

# ベータ(市場平均連動性)にスマートさを

アジア・インベスター誌、FTSEとブラックロックは、スマートベータが残り続ける理由を討論するためウェビナーを催しました。討論会はFTSEのホンコン支店で行われ、カリフォルニアから一人、ダイヤルインでリ・フェイスも加わりました。ライブオーディエンスもアンケート調査に参加し、メールで出席者グループに質問を投げかけました。

 **Live webinar**

## 参加者

### ポール・コルウェル

タワーズ・ワトソン、  
シニア・インベストメント・コンサルタント

### ケビン・ハーディー

ブラックロック、  
アジア太平洋ヘッド・オブ・ベータ・ストラテジー

### ジェーン・レオン

iシェアーズ、  
アジア太平洋マネージング・ディレクター

### リ・フェイス

リサーチ・アフィリエーツ、  
ヘッド・オブ・プロダクトリサーチ・  
アンド・マネージメント

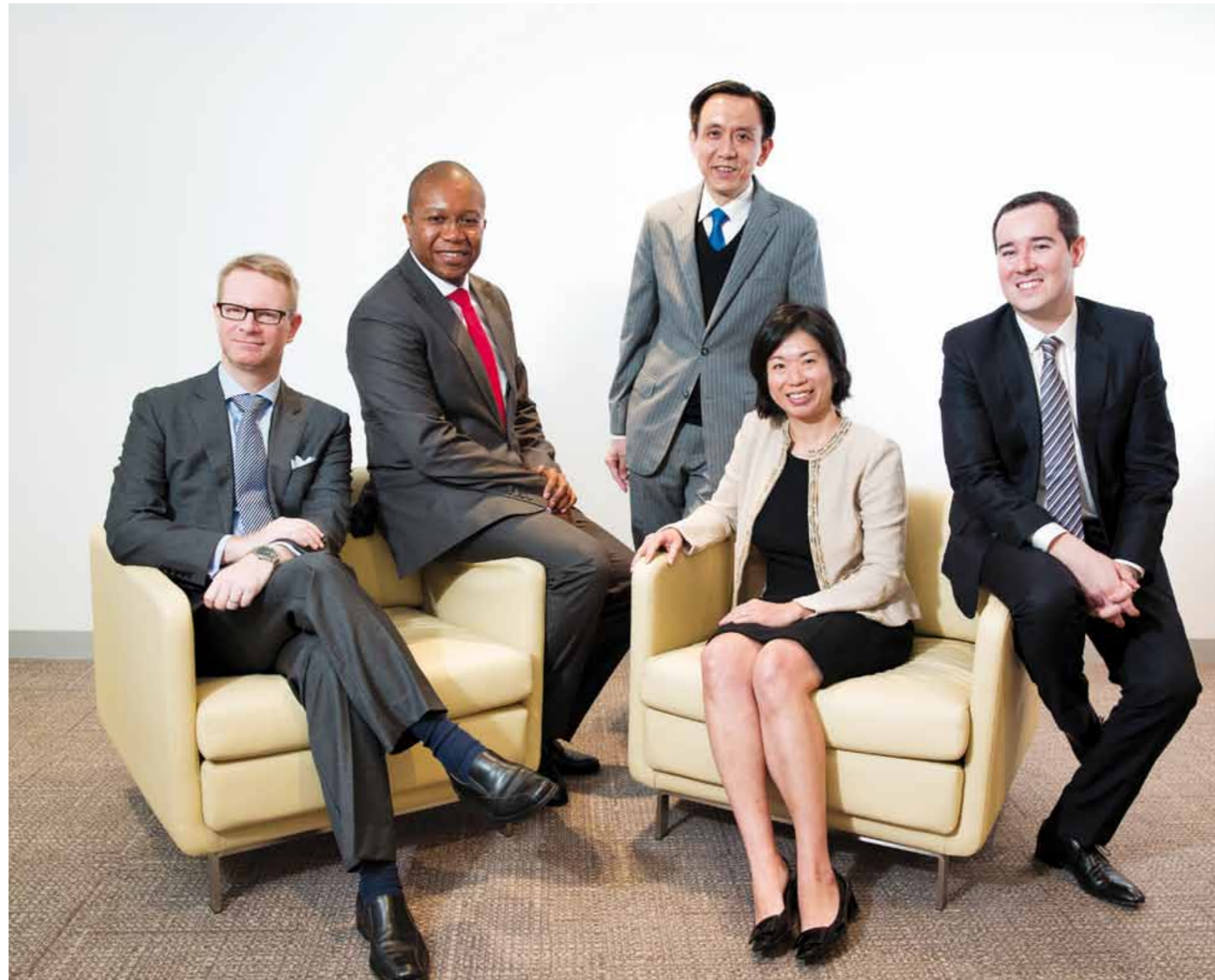
### クリス・ツェ

FTSE グループ、アジア、ディレクター

## モデレーター

### ジェーム・ディ・ピアシオ

ヘイマーケット・フィナンシャル・メディア、  
エディトリアル・ディレクター



**Q** スマートベータは人によって違う意味を持つ可能性があります。クリス、スマートベータを私たちのために定義し、何がスマートな(賢い)のか教えてください。

**A** クリス・ツェ: 株価指数の観点から見て、従来の時価総額加重平均型を使わない、運用ルールに基づいた戦略の

総称と理解できます。従来の時価総額加重平均型は、過大評価された株の割合を大きくし、逆に過小評価された株の割合を小さくするため、最適以下のリターンを生むと批判されてきました。スマートベータ指数は時価総額に替えてボラティリティーや配当などを利用してウェイト付けを行うことにより、従来の時価総額加重平均型指数よりも優れたリ

スク/リターン・トレードオフを実現する傾向にあります。

**Q** ケビン、それがスマートにさせる理由ですか？

**A** ケビン・ハーディー: 投資家はこれまで、もう少しよいリスク調整後リターンを実現する、小さな何かをずっと望んできました。殆どの投資家はこれをシャープ・レシオまたはインフォメーション・レシオを用いて判断します。スマートベータ指数は投資家に運用会社間の違いを理解したり、時価総額加重平均型ではないベンチマークを使う機会を与え、その結果よりよいリスク調整後リターンを得られる可能性があるのです。また、投資家は自分のポートフォリオに実際どんなリスクがあるのかをよりよく理解することができます。

**Q** それは世界金融危機が理由で、あるいは投資家がより洗練されてきているからでしょうか？

