

解 説

資産運用業の将来とデリバティブ

熊本学園大学経済学部 教授
渡辺 信一

1. はじめに

1990年代以降、日本でも、年金の資産運用に占めるインデックス運用の割合が増えてきたが、逆に最近では、アクティブ運用が見直されているという。この現象の背景には、株式のリスク・プレミアムの低下に伴う期待リターンへの減少、グローバル化の進展で、各国の株式リターンが高い相関を示し、国際分散投資が、うまくいっていないという事情があるとされている¹。一方で、インデックス運用がもたらす市場へのマイナスの効果については、アメリカの実務界を中心として、議論が盛んである。筆者は、この問題は、証券市場、あるいは、資産運用業にとって、本質的な問題ととらえるべきであると考え、数年前から機会のある度に、この問題に関する問題提起をしている。その本質的な問題は、リサーチ・コストを誰が負担するべきか、ということである。

金融テクノロジーの進歩に伴い、従来のファンダメンタルズに基づく投資に加えて、システムチックに投資を行う投資家が登場した。いわゆるstrategic investorsである。この類型には、インデックス運用や、裁定取引、指数先物等のデリバティブ取引も入る。strategic investorsが問題なのは、彼らの行動が、ファンダメンタリストの行う期待収益やボラティリティーに対する予測に対して、錯乱要因として機能するからである。そのため、市場では、これらの取引に関する情報開示が課せられている。一方、デリバティブには、現物市場のリスクを転嫁し、価格発見力を高め、現物市場を完備化するという他の手段では得ることの出来ないメリットがある。本稿では、以上のような問題意識の下で、最近のアメリカでの議論を踏まえつつ、資産運用業の将来とデリバティブの関係に関して考えてみたい。前半では、インデックス運用と資産運用の関係を論じ、後半では、デリバティブに関して論じる。

言うまでもなく、インデックス運用は、現代ポートフォリオ理論を正しいとするならば、効率的フロンティア上のマーケット・ポートフォリオに投資することが、最も効率的であるという理論的な要請からも、あるいは、他の運用主体に対して、相対的に負けにくいことが、マーケティング戦略上有効であるという運用者(=機関投資家)の販売戦略上も、そして、市場が効率化すれば、このような運用が正当化されるはずであるというプラン・スポンサーの運用目標の観点からも、言い換えれば、MPTの理論面からも、マーケティングの実利面からも、そして、委託者のニーズにより即した商品であるという

実態面からも、最も優れた運用方法である²。

しかしながら、インデックス運用は、いくつかの問題を抱えている。最近、フロント・ランニングの問題(後述)がクローズアップされているが、ここで問題にしたいのは、インデックス運用によって、市場の効率性が失われる可能性が高いという点や、本当に、インデックス(インデックス運用が運用目標とする指数)自体がマーケット・ポートフォリオと一致していたかということではない。

前者に関しては、市場が非効率化すれば、リサーチ活動の限界的なコストがゼロ(=限界利益が無限大)となり、結果的にアクティブ運用が儲かるようになると考えられるから、市場の中に、自動調整機能が組み込まれていると考えることができる³。後者は、極めて実証的な問題であり、事前の予想としてインデックス運用が効率的(インデックスが有効フロンティア上にある)と期待されていれば良いと考えられるからである。ここで問題にしたいのは、インデックス運用に象徴される最近の市場の傾向と、資産運用業の将来との関係といったことである。

2. バーンシュタインの指摘

『リスク』の著者として有名なピーター・L・バーンシュタインは、最近の講演の中で、次のようなことを言っている⁴。「資産運用業は、屈曲点(points of inflection)⁵を超えた。我々は、資産運用の原点に立ち返るべきである」と。彼が具体的に問題とするのは、「リサーチ活動、インデックス運用、ベンチ・マークの設定、空売り規制」である。

彼の主張を簡単にまとめれば、以下ようになる。1975年の手数料の自由化(メーデー)後、証券会社、あるいは、投資家から見た場合、コストを掛けてリサーチをすることが儲からなくなった。すなわち、リサーチ業務は、単独の商売としては成り立たなくなり、結果的に、ソフト・ダラー⁶(実質的な手数料の割戻し)の形態や、投資銀行との兼業(調査費用の節約)によってコストをできるだけ節約することによってしか、成立しなくなった。投資家は、そのコストを、ソフト・ダラーの形で回収するようになり、一見、それでうまくいったかに見えた。

