

ヘッジファンド複製 — 伝統的ヘッジファンドへの挑戦者 —

ヘッジファンドへ投資せずにヘッジファンドと同じ投資成果を目指す、「ヘッジファンド複製」という商品を手がける金融機関が急速に増えている。2007年は、半世紀の歴史を持つ伝統的ヘッジファンドを代替しようとする新たな挑戦が始まった年となった。

ヘッジファンドの品質に疑念を抱く 機関投資家

ヘッジファンドへの投資は、年金プラン・銀行等の機関投資家にとって、既に一般的な運用手法となっている。機関投資家がヘッジファンドへ投資する理由はいくつか考えられる。主だったものとしては、「絶対リターン獲得」、株式や債券などの「伝統資産との分散効果」を期待して投資することが代表的であろう。

しかし、ヘッジファンドがこのような機関投資家が期待する機能を本当に提供しているのか、疑問を投げかける声もあがっている。すなわち、ヘッジファンド市場の拡大・成熟とともに、リターン源泉の枯渇（キャパシティ問題）や平均的ヘッジファンドマネージャーの質の低下が懸念されること、また、ヘッジファンドのリターンが必ずしも伝統的資産と独立ではなく、いわゆるベータ（＝伝統資産のリスクを負担することによるリターン獲得）を含んでいるに過ぎないという見方が出てきているのである。ある研究では、ヘッジファンドの絶対リターンのうち、純粋なアルファ（＝運用者自身の能力に依存すると考える部分）の割合は、1995～1999年で48%程度、2000～2005年になると35%に低下したという分析結果¹⁾も報告されている。

さらに、ヘッジファンドは、伝統資産の運用と比較して「運用報酬が高い」、「流動性・透明性が低い」といった課題も抱えている。ヘッジファンドの運用報酬は、残高に対する固定報酬1～2%と、利益額に対する成功報酬20%という組み合わせが典型的である。また、ファンド・オブ・ヘッジファンズ（FoHF）を経由して投資する場合には、FoHFと組み入れられたヘッジファンドのそれぞれのレベルで運用報酬が支払われ

るため、費用負担は二重となる。機関投資家にとって絶対リターン獲得の大きなハードルである。

「ヘッジファンドに投資しない ヘッジファンド投資」の誕生

このようなヘッジファンドに対する疑念の高まりは、それを逆手にとる運用商品「ヘッジファンド複製」の誕生を促した。仮にヘッジファンドのリターンがベータで構成され、アルファが枯渇していると見るのであれば、わざわざヘッジファンドへ投資しなくても、一般の金融資産やその派生商品を使った運用でヘッジファンドと同じ投資成果を低コストで獲得できるに違いない、と考えるのは当然の帰結である。

ヘッジファンドの複製を試みる実際の運用商品は、派生商品の市場拡大や流動性の向上を背景に、今日では数多く存在している。古くは2004年頃に商品を開発した運用会社もあるが、多くの投資銀行が2006年末～2007年前半にかけて一斉に商品を市場投入し、営業活動を本格化してきている。ヘッジファンド複製に対する機関投資家の認知度はここ一年で一気に向上した²⁾。

ヘッジファンドの複製は、いわゆるクオンツモデルを用いて実施される。資産運用の分野で典型的に利用されるファクターモデルの流れを汲むものだけではなく、投資銀行等が派生商品の価格付けやヘッジポジションの構築に用いる動的トレーディング戦略のモデルを組み合わせたものなど、目下、金融機関・研究者間でモデルの切磋琢磨が繰り返されている（図表）。たとえば、初期に登場したメリルリンチ社の商品では、S&P500、Russell2000、MSCI EAFE、MSCI EMF、USD Index、1ヶ月LIBORの6投資対象の買持ちや空売りによって、ヘッジファンド総合指数を複製する機能を提

