

# GCI Global View

2010年8月2日

## 【目次】

- |                            |     |
|----------------------------|-----|
| ● ヘッジ・ファンド投資における定量分析再考 (2) | P.1 |
| ● Global Markets           |     |
| 1.オーバービュー                  | P.6 |

## 【連絡先】

株式会社 GCI アセット・マネジメント

○住所：〒101 - 0065 東京都千代田区西神田 3 - 8 - 1

○電話番号： 03 - 3556 - 5540(代表)

○電子メール： [administration@gci.jp](mailto:administration@gci.jp)

金融商品取引業者

関東財務局長(金商) 第 436 号

日本証券投資顧問業協会 加入

当資料は、株式会社 GCI アセット・マネジメントが情報提供を目的として作成したもので、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。当資料は、当社が信頼できると判断した情報データに基づき作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、当社が保証するものではありません。当資料における見解は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

## 巻頭レポート

### ヘッジ・ファンド投資における定量分析再考 (2)

先週号のグローバルビューでは欧州銀行監督者委員会（CEBS）から発表された欧州の主要銀行（20ヶ国91銀行）に対するストレステストの結果につき、その試算の前提に関しては議論があるものの、どのような定量的試算にも必ず前提となるシナリオがあり、今回のストレステストではギリシャのデフォルト・リスクまでは加味されていないものの、EUといういわば寄り合い所帯の中で、統一的な基準、尺度でリスクを計測する体制が整備されたことに意義があると思うというコメントを書きました。

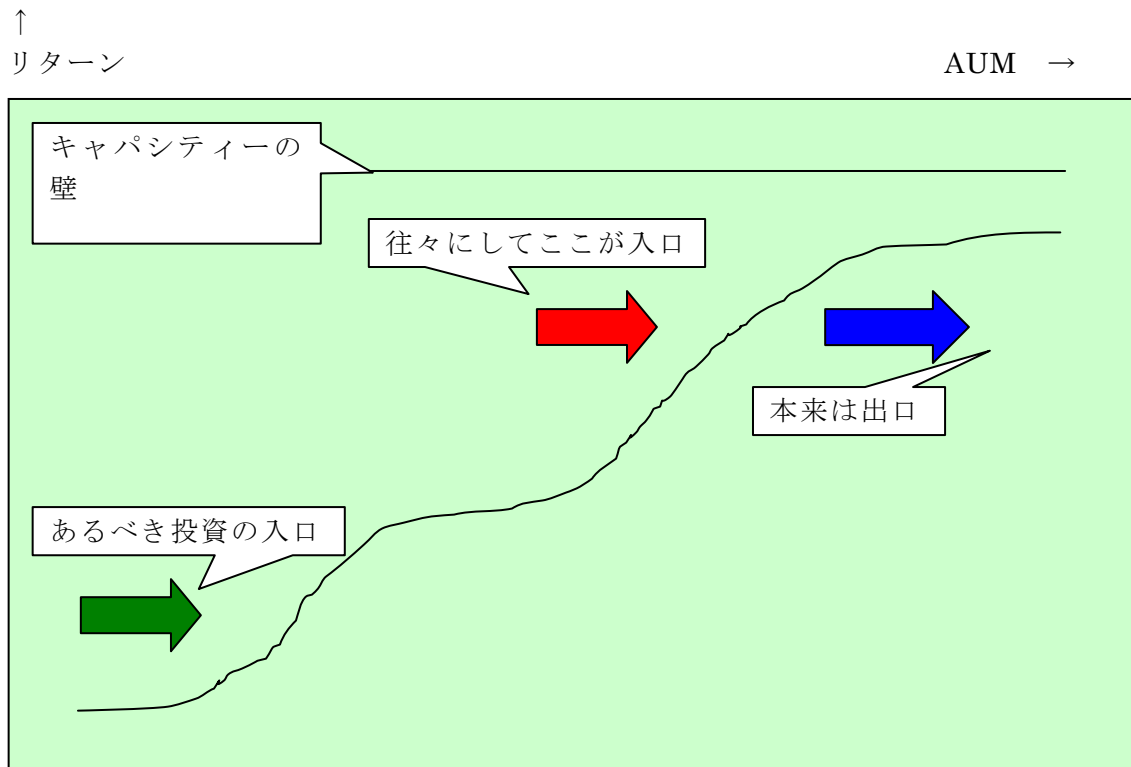
中身がよくわからない中、事ある毎に噂や報道といったものに振り回され、また自らの組織の中で「ほら見たことか」族からここぞとばかりのバッシングを受ける。オルタナティブ投資の中で特にヘッジ・ファンド投資担当者はこのような目に会わされる傾向にあります。

個別ヘッジ・ファンドの運用特性や、ヘッジ・ファンド ポートフォリオのリスク・リターン特性を定量的に分析し、個別マネジャーの選定や入替、ポートフォリオの毀損回避へ役立てる、そのような取組み、研究をGCIではこれまで継続的に、ヘッジ・ファンド運用リターンの複製化の研究等を通じて行ってきております。今回は何回にわけて定量分析（quantitative analysis）がどのようにヘッジ・ファンド投資に活用できるのか、GCIにおける研究・取組みに加えてこれまでの業界関係者の調査や欧米の研究もご紹介しながら検討してゆきたいと思っております。

