

資産運用におけるベータとアルファ

目次

- I. はじめに
- II. ベータ(β)とアルファ(α)とは？
- III. 投資の意思決定プロセス
- IV. 分散投資
- V. 伝統的資産運用とオルタナティブ運用
- VI. オーバーレイ運用
- VII. ポータブル α 運用
- VIII. リスクバジェットティング
- IX. おわりに

投資企画部 主任調査役 杉崎 幹雄

I. はじめに

近年、資産運用においてベータ(以下、 β)とアルファ(以下、 α)という言葉が、かなり一般的に使われるようになってきた。「 β の分散」であるとか「ポータブル α 」といった具合である。そこで、本稿では、今までの資産運用に関する様々な概念を、この β と α という切り口で見直してみたいと思う。

II. ベータ(β)とアルファ(α)とは？

まず、 β と α が何を表しているのか、言葉の定義に関わる部分を考えてみたい。

1. ベータ(β)

一般に、 β は各アセットクラスにおける市場リスクとその対価としてのリターンを指して使われている。たとえば、「 β の分散」とは、資産をさまざまなアセットクラスに投資することを指す。現代投資理論の中のCAPM(Capital Asset Pricing Model)¹において

¹ 1960年代に2人の経済学者、ウィリアム・シャープ(William F. Sharpe)とジョン・リントナー(John Lintner)によって提唱された資本市場における資産評価モデルである。

は、各証券の期待リターン(価格変動)は、その証券が属する市場の変動を用いて以下のよう
に表されるとしている。

$$r - r_f = \beta(r_m - r_f)$$

注)

r : 特定証券の期待リターン

r_m : 市場の期待リターン

r_f : リスク・フリー・レート

β : ベータ係数

したがって、厳密には β は市場の変動にかかる係数であるが、市場の変動をつかさどる(市場の変動と証券またはポートフォリオの変動をつなぐ)ものとして、 β が各アセットクラスの市場リスクとその対価としてのリターンを指すようになったのではないかと思われる。

ここで、アセットクラスという概念について考える。これは、一般的には、たとえば日本株式や日本債券のような資産の“固まり”を意味している。一つの固まりとして扱うことができるためには、固まりとして固有の性質があり、その性質が安定していることが望ましい。アセットクラスを特徴づける性質とは、リスクやリターンの特性であり、それらに影響を及ぼすさまざまな要因との関係を指す。先程の日本株式を例に取れば、日本債券と比べて、ハイリスク・ハイリターンの特性を有し、日本の経済状況や、企業の業績に、リスクやリターンが大きく影響されるという安定した性質がある。

ただし、アセットクラスの括り方は、実務的な運営上の要請も考慮しながら、規定されることが多い。たとえば、日本の年金運用の世界では、日本株式・日本債券・外国株式・外国債券・短期金融資産といったアセットクラスを使用することが一般的である。しかし、外国株式であれば、本来地域毎にその特性は異なることから、地域を分ける等の方法も考えられる。

2. アルファ(α)

一方、 α は、ある資産(例えば日本株式)について、その資産を運用する運用機関が、その資産に合わせたベンチマーク(例えば東証株価指数)に対して、アクティブ・リスクを取り追加的に付加するリターンを指している。

やはり、現代投資理論においては、市場が十分に効率的な場合、他者を出し抜いて、市場平均であるベンチマークのリターンを上回るリターン(超過リターン)をあげることはできないと言われている。ただし、市場に非効率性がある場合は、超過リターンをあげるチャ

² すべての情報が、ただちにすべての市場参加者に知れわたり、当該証券の価格形成に反映される状況。

ンスがあるということであり、現在も、世界中の多くの運用機関が、超過リターンを獲得すべく日々努力をしているのは、市場に非効率性があると信じているからに他ならない。

しかし、市場参加者が増え、その参加者が超過リターンを競いあえばあうほど、市場は効率化し、超過リターンの獲得は困難になると考えられる。そうした中、運用機関とその運用機関に資産を託す投資家は、次のようなさまざまな工夫をこらして超過リターン獲得に励んでいる。

① 投資対象証券の拡大

新しい α 源泉追求の最も基本的なアプローチは投資対象とする証券のユニバースを拡大することであり、従前から少なからず行なわれてきた。たとえば、ベンチマークが東証株価指数である日本株式の運用の中で、ジャスダックやマザーズといった新興市場の株式を一部組入れるなどである。これは、 β としては日本株式というアセットクラスだが、投資対象証券(ユニバース)を広げて α 獲得の機会を増やす試みと言える。

② サブ・アセットクラスの創出

新しいユニバースを追加するのではなく、もともとの投資対象であるアセットクラスをスタイルやセクターの違いに基づき分割することによって、より分散効果を高めたり、新しい α 獲得のための概念を導出するというも行なわれている。たとえば、株式市場を規模の違いや銘柄特性の違いによって分割し、それぞれのグループをサブ・アセットクラスとして定義した上で、その比率をコントロールするなどである。これは、日本株式という β を規模やスタイルなどで異なるリスク・リターン特性を持つ複数の固まりに再編し、分散効果の向上や α 獲得方法の多様化を図る試みと言える。

③ 新たな運用手法の導入

さらに、従来とは異なる投資手法を駆使することで新しい α を獲得しようとする試みもなされている。例えば、『行動ファイナンス』と呼ばれる新しい学問の応用や、株式運用の世界で株式の価値を議論する尺度の一つとしてのEVATM(Economic Value Added 経済的付加価値)の活用などである。行動ファイナンスはその提唱者であるダニエル・カーネマンが2002年にノーベル経済学賞を受賞したことで有名である。EVAは米国のコンサルティング会社であるスターン・スチュワート社が考案した経営指標であるが、この指標が株式投資において有効な指標の一つと言われている。これらは、 α 獲得のための新しい戦略の研究と位置付けられる。

