

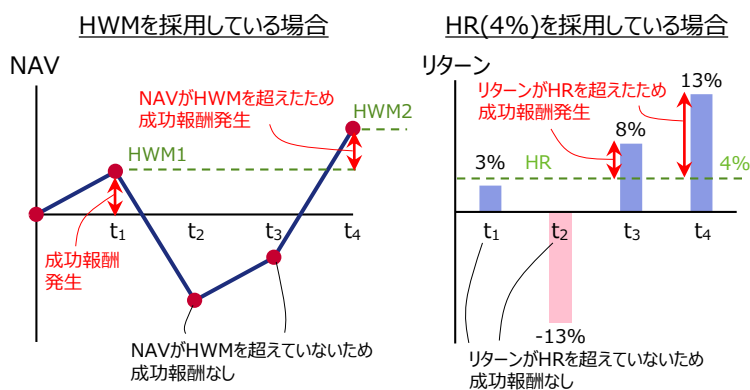
- 一般的にヘッジファンドのフィー構造はマネジメント・フィーとパフォーマンス・フィーの二階層になっています。パフォーマンス・フィーには達成条件の設定が一般的となっており、マネジャーが常に高いリターンを追求するインセンティブが働きやすい形態となっている点が特徴です。
- ヘッジファンド業界の成長とともにフィー構造は多様化しており、その水準は全般的には低下傾向にあるもののファンドの戦略やサイズ、地域によって様々であるため、フィーの構造や水準について調査することがデュー・ディリジェンスやモニタリングにおいては重要なポイントとなります。

インベストメント・ソリューション部 アソシエイト 和田拓也

■ ヘッジファンドのフィー構造の基本

ヘッジファンドの特徴の一つとして、マネジメント・フィー(管理手数料)に加えてパフォーマンス・フィー(成功報酬)が投資家に課される点が挙げられます。管理手数料はファンドの総資産に対して固定の報酬料率で課されるものであり、ファンド運用コストや従業員の給与などに充てられパフォーマンスに関わらずファンド規模に応じて安定的な収益源を確保するものです。一方で成功報酬とはファンドが達成した収益に応じて報酬が課されるもので、マネジャーに高いパフォーマンスを達成するインセンティブを提供することで投資家とのセムボート性(利害の一致)を保ちます。成功報酬にはハイウォーターマーク(HWM)やハードルレート(HR)などの条件が付くことが多く、これによりファンドが一定の目標を達成した場合にのみ成功報酬が支払われる仕組みになっています(図1)。

【図1: HWMおよびHRの仕組み】



HWMとはファンドが過去に達成した評価額(NAV, Net Asset Value)の最高値であり、これを超えることでマネジャーは成功報酬を受け取ることができます。成功報酬は一定期間(通常1年)後のNAVがHWMを超えた部分のみに課されるため、マネジャーがNAVを過去の最高値以上に増やす動機付けとなります。またファンドが過去の損失を回復するまで成功報酬が支払われないため投資家の利益保護となる一方で、特にNAVがHWMを大きく下回っている状況では、マネジャーがHWMを超えるために過度に高いリスクを取ったり運用へのモチベーションが低下したりする可能性があるといった課題もあります。

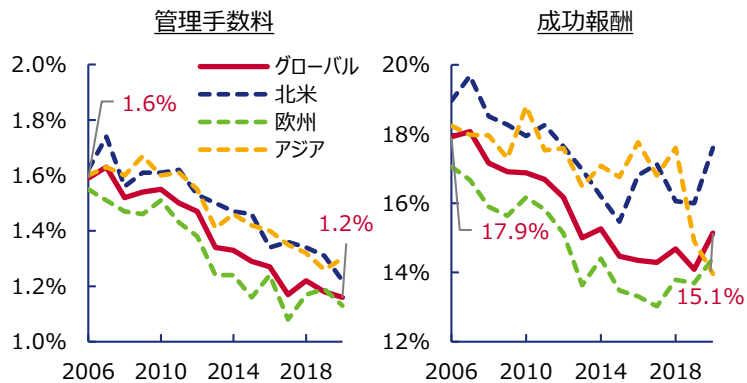
HRとはマネジャーが成功報酬を受け取るために超えなければならない最低リターンであり、成功報酬はHRを超過した部分のみに適用されるためマネジャーが高いリターンを追求する動機付けとなります。一定の固定レートを有するハード・ハードルと特定ベンチマークに対して設定されるソフト・ハードルの2種類のレートが存在し、HWMと比較してHRは一定期間のリターンに基づくものであるため前年までのパフォーマンスには依存しません。一方で適切なレート設定の困難さやマネジャーが短期リターンを追求することで長期視点を持った投資戦略が疎かになる可能性があるといった課題もあります。

投資家がヘッジファンドのフィーを確認する際は類似戦略や同程度のAUM規模のファンドが課す平均的な水準に加え、期待リターン/ボラティリティに対する標準的な手数料、ファンドと投資家の間の利益配分などに注意する必要があります。

