

## 米国の投信市場で拡大するリキッド・オルタナティブ

岡田 功太

### ■ 要 約 ■

1. 米国の投信市場において、リキッド・オルタナティブの運用資産総額は 2013 年末時点で 1,730 億ドルに達し、近年、急速に拡大している。リキッド・オルタナティブとは、ヘッジファンドの運用戦略を流動性の高い投信の形態で組成したリテール（個人向け事業）向け商品のことである。従来のヘッジファンドと比べ、投資家が日次の設定・解約が可能であり、透明性が高く、最低投資金額が低額であるなどの特徴を有する。
2. ただし、投資家に対して日次の流動性を提供するために制約を受けることから、全てのヘッジファンドの運用戦略をリキッド・オルタナティブとして商品化できるわけではない。また、ポートフォリオの流動性が高いため、非流動性プレミアム分だけ従来のヘッジファンドよりもパフォーマンスが劣後する傾向がある。
3. リキッド・オルタナティブに対しては、投資家の理解度の観点や、システミック・リスク誘発の可能性から懐疑的な見方がある。その一方で、米国においては、大手金融機関のリテール部門や独立系フィナンシャル・アドバイザーだけではなく、伝統的資産運用会社もリキッド・オルタナティブの取扱いに積極的である。さらに、米国の確定拠出型年金の運用商品にも採用され始めているため、今後の動向に注目したい。

## I. 台頭するリキッド・オルタナティブ

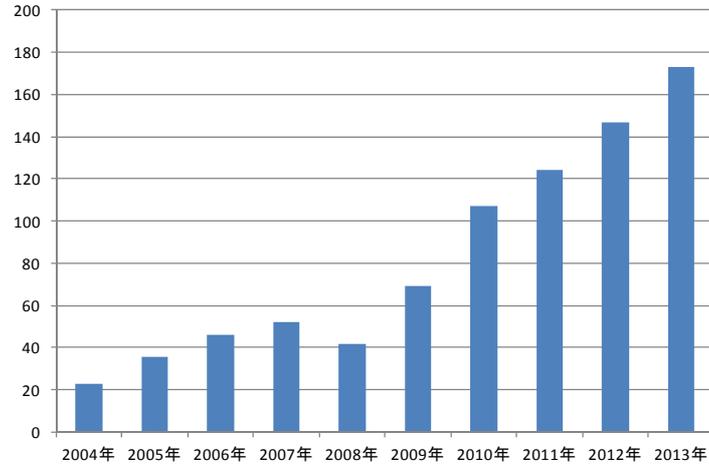
近年、米国の投信市場におけるリキッド・オルタナティブの台頭が目覚ましい。リキッド・オルタナティブとは、ヘッジファンドの運用戦略を流動性の高い投信の形態で組成したリテール（個人向け事業）向け商品のことである<sup>1</sup>。リキッド・オルタナティブの運用資産総額（以下、AUM とする）は、過去 10 年間で 7.5 倍になり、2013 年末時点で 1,730 億ドルに達した（図表 1）<sup>2</sup>。一方で、米国の投信市場（除く MMF）の AUM は約 12 兆ドルと巨大だが、同期間の AUM の増加率は約 2 倍であり、リキッド・オルタナティブは小規模ながらも急成長を遂げてきたことが見て取れる<sup>3</sup>。

<sup>1</sup> リキッド・オルタナティブは、ヘッジド・ミューチュアル・ファンド、オルタナティブ・ミューチュアル・ファンド、レジスタード・オルタナティブ、レジスタード・ヘッジファンド、リテール・オルタナティブなど呼び名は多種多様である。

<sup>2</sup> Principal Management Corporation, “Utilizing Liquid Alternatives in Portfolio Construction” February 2014

<sup>3</sup> 2014 Investment Company Fact Book

図表1 リキッド・オルタナティブの AUM の推移 (10 億ドル)