Ⅲ. 投資の意思決定プロセス

それでは、最も基本的な、投資の意思決定プロセスについて、 β と α という概念から整理してみたい。ここでは年金運用におけるプランスポンサーの投資の意思決定プロセスについて概観する。

まず、第一に政策アセットミックス³の決定であるが、一般に政策アセットミックスは、各アセットクラスのリスク・リターンおよびアセットクラス間の相関関係から平均・分散アプローチ⁴により決定される。ここで使用されるリスク・リターンや相関は、各アセットクラスの代表的なインデックスのリターン系列およびその予測をもとに設定される。したがって、政策アセットミックスの決定段階では、各アセットクラスにおける超過リターン獲得の可能性については見込まずに、本来各アセットクラスが持つリスクとリターンの特性のみから投資の意思決定が行なわれる。すなわち、 α については考慮せず、 β の観点から政策アセットミックスを決定する。

次に、年金のプランスポンサーは、各アセットクラスの比率に応じて配分する資産を、どの運用機関に託すかを考える。もし、このプランスポンサーが、すべての市場は十分に効率的であり、超過リターンをあげるチャンスはないと考えれば、各アセットクラスをそれぞれパッシブ運用に振り向けることになる。逆に、必ずしも市場は効率的とは言えず、超過リターン獲得の可能性があると信じるのであれば、少しでもその可能性の高い運用機関に資産を託すことになる。この段階を投資の意思決定プロセスの中ではマネジャー・ストラクチャーの構築という。

このように政策アセットミックスの決定とマネジャー・ストラクチャーの構築を分けて行う手法を二段階アプローチと呼ぶ。次ページに、この二段階アプローチの概念図を示す。

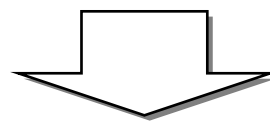
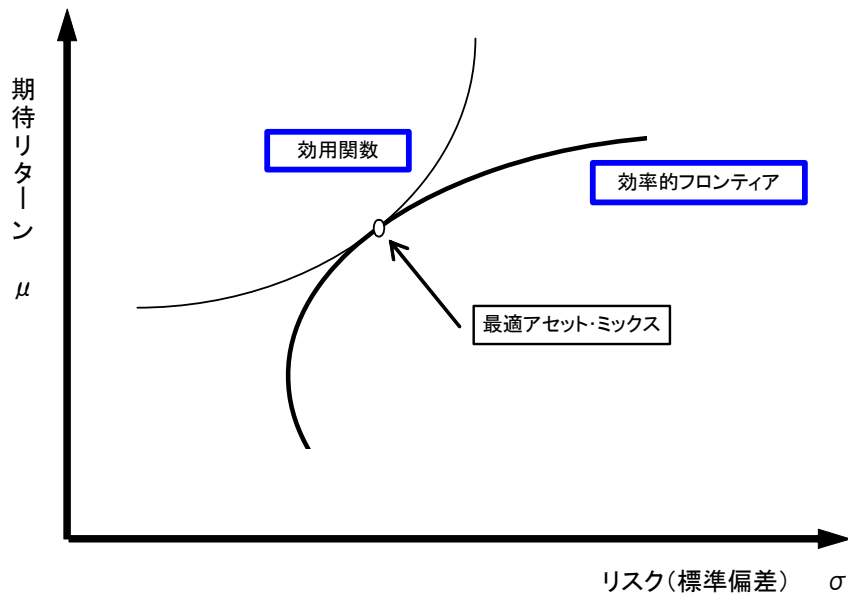
³ 中長期にわたる資産配分の基準となる資産(アセットクラス)の構成比。

⁴ 各アセットクラスの期待収益利率(リターン)と標準偏差(リスク)という2つの変数から適正なポートフォリオの集合体である効率的フロンティアを導き、これと投資家の効用関数の一致する点を最適な資産配分とする数理的意思決定手法。

【年金運用における投資の意思決定プロセス】

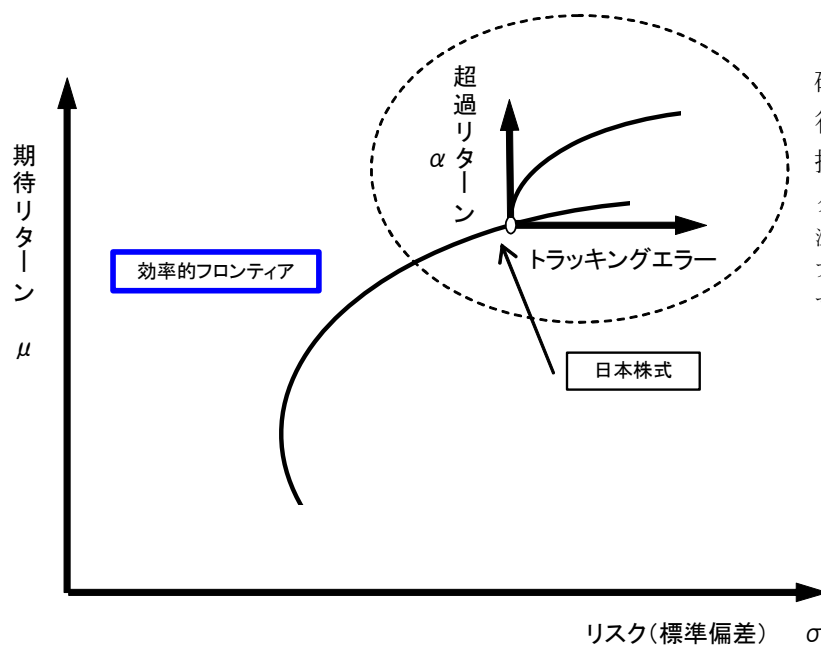
第1段階 政策アセットミックスの決定 …… β に関する意思決定

図表1： 効率的フロンティア



第2段階 マネジャー・ストラクチャーの決定 …… α に関する意思決定

図表2： 効率的フロンティアとアクティブ運用(イメージ)