ところが、ソフト・ダラーによる手数料の割戻しは、以下のような問題を持っている。第一に、ソフト・ダラーは、最終的に委託者に転化される。第二に、ソフト・

² インデックス運用の有効性に関しては、詳しくは、例えば、ボーグル J.C.、2000、『インデックス・ファンドの時代』、東洋経済新報社、参照。

日本の公的年金に関するインデックス運用の可否については、厚生労働省、第15回社会保障審議会年金資金運用分科会議事録(www.mhlw.go.jp/shingi/2003/02/txt/s0207-1.txt)参照。

また、インデックス運用の問題点は、拙稿、2001、『パッシブ運用だけでは「市場」は非効率化する』、金融ビジネス10月号 p.64-57、あるいは、拙著、2001、『金融工学 理論と現実』、ダイヤモンド社、参照。

³ 詳細は、拙稿、大阪証券取引所、2002、『先物・オプション レポート』、6月14日、参照。

⁴ 詳細は、Peter L. Bernstein, 2003, "Points of Inflection", Journal of Portfolio Management, Jul/Aug p.18-23 参照。

⁵ ここで、屈折点とは、大半の自然現象がミクロ経済学で言うS字曲線に従うとすれば、その増加率が減少に転換する点(二次微分がゼロになる点)である。

⁶ 正確な定義はないが、ソフト・ダラーとは、発注の見返りに、証券会社が、調査レポートの提供等、さまざまにリサーチ・コストを実質的に負担する行為全体を言う。

¹ 詳細は、大塚明生編著、2003、『デフレ時代の年金資産運用』、(社)金融財政事情研究会 P.10~P.17参照。

ダラーは回転率を高める方向に作用する。第三に、独立したリサーチの方が、結局は、高いリターンの源泉となる。結局、ソフト・ダラーは、コストを他に転嫁しているに過ぎないのだ、他とは、もちろん、必要以上の回転売買によって運用成績が悪化する委託者であり、非効率化する市場であり、資金調達コストが増加するファイナンスする側の企業である。

このような運用の対極にあるのが、インデックス運用である。インデックス運用は、効率市場を前提とする限りにおいて、リスクとリターンの面からも、取引コスト節約の点からも、最も効率的な運用手法である。すなわち、効率市場仮説の立場からは、特に高いリターンは望めないものの、取引コストの点、売買回転率の点、分散投資の点で、インデックス運用のアクティブ運用に対する優位性は明らかである。しかしながら、インデックス運用にも問題はあ

る。彼は、「銘柄入れ替えに際してのフロント・ランニングの問題⁷、指数の代表性の問題⁸、指数構成銘柄の流動性の問題、指数対象銘柄と運用目標との乖離」を指摘している。これらの問題は、複雑に絡んでいる。時間の経過とともに、指数を入れ替える必要があるが、これは、指数の代表性を維持するためには、必要不可欠である。しかし、少数銘柄で全体を代表するのは至難の技で、結局は流動性の多い、少数銘柄で構成することになる。このことが、指数の代表性の問題を提起する。反対に、構成銘柄の恣意性を排除しようとして、広範なインデックスを作ると、今度は、流動性の問題や、指数をトラックするための技術的な問題が生じる。

一方で、指数自体は、運用目標として作られたものではないから、指数対象銘柄と運用目標の乖離は、当然のことである。また、銘柄入れ替え時のフロント・ランニング(除外銘柄を市場に先駆けて売却し、新規採用銘柄を市場に先駆けて購入することで、超過リターンを得ようとする投資手法)は、それが少ないにこしたことはないが、指数対象銘柄を明示する形のインデックス運用⁹にとっては、不可避のことである。まして、インデックス運用を念頭にインデックスが作成されているわけではないから、フロント・ランニングに頑強な指数が良い指数というわけでもなからう。結局、インデックス運用には、固有の問題があるということである。ただし、インデックス運用の問題とインデックスの問題は、分けて考えるべきであろう。インデックスは、インデックス運用のために作られているわけではないから、インデックス運用が問題だからと言って、インデックスそのものが問題なのではない。

