



MPI リサーチ・レポート

2010年7月

Laudus Rosenberg Fund の分析 (続編)

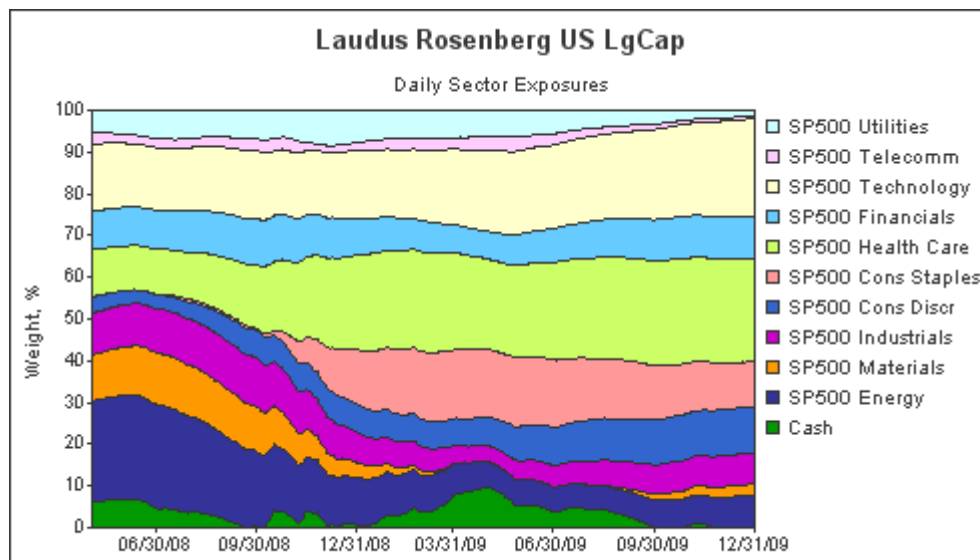
Michael Markov**Kushal Kshirsagar**

前回のレポート (New York Times 誌の Jeff Sommer 氏の記事で引用された) において、我々は、AXA Rosenberg がサブ・アドバイザーを務める Laudus Rosenberg US Large Cap ファンドの分析を行った。その結果、2008 年にはリスク特性が大きく変化していたことが明らかになり、ベンチマーク (Russel 1 1000) に対する日次トラッキング・エラーが大きく上昇していたことが示された。トラッキング・エラーは 2009 年 6 月に最も高くなり、それは、同種のクオンツファンドの多くよりも数倍高いものであった。つまり、リスク管理者や投資家に対して、潜在的な問題として警笛を鳴らすような兆候が見られたのである。この兆候は、実務的によく使用されている 2 年平均の分析よりも、むしろ短期間の「日次分析チャート」においてのみに現れたことに注意する必要がある。

我々は次に、その問題の性質を理解するため、さらに、データの問題や特定の株式へのベット等の間違っただけの警告を排除するため、いくつか簡単な診断を行った。すると、ファンドの日次ベータ以外には、どれも 2009 年に急降下しているものはなく、他に懸念すべき兆候は特定できていない。

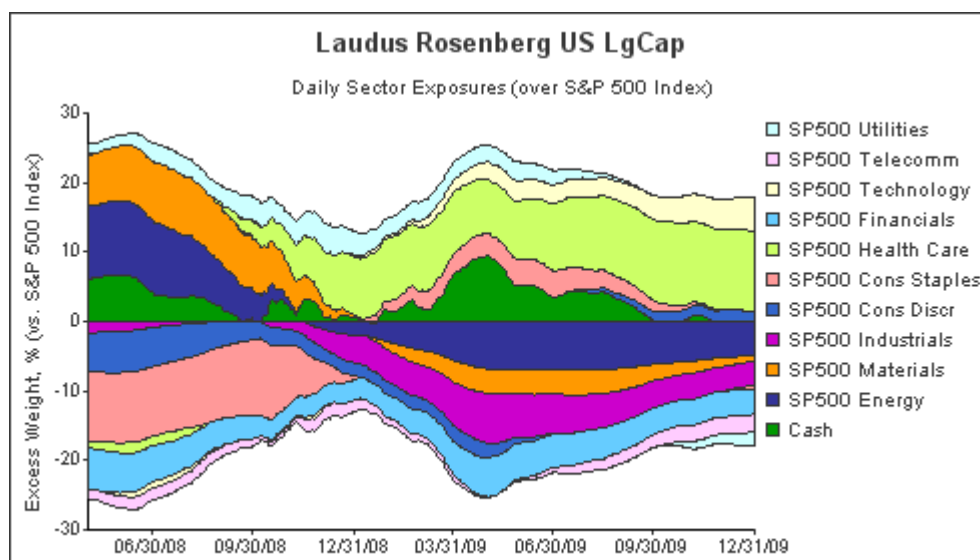
より詳しくこの問題の性質を理解するために、日次リターン・ベースのスタイル分析 (RBSA) を行ってみよう。日次ノイズを排除できる適切なツールを使うと、その分析が、個別の疑問に対する重要な洞察や、考えられうる事実を提供してくれるだろう。我々は、この日次リターンの分析を通して、ファンドが何にベットしていたのか？、それはいつで、どのくらいの期間か？、そしてパフォーマンスとリスクの両方にどのような影響があったのか？など、収益や損失の要因をより詳しく分析しようと試みる。ここで、この分析は実際の保有状況を見ているわけではない点に留意していただきたい。その代替として、日次リターンを様々なパッシブ・インデックスと比較することで、ファンドのリターンの特性を分析するのである。