破線の中は、日本株式で α を獲得できるアクティブ運用機関を採用することにより、期待リターンが改善するイメージ図
注) トラッキングエラーは、アクティブ・リスクをとることで生じる、ベンチマークからのぶれ

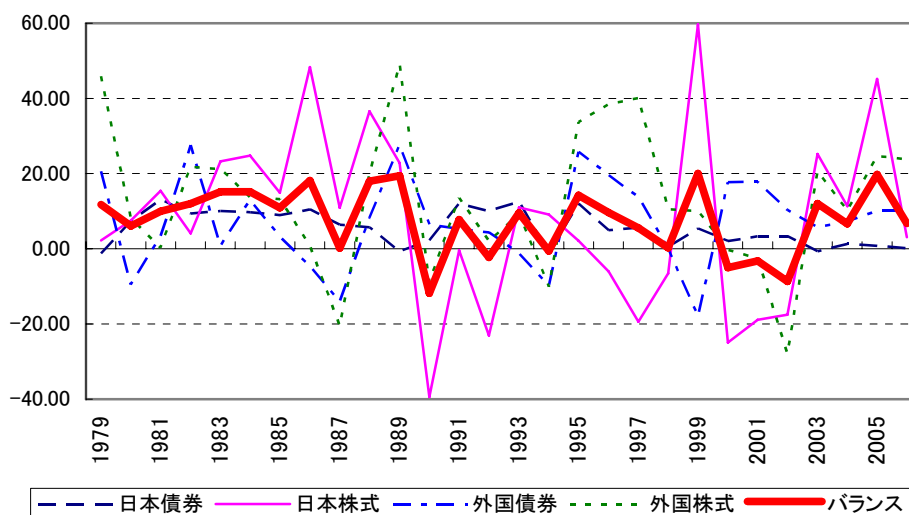
IV. 分散投資

昔から、分散投資は資産運用の基本中の基本であり、「卵を一つの籠に盛るな」の格言で知られる投資の知恵である。ここで、卵は資産を、籠はアセットクラスを表している。したがって、資産は一つのアセットクラスに集中させるのではなく、異なるリスクとリターン特性を有する複数のアセットクラスに分散して投資する方がよいということである。これが「 β の分散」の意味するところである。

複数のアセットクラスに分散投資する運用をバランス型運用と呼ぶ。年金運用の世界では、歴史のある運用形態であるが、近年は、個人の資産運用の世界においても急速に普及してきている。

年金運用におけるバランス型運用⁵のリターンについて、過去の各アセットクラスのインデックス・リターンを使って、シミュレーションしたのが下の図である。図表3から、バランス型運用のリターンは、各アセットクラス単体のリターンよりぶれ(リスク)が小さくなっていることがわかる。また、図表4から、バランス型運用は長期的に安定したプラスのリターンをあげてきたことも見て取れる。

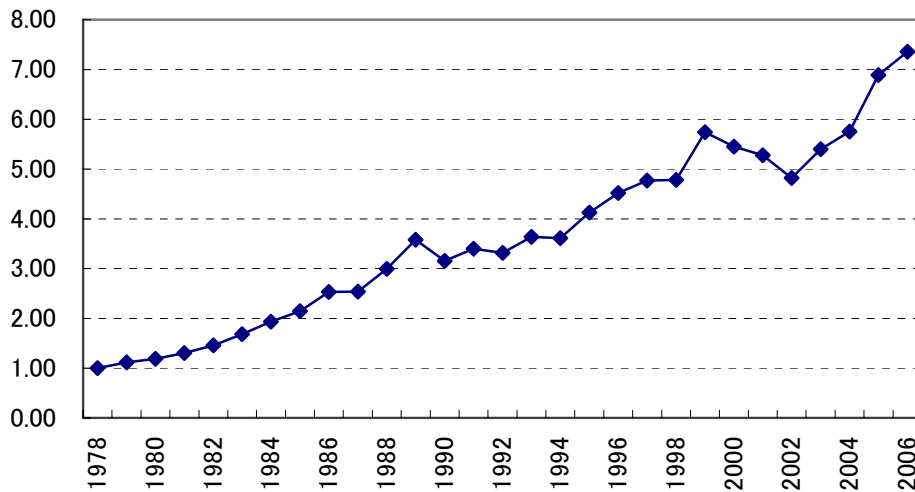
図表3： 各アセットクラスとバランス型運用のリターンのぶれ



※各資産の代表的インデックスの暦年ベースのリターンの推移 (単位: %)
 日本株式: 東証株価指数、日本債券: NOMURA-BPI(総合)
 外国株式: MSCI KOKUSAI(円ベース)、外国債券: シティグループ世界国債(除く日本、円ベース)

⁵ ここでは、バランス型運用の構成比は日本の年金資金の平均的アロケーションを想定し、国内債券; 35% 国内株式; 30% 外国債券; 10% 外国株式; 20% 短期金融資産; 5% を使用。

図表4： バランス型運用の累積リターン (1978年12月末を1として指数化)

