

- ヘッジファンド投資には大きく二つの投資アプローチがあります。一つはコmingルファンドと呼ばれる、複数投資家が一つのファンドに出資しヘッジファンド運用者がその資産を一体で運用する仕組みです。もう一つはセパレートリー・マネージド・アカウントと呼ばれる、特定の投資家のために設計される専用口座を通じて運用する仕組みです。
- 後者のアプローチはマネジャーとの交渉や最低投資金額、セットアップ時の負荷など条件は相応に厳しいものの、一度構築できれば資金効率や透明性、設計の柔軟性等の観点から投資家に大きなメリットを提供します。

インベストメント・ソリューション部 ポートフォリオマネジャー 稲田 孔明

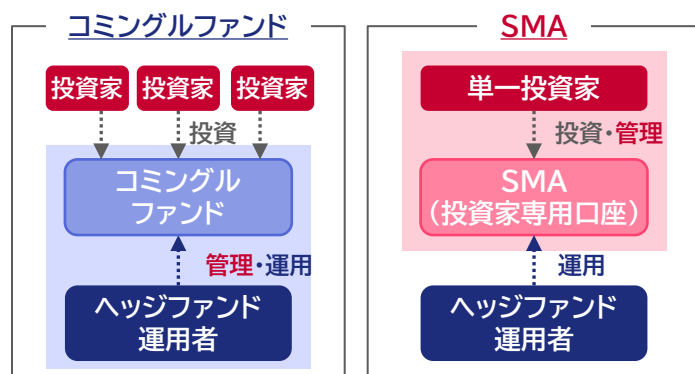
■ ヘッジファンドへの投資方法

投資家がヘッジファンドに投資する方法として最も一般的なのがコmingルファンドへの投資です。これは複数の投資家が同一ファンドに出資し、ヘッジファンド運用者が資産を一体として運用する仕組みです。投資家は運用成果を享受できる一方で、運用内容やリスク管理については運用者やファンドの運営体制に依存することになります。これに対して、セパレートリー・マネージド・アカウント（以下「SMA」）と呼ばれる投資手法の活用が近年機関投資家を中心に広がっています。本稿ではヘッジファンド投資におけるSMAの特徴や留意点について解説します。

■ SMAの概要

SMAは投資家とヘッジファンド運用者との相対（あいたい）契約に基づき、投資家専用の運用口座を通じて資産を運用する仕組みです。運用そのものはヘッジファンド運用者に委託しながらも、資産管理、リスク監視、担保管理、投資ガイドラインの設定などを投資家側の枠組みの中で管理することが可能となります【図表1】。このような特徴からSMAは単なる投資ビークルの違いではなく、投資家が運用プロセスやリスク管理により深く関与できる投資手法として位置付けられています。

【図表1】 コmingルファンドとSMAの違い（イメージ）



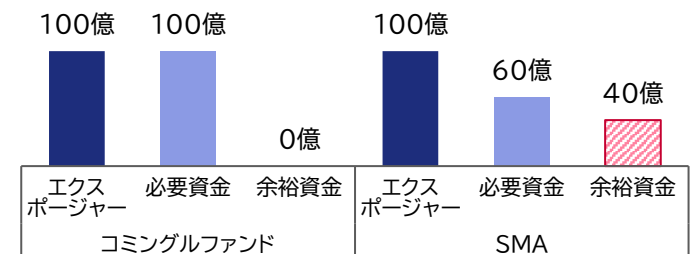
SMAはシタデルやミレニアムなどの大手マルチマネジャーヘッジファンドが外部のヘッジファンド運用者に資金を配分する際にも採用している手法であり、資金効率やリスク管理の向上等を目的として活用されています。

特に近年は機関投資家の間で①資金効率の改善、②透明性の向上、③柔軟な運用設計といった特徴が評価され、SMAの活用が拡大しています。以下ではそれぞれの特徴について説明します。

① 資金効率の改善

SMAの大きな魅力の一つは同じ投資エクスポージャーをより少ない資金で実現できる可能性があることです。コmingルファンドでは、例えば投資家がヘッジファンドに対して100億円分のエクスポージャーを取得したい場合、通常は100億円全額をファンドへ拠出する必要があります。しかしヘッジファンド運用では先物やスワップなどのデリバティブ取引を活用することも多く、運用に実際に必要となるのは必ずしも投資家から預かった資金全額ではなく、証拠金や損失に備えるための資金バッファ相当の金額です。SMAでは投資家専用の口座内でポジションを構築するため、運用上必要な資金のみを拠出しながら同程度のエクスポージャーを取得できます。例えば100億円分のエクスポージャーに対して必要な資金が60億円で済めば、残る40億円は投資家が自由に活用できます【図表2】。またSMAは投資家ごとの独立した口座で運用されるため、コmingルファンドのように他の投資家の解約に備えて余分なキャッシュを保有する必要性が比較的小さく、これも資金効率改善の一因となります。

