

リキッド・オルタナティブ・ファンドについて

高い流動性、透明性を備えた公募ファンドの形態で提供されるヘッジファンド戦略(リキッド・オルタナティブ・ファンド)の市場が拡大しています。本稿では従来のヘッジファンドとの違いを中心に解説します。

リキッド・オルタナティブとは

リキッド・オルタナティブとは、

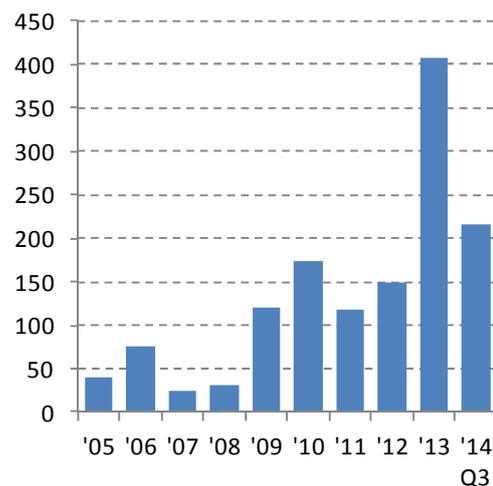
- 投資家にとって設定・解約の流動性が高く(リキッド)、
- ロングオンリーとは異なる運用手法や投資対象(オルタナティブ)へのエクスポージャーを提供する

商品の総称です。具体的には、公募の投資信託やETFの形態で組成されるヘッジファンド(HF)の諸戦略やマネージド・フューチャーズなどを指します(定義によってはREITや非公開株式ファンドを含むこともありますが、本稿ではHF戦略を提供するものに絞ります)。

公募投資信託やETFを組成するにあたっては、主に投資家保護の観点から、監督当局の求める厳格な要件を満たすことではじめて国籍が認められ、投資家に提供することが可能となります。リキッド・オルタナティブ・ファンドは、米国では1940年投資会社法に基づきSEC登録されたミューチュアル・ファンドやETF、欧州ではUCITSに準拠したファンドとして提供されるものが中心です。こうした形態で提供するには、設定・解約の基準となる純資産価額(NAV)の算出を日次等

の高い頻度で実施したり、ファンドの監査、当局への報告義務、ディスクロージャー、レバレッジの上限、投資先証券の流動性に関する制約などの要件を満たす必要があります。これらは、公募で提供される従来のHFに比べて相当に厳しく、対応コストも高いものといえます。

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」のカテゴリーの推定資金フロー。単位は億ドル。2014年は9月まで(年率非換算)

出所: Morningstar Directより野村総合研究所

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

米国では、投資アドバイザー等が個人投資家に対してリスク分散を進めるためにリキッド・オルタナティブ・ファンドを推奨するなどして資金フローを集めています(図表1)。

また、機関投資家についても、2008年の金融危機時の経験から、高い流動性と透明性を備えた運用戦略への関心が高まっていると考えられます。我が国でも年金との投資一任契約において、この種のファンドを組み入れる運用商品が提供され始めています。

従来のヘッジファンドとの違い

伝統的な私募形態のHFへの投資には、一般に、以下のような特徴があります。

- 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(ロックアップ条項や、ファンドないし投資家レベルでのゲート条項)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: 定率の管理手数料(例えばNAV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: 投資戦略の複製等がなされないよう、ポジション、保有銘柄等の情報については積極的に開示しない。

リキッド・オルタナティブ・ファンドは、これらと異なった特徴を有しています。例えば米国ミューチュアル・ファンド形態のものでは、

- 当局規制に準拠するため、一定の運用制約

の下で運用される。例えば流動性の低い(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、ショートを行う場合は同額の担保(証拠金)が必要、など。

- 公募であるため、募集には一般の個人投資家も含み、NAVの算出や設定・解約の受け付けを日次で行う必要がある。
- 手数料は、定率の管理手数料のみ。投資家に成功報酬を課すことはできない。
- 伝統的なHFに比べて厳格な開示・報告義務が課される。

といったものです。

これらの制約は、リキッド・オルタナティブとして提供できる運用戦略自体の制約となり得ます。まず、投資対象自体に市場流動性が備わっている必要があります。例えば非公開株式や破綻証券

図表2: リキッド・オルタナティブ・ファンドのマネジャーランキング(米国)

	会社名	純資産額
1	PIMCO	214.0
2	MainStay	160.4
3	Natixis Funds	125.0
4	AQR Funds	97.0
5	John Hancock	86.3
6	Robeco Investment Funds	63.9
7	Merger	56.1
8	Neuberger Berman	49.3
9	Calamos	43.2
10	Diamond Hill Funds	38.1
11	Gotham	35.0
12	Arbitrage Fund	32.3
13	Goldman Sachs	28.5
14	Wasatch	27.2
15	BlackRock	22.3
16	ProFunds	21.9
17	AllianceBernstein	21.8
18	Absolute Strategies	21.1
19	Principal Funds	19.4
20	Rydex Funds	19.1

注: 図表1に同じ。単位は億ドル。

出所: Morningstar Directより野村総合研究所

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

図表3: ウィルシャー・リキッド・オルタナティブ指数の特性値

銘柄数	351
時価総額	3,392億ドル
ウェイト最大値	2.96%
構成銘柄の 時価総額	平均値 9.7億ドル 中央値 1.0億ドル 最大値 274.0億ドル