**A** ハーディー: その両方です。リスクツールが以前にも増して普及しています。しかしながら金融危機の間にすべてが一つに関係づけられたのです。投資家は自分のポートフォリオをコスト効率よく分散化する新しい方法が必要になりました。スマートベータは投資家によりよいリスク調整後リターンを与え、それが指数のメソドロジーを通じて実行され、ターンオーバーは通常低く、それに、いいですか、結果は投資家がアクティブ・マネジャーの多くを通じて得たであろうものと似たようなものなのです。

**Q** ジェーン、スマートベータについて投資家と話し合われる内容は、時価総額加重平均型指数に基づいたプロダクトについての内容と違いがありますか？

**A** ジェーン・レオン: クライアントにどうしたら私たちの指数連動資産をよりよく活用できるかきかれます。しかも上場投資信託がもたらす透明性、分散化と流動性を求めながらです。スマートベータによるアプローチではクライアントは上場投資信託を使ってコア・ポートフォリオを完成させることと、特定のリスク軽減あるいはよりよいリスク調整後リターンを求めることで戦術的になることの両方が実現できるのです。

**Q** フェイフェイス、銘柄の特定要素に基づいて構成された指数のリサーチは金融危機以前のものです。金融危機はその調査にどのような影響を与えたのでしょうか？

**A** リ・フェイス: 金融危機は投資家のリスクアペタイトと株のリスクを好む姿勢を変えました。投資家は今では、決断のタイミングから何をもらえるかに



**ポール・コルウェル** どの戦略を使うか、選ぶのに賢明でなければならないのは投資家。

もっと関心を持っています。金融危機の直後、投資家はダウンサイドリスクに対する保護の強化と共に、低ボラティリティ戦略に大変関心を持っていました。

**Q** コンサルタントの観点から見てポール、ここでベータのスマートな(賢い)点は何でしょうか？

**A** ポール・コルウェル: スマートベータはプロダクトの付け札ではありません。これは時価総額に基づく指数をよりよくし、アクティブ運用の要素を組み入れようと試みる投資家のコンセプトです。一部のアクティブ戦略ではマネジャーはバリュエーション投資、クオリティやリスクファクターといったものを重視します。テクノロジーが利用できる、多くのデータをテストできるため、何十年も前からある量的分析のような戦略が非常に低コストで利用できるようになったのです。ですから今ではスマートベータは殆どの投資家が利用できますが、それはスマート(賢明)なことでしょうか？必ずしも戦略自体がスマートなのではなく、投資家はどのプロダクトと戦略を自分のポートフォリオのためにどのように選ぶかについてスマートである必要があります。

