

CFA 協会ブログ

No.547

2021 年 10 月 15 日

Less Efficient Markets = Higher Alpha?

非効率的な市場ならばアルファを高められるだろうか？

[ニコラス・ラベナー \(Nicolas Rabener\)](#)

はじめに

よく学生からキャリアについて相談を受けることがありますが、これは特に満足のいく経験ではありません。彼らの多くは並外れて賢く勤勉な人物であり、オックスフォードやケンブリッジで化学工学や宇宙物理学をはじめとする難しい分野の博士号を持っています。彼らには年に数ベースポイントを稼ごうとするのではなく、科学に専念し、我々の文明にとって意味ある貢献をして欲しいと願っています。

一方で、早くから金融のキャリアを目指すと決め、学んできた学生もいます。彼らにより良い化学肥料や宇宙船を作るよう言い聞かせてもあまり意味はありません。ですが、金融のキャリアに関してアドバイスすることはだんだんと難しくなっています。なぜなら、既に世界の資本市場は高度に効率化されており、日々、AI のような機械が人間から市場シェアを奪っているからです。ファイナンスの修士号と基本的なエクセルスキルを持つだけの人にとってキャリアの可能性は着実に狭まっているのです。

当然それは役割にもよります。ほとんどの学生はファンドマネジャーになり資金を運用することを夢見ています。上場投資信託（ETF）は彼らの重要な競争相手となっています。ですから、もしファンドマネジャーがキャリア目標なのであれば、プライベート市場やニッチ分野のエクイティのような効率性の

低い市場に焦点を当てるのが、賢明なキャリアアドバイスかもしれません。

なにしろ、ファンドマネジャーは理論的にはこうした市場からより多くのアルファを引き出せるはずなのです。もちろん投資の世界では、現実が理論から大きく乖離することが多々あります。それでは、ファンドマネジャーは効率性の低い株式市場で、実際にはどのようなパフォーマンスを上げてきたのでしょうか。

米国株式市場におけるアルファ創出

この問いに答えるために、まず米国株式市場におけるファンドマネジャーのアルファの創出能力を調査しました。S&P の SPIVA スコアカードは投資信託の運用者のパフォーマンスについて素晴らしい洞察を与えてくれます。

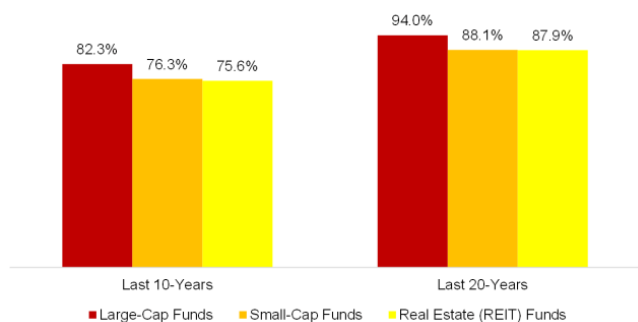
そこでは、気の滅入るような結果が示されています。2010 年から 2020 年の 10 年間で見ると、米大型株の投信運用者の 82% はベンチマークに勝てていません。2000 年から 2020 年に期間を広げると、驚くべきことに 94% が負けていることになります。

S&P500 が世界中でもっとも多く取引され、調査されている銘柄から構成されることを踏まえると、これはおそらく予想されたことなのでしょう。しかし、米小型株のファンドマネジャーも特に健闘している訳ではありません。多数のお宝銘柄の存在にもかか

わらず、最近 10 年間では 76% がベンチマークをアンダーパフォームしているのです。

アセットオーナーの多くは、専門家の知識には価値があると考えています。例えば REIT は株式、債券、不動産の特徴を併せ持つ少し特殊な商品であり、理論的にはこうしたセクターは豊富なアルファの機会をファンドマネジャーに提供するはずですが、しかし、米国ではこうした市場でさえ効率的過ぎるのです。実に 4 分の 3 以上、76% の REIT ファンドマネジャーがベンチマークに勝てていないのです。

