

- ヘッジファンドにおける足元の動向として解約条件の長期化やファンド関連費用を投資家の負担とするケースが見られ、投資家にとってヘッジファンド投資のハードルを高めているようです。高い流動性と低コストで「リキッドオルタナティブ」と呼ばれる投信やETFのうちヘッジファンド戦略の再現を目指すファンドがありますが、それらがこれに対するソリューションになるのでしょうか。
- こうしたリキッドオルタナティブの運用実績は指数で比較するとヘッジファンドを下回っています。しかし個別ファンドで見ると他のヘッジファンド同様にリキッドオルタナティブの運用実績にもばらつきが見られます。リキッドオルタナティブの投資に関しては高い流動性や低位な運用報酬の反面、リターン獲得で劣後する可能性があることを認識しながら個別ファンドを厳選することが必要です。
 インベストメント・ソリューション部 シニアデータマネジャー 森内 涼佳
 インベストメント・ソリューション部 プロダクトマネジャー 村田 陽祐

■ ヘッジファンドの解約条件や費用は投資家の負担に

これまで複数回にわたりヘッジファンドの解約条件の長期化傾向や人材獲得競争の過熱について触れてきました(Vol.2、Vol.12)。最近では優秀な人材を雇うために通常は運用会社が負担する運用者の給与・賞与や生命保険等の様々な関連費用をファンドを通じて投資家の追加負担に変更するケースが増加しています。

優良ヘッジファンド間の人材獲得競争等を受け投資条件が変化していく中で、より投資しやすい選択肢はないのでしょうか。

■ 高い解約流動性・低コストの「リキッドオルタナティブ」

高い解約流動性と低コストでヘッジファンド戦略に投資する手段に「リキッド(=流動性の高い)オルタナティブ」の活用が考えられます。リキッドオルタナティブにはオルタナティブ資産や戦略への投資を日次で解約可能なETFやミューチュアルファンドなどの形態で提供できるよう開発されたファンド群があります。それらの中でヘッジファンド戦略を再現して運用するファンドは従来のヘッジファンド投資の常識を覆す「高い解約流動性」「高い透明性」「成功報酬なし」を実現しています。これだけを聞くと夢のような話ですが、これらは米国では1940年投資会社法、欧州ではUCITS準拠法で規制されており、必ずしもヘッジファンド戦略を完全に再現できるわけではありません(図表1)。

【図表1】ヘッジファンド戦略を運用するリキッドオルタナティブと一般的なヘッジファンドの定性面比較

	ヘッジファンド戦略を運用するリキッドオルタナティブ	一般的なヘッジファンド
解約流動性	日次(米) 最低月2回(欧)	月次、四半期など (ロックアップやゲート条項あり)
レバレッジ	最大33%まで(米) 最大100%まで(欧)	数百%のファンドもある
ポジション透明性	一定期間毎に要開示	限定的にフォーム13Fで開示の場合あり(米)
最低投資金額	低い(通常1万ドル以下～)	高い(通常10万ドル～)
運用報酬	低い(通常1%程度)	高い(通常2%程度)
成功報酬	ない場合が多い(米) 設定可(欧)	通常20%程度
パススルー費用	なし	ファンドによってあり

出所: SEC、AIMA、各種資料より当社作成

■ リキッドオルタナティブのポートフォリオ

これらのヘッジファンド戦略と同等の運用の再現を目指しつつ日次で解約可能なファンドの一部には次のように特有のポートフォリオとなっているものもあります。

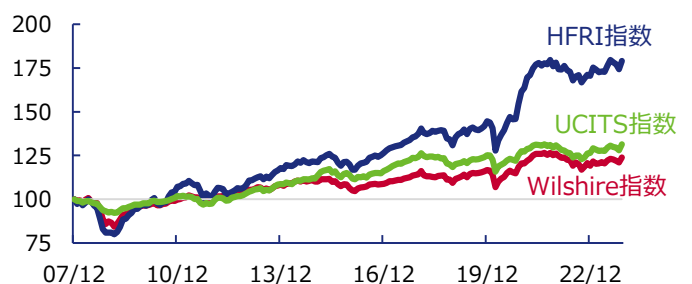
- 指数連動型のETFのロング、ショート各ポジションのみで構成、もしくはファンドオブファンズ方式で別のETFを保有。
- 一般的なヘッジファンドのポートフォリオをモデルとして構成しているもの(ヘッジファンドの保有銘柄の開示についてはVol.15参照)。
- ヘッジファンド指数に連動する投資成果を目指して構成しているもの。