**Q** 投資家が従来の時価総額加重ベンチマークをまったく利用しないようになる時点があるのでしょうか？

**A** ハーディー: 多くの機関投資家は長期リターンを確保するために投資します。その背後にあるポリシー決定は、今なお時価総額加重ベンチマークに基づくアセットアロケーションに基づいています。これはすぐに変わるものではありません。しかしかなり以前の1980年代でさえ、バリュエーションやサイズといったリターンの多様な推進要因を探るリサーチが始められていました。でも今はもっと沢山のデータが簡単に手に入ります。スマートベータはこのような理論を取り入れ、系統的枠組みに入れ、そのような要因により重点を置くベンチマークを生み出します。言わば新しい瓶に入った古いワインといったところでしょうか。でも今日の興味深い点は、投資家が利用すべき要因の数やどの要因を利用すべきかではなく、市場サイクルの利点を得るにはどういった要因の組み合わせにすべきかが重視されていることです。その組み合わせによりスムーズな乗り心地でありながら、しかもインフォメーション・レンオで測った運用成績が向上するのです。

**Q** オフベンチマークにしても、戦術的決定を下す必要があります。それはパッシブなブラックボックス・アプローチではありません。

**A** ハーディー: アクティブな決定です。

**レオン:** アジアの準政府機関と各国政府クライアントが、時価総額加重平均型でない指数をコア資産のアロケーションに採用することに関心を示している現状を付け加えたいと思います。金融危機が彼らをリスク調整後ターンに敏感にさせました。それを低コストで達成させながらも状況変化に対応できるようにしたいのです。流動性が今はもっと重要なのです。

**ツェ:** 時価総額加重平均型指数はキャパシティ(運用可能資産残高)が一番大きいので、いまだに中心的位置を占めています。また、ターンオーバーが最少でコストも最低です。それにこれは今も多くの投資家にとっては最も理解しやすい指数です。しかしより賢明な機関投資家の一部は、スマートベータ指数を使うべきかどうか、そしてパッシブマネジャーを活用してより多くの資金を低コストで運用できないかどうかを考えています。それからそう、アルファを生むファクターを活用したいと思っている人もいるのですが、それには投資家が投資見解及び、ファクター投資に基づいたスマートベータを活用して目標達成できるということの両方について強い信念が必要です。

**Q** アジアでの採用は他の地域に比べて遅れています。なぜでしょうか？

**A** コルウェル: 殆どの投資家にとって、パッシブで広範な時価総額加重平均型指数は実行しやすいので、今も悪く

は無いスタート地点です。より多くの機関投資家が新戦略を考慮するようになるでしょうが、チャレンジとなるのはその複雑さです。つまり、どの代替戦略を選ぶのでしょうか？要因の背後にある理論と、ある特定の時点においてなぜうまくゆく、あるいはいかにないかを理解しなければなりません。サイクルを理解する必要もあります。指数ベースのポートフォリオを維持し、その指数にスマートベータを選ぶ投資家は、そのパフォーマンスが株式時価総額ベンチマークに対して測られることになるのです。そこには 同調リスク、後知恵リスク、選択リスクの要素があります。つまり、投資家は株式時価総額のそれとは違って見えるパフォーマンスに耐えられるのでしょうか？

**Q** キャリアリスクです。頭を突き出すのは特に報酬がない場合、怖いことです。でもアメリカでもヨーロッパでもそうだったでしょう。機関投資家に試そうとさせるきっかけは何でしょうか？

**A** ツェ: クライアントははっきりとした投資目的をもっていますが、一方でジレンマもかかえています。アジアの機関投資家の多くはもっぱらパフォーマンス志向です。ですからよりよいリターンを得られる可能性のあるものに注目しますが、リターンの分析をしてみるとその手法が負っているリスクが目的にそぐわないと思う場合もあります。

