

CFA 協会ブログ

No.540

2021 年 8 月 27 日

「アルファ・フレーション」：プライベートマーケット症候群

“Alpha-Flation”: A Private Market Syndrome

[マッシミリアーノ・サッコーネ \(Massimiliano Saccone\)](#)、[CFA](#)

プライベートエクイティには、ポートフォリオやファンドのアルファを計算する方法が、他の資産クラスと比べてより多く存在します。そして、特にこのプライベートマーケットのセクターでは、平均的なファンドへの投資は悪い結果になると考えられています。

そうなのでしょうか？平均的なプライベートマーケットファンドは悪いファンドで、平均的なプライベートマーケットのリターンは低いのでしょうか？もしそうならば、なぜなのでしょう？

他のすべてのアセットクラスでは、平均的なファンドはその最低限の基準値を満たしています。そのため、平均的なファンドは「例外的」なものではありません。しかし確かに、主要な投資期間において、関連するインデックスや市場リターンを每期恒常的に上回ることは簡単なことではありません。

かなり以前に、私は[プライベートキャピタルベータ](#)と[内部収益率\(IRR\)アルファ](#)について書きましたが、アルファの見解をまだ変えていません。なぜ、PE ベータの評判が悪いのでしょうか？デビット・スウェンセンとイエール大学基金モデルの否定しがたい影響は、重要な要素です。

[2013 年のイエール大学の基金の財務報告書には、プライベートエクイティのアルファの追求に関する声明があります。](#)

「イエール大学は、オルタナティブ資産の平均的なリ

ターンを、特別魅力的なものを見出したことはありません。オルタナティブの魅力は、上位 4 分の 1 もしくは上位 10 分の 1 のリターンを生み出す能力にあります。個々のファンドマネージャーのリターンが大きくばらつき、質の高い投資ファンドがスキルの低い同業他社を劇的に上回っている限り、イエール大学は基金に対して魅力的なリターンを生み出し、またマネージャーのアルファ（超過収益）が健在であると示す機会を得るのです。」

そのためアルファの説明とは、リターンのばらつきを前提として、勝者、可能ならば上位 10 分の 1 のものを選ぶことに関するものなのです。PE の四分位数には意味がなく、これらの概念が基礎とする IRR の再投資という暗黙の前提によってばらつきが悪化するのは、残念なことです。

プライベートマーケットのアルファ症候群

マーケティングは常に、優れたリターンとゼネラルパートナーによって生み出されたアルファを強調します。このことは広く理解され、そして簡単に軽視されます。しかし、アロケーターやリミテッドパートナー (LPs)、彼らのアドバイザーがもたらすアルファについてはどうでしょうか？

こうしたことには、感情バイアスや認知エラーと同じくらい、人間の本性にも大きな原因があります。人間の本性は、市場参加者の行動や決定に影響をもたらしているのです。

プライベートマーケット投資において用いられる、アロケーターとアドバイザーによるアルファの測定方法の開発過程の中で、投資家とステークホルダーの投資前と投資後の要件や、アンカリングや後悔回避性、コントロール幻想などの行動バイアスに対処する必要があります。

ステークホルダーは、特に、しばしば大きな費用が掛かり、またやり直しも難しいような、長い期間が必要で流動性の低い資産への投資の決定において、確実さと安心感を求めます。究極の高パフォーマンスの証であるアルファは、そうしたニーズを満たす必要があります。

プライベートマーケットのベータの欠如がアルファ・フレーションをもたらした

様々なプライベートマーケットのアルファの指標が、投資に適用されるべき[唯一のアルファの定義](#)を反映していないというのは、真実です。アルファは、関連する代表的なベンチマークとの比較でもたらされる、特定の投資による超過収益です。PE の場合、それはプライベートマーケットの正確なベータを意味します。

プライベートマーケットへの投資で、正確で代表的な指標は昔から利用できないため、アロケーターやアドバイザーや学者は様々なアルファに似た指標を考案しました。これらの多くは上場市場のベータを参照する一方、いくつかのものは市場の指標と全く無関係でした。

[ダイレクトアルファ法](#)は、プライベートマーケットにおいて主要な「ファイナンシャルアルファ」アウトパフォーマンス指標です。しばしば [KS-PME](#) に関連付けられていますが、最近はエクセスバリュウ法によって補完されるようになりました。ダイレクトアルフ