今回テーマとして、GCIが実践してきている新興マネジャー投資に関して取り上げたいと思っております。GCIは（私も含め）ヘッジ・ファンド投資のほぼすべてを大型ファンド（シングル・ヘッジ・ファンド、ファンド・オブ・ヘッジ・ファンズ）に投下する手法の限界を考え、株に中・小型株投資があるように、ヘッジ・ファンド投資においても中・小型ヘッジ・ファンド投資に利点があると考えております。

その概念は概ね次頁のような図で表すことができるとは思いますが、それは大きなファンドへの投資の持つ以下の問題点への対応の結果導きだされるものと考えています。

- どのようなヘッジ・ファンド投資戦略にもキャパシティーの壁があり、いわゆる10億ドルクラブと言われる有名で規模の大きいヘッジ・ファンドにはキャパシティーの壁の目前に来ているものも多い
- AUMが拡大するにつれ、運用者はこれまでとは異なる行動様式を採用するようになり、それがパフォーマンスの劣化や、損失発生の原因となる  
(例、投資対象商品の拡大、なかでも流動性の低い商品への投資、人員・組織の拡大に伴う創業中核メンバーが業務の第一線からの離脱、運用スタイルの凡庸化、尖がったブティックから普通の運用会社に)



この図では、日本の投資家が「有名で大きなファンド、何年も良いパフォーマンスを出しているがゆえの安心感から、本来ならば投資の出口とすべきポイントで投資を行うケース」について説明しています。

次に検討が必要となることは、まだキャパシティーの壁の心配がない新興マネジャー投資を行うとした場合、規模の小さいマネジャーには規模の大きいマネジャーとの対比において想定されるパフォーマンス上の優位性があるのかが問題となります。そもそもはパフォーマンス面で著名で実績のある大型ファンドの方が優れているに決まっているというのが従来の日本の投資家の皆様の（あるいはコンサルタントの）一般的な感覚のように思われます。欧米のヘッジ・ファンド業界関係者の間でもこの問題は考えられていたようでいくつかの興味深い研究結果、調査結果などが発表されています。

ファンド・オブ・ヘッジファンズについてはロンドン・ビジネス・スクールのウイリアム・ファンング教授他が2008年にファンド・オブ・ヘッジファンズへの資本流入とパフォーマンス全般に関する興味深い研究を発表しています。論文は多岐に渡りますが今回のテーマに関係ありそうな部分を紹介いたします。

### Hedge Funds: Performance, Risk, and Capital Formation (2008)

William Fung, David A.Hsieh, Narayan Y. Naik, and Tarun Ramadorai

(抜粋・要約)

- ・ 1995年から2004年の期間における1,603のFOFファンドを対象として、資本流入とリスク調整後リターンの関係を調べた。
- ・ 個別ファンドによる裁量的な運用報告の排除、資金流出の制限等の反映、そしてデータの継続性向上を目的として、ヘッジ・ファンド分析に際してFOFファンドのデータをHFR・CIDSM・TASSから使用。

- ・ 各ファンドへのネットでの資金流入を捕捉し、資金流入の多寡により 2 つのグループへと区分した。そして、ファンドの生み出す  $\alpha$  あるいはインフォメーションレシオにどのような影響を与えたかを 2 年間毎に分析した。
- ・  $\alpha$  を創出していたファンドのリスク調整後のリターンは、資金流入が増加するほど低下していく傾向にあった。また、平均以上の資金流入があったファンドが次の期間に再び  $\alpha$  を生み出す可能性は、平均以下の資金流入しかなかったファンドと比べ小さかった。
- ・ 同様に、平均以上の資金流入があったファンドにおいては、インフォメーションレシオの低下が見られた。

※主に E. Capacity Constraints (1784-1785 ページ)、D. Evidence on Capacity Constraints (1793-1798 ページ) より要約

続いて 2008 年 5 月に米国の PERTRAC 社が”Emerging Hedge Fund Managers Outperform Older, Larger Funds”という題名の調査レポートを発表しています。その概要は下記のとおりです。

(調査概要)

- ・ 1996 年 1 月から 2007 年 12 月までの期間において、ヘッジ・ファンドの運用資産規模及びファンド年齢がパフォーマンスにどのような影響を与えていたのか PERTRAC が自社ソフトウェアアプリケーションを用いて調査した。
- ・ まず、運用資産規模については、\$100million 以下・\$100million 超\$500million 以下・\$500million 超の 3 つのカテゴリーに区分し、それぞれのグループの月次リターンを調べた。同様に、ファンド年齢についても、設立後 2 年以内・設立後 2 年超 4 年以内・設立後 4 年超に区分けし検証をした。
- ・ 資産規模\$100million 以下のファンドのグループが当該期間において、最も高い年次リターンを出し、ファンドの規模が大きくなるほどリターンが減少する結果となった。一方、最も資産規模の小さいグループのリスクが最も高くなっており、ファンドの規模がリスク水準に影響する可能性が示唆されている。
- ・ また、ファンド年齢に関する調査では、当該期間を通じて最も高い年次リターンを設立後 2 年以内のファンド群が出しており、ファンド年齢が若いほどリターンが高くなる傾向が見られた。加えて、最も若いファンド群のリスクは最も年齢の高いファンド群と変わらない水準だった。
- ・ 小規模のヘッジ・ファンドになるほど、ファンドの解散や運用レポートの停止が高い頻度で発生するとしばしば非難されているが、実際にはファンドの規模による違いは比較的小さなものだった。