**コルウェル:** どのアセットクラスでもそうであるように、機関投資家は自分達が勉強し、関係者を含めてまわりの者にも教える必要があります。スマートベータで典型的な質問は、特定の要因にどれだけ配分するかということです。

**Q** タイミングはどうでしょうか？アセットクラスで違うのですか？

**A** コルウェル: 株式の要因とスマートベータについて書かれた情報は以前より多くあります。要因のサイクル性を理解の方が簡単です。でも株式のタイミングは難しい。限界があります。債券はモデルと戦略において現在進行中です。でもこれについてもクライアントと見てみました。複雑性の曲線に沿いながら、株式から債券に、そして現在は複数資産かつ複数要因を網羅したスマートベータに移動しています。

**ハーディー:** 単一要因(シングルファクター)の課題は、サイクル性のあるそのパフォーマンスです。例えば変動率を最低に抑える戦略はある市場サイクルではよい結果が出ず、そのサイクルが深い場合もあります。クライアントは複数の要因を組み合わせることを好み、それでその問題は緩和されるかもしれませんが、アップサイドをいくらか失うことになるかもしれないのです。

## 「投資家は株式時価総額と違うようなパフォーマンスに耐えられるか？」

タワーズ・ワトソン、ポール・コルウェル

**Q** それは一種の分散投資ですか？

**A** ハーディー: 全くそうです。クライアントは自分のアクティブ運用目標で、豊富な組み合わせの要因を既に経験しています。より効率的な基準で一番ポジティブなクオリティを取り出し、もっとスケールアップできないか、と。

**Q** ポートフォリオに一番大きな影響を及ぼすのはどの要因でしょうか？

**A** リ: 調査によると、バリュエーションやクオリティのようにいくつかの要因はより堅調な結果を生みます。そこには相関性があります。バリュエーションについての情報を無視すると、クオリティを要因として使うのはよくないかもしれません。また、低ボラティリティと低リスク・プレミアムは世界中で、また異なる時期を通して堅調であることもわかりました。これは本当に持続性ある要因で、これに比べクオリティは購入する価格レベルにより左右されます。

**Q** ではなぜ単にバリュエーション重視型を使わないのですか？

**A** リ: 株価純資産倍率(PBR)あるいは株価収益率(PER)のようなものためのスクリーンに基づくバリュエーション・ポートフォリオを構築できます。私たちのファンダメンタル・インデックスには、キャッシュフローと配当など経済規模の大きい企業を含みますが、成長の可能性を持つ企業も除外しません。それは投資家が必要とするダイナミックなエクスポージャーを提供します。スタティックな要因に基づいたポートフォリオとは非常に違った結果が出る可能性があります。

**Q** ライブオーディエンスからご質問です。「スマートベータがどのようにキャパシティに制約された戦略のレバレッジを上げるのか、もっと詳しく説明してくれませんか？」

**A** コルウェル: それはキャパシティ制約が何かによります。もしそれがマネジャーレベルのものであれば、スマートベータを使ってご自分のポートフォリオのエクスポージャーを拡大するという意

味でレバレッジを上げることもできるでしょう。もしそのマネジャーのリターン・ストリームの推進要因を判別できれば、スマートベータを使うことによりその模倣を試みることが可能です。しかしそのリターンの推進要因を把握することに自信がなければなりません。

**Q** どの程度まで投資家は スマートベータをレバレッジのために使っているのでしょうか？

**A** レオン: ETF(上場投資信託)をレバレッジのため使っています。そこでの課題は、ご自分の全ポートフォリオのリスクと内訳を理解することです。このためには投資家が自分のポートフォリオを分解し、レバレッジだけのため、あるいはスマートベータの目的で使われているETFがご自分の望む結果をどのように達成できるかを理解する必要があります。

**Q** もし投資家がETFまたはUSハイ・イールドのような比較的非流動性のアセットクラスを使う場合、スマートベータにおける流動性リスクの役割はどの程度でしょうか？

**A** コルウェル: 全アセットクラスにスマートベータ・プロダクトを広げると流動性の問題を発生させる可能性があります。債券、オルタナティブ投資や通貨、まして再保険などと株式の流動性は比較できません。流動性は根本的戦略に及ぼすインパクトに関するものであり、こういった資産が取引されるときにNAV(純資産価値)に及ぼすであろうインパクトについてです。それがETFを償還する際のビッド-オファーに影響を与えることとなります。金融危機の間に流動性が金融システムからなくなってしまったときには、ETFのいくつか、投資グレードの債券ETFでさえもビッドとオファーの差は非常に大きなものになりました。