(注) プリンシパル資料はモーニングスターのデータを参照  
 (出所) プリンシパル資料より野村資本市場研究所作成

## Ⅱ. リキッド・オルタナティブの特徴

### 1. 高い流動性

リキッド・オルタナティブは投信の形態で提供される運用商品であるため、米国においては 1940 年投資会社法の規制を受ける<sup>4</sup>。そのため、ポートフォリオのうち流動性の高い資産を 85%以上組み入れる必要があり、非流動性資産の組み入れ比率の上限は 15%である<sup>5</sup>。また、ショート・ポジションによる債務に関しては同額の担保を保有しなければならない、レバレッジはデリバティブ及び借入のどちらを活用したとしてもファンドの資産の 33%を上限とする<sup>6</sup>。つまり、リキッド・オルタナティブのポートフォリオに組み入れられている資産の流動性は、伝統的なロング・オンリー戦略の投信と同じ規制に服する。そのため、通常のヘッジファンドは、投資家の設定・解約の頻度が月次か四半期であることが多いが、リキッド・オルタナティブは通常の投信と同様に、日次の設定・解約に対応できる(図表2)。また、ヘッジファンドは投資家が解約するにあたって 30-90 日の解約通知期間やロックアップ(設定後、数ヶ月・数年間は投資家が解約できない期間のことを指す)を設けていることがあるが、リキッド・オルタナティブには当該条項は付与されない。

<sup>4</sup> リキッド・オルタナティブは、欧州においては UCITS に準拠することから、ニューシツ (Newcits) もしくはオルタナティブ UCITS と呼ばれる。UCITS とは譲渡可能証券の集団投資事業 (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) の略称であり、EU 指令に準拠するファンドを指す。ただし、本稿は、ニューシツ (Newcits) 及びオルタナティブ UCITS は取り扱わない。

<sup>5</sup> ここでいう非流動性資産とは、市場において現金化するのに 1 日以上かかる有価証券のことを指す。

<sup>6</sup> Citi Prime Finance, "Introduction and Overview of 40 Act Liquid Alternative Funds" July 2013

## 2. 手数料体系

ヘッジファンドは、しばしば、運用管理報酬（以下、マネジメント・フィーとする）と成功報酬（以下、パフォーマンス・フィーとする）の2種類の手数料を投資家から取得する。マネジメント・フィーとは投資家の資産の管理に対する対価であり、AUMの1.5%から2.0%がヘッジファンド業界における一般的な水準である。パフォーマンス・フィーとは運用益に対して課す手数料であり、値上がり益の20%が相場である<sup>7</sup>。しかし、リキッド・オルタナティブは、あくまで投信の規制に服するので、従来のヘッジファンドと同様な手数料体系を設定することはできず、パフォーマンス・フィーも取得しない。

## 3. 高い透明性と低い最低投資金額

ヘッジファンド投資は以前から個人投資家層に拡大していたが、主に富裕層向けであり、最低投資金額は高額であった。しかし、リキッド・オルタナティブは個人投資家に広く普及することを目的とする商品の性格上、最低投資金額を低く設定している。また、従来のヘッジファンドは、運用者の意向や運用戦略によってはポートフォリオの詳細が開示されることはないが、リキッド・オルタナティブは、月次や四半期の頻度で保有銘柄に関する情報が投資家に開示される。

図表2 伝統的ロング・オンリー、リキッド・オルタナティブ、ヘッジファンドの比較図

	伝統的ロング・オンリー	リキッド・オルタナティブ	ヘッジファンド
商品形態	投資信託等	投資信託等	LP等
設定・解約の頻度	日次	日次	月次・四半期
解約通知期間	なし	なし	30-90日
ロックアップ	なし	なし	数ヶ月以上
信託報酬	運用戦略・商品次第	運用戦略・商品次第	1.5%-2.0%
成功報酬	なし	なし	20%
最低投資額	低額	低額	高額
透明性（開示）	月次・四半期の開示	月次・四半期の開示	運用者次第

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

## 4. 運用戦略

前述の通り、リキッド・オルタナティブは投資家に対して日次の流動性を提供するために制約を受けることから、全てのヘッジファンドの運用戦略をリキッド・オルタナティブとして商品化できるわけではない。2013年に新規設定されたリキッド・オルタナティブは株式ロング・ショート戦略やマネージド・フューチャーズなど投資対象の流動性が高い運

<sup>7</sup> 近年、マネジメント・フィー及びパフォーマンス・フィーの業界水準は低下傾向にあることが指摘されている。

用戦略が上位を占めている（図表3）<sup>8</sup>。新規設定数が最多のマルチ戦略とは、株式ロング・ショート戦略やマネージド・フューチャーズ戦略などを組み合わせた運用手法であり、分散投資効果が期待できるため、個人投資家から人気が高い<sup>9</sup>。

