

- 投資家がヘッジファンドの良し悪しを判断する材料の一つとしてトラックレコードがあります。良好なトラックレコードを持つヘッジファンドは魅力的に映りますが、将来にわたって同様のパフォーマンスを上げられるかは不確実性を伴います。過去のトラックレコードに縛られるあまり、将来的に魅力的なリターン創出が期待できるファンドを見落としてしまうリスクもあります。
- 過去のトラックレコードが満足のいく内容でなかったとしても、収益環境の変化、運用者の入替え、リスク管理の改善、リスク量の引上げなどによってパフォーマンスの改善がみられるかもしれません。定性面も含めて判断していくことが重要です。

インベストメント・ソリューション部 ポートフォリオマネジャー 稲田孔明

■ ファンド選定における“トラックレコード”

投資家が運用商品を選定する際にそれぞれの商品の過去の運用成績(“トラックレコード”)を参考にするケースが多くあると思います。世界中に8,000以上存在するといわれているヘッジファンド投資においても、膨大な数のファンドの中から投資候補を絞り込む際に、過去のトラックレコードを基にスクリーニングすることは一見効率的であるように思われます。一方で将来に渡って同様のパフォーマンスを上げられるかは不確実であり、またトラックレコードに縛られるあまり、将来的に魅力的なリターン創出が期待できるファンドを見落としてしまうリスクもあると考えています。

■ トラックレコードは参考になるか

そもそも過去のトラックレコードは将来のパフォーマンスを予測できるものなのでしょうか。仮に将来のパフォーマンスを説明する要因にならない場合、投資家は新しいファンドを選定する際に過去のパフォーマンスは参考程度に留めておく必要があります。一方で将来のパフォーマンスをある程度説明できる場合、トラックレコードを重視してファンドを選別することが合理的といえます。過去のトラックレコードが良好だったファンドがその後も高いパフォーマンスを維持できるのか、ヘッジファンドのリターンデータを用いて検証してみたいと思います。

同一戦略間で比較するため、今回はヘッジファンドの中でもファンド数が多く代表的な戦略である株式ロングショート戦略のヘッジファンド群を対象とし、パフォーマンスの評価尺度として年率リターン及びシャープレシオを用います。ファンド毎に各年末を基準に過去3年間の評価尺度を計測し、その順位に応じて5つのグループに分類、各グループに属するファンド群のその後3年間の評価尺度の平均値を算出します。例えば17年末基準では15年1月～17年12月の3年間の評価尺度でグループ分けし、各グループの18年1月～20年12月の3年間の評価尺度を算出します【図表1】。

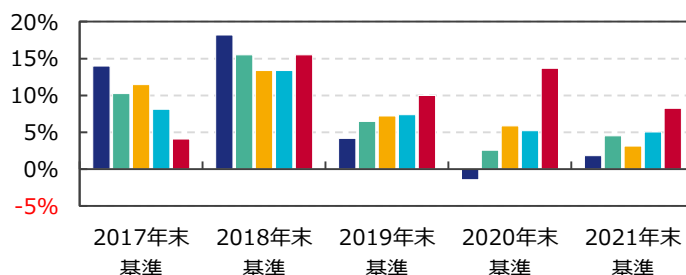
【前提条件】

- ・ 2015年1月～2024年9月までの月次収益率が入手可能な株式ロングショート戦略で、米ドル建てファンドのみを抽出（合計342ファンド）
- ・ シャープレシオ算出に当たり無リスク金利は0%と仮定
- ・ 2021年末基準のみ2022年1月～2024年9月の33か月間で検証

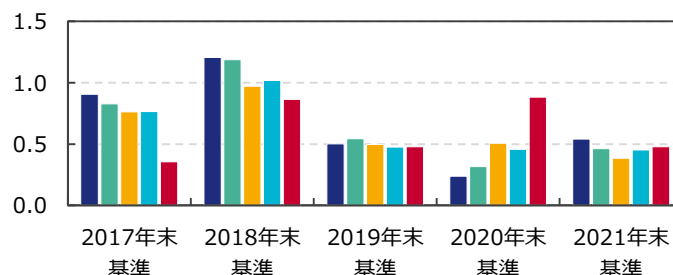
【図表1: 各評価尺度別の計測結果】

(高 グループ1>2>3>4>5 低)

