

- 多くのヘッジファンドは絶対リターン追求型であることを謳っています。そのため伝統資産で比較されるようなベンチマークは設定されていないことがほとんどです。
- 同様の戦略で運用する他のファンド群のパフォーマンスと比較したい場合に参考とする指数は存在します。伝統資産のベンチマークは算出方法も決まっており、公表され広く認知されています。ヘッジファンドの場合は同じ「総合指数」であっても各指数提供会社がデータ元の範囲や算出方法などを独自に決めているため、算出過程や使用する元データが異なり使用には留意が必要です。

インベストメント・ソリューション部 アシスタントマネジャー 森内涼佳  
アシスタントマネジャー 大江伸護

### ■ 伝統資産のベンチマーク、ヘッジファンドの参考指数

伝統資産のアクティブ運用ではベンチマークが設定されており、このベンチマークを上回る成果であったかが重要になります。国内株式であればTOPIX(東証株価指数)が設定されていることが多く、構成銘柄や算出方法も決まっており、公表され広く認知されています。ではヘッジファンドにもこのようなベンチマークは存在するのでしょうか。

絶対収益追求型であるヘッジファンドはベンチマークを定めていないことが多いです。それは運用対象資産の市場そのものの指標と単純に比較することは意味がないからです。市場の指標とは比較しなくても①ヘッジファンド運用者全体との比較、②運用戦略が同じヘッジファンドとの比較、を参考とする場合があります。そこで最初にヘッジファンド業界の代表的な指数について簡単に見ていきます。

### ■ 代表的なヘッジファンドの参考指数とその特徴

まず初めに代表的な指数提供会社についてご紹介します。以下にお示しする指数提供会社は自社の中でも様々なタイプの指数を提供していますが、他社と比較した場合に以下のような特徴や傾向を持っています。

#### 【各社の特徴や傾向\*1】

HFR	代表的な指数の中で最も歴史がある。日次指数の発表がある。
Eurekahedge	アジアの地域別指数が豊富に存在する。
Credit Suisse	比較的規模の大きなヘッジファンドのパフォーマンス傾向を把握できる。
BarclayHedge	資産規模に関係なく平均パフォーマンスを把握できる。
Albourne	他社にあまり無い戦略区分の指数の提供がある。

各指数提供会社は各ヘッジファンドマネジャーから提供されたデータをデータベース化しており、最低でも6,000以上のファンドデータを各社が保有しています。複数のクラスが存在するファンドから主要ファンドのみを選択したり、外れ値と認められたものは対象外とする以外に、指数毎にあらかじめ定められた条件を満たすものを抽出し、あらかじめ定められた算出方法で計算されますが、この抽出方法と算出方法が指数の特徴を決定づけています。

まず抽出方法について、例として各社が提供する「ヘッジファンド全体」を示す指数(総合指数)の構成ファンド数を見てみます。

#### 【代表的な総合指数と構成ファンド数\*2】

	代表的な総合指数	構成ファンド数
HFR	HFRI Fund Weighted Composite Index	1,077
Eurekahedge	Eurekahedge Hedge Fund Index	3,040
Credit Suisse	Credit Suisse Hedge Fund Index	275
BarclayHedge	Barclay Hedge Fund Index	約3,000
Albourne	HedgeRS AW Universal Index HedgeRS EW Universal Index	約1,500

各社の総合指数を構成するファンド数は上記のとおりです。Credit Suisse Hedge Fund Indexは他と比べて少ない結果となりました。これは当指数の組入れ条件である①最低運用資産が50百万米ドル以上、②最低1年間のトラックレコードがあること、③直近の監査済財務諸表を有することという、他の指数と比較して厳しい条件を同時に満たすファンドが少ないからです\*3。

また算出方法も異なります。Albourneが提供するHedgeRSは各構成ファンドの残高で加重する資産加重平均と、採用ファンド数による単純平均の指数との両方を算出しています。それに対してその他の総合指数ではCredit Suisse Hedge Fund Indexが資産加重平均であるのに対し、他は単純平均になります。

次に抽出方法の差と計算方法の差から具体的に数値の差がどのように表れたかを見ていきます。

\*1: 各社とも様々な指数を新たに追加発表しており、使用に際しては必ずしもこの表にある特徴が当てはまらない場合があります。

\*2: 各社のHPからの情報やヒアリング結果によるものであり時期によって数は変動します。

\*3: HFRI Fund Weighted Composite Indexは残高要件を細かく設けていますが、50百万ドル以上あるか、10百万ドル以上で12か月以上活発な取引を行っていることが条件になります。Eurekahedge Hedge Fund Index、Barclay Hedge Fund Index、HedgeRSの各総合指数については残高に関する条件はありません。また最低1年間のトラックレコードがあることというは上記指数の中では最も厳しいものになります。