■ フィー水準のトレンド

成功報酬の概念は最古のヘッジファンド運用者と呼ばれるアルフレッド・ウィنزロウ・ジョーンズにより斬新なアイデアとして1949年に導入されたと言われています。同氏は投資家のファンド費用として20%の成功報酬のみを設定し、ヘッジファンドの一般的なフィー体系および水準として広まりました。その後ヘッジファンド業界の成長とともに運用資産規模が拡大する中で、市場環境に関わらず一定の収入を得ることで安定的にファンドを運用することを目的として管理手数料が導入され、2%の管理手数料と20%の成功報酬の組み合わせが一般化しました。その後特に2008年の金融危機後において投資家が透明性とコスト効率を求めるようになったことやパフォーマンスの低迷、ヘッジファンド業界内での競争激化や規制強化の圧力などにより新規のヘッジファンドのフィー水準は低下傾向にあります(図2)。多くのヘッジファンドは投資家ごとに自由に料率を変えており、特に大口の機関投資家や厳しい解約流動性を受け入れる投資家には比較的低水準な報酬料率を適用する場合もあります。また足元では金利水準の高止まりからリスクフリーレートを超過した部分のみに成功報酬が支払われるべき(キャッシュ・ハードル導入)といった議論など、投資家の期待や市場環境に応じてヘッジファンドのフィー構造の見直しも広がっています。

【図2: ヘッジファンドのフィー水準推移^{*1}】



*1: 業界全体の水準ではなく、その年に新規設定されたヘッジファンドのフィー水準を示しています。
出所: Eurekahedgeの情報を基に当社作成

■ヘッジファンドの各分類別のフィー水準

Aurum社のレポートによると戦略別では**クオンツ戦略(クオンツマクロや統計的裁定取引)**や**マルチストラテジーのフィー水準が高**くなっており、これは社内インフラ/テクノロジー/データコストの高さや熾烈な人材獲得競争に起因しています。また多くのポートフォリオ・マネジャー(PM)を抱えるプラットフォーム型ファンドでは後述するパススルー費用を採用するケースが多く、こうしたファンドではファンド自体のパフォーマンスが芳しくない場合でも収益をあげたPMへのボーナスが発生するためフィー水準が高い傾向にあります。一方ショートを活用せずより市場ベータとの相関が高いロングバイアス戦略や低コストでヘッジファンド戦略の複製を目指すリスクプレミア・ファンドでは固定費が低いためフィー水準も低くなる傾向があります。

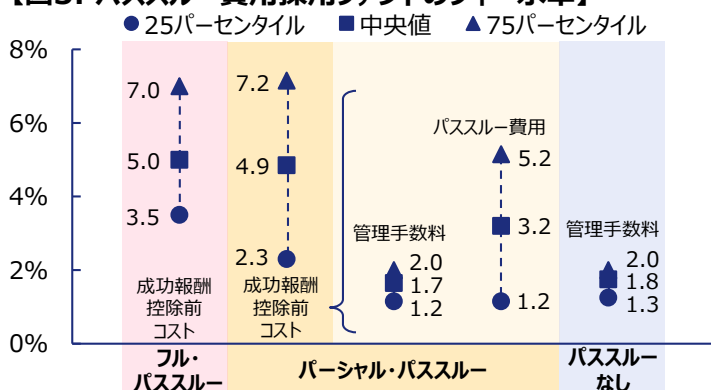
ファンドサイズ別では**大規模なファンドほどトラックレコードの長さや評判の高さなどから価格交渉力が強く、フィー水準も高くなる傾向**があります。ただし規模の経済を活用することでフィーを低水準に抑制するファンドも存在します。

また地域別では**アジアを拠点とするファンドのフィーが高い傾向**にあります。これはアジアではフィー水準が比較的高い戦略(マルチストラテジーやマクロ戦略)が多いことや、欧米に比べて市場の成熟度が低くアジアに特化した戦略への需要の高まりに対して供給が追いついていないことなどが理由として挙げられます。一方欧州では過度なコストから投資家を保護する規制圧力の高さや、比較的規制が厳しいオルタナティブUCITSも多いことなどによりフィー水準は低い傾向にあります。

■パススルー費用について

近年プラットフォーム型ファンドを中心に**パススルー費用の採用が増加**しています。パススルー費用とはファンド運営に伴う費用を投資家に転嫁する手数料体系であり、PMへのボーナスや取引費用、研究/データ/テクノロジー費用、出張旅費やマーケティング費用を含む運営費用などの項目が含まれます。投資家が支払うコストを明確に区分する観点では透明性が高いと言える一方、**パススルー費用は毎期変動するため予測が困難**であり、直近ではパススルー費用が想定以上となったことを受けて一時的に管理手数料を免除することで投資家負担を軽減するファンドもあります。当該フィー形態は管理手数料を徴収しないフル・パススルーと、管理手数料とパススルー費用を組み合わせるパーシャル・パススルーに分けられます。図3はフィー形態ごとの管理手数料水準を示していますが、パススルー費用を採用しているファンドでは**成功報酬控除前コストが5%程度と高水準**であり、投資家への利益配分率も小さくなっています。パススルー費用を採用しているファンドの方が優秀なPMを採用できネットリターンが良好であるという報告もありますが、パススルー費用採用ファンドについては当該費用が変動費であることも踏まえてその水準や動向にも注意を払う必要があります。

【図3: パススルー費用採用ファンドのフィー水準】



出所: Goldman Sachsの情報を基に当社作成

■おわりに

ヘッジファンド投資の費用は多様化が進み、その水準も戦略等に応じて様々で変化しているため、ファンド選別にはコストも勘案した収益性の判断が必要です。当社では各ファンドのフィー構造の変化についても細かくモニタリングするとともに、今後の業界におけるトレンドの変化についても注視していきます。

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

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)