ァ法は上場株式のベンチマークに対する超過収益率を算出する一方で、KS-PME はレシオを算出し、エクセスバリュウ法は関連した金額の合計値を出します。KS-PME は確かに、これ以前の指標が扱えなかったギャップを埋めるために導入されました。しかし、これらすべての指標には、同じ固有の限界があります。つまり、これらは取引固有のもので、結果を適切に一般化できないのです。こうした点を考慮しないと、それらを適切なベンチマークと見なし、またそれらのアルファの定義が正確なものだと見なすことはできません。

学者やデータプロバイダーは PE のアルファを測定するための他の指標を提案しています。しかし、これらも一般化の問題を克服できておらず、また実際の金額とアルゴリズムによって算出される複利収益率の間にある、必須の 1 対 1 の対応関係にまで到達していません。

より最近では、実務家はアルファではなく、要求される投資利益率を超える確率へと注意を向けるようになりました。これは、PE の絶対リターンという性質を考えると、興味深くも一貫した手法です。しかしこれは、アルファという難題の解決策というより、逃げ道に似ています。

そして最後に、このように定義が変化することによってもたらされる、ステークホルダーにとってのリスクがあります。それは、投資や報告プロセスにおいて必要な客観性を持たないような自己参照型のベンチマーク手法を、アロケーターが作ってしまうことなのです。

プライベートエクイティにおいて、PE アルファはどうあるべきか、そして何をもたらすか

他の資産クラスと同じように、バートン・G・マルキールが著書 [『ウォール街のランダム・ウォーカー』](#)

で行った方法で、PE のアルファは超過収益を測定すべきです。マルキールは、「目隠しをして新聞の株価ページにダーツを投げる猿は、専門家が慎重に選び抜いて作られたポートフォリオと同じくらい機能するポートフォリオを選ぶことができる」と記しました。

つまり、一貫した集団の中で、一貫した時間に渡り、完全に希薄化された基準に基づき、裁定取引がない状況下において、プライベートマーケットの一任されたアロケーションがルールベースで分散したアロケーションを上回った時、正のアルファが生み出されるのです。

この計算は、時間加重収益基準で構築され、連続性があり適切な代表性のあるプライベートマーケットのインデックスの存在によって可能となります。これには、複利計算を用いて、インデックスを構成する個々のファンドポートフォリオの実際のキャッシュと NAV バランスの間にある、1 対 1 の関係が作ることが可能である必要があります。

これは、PE の適切なベンチマークの重要な構成要素である、[期間調整済資本利益率 \(DaRC\)](#) の方法論の主な目的の一つです。DaRC や関連したインデックスによって、ユーザーは適切なアルファを決定し、プライベートマーケットのベータの特性や、プライベートマーケット投資における市場リスクプロファイルの特性を利用することができます。

私たちの分析によれば、平均的な PE ファンドは悪いファンドではなく、また私たちが観察した 25 年間では、平均的なリターンは悪いものではありませんでした。実際、ファンドのパフォーマンスの低下でさえ、関連したプライベートマーケットのビンテージインデックス（つまり平均的なファンド）によって説明できることが分かりました。ブラインドプールへの投資は難しいため、インデックス化された分散が提供する

連続性のある統計が助けになります。

プライベートマーケットの説明で見られるアルファ・フレーションは、重大な歪みを生み出します。プライベートマーケット投資において用いられる、トータルリターンを管理する方法を誤って伝えるような、超過収益への期待を生み出してしまうのです。あまり精緻ではない個人投資家がプライベートエクイティへのアクセスを拡大させている現在、業界に対して意図しない「ブーメラン」のような結果をもたす可能性があるのです。

執筆者

Massimiliano Saccone, CFA

(翻訳者: 安部 智宏, CFA)

英文オリジナル記事はこちらに

<https://blogs.cfainstitute.org/investor/2021/08/27/alpha-flation-a-private-market-syndrome/>

注) 当記事は CFA 協会 (CFA Institute) のブログ記事を日本 CFA 協会が翻訳したものです。日本語版および英語版で内容に相違が生じている場合には、英語版の内容が優先します。記事内容は執筆者の個人的見解であり、投資助言を意図するものではありません。

また、必ずしも CFA 協会または執筆者の雇用者の見方を反映しているわけではありません。