

ヘッジファンド業界におけるマルチ・マネージャー型ファンドの成長と特徴について

目次

- I. はじめに
- II. ヘッジファンド業界動向と投資家の選好
- III. マルチ・マネージャー型ファンドの概要
- IV. 投資家からみたマルチ・マネージャー型ファンド
- V. 終わりに

運用商品開発部 債券・ヘッジファンド運用課 木村貴人
諸葛英二
山崎悠太
上田奈津美

I. はじめに

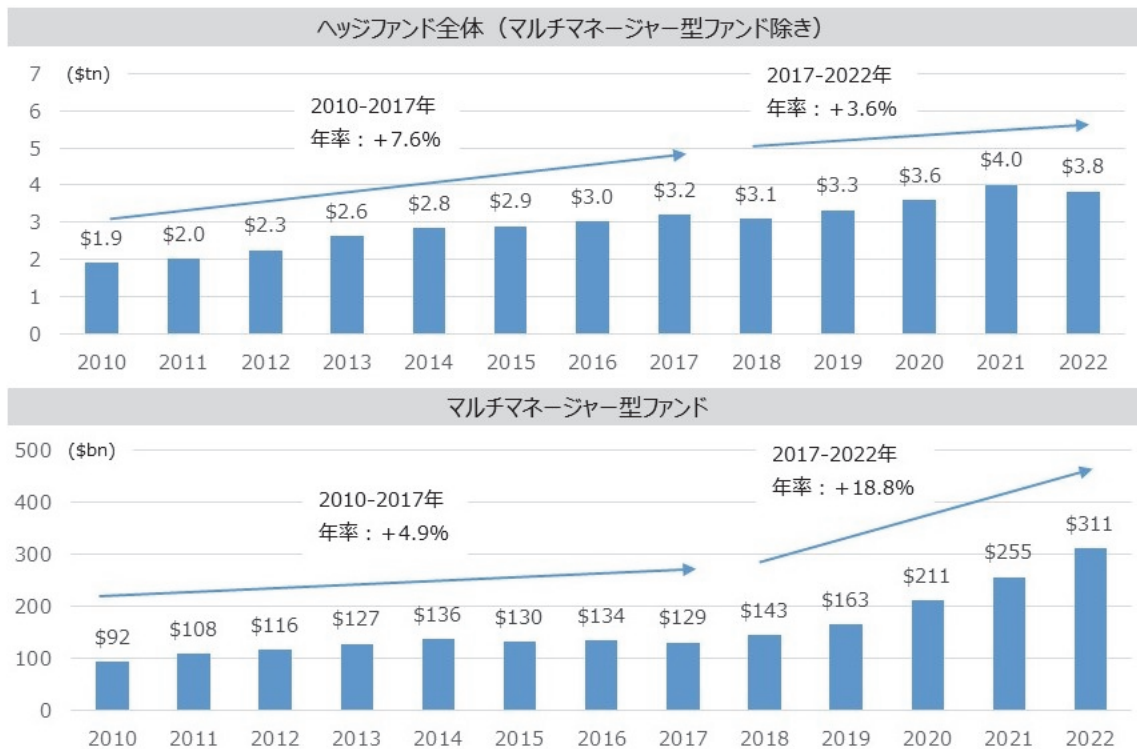
引き続き世界のヘッジファンド運用資産額は増加基調にあるが、複数の運用者・戦略を1つのファンドに束ねてポートフォリオを構築するマルチ・マネージャー型ファンドの成長が特に顕著である。本稿では、ヘッジファンド業界全体の動向、投資家の選好等のトレンドを考察するとともに、マルチ・マネージャー型ファンドに焦点を当て、その種類やストラクチャー、パフォーマンス等の分析のほかファンド選定のうえで留意すべき点について述べていく。

II. ヘッジファンド業界動向と投資家の選好

1. マルチ・マネージャー型ファンドの成長

ヘッジファンド業界は、リターン獲得による時価増を主因として成長を続けており、図表1で示すように、運用資産残高は2010年から倍増している。とりわけ、マルチ・マネージャー型ファンドの成長が顕著であり、運用資産残高は2010年：1000億ドル未満から2022年：3000億ドル以上と大幅に増加している。この成長は特に2017年以降に顕著で、マルチ・マネージャー型ファンドの資産は約150%（年率：18.8%）増加した一方、ヘッジファンド業界全体の成長はわずか19%（年率：3.6%）に留まる。