リキッドオルタナティブは低コストで高い解約流動性を有する一方、熟練ヘッジファンドマネジャーの様な綿密なリサーチや機動的な売買、計算されたヘッジポジションの構築等(マネージャースキルのアルファ)が期待できるかは見極めが必要です。

■ リキッドオルタナティブとヘッジファンドの定量比較

リキッドオルタナティブは定量面で一般的なヘッジファンドとどう異なるのでしょうか。米国の1940年投資会社法に則ったりリキッドオルタナティブファンドで構成されるWilshire Liquid Alternative Total Return指数(以下Wilshire指数)と、UCITSに準拠したオルタナティブ戦略で組成されるHFRI-I Liquid Alternative UCITS指数(以下UCITS指数)、一般的なヘッジファンドとしてHFRI Fund Weighted Composite指数(以下HFRI指数)を比較しました(図表2)。

【図表2】各指数におけるパフォーマンス推移の比較*1

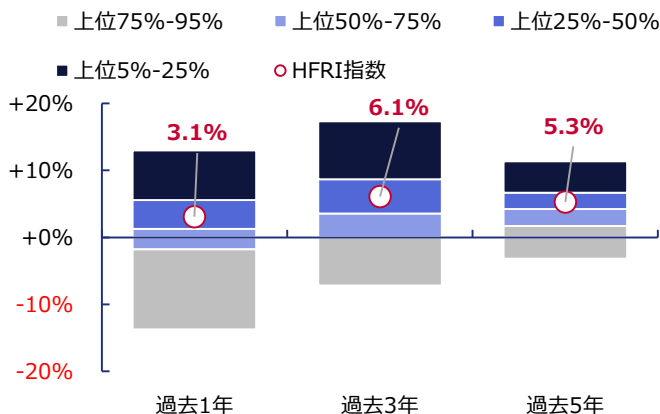


*1: 2007年12月末を100として指数化したものです(2023年11月末まで)。3指数とも参照可能な最長期間で作成しています。
 出所: Bloomberg、Wilshire、HFR、Inc.の情報を基に当社計算・作成。(HFRインデックスはHFR、Inc. (www.HFR.com)の使用許諾に基づくもので同社は本資料の内容について保証していません。)

指数を比較するとWilshire指数、UCITS指数ともに長期的にはHFRI指数を大きく下回る結果となりました。リキッドオルタナティブファンド間のばらつきはどうなっているのでしょうか。

ブルームバーグや当社のファンドデューデリジェンスを通じて取得できるリキッドオルタナティブ情報を基に、日次解約可能なミューチュアルファンド、ETF、UCITSのリターンと最大下落率の分布を確認してみました。これらの中には、ベンチマークを設定せず絶対収益を追求しているという点では一般的なヘッジファンドと共通点はあるものの、実際には上場株式を買い持ち(ロング)しているだけのもの、それに追加でオプションを一部活用しているもの、あるいは幅広い資産をロングすることで資産の保全と安定的な成長を目指すもの、暗号資産に投資するものも含まれます。解約流動性に制約があり売り持ち(ショート)も行うような一般的なヘッジファンドと比較するためこれらのファンドは対象外としたところ、主として株式ロングショート戦略、株式マーケットニュートラル戦略、合併裁定戦略、マネージドフューチャーズ戦略が残りました。この4戦略に該当するファンド群を母集団とし、HFRI指数と共に定量分析を行うと(図表3、4)の通りの結果となりました。

【図表3】リキッドオルタナティブ*1とHFRI指数のリターン分布*2



*1: 戦略に関する情報と月次リターン、通貨に関する情報が取得可能なファンドを対象とし、米ドルベースで期を通じてリターンが取得できるファンドを対象とした結果、対象となった母集団の数は過去1年では87、過去3年では74、過去5年では54となりました。この結果からも長期に渡って投資をする過程で償還、上場廃止となっているファンドやETFが相応にあることが推測できます。

