

# T&D's *EYE*



## ■ 今月のTopic

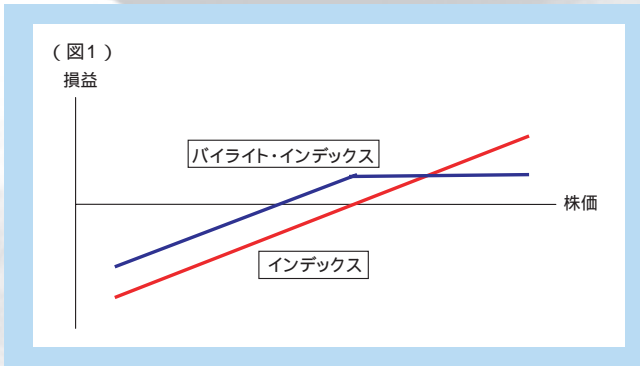
### 米国におけるバイライト・インデックスと日本の株価指数によるシミュレーション結果について

米国にはバイライト・インデックスなるものが存在します。CBOE (Chicago Board Options Exchange) のホームページによると同取引所だけで5種類のインデックスが公表されており、本年10月にはS&P 500 BuyWrite Indexの先物がCBOE Futures Exchangeに上場されました。

#### 【CBOEが算出しているバイライト・インデックス】

- CBOE Russell 2000 BuyWrite Index (BXR<sup>SM</sup>)
- CBOE S&P 500 2% OTM BuyWrite Index (BXY<sup>SM</sup>)
- CBOE S&P 500 BuyWrite Index (BXM<sup>SM</sup>)
- CBOE DJIA BuyWrite Index (BXD)
- CBOE NASDAQ-100 BuyWrite Index (BXN)

バイライト・インデックスという馴染みのない言葉に聞こえるかもしれませんが、カバードコールといえばピンとくる人も多いはず。バイライト・インデックスはカバードコールと同義に使われており、上記インデックスはいずれも、現物バスケット(つまり指数そのもの)を購入して、インデックスのオプションを売却したリターンを算出しています。カバードコール戦略については以前から多くの研究論文が発表されており、いまさら目新しい戦略でもありませんが、教科書的に説明すると、(1)株式市場が中立か緩やかな上昇の場合に有効な戦略である、(2)オプションの売却で得たプレミアムが下値に対するクッションになる、(3)アップサイドのリターンを諦める代わりにポートフォリオのボラティリティを下げる、といった特徴があります。なお、損益曲線のイメージは図1の通りです。



CBOEのホームページによると、1988年6月1日～2005年12月30日を分析期間としたS&P 500 BuyWrite IndexとS&P 500のリスクとリターンは表1の通りとなっています。S&P 500 BuyWrite IndexはS&P 500の約60%のリスクで、同等のリターンを達成しました。この種の分析は期間の取り方により結果が大きく変動するものではありませんが、この結果は注目には値すると思います。

(表1)

	年率収益率	年率標準偏差
S&P 500 BuyWrite Index	11.8%	9.4%
S&P 500	11.7%	14.1%

そこで、日本で日経225オプションが上場された1989年6月から2006年11月までの期間、日経225を指数としたバイライト・インデックスを擬似的に作成するシミュレーションを以下の前提条件で行いました。

#### 【前提条件】

1. ボラティリティは日経225のインプライド・ボラティリティを使用
2. 毎月月末に1ヶ月満期のアット・ザ・マネーのコールオプションを売却

結果は表2の通りで、日経225のマイナスリターンに対してバイライト・インデックスはプラスのリターンとなり、また標準偏差はS&P 500 BuyWrite Indexと同様に日経225の60%程度の水準まで低下しました。

(表2)

	年率収益率	年率標準偏差
日経225 BuyWrite Index	6.6%	13.4%
日経225	-4.0%	21.9%

また、図2はシミュレーション結果を累積リターングラフにしたものですが、分析期間中の日経225が半値になったにもかかわらず、バイライト・インデックスは2倍になりました。

(図2)