※ PERTRAC

1996 年に設立された米国のヘッジ・ファンド専門コンサルタント会社。投資プロフェッショナル向けに、現在 50 ヶ国 1700 社以上に対してソフトウェアソリューションを提供。

また少し古いものではありませんが、2002 年に米国の Lazard Asset Management 社が”Alternative Asset strategies: Early Performance in Hedge Fund Managers”という調査を発表しています。

## (調査概要)

- ・ 主要データベース(TASS/Tremont, Hedgefund.net, HFR)と Lazard 社のソースに加え、過去に TASS/Toremont に登録されたことのある 795 ファンドのデータも含めた 1980 年～2000 年における 3,477 ファンドのデータベースを作成することでバイアスを取り除き、アーリーステージにおけるヘッジ・ファンドのより実際的な姿を調査した。
- ・ 作成したデータベースより、7 年以上継続してデータが存在している 693 ファンドについてファンド年齢毎のリターンを S&P500・Leaman Aggregate Bond Index と比較したところ、ファンド年齢が上昇するにつれて年率のリターンが下がる傾向があり、それはマーケット環境と一致するものではなかった。
- ・ 新興ヘッジ・ファンドの良好なパフォーマンスの要因として、①パフォーマンス獲得に対する貪欲な姿勢②ファンド運用における自由度や機動力の高さ③戦略が模倣されにくいことが考えられる。
- ・ 年金・基金等からのヘッジ・ファンドに対する投資需要が増加する一方で、ソフトクローズ等により自らの運用能力に見合った資産規模を目処に制限をかけ、運用資産の拡大とともにリターンが希薄化しないようにする運用者も多い。
- ・ 上記の 693 ファンドについて、ファンド年齢毎に年率のリターンと標準偏差を見てみると、ファンド年齢が若いほどリスクが高くなるということではなく、シャープレシオはファンド年齢が上がるほど若干下がっていくことが示されている。
- ・ しかし、オペレーショナルリスクやキーマンの離脱、あるいは、運用戦略やリスク管理の技術といった面については、トラックレコードが長くなるほど投資家のリスクは小さくなる。
- ・ 多くの新興マネジャーがいる中から投資を実行するには、デューデリジェンスにより戦略を理解し、アーリーステージにいるファンドとしてのビジネスリスクを見極めることが必要。そして、事業計画の進捗や環境の変化に伴う戦略の変更をモニタリングしていかなければならない。
- ・ 新興ファンドへの投資に際しては、シングルマネジャー投資としてのリスクやボラティリティを低下させるために、ポートフォリオとしての投資実行が有用である。

さてこうした研究や調査資料を見て皆さんはどうお感じになったでしょうか。やはり小さいマネジャーが持つ経営的脆弱性を考えたときオペレーショナルリスク、ヘッドライン・リスクの観点から投資先とは出来ないとお考えでしょうか、また資産規模の小ささからまとまった金額の投資ができず投資効率が悪いとお考えになるのでしょうか。たしかにそうした視点は特に日本の機関投資家のように、自らも他人の資金を受け入れ投資を行う保守的な投資家には必要な観点ですし、実際 2002 年に Lazard 社からこのような調査が発表されていても実際にはファンド・オブ・ヘッジ・ファンドを通じた大量の資金流入が個別ファンドの大型化を促し、また AUM が大きくなれば一人前ではないとの風潮を生み出しました（いわゆる 10 億ドル倶楽部）。

そして先週も書きましたが 2004 年～2008 年くらいの中に主に世界的に著名な大手 FOF に大量な資金が流入したことから、こうした FOF に主導される形で一部ヘッジ・ファンドの大型化が一挙に進み、こうした大型ファンドがヘッジ・ファンドの指数に与える影響が多大となったと思われる点にも留意が必要です。大型 FOF の投資対象とする個別ファンドに、FOF が違っても重複（同じ著名シングルファンドにいくつもの FOF が投資する事例）がしばしば見られるようになってきた点から分散効果が発揮されにくくなったわけです。日本の機関投資家の皆様の中でファンド・オブ・ヘッジ・ファンド投資の

みあるいは大半をファンド・オブ・ヘッジ・ファンド投資経由とされておられる場合にはこの点特に留意が必要です。

今回は温故知新の意味も含め、ヘッジ・ファンドのAUMとリターンに関する欧米の研究・調査をいくつかご紹介させていただきました。来週は筆者が海外出張に出るので別テーマとなると思いますが、この「ヘッジ・ファンド投資における定量分析再考」シリーズはまだ続きます。次回は個別マネジャーのケース分析を取り上げる予定です。