*2: 2023年11月末基準

出所: Bloomberg, HFR, Inc.等の情報を基に当社計算・作成。(HFRインデックスはHFR, Inc. (www.HFR.com)の使用許諾に基づくもので同社は本資料の内容について保証していません。)

注: 本資料に示された意見等は本資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。

【重要なお知らせ】

- 本資料は当社が情報の提供のみを目的として作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買を推奨したり、特定のファンドもしくは特定の運用手法の推奨をするものではありません。
- 本資料は信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されていますが、その正確性・信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に記載された過去の実績及びシミュレーション結果は将来の成果等を保証するものではありません。
- 本資料の一部又は全部をいかなる手段においても複写・複製することはできません。
- 主なリスク: 投資対象のヘッジファンド等は株式、債券、金利、通貨、コモディティー等、およびこれらを原資産とする先物、オプション等様々なデリバティブ取引等で運用を行うため、これら金融商品等の価格変動の影響を受け投資元本を割り込む恐れがあります。詳しくは契約締結前交付書面等をご参照ください。
- 投資一任に係る費用: 投資一任契約にあたり「契約資産額を基準とする固定報酬」と「投資一任契約に係るその他の手数料」の合計額を御負担いただきます。この内容の詳細は契約締結前交付書面等をご確認ください。

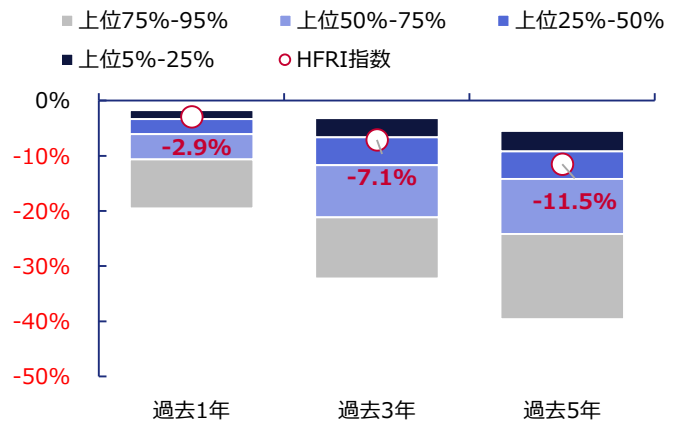
アセットマネジメントOneオルタナティブインベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2445号 加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会

連絡先等 ホームページアドレス <https://www.am-one.co.jp/amoai/> 営業グループメールアドレス eigyo@amone-ai.com

所在地 東京都千代田区丸の内1-8-2 鉄鋼ビルディング12階 電話番号 03-5221-1340(代表)

【図表4】リキッドオルタナティブとHFRI指数の最大下落率分布*3



*3: 各期における最大ドローダウンを示しています。母集団、基準日、出所は図表3と同じです。

■リキッドオルタナティブ定量分析考察

定量分析結果からは以下のようなことが考えられます。

- 図表2では3指数とも同時期に下落局面に直面していませんが、反発局面においてはHFRI指数が最も着実にリターンを獲得できているため長期的にはパフォーマンスが良好になります。
- 図表3、4のようにリキッドオルタナティブのパフォーマンスにもばらつきが見られます。相対的にはHFRI指数は期間を問わず安定的なリターンを生み出し、最大下落率を抑制しています。

HFRI指数内にもばらつきは存在し、各種バイアスも存在するため(Vol.8参照)、単純に比較できない側面もありますが、定量的にはHFRI指数が安定的という結果になりました。

■おわりに

流動性も高く低コストで最低投資金額も低く、簡単な手続きで投資できるものもあるリキッドオルタナティブは、投資のハードルが低いように思えますが、選んだファンドによってはリターンが劣化する可能性があることを知っておく必要があります。例えばリキッドオルタナティブは一般的なヘッジファンドが高収益を期待して構築する相対的に低流動のポジションや、集中度合いの高い確信的なポジションを取ることはできず、それが定量面でリターンを押し下げることもあるでしょう。投資家にとっては結局のところ報酬控除後のリターンが高くないとメリットはありません。リキッドオルタナティブ、一般的なヘッジファンドともに個別ファンドの選定が重要と言えるでしょう。