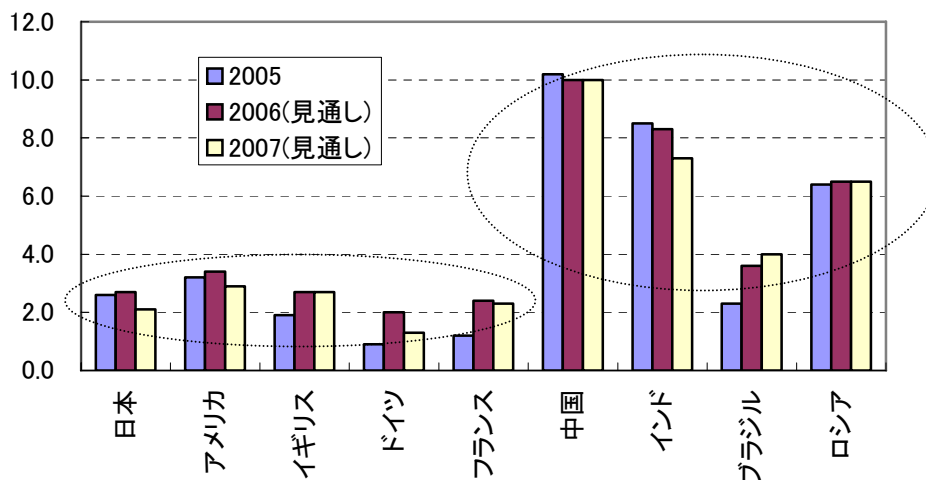


しかし、近年、世界の資本市場における現象として、次の二つがある。一つは、従来、年金運用における主な投資対象であった先進国経済の成熟化とエマージング諸国の台頭の動きで、二つ目は、先進国市場間の連動性の高まりである。

(1) 先進国経済の成熟化とエマージング諸国の台頭

近年、BRICs⁶に代表されるエマージング諸国経済の隆盛には目を見張るものがある。図表5のとおり日本を含む先進国の2005～2007年のGDP成長率が2%前後なのに対し、

図表5： 先進諸国とエマージング諸国のGDP成長率の比較



出所：IMF (2006.9) (単位：%)

⁶ エマージング市場の代表である Brazil、Russia、India、China の頭文字をとった略語。

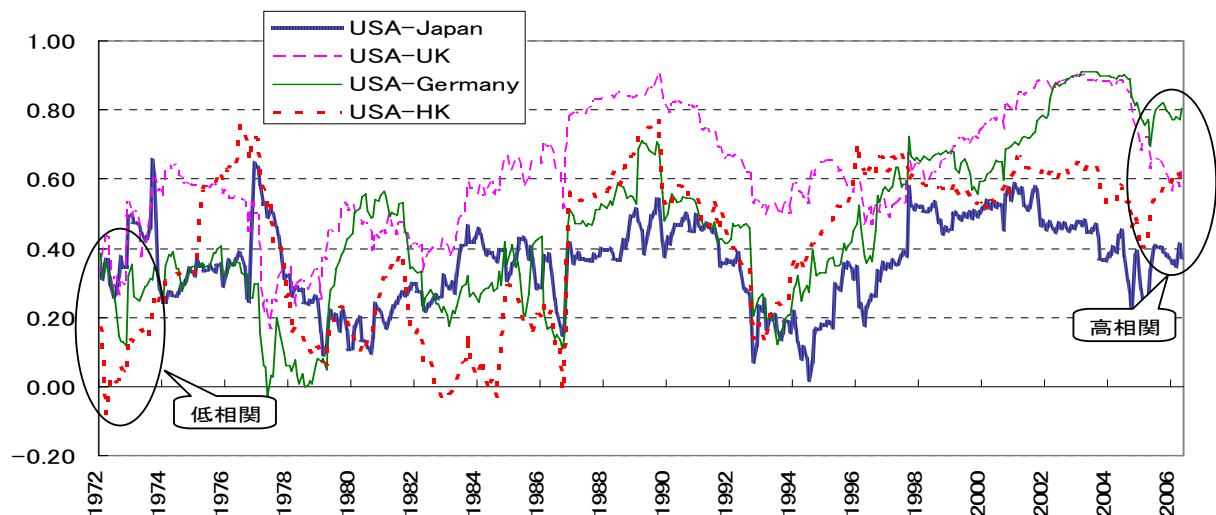
B R I C s 諸国のGDP成長率は 3~10%と極めて高くなっている。株式市場の収益率が、その国の経済成長率のみから決定されるわけではないが、中長期的には因果関係はあると思われることからすると、より高いリターンを望めば、年金資金等でも従来の先進国中心の株式運用から、エマージング諸国株式の一部組み入れについて検討が進んでいくであろう。

(2) 先進国市場間の連動性の高まり

分散投資は各アセットクラスのリターンがそれぞれ独立に推移してこそ、その効果があるが、近年、アセットクラス(ここでは、株式を国ごとに分けたアセットクラスを想定)間のリターンの連動性が高まっている。

図表 6 は、主な国の株式市場のローカルベース・リターン について、その 36 ヶ月移動相関係数を見たものである。1972 年頃の相関が 0.0 から 0.4 と低かったのに対し、2007 年には 0.4 から 0.8 へと上昇しているのがわかる。

図表 6 : 相関係数の推移 (各国株式ローカルベースリターンの 36 ヶ月移動相関係数)



※MSCIローカルベースリターンを使用

株式のリターンが世界的に連動性を高めた原因については、二つの意味でのグローバル化の進展が考えられる。まず初めに、企業の経済活動がグローバル化したことがあげられる。製造業を中心に貿易を通じて、企業間競争は各国内にとどまらずワールドワイドに展開されている。したがって、ある国の経済低迷が、その国の企業だけでなく世界中の企業の業績に影響するのである。また、もう一つ、IT技術の進歩に伴い情報のグローバル化が進んだことも、その原因の一つであると考えられる。インターネットに代表