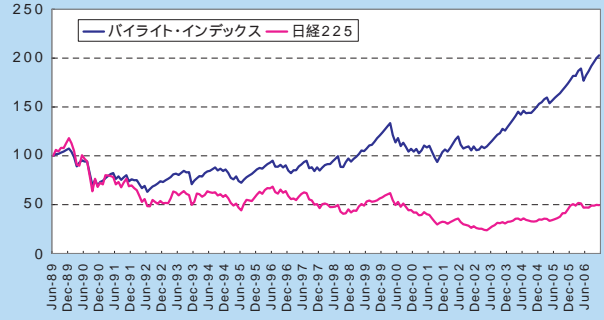


表3は年度ごとにリターンを集計したものです。これによるとバイライト・インデックスが日経225をアウトパフォームしたのは、過去18回の年度のうち13回で、勝率は70%を上回りました。また、バイライト・インデックスが日経225のリターンに負けた5回の年度のうち、3回は日経225が30%以上上昇した年度であり、当然のことながらそれらの年度のバイライト・インデックスも大きな上昇となりました。一方、バブルの頂点でシミュレーションを開始したことから、期中の日経225は13回の年度でマイナスリターンとなりましたが、バイライト・インデックスは7回のマイナスに止まりました。

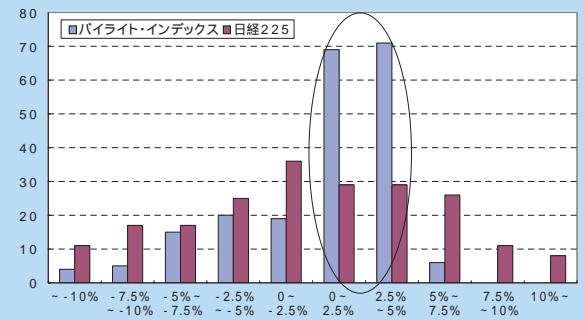
(表3)

	バイライト・インデックス	日経225	超過収益
1989	-10.9%	-9.0%	-1.9%
1990	-11.0%	-12.3%	1.3%
1991	-10.8%	-26.4%	15.6%
1992	10.7%	-3.9%	14.6%
1993	0.7%	2.8%	-2.1%
1994	-3.8%	-15.6%	11.8%
1995	17.6%	32.6%	-15.0%
1996	-4.5%	-15.9%	11.4%
1997	7.2%	-8.2%	15.4%
1998	11.3%	-4.2%	15.5%
1999	31.1%	28.4%	2.7%
2000	-20.9%	-36.1%	15.2%
2001	6.6%	-15.2%	21.8%
2002	-4.1%	-27.7%	23.6%
2003	30.6%	46.9%	-16.4%
2004	13.4%	-0.4%	13.8%
2005	17.1%	46.2%	-29.1%
2006	8.5%	-4.6%	13.1%
平均	4.9%	-1.2%	6.2%

分析期間:1989/6～2006/11  
1989年と2006年は年率換算せず  
網掛けはバイライト・インデックスが日経225をアンダーパフォームした年度  
年度ごとの単純平均のため表2とは数字が異なる

図3は月次リターンの分布を比較したものです。これによるとバイライト・インデックスは±10%を超えるリターンが減り、0～5%のリターンが増えた結果、月次リターン分布が日経225と比較して中央によっていることが見てとれます。

(図3)



日本の金融市場の歴史を振り返ると、欧米、特に米国で起こったことは一定の時を経て日本に上陸しています。日本でもそう遠くない将来にバイライト・インデックスが算出、商品化される日がやって来る予感がします。



