

- ヘッジファンド(以下HF)投資家には多様な方々がいらっしゃいますので、投資目的や求める運用にもそれぞれ特徴があります。投資しようとするファンドの投資家構成を確認して主要な投資家やその特徴を把握することは投資家にとって意図せざる投資結果とならないために有効な手段であると考えられます。そこで本稿では主要なHF投資家の特徴と投資家構成の確認ポイントについてご説明します。

インベストメント・リレーション部 シニアアドバイザー 吉田 佳央

## ■ HF投資家のタイプ

様々なHFの投資主体のなかで主要な投資家としては次の方々が挙げられます。<sup>\*1</sup>

### ➤ 年金基金 (Pension)

年金基金の運用目的は「年金負債をまかなう年金資産を積み立て、それを維持していくこと」ですが、その中で運用スタイルの分散としてHF投資を行っています。公的年金は大規模かつ長期投資が基本とされ、私的年金は規模は様々で公的年金には及ばないものの投資期間が長いという特徴は共通しています。また伝統資産と相関が低くかつ安定的なリスクリターン特性を求める傾向があります。

### ➤ 保険会社 (Insurance)

保険会社の運用部門は資産規模の大きい長期投資目線の投資家としてグローバルに運用を展開しており、ポートフォリオ分散の観点から古くからHF投資を行ってきました。近年は金融規制強化の影響からかつてほど投資活動は活発ではありません。

### ➤ 財団・基金 (Foundation, Endowment)

基金は大学基金が最も有名で卒業生などからの寄付金をまとめて運用し、利益を永続的に運営費等に充てられるようにするのが特徴です。元本保全を最優先の運用目標に掲げながら長期的リスク分散投資としてHFを積極活用しています。財団は特定の活動を継続的に実施するための運用を行う点で基金と似ていますが、基金は一般的に教育、健康、宗教団体等によって設立されるのに対して、財団は助成金の交付を行う機関を幅広く含みます。財団は必ずしも永続的ではなく、年間一定額を拠出しなければならない等のルールがあり、大学基金のような毎年の寄付はありません。財団や基金は長期投資が基本で投資規制が少なく幅広いオルタナ資産に投資が可能です。欧米を中心に古くから主要なHF投資家として認知されています。

### ➤ ファミリーオフィス (Family Office)

ファミリーオフィスは数百億円を越す金融資産を持つ超富裕層が専属のファンドマネジャー等を雇用して一族

の資産管理を行う会社です。ファミリーの目的や構成によって多様な形態が存在しますが、市場変動を排除し安定的な絶対リターンを常に狙う点が特色であり伝統的なHFの運用スタイルに相通じるところもあります。税効果を勘案した税引後リターン極大化を目指す点でも特徴があります。HF投資においては相対的に高めのリターン水準を望む傾向があることで知られています。

### ➤ ファンド・オブ・ファンズ (FoF)

顧客投資家のリターン目標やリスク許容度、投資期間、流動性の必要性、その他の条件を考慮しながら顧客に提供するポートフォリオが目的に添え続けられるように投資を行います。投資機会や個別ファンドの状況を見ながら柔軟にポートフォリオリバランスを行うことが特徴で投資期間は機関投資家の中では相対的に短めです。

### ➤ 政府系ファンド (SWF)

政府系ファンドは国家予算の安定化や次世代のための備蓄を目的として組成された国家が保有する投資プールです。天然資源が豊富な国や貿易収支、外貨準備の変動の大きい国で設立が盛んです。一般的に長期投資であり、外貨準備以上のリターンを目指す絶対収益を目標としています。政府系ファンドはその巨大な規模や非常に長い投資期間を有することからオルタナティブ投資においても主要な投資家とみなされるようになりました。

### ➤ 役職員等 (Internal)

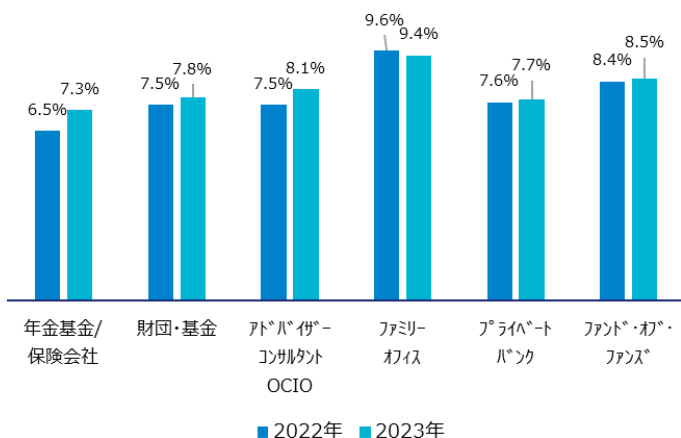
運用会社の役職員等が自らのファンドへ投資を行うものです。HFは成功報酬があることから運用者が過大なリスクを取るインセンティブを有していますが、運用者や役職員が自らのファンドに投資を行うことにより投資家と同じリスクを認識させ無謀な投資を行わないようにすることが出来る可能性があります。