図表3 新規に設定されたリキッド・オルタナティブのファンド数（2013年末時点の上位10戦略）

運用戦略の分類	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
マルチ	12	7	17	19	27
株式ロング・ショート	14	20	20	23	24
マネージド・フューチャーズ	0	7	13	23	10
イベント・ドリブン	1	2	2	4	8
クレジット・ロング・ショート	0	2	3	5	8
コモディティ	5	10	7	8	4
マーケット・ニュートラル	2	7	6	5	4
インフラストラクチャー	4	4	1	2	3
為替	2	3	1	2	2
グローバル・マクロ	0	1	2	3	2
合計	40	63	72	94	92

（出所）セルリー資料より野村資本市場研究所作成

また、リキッド・オルタナティブのパフォーマンスの特徴として、従来のヘッジファンドと比べてポートフォリオの流動性が高いため、非流動性プレミアム分だけパフォーマンスが劣後するという点が挙げられる<sup>10</sup>。2004年から2013年までの10年間に於いて、同じ運用者かつ同じ運用戦略のヘッジファンドとリキッド・オルタナティブの月次リターン（手数料控除後）を比較した<sup>11</sup>。その結果、リキッド・オルタナティブのパフォーマンスの平均値は、ヘッジファンドを年率0.98%下回った（図表4）<sup>12</sup>。このパフォーマンスの差は、主にリキッド・オルタナティブの非流動性プレミアムの欠如が要因である。

そして、非流動性プレミアムの概算値は運用戦略によって異なっている。例えば、イベント・ドリブン戦略やマーケット・ニュートラル戦略は、投資対象が非流動的であることや、レバレッジをかけていることから非流動性プレミアムが大きい。その一方で、グローバル・マクロ戦略やマネージド・フューチャーズ戦略は投資対象の流動性が高いため、非流動性プレミアムは小さく、リキッド・オルタナティブにより適した戦略であると言える。

<sup>8</sup> Cerulli, “Alternatives and Other Strategies Issue” September 2014

<sup>9</sup> イベント・ドリブン戦略やレバティフ・バリュー戦略がリキッド・オルタナティブとして組成されることもあるが、その場合、投資対象は流動性の高い資産に限られ、本来、両戦略が持つ収益特性と異なる場合がある。

<sup>10</sup> 非流動性プレミアムとは、流動性が低く現金化する自由が奪われ、その分リスクが高まるので、それに対応するプレミアムを投資家が要求することを指す。

<sup>11</sup> 同じ運用者で同じ運用戦略のヘッジファンドとリキッド・オルタナティブのペアは149存在する。

<sup>12</sup> Cliffwater LLC, “Performance of Private versus Liquid Alternatives: How Big a Difference?” June 2013

つまり、規制のみならず、運用の観点からも、全てのヘッジファンドの運用戦略をリキッド・オルタナティブとして商品化し、リテール向けに販売できるわけではないということがわかる。

図表 4 ヘッジファンドとリキッド・オルタナティブのパフォーマンスの差（2004年から2013年）

	リターン	ベータ	アルファ
全戦略	0.98%	-0.01	0.97%
イベント・ドリブン戦略	2.26%	0.05	1.65%
マーケット・ニュートラル戦略	2.24%	-0.01	2.15%
エクイティ・ロング・ショート戦略	1.07%	0.00	0.96%
クレジット戦略	0.95%	-0.01	1.08%
マルチ戦略	0.61%	-0.20	1.32%
マネージド・フューチャーズ戦略	0.48%	-0.01	-0.24%
グローバル・マクロ戦略	0.22%	-0.06	1.49%

(出所) Cliffwater 資料より野村資本市場研究所作成

### Ⅲ. リキッド・オルタナティブの主な販売チャネル

#### 1. 大手金融機関のリテール部門

マッキンゼーの推計によると、大手金融機関の手数料収入の割合において、2010年、リキッド・オルタナティブは13%を占めていたが、2015年には25%に上る<sup>13</sup>。また、今後、オルタナティブ投資は、機関投資家の間では年率7.7%で成長する一方で、大衆富裕層の間では年率10.2%の成長を遂げ、機関投資家向けビジネスの成長速度を上回る可能性がある<sup>14</sup>。実際、米国のリテール証券業界において主要なプレイヤーであるメリルリンチ、モルガンスタンレー、ウェルズファーゴ、UBS（以下、ワイヤーハウス）は、いずれもリキッド・オルタナティブの販売に注力している。2013年、ワイヤーハウスのオルタナティブ関連商品の取扱残高は1,720億ドルと、2011年から約500億ドル増加した。そして、2013年のヘッジファンド関連商品の取扱残高のうち、リキッド・オルタナティブが占める割合は51%と、2011年の38%から拡大している（図表5）<sup>15</sup>。その一方で、伝統的なロング・オンリー戦略の純資産流入額に占める割合は2012年の85%から、2013年の54%に下落したことから、ワイヤーハウスのリテール向けビジネスのリキッド・オルタナティブへのシフトは明確である。

