

株式：多様性及びインクルージョン



Craig Lazzara

S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス

マネージング・ディレクター兼指数投資戦略のグローバル・ヘッド

この資料は、2021年5月12日に弊社ブログ Indexology® に掲載された文書の翻訳版です。英語版と日本語版の間に内容の相違がある場合は英語をご参照下さい。

英語版：<https://www.indexologyblog.com/2021/05/12/equity-diversity-and-inclusion/>

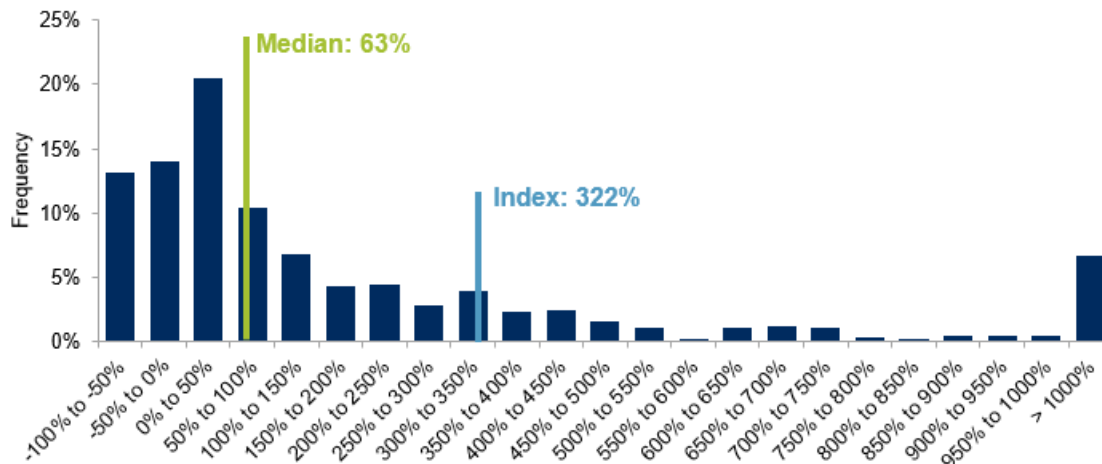
アクティブ株式ポートフォリオは、ベンチマーク（例えば、S&P 500® など）と、ベンチマークからのポートフォリオの乖離度を測定する一連のアクティブ・ベットを組み合わせたものと捉えることができます。アクティブ・ベットの相対的な大きさは「アクティブ・シェア」と呼ばれることもあり、運用マネージャーの積極性の度合い判断する上で便利な方法であると言えます。0%のアクティブ・シェアはインデックス・ファンドに対応しており、アクティブ・シェアが100%のポートフォリオは、運用マネージャーがベンチマークと同じような銘柄を全く保有していないことを示しています（後者の場合、運用マネージャーに対するベンチマークの選択が適切ではないことを示唆している可能性もありますが、それはまた別の議論となります）。

アクティブ・シェアが高いことがアウトパフォーマンスに関係すると言われていますが、このことを裏付ける決定的な証拠が存在するわけではありません。アクティブ・シェアが高いことは、アクティブ運用で成功するための必要条件であるかどうかはともかく、十分条件とはなり得ません。アンダーパフォームしている運用マネージャーはポートフォリオ保有銘柄の半数をランダムに売却し、集中度を高めることにより、パフォーマンスを改善することができるのでしょうか？ そうすることにより、アクティブ・シェアが高まることは間違いありませんが、そのような方法でパフォーマンスが自動的に向上すると考えることはあまりにも軽率です。

より説得力のある議論は、実際にはその正反対を示しています。つまり、その他の条件が同じであれば、銘柄数は多ければ多いほど良いということです。その理由は、株式市場のリターンが正に歪曲しているからです。個別銘柄のリターンは、市場平均値を中心として左右対称に分布しているのではなく、通常は右方へ長いテールを形成します。つまり、比較的少数の高パフォーマンス銘柄が、市場全体のパフォーマンスに大きな影響を及ぼします。

図表 1：ほとんどの S&P 500 構成銘柄が同指数をアンダーパフォーマンスしている

Exhibit 1: Most S&P 500 Constituents Underperform the Index



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, FactSet. Data from Dec. 29, 2000, through Dec. 31, 2020. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、ファクトセット、2000 年 12 月 29 日から 2020 年 12 月 31 日までのデータ。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

図表 1 は、過去 20 年間の S&P 500 の歪曲度を表しています。中央値の銘柄のリターンは 63%にとどまった一方で、指数のリターンは 322%でした。指数をアウトパフォーマンスした銘柄は **22%**に過ぎず、このことは、アクティブ運用の結果が期待外れとなっていることを説明しています。ランダムに選択された 5 銘柄のうち約 1 銘柄しか指数を上回ることができないとすれば、銘柄選択で成功するのは極めて困難であると言わざるを得ません。ポートフォリオ・マネージャーが保有銘柄を集中させることを選択するのであれば、ほとんどポートフォリオ・マネージャーが明らかに達していないレベルのはるかに正確な予測能力が必要となります。

図表 1 は逆に、より多くの銘柄を組み込むことにより、ポートフォリオを分散させるほど、アウトパフォーマンスできる可能性が高まることを示唆しています。リターンの分布が歪曲しているということは、アクティブ・ポートフォリオが成功するには比較的少数の銘柄をオーバーウェイトしているかどうかによって決まることを意味しています。ポートフォリオの保有銘柄数が多いほど、比較的少数の大勝ちする銘柄の一つを保有している可能性が高くなります。