パーンシュタインは、インデックスには、インデックス運用の対象であることとは別にもう一つ、別の重要な機能があると指摘している。それは、ベンチ・マークとしての機能である。運用者の投資能力(スキル)は、一

般に、ベンチ・マークとの比較で行われる。そして、そのベンチ・マークには、通常、単一、あるいは、複合的なインデックスが使われる。ここで問題になるのは、運用の目標は、将来の負債(ライアビリティ)をまかなうことであり、運用者のスキルは、採ったリスクに対するリターンが、どれだけ、ファンドの要求収益率に貢献したかで測られるべきであるということだ¹⁰。

その点では、運用者のスキルを評価する際に、インデックスをベンチ・マークとするべきではない。すなわち、ライアビリティこそがベンチ・マークであるにもかかわらず、現実には、資産のリターンのみが問題とされる。これこそが、最も重要な問題である。さらに、ポートフォリオ・マネジャーの運用成績は、資産別、スタイル別のベンチ・マークとの対比で測られるが、これも、ナンセンスである。運用目標が、ライアビリティへの貢献である以上は、資産別、スタイル別の狭いカテゴリーの中に、ポートフォリオ・マネジャーのスキルを押し込めるのは、ナンセンスであろう。むしろ、アセット・アロケーション能力を含めたスキルで判断するべきである。

このように考えると、最近のヘッジ・ファンドの隆盛は、それ自体が、資産運用業の将来にとって、大きな問題提起となる。パーンシュタインは、資産運用業にとってクリティカルな四番目の問題として、「ロング・オンリー」や、「空売り規制」について述べている。そもそも、「空売り規制」¹¹は、1929年の大暴落に際して、政治的な要請から導入されたものである。その結果、多くのファンドは、「ロング・オンリー」で運用されている。しかし、現実には、多くのヘッジ・ファンドは、空売りから、大きなリターンを上げている。果たして、空売り規制は必要なのだろうか。

そのことの可否はともかく、「空売り規制」や「ロング・オンリー」と資産運用業との関係では、以下の点が問題となる。第一に、ヘッジ・ファンドは、独自のリサーチ活動に基づいた運用をしていること、第二に、ヘッジ・ファンドには、スタイル制約がないこと、第三に、これらの点が評価されたことが、インデックス運用からヘッジ・ファンドへの資金流入の原因であると考えられるということ、である。結局、「空売り規制」や、インデックス運用の欠点をカバーするのがヘッジ・ファンドであり、その意味では、ヘッジ・ファンドこそが、運用目標に忠実であり、しかも、既存の運用手法とヘッジ・ファンドの運用手法の相関が少ないことが、結果的に、有効フロンティアを押し上げるというメリットももたらしている。

3. アメリカの投資クラブの実態

このように、インデックス運用には問題があるが、アクティブ運用の方も、必ずしも問題がないわけではない。最近では、日本でも投資クラブが各地に出来ているが、すでにアメリカでは、多くの投資クラブがある¹²。1994年

⁷ この問題は、日本でも最近、問題になっている。1999年11月～2002年9月までで、TOPIXに新規に組み入れられた銘柄は、平均的に、入れ替え前の20日間で17.8%上昇し、入れ替え後の20日間で4.3%下落している。詳細は、大塚明生、2003、『デフレ時代の年金資産運用』、p.166-167(社)金融財政事情研究会 参照。

⁸ Peter L. Bernstein, 2003, "Points of Inflection", Journal of Portfolio Management, Jul/Augによれば、S&P500指数採用銘柄の時価総額上位10社で、全体の時価総額の25%を占めている。

⁹ 最近では、構成銘柄を明示せず、属性のみを公開するシャドー・インデックスが開発されている。

¹⁰ ここでは、ライアビリティを、広く解釈している。年金運用の場合は、ライアビリティが明示されているが、例えば個人の資産運用の場合でも、明示的かどうかは別として、ライアビリティ(運用目的)はあると言える。

