

■ ヘッジファンド（以下HF）は国内公募投信に比べ多様な投資条件が設定されており、中でも必要な時に投資資金を回収できるかを示す流動性は重要な確認ポイントの1つです。一般的に伝統資産に比べてHFの流動性は低く、解約を制限する条件が複数追加されている場合もあります。本稿ではHFの流動性を左右する解約条件について概要をご説明します。

■ また近年優良HFを中心に解約条件等の長期化を進める動きが見られています。事例と今後の見通しについてご説明します。

インベストメント・ソリューション部 シニアクライアントポータルマネージャー 吉田 佳央

## ■ HF解約条件の種類

HFの解約条件は様々な種類がありますが、一般的に以下のような項目が挙げられます。

### ● 解約頻度

解約頻度は解約が可能なタイミングを定めたもので、月次、四半期毎、半年毎、年次等があります。HF全体では月次または四半期毎が最も一般的です。日次や週次など流動性の高いファンドも設定されていますが、高い流動性を実現するためにHF戦略に様々な制約を付けて提供していることが多く一般的なHFとは区別されているのが実情です。

### ● 解約事前通知日数

解約事前通知日数は解約したい日（解約基準日）からどれくらい前までに解約通知を提出する必要があるかを定めたものです。ファンドが自由に設定可能ですが30日前、45日前、60日前、90日前等が一般的です。

### ● その他の解約制限

上記以外にも解約に一定の制限をかける項目があります。ただしこれらは全てのHFで導入されているわけではありません。

#### 1. ゲート条項

ゲート条項は上記の解約条件に加えて1回あたりの解約可能上限を設定するもので、投資家毎に設定される投資家レベルゲートとファンド全体に設定されるファンドレベルゲートがあります。

- ① 投資家レベルゲート（Investor level Gate、以下IG）は投資家毎に1回の解約申込で解約できる上限を設定したものです。例えば解約頻度が四半期でIGが25%のケースでは、四半期ごとに投資持分全体の25%を上限に解約が可能となります。この場合、全解約には約1年（上記解約申込期限を考慮するとそれ以上）を要する計算になります。

- ② ファンドレベルゲート（Fund Level Gate = 以下FG）はファンド運用資産全体に対する解約可能上限を設定するものです。例えばFGが50%の場合、投資家の解約申込がファンド運用資産全体の50%まで受付可能で、仮にそれを超えた解約申込があった場合は超過分について翌期以降の解約に回されます。FGは投資家の解約動向の影響を受けるため、投資家にとってより高度なモニタリングが必要なことから、最近ではIGが主流になっています。

#### 2. ロックアップ期間

ロックアップ期間は投資家の解約を一定期間制限するものです。ロックアップ期間中投資家は解約申込が出来ないか、追加手数料を支払うことで解約可能となります。

- ① ハードロックアップはロックアップ期間中一切引き出しが出来ない厳しい解約制限です。
- ② ソフトロックアップはロックアップ期間中に追加手数料を支払えば解約が出来るものです。例えばソフトロックアップ2年、解約手数料3%の場合、投資開始後2年間については3%の手数料を払えば解約可能となります。

#### ● ラッセル オルタナティブ商品調査2022

ラッセル・インベストメントが実施した調査によると、2022年3月末時点で国内機関投資家向け（主に年金基金）に提供実績あるいは予定があるHF169商品のうち37%が何らかのゲート条項を定めており、戦略別では株式ロングショート、マクロ、マルチが30～50%の割合でゲート条項を導入していました。

ロックアップ期間（ハードおよびソフト）は未設定の商品が多く導入は全体の19%に留まっており、うちソフトロックアップが6割程度を占めていました。解約手数料は1～3%が最も多かったと報告されています。ロックアップ期間については12か月が81%と最も多い結果となりました。

出所：ラッセル・インベストメント 国内年金向け オルタナティブ商品調査 2022年10月を参照。

## ■ HF解約条件の近年の動向

2018年に大手マルチ戦略HFが投資家レベル四半期毎解約上限5%（IG5% = 全解約に約5年）クラス設立を発表し業界を驚かせましたが、その後解約条件長期化の動きはHF全体に広がりを見せました。