ベンチマークをアンダーパフォームした 米国株式投資信託の割合



出典：S&P SPIVA Scorecards 2020, Factor Research

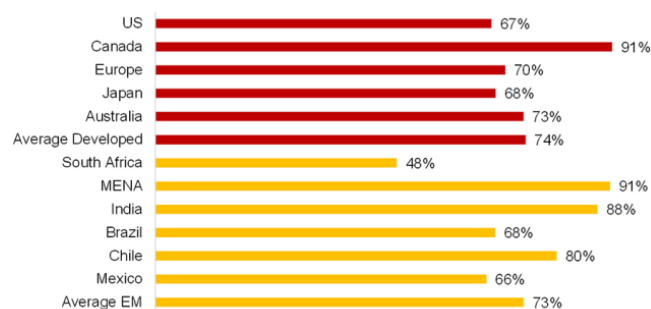
非効率的な市場から利益を得る

新興市場は、米市場に比べて規制が緩く、企業の情報も平等に提供されている訳ではありません。情報の非対称性は著しく高く、中国をはじめ多くの市場では個人投資家が大半を占めています。こうした状況では洗練されたファンドマネジャーが投資家のために大きな価値を生み出せるはずですが。

しかし、先進国市場と新興国市場の株式投信のマネジャーを比較すると、どちらも同様に苦戦しています。2020 年までの 3 年間では先進国のファンドマネジャーの 74% がベンチマークをアンダーパフォーム

しているのに対し、新興国市場でも 73% がアンダーパフォームしているのです。

過去 3 年間でベンチマークを アンダーパフォームした投資信託の割合

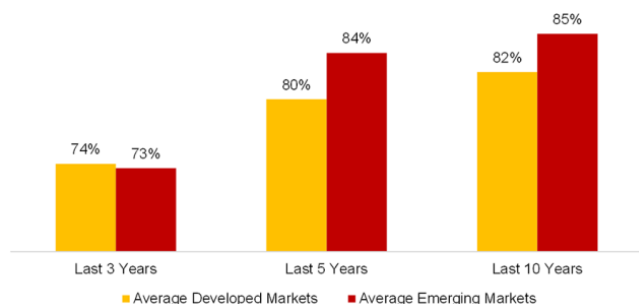


出典：S&P SPIVA Scorecards 2020, Factor Research

投資家は過去 3 年間のパフォーマンスデータに基づいて投資信託を選択する傾向がありますが、これは比較的短期であり、好不況のマーケットサイクル全体を含んでいない可能性があります。ファンドマネジャーがその洞察力を証明するにはもっと時間が必要であり、より長期で評価されるべきなのかもしれません。

しかし、残念ながら観察期間を延ばしても見通しは改善せず、新興市場の投資信託マネジャーのパフォーマンスは先進国市場よりも若干悪いものとなります。過去 5 年間では新興市場のファンドマネジャーの 84% がベンチマークを下回ったのに対し、先進国市場では 80% でした。過去 10 年間では先進国市場の 82% がアンダーパフォームしたのに対し、新興国市場では 85% がアンダーパフォームしています。

ベンチマークをアンダーパフォームした



株式投資信託：先進国 vs 新興国

出典：S&P SPIVA Scorecards 2020, Factor Research

パフォーマンスの一貫性

公平を期すために言うと、投資信託のファンドマネジャーがアルファを創出していないという話は、新しい話ではありません。学術研究では何十年前前から指摘されてきたことです。アセットオーナー達は、一貫して超過収益を生み出すことのできる少数のファンドを見極めることが重要だと強調しています。これは、新興国市場でファンドマネジャーを評価する際に興味深い点です。先進国と比べて情報の非対称性が高いことを踏まえると、ファンドマネジャーが競争優位を得るより多くの機会があったはずだからです。

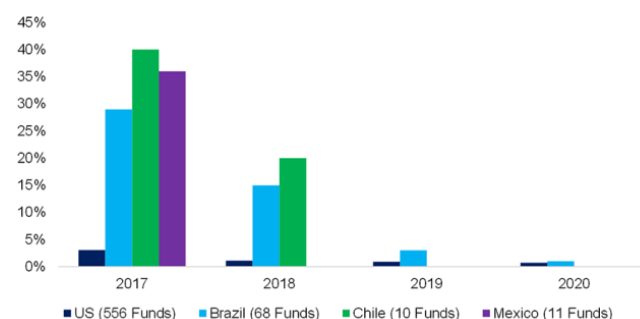
S&P はパフォーマンスの一貫性に関するデータも提供しています。これによると、米国の株式投資信託は実に悲惨な状況にあります。例えば 2016 年の上位 25% のファンドのうち翌年も上位 4 分の 1 を維持出来たのはわずか 3%、4 年間では 1% にも満たなかったのです。換言すれば、パフォーマンスの一貫性がないということです。