¹¹ いわゆる、アップティック・ルールのこと。ヘッジ・ファンドの場合も、市場取引の場合は、アップティック・ルールは適用されるが、例えば、相対的デリバティブ契約の場合は、市場を経由しないため、このようなルールは適用されない。

¹² National Association of Investors Corporation(NAIC)の報告では、1998年5月現在、全米で35,000以上の投資ファンドがあるとされている。

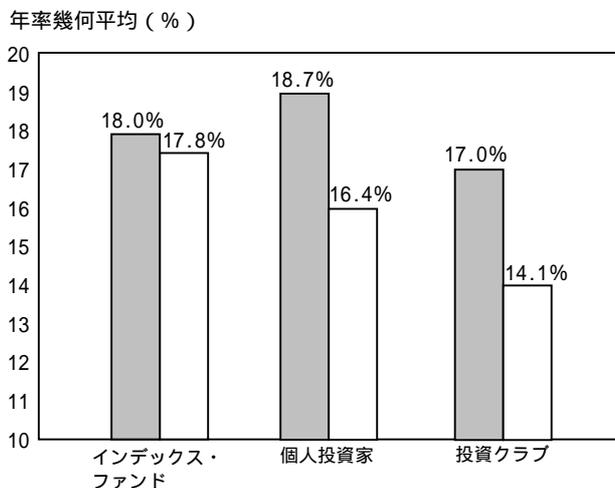
12月14日のシカゴトリビューンの記事によれば、「アメリカのNational Association of Investors Corporationの参加組合の中で、トップは、イリノイ州のBeardstownに住む、Beardstown Ladiesとして有名な平均年齢70歳のグループであった。彼女らのファンドは、1983年から1992年まで、年平均23.6%のパフォーマンスを記録した。この数字は、S&P500の上昇率を8%以上、上回るものであった。1991年に、彼女らのポートフォリオは、59.5%上昇した。

ところが、1998年3月18日のウォールストリートジャーナルは、「ブライズウォーターハウスの調査では、このクラブのパフォーマンスは、23.4%ではなくて、9.1%が正しかった」と報じたのだ。そこで、アメリカの学者が、全米の投資クラブのパフォーマンスを改めて調査した結果、大半の投資クラブで、ベンチ・マークを下回るリターンしかあげていないことが判明した。その結果、市場は効率的であり、個人投資家は、市場やプロの機関投資家に勝てないのではないかという議論が起きた。

それをまとめた論文が、Barber, Brad.M and Terrance Odean (2000)である。検証結果は、図1を参照されたい。検証期間は、1991年2月～1997年1月までで、対象クラブ数は166であった。これらのクラブは、どれも、小型で高ベータの銘柄に投資していた。売買回転率は平均して65%、すなわち、平均保有期間は18ヶ月であった。検証の結果、60%のクラブは、ベンチ・マークを下回るパフォーマンスでしかなかったことが判明した。

具体的には、Vanguard500を対象としたインデックス・ファンドのリターン(期間中の幾何平均値)が18.0%(ネットでは17.8%)、個人投資家のリターンが、18.7%(ネットでは16.4%)であったのに対して、投資クラブのリターンは、17.0%(ネットでは14.1%)であった。ちなみに、この間のNYSE/AMEX/NASDAQ指数の加重平均は17.9%の上昇であった。投資クラブのリターンがインデックス・ファンドのリターンよりもグロスでもネットでも悪かった理由は、小型株に特化したことと、度重なる回転売買によるものであった(図1 参照)。

図1 インデックス・ファンド、平均的な個人投資家、平均的な投資クラブの年率グロス・リターンと、ネット・リターン(1991年2月～1997年1月)



(注:インデックス・ファンドのグロス・リターンは、S&P500、ネット・リターンは、Vanguard500インデックス・ファンドに基づく。)

(出典:Barber, Brad.M and Terrance Odean, 2000, "Too Many Cooks Spoil the Profits: Investment Club Performance", Financial Analysts Journal, Jsn/Feb, P.21)

