情報等に基づいて作成していますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料中の図表、数値、その他データについては、過去のデータに基づき作成したものであり、将来の成果を示唆あるいは保証するものではありません。また、シミュレーションが含まれる場合、前提として記載している想定条件に基づくシミュレーションであり、実際の状況とは異なる場合がございますので、予めご了承ください。
- 本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点での弊社若しくは執筆者の判断であり、今後、予告無しに変更されることがあります。弊社は本資料のアップデートを行うことをお約束いたしません。
- 本資料で使用している各指数に関する著作権等の知的財産権、その他一切の権利はそれぞれの指数の開発元もしくは公表元に帰属します。
- 本資料に関わる一切の権利は、他社資料等の引用部分を除き、弊社に帰属し、いかなる目的であれ本資料の一部または全部の無断での使用・複製は固くお断りいたします。