運用企画部  
オルタナティブ運用チーム  
原 勝哉 CFA

## TDUSA News

### 米国におけるFOHF商品の具体例

T&DアセットマネジメントUSAはファンズ・オブ・ヘッジファンド(以下FOHF)を中心とした投資顧問業を行っております。具体的には、現在米国に籍をおきますリスター・ワトソン社(以下LW社)と運用助言契約を結び『オルタナティブ・アルファ・ファンド』(以下AAF)の名称でFOHFの運用を行っています。LW社の主な運用商品もAAFに代表されるようなFOHFですが、その他のヘッジファンド関連商品として破綻企業の債権投資に特化したファンドや株式市場のダウンサイドを低減することを目的としたファンドなども運用しています。今回と次回の2回については、これらLW社の金融商品の概要をお知らせすることで、米国において実際にどのような商品が提供されているかの、日本の投資家の首尾にイメージをつかんでいただければと思います。今回は破綻企業の債権投資(ディストレスト戦略)に特化したFOHFであるディストレスト・ファンドをご紹介します。

### ディストレスト戦略とは?

破産した企業や財務内容が極度に悪化した企業の債権に投資する戦略がディストレスト戦略です。米国ではChapter 11(会社再建に関する法律)やChapter 7(清算に関する法律)に基づき、破綻企業は様々な手続きを経て再建(あるいは清算)されていくのが一般的です。ディストレスト戦略とは、こうした破綻企業(もしくは破綻の可能性が高い企業)の様々な債権(ローン、社債、買掛金、株式等)に投資し、その再生過程(あるいは清算過程)でリターンを上げようとする戦略です。

### ディストレスト投資の多面性

一口にディストレスト債権に投資するといっても単純なことではありません。まず第一に、財務内容が極度に悪化したり、破綻してしまった企業の「解散価値」や「残存価値」、あるいは再生が成功した場合の「将来価値」などをどのように判断するかは、非常に高度な調査能力と豊富な経験が必要です。さらに、その企業の本源的価値(Intrinsic Value)が企業の資本・負債構成(これをキャピタル・ストラクチャーと呼びます)のどの部分に相当する債権にどの様に分散されているかを判断し、それぞれの債権にどのぐらいの価値があるかを判断する必要があります。例えば、返済順位の高い優先担保付債権と返済順位の低い劣後債権ではその価値判断は異なってきます。また、マネージャーの中には単に企業価値を分析するだけでなく、自ら債権者あるいは株主として企業再建に乗り出すマネージャーもいます。こうした「どの手法」「どの企業」「どのタイミング」「どのキャピタル・ストラクチャー」に投資するかがマネージャーの腕の見せ所となりますが、こうした様々な手法を持つヘッジファンド・マネージャーが米国の厚い企業再生市場の一翼を担っており、また我々のような投資家に一般的な株式市場や債券市場(伝統的資産)とは相関が低い多様な投資機会を提供しています。

### ディストレスト戦略の参入障壁

上記のような投資過程からもお分かりいただけるように、ディストレスト戦略を専門とするマネージャーは企業価値分析や産業構造だけではなく、破産法あるいは関連法令に精通していることが求められます。さらに会社再生や清算の実務にも通暁している必要があります。ヘッジファンド業界広しといえどもこうした関連知識(および経験)をすべて備えたマネージャーはさすがに多くはなく、この業界ではかなり参入障壁の高い(つまり参加マネージャー数が限られている)戦略であるといえます。

また、ディストレスト債権の需給バランスも偏っています。ほとんどの投資信託やCDOは資産運用に関する様々なガイドラインから(例えばBB格付け以下には投資しない、など)、また銀行は厳格なリスクアセットの評価ルールにより、ディストレスト債権への投資はできず、投資するのはプライベート・エクイティとヘッジファンドのみという状況のため、ディストレスト市場は価格形成に歪みが生じやすいといった特徴があります。ですから、初期段階のディストレスト債権の市場価格はその内包価値に比べかなり割安になる傾向があります。

### ディストレスト市場の市場環境

ディストレスト市場の市場環境については、弊社の社長である森が「連邦破産法申請企業への投資と今後」(T&D's Eye 2005年10月号Vol.41)に簡潔にまとめておりますので、合わせてご参照ください。この中で森は「足元ハイイールド債の発行残高がこれまでにないほどの増加を見せている中、少なくとも次の段階ではこの戦略(ディストレスト戦略)にとっての収益機会の増加、つまりリターン好機が訪れることが期待できます」とコメントしています。