2013年のワイヤーハウスの純資産流入額の約75%はリキッド・オルタナティブであった。

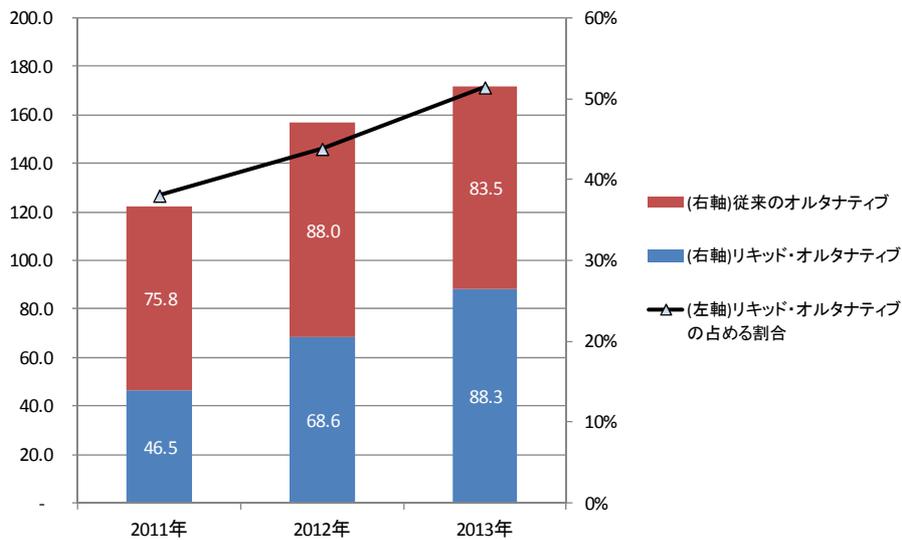
<sup>13</sup> McKinsey&Company, “The Mainstreaming of Alternative Investments” June 2012

<sup>14</sup> Casey Quirk, “The Complete Firm” February 2013

<sup>15</sup> Money Market Institute, “Distribution of Alternative Investments through Wirehouses” May 2014

そのうち最も資金流入の多かったファンドはメインステイ・マーケットフィールド・ファンドで、ワイヤーハウスの純資産流入額の約 26% を占めた（図表 6）<sup>16</sup>。当ファンドはメインステイ・アセットマネジメントが運用する株式ロング・ショート戦略であり、ショート・ポジションはあくまでエクイティ・リスクのヘッジ目的で使用し、ロング・ポジションにバイアスがかかった運用戦略である。2007 年 7 月末に設立され、設定来の総合収益率は 8.9% と同期間の S&P500 の 6.7% をアウトパフォームしている。特に、2008 年の金融危機時のパフォーマンスが良好だった点が評価され、資金が流入した。

図表 5 ワイヤーハウスのオルタナティブ商品の取扱残高（10 億ドル）



（出所）MMI 資料より野村資本市場研究所作成

図表 6 ワイヤーハウスのリキッド・オルタナティブの純資産流入額（2013 年、百万ドル）

	商品名	純資産流入額	大手金融機関 4 社の合計純資産流入額に占める割合
1	メインステイ・マーケットフィールド・ファンド	7,071	26%
2	ゴールドマンサックス・ストラテジック・インカム	4,811	18%
3	JP モルガン・ストラテジック・インカム・オポチュニティーズ	3,214	12%
4	ブラックロック・ストラテジック・インカム・オポチュニティーズ	2,674	10%
5	ブラックロック・グローバル・ロングショート・クレジット・ファンド	2,333	9%
上位ファンドの合計		20,103	75%
大手証券会社 4 社の合計		27,200	