投資クラブのパフォーマンスは、一般の個人投資家にも劣った。その理由は、第一に成長株が多いこと、第二に、サイズが個人投資家の平均の1/2であったこと、回転率が、個人投資家の平均である75%と同程度であったこと、である。結局、投資クラブの高パフォーマンスは、高パフォーマンスのクラブほど取材されやすいというセレクション・バイアスと、高パフォーマンスのクラブほど残りやすいというサバイバーシップ・バイアス、リターン計測の未熟さによるものであると結論づけられた。「投資クラブは、貯蓄を増やし、クラブ員の投資教育を実行し、仲間を増やし、社会的連帯感を高める効果がある。しかし残念ながら、市場に勝つことはできない」のだ。

4. 運用能力の評価の困難さ

これらの点は、どのように整理して考えれば良いだろうか。筆者は、以下のように整理できるのではないかと考えている。もともと、手数料自由化後、手数料の引き下げ競争が起き、リサーチ活動がペイしない状況が生まれた。これに伴い、テクノロジーの進化と、現代投資理論とが相俟って、インデックス運用が生まれた。ある意味では、インデックス・ファンドは、他人によってもたらされる市場の効率性金融と、テクノロジーに対する高い信頼性が、その運用の根本的な原理になっている。

インデックス運用は、理論(現代投資理論)と、運用者側の論理(相対的に負けない戦略)と、委託者側の論理(運用目標にフィットする)がマッチしたため、急速に普及した。この過程で、コストを掛けたリサーチ活動の有効性が否定され、投資運用業にとっては最も重要と思われる、運用目標と運用手法の適合性の原則や、委託者のライアビリティへの貢献度によるパフォーマンス評価の面が希薄化するとともに、市場の非効率化を招いた。これに対する反省(アンチ・テーゼ)として、独自のリサーチを売り物にしたヘッジ・ファンドが増加し、瞬間に、運用手法の一つとして定着した。

結局、問題は、手数料の自由化に対する対応を、安易なインデックス運用に頼ったことにあり、資産運用業の将来は、地道な、かつ効率的なリサーチ活動によってしか成り立たないのではないだろうか。しかし、運用者によって、効率的なリサーチ活動が行われているかをどのように評価するべきであろうか。結局、問題となるのは、運用者のスキルを見極める能力である。R.C.グリノルドと、R.N.カーンの研究によれば、IR(インフォメーション・レシオ=年率の年率リスクに対する割合)と、計測期間(T:年間)との関係は、以下のようになっている¹³。

$$IR \approx \frac{t\text{値}}{\sqrt{T}}$$

ここで、IR=0.5、t値を2.0とすれば、T=16(年)

¹³ 詳細は、グリノルドR.C.、R.N.カーン、1999、『アクティブ・ポートフォリオ・マネジメント』、明治生命特別勘定運用部+日興證券アセットマネジメント本部訳、東洋経済新報社、p.283、参照。

となる。単純に言っても、運用者のスキルを見極めるのには、16年間の年数が必要となる。実際問題として、16年間、同一の運用者が同一ファンドを16年間運用するような例はほとんどないし、結局は、運用組織の形態や、運用者としての投資哲学といった、定性的な手法に頼るしかない。このように、運用者のスキルを見極めることは、困難であり、そのような能力がない投資家は、インデックス運用を選択すべきだということにもなる。

アメリカにおける手数料の自由化は、表面的には手数料の下落を招いたが、それが、インデックス運用を推進する原動力となった。確かに、インデックス運用は、コスト面では有利であるが、市場には、フリー・ライダーは存在しない。安くなった手数料は、市場自体が非効率化することによる市場全体の資金調達能力の減少と、インデックスのリバランス時のフロント・ランニング、銘柄入れ替えにかかるリバランス・コスト、そして、アクティブ・ファンドに投資した場合に得られたであろう機会費用として、ファンドの運用利回りに反映されている。このような事情を考慮すれば、手数料が自由化されたばかりの日本の証券市場にとっても、アメリカの手数料自由化の教訓は、生かされるべきであろう。あるいは、しっかりとしたりサーチ活動が根付いていない日本でこそ、問題である言えよう。

