

野村証券  
フィデューシャリー・マネジメント部  
木須 貴司

## カルパースショックの背景と考えられる影響

カリフォルニア州職員年金基金(以下、カルパース)が今年9月にヘッジファンドの運用を停止すると発表しました。この出来事に関して本稿では、①なぜ、カルパースはヘッジファンド投資を停止するのか、②この出来事が今後どのような影響を与えそうか、の2点について解説します。

### カルパースがヘッジファンドへの投資を停止

カルパースは9月15日、ヘッジファンド(絶対リターン戦略)への投資を停止すると発表しました。カルパースは、オクジフやオコーナーなど24のシングルヘッジファンドと6本のファンドオブファンズに約40億ドルを投資していました。すでに2014年の夏頃からヘッジファンドの投資資金を回収していたようですが、来年にかけてヘッジファンド投資から全面的に撤退する予定です。

カルパースは、米国の公的年金の中で最大の資産を有し、運用手法が先進的であることが知られています。ヘッジファンドへの投資は他の年金基金に先駆け、2002年から行っていました。そのため、カルパースがヘッジファンドから全面撤退するというニュースは年金基金、資産運用業界に大きな波紋を広げており、一部のメディア<sup>1</sup>は今回の出来事を「カルパースショック」と呼んでいます。

<sup>1</sup> たとえば、"Hedge funds under threat from pension fund rethink", Reuter 2014年11月7日配信など

### カルパースがヘッジファンド投資を停止する理由

カルパースの声明、そしてカルパースのテッド・エリオポウロスCIO(当時は暫定CIO)の発言によるとカルパースがヘッジファンド投資を停止する理由は次の3つと考えられます。

1. 複雑さ(不透明さ)  
ヘッジファンドは、ほとんどがオフショア籍で、投資行動の実態は複雑かつ不透明です。
2. コスト  
ヘッジファンドの典型的な運用報酬は、「2-20」と言われ、固定報酬(運用管理手数料)2%、成功報酬20%です。こうした運用報酬は割高であるとの批判がありました。
3. スケールの制限  
カルパースの運用資産のうちヘッジファンドへの投資額は、2%に満たない比率でした。ポートフォリオ全体に影響を与えるには投資比率はあまりに小さすぎます。一方、投資額をさらに増やすには、ヘッジファンドのキャパシティ(運用資産額の上限)の問題があり、カルパースのような巨大基金では、容易ではありません。

### 野村年金マネジメント研究会

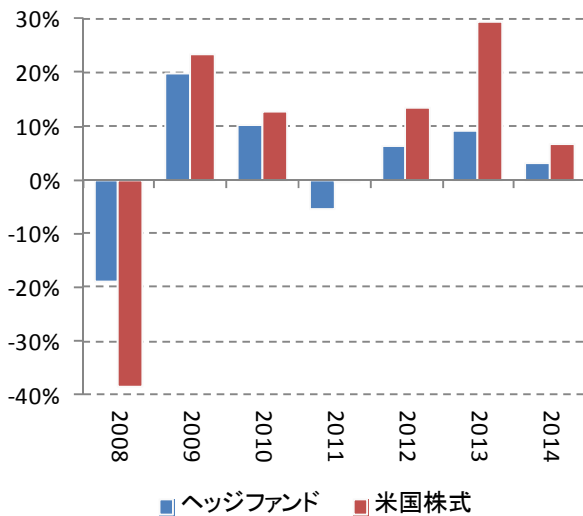
このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

**低迷するヘッジファンドのパフォーマンス**

カルパースは、ヘッジファンド投資のパフォーマンスがこの決定の理由ではないと説明しています。しかし、ヘッジファンドのパフォーマンスが低迷していることが少なからず影響を与えたのではないかと筆者は考えています。なぜなら、複雑でコストが高くともそれに見合うパフォーマンスであれば、ヘッジファンド投資は継続されていた可能性があると考えからです。近年のヘッジファンドのパフォーマンスは、高い運用報酬や複雑さを正当化できるようなパフォーマンスではありませんでした。

図表1は、暦年ベースで見たヘッジファンドの平均と米国株式の収益率の推移です。近年の市場環境では、高い運用報酬を払ってヘッジファンドに投資するよりも株式を持っていた方が良かったことが分かります。