**ハーディー:** でもそれは従来のベンチマークで、スマートベータのことではありません。全アセットクラスが世界金融危機でダメージを受けました。殆どのスマートベータ指数は多分2007年後にできたものです。ですから金融危機の後、学習時期が生まれたわけです。その後、指数業界は産業革命のようなものを経験

し、スマートベータの分野で多くのアクティビティがありました。いいですか、殆どの指数には最初、流動性スクリーンがあります。もちろん指数の中には欠点があるものもあり、それについてクライアントと話し合う必要があります。指数の中には、時価総額加重平均型指数より流動性がないものもあり、それは当然より流動性のある証券に傾き、ターンオーバーが少なくなります。当座の勢いで築かれたベンチマークはターンオーバーがより多いのですが、それはトレード戦略では当然です。ですから投資家のポートフォリオの大部分で常にコアとなっています。

**Q** スマートベータを実行するに当たって何が一番心配なのか、オーディエンスに聞いてみましょう。その間に、実行する際に何が課題となるのでしょうか？

**A** コルウェル: まず、ポートフォリオの中に何があるかを理解すること。次に、スマートベータに潜在するインパクトと、それを自分がいかに測定するかの両方を理解すること。もしそれがシングルファクター・ベンチマークなら、ポートフォリオがそのファクターのパフォーマンスの方に動くことが予想されます。しかし何の意味ででしょうか。株式市場全体の時価総額加重平均指数と比較してでしょうか？ 多くのクライアントが時価総額加重平均指数を測定基準に使っていますが、これは機会費用について考える上で簡単な方法と見なされからです。

**ツェ:** リターン分析に関しては、単にリスクとパフォーマンスだけを見るだけでは不十分かもしれません。スマートベータ・ポートフォリオのキャパシティ、マーケットインパクト・コストとトラッキングエラーも考慮する必要があります。より多くの要素を見て全体的な評価を行なうのです。



**クリス・ツェ** アジアの機関投資家はリターンに駆立てられるが、リスクがその目標に合わないかもしれない。

**Q** ライブオーディエンスによると、45%がスマートベータを実行の際の最大のチャレンジはパフォーマンスの解釈とアトリビューションだと言っています。あと45%は持続可能性について心配だと言っています。12%だけがコストについて言っており、計算の透明性が一番の心配事だという人は一人もいませんでした。

**A** リ:RAFIのようなファンダメンタル加重平均指数は、殆どのスマートベータ・ソリューションの中でも非常に透明度の高いものです。投資家は文字通りにそのような指数を複製できるのです。スマートベータは簡単に低コスト、透明性があり系統的なエクスポージャーをよく知られたエクセスリターンに与えます。我々がしていることを人々に100%理解してもらうことが大事です。

**Q** 持続可能性というのはケ빈の挙げた要因のサイクル性に関連します。そのアルファを生み出す力はあったりなかったりです。投資家はどのような頻度でスマートベータ戦略を再検討しなければならないのでしょうか？

**A** リ:投資家の行動バイアスは長期間継続します。例えば、キャリアリスクを心配する投資家は時価総額加重平均型ベンチマークに対するトラッキングエラーの高い低ボラティリティ戦略を避けるかもしれません。他の投資家は高ボラティリティの高ベータ株に潜在するレバレッジを利用したいかもしれません。このようなアクティビティは皆、低リスクプレミアム推進要因です。行動バイアスはなくし難いものです。このようなバイアスが長く続くことが長期的なスマートベータの高パフォーマンスをもたらす要因となっているのです。



**ジェーン・レオン** 何が各ファクターを駆動するか理解すると、パフォーマンスへの洞察が得られる。

**Q** オーディエンスから、もう一つの調査結果です。スマートベータが様々な方法で実行できるとすると、どの種類の戦略が最も魅力的でしょうか？ポールが言ったように、スマートベータはプロダクトではなく考え方です。ケビン、どの戦略、プロダクトがアジア太平洋地域では一番人気があるのですか？