注: 2014年6月末
出所: Wilshire Associates

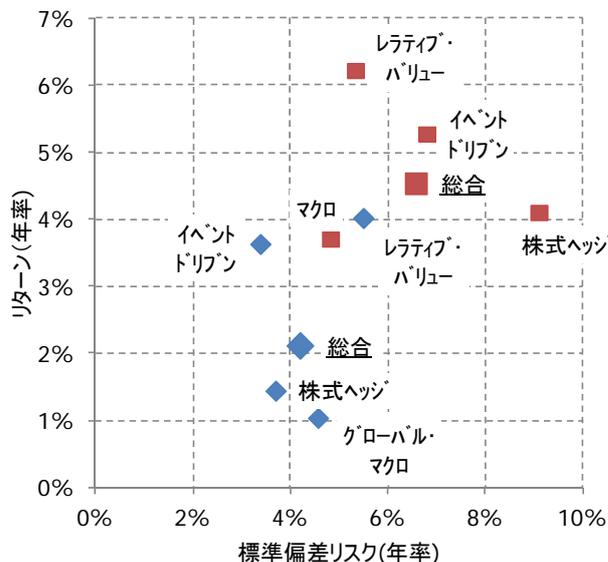
(ディストレス証券)を用いる戦略は、投資対象自体が流動性を欠くため、一般にリキッド・オルタナティブ・ファンドとしての組成は困難です。また、レバレッジの制約により、大きなポジションを取れない投資アイデアから得る収益を拡大して投資家に還元することも、自由にはできません。

なお実際のマネジャーとしては、従来からのHFマネジャーがリキッド・オルタナティブ・ファンドを提供し始めたケースがある一方、大手の運用会社が新たに参入したケースもあり、ランキングには広くロングオンリーのマネジャーとして認知されている運用会社も多く含まれます(図表2)。ブティックのHFマネジャーを買収するなどして、リキッド・オルタナティブ・ファンドを提供している例もあります。

パフォーマンス

米国でCalPERS等のコンサルタントを務めるウィルシャー・アソシエーツ(Wilshire Associates, Inc.)は、本年7月にHF戦略を提供するリキッド・オルタナティブ・ファンドの指数(The Wilshire Liquid Alternative Index。ウィルシャー・リキッド・オルタナティブ指数)をローンチしています。本指数は、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)の指数であり、戦略別の指数(株式ヘッジ、イベ

図表4: 一般的なHF指数とのパフォーマンスの比較



◆ ウィルシャー・リキッド・オルタナティブ指数
■ HFRヘッジファンド指数

注: 2006年7月~2014年9月の月次リターン(ドル建)による

出所: Wilshire Associates、HFRデータより野村総合研究所

ント・ドリブン、グローバル・マクロ、レラティブ・バリュー等)も提供されています。同指数の特性値は図表3の通りです。

この指数と、一般的なHFの指数であるHedge Fund Research社のHFRIを比較してみましょう¹。図表4は、2014年9月までの各指数のパフォーマンスをまとめたものです。ウィルシャーの指数は、概ねどの戦略についても、HFRIに対して低リスク・低リターンのパフォーマンスになっています。これには、先述のような運用制約が要因となっている可能性があります。

¹ なお、HFRIはファンド数加重(等ウェイト)の指数であり、2,200以上のシングルファンド、500以上のファンド・オブ・ファンズのコンポジットから構成されます。既に募集を停止したファンドや、清算したファンドなども含み、リターンは報酬控除後です。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

HF戦略には個別性が強く、指数による比較で一概に言えるものではないものの、リキッド・オルタナティブ・ファンドは高い流動性を維持するために、リターンを犠牲にしている(流動性ディスカウント)との指摘がなされており²、パフォーマンス評価上、こうした懸念があることは理解しておくべきです。

年金資産運用における活用

流動性や透明性と、運用の自由度とのトレードオフに対してどのような方針を採るかが問われていると考えます。もともと、流動性のある程度諦めた上でHF投資を行ってきた年金基金等にとっては、日々設定・解約できるというリキッド・オルタナティブ・ファンドの利点は、オーバースペックであるケースも多いでしょう。

むしろ、リキッド・オルタナティブ・ファンドを投

資対象とするファンド・オブ・ヘッジファンズ(あるいはマルチマネジャー)の商品に可能性があります。高い透明性を背景にして原資産となるHFを容易かつ適時にモニタリングしたり、機動的にファンドを入れ替えながら、投資家にも流動性を提供できるという利点を備えたものを組成できるからです。このような商品はゲート条項なども不要でしょうから、金融危機時にファンド・オブ・ヘッジファンズに関連するトラブルを経験した年金などにとっては魅力的かもしれません。

ただしこの場合は、ゲートキーパーのリスク管理やファンド(マネジャー)セレクションの能力に対する強い確信が必要であること、および原資産となるファンドが一定の制約下で運用できるものに限られ、それはHF全体のユニバースの一部でしかないことに注意が必要です。

弊誌の記事はバックナンバーも含めてホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集: 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行: 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991

FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

— 次号のお知らせ —

次号は

11月25日(火)

発行予定です。

² Cliffwater LLC.[2013], 'Performance of Private versus Liquid Alternatives: How Big a Difference?', Cliffwater Research, Jun. 2013を参照。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合は、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号

加入協会／日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会