

最近の研究が暗示するヘッジファンド投資のパラダイムシフト

池田雅史

大学などの学識者からは、ときに業界の常識に疑問を投げかける成果も報告される。最近では、ヘッジファンドのリターンのうち、マネージャーのスキルといえる部分はあまり多くないとの趣旨の報告も相次ぎ、関係者の注目を集めている。彼らが挙げた「ヘッジファンドの複製」「オルタナティブベータ」のアイデアは、ややもするとヘッジファンド投資の意義を減じるものと考えがちだが、足元のベータ投資を再評価する流れと相まって、ヘッジファンド投資のパラダイムを変える可能性があり、大いに注目に値する。

業界データベースが助けた 学識者のヘッジファンド研究

ヘッジファンドは、その秘匿性から「ベールに包まれた有象無象」というのが、かつての共通認識であった。しかし1990年代後半以降、業界データベースが整備され、外部の人間でもその実像を、より鮮明に捉えることが容易となった^{注1}。これにより、ヘッジファンド投資家の裾野は大きく広がることとなる。

業界データベースの整備は、大学などの学識者によるヘッジファンド研究も進化させた。ロンドン・ビジネススクールなど精力的な研究を行う実学系研究機関の成果には、投資銀行などの実務家も注目している。

こうした研究機関からは、それまでの業界の常識に疑問を投げかけるような成果も発表される。たとえばここ2、3年は、ヘッジファンドのリターンは、マネージャーのスキルよりも、多くは市場リスクで説明できるとの趣旨の発表も相次いでいる。

従来、ヘッジファンドのリターン

の源泉は「アルファ」、すなわちマネージャーのスキルであると解釈されてきた。しかし当該研究は、そうした常識に再考を迫り、今後のヘッジファンド投資におけるパラダイムシフトの可能性さえはらんでいる。

本稿では、その研究概要と、今後のヘッジファンド投資に際してのインプリケーションについて述べたい。

ヘッジファンドの実態に迫る 2つの研究テーマ

欧州の研究機関で精力的に研究を行うのは、ロンドン・ビジネススクール、キャス・ビジネススクールなどロンドンを拠点とする実学系研究機関であり、実務経験者を含む専門チームを抱え、多くの成果を発表している。なかでも注目を浴びているのが、①ヘッジファンドの「複製」、②ヘッジファンドのリターンにおける市場リスク要因のさらなる解析——の2つの研究である。

前者は、ヘッジファンドの運用手法にならった売買ルールの設定やフ

アクターモデルを駆使し、ヘッジファンドのパフォーマンス（運用成績）を「複製」しようという試みである。

たとえばヘッジファンドの代表的な運用戦略の一つ「M&Aアービトラージ」は、被買収企業の株式を買い持ちし、買収企業の株式を空売りするものだが、空売りに株価指数のプットオプション（売る権利）を用いることで、かなりの度合いでパフォーマンスが再現できるという^{注2}。

また、ヘッジファンド・マネージャーの行動特性や独自のリターン形成要因をモデルに組み入れて再現しようという試みもある^{注3}。

一方、後者は、前者の道しるべとなった研究成果で、ヘッジファンドが内包する市場リスク、すなわち、「ベータ」（市場全体の値動き）の源泉を、従来よりも拡張して解析することで、そのリターンの真の源泉を明らかにしようという試みである。

一般にファンド分析では、MSCI（モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル）インデックス

やリーマン・ブラザーズ米国総合指数など、総合市場インデックスのリターンをベータに代用することが多い。しかし、こうしたインデックスをさらに加工することで、値ぶれの度合いを表す「ボラティリティ」や、投資対象としての妙味を示す「スプレッド」、大型株・小型株といった「投資スタイル」など、新たに観測できる「市場リスク」がある。

これら二次的に観測が可能なリスクファクターは、「オルタナティブ（代替的）ベータ」とも呼ばれる。先述のヘッジファンドの複製には、このオルタナティブベータのアイデアが随所に散りばめられている。

この2つの研究成果は、ヘッジファンドのリターンは、模倣困難なマネージャーのスキルによるものと考えてきた業界の常識に疑問を投げかけるものであり、大いに注目されている。以下、今後のヘッジファンド投資に際してのインプリケーションを述べよう。