NOTE

- 1) Dr. Jaeger, L., "Alternative Beta Strategies – Will the Hedge Fund Industry Follow the Path of Passive Investing, Just as the Traditional Fund Management Industry Did 25 Years Ago?", Hedge Fund Replication & Alternative Beta (カンファレンス, London, 2007年2月12日)
- 2) Risk(Feb.2007)の記事 "Less is More" では、近年の研究論文や運用商品の一例が紹介されている。
- 3) 本文中で紹介したメリルリンチ社の商品は、リターン複製の区分に該当する。リターン複製の研究事例としてはHasanhodzic, J. and Lo, A., "Can Hedge-Fund Returns Be Replicated?: The Linear Case", Journal of Investment Management, Vol. 5, No. 2, 2Q 2007, 戦略複製の研究事例としては Fung, W. and Hsieh, A., "The Risk in Hedge Fund Strategies: Theory and Evidence from Trend Followers", The Review of Financial Studies, Summer 2001 Vol.14, No.2, 統計複製の研究事例としては Kat, H. and Palaro, H., "Who Needs Hedge Funds? A Copula-Based Approach to Hedge Fund Return Replication", Alternative Investment Research Centre Working Paper No. 27, Nov. 28, 2005が存在する。
- 4) 1%程度の固定報酬のみという商品事例がある。
- 5) 仮にヘッジファンド複製が普及すれば、ヘッジファンドはヘッジファンド複製とヘッジファンドのあいだの裁定機会を利用できるようになるため、競合関係ではなくむしろ共栄が可能(ヘッジファンド複製はヘッジファンドの一カテゴリーに組み込まれる)、という主張も存在する。

供している。後発の投資銀行の商品になると、数理技術の先進性、目標パフォーマンスの向上、複製対象の選別など、何らかの競争優位性を持たせる差別化の工夫が施されてきている。

図表 多様化するヘッジファンド複製技術³⁾

類型	内容
リターン複製	ファクターモデルなどを活用することにより、対象とするヘッジファンドの毎期のリターンと類似する一般的な金融商品のポートフォリオを構築しようとする手法。
戦略複製	対象とするヘッジファンドが行っていると想定される典型的取引をパターン化することにより、類似する運用成果の達成を目指す方法。
統計複製	毎期のリターンを逐一複製しようとするのではなく、ヘッジファンドとして望ましい収益率分布の統計的特性(ボラティリティ、歪度、尖度、他資産との相関(コピュラ)等)を規定し、その特性を一般的な金融商品のダイナミックトレーディングによって再現しようする方法。

(出所) 野村総合研究所

とっては、FoHFなどを使うよりも、効率的なヘッジファンドポートフォリオの構築を模索できるようになるだろう。また、BIS規制下にある銀行等の投資家の目には、日次レベルでのポジション把握や売買が可能一部のヘッジファンド複製が魅力的な選択肢として映るかもしれない。

ヘッジファンド複製は、ヘッジファンドが持つ諸問題に対する解決策を秘めた新戦略である。しかし、現状のヘッジファンド複製商品は実績レコードが充分ではなく、また各社のクオンツモデルの複製能力に対する評価自体も定まっていない状態である。投資家からの信認を獲得することが目下の優先課題といえるだろう。ヘッジファンド複製は、伝統的ヘッジファンドに対する競合商品⁵⁾である。ヘッジファンド複製が伝統的ヘッジファンドの牙城を切り崩し資産運用の一戦略としての地位を築くことができるのか、それとも伝統的ヘッジファンドに敗北し一時の流行として消えてしまうのか、今後の動向は注目に値する。



ヘッジファンド特有の課題克服に向けて

個々の運用商品における技術論は別として、このようなヘッジファンド複製の最大の特徴は、その名の通りヘッジファンドに投資せず、一般的な金融資産・派生商品を使い、事前に決定したモデルに従って取引を行う点にある。その結果、高い流動性・透明性を確保し、ひいては運用報酬も伝統的運用に近い水準に収められると期待できる⁴⁾。たとえば、ヘッジファンドに求めるリターンのうち、ベータの利用で再現できる部分は安価な複製ファンドで実現し、複製できない純粋なアルファを期待できるシングルファンドにのみ対価(=高いフィー)を払って投資するという、いわゆるコア・サテライト的な発想の運用も可能となる。年金プラン等の長期投資家に

Writer's Profile



末吉 英範 Hidenori Sueyoshi

金融ITイノベーション研究部
主任研究員
専門は資産運用
focus@nri.co.jp