### LW社のディストレスト・ファンドについて

運用形態としてはAAF同様、FOHFの形式を取っておりますが、特にディストレスト戦略に特化したマネージャーのみをセレクトしているFOHFです。LW社は当ファンドを2001年7月から運用しており、これだけ長いトラックレコードを有するディストレスト専門のFOHFは全米で見ても極めて稀な商品です。平均年率リターンは+11.01%であり、標準偏差は3.95%、シャープレシオは2.16となっております(いずれも2006年10月末現在)。ディストレスト債権投資の特徴からロックアップ期間は12ヶ月、解約頻度は年1回となっており、一般的なFOHFとプライベート・エクイティの中間に位置するような商品となっております。



T&Dアセットマネジメント  
(USA) 株式会社  
深澤 和幸

今回ご紹介させていただいた運用手法について、ご興味をお持ちの方がいらっしゃいましたら、T&Dアセットマネジメントを通してお問い合わせいただけますようお願い申し上げます。

## ちょっとひと息

### 「犬の散歩」

たまたま通りかかった高円寺のペットショップにいた、生後1ヶ月のシーズー(犬種)に一目ぼれ。当時、小学生だった娘へのプレゼントと称し、早速その週末にショップを再訪しました。犬好きなマジメな店員さんは、「衝動買いをして本当に世話をするのか?」と、私のことをいぶかしんでいたように見えましたが、即決して購入しました。名前を「エイミー」と名づけ、今ではエイミーが家族に加わってから7年が経ち、元気に存在感を發揮しています。

最近では新聞・雑誌に健康に関する記事を見ない日はありません。生活習慣病予防には適度な運動・ウォーキングがいいようです。特に健康のためと意識しているわけではないのですが、週末土曜・日曜は、朝方30~40分ほどエイミーの散歩をしています。

犬との散歩なので、ゆっくりしたり、止まったりしながら歩いていくのですが、これが程よく街を観察できるのです。季節ごとの街路、庭木の魅力に気がつきました。10月にはキンモクセイの香りを感じ、11月にはサザンカが咲き始めイチョウが黄色くなり始めました。オナガ、ムクドリ、キジバト等、さまざまな鳥もみられ、さながらバードウォッチングのようでもあります。きれいなウグイス色の小さなメジロを見かけると思わず立ち止まって見入ってしまいました。年が明けると白い大きな花が咲くこぶしの大木、桃、桜と続き、5月はバラ、新緑の芽吹きと年中楽しんでます。

エイミーの話に戻りますが、私が出社するときは案外そっけなくチラッと顔を上げるのですが、週末の朝になると会社は休みということが分かるのか、私の傍に付いて離れません。そのうち玄關のほうに行きこちらを向いて一声「ワン」と散歩に連れて行けと訴えるのです。私はリード(散歩のとき犬をひく革等の紐)をエイミーにつけてやり、そそくさと外に出るのです。今日はどのルートにしようか思いながら深呼吸。気分爽快です。


一人だけでぶらぶらまわりを覗ながらの朝・夕の散歩はいかにも怪しすぎます。犬の散歩だから不自然でないのです。散歩が体にいいからといって続けるのは強い意志がいるでしょうが、犬の散歩でなら苦にならずに続けられます。近頃はエイミーの世話で散歩しているというより、むしろエイミーがいるおかげで私が散歩できると思うようになりました。

今週末も私が散歩できるよう、エイミーは忘れず一声かけてくれるでしょう。

ペット関連銘柄に注目です(弊社アナリストの予想とは関係ありません)。



マーケティング部  
守山 公章



**T&D** T&Dアセットマネジメント

T&D保険グループ

〒105-0022 東京都港区海岸 1-2-3  
汐留芝離宮ビルディング  
TEL 03-3434-5544  
<http://www.tdasset.co.jp/>

本書に掲載されている意見は全て著者個人の意見であり、当社の意見、またはこれを代表するものではありません。またこれらは作成時点の信頼できる情報をもとに作成されておりますが、その正確さ、完全さ、あるいは公明さについて保証するものではありません。本書中の意見及び評価については無断で変更することがあります。