成功報酬支払いに値するのはリターンのごく一部か

ヘッジファンドは、投資家に魅力的なリスク・リターンを提供する一方で、開示の不十分さや解約の際の流動性の低さ、成功報酬に起因する高い手数料など、商品上の課題を以前から指摘されている。これらを踏まえながらも、ヘッジファンド・マネージャーのスキルへの信任により、ヘッジファンド投資をしてきたのが投資家の実情であった。

しかし、上述の研究成果を信ずるなら、たとえばヘッジファンドのリターンのうち、マネージャーのスキルへの対価として成功報酬に値するのは一部に限られることがわかる。

ロンドン・ビジネススクールでは、ヘッジファンドのリターンを、①株価指数の値動きなど市場全体の値動きに由来する「トラディショナルベ

ータ」によるリターン、②前述の「オルタナティブベータ」によるリターン、③ショートポジションなど非伝統的な手法によりもたらされるリターン、④売買タイミングや銘柄選択といったマネージャーの純粋なスキルによる「真の」アルファ——の4つからなると考える⁴。

これに従えば、ヘッジファンドのリターンのうち、少なくとも①や②相当については、市場への直接投資で容易に得られるため、成功報酬支払いには値しないといえる。

ヘッジファンドのリターンモデルとしては、このほか、規制による参入制限などの構造的な要因による超過リターンを独立した要素として考慮するものなど、多くのアイデアが上梓されている。現時点で定説といえるものはないが、そのリターン構成要因をつぶさに分析して再考・再定義を図ることは、ヘッジファンドのリターン特性をより深く理解するうえでも大いに意味があろう。

ヘッジファンド投資におけるパラダイムシフトの可能性

市場リスクによるリターンが多いのなら、もはやヘッジファンド投資の意義はないと考える向きもあるかもしれない。しかし、これら研究成果を咀嚼すると、ヘッジファンドは、アルファを獲得するためのピークルではなく、実は、分散された多様なベータを効率的に得る投資手段のようにも思えてくる。

足元では、オルタナティブベータのアイデアを実践したヘッジファンド複製の商品化が、投資銀行などによりいよいよ始まっている。同商品は、既存のヘッジファンド商品よりも、高い流動性や透明性、低い手数料を売り文句とする⁵。

従来、ヘッジファンド・ポートフォリオにおいて「コア・サテライト⁶」を構築するには、コア部分に、手数

料水準や流動性に依然として難のある「ファンド・オブ・ヘッジファンズ」や「インベスタブル・ヘッジファンド・インデックス」⁷を充てるしかなかったが、ヘッジファンドの複製は、こうした課題を克服するソリューションとなる可能性がある。

ヘッジファンドの複製、オルタナティブベータ、そこから生まれるインプリケーションや商品群は、「より多くのアルファを得るために、優良ファンドの発掘、デューデリジェンス（投資対象の精査）に手間隙を割く」というヘッジファンド投資家の行動原理を、「より効率的に多様なベータをもたらすヘッジファンド・ピークルを模索する」といったものにシフトさせる可能性さえあろう。

注

- 1 HFR (Hedge Fund Research) や Lipperのデータベースが多用される。
- 2 Mark L.Mitchell, Todd C.Pulvino "Characteristics of Risk and Return in Risk Arbitrage," *The Journal of Finance*, December 2001などを参照。
- 3 William Fang, David A.Hsieh "Will Hedge Funds Regress towards Index-like Products?" January 2007などを参照。
- 4 厳密にはこのほか「誤差項」がある。
- 5 ゴールドマン・サックス、メリルリンチは2006年末に商品化。前者の商品は、日次解約可能で手数料も年率1%程度（成功報酬なし）にとどまる。JPモルガンやバークレイズ・キャピタル、ダウ・ジョーンズなども商品化を検討中。以上、ファイナンシャル・タイムズなどより。
- 6 安定運用を行うコア（核）部分と積極運用を行うサテライト（衛星）部分に区分して、ポートフォリオを構築する運用戦略を指す。
- 7 新規資金を受け入れる（インベスタブル）ファンドのみを対象としたヘッジファンド・インデックスのこと。

池田雅史（いけだまさし）
NRIヨーロッパ主任研究員