

# 変貌するファンド・オブ・ヘッジファンドの運用内容

日本の機関投資家がヘッジファンドに投資する場合、最も一般的な投資先であるファンド・オブ・ヘッジファンドの運用に変化が見え始めた。リターン低下、投資家サイドのリスク管理意識の高まりなどを背景に、集中度を高め、顧客ニーズに合わせてカスタマイズ化した特徴ある運用内容に変化していく可能性が高い。

## ファンド・オブ・ヘッジファンドの特徴

ファンド・オブ・ヘッジファンド（以下FoHFと略す）は、文字通り投資対象を複数のヘッジファンド（以下HFと略す）としたファンドである。HFは投資戦略の自由度が相対的に高く内容も複雑であるため、優れたHFを探し出すことは通常のファンド以上に難しい。FoHFは投資家に代わって優れたHFを見つけて投資する役割を担っており、HF全体の残高1兆3千億ドルの内、既に4千億ドルを超える残高を占めている<sup>1)</sup>。FoHFの利点と考えられているのは以下のような点である。

- 少額の資金で分散投資が可能
- 優秀なHFマネージャのデューデリジェンス<sup>2)</sup>、選択及び投資割合の決定を代行
- 一般投資家がアクセスしにくいHFへのアクセスを容易にする

日本の銀行・生損保・年金基金といった代表的な機関投資家のヘッジファンド投資で、投資額の最も大きいのがFoHFである<sup>3)</sup>。米国と英国にHFマネージャの8割が存在し、日本から運用内容をタイムリーに把握することが難しいこと、年金基金が金利上昇に備え債券代替商品として分散の効いた低リスクのFoHFを積極的に購入したこと等の理由でFoHFの投資が進んでいると考えられる。

## 資金流入の減少

これまで順調に残高を伸ばしてきたFoHFだが、最近その成長に陰りが見え始めた。図

表はHF全体の残高に占めるFoHFの残高の割合の推移を示したものである。残高割合は2004年9月末をピークに2006年3月末には6%程度減少している。資金流入自体は続いているものの、2002年に1千億ドル以上の資金流入があった状態から、2005年には100億ドル以下まで減少、HFへの資金流入額に占める割合も2割程度にまで落ちた。

特に米国の機関投資家の間でFoHFの人気に陰りが見え始めているが、その理由は幾つか考えられる。

### リターンの低迷

- HFに上乘せして払う手数料を嫌い、マルチ戦略に移行する投資家の増加
- 投資家のリスク・バジェット<sup>4)</sup>の浸透により、ハイリスク・ハイリターンの商品を求める傾向が出てきたこと
- 投資家自身のHFへの投資経験が増え、直接投資を指向する傾向が出てきたこと

絶対リターンの低下傾向は、FoHFに限らずHF全体の現象であるが、優れたHFマネージャを選択し投資する利点も、FoHF全体で見ると効果が発揮されていない。HF指数との相対リターンは2003年以来ずっとマイナスが続いている。

同じ分散効果を謳うマルチ戦略ファンドとの競争が激しくなっている点も人気に陰りが出た要因の一つである。マルチ戦略ファンドとは、一つの運用会社が同じファンドの中で、

### Writer's Profile



堀江 貞之  
Sadayuki Horie

金融ITイノベーション研究部  
上席研究員

専門は資産運用関連の  
先端動向調査・研究  
focus@nri.co.jp

複数の異なる投資戦略を組み合わせ、FoHFと同じ高い分散効果をより低いコストで実現し、リターン効率を高めようとしたもので、最近残高が増加している。

米国の大学寄贈基金や年金ファンドは、HFに対してよりハイリスク・ハイリターンの商品を望む傾向が強くなっている。リスク・バジェットिंगの浸透により、HF単体のリスクが高くても、他資産との低相関による分散効果でファンド全体のリスクがあまり高まらないことが理解され始めた。高リスクであっても高リターンが望めるファンドを組み込み、ファンド全体のリスク・リターン比を高めるニーズが強いのである。そのため、債券と同等の低いリスクで短期金利に対して5%程度の超過リターンを見込めるファンドから、二桁の超過リターンが期待出来るファンドへの投資ニーズが強まっている。