出所: HFR、Eurekahedge、Credit Suisse、BarclayHedge、Albourneの資料を基に当社作成

## ■ 総合指数間での様々なパフォーマンス

下表は英中央銀行が緊急国債買い入れを行った2022年9月<sup>\*1</sup>の各総合指数の月次パフォーマンスを示したものです。

【各総合指数の2022年9月のパフォーマンス<sup>\*2</sup>】

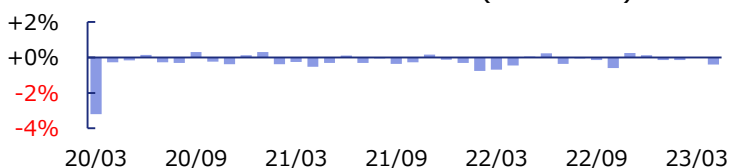
	算出方法	2022年9月のパフォーマンス
HFR	単純平均	-2.41%
Eurekahedge	単純平均	-2.48%
Credit Suisse	資産加重平均	-0.68%
BarclayHedge	単純平均	-3.94%
Albourne	資産加重平均	-0.68%
(HedgeRS指数)	単純平均	-1.42%

当月については資産加重で計算したCredit Suisseや資産加重で計算した方のHedgeRSが下げ幅を抑えました。資産加重指数では残高の大きなファンドのパフォーマンスの影響を大きくするため、規模の大きいファンドの成績が相対的によかった傾向にあったと推測できます。一方BarclayHedgeは残高やトラックレコードに関する制限がなく、単純平均で算出していますが、規模の小さいところや設立間もないファンドは苦戦した傾向にあったのではと推測できます。

## ■ 速報と確報

次にヘッジファンドの指数特有の「速報」や「確報」について見ていきます。ヘッジファンド指数は各構成ファンドのリターンを用いて計算した結果であるため集計状況が途中の段階で速報として発表され、時間が経過するにしたがって情報が集まってくるというスタイルをとっている指数が多くあります。そのため最初に判明した数値と後から判明した数値とは相応の差がある場合があります。下表はHFRの総合指数<sup>\*3</sup>の月次パフォーマンスにおいて、当社でデータ取得が可能な2020年3月以降の初回に発表された速報と確報の差をグラフ化したものです。

【HFRの総合指数<sup>\*3</sup>の速報と確報の差(確報-速報)】



ほとんどの月で大きな差は認められないものの2020年3月の

コロナショック時には3%超の差が現れました。市場が大きく変動した際には確報も確認した方がより正確なヘッジファンド動向を把握できると言えます。

## ■ バイアスのかった指数

速報と確報というリターンの特徴に加えてヘッジファンドの指数は各ファンドから提供されたデータに基づき計算されるため、以下のバイアスが生じがちです。代表的なものをまとめました。

**生存バイアス**：クローズ(またはクローズ予定)となったファンドや、成績不振でマーケティングを停止したファンドが情報提供を行わないことによるバイアス。

**遡及バイアス**：成績がよかった期間のリターンのみが報告される可能性があることにより生じるバイアス。

**自己選択バイアス**：パフォーマンスデータを開示する意思のあるファンドのみが構成要素となるため、存在する全てのファンド群から乖離が生じることによるバイアス。

## ■ おわりに

ヘッジファンド指数にはそれぞれ特徴があり、その特徴を把握したうえで参考にしていくことが適切な評価につながると考えます。各社の大まかな特徴を知り、様々なバイアスも排除できないことを認識しておく必要があります。また筆者がこれらの指数にであった時から、各社が指数の追加やルールの改良を行い開示が進み<sup>\*4</sup>、現代のヘッジファンド業界の実態を様々な角度から把握し、業界の全体像を浮かび上げさせ提供するという姿勢が見えました。時代とともに変化し続ける指数を適宜確認のうえ適切な参考指数を活用し、ヘッジファンドの評価に努めて参りたいと思います。

\*1: 直近1年のうち各月における指数間の標準偏差が最も大きかった月を抽出し例として示しています。

\*2: 指数によっては速報値になります。

\*3: HFRI Fund Weighted Composite Indexの差を示しています。現在、当指数は翌月5営業日に速報が発表され確報は同月の月末までに発表されますが、2021年6月以前は5か月後まで確定されないスケジュールとなっていました(全て米国基準)。

\*4: HedgeRSは2022年10月に開示可能となりました。

出所: Bloomberg、HFR、Eurekahedge、Credit Suisse、BarclayHedge、Albourneのデータ、資料を基に当社作成

注: 本資料に示された意見等は本資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。

### 【重要なお知らせ】

■ 本資料は当社が情報の提供のみを目的として作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨したり、特定のファンドもしくは特定の運用手法の推奨をするものではありません。

■ 本資料は信頼に足り目且正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、その正確性・信頼性を保証するものではありません。

■ 本資料に記載された過去の実績及びシミュレーション結果は将来の成果等を保証するものではありません。

■ 本資料の一部又は全部をいかなる手段においても複写・複製することはできません。

■ 主なリスク：投資対象のヘッジファンド等は株式、債券、金利、通貨、コモディティー等、およびこれらを原資産とする先物、オプション等様々なデリバティブ取引等で運用を行うため、これら金融商品等の価格変動の影響を受け投資元本を割り込む恐れがあります。詳しくは契約締結前交付書面等をご参照ください。

■ 投資一任に係る費用：投資一任契約にあたり「契約資産額を基準とする固定報酬」と「投資一任契約に係るその他の手数料」の合計額を御負担いただきます。この内容の詳細は契約締結前交付書面等をご確認ください。

アセットマネジメントOneオルタナティブインベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2445号

加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会

連絡先等 ホームページアドレス <http://www.am-one.co.jp/amoai/> 営業グループメールアドレス eigyo@amone-ai.com

所在地 東京都千代田区丸の内1-8-2 鉄鋼ビルディング12階 電話番号 03-5221-1340(代表)