**A** ハーディー:時間の経過に伴って変化してきました。大型投資家は公にスマートベータを試し、ファンダメンタル・ベンチマークと低ボラティリティ・ベンチマークに言及しています。このようなプロダクトは受け入れが一番早かったのです。しかし今日では、より多くの投資家がこのような要因の詳しい検討に実績があります。単独要因で決まるスポーツではないのです。一つだけで光り輝くファクターはありません。チームスポーツであり、このような多くの要因が影響を及ぼします。アクティブ・マネジャーを任命することはポリシー・ベンチマークから乖離してしまいます。スマートベータだと、決定場所を変えているだけです。指数環境の中でアクティブ・マネジャーがもしベンチマークを上回る運用成績を出せば、任務を達成しているかもしれませんが、もしそうでないなら、投資委員会がそれについて討議することになり、そこにリスクがあります。スマートベータの場合には、投資のあらゆる面で説明責任があります。つまりポートフォリオ・マネジャーはベンチマークを厳しくトラックしなければならず、投資家はスマートベータのある特定要因が、あるいは複数の特定要因がポリシー・ベンチマークからどのように逸れるのか決定しなければなりません。

**Q** 我々の調査結果が出ました。40%の人がスマートベータの投資がパッシブ戦略のリスク調整後リターンを改善することに関心を示しています。そこで質問です。投資家はパッシブ運用からスマートベータに配分しているのでしょうか？調査結果から見るとそのようですが、アクティブ運用から来るべきでしょうか？

**A** ツェ:アクティブ戦略からスマートベータに乗換えを考慮している投資家が増えてきています。コストが下がるからです。また、アクティブ・マネジャーをカバーしているチームは、スマートベータ戦略についてもパフォーマンスをモニターする経験とツールを既に持っています。

**コルウェル:**これはその二つが統合したものです。自分のパッシブな株式時価総額型ポートフォリオから金額を取り出し、リスクファクターに分散する投資家もいます。それはパッシブ・エクスポージャーを改善しようとしているわけですが、でも他の場合では、クリス [ツェ]と同感です。投資家は「トラッキングエラーに関して自分のお金相応に叶ったものを

いつも得ていない、と感じるかもしれないですし、高確信度、高トラッキングエラー・マネジャーにマナドート（投資対象）のバランスを持たせたいと思うかもしれません。

**Q** 戦略的、および戦術的レベルでこのような選択によるタイミングはどのように決まるのでしょうか？

**A** レオン:株式やアセットクラスのタイミングを決めることと同じように、スマートベータのタイミングを一貫して行うのは難しいです。しかし各ファクターを駆動しているのは何かを理解すると、パフォーマンスの高低がいつ発生するかについて洞察を得ることができます。ETFにより投資家は決断を効果的に、そして即時に実行できます。よくデザインされたマルチファクター戦略はタイミングに頼ることが少ないのです。それは様々な市場条件でよいパフォーマンスを行うはずのものだからです。ですから投資家の目的によります。

**Q** オーディエンスから別の質問です。「スマートベータに割り当てるべき株式ポートフォリオの割合はどれくらいですか？パッシブ、あるいはアクティブ・アロケーション全体をスマートベータに変換できますか？」

**A** コルウェル:この質問が出たのは、その投資家がポートフォリオ構築の見解からご自分のポートフォリオを全体的に見ているということです。それはいいことです。つまり、個々の戦略をケースバイケースで見ているだけではないからです。このご質問への回答は、どの程度の長期投資家なのか、リファレンス・ポートフォリオから離れることにどの程度敏感かなど、機関投資家そのものによります。短期的な機関投資家であれば、そのようなことはしたくないかもしれませんが、しかしより長期的な観点を持てて、このような現象を裏付ける理論を信じられるなら、ポートフォリオにより多くのリスクを許すべきでしょう。しかし、スマートベータはポートフォリオの20%や50%であるべき、と言えるようなマジックナンバーはないのです。

**ハーディー:**アジアのプランが多く増えてきており、アセットが常に増大しています。こういったプランはアセットをうまく運用することができるのです。リスクに対する見解を持ち、強く扱うスタティック・ポートフォリオはアセット全てをスマートベータ指数に移行することもできます。本来長期的な傾向にある少数のクライアントのため、どのように見えるかシミュレートしました。