言い換えると、S&P 500 をベンチマークとする投資家は、自分が最も選好する 50 銘柄を選択し、それらを保有するよりも、自分が最も選好しない 50 銘柄を除いて、残りの 450 銘柄を保有する方が理に適っているかもしれません。確かに、ポートフォリオが大きくなるほど、アクティブ・シェアは低下します。しかし、比較的数少ない大勝ちする銘柄の一つを保有できる確率が 9 倍も高まります。リターン分布が歪曲化している中では、分散を高めることが成功の可能性を高めることとなります。

このブログの記事は意見であり、助言ではありません。免責条項をお読み下さい。

S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス免責事項

©S&Pグローバルの一部門である S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC 2021 年。不許複製。Standard & Poor's, S&P、は、S&Pグローバルの一部門であるスタンダード・アンド・プアーズ・ファイナンシャル・サービシーズ LLC (以下「S&P」)の登録商標です。「ダウ・ジョーンズ」は、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングズ LLC (以下「ダウ・ジョーンズ」)の登録商標です。商標は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC にライセンス供与されています。本資料の全体または一部の再配布、複製、そして(または)複写を画面による承諾なしに行うことを禁じます。本資料は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、ダウ・ジョーンズ、S&P 或いはそれぞれの関連会社(これらを合わせて「S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス」という)が必要なライセンスを持たない地域におけるサービスの提供を行うものではありません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC が提供する全ての情報は、個人とは無関係であり、いかなる個人、事業体または集団のニーズに合わせて調整したものではありません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、その指数を第三者にライセンス供与することに関連した報酬を受けています。指数の過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

指数に直接投資することはできません。指数が表すアセット・クラスへのエクスポージャーは、指数に基づく投資可能商品を通して得られます。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、第三者が提供し、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスの指数のリターンに基づく投資リターンを提供することを目指す投資ファンド、或いはその他のビークルを提供、推奨、販売、宣伝、或いは運用することはありません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、指数に基づく投資商品が指数のパフォーマンスに正確に連動し、プラスの投資リターンを上げることについて保証しません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC は投資顧問会社ではなく、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、そうした投資ファンド或いはその他の投資ビークルに投資する適否に関して表明することはありません。そうした投資ファンド或いはその他の投資ビークルへの投資決定は、本資料で言及されたいかなる部分も信頼して実行されるべきではありません。そうしたファンド或いはその他のビークルに投資しようとする投資家に対して、投資ファンド或いはその他のビークルの発行体またはその代理人が作成する目論見書または類似文書に記載されているように、そうしたファンドへの投資に伴うリスクを注意深く検討した上で投資することを助言します。指数への証券の組入は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスによるその証券の買い、売り、または保有の推奨ではなく、また投資助言でもありません。S&P の米国のベンチマーク指数及びダウ・ジョーンズの米国のベンチマーク指数の終値は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスが、指数構成銘柄の各主要取引所が設定する終値に基づいて計算します。終値は S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスがサードパーティ・ベンダーの 1 社から受け取り、別のベンダーから届く価格と比較することにより検証されます。各ベンダーは終値を主要取引所から受け取ります。日中の実時間価格は、2 次検証を経ずに同様に計算されます。

これらの資料は、信頼できると考えられる情報源から一般に公衆が入手できる情報に基づき、情報提供のみを目的として作成されたものです。本資料に記載されるいかなる内容(指数データ、格付、クレジット関連の分析とデータ、モデル、ソフトウェア、或いはその他のアプリケーションまたはそれからの出力)も他のいかなる部分(以下「内容」という)も、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスによる事前の書面による承認なくして、いかなる形式といかなる手段によっても、改変、リパースエンジニアリング、再製または配布、或いはデータベースまたは検索システムへの保存を行うことはできません。内容を、不法な或いは未認可の目的に使用してはいけません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス及びいかなるサードパーティ・データ・プロバイダー及びライセンサー(合わせて「S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス当事者」という)も、内容の正確性、完全性、適時性或いは利用可能性を保証しません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス当事者は、いかなる過誤、遺漏についても、原因の如何を問わず、内容を用いて得られた結果について責任を負いません。内容は、「現状」ベースで提供されています。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス当事者は、特定の目的または利用に対する販売可能性または適合性についてのいかなる保証も、バグやソフトウェアのエラーまたは欠陥がないこと、内容の機能が中断されないこと、或いは内容が何らかのソフトウェアまたはハードウェア構成により動作することの保証も、以上を含みそれに限定されない、あらゆる明示的または暗示的保証も拒否します。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス当事者は、いかなる場合も、いかなる当事者に対しても、内容の使用に関連して発生する、いかなる直接的、間接的、偶発的、典型的、補償的、懲罰的、特殊な或いは結果的な損害、費用、経費、法的費用、或いは損失に対しても(逸失収入または逸失利益、及び機会費用を含みそれに限定されず)、たとえ損害の可能性について事前に通告を受けていようと、責任を負いません。

S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、各事業部の活動の独立性と客観性を維持するために、それぞれの活動を他から隔離しています。その結果、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスの一部の事業部は、他の事業部では入手できない情報を保有する可能性があります。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、各分析プロセスの中で受け取った非公開情報の機密を守る方針及び手順を確立しています。

さらに、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、広範なサービスを、証券の発行体、投資顧問会社、証券会社、投資銀行、その他の金融機関及び金融仲介業者など多くの組織に提供しています。したがって、これらの組織から報酬その他の経済的便益を受ける可能性があります。これらの組織には、証券やサービスを推奨し、格付け評価し、モデルポートフォリオに組入れ、評価するか別の対応を行う組織が含まれます。

最新のブログ「[Indexology](https://www.indexologyblog.com)」(英語)をご覧になりたい方は、こちらのサイト

www.indexologyblog.com よりご登録いただけますと、更新の都度メッセージが届きます。