### 今後のFoHFの方向性

欧米の主要FoHFでは、これまで述べた主として米国の顧客ニーズに対応する形で、投資戦略を見直しているところが多い。例えば100億ドルを越える運用資産を持つ、米国のBlackstone社<sup>5)</sup>では、2005年からファンド数及び投資戦略の集中度を高め、高リターン狙いのファンドを相次いで投入している<sup>6)</sup>。英国

の大手FoHF会社のFRM社<sup>7)</sup>も米国投資家向けに集中度の高いファンドの提供を始めた。組み入れファンド数を10以下に絞り、顧客の要望も取り入れたカスタマイズ商品で年金基金や大学寄贈基金の顧客獲得を行っている<sup>8)</sup>。

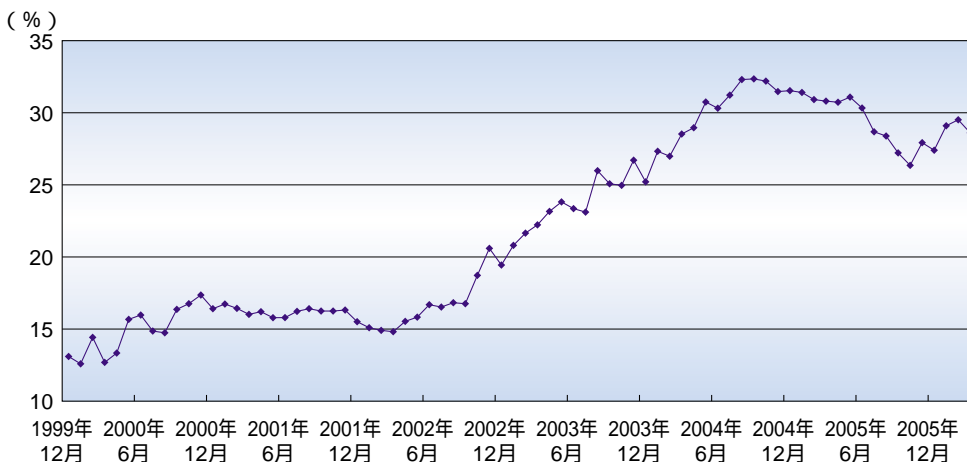
日本でも、BIS規制のリスク資本の計算方法変更でHF投資に対するリスク資本割当量が現在より増えることで、リターン効率を高める必要が生じ、高リターンHFへのニーズが高まる可能性がある。半数以上が既にオルタナティブ投資（その大半はHF投資）を行っている日本の年金基金でも、ファンド全体のリスク・リターン比を改善するという視点を重視し、米国の年金基金と同じようにより高リスク高リターン商品への選好が高まる可能性も否定できない。日本の機関投資家は既に7兆円を越えるHF投資を行っている<sup>9)</sup>と推定され、今後その投資選好もFoHFの投資内容に影響を及ぼすだろう。

一方、FoHFが組入ファンドの集中度を高めれば、ファンドのリスクは大きくなり、組入ファンドの違いでリターンにも大きな差が生じる。投資家側のリスク管理とファンド選択眼がより一層重要になる。FoHFの運用内容の変化は、投資家により高い管理能力を要求することを忘れてはならない。

#### NOTE

- 1) HFR社のデータによる。
- 2) マネージャが適切な資産運用を行うことが出来るかどうかを運用プロセスや組織など詳細に渡って精査するプロセスを指す。
- 3) 企業年金連合会の「2005年度資産運用実態調査」、AIMA-Japanの「本邦金融機関のヘッジファンド投資に関するアンケート調査結果」などを参照のこと。
- 4) 資産配分比率の決定を、ファンド全体のリスク量を勘案しながら行うリスク管理手法で、2000年以降、欧米の年金基金を中心に導入が進んでいる。
- 5) 正式には、Blackstone Alternative Asset Management社で、プライベート株式の代表的な運用会社であるBlackstone社の子会社。
- 6) 市場機会ファンド、戦略株式ファンドなど、当初解約できないロックアップ期間を3年間にするなど流動性リスクも取って高いリターンを狙おうとしている。
- 7) 正式には、Financial Risk Management社で、2006年3月末で約130億ドルの運用資産額を持つ。欧州・日本の年金基金などに、30~40のファンドに幅広く分散投資する債券と同程度の低リスクのFoHFを提供している。
- 8) Institutional Investor 2006年8月号の記事より。

図表 ヘッジファンド残高に占めるFoHFの比率の推移



(出所) Lipper TASS のデータを元に野村総合研究所が作成