5. 資産運用業の将来とデリバティブ

このように、資産運用業は、現在、大きな曲がり角にきているようだ。これまで見たように、インデックス運用は、理論的な正当性は確かにあるものの、現実の市場の中では、多くの弊害があることが指摘されている。また、バーンシュタインの提言にもあるように、インデックス運用が増えれば増えるほど、運用手法と運用目的との乖離が広がるという事は、資産運用業の将来にとっては、致命的な問題だろう。一方で、投資クラブの例に見られるように、アクティブ運用が、現実にはそれほど儲かっていないという結果も報告されている。

果たして、我々はどうすべきなのか。市場の競争原理や浄化機能に期待して、個々の投資家の判断や、市場における自然淘汰に任せておくというのも一つの手ではある。しかし、証券市場は、個人の投資の場であるとともに、資金提供を通じて、マクロの資金循環機能を担う公共財でもある。このような立場に立つとき、我々は、資産運用業が、屈曲点 (points of inflection) を超えた後のことまで、慎重に検討する必要があると思われる。

ここで、デリバティブについても述べなければならない。「株価指数先物取引」導入時の「先物悪役論」はともかく、「株価指数先物取引」の導入時の市場の拒否反応や、デリバティブがらみの不祥事を通じて、我々が学んだのは、高度なハイテク技術が、市場の効率性の向上に必ずしも寄与しないということである。特に、「株価指数先物取引」の場合は、そもそも、インデックス運用のヘッジ目的で導入された経緯からして、これまで見てきたインデックス運用に対する批判は、そのまま、先物取引にも

当てはまる。

しかし、少なくとも導入時には、デリバティブは、価格発見機能を通じて現物のボラティリティを引き下げ、あるいは、現物取引では達成されないペイオフを通じて、「市場を完備化する」と言われた。デリバティブは、現物市場に対して、フィードバック機能を有するのだ。しかしながら、現実には、デリバティブは単なる投機的手段とされ、損失隠しに使われ、また、ある時は、価格下落の犯人にされ、ある時は、市場をかく乱する原因であるとして、規制の対象となった。筆者は、デリバティブそのものを批判しているのではない。デリバティブの使われ方が、本来の目的と一致していない可能性があると言っているのだ。

これこそまさに、バーンシュタインが指摘する適合性の原則にもとる行為である。筆者は、デリバティブに対する批判は、むしろ、インデックス運用を含めた金融ハイテク技術そのものに向けられるべきであったと考えている。その意味では、手数料自由化後、リサーチ・コストを誰が負担するかというのは、我々が真剣に考えなければならない大きな問題である。これまで見てきたように、その解決策が、安易なインデックス運用、あるいは、委託者の運用目標を無視した超過リターン (=いわゆる) の獲得であってはならないだろう。その盲点を的確に突いたのが、ヘッジ・ファンドである。平凡な結論ではあるが、結局は、資産運用業が将来にわたって生き残るには、市場機能を大切にしながら、顧客のニーズを汲み取り、それに即した商品提供をすることが、重要であるということになるだろう。

参考文献

- 1 大塚明生編著、2003、『デフレ時代の年金資産運用』、(社)金融財政事情研究会
- 2 グリノルドR.C.R.N.カーン、1999、『アクティブ・ポートフォリオ・マネジメント』、明治生命特別勘定運用部、日興証券アセットマネジメント本部訳、東洋経済新報社、
- 3 厚生労働省、第15回社会保障審議会年金資金運用分科会議事録 (www.mhlw.go.jp/shingi/2003/02/txt/s0207-1.txt)
- 4 ボーグルJ.C.、2000、『インデックス・ファンドの時代』、東洋経済新報社
- 5 渡辺信一、2001、「パッシブ運用だけでは「市場」は非効率化する」、『金融ビジネス』10月号
- 6 渡辺信一、2001、『金融工学 理論と現実』、ダイヤモンド社
- 7 渡辺信一、大阪証券取引所、2002、『先物・オプション レポート』、6月14日
- 8 Barber, Brad.M and Terrance Odean, 2000, "Too Many Cooks Spoil the Profits : Investment Club Performance", Financial Analysts Journal, Jsn/Feb
- 9 Bernstein Peter L., 2003, "Points of Inflection", Journal of Portfolio Management, Jul/Aug