

(年金運用)：株式エンハンスト・インデックス運用再考（下）

多数の銘柄を組み込む株式エンハンスト・インデックス運用は、独立した賭けの回数が多く、ポートフォリオ構築に 情報を有効活用しているため、情報レシオが高いとされている。そこで、その意味を検討し、エンハンスト・インデックス運用を採用する場合の注意点を再考する。

多数の銘柄を組み込んで、トラッキング・エラーを低い水準に管理する、株式エンハンスト・インデックス運用は、伝統的アクティブ運用に比べて、情報レシオが高いとされている。その理由について、下記の「アクティブ運用の基本法則」から説明を試みると同時に、そのインプリケーションを再考する。

図表1 アクティブ運用の基本法則

$$IR = IC \times BR \times TC$$

IR (Information Ratio)：情報レシオ

IC (Information Coefficient)：情報係数（予測精度）

BR (BReadth)：独立したベット（賭け）の数

TC (Transfer Coefficient)：転移係数（情報の活用度合い）

まず、エンハンスト運用の情報レシオの高さは、銘柄選択を超過収益率の源泉としているので、多数の独立した賭けを行う（図表1でBRが多い）ためと言われている。たしかに、銘柄選択を超過収益率の源泉とすれば、投資スタイルやセクターへの投資判断でリスクを取るよりも、独立した多くの賭けを行うことになるだろう。しかし、それは銘柄固有の 値を予測し、それに賭ける場合について言えるのである。

たとえば、PBRに従って各銘柄のアクティブ・ウエイトを少しずつ加減したポートフォリオを構築する場合には、保有銘柄数が多くなるが、実質的にはPBRだけに賭けているのに過ぎず、独立した賭けの数が多い運用とは言えないのである。つまり、エンハンスト運用を考える場合、超過収益率の源泉が分散されているか、銘柄固有の期待リターンに着目しているかなど、独立した賭けの回数が実質的に多いのかどうか、を確認する必要があるだろう。

次に、保有銘柄数が多いエンハンスト運用では、情報を有効に活かして（図表1でTCが大きい）ポートフォリオを構築できるので、情報レシオが高くなると言われている。これはエンハンスト運用のような低リスク運用では、保有する多数の銘柄に、情報を反映させたアクティブ・ウエイトを与えることが可能であると考えればよい。一方、アクティブ・リスクを高くとる運用では、保有銘柄を絞り込むことが多い。空売り禁止のファンドでは、非保有銘柄のアクティブ・ウエイトは、情報とは関係なく、市場ウエイトの分だけアンダーウエイトされることになって、非保有銘柄間の 値の相違の情報が有効活用されないで、捨てられてしまう結果になる。

換言すれば、エンハンス運用の情報レシオが高いのは、「情報レシオを最大化するように、トラッキング・エラーをパラメータとして最適化しているからだ」という見方も成り立つだろう。許容できるリスク水準を与えて、リターンを最大化を狙う通常の最適化と比較して、本末顛倒の感がなきにしもあらずである。当然のことながら、株式資産のすべてを、このようにして構築されたエンハンス・インデックスだけで運用すれば、投資家が望むリスク水準と食い違いが生じる。もともと、投資家のリスク許容度を反映したポートフォリオ構築を行っていないからである。

最後に、情報の効率性と予測精度（図表1のIC）について言及しておこう。「アクティブ運用の基本法則」におけるIC（予測精度）は、マネジャーの能力に依存すると考えられている。ところが、実際は必ずしもそれだけではない可能性がある。実のところ、米国における議論は、大型株500銘柄で構成されている、S&P500を対象にすることが多い。ところが、日本の年金資産運用のベンチマークは、小型株も多数含んでいる、TOPIXである。このベンチマークの特性の差を無視して、米国での議論を日本にそのまま当てはめるのは危険である。というのは、一般に大型株よりも小型株の方が情報の効率性が低く、超過収益率獲得のチャンスも多いと考えてよいからである。このように、銘柄規模によって予測精度が異なっている可能性がある。TOPIXの場合、投資対象銘柄の規模の影響も無視できないのである。

日本のエンハンス運用の情報レシオが高い理由の一つとして、情報の効率性が低い小型株も投資対象に含んでいることも挙げてよいだろう。つまり、保有銘柄数が多いと、前述の独立した賭けの数の多さ、転移係数の高さに加え、小型株部分の予測精度の高さを活用する結果になるからである。一方、TOPIXをベンチマークとする伝統的なアクティブ運用では、流動性の乏しい小型株の組み込みを避けて、投資ユニバースを大型株に絞り込んでいるケースも多いようである。このような場合、両者のマネジャーの予測精度の差は、能力の差というよりも、実質的な投資ユニバースの範囲の差が原因となっている可能性もあるだろう。

さて、このような可能性を考慮した場合、エンハンス運用の委託者としては、超過収益率の寄与度が小型株に偏していないかを確認する必要がある。というのは、もし超過収益率の大半が小型株に依存しているのであれば、その運用は大型株のパッシブ運用と、小型株のアクティブ運用との組み合わせとも考えられるからである。2本のファンドに分割して考えることによって、ベータ管理部分と獲得能力部分に分けられるので、運用の付加価値を評価する目安にもなるだろうし、マネジメント・フィーの適正さを判断する材料にもなるだろう。

以上のように、株式エンハンス・インデックス運用を評価する際は、単に情報レシオの高さだけを見るのではなく、超過収益率の源泉や、超過収益率の寄与度が実質的に分散されているかどうかにも注目することが重要であろう。

（遅澤 秀一）