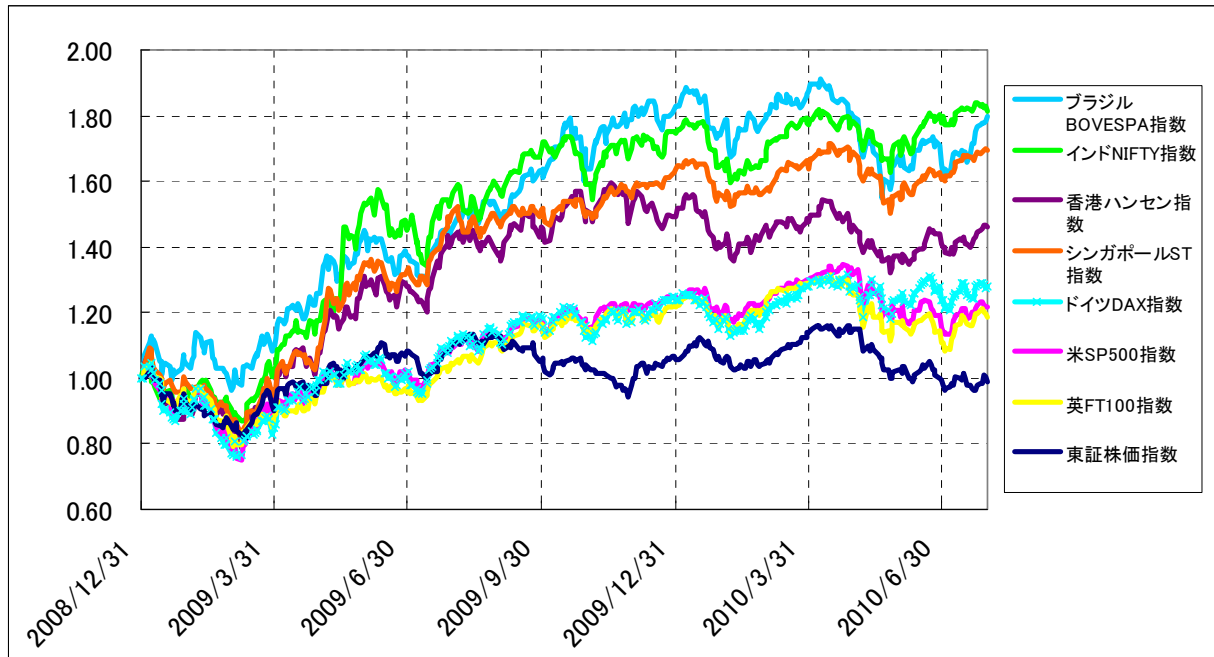
連日猛暑が続きますが、どうぞご自愛下さい。（インベストメント・グループ）

## Global Markets (7月26日～7月30日)

### 1. オーバービュー

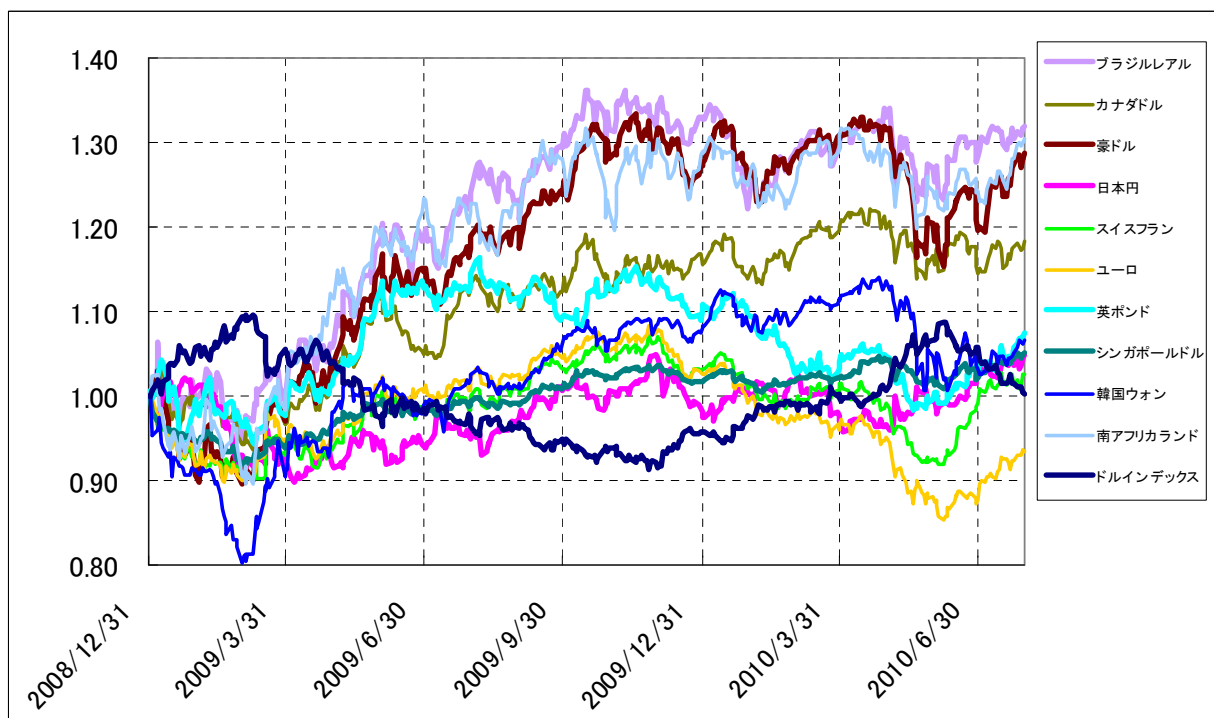
欧州でのイベントを終え、新興国にリスクマネーが戻り、足元の先進国の企業業績も比較的好調ではあるものの、米国ではデフレを懸念する声も台頭、先行きに対する不安は根強く残存している状況。