（出所）MMI 資料より野村資本市場研究所作成

<sup>16</sup> 脚注 15 を参照

## 2. 独立系フィナンシャル・アドバイザー

米国では、大手金融機関のリテール部門に所属せず、独立した専門業者として資産運用に関する包括的な助言を行う独立系フィナンシャル・アドバイザー（以下、FA とする）が一定のプレゼンスを有している<sup>17</sup>。独立系 FA には、大きく分けると、契約型の営業担当者である IBD（Independent Broker-Dealer）と、個人専門の投資顧問業者としてマネージド・アカウントのような投資一任サービスを提供する RIA（Registered Investment Advisor）という形態があり、全米に約 30 万人以上の FA が存在する<sup>18</sup>。

近年、FA はリキッド・オルタナティブの販売に積極的である。2012 年 10 月にコージェント・リサーチが行った調査によると、FA の 4 分の 3 はオルタナティブを用いた営業活動を行っており、そのうちの約 80% がリキッド・オルタナティブを個人投資家に推奨している<sup>19</sup>。その理由として、約 50% が分散投資効果、約 25% が顧客ポートフォリオの下落抑制、約 13% が絶対収益の追求を挙げている<sup>20</sup>。また、2012 年にフィナンシャル・アドバイザー誌が行った調査によると、2011 年と比較して、FA の 75% は顧客の資産配分においてリキッド・オルタナティブを増加させており、リキッド・オルタナティブは、FA が個人投資家のポートフォリオにおけるリスク低減を考える際に活用され始めていることがわかる<sup>21</sup>。

## 3. 伝統的な資産運用会社系の販売会社によるリキッド・オルタナティブの拡充

近年、伝統的ロング・オンリー戦略において有力な資産運用会社もリキッド・オルタナティブの取扱に積極的である。実際、フィデリティ・インベストメンツは、商品ラインナップにおいてリキッド・オルタナティブを拡充している。2012 年 11 月、フィデリティ・インベストメンツは、アーデン・アセット・マネジメント（オルタナティブ投資に特化した独立系運用会社）が運用する「アーデン・オルタナティブ・ストラテジーズ・ファンド」の取扱を開始した<sup>22</sup>。当ファンドは、レラティブ・バリュー戦略、イベント・ドリブン戦略、株式ロング・ショート戦略、グローバル・マクロ戦略を組み合わせたマルチ戦略であり、AUM は約 12 億ドル（2014 年 7 月末時点）である。また、2013 年 8 月、フィデリティ・インベストメンツはブラックストーンが運用する「ブラックストーン・オルタナティブ・マルチマネージャー・ファンド」の取扱を開始した<sup>23</sup>。当ファンドはエクイティ・ロング・ショート戦略、MBS、クレジット、グローバル・マクロ戦略等を組み合わせたマルチ戦略であり、AUM は約 12 億ドル（2014 年 7 月末時点）である。

<sup>17</sup> 服部孝洋「米国リテール証券アドバイザーの多様化と LPL の成長戦略」『資本市場クォーターリー』2010 年春号。

<sup>18</sup> SEI, “The Retail Alternatives Phenomenon” May 2014

<sup>19</sup> “Ready Or Not, Alternative Investments Are Going Mainstream” Financial Advisor, December 2012

<sup>20</sup> FA の顧客が投資している運用戦略は、35% はマネージド・フューチャーズ戦略、33% は株式ロング・ショート戦略、29% は株式マーケット・ニュートラル戦略であった。

<sup>21</sup> 脚注 18 を参照。

<sup>22</sup> “Fidelity Offering Hedge-Fund Play” Wall Street Journal, December 2012

<sup>23</sup> “Blackstone and Fidelity offer hedge fund taste to retail crowd” Reuters, August 13<sup>th</sup> 2013

## IV. 今後の注目点

急成長を遂げるリキッド・オルタナティブであるが、投資家の理解度の観点から懐疑的な見方もある。前述のコージェント・リサーチ社の調査において、FAの36%がリキッド・オルタナティブに対する自身の知識不足を認識していることが報告されている。2014年8月には、米国の証券取引委員会（SEC）が、個人投資家保護の観点から、運用会社に対してリキッド・オルタナティブの販売手法等に関する調査を開始すると報道された<sup>24</sup>。

また、2014年9月には、SECが、リキッド・オルタナティブやレバレッジドETFなど、デリバティブを活用しているファンドが急速に個人投資家に幅広く普及していることを懸念し、運用会社に対して、自社の投信のポートフォリオの内容の開示を強化し、リキッド・オルタナティブ等の投信に対してストレステストを行うことを義務付ける規則の策定に着手していると報道された<sup>25</sup>。金融危機時のように市場の流動性が低下する局面において、投資家がリキッド・オルタナティブ等を一斉解約することによるシステム・リスクの誘発を抑止することが目的である。そのため、SECは運用会社に対して、リキッド・オルタナティブ等のリスク管理に関する社内ポリシーの導入や、流動性の高い有価証券を十分に保有していないと判明した投信によるデリバティブの活用の削減を強いる可能性が指摘されている。