**Q** オーディエンスから別の質問があります。「ポートフォリオ構築方法はどれくらい大切ですか？」これは、スマートベータを含むポートフォリオの構



**ケビン・ハーディー** スマートベータにはアカウントビリティがある。

**築に違いがありますか、という意味に解釈します。**

**A** リ:低ボラティリティ戦略にとって、限られたキャパシティを提供するポートフォリオを作成するのは簡単です。低ボラティリティを単にエクイティの分野のサブセットに投資することと、比較的小型株ファンドである多くの低ボラティリティ株を多く組み合わせることと見なす投資家もいます。そのようなケースでは、巨大なアロケーションはないでしょう。ですからキャパシティが一つの問題点です。しかし株式時価総額とベータの間に相関性があるのでしょうか？私たちのリサーチによると、アメリカでは株式時価総額と株式の単独リスクに強い相関性はないので、大型株もいくらか含んだ低ボラティリティ指数を実際作成することができます。ですからこの観点から見て、大型投資のキャパシティを持つ投資ソリューションを作成できるので、ポートフォリオ構築は非常に重要です。

**ツェ:**インデックス構築の観点からは、どのファクターをオーバーウェイト、あるいは避けるべきかより、ファクター間の相関性を重視します。正の相関を示すもの

# 「行動バイアスはスマートベータの長期高パフォーマンスの駆動力。」

リサーチ・アフィリエーツ、リ・フェイフェイ

もあれば、負の相関もあります。よってこれらファクターの組み合わせ方がポートフォリオ構築の基幹となります。

**コルウェル:**アジアの機関投資家にとってポートフォリオ構築に関してはスマートベータと、株式を含むどのアセットクラスとの間にも一般的に違いはありません。投資家は多分アクティブ・マネジャーを数名雇用しているでしょう。投資家は既にそのマネジャー達が取るリスクと、マネジャー達がポートフォリオにもたらすリスクの集中をすでに理解しています。スマートベータでも違いはありません。違ったファクターと戦略を検証し、

それを既にある一連のアクティブ・マネジャーと統合しなければなりません。ですからバリュー戦略を追求するマネジャーを残すなら、バリュー傾向のスマートベータ戦略を加える必要があるでしょうか？あるいはもしクオリティ投資に従事しているアクティブ・マネジャーがいるなら、多分低ボラティリティのスマートベータ・プロダクトは必要ないかもしれませんし、その逆かもしれません。■

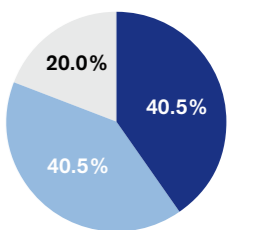
討論を全てお聞きになりたい方は、次にご登録ください。  
[www.asianinvestor.net/webcasts](http://www.asianinvestor.net/webcasts)

## オーディエンスに尋ねよう

アジアン・インベスター誌はスマートベータにつき11月11日にライブウェブキャストを行いました。登録された400名以上のオーディエンスにイベント中にアンケート質問をしました。次はその回答です。

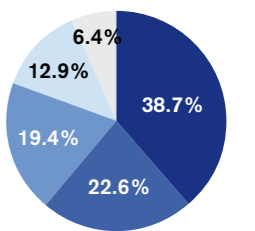
**質問1**  
オーディエンスのスマートベータ使用について

- スマートベータへのアロケーションは今のところ考えておらず、すぐにもそうする計画はない。
- スマートベータへのアロケーションを12~14ヶ月内に加えるよう調べている。
- スマートベータ戦略を既に採用した。



**質問2**  
スマートベータ戦略の利用に関心があるのは、

- パッシブ戦略のリスク調整後リターンがよくなるから？
- アクティブ戦略の低コストな代替品として？
- 追加の分散とリターンの源、特定の投資見解を表す方法として？
- 非株式時価総額インデックス化として？
- ファクター・モデリング？



**質問3**  
スマートベータ実行について、あなたが一番心配なものは何ですか？

- パフォーマンスの解釈/アトリビューション
- 持続可能性
- 関連する全コスト（市場インパクト、モニタリング等。）
- 計算の透明性

