

リキッド・オルタナティブの商品性とニーズ

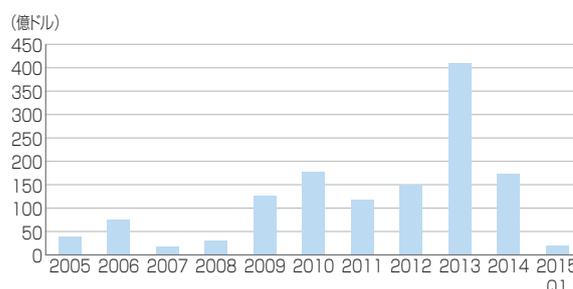
リキッド・オルタナティブと呼ばれる、流動性や透明性の高いヘッジファンド戦略が米国・欧州で拡大している。個別マネジャーの能力評価が必要であることを踏まえると、わが国ではラップ口座等を通じて広まる可能性がある。

強い制約の下で運用されるヘッジファンド

絶対リターンを目標とする伝統的なヘッジファンド(HF)は、ファミリー・オフィス¹⁾や年金等の機関投資家向けに、私募形態で提供されている。HFには通常、以下のような特徴がある。

- 緩やかな運用制約：デリバティブ、ショート・ポジション、レバレッジを活用することで、機動的なポジション変更、広範な投資アイデアの活用、スケーラビリティの拡大が可能となり、期待収益を増大させる。
- 募集・設定・解約の制限：一般の個人投資家を排し、機関投資家等に対しても、解約制限条項²⁾を適用することで安定的な資本を確保する。これにより、市場混乱時にもポジションを維持したり、有利な条件での積み増しができる。
- 成功報酬制：定率の運用報酬（例えば純資産価額の2%/年）とともに、成功報酬として、例えばハイ・ウォーター・マーク³⁾を超える年間収益額の20%を投資家が負担する。
- 緩やかな開示・報告義務：投資戦略の複製等を避けるため、保有銘柄やポジションを積極的に開示しない。他方で近年、「リキッド・オルタナティブ」と呼ばれる運用商品への資金流入が米国・欧州で続いている(図表1)⁴⁾。リキッド・オルタナティブとは、①投資家にとって設定・解約の流動性が高く(リキッド)、ロングオンリーとは異なる運用手法ないし投資対象へのエクスポージャーを提供(オルタナティブ)する運用商品のカテゴリーである。具体的には、ミューチュアル・ファンドやETF、UCITS準拠ファンド等の形態で組成された商品で、従来HFが提供し

図表1 リキッド・オルタナティブ・ファンドへのネット資金フロー(米国)



(注) 米国オープンエンド・ファンドのうち「オルタナティブ」カテゴリーの推定資金フロー。単位は億ドル。2015年は3月まで(年率非換算)。
(出所) Morningstar Directより野村総合研究所

ているロングショート等の運用戦略を採用の多い。

このリキッド・オルタナティブは、伝統的なHFにはない、様々な制約を満たすように組成される。例えば1940年投資会社法のミューチュアル・ファンド形態ならば、日次の純資産価額算出と解約流動性の提供、1営業日以内に流動化できない証券の保有は15%まで、レバレッジは33%まで、ショート・ポジションと同額の証拠金が必要、運用報酬は定率のみで成功報酬を課すことはできない、ファンド外部監査と各種のディスクロージャー等が要件になる。リキッド・オルタナティブは、従来のHFと比べてかなり厳格な要請に従ったファンドといえる。

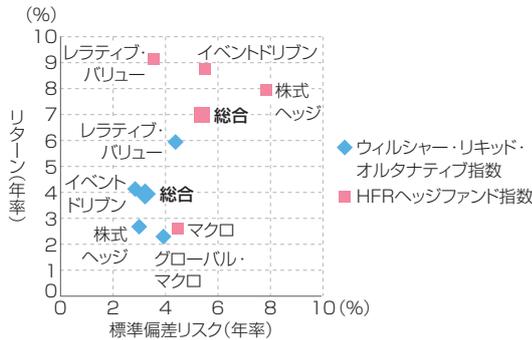
商品性とパフォーマンス・ドラッグ

私募形態のHFの運用戦略の一部は、リキッド・オルタナティブとしての組成が難しいものもある。例えば日次の解約流動性を提供するには、投資対象自体に市場流動性が備わっており、かつ個別の投資戦略をいつでも解消できなければならない。このため破綻証券等を組み入れたものや、その他一定期間のポジション維持が必要な