日次のファンド NAV を用いて、Laudus Rosenberg US Large Cap ファンドの S&P 500 セクターに対するスタイル分析を MPI Stylus Pro で行った。分析結果は、以下のチャートのようになった。それぞれの色が S&P の各セクターと Cash (US T-bill) へのエクスポージャーを示している。



Created with mpi Stylus (Data: Lipper)

2008 年末を境にセクター・エクスポージャーが大きく変化していることが明らかになっている。Energy、Health Care、Consumer Staples へのエクスポージャーが大幅に変わっているのだ。この分析の決定係数は 99% に達しており、分析精度は極めて高い。繰り返しになるが、この分析はファンドの NAV のみを用いて行って、いかなる保有情報を用いていない。そして、このようにして得られた結果は、このファンドが、その時点において取っていた実際のセクター・ポジションを示していないかもしれない、事にご留意いただきたい。推計されたベクトルをより深く識別する最善の方法は、S&P 500 インデックスに対するファンドのエクスポージャーを描くことである。

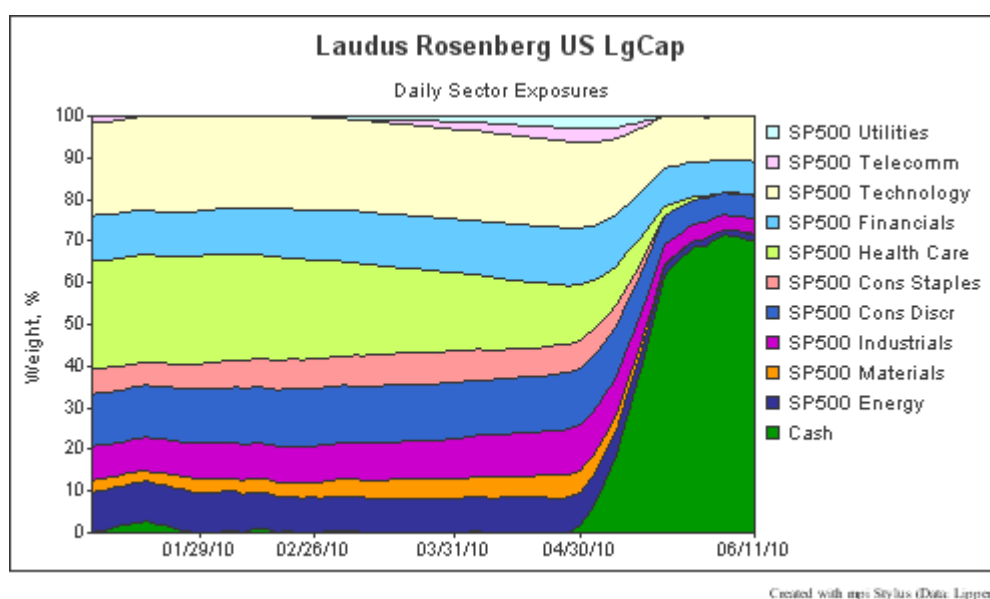


Created with mpi Stylus (Data: Lipper)

上のチャートでは、プラスの部分は S&P500 インデックスより大きなエクスポージャを、マイナスは小さなエクスポージャを示している。2009 年において、エクスポージャの乖離は第 2 四半期にピークに達し、それからゆっくりと年末までに正常化し始めた。我々のリターン・ベースの分析は、このファンドはベータが最も低い Health Care をオーバーウェイトし、Financials などベータが最も高い複数のセクターをアンダーウェイトしていた可能性を示している。Cash ポジション（緑色）の増加は、このファンドがセクター内のよりディフェンシブな（即ち、よりベータが低い）株式を選択した可能性を示唆しているのかもしれない。我々の前回のレポートで確認したように、これらの要因は全て、2009 年にファンドが極めて低ベータの特性を持っていたことの原因であったはずなのだ。

因みに、この期間は”dash for trash”と呼ぶ人が多く、2009 年第 2 四半期に相場の潮目が変わったことで、倒産寸前とされていたような低位株が、大きく反発した。そして一般には、優良株が低位株を大きくアンダーパフォームしたことが、結果として多くのアクティブ戦略（定量的、非定量的なもの共に）のパフォーマンスの低迷をもたらした。

最後に、ファンドの清算に関して RBSA から何が分かるか見てみよう。5 月 2 日、Charles Schwab の取締役会は Laudus Rosenberg ファンド 4 本を清算すると決定した。投資家への新規受付は即座に停止され、清算日は 7 月 30 日に設定された。それでもファンドは日次 NAV を提供し続けているため、主要なセクターへのエクスポージャを見ることで、ファンドの清算がどのように進んでいるかを把握することができる。US Large Cap ファンドの日次リターン・ベースのエクスポージャをみると、現在、あたかも少数のセクターへのエクスポージャと、約 65% の Cash で運用されているかのように見える。



このように、過去数週間にわたり株式へのエクスポージャーが殆ど無かったことが、残った投資家にとってのパフォーマンスを押し上げてくれたのだ！なお、この分析は、ファンドの NAV のみに基づいており、またファンドの実際のポジションを反映していないかもしれないことを改めて明記しておきたい。

【ディスクレマー】

- 本レポートに関する著作権、知的財産権等一切の権利はエム・ピー・アイ・ジャパン株式会社（以下、MPI）に帰属し、許可なく複製、転載、引用することを禁じます。
- 本レポートは、MPIが信頼できると判断した情報源から入手した情報をもとに作成しておりますが、当該情報の正確性を保証するものではありません。
- MPIは、本レポートの利用に関連して発生した一切の損害について何らの責任も負いません。
- 本レポートは、情報提供を目的としたものであり、本ファンドの勧誘のために作成されたものではありません。