\*1: その他に挙げられる投資家として、アドバイザー・コンサルタントは投資家の代わりにデューデリジェンスやモニタリングを行い、投資家に適切なヘッジファンドを選定、アドバイスする機関です。FoFを作って投資家に提供するケースもありFoFに近い特徴があります。OCIOはヘッジファンドの投資決定、アロケーション配分などCIOが行う業務を外部委託するサービスです。プライベートバンクは資産管理、投資アドバイス、税務計画など富裕層顧客に対する幅広いサービス提供の一環として、顧客の資産や投資目的に合うヘッジファンドを選定し提供しています。  
出所: CAIA Alternative Investments: A Primer for Investment Professionals (オルタナティブ投資: 投資専門家のための入門書)、オルタナティブ投資入門 ヘッジファンドのすべて、参照。

## ■ HF運用に求める期待リターンの違い

Goldman Sachsが昨年実施したグローバルHF投資家調査<sup>\*2</sup>では、HF投資に対する期待リターン（図1）、2023年の実績リターン（図2）、実績に対する評価（図3）を公表しています。期待リターンは投資家によって大きく異なっている様子が伺え、**ファミリーオフィスが9%超と最も高く、年金・保険は7.3%と全体では一番低い水準であることがわかります。**これは既にご説明した投資家毎の特徴（年金は安定したリスクリターン特性を求める傾向、ファミリーオフィスは相対的に高めのリターン水準を望む傾向）に沿った内容になっています。

【図1：投資家別HF期待リターン 2022vs2023】



2023年の実績リターンは、財団・基金は期待リターンには若干届かない結果となりましたが、期待以下と答えた割合は29%と全体で最も低かった一方、同じ実績リターンとなったファミリーオフィスは期待以下と答えた割合が50%と半分を占めています。年金基金・保険会社は期待リターンに比べ低めの実績リターンとなりましたが期待以下と答えた割合は2番目に低いことから、期待リターンだけでなく実績に対する評価も投資家層毎に大きく異なることがわかります。

\*2: Goldman Sachsのレポート「Goldman Sachs The Current State of the Hedge Fund Industry and the Outlook for 2024 Prime Services Hedge Fund Insights & Analytics」を参照。図1~3はGoldman Sachsのデータをもとに当社が加工・作成したものです。

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する事があります。

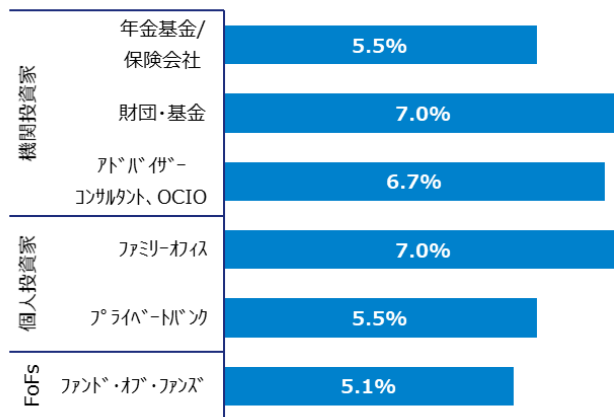
### 【重要なお知らせ】

- 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を推奨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覧ください。

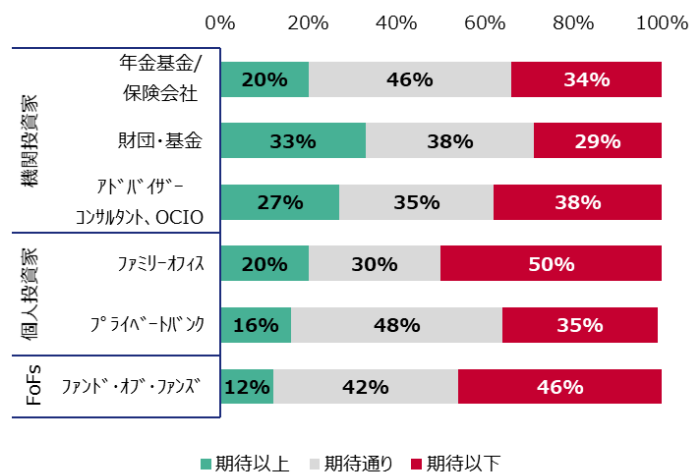
アセットマネジメントOneオルタナティブインベストメンツ株式会社

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](mailto: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2：投資家別HF2023実績リターン】



【図3：投資家別2023実績に対する評価】



## ■ 投資家構成の確認ポイント

HF投資家は投資目的や期待リターンが様々なため、運用成果に対する見方も異なります。HF投資を検討する際に同じ見方の投資家がどの程度投資しているかを確認することは重要であると考えます。例えば大きなドロウダウンの発生時にはその対応（リスクを追加して損失の早期回復を狙うか、損失を確定しこれ以上の損失拡大を回避するか）について、投資家毎にファンドへ求めるものが大きく変わってくる可能性があります。運用者は大きな配分を持つ投資家の意図を運用に反映することが往々にしてあり、少数派にとっては意図しない投資成果となるリスクがあるため注意が必要です。