【各国株価インデックスの2008年末からの変化率の推移】

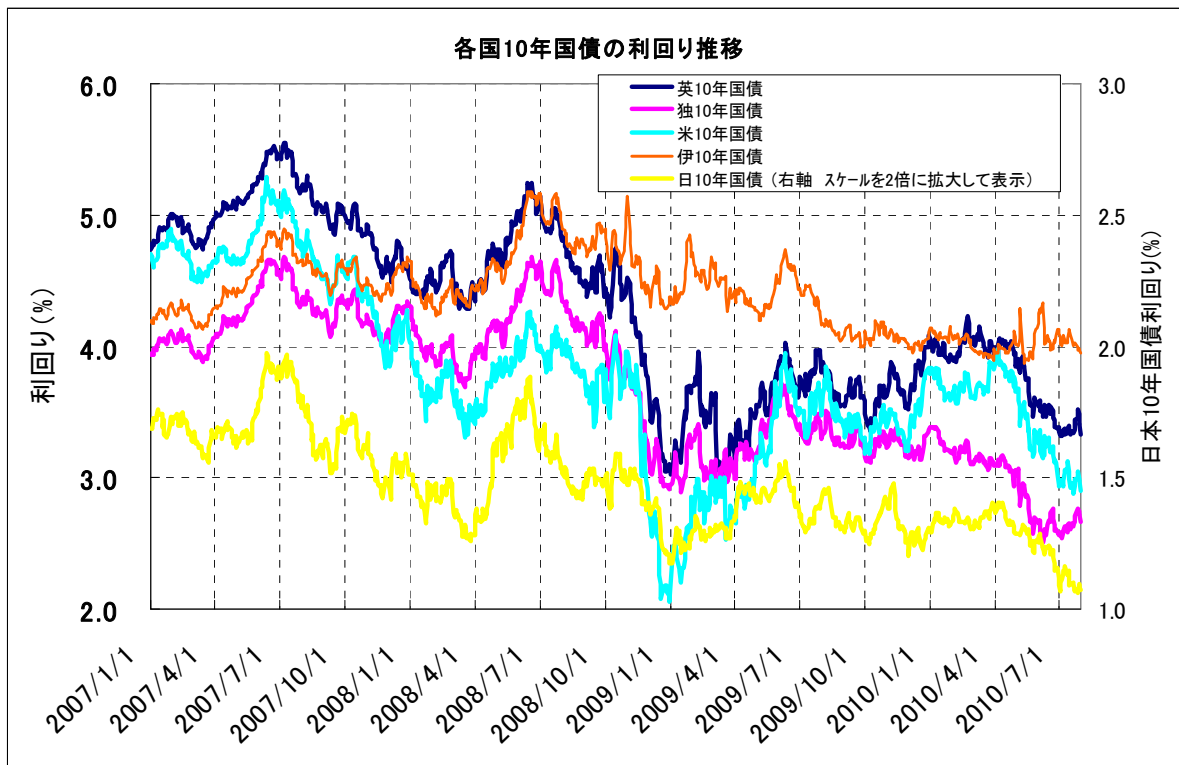


資源国、新興国通貨を中心にリスクマネーの流入が継続し、ドル全面安に。円も再び円高に。

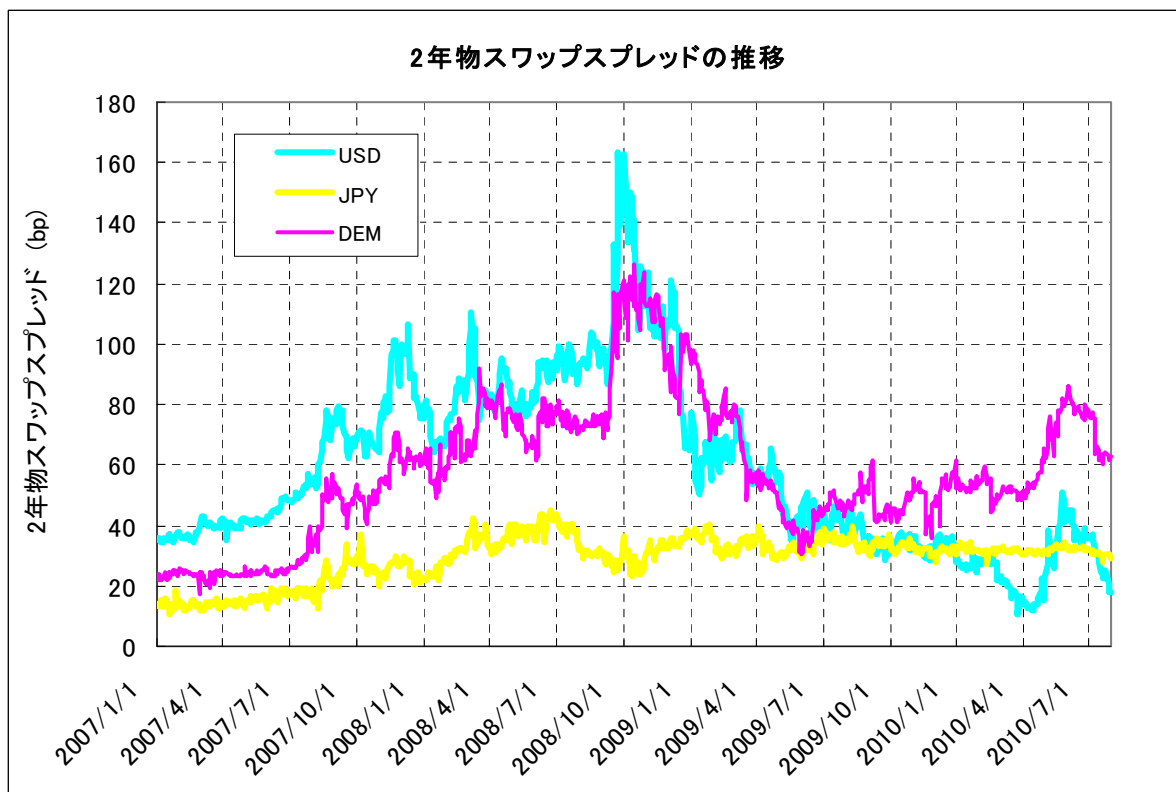
【各国通貨の2008年末からの対ドルでの変化率の推移】



