

(年金運用)：日本の年金基金からみた 130/30 ファンド

昨今、欧米ではいわゆる130/30ファンドが急速に普及している。①ショートを活用してアルファが得られる、②ヘッジファンドより透明である、ことによる。ただ、マーケットニュートラルとインデックスファンドを組み合わせることで同じ効果が得られるため、日本の年金基金で採用されるには、手数料などの面でこの組み合わせを凌駕することが必要となろう。

過去1年、海外の年金基金で注目されている運用手法にいわゆる130/30という株式投資戦略がある。これは投資額の130%のロング（買い持ち）と30%のショート（売り持ち）を組み合わせる戦略である。投資額が10億円であれば、ロングポジションが13億円、ショートポジションが3億円となる。ロングポジションが10億円を超える3億円部分には、ショートポジションが生み出す現金が充てられる。ある調査によると、130/30はカリフォルニア州公務員年金基金（カルパース）など、大手年金基金はじめ機関投資家に急速に浸透しつつある。その資産は現在10兆円に達する勢いだという。

なぜ、130/30戦略が急速に普及しているのか。第1の理由は、ショートを活用することによって超過リターン（アルファ）を得ることが容易になることにある。ロングオンリーファンドの場合、各銘柄のウェイト（配分割合）はゼロより小さくならない。そのため、割高な銘柄のウェイトを、ベンチマークとなる市場インデックスに占めるその銘柄のウェイトまでしか落とすことはできない。ところが、130/30ファンドのようにショートポジションをとることができるなら、インデックスに占めるその銘柄のウェイトを超えて、割高な銘柄のポジションを減らすことが可能となり、それによりアルファを獲得する機会が増加する。

第2の理由は、ロングショートのヘッジファンドと比較して、130/30が透明性やリスク管理において優れている点である。いわゆる130/30ファンドは、伝統的なロングオンリーファンドを提供してきた、名の通った運用機関によって提供されている。これらの運用機関は情報開示に積極的である。また、ロングとショートのポジションをネットしてみると、投資額に相当する市場リスク（ベータ）を持っている。

英米などの年金基金の理事会では、情報開示が十分でないヘッジファンドへの抵抗が強く、ロングショートのヘッジファンドにもあまり積極的ではなかった。しかし、同じロングショートであっても、130/30は従来ロングオンリーのアクティブファンドやエンハンスドインデックスファンドを提供してきた受託機関によって運用されている。それらは情報開示にも積極的で、理事会のメンバーからみても信用がおける、名前の通った運用機関である。また、ネットの市場リスク（ベータ）は1.0であり、ロングオンリーファンドと等しい。そのため、海外の年金基金から見ると、130/30は従来アクティブファンドの延長として採用しやすい。

では、日本ではどうか。日本の年金基金は英米に比べて、ヘッジファンドの採用に積極的であり、ファンドオブファンズやシングルファンドとしてロングショートのファンドを組み入れてきた。実は、ロングとショートの持ち高を一致させた、マーケットニュートラルのファンドがあれば、

インデックスファンドと組み合わせることで130/30と同じ効果のファンドを作ることができる。話を単純化して市場にはA B C Dの4銘柄が存在し、それぞれ、40%：30%：20%：10%のウェイトとする。ここで、与えられたリスクの下で最大のリターン（アルファ）を目指す、マーケットニュートラルファンドにおいて、A～Dへの最適なウェイトが60%：40%：▲50%：▲50%だとする。当然ロングとショートは1：1である。

この場合、ロングの銘柄A、Bのインデックスファンドにおけるウェイトの合計は70%である。そこで、ロング及びショートの大ポジションが各々60%（=130%－70%）となるような、マーケットニュートラルファンドを市場インデックスファンドと組み合わせることで130/30ファンドを組成することができる。このケースでは、マーケットニュートラルファンドでの各銘柄のウェイトはA36%、B24%、C▲30%、D▲30%、130/30ファンドでのウェイトは76%：54%：▲10%：▲20%となる（図表1参照）。また、マーケットニュートラルファンドでのリスク（リターンの標準偏差）がそのまま、130/30ファンドの市場インデックスからのトラッキングエラーとなる。

図表1： インデックスファンドとマーケットニュートラルファンドを組み合わせた130/30

銘柄		A	B	C	D
インデックスファンド	(M)	40%	30%	20%	10%
マーケットニュートラルファンド	(N)	60%	40%	▲50%	▲50%
マーケットニュートラル×0.6	(N)×0.6	36%	24%	▲30%	▲30%
130/30ファンド	(M)+(N)×0.6	76%	54%	▲10%	▲20%

以上のように、インデックスファンドにマーケットニュートラルファンドを組み合わせることで、130/30ファンドを作り出すことができる。したがって、日本の年金基金がヘッジファンドの中でマーケットニュートラルファンドを採用しているのであれば、重ねて130/30ファンドを採用するメリットはあまりないようにも思われる。

しかし、130/30ファンドを、＜インデックス＋マーケットニュートラルファンド＞に比べるといくつかの特徴がある。第1にショート銘柄（このケースではC、D）について、後者ではインデックスファンドでロングポジションをとった上で、マーケットニュートラルファンドでそれを打ち消すショートポジションをとるため取引コストが重複するのに対し、130/30ファンドでは最初からネットでショートポジションをとることができる。第2が運用手数料である。インデックスファンドは固定の低廉な料率であるものの、マーケットニュートラルでは固定2%及びリターンの20%の成功報酬を支払うことが多い。130/30では成功報酬の有無など手数料体系がファンドによりまちまちであるものの、場合によっては低い手数料に抑えられる可能性もある。

かねてよりマーケットニュートラルを採用している日本の年金基金であっても、これらのメリットがあることが明白な場合や従来のマーケットニュートラルファンドと異なる市場を対象としていたり、銘柄選択について異なるスタイルを取っていたりする場合には130/30ファンドの採用を検討することも考えられよう。

（臼杵 政治）