商品性に対する理解やシステム・リスク誘発の可能性という課題を抱えながらも、リキッド・オルタナティブは確定拠出型年金（以下、DCとする）の運用商品にも採用され始めている。実際、2012年7月、フィデリティ・インベストメンツは、DC向けにコールバーグ・クラビス・ロバーツの「オルタナティブ・ハイイールド・ファンド」というリキッド・オルタナティブ商品を設定した<sup>26</sup>。米国のDCの市場規模は約5.9兆ドル（2013年末時点）と巨大であり、過去10年間において年率約7%で増加してきた魅力的な市場である<sup>27</sup>。米国のDC資産のうち約60%は投信で運用されているが、近年では、REIT、コモディティ、物価連動債などDCの投資対象資産は多様化しており、リキッド・オルタナティブが普及していく可能性はある<sup>28</sup>（図表7）。年金スポンサーが適切なリキッド・オルタナティブの運用者をDCの運用商品として選定するためには一層の投資教育が欠かせないが、今後、リキッド・オルタナティブがますます普及し、個人投資家のポートフォリオのリスク低減という役割を果たすためには、米国のDC制度での採用の拡大が鍵となるだろう。

<sup>24</sup> “SEC to examine alternative mutual funds” Reuters, August 2014

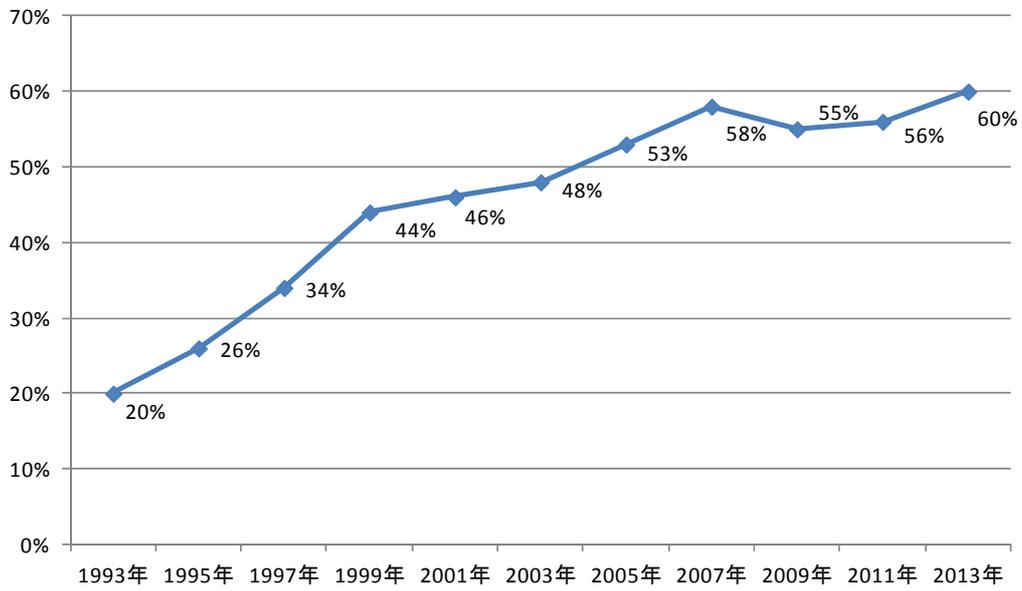
<sup>25</sup> “SEC preps Mutual Fund Rules” Wall Street Journal, September 2014 を参照。レバレッジドETFの詳細は、岡田功太「米国資産運用業界がもたらすシステム・リスクに関する議論の展開」『野村資本市場クォーターリー』2014年秋号ウェブサイト版を参照。

<sup>26</sup> “KKR to Carlyle Target \$3.6 Trillion in 401(k)s Accounts” Bloomberg, April 2013

<sup>27</sup> 脚注3を参照。

<sup>28</sup> Pensions & Investments, “Retirement plans still showing lots of love for non-traditional asset classes” February 2013

図表7 米国のDCにおける投信の比率 (%)



(出所) ICI 資料より野村資本市場研究所作成