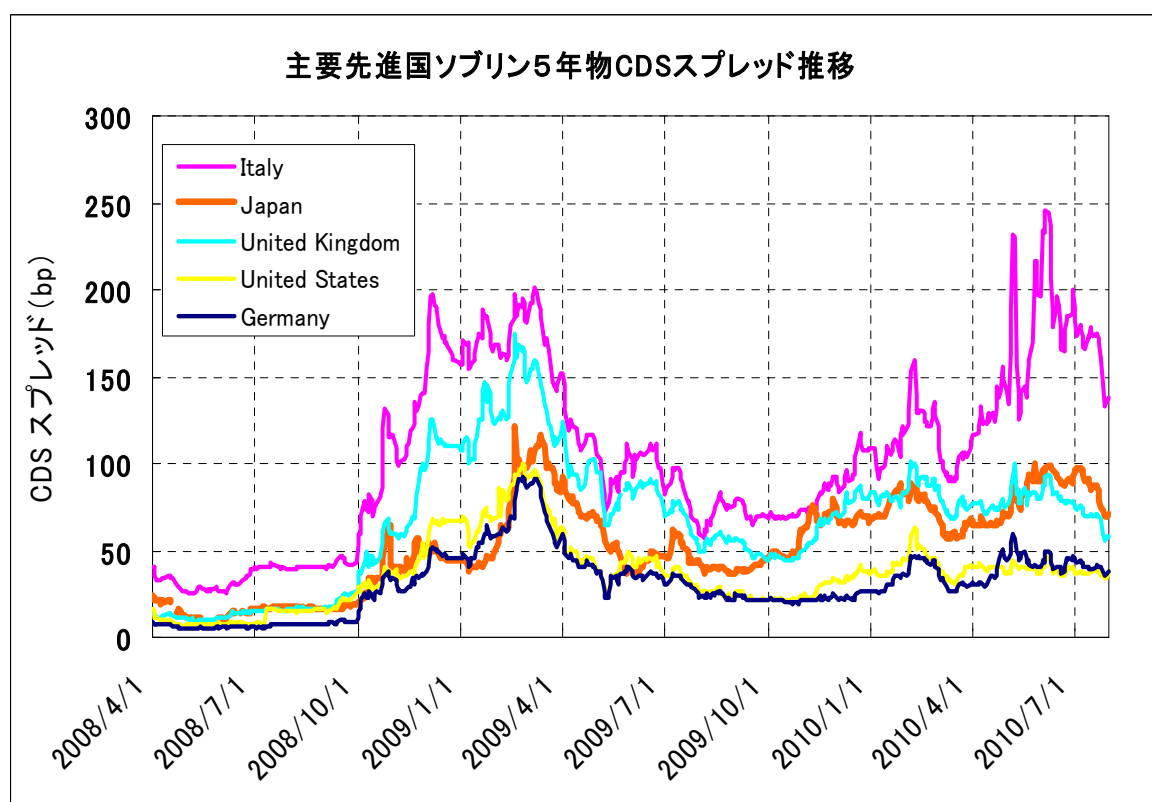
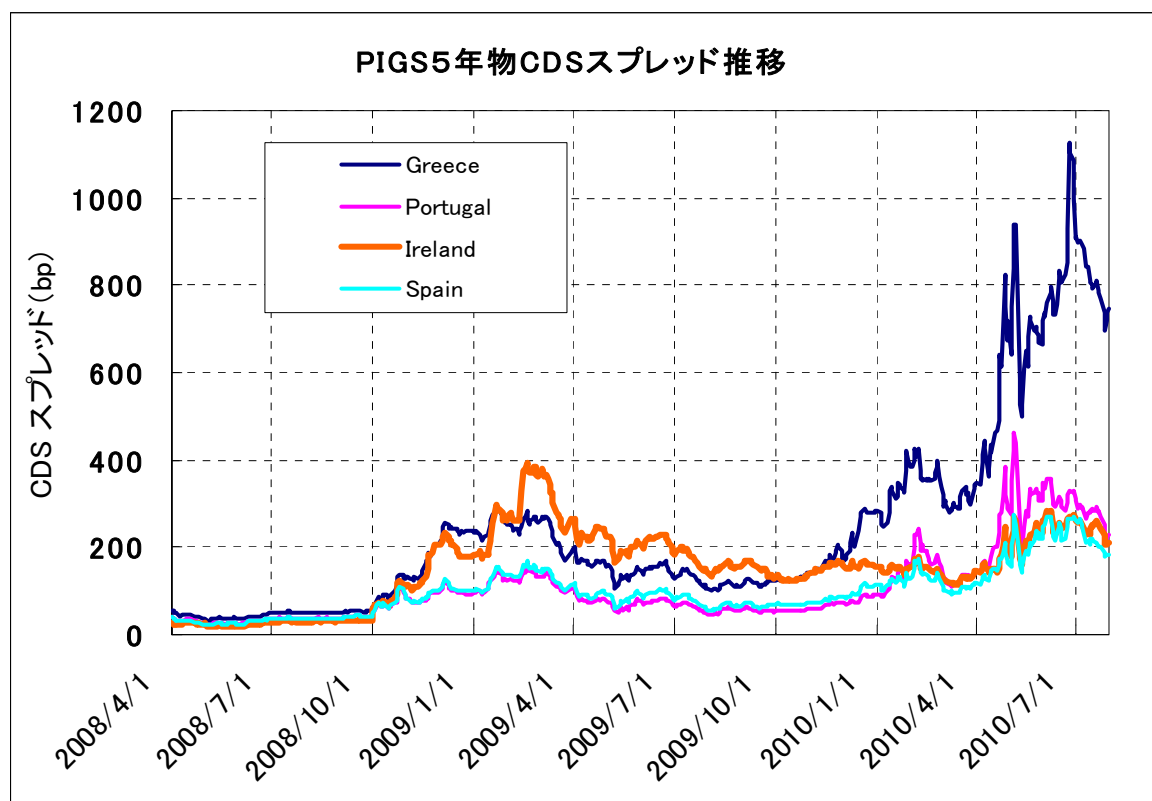
ドイツ国債はその他欧州国債の対ドイツ国債スプレッド拡大取引の手仕舞いでやや上昇圧力が強まる局面もあったが、主要先進国の国債市場は概ねもみあいが続く。