対照的に、新興市場では翌年にかけてはパフォーマンスの一貫性が見られます。ランダム分布を仮定すると、上位 4 分の 1 のファンドの内 25% がその地位を維持できると想定されますが、ブラジル、チリ、

メキシコではそれ以上の比率のファンドがこれを達成しました。

しかし、それ以降の数年には、この割合が急落しており、パフォーマンスに一貫性のあるファンドはほとんどないことが分かります。いずれの株式市場においても、最高のパフォーマンスを上げる投資信託には特に競争上の強みはないようです。

パフォーマンスの一貫性：2016 年時点で上位 25%、翌年以降も上位 25% に残留したファンドの比率



出典：S&P SPIVA Scorecards 2020, Factor Research

新興市場のヘッジファンド

新興市場のほとんどの投資信託のマネジャーがアウトパフォームできておらず、また少数のアウトパフォームしたマネジャーも一貫性を欠いていることから、これはスキルというよりも運によるものだったのでしょうか。ベンチマーク指数に制約されることは、アルファを生み出すのに適していないのかもしれない。

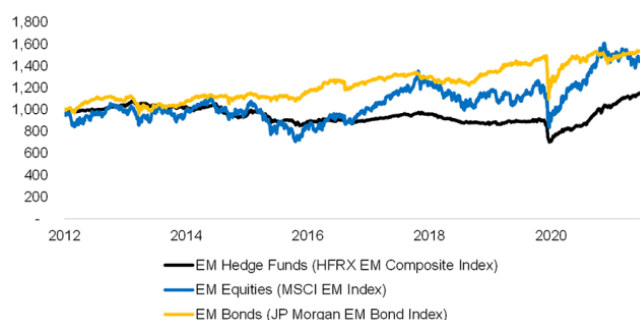
では、比較的制約の少ない新興市場のヘッジファンドを評価してみるとどうでしょうか。これらのファンドは、株式、債券、通貨のロングもショートも可能なので市場全体の環境には左右されないはずです。

しかし、こうした高度に洗練された投資家でさえ、ベンチマークを上回ることに苦勞しています。

HFRX EM コンポジットインデックスは、MSCI 新

興市場インデックスと比較して、ボラティリティこそ低下させているものの、パフォーマンスは似たような傾向を示しています。2012 年以降のリターンは、2020 年のコロナショック後の株式の急反発によるポジティブリターン（これはアルファというよりベータによるものでしょう）を除けば、基本的にはゼロでした。

新興市場のヘッジファンド vs 株式・債券



Sources: HFRX, FactorResearch

さらなる考察

新興市場は、先進国市場と比べて情報の非対称性が大きく効率性の低い資本市場です。マイクロソフト社は 30 人以上、アマゾン社は 40 人以上のウォールストリートのリサーチアナリストにカバーされているのに対して、新興国の株式は同じようには調査されておらず、大半は機関投資家の調査対象となっていません。

なぜ、新興国の投資信託のマネジャーはこうしたカバレッジの不在を生かすことができないのでしょうか。

確かにマネジメントフィーはアルファを減少させます。しかし、最大の理由は市場にかかわらず、単に銘柄選択が難しいということでしょう。新興市場は確かにアルファの機会は多数あるかもしれませんが、リスクもまた大きいのです。例えば、アルゼンチンは 2017 年に 100 年債を発行し切り抜け、モザンビ

ークは 2016 年にマグロ漁船団の資金調達のために債券を発行しましたが、現在ではどちらの国もこうした資金調達はできないでしょう。安定性にかける新興市場は運命の変化も早く、予測は無益なものになってしまいます。

つまり、効率性の低い株式市場に注目することは、少なくともファンドマネジメントを目指す人にとっては、特に健全なキャリアプランではないということです。より賢明なアドバイスは、シンプルに資金を追う、つまりプライベートエクイティやベンチャーキャピタルといった多くの資金が流入するプライベート市場を目指すことでしょう。これらは複雑なアセットクラスであり、ベンチマークと比較することもその商品が付加価値を産んでいるか計算することも困難です。こうした複雑性は、投資家にとっては敵かもしれませんが、アセットマネジメントにとっては味方なのです。

ニコラス・ラベナーと [FactorResearch](#) チームのインサイトを受け取るには、[ニュースレター](#)に登録してください。

この記事が気に入った方は、[Enterprising Investor](#) を購読してください。

(翻訳者：勝野泰典、CFA)

英文オリジナル記事はこちら

<https://blogs.cfainstitute.org/investor/2021/10/11/less-efficient-markets-higher-alpha/>

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。