されるグローバルなネットワークは、世界の出来事を瞬時に私たちに伝えてくれる。2001年9月11日に起きた米国同時多発テロの映像をまさにリアルタイムで世界中の人が目の当たりにした。こうしたニュースが瞬時に世界中を駆け巡ることによって、ある国で発生した事件がその国のみならず世界各国に影響を及ぼすようになったのである。

V. 伝統的資産運用とオルタナティブ運用

1. 伝統的資産運用

伝統的資産運用のもっともオーソドックスな形は、株なら株のアクティブ運用であろう。これは、基本的に資産を株式投資に当て、銘柄選択によって、代表的なインデックスのリターンに対し α （超過リターン）を獲得しようとする運用である。

この資産運用で最もポピュラーな株式のアクティブ運用を例に採り、 β と α の関係を考えてみたい。

今、仮に、株式市場にAからDの4銘柄しか存在しないとする(図表7参照)。各銘柄の市場ウェイト(構成比)は、A ; 40%、B ; 30%、C ; 20%、D ; 10%である。この市場で資産運用を行なうアクティブマネジャーは、AとBの期待収益率の相対的な優位(CとDの相対的な劣位)を予想し、A ; 45%、B ; 40%、C ; 15%、D ; 0%というポートフォリオを構築した。すなわち、市場ウェイトに対し、Aを5%オーバーウェイトし、Bを10%オーバーウェイト、Cを5%アンダーウェイトし、Dは保有していないので10%のアンダーウェイトというように、アクティブ・リスクを取り、追加的なリターンである α （超過リターン）の獲得を狙っているのである。

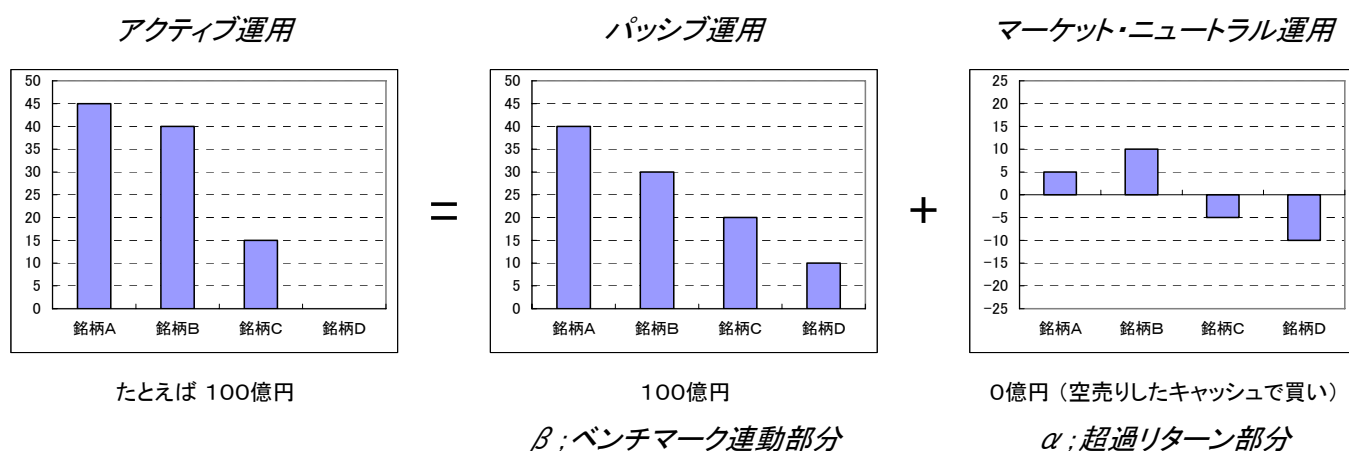
図表7： アクティブ運用

(単位: %)

	ベンチマーク	アクティブ	乖離
銘柄A	40	45	5
銘柄B	30	40	10
銘柄C	20	15	-5
銘柄D	10	0	-10

仮に、ファンド全体の規模を100億円とし、このポートフォリオを棒グラフに表したものが図表8(左図)である。

図表8： アクティブ運用の分解



このポートフォリオは分解すると図表8の右辺のように、ファンド全体と同規模(100億円)で市場ウェイトどおりのポートフォリオ(中央図)と、ロング(買い)とショート(カラ売り)を同額組み合わせた合計金額ゼロのポートフォリオ(右図)に分けられる。前者のポートフォリオは一般にパッシブ運用と呼ばれ、後者はロング・ショート運用の一形態であるマーケット・ニュートラル運用と呼ばれるものである。(ここでは簡単のため、もともとのアクティブ運用の β はほぼ1とする。)

したがって、理論的には一般的なロングのみのアクティブ運用も、市場の動き、すなわち β （ベンチマークの変動）を享受する部分と、純粋にベンチマークに対し α （超過リターン）を狙う部分の合成と考えることができるのである。

後者の超過リターンを狙う部分であるマーケット・ニュートラル運用は、借りてきた株式をカラ売りすることによって得たキャッシュを用い、同額のロングを行なう運用なので、理論的には総額ゼロでポートフォリオの構築が可能である。

2. オルタナティブ運用

オルタナティブ運用は、近年、急速にその残高および比率を拡大している。“オルタナティブ”は“代替”の意であるが、一般に伝統的資産に対するオルタナティブとされているようである。