スワップスプレッドはもみあい継続。ドルの10年は再びマイナスに突入。



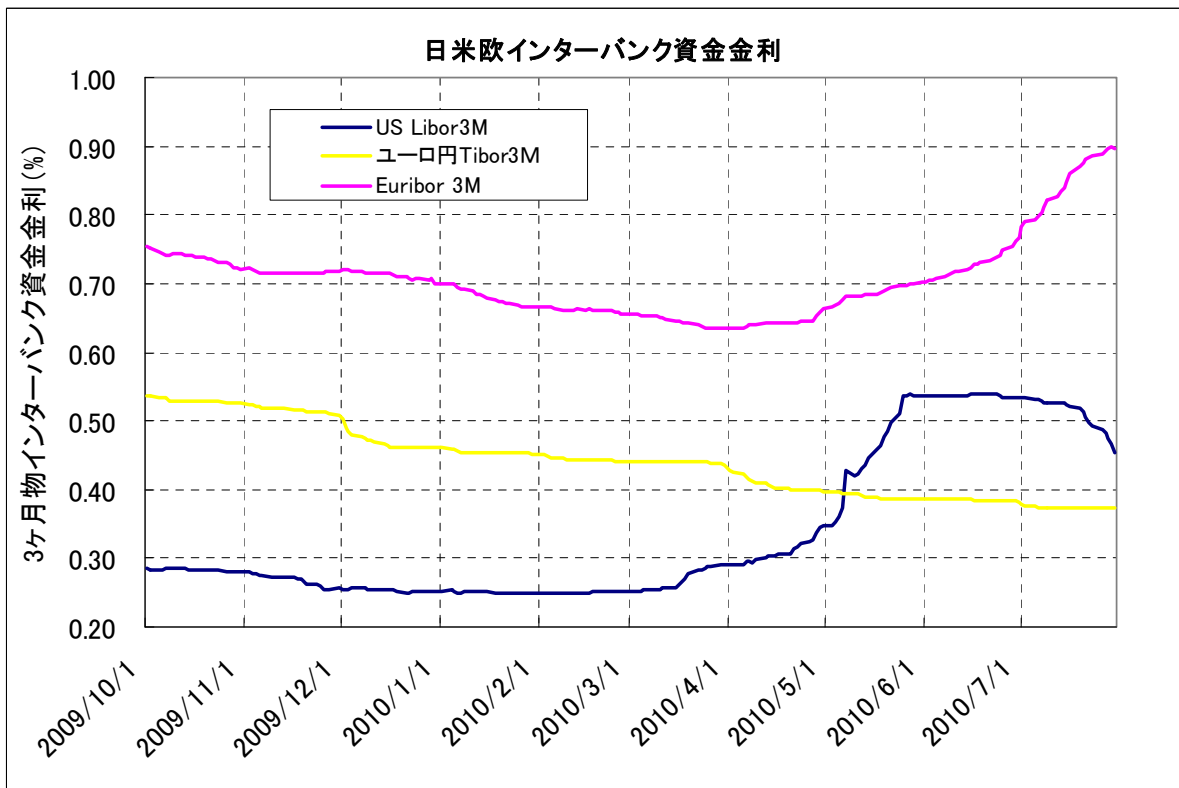
内容はともかくストレステストというイベントを終え、ギリシャやその他欧州周辺国の CDS スプレッドは縮小。