【HF解約条件長期化事例：表1】

マルチ戦略 M社	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 2018年 四半期IG5%（5年解約）クラス設立を発表</li> <li>✓ 2022年 四半期IG25%（1年解約）クラスの全額資金返還を発表</li> <li>✓ ハードクローズ（資金受入停止）</li> </ul>
マルチ戦略 B社	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 2019年解約頻度月次→四半期、解約申込期限45日前→65日前、四半期IG25%を付加した新クラスを設立</li> <li>✓ 2022年以降、2年クラス（IG12.5%）のみの資金受入</li> <li>✓ ハードクローズ（資金受入停止）</li> </ul>
マルチ戦略 S社	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 2021年四半期IG8.33%（3年解約）クラスを設立</li> <li>✓ 2022年四半期IG12.5%（2年解約）及び同IG25%（1年解約）クラスを追加</li> <li>✓ キャパシティ残り数億ドル程度</li> </ul>
マクロ戦略 B社	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 2021年四半期IG25%、12.5%、5%（それぞれ1年、2年、5年解約）クラスを設立</li> <li>✓ 2023年初にクローズを検討中</li> </ul>
金利裁定 C社	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 1年超の長期ロックアップシェアクラスでのみ新規資金を受入れていたが、現在ハードクローズ（資金受入停止）</li> </ul>
株式LS M社	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 2022年解約頻度月次→四半期、IG25%の制約を付加</li> <li>✓ ハードクローズ（資金受入停止）</li> </ul>

## ■ 解約条件長期化のメリット、デメリット

HFの解約条件長期化は流動性の悪化という点で投資家にとって不利ですが、ファンド側は下記のような運用上のメリットがあると考え導入、検討を進めています。

### 1. ファンド運営の長期的な安定性向上

解約条件を長期化しているHFの多くは高い流動性のポートフォリオを維持しており、そのことがかえって危機時に投資家の資金化要請の影響を受けやすくなってしまふ懸念がありました。ファンドのビジネス成功に必要な期間と投資家の投資期間の長さを揃えることによりファンド運営の長期的な安定性を高めることがファンド側の主な狙いの1つです。

またこうした競合他社の動向を受けてより流動性の高い自社のファンドに解約が集中してしまうリスクを回避するため競合他社と同等の解約条件へ変更する事例も見られています。

### 2. 人材獲得競争激化への対応

運用者（ポートフォリオ・マネジャー、以下PM）を複数採用するHF（マルチPM型HF）を中心に人材獲得競争が年々激しくなっています。解約条件の長期化によって安定した投資家層を持つことは、今後採用するPM候補にとって待遇面等での重要な差別化要因となります。直近ではスティーブ・コーエン氏が運用する大手マルチ戦略HFのポイント72が解約条件の長期化（四半期IG8.33% = 3年解約クラス）を検討していると報じられました。（2022/11/16 ブルームバーグ）

### 3. ITインフラを中心とした運営基盤強化

また情報テクノロジー等のインフラ関連や管理態勢の整備、イノベーションの推進等の運営基盤強化には長期的な視野での継続的な投資が必要となります。解約条件の長期化により投資家層の短期的な変動が抑制されることで、こうした課題に長期的な視野に基づく確かな対応が可能となりファンド運営において大きなメリットとなります。

## ■ 今後の見通しと当社の対応

昨今HFにおける質の高い人材の獲得と維持のための競争が厳しさを増しており、互いに解約条件の長期化を進める事例が増えていくことで業界全体に拡大していく可能性があります。

当社ではこうした傾向が今後も優良HFを中心に続くとも見ており、投資家は許容できる流動性について整理しておく必要があります。また当社としてはこのような流動性の低下が運用面の質の改善やパフォーマンスの向上等投資家にとってのメリット増大と見合うものであるか等、注意深くモニタリングしファンドの選定にあたっては慎重に判断する必要があります。

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の推奨したり、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おりますが、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。
- 主なりリスク：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 <http://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)