一口にオルタナティブ運用と言っても、その範囲は極めて広い。オルタナティブ運用と呼ばれるカテゴリーに属する資産運用としては以下のようなものがある。

- ① 不動産
- ② ヘッジファンド
- ③ プライベート・エクイティ

④ コモディティ

ここで、不動産とコモディティは、不動産市場と商品市場という新しい β の追加を意図したものと考えられる。

一方、ヘッジファンドは特に α の獲得に主眼のある運用と言える。プライベート・エクイティについては、従来の株式という β の延長と見ることもでき、 α 追求の観点から株式の投資対象を未上場株式領域へ広げるアプローチと考えられる。

オルタナティブ運用の効用は、まったく新しい β や α 獲得のための運用手法を従来の資産運用に追加することで、ファンド全体の分散効果を高め、リスク・リターンを改善することと言える。

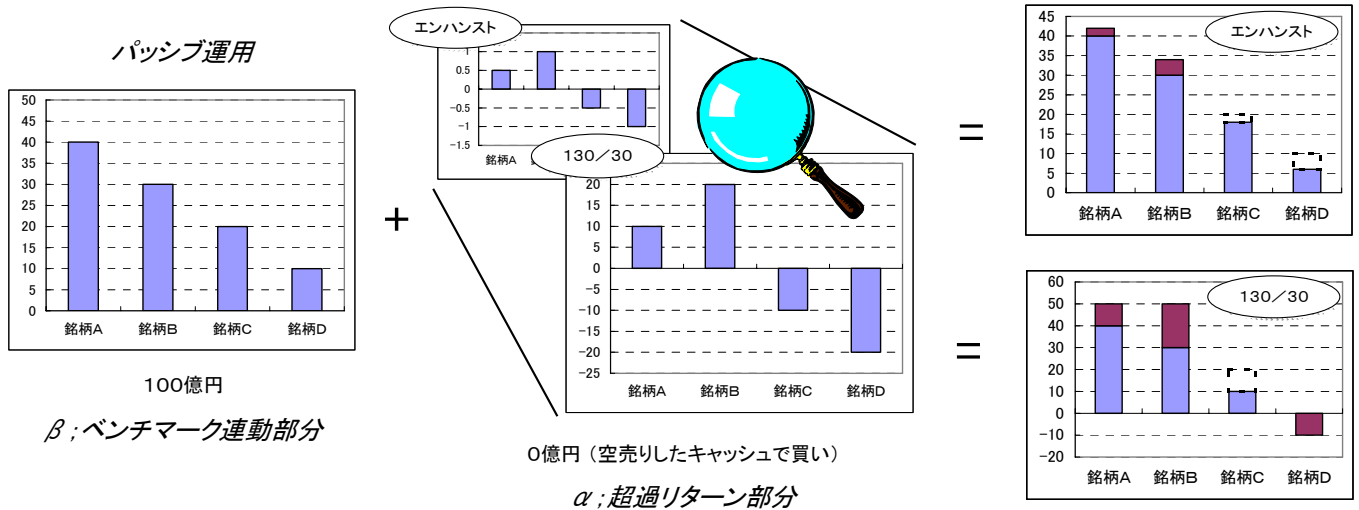
若干、横道にそれるが、一般に、超過リターン獲得の効率性(アクティブ・リスクに対する α の比率)を比較した場合、従来のロングのみのアクティブ運用より、マーケット・ニュートラル運用の方が優れていると考えられる。これは、図表8の左図にあるとおり、ロングのみのアクティブ運用を行なうマネジャーは、どんなにDという銘柄が相対劣位にあると確信していても、保有しない(市場ウエイト分のショート)というアクションがせめてもの選択であるのに対し、マーケット・ニュートラル運用のマネジャーであれば、Dを望む量、カラ売りすることができるからである。すなわち、マーケット・ニュートラル運用の方が、ロングのみのアクティブ運用より制約条件が少ない分、効率性が高くなると考えられるのである。

また、オルタナティブ運用の範疇ではないが、エンハンスド・インデックス運用についても、狙う超過リターンのレベルが小さい分、ベンチマークに対して取るリスクのレベルも小さく、Dのような銘柄に対して、市場ウエイト以上に売却する必要性が低いので、実質的にロングのみのアクティブ運用が持つ制約を意識することがないことから、マーケット・ニュートラル運用と同様に、超過リターン獲得の効率性が高いと考えられる。

さらに、最近 130/30(ワンサーティ・サーティ)と呼ばれる運用が注目を集めている。これは、ファンド規模に対して、130%分のロング(買い)と30%分のショート(カラ売り)を組み合わせるというものである。これは通常のアクティブ運用にカラ売りを許容しつつ、 β としては基本的にほぼ1をとるということで、制約条件の少ないアクティブ運用となり、やはり、超過リターン獲得の効率性が高くなるということで注目を集めている。エンハンスド・インデックス運用と130/30を β と α という切り口で見ると、図表9のとおり、 β を確保するパッシブ運用に加える α を追求する部分であるマーケット・ニュートラルをあたかも虫眼鏡で縮小して市場ウエイト以下にアクティブ・リスクをコントロールしたも

のがエンハンスト・インデックス運用であり、拡大して付加したものが 130/30 と考えることができる(ただし、これは概念的な整理であり、実際の運用プロセスとは関係しない)。