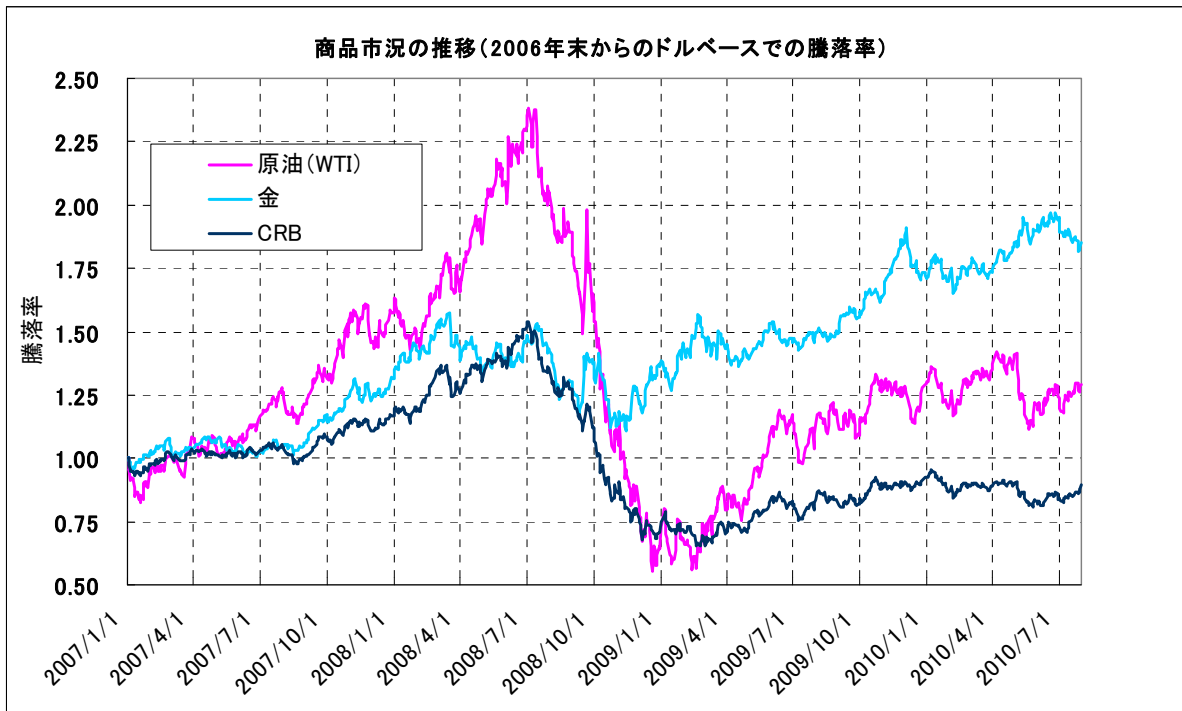
VIX は 20 台前半での推移。



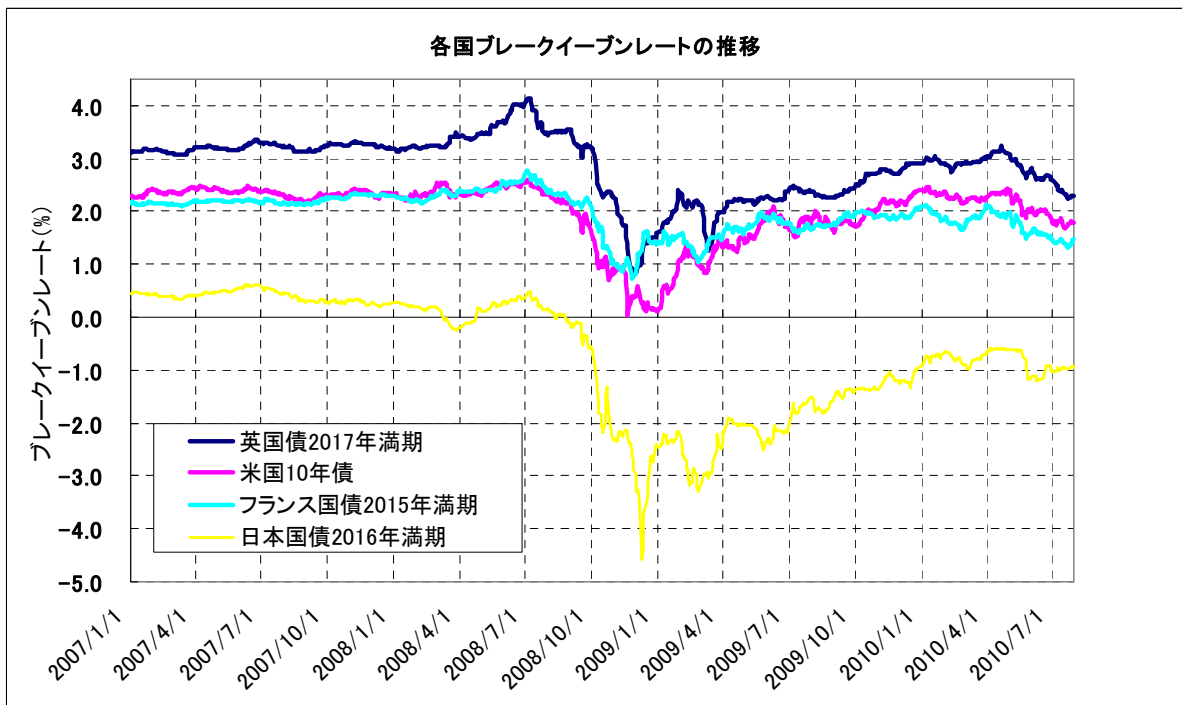
ドル LIBOR の低下は継続。ユーロ圏金利の上昇はいつそう緩やかに。



商品市況はゴールドを除きややリバウンドムード。



欧米のブレイクイーブンレートの縮小は小休止。米国でもデフレを懸念する声が広がりつつあるが、10年物のブレイクイーブンレートから推測される期待インフレは1.78%と、やはりデフレ懸念が台頭した2001年～2003年前半の1.5%～2.0%のレンジ内に。



(末永)