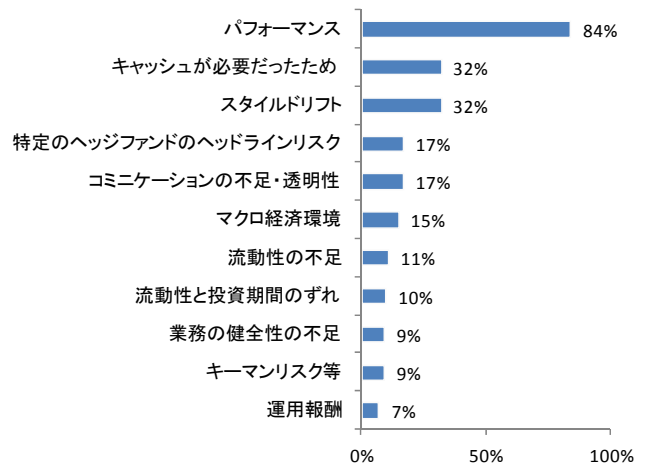
図表1 ヘッジファンドと米国株式の収益率



(注1) 2014年は1月から9月末までのパフォーマンス  
 (注2) ヘッジファンド、米国株式のデータはそれぞれ HFRI Fund Weighted index、S&P500(TR)  
 (出所) 各種データより野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

実際、ヘッジファンドの解約理由はほとんどがパフォーマンスです。図表2はJPモルガンが調査したヘッジファンドの解約理由です。多くの投資家が解約の理由として「パフォーマンス」を挙げています。カルパースがヘッジファンド投資を停止する理由に関しても全くパフォーマンスが影響しなかったとは言えないでしょう。

図表2 ヘッジファンドの解約理由(2013年)



(注) 複数選択可。そのため、合計値は100%にならない  
 (出所) JP Morgan, "Institutional Investor Survey-2014"より  
 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

**ヘッジファンドの分散効果に対する疑念**

もちろん、多くの場合、ヘッジファンドは伝統的資産との分散効果を目的として導入されているので、株式と比べてパフォーマンスが良いかどうか、はナンセンスな議論です。しかし、そのヘッジファンドの分散効果にも疑念が持たれています。

図表3はヘッジファンドのパフォーマンスの平均値と株式との相関係数、ベータ(感応度)の推移です。これを見ると相関係数、ベータいずれも継続してプラスの値です。つまり、ヘッジファンドのパフォーマンスの平均だけみると市場の動きを「ヘッジ」できていなかったということです。

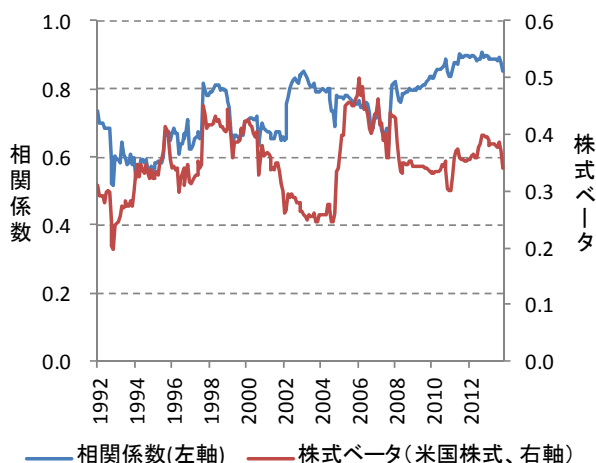
(近年の)パフォーマンスは株式に劣り、それほど分散効果はなく、運用コストは割高で、何を

**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。

やっているのかわからない、ということになると、ヘッジファンドへの投資をやめたくなる気持ちもわかります<sup>2</sup>。

図表3 ヘッジファンドの株式との相関係数、ベータ



(注1) ヘッジファンド、米国株式のデータはそれぞれ HFRI Fund Weighted index、S&P500(TR)

(注2) 相関係数、ベータの計測期間は3年で計測期間をローリングさせて計測

(出所) 各種データより野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

### カルパースショックの影響

一部の米国の年金基金では、カルパースに引き続いて、ヘッジファンドの投資比率を低下させる動きが見られます。たとえば、オハイオ州教職員退職年金基金はヘッジファンドの投資比率を15%から10%まで引き下げると表明しています。

しかし、こうした動きはまだ限定的でカリフォルニア州教職員年金基金(CalSTARS)のようにヘッジファンドへの投資を維持する、と表明している

<sup>2</sup> ただし、これはヘッジファンドの平均(ヘッジファンドインデックス)の性質であって、ヘッジファンドの中には優れたパフォーマンスと伝統的資産との低い相関を実現しているファンドもあります。また、ヘッジファンドインデックスのサバイバレッジバイアスを始めとした様々なバイアスを考慮する必要があります。