図表9： エンハンスト・インデックス運用と 130/30



注) これはイメージ図であり、実際のファンドの運用プロセスと関係はない。

VI. オーバーレイ運用

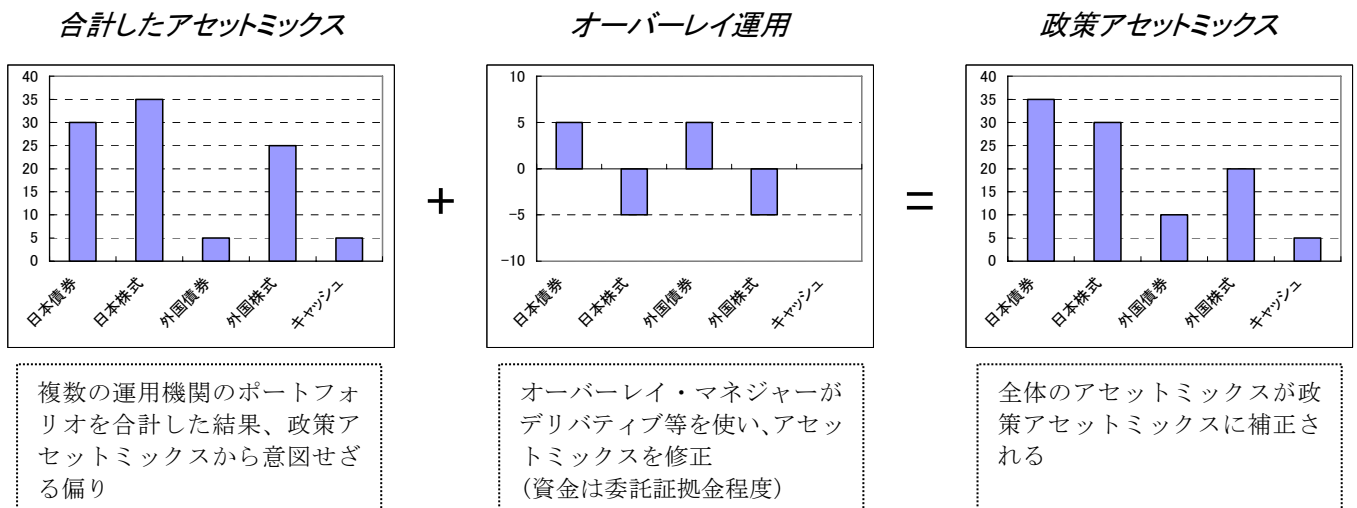
“オーバーレイ”とは“重ねる”という意味で、資産運用においては、資産全体について横断的にコントロールすることを指す。年金資金の運用では、アセットミックスをコントロールする「ポートフォリオ・オーバーレイ」や外貨建資産の通貨エクスポージャーをコントロールする「為替オーバーレイ」、株式のスタイル・リスクをコントロールする「スタイル・オーバーレイ」などが存在する。

いずれも、複数のアクティブ運用機関を採用したプランスポンサーに代わり、それぞれの運用機関が独自の判断でとったリスクが、全体合計として予期せぬ偏りを見せた場合などに、その補正をするマネジャーの運用である。(偏りを補正するだけでなく、オーバーレイ・マネジャーが独自のノウハウでαを狙う場合もある。)

たとえば、ポートフォリオ・オーバーレイにおいては、オーバーレイ・マネジャーがプランスポンサーから一定程度の資産を預かり、その中でバランス型運用を行いながら、全体のアセットミックス(βの分散)に偏りが生じた時、自身のアセットミックスを逆方向に変更することで、補正をする。また、オーバーレイ・マネジャーが預かる資産は、限りなくゼロ(委託証拠金見合い)に近づけ、先物やオプションといったデリバティブを用い、偏りの修正を図る方法もある。この方が、本来オーバーレイ運用に強みがある運用機関に、バランス型運用を任せる必要がなく、バランス型運用が得意な運用機関にその分の資産を預けることができ、全体としてより効率的な運用が可能となる。

このデリバティブ運用は、その部分だけ見れば限りなく小さい残高に対して、大きな想定元本のデリバティブが存在する形となるが、“重ねられる”方の資産(“アンダーレイ・アセット”と呼ばれ、この場合は資産全体)も含めて見た場合、全体のアセット・ミックス(β の分散)が適正化しているということである。図表10にオーバーレイ運用の概念図を示す。

図表10： オーバーレイ運用



注) 単位: %

Ⅶ. ポータブル α 運用

最近、新聞などで“ポータブル α ”という言葉を目にする機会が増えた。“ポータブル”とは“持ち運び可能”といったような意味なので、直訳すれば“持ち運び可能な α (超過リターン)”ということになる。

V章の伝統的資産運用でふれたとおり、キャッシュを使わず α の構築は理論的に可能である。図表8(右図)の超過リターンを狙う部分であるマーケット・ニュートラル運用は、ショートで得たキャッシュを用い、同額のロングを行なう運用なので、理論的には総額ゼロでポートフォリオの構築が可能である。よって、このポートフォリオは、たとえば国内債券など、異なる資産のパッシブ運用にも合成することができ、そうすることで、その異なる資産の運用に超過リターンをもたらすことができるのである。これが“持ち運び可能な α (超過リターン)”，すなわち、ポータブル α という概念の本質であると考えられる。

⁷ デリバティブの建玉が、経済的に影響をもたらす理論上の金額。実際には、委託証拠金という限られたキャッシュしか必要ない。

マーケット・ニュートラル運用は、ロングとショートと同額組み合わせることによって、理論的には総額ゼロでポートフォリオの構築が可能であるが、実際には、一般に信用取引等を使って現物株のカラ売りを行なう場合、売って得られたキャッシュは、証券会社に担保として収める必要があり、結局ロング相当分以上のキャッシュが必要になる。

したがって、現在、一般的に売られているパッシブ運用ファンドとマーケット・ニュートラル運用ファンドを単純に組み合わせたとしても、図表7のようなアクティブ運用にはならない。