【図表2】 投資時の必要資金額の違い（イメージ）



こうして生じた余裕資金は追加の投資に充てることも、安全資産で運用して金利収入を得ることも可能です。近年の金利上昇を踏まえると、このキャッシュ運用益も無視できない収益源となり得ます。このようにSMAは同じ投資効果をより少ない資金で実現できる可能性があり、投資家の資金効率向上に大きく貢献します。

さらに複数のヘッジファンド運用者を同一SMAプラットフォーム上で運用する場合、必要となる証拠金の計算は個別ではなくポートフォリオ単位で実施されるため、各マネジャー間のリスク相殺効果も期待できます。それぞれ独立して投資する場合より全体として必要となる証拠金を削減でき、より効率的に運用できる可能性があります。

② 透明性の向上

高い透明性のもとで運用状況をモニタリングできる点もSMAの魅力の一つです。一般にコミングルフاندでは、投資家はマネジャーが提供する月次・四半期レポートなどを通じて運用状況を把握するため、保有ポジションやリスク情報の開示は限定的となることが少なくありません。一方SMAでは投資家専用の口座で運用されるため、パフォーマンスやポジション状況などをより詳細かつタイムリーに確認することが可能です【図表3】。また運用資産は投資家固有の勘定として管理されることから、運用ガイドラインの遵守状況やリスク管理状況についても継続的なモニタリングを行いやすくなります。

【図表3】情報取得可能範囲の比較(イメージ)

項目	コミングルフاند	SMA
パフォーマンス情報	○(週次～月次)	◎(日次)
保有ポジション	△(限定的)	◎(日次)
各種エクスポージャー	○(月次)	◎(日次)
各種リスク指標	○(月次)	◎(日次)
ガイドライン遵守状況	△(限定的)	◎(日次)

注: 実際の開示内容および更新頻度は運用者および契約内容によって異なります。

③ 柔軟な運用設計

SMAは投資家とヘッジファンド運用者との相対契約によって運営されるため、運用内容や契約条件を投資家ニーズに応じて柔軟に設計できます。例えば投資対象や地域・セクター、レバレッジ上限などを個別に定めるほか、報酬体系や解約条件についても交渉の余地があります。また特定の資産や取引手法を除外するネガティブリストの設定や、投資家独自のリスク管理基準の導入も可能です。このようにSMAは運用戦略だけでなく運用基盤そのものを投資家の目的や制約に合わせて設計できる点に大きな魅力があります。

その他SMAでは資産が投資家専用の口座で管理されるため、他の投資家の行動による影響を受けにくい点も特徴です。コミングルフاندでは大口投資家の解約や資金流出入に伴う売買が残存投資家のパフォーマンスに影響を及ぼす場合がありますが、SMAではこうした影響を抑えやすくなります。

■ SMAにおける留意点

多くのメリットを有するSMAですが、導入にあたってはいくつかの課題も存在します。一つ目はセットアップの複雑さです。ヘッジファンド運用者との契約交渉、プライムブローカー、カストディアンなどのサービスプロバイダーとの契約、運用ガイドライン策定、モニタリング体制の整備など、多くの準備作業が必要となります。二つ目は最低投資金額の高さです。一般的にSMAは1億米ドル規模以上の資産を前提とすることが多く、小規模投資家には利用が難しい場合があります。三つ目はレバレッジ管理の重要性です。SMAによって資金効率は向上しますが、市場急変時には損失拡大やマージンコールのリスクが高まる可能性があります。また通常時には分散効果が働いていても、市場危機時にはマネジャー間の相関が上昇し、期待していた資金効率が低下する可能性もあります。

このようにSMA投資を始めるには一定の厳しい条件がありますが、海外を中心に存在するSMAプラットフォームサービス提供会社を活用することで、これらに関する支援がSMA投資を始める際には非常に有用です。

■ おわりに

SMAは優れた資金効率、高い透明性、柔軟な運用設計といったメリットを有する一方、その導入には一定規模の資金や運営体制が求められます。そのため、必ずしもすべての投資家がSMAを直接活用する必要はなく、SMAを活用したマルチマネジャーファンドへ投資することもこれらのメリットを享受する有効な手段の一つと考えられます。限られた資本をいかに効率的に活用するかは投資家にとって重要なテーマの一つであり、SMAは今後さらに活用が広がっていく可能性があると考えられます。

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ことがあります。

出所: Innocapの資料をもとにAMOAI作成

【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か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およ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。
- 本資料の一部また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」の合計額をご負担いただきます。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 一般社団法人資産運用業協会
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)