【評価尺度①：年率リターン】



【評価尺度②：シャープレシオ】



■ グループ1 ■ グループ2 ■ グループ3 ■ グループ4 ■ グループ5

出所：デュー・ディリジェンスを通じて取得した情報を基に当社計算・作成

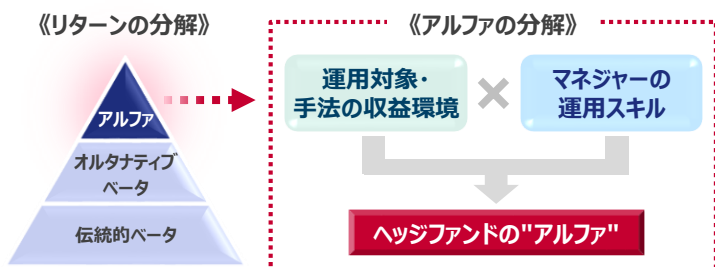
17年や18年末基準ではグループ1のファンド群のその後3年の年率リターン、シャープレシオがともに最も高く、グループ5は相対的に低水準となっています。これらの時期については過去のトラックレコードが一定程度説明力を持っていたと推察されます。一方で19年や20年、21年末基準では逆にグループ1の年率リターンが低調となる一方でグループ5のリターンが最も高くなっており、トラックレコードだけを見て判断してしまうと時期によっては逆効果になってしまう可能性もあります。過去のトラックレコードが将来のパフォーマンスを予測できる可能性はあるものの、それを過信してしまうのは危険と言えます。実際に当社がモニタリングするファンドの中でも過去のパフォーマンスがあまり冴えなかったマネジャーが改善すること、逆にこれまで堅調だったマネジャーが伸び悩むということもよく見受けられます。次項では過去のトラックレコードが満足のいく内容でない場合でもパフォーマンスの改善期待が持てると考えられるポイントをいくつか挙げて見ていきます。

■ パフォーマンス改善が期待されるケース

－ 一時的に収益環境に恵まれていなかった場合

ヘッジファンドが超過収益(“アルファ”)を獲得するためには「運用対象・手法の収益環境」とそれを活かす「マネジャーの運用スキル」の二つの要素が重要と考えられます【図表2】。(“AMOA HEDGE FUND EYE Vol.10”ご参照)

【図表2: アルファ分解のイメージ】



『収益環境』に恵まれない場合、例えば世界中のマクロ経済動向を分析し資産価格の方向性を予測するマクロ戦略の場合、市場が見通しと異なる方向に動いた際には収益獲得が困難になります。近年では23年に前年と全く対照的な運用環境を受けて同戦略は苦戦しました。また深いリサーチにより個別企業の業績予想を得意とするマネジャーが予想を的中させたとしても、センチメント要因等により株価が反応しないことも往々にして見られます。運用の不振が単純に戦略自体の特性に依るものだった場合、あるいはマネジャーの運用スキル自体には劣化が確認されない場合には環境が変化すれば再び収益回復への期待を持てる場合があります。

－ 運用者の入替えが行われた場合

『運用スキル』は時に陳腐化することがあります。近年はマルチマネジャー型ヘッジファンド、いわゆるプラットフォーム(またはポッドショップ)と呼ばれるヘッジファンドに人気が集まる傾向がありました。彼らは複数のポートフォリオマネジャー(“PM”)に互いに独立して運用させる形態をとっています。運用会社によって頻度は異なるものの各社とも不振のPMを解雇し新しい有望な人材を採用することで運用者の入替えを行います。これは運用スキルの陳腐化を避けることに繋がるため、運用者の入替えが規律を伴って行われるかが重要となります。

また過去長期にわたって収益貢献してきたPMであってもその後低迷が続く場合、もしくは大幅な損失を計上した場合などに適切に入替えを行うことが重要です。一時解雇の規律が緩んだことでパフォーマンスが低下したプラットフォーム型ヘッジファンドがその後規律を高め冷静にPMの入替えを進めた結果、パフォーマンスが改善したケースもありました。

－ リスク管理の改善がなされた場合

常に勝ち続けられるマネジャーはごく少数であり、多くのマネジャーが程度の差はありながらも苦戦する局面を経験しています。その際、例えば市場感応度が高く相場と連動して損失を出した場合にはネットエクスポージャー制限を導入したり、特定銘柄で損失が生じた場合にはポジション集中度の制約を設けたり等、将来的に同じ損失を被らないようにより厳格なリスク管理を導入するケースがあります。リスク管理の強化により下方リスクに頑健な運用が期待できる可能性が高まります。一方で導入自体が必ずしもプラスに作用するとは限らないため、変更の良し悪しの検証も重要です。

－ リスク量が十分でなかった場合

ヘッジファンドは常に一定のリスク量で運用する訳ではなく、市場環境によって大きくリスクを上下させることがあり、これにより時期によってリターンの期待水準も変動します。仮にあるマネジャーが投資環境に対する慎重な見方からリスクを抑制した結果としてリターンが低水準に留まっていたとしても、運用内容に大きな変化がない場合には投資機会が増加しリスク量が引き上げられた際に再度十分な収益獲得幅が望める可能性もあるため、運用の中身を精査することが肝要です。

■ おわりに

過去のトラックレコードはあくまでファンドを選別する要素の一つであり、定量面に加えて定性面も含めたリサーチが重要と考えています。昨今は政府の資産運用立国実現プランの中で新興運用業者促進プログラムも話題に上っています。トラックレコードが十分に存在しない新興ファンドへの投資は相応にリスクもあると考えられますが、運用者の前職での実績等も参考に定性的な判断を加えることで有望なヘッジファンドの発掘と投資枠の確保に繋がられるかもしれません。

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且つ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覧ください。

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 <https://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)