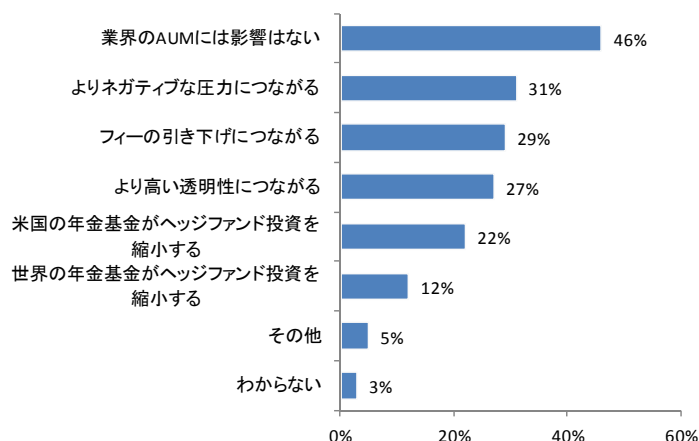
#### 野村年金マネジメント研究会

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。

年金基金もあります<sup>3</sup>。ヘッジファンドのファンドマネジャーに対する調査でも、半数程度のファンドマネジャーがカルパースショックはヘッジファンドの運用資産(AUM)を減少させることにはつながらない、と答えています(図表4)。

カルパースと他の年金基金では、置かれている状況が異なっており、特にカルパースがヘッジファンド投資を停止した3番目の理由はカルパース固有のものです。したがって、カルパースショックがただちに他の年金基金のヘッジファンド投資を減少させることには結びつかないと考えられます。

図表4 カルパースショックの影響



(注) 回答者数は146で質問は「カルパースがヘッジファンド投資を停止することが2015年のヘッジファンド業界にどのような影響を与えると思うか」

(出所) Preqin "Hedge Fund Spotlight November 2014"より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

### ヘッジファンドへの投資意義・必要性とは

カルパースに続いてヘッジファンド投資から撤退する動きは限定的であるものの、カルパースショックは、今後のヘッジファンド投資の意義や必要性、運用コストを改めて考え直すきっかけを提供しているとは言えそうです。

<sup>3</sup> "Calstrs' Hedge-Fund View Unchanged as Calpers Divests", Bloomberg 2014年9月18日配信

たとえば、これまでも批判が多かったヘッジファンドの不透明性や高い運用コストについてはさらに批判のトーンが強まる可能性があります。

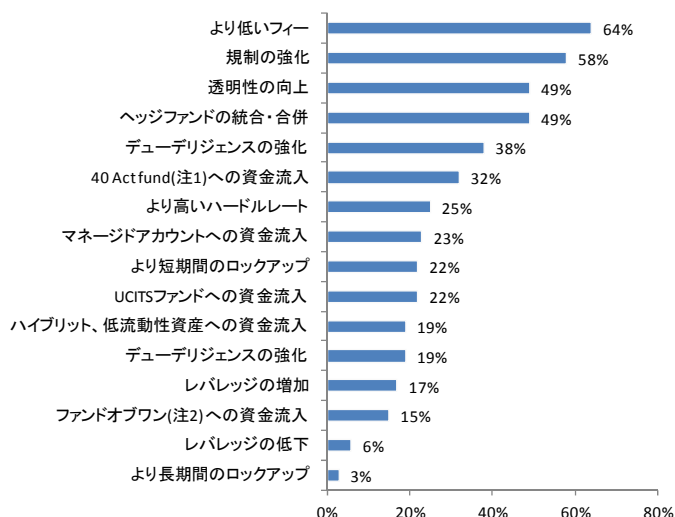
近年、Fung-Hsiehの7ファクターモデル<sup>4</sup>を始めとしてヘッジファンドのパフォーマンスが簡単なモデルで説明できるとの指摘があります。このような結果を受けて、ヘッジファンドの高い運用コストは正当化できない、との主張も見られるようになってきました。

JPモルガンの調査(図表5)によるとヘッジファンド業界のトレンドとして、「より低いフィー」が最も多く挙げられていました。また、より透明性・

流動性が高いファンドが増えるとの見通しも多く見られます。ヘッジファンドのコストと透明性、流動性に圧力がかかっていることが分かります。また、より伝統的資産との分散が意識された戦略が選好されるようになるかもしれません。

本邦年金基金においてもヘッジファンドに投資しているケースは少なくないと思います。今回の出来事は、なぜヘッジファンドに投資をしているのか、ヘッジファンド投資がコストに見合った効果を得ているか、改善すべき問題がないか、を考え直す良い機会を与えてくれているのではないのでしょうか。

図表5 ヘッジファンド業界のトレンド



(注1) 40 Act fundとは米国の1940年投資会社法に基づき設立されたヘッジファンド

(注2) ファンドオープンとは、顧客ごとにカスタマイズされたヘッジファンド戦略のこと

(出所) JP Morgan, "Institutional Investor Survey-2014"より  
野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

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](mailto:nenkin@jp.nomura.com)

— 次号のお知らせ —

次号は

**12月22日(月)**

発行予定です。

<sup>4</sup> Fung, W., and D.A. Hsieh, "Hedge Fund Benchmarks: A Risk-Based Approach", *Financial Analysts Journal*(vol.60 No.5),2004

#### 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。提供されました御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