NOTE

- 1) 富裕層の同族資産を運用・管理するために企業化された組織。
- 2) ロックアップ条項（解約制限期間の設定）や、ファンドないし投資家レベルでのゲート条項（資金償還請求期間でも資金引き出しを制限できる）。
- 3) 投資開始以後、直近までの間で最大となった純資産価値の水準を指す。直近の純資産価値がこのハイ・ウォーター・マークを更新した期に成功報酬が生じる。
- 4) 提供会社としては、伝統的なヘッジファンド・マネジャーが参入する例も、ロングオンリーのマネジャーが参入する例もある。ランキングは拙稿「リキッド・オルタナティブ・ファンドについて」(野村年金マネジメント研究会 年金ニュース解説No.678, 2014年11月10日)を参照。
- 5) Wilshire Liquid Alternative Indexは、1940年投資会社法によるミューチュアル・ファンドのうち、6ヶ月以上のトラック・レコードのあるリキッド・オルタナティブ・ファンドを対象にした純資産額加重型（組み入れ比率の上限あり）の指数。HFRはファンド数加重（等ウェイト）の指数。リターンはいずれも報酬控除後。

図表2 伝統的なHF指数とのパフォーマンスの比較



(注) 2009年1月～2015年3月の月次リターン（ドル建）による。リターンは報酬控除後。
 (出所) Wilshire Associates、HFRデータより野村総合研究所

イベントドリブの一部の戦略などの組成は難しい。
 リキッド・オルタナティブのパフォーマンスを指数レベルで確認すると、概ねどのタイプの戦略についても、私募形態のHF指数に対して低リスク・低リターンになっている（図表2⁵⁾）。個別のファンドに対するHF指数の代表性はそれほど高くないため一概には言えないものの、運用制約がこうした特性の違いの要因となっている可能性がある。本来、マネジャーが持つ希少な投資アイデアやスキルを、緩い制約条件の下で自由に発揮させて収益を得ることがHFの利点であるはずだが、それを一部諦めることと引き換えに、流動性や透明性を提供するのリキッド・オルタナティブの基本的な商品性といえる。流動性確保のために生じるパフォーマンスの毀損は「パフォーマンス・ドラッグ」と呼ばれる。伝統的なHFのイメージを、そのまま当てはめることは難しい。

日本の個人にもニーズがあるか

リキッド・オルタナティブは、最低投資額が伝統資産のファンド並みで、管理手数料も1%程度と私募形態の

HFに比べて低廉なものが多いことから、米国では投資アドバイザー等が推奨するなどして資金を集めてきた。従来は投資できなかった個人投資家にも門戸を開くとの意味で「大衆化したHF」とも言われ、個人のポートフォリオにもHFが取り込まれ始めた状況にあるといえる。

こうしたファンドは、日本の個人の資産形成目的にも適うだろうか。市場の過熱感を気にする投資家は、絶対リターン目標という特性自体に魅力を感じるだろう。またETF等で個人にも安価なベータ・ポートフォリオの構築が可能となりつつあることを踏まえると、運用者のスキルという新たな収益源泉を提供するリキッド・オルタナティブには潜在的なニーズがあるかもしれない。

しかし注意すべきは、HF商品の場合は、運用戦略の選択（マネジャー構成）もさることながら、マネジャー選択がより重要であるということである。資本市場が有効に機能する限りプラスのリスク・プレミアムが期待できる株式や債券とは異なり、HFの場合はマネジャーの運用能力があってはじめて、意味のある収益を期待できる。しかし、個人がマネジャー選択をすることは難しく、米国での投資アドバイザーが果たしているようなマネジャーの評価・推奨情報がなければ、個人の資金を集めることは難しいのではないか。この意味で、個人に受容される条件が整っているとは言えず、むしろラップ口座の商品やファンド・オブ・ファンズを通じた資金獲得の競争になると考えられる。

Writer's Profile



浦壁 厚郎 Atsuo Urakabe
 金融ITイノベーション研究部
 上級研究員
 専門は年金資産運用、資産運用ビジネス
 focus@nri.co.jp