

アセットマネジメント

注目を集める新たな ショートポジション許容戦略

これまで、空売りをせずロングポジションだけの運用であった伝統的な株式運用に、ショートポジションを取る運用戦略が登場した。この運用戦略は、空売り禁止という制約条件の緩和だけに留まらず、一部のロングショート運用と伝統的株式運用の境界線を曖昧にし、運用報酬体系・運用ガイドラインの変更など、運用会社の運用戦略に大きな影響を及ぼす可能性がある。

新たに登場した株式のアクティブ運用戦略

2005年から、米国の主要な運用会社が年金基金に対して「エンハンスド・アクティブ運用¹⁾」または「ショート拡張運用²⁾」と呼ばれる、新たな株式のアクティブ運用戦略を提供し始めた³⁾。空売りを投資額の20%や30%まで許し、空売りした比率分を購入に回すことで、株式市場への投資割合は100%に維持するもので、「120/20」、「130/30」といった買い建て・売り建て割合がファンドの通称になっている。この運用戦略は、運用マネージャの予測内容をベンチマークから乖離させるアクティブポジションに正確に反映させ、ベンチマークに対する超過リターンを高くすることを狙っている。

運用効率を落とす空売り禁止制約

この運用戦略が新たに登場してきた背景には以下のような理由がある。

株式市場のリターン低下による、超過リターン獲得ニーズの拡大

空売り禁止制限が、超過リターン向上の最大障害要因であるとの理解度の向上

ヘッジファンド等の運用の制約条件を大幅に緩和した運用戦略の登場

空売り禁止制約が運用効率を大幅に損なうことは、2002年のClarkらの論文⁴⁾によって広く運用業界に認識されることとなった。Clarkらは、予測見通しを忠実にアクティブポジションに反映させる度合いを運用効率を

測る尺度として注目した。空売り禁止制約があると、割高な銘柄と分かっていても、ショートポジションを取ることが出来ず、割高情報から超過リターンの獲得ができない。空売り禁止制約による運用効率の低下度合いを定量的に示したのが論文の大きな意義である。

例えば、TOPIXのような時価総額を基準とした株式指数がベンチマークの場合、時価総額で全体の0.1%にも満たないウェイトの小さい銘柄が全体の9割弱を占めている⁵⁾。これらの銘柄が割高だと正確に判断出来たとしても、空売りが禁止されていると、「保有しない」というポジションしか取れず、大きくアンダーウェイト出来ないため、超過リターンを逃してしまう度合いが大きい。Clarkらの論文では、空売り禁止制約を外すだけで、同程度のリスクで超過リターンがほぼ倍になるとの実証結果が示されている。

市場中立運用との違い

空売り禁止制約を含めた、運用の制約条件を大幅に緩和した運用戦略の代表例としてはヘッジファンドがある。例えば、市場中立運用は空売りも許して運用効率を高め、しかも株式市場の上下変動に左右されないように仕立てた運用戦略の一つである。絶対リターン追求型の代表的な運用戦略として、年金ファンドや金融機関など機関投資家が多く資産を投資している。しかし、市場中立運用には別の面で厳しい制約条件が課されている。

Writer's Profile



堀江 貞之
Sadayuki Horie

金融ITイノベーション研究部
上席研究員

専門は資産運用関連の
先端動向調査・研究
focus@nri.co.jp

下の図表は、空売りを許したエンハンスト・アクティブ運用と市場中立運用を含めた、株式の主なアクティブ運用戦略の比較をしたものである。エンハンスト・アクティブ運用と市場中立運用は、株式市場リスク（いわゆる リスク）の有無という商品特性に大きな違いがある。この商品特性の違いが、実は両運用戦略の制約条件に大きな影響を与えている。例えば、エンハンスト・アクティブ運用では銘柄の予測情報を活用し、業種ウェイトなどもベンチマークから乖離させることで、超過リターンを狙う。一方、市場中立運用の場合、株式市場の変動を極力避け、業種の偏りも排除し、どの業種ウェイトもロングとショートのを同じにするとといった制約条件を課することが多く、運用の自由度が相対的に狭まっている。エンハンスト・アクティブ運用の方が、超過リターンを狙う視点が多く、市場中立運用と比較して運用効率が高い戦略と考えられるのである。

導入の困難さを克服できれば大きな飛躍も

エンハンスト・アクティブ運用は、クオンツ運用を中心とした一部の運用会社の運用戦略に大きな影響を及ぼすと考えられる。最も大きな影響は、市場中立運用と伝統的なアクティブ運用の境目を曖昧にし、両者の役割分担の再考が必要になる点である。市場中立運用ファンドにとって、制約条件を緩和し運用の自由度を高め、運用内容の透明性が高く、運用報酬率が相対的に低いエンハンスト・ア

クティブ運用は、大きな脅威となるだろう。例えば、市場中立運用とパッシブ運用で リスクをとるより、エンハンスト・アクティブ運用だけを採用した方が、同じ金額でコスト控除後の収益額が改善する公算が大きい。一方、空売りした銘柄からは投資額以上の損失が発生することも生じ、運用マネージャーにとって、リスク管理はロングオンリーの場合よりも難しくなる。投下資本に対する運用額はこれまでの運用より増加し、売買金額が大きくなり取引コストが高む確率が高く、取引コスト管理にも十分な注意が必要である。さらにロングとショートそれぞれの構成銘柄の時価変動によって、ロング・ショートの比率が常に変わるため、 リスクを一定にするためのリバランスが発生する。運用面でこれまでと異なる様々なリスク管理上の配慮が必要になると考えられ、エンハンスト・アクティブ運用の導入はそう簡単ではないだろう。

運用能力の高い運用マネージャーの実力をコスト効率良くリターンに反映させることが機関投資家にとって重要であることは論を待たない。この目的に沿い、運用ガイドライン・運用報酬を含めた運用委託内容を考えるなら、エンハンスト・アクティブ運用は重要な選択肢の一つとなる。しかし、リスク管理等の難しさからこの運用戦略の導入が一部のクオンツ運用会社だけに限定されることも考えられ、顧客への程度浸透するか注目される⁶⁾ ところである。

NOTE

- 1) Bruce I. Jacobs & Kenneth N. Levy, 「Enhanced Active Equity Strategies」, Journal of Portfolio Management, 2006年春季号、で執筆者が命名。
- 2) Martin Leibowitz & Anthony Bova, 「Short-Extension Portfolios: An Exploration of the 120/20 Concept」, Morgan Stanley, 2006年1月18日で説明された名称。
- 3) Pensions & Investments 2005年9月5日号、2006年6月12号など。ここではとりあえずエンハンスト・アクティブ運用と総称して話を進める。
- 4) Roger G. Clark, Harindra de Silve & Steven Thorley, 「Portfolio Constraints and the Fundamental Law of Active Management」, Financial Analysts Journal, 2002年9/10月号
- 5) 2006年5月末のTOPIXの構成銘柄の場合。
- 6) 例えば、カリフォルニア州公務員年金基金(CalPERS)の投資委員会では、2005年11月にこの運用戦略の内容について議論をしており、採用に向けての準備を進めている。

図表 主な株式アクティブ運用戦略の相対比較

	エンハンスト・インデックス運用	伝統的アクティブ運用	エンハンスト・アクティブ運用	市場中立ロング・ショート運用
空売りポジション	0% (不可)	0% (不可)	20~40%	50~100%
リスク	1~2%	4~6%	5~8%	5~10%
株式 リスク	100%	100%	100%	0%
アクティブポジションの大きさ	10~15%	20~30%	40~70%	90~100%
運用効率の高さ	中	低	高	高

(出所) 野村総合研究所