そこで、現実的にはさまざまな工夫をこらし、擬似的なポータブル α の実現が図られている。たとえば、 α (超過リターン)の源泉を株や債券といった現物のロング・ショートではなく、たとえば単純には日経225先物のロングとTOPIX先物のショートを組み合わせるとか、為替の先物予約取引を組み合わせるような先物等デリバティブのロング・ショートに求めることで、委託証拠金程度の僅かなキャッシュで、超過リターン追求のための大きなポジション⁸を構築している。

また、 α 部分を総額ゼロか、それに近い形で構築するのではなく、逆に β 部分を少ないキャッシュで構築するという方法も考えられる。たとえば、マーケット・ニュートラル運用ファンドの中で、TOPIX先物を買建てることにより、ファンド全体での国内株式に対する β 部分を確保するというものである。先物の買建てには委託証拠金程度のキャッシュしか必要でないため、僅かな資金でファンド全体分の β にあたるエクスポージャーを構築できるのである。これは言うてみれば、“ポータブル β ”ということになる。

これによって、債券のアクティブ運用を得意とする運用機関が、株式の指数先物の買建てに、得意な債券のマーケット・ニュートラル運用を組み合わせることで α (超過リターン)獲得戦略を付加し、株式のアクティブ運用として売り出すようなことも見受けられる。

Ⅷ. リスクバジェットティング

リスクバジェットティングとは、その名が示すとおりリスクを予算化し、資産運用のさまざまなポジションへの割り振りを決定し、管理するためのツールである。ここでは、リスクはリターン獲得のための限られた資源と考えられ、そのリスク尺度としてはVaR⁹など

⁸ ここでは、ポートフォリオとほぼ同義に使用。ショート(カラ売り)も含める概念としてポジションとした。

⁹ Value at Risk の略。特定の期間に一定の確率(X%信頼区間という)で発生し得る最大損失額を計測するもの。

が用いられる。

理論的な世界における総額ゼロで構築可能なマーケット・ニュートラル運用について考えた場合、その運用への資金配分はあくまでゼロであるが、リスク量はポートフォリオによって大きく変化することがわかる。ここでいうリスク量とは、VaRに代表される損する場合の損失程度を指す。

たとえば、あるAという銘柄を1ロングし、Bという銘柄を1ショートするのと、Aを100ロングし、Bを100ショートするのでは、後者は前者の100倍のリスク量を持つ。また、AとBが同一業種の銘柄である場合より、AとBが全く異なる業種の方が、一般にリスク量は大きいと考えられるし、100ずつのロング・ショートだとしても、1銘柄ずつのロング・ショートより、よく分散された複数銘柄のパッケージのロングとショートを組み合わせたマーケット・ニュートラル運用の方が一般にリスク量は小さくなる。

このように理論的な世界においては、パッシブ運用やアクティブ運用への資産配分額を論じるのではなく、ポートフォリオ全体のリスク量を配分すると考える方がより普遍的であると思われる。デリバティブやロング(買い)とショート(カラ売り)の組み合わせを活用することにより、従来のように資金(現金)を投資対象に割り振るという考え方から、アンダーレイとしての資金とリスクをとるためのポジションとを独立して管理するという考え方が、将来求められてくるとと思われる。その際、まさにリスクバジェットिंगの本質である、投資家が許容できるリスク量を各ポジション(β や α)に分配するという概念が生きてくると考える。

Ⅸ. おわりに

以上のように資産運用における様々な意思決定プロセスや運用手法について、 β と α という切り口から見直してみた。

現在、資産運用の世界は、年金資金運用と個人資産運用の双方で、大きく変わりつつある。従来の伝統的資産中心の運用から、ヘッジファンドや商品投資や不動産投資、さらには新興市場投資の増加等、リターンの飽くなき追及と資産運用技術の進歩から β も α もより多様化が図られてきた。選択肢の増加は、より高度なリスク管理の必要性も求める。

その際、 β と α という概念は、従来の伝統的資産運用とオルタナティブ運用というような分類も包含する視座を提供してくれる可能性を秘めている。米国の先端基金のCalPERS(米国のカリフォルニア州公務員退職制度)等では、すでに β と α の分別管理が行なわれているという。日本においても、今後ますますこうした研究が進むだろう。

【参考文献】

- QUICK 総合研究所編 (1995)『機関投資家運用の新戦略 リスク・リターンの分析とパフォーマンス評価』日本経済新聞社
- 厚生年金基金連合会 (2001)「厚生年金基金のリスク管理 —政策アセットミックスの策定— (第一次報告)」
- 厚生年金基金連合会 (2002)「厚生年金基金のリスク管理 —政策アセットミックス策定後を中心に— (第二次報告)」
- 三菱信託銀行著 (2002)『最新 年金用語辞典』ダイヤモンド社
- ジョセフ・G.ニコラス著／三菱信託銀行受託財産運用部門訳 (2002)『マーケットニュートラル投資の世界 ヘッジファンドの投資戦略』パンローリング
- レスリー・ラール編／三菱信託銀行受託財産運用部門訳 (2002)『リスクバジェットティング 実務家が語る年金新時代のリスク管理』パンローリング
- ニール・D・ピアソン著／竹原均, 三菱信託銀行受託財産運用部門監修／山下恵美子訳 (2003)『リスクバジェットティングのための VaR 理論と実践の橋渡し』パンローリング
- 森平爽一郎監修／三菱信託銀行年金運用研究会編 (2003)『 α の追及 資産運用の新戦略』きんざい

◇ 本資料は、当社が投資家への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。

◇ ここに記載されているデータ、意見等は当社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。

◇ 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。

◇ 当社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の当社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

◇ 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）