図表 1 : 運用資産残高の推移

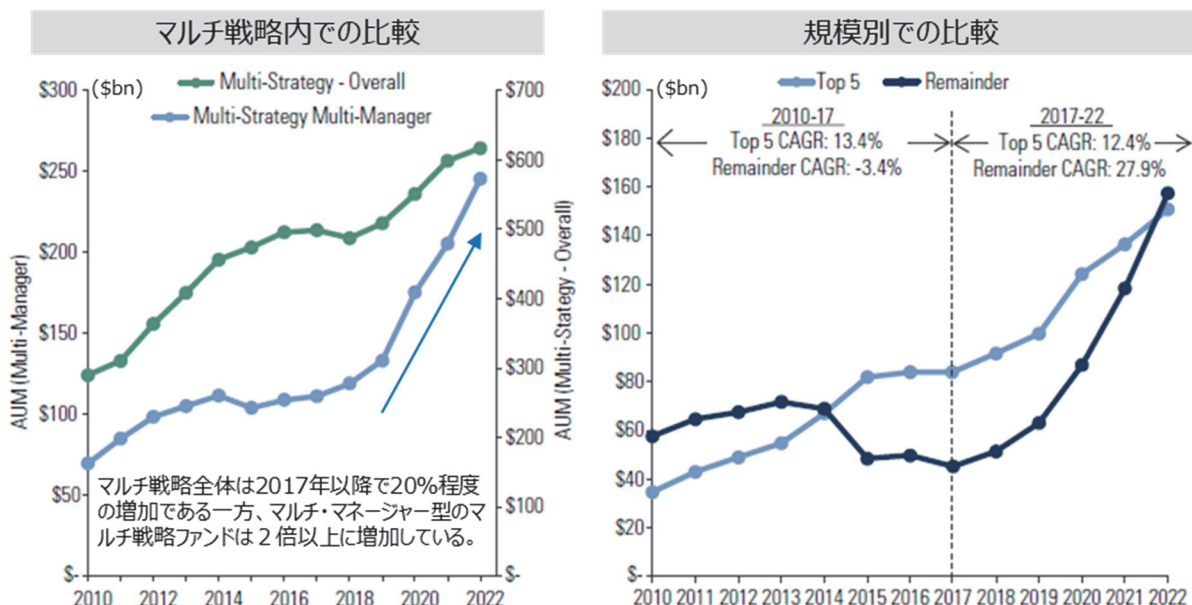


(出所) 上段 : HFR 社 2022 年 12 月末までの数値、下段 : Goldman Sachs 社 2022 年は 11 月末までの数値

この成長の違いは戦略レベルでも確認することができる。図表 2 の左側のグラフに示すように、マルチ戦略内で比較すると、マルチ・マネージャー型ファンドが急速に成長している。マルチ戦略全体は 2017 年以降で 20% 程度の増加である一方、マルチ・マネージャー型のマルチ戦略ファンドは 2 倍以上に増加している。

このマルチ・マネージャー型ファンドの成長のもう 1 つの特徴としては、ファンド規模ごとの成長率の差が挙げられる。マルチ・マネージャー型ファンドのカテゴリーは少数の非常に大規模なファンドによって支配されているが、これらのファンドの多くは近年、運用できる資金量(キャパシティ)の限界に達し始めている。図表 2 の右側のグラフが示すように、2017 年以降、規模の上位 5 つのファンドは年率 12.4% で成長しているものの、それ以外のファンドは毎年 27.9% で成長している。これは、規模の大きいファンドのみがこのカテゴリーの成長を牽引していた 2010 年から 2017 年の傾向から大きく様変わりしていることを示している。

図表 2 : マルチ・マネージャー型ファンドの資産残高増加



(出所) Goldman Sachs 社、2022 年は 11 月末までの数値

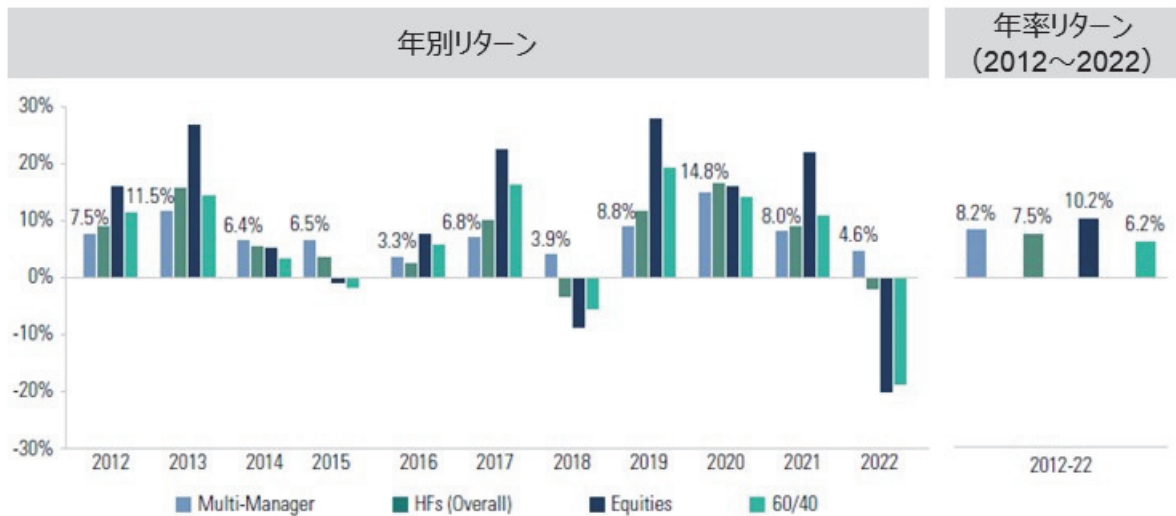
2. マルチ・マネージャー型ファンドのリスクリターン特性

マルチ・マネージャー型ファンドの成長の主な要因として、優れたリスクリターン特性が挙げられるが、まずリターンについて、ヘッジファンド全体や伝統的資産の指数と比較する。図表 3 は年別リターンおよび 2012 年から 2022 年までの年率リターンである。

2012 年以降、マルチ・マネージャー型ファンドのリターンは、ヘッジファンド全体よりも年率約 0.7%、株式 60%/債券 40%のポートフォリオよりも年率約 2%上回っているが、世界株式と比較すると年率約 2%下回っている。すなわち、リターンの絶対水準だけを見ても、良好ではあるものの、特筆すべきものではない。

一方で、安定度に目を移すと、マルチ・マネージャー型ファンドは 2012 年以降では毎年プラスリターンを投資家に提供しており、市場環境によらず、安定的なリターンを獲得している様子が観察される。特に 2022 年は株式や債券市場が大幅に下落する中、他の指数を大幅に上回っている。

図表3：マルチ・マネージャー型ファンド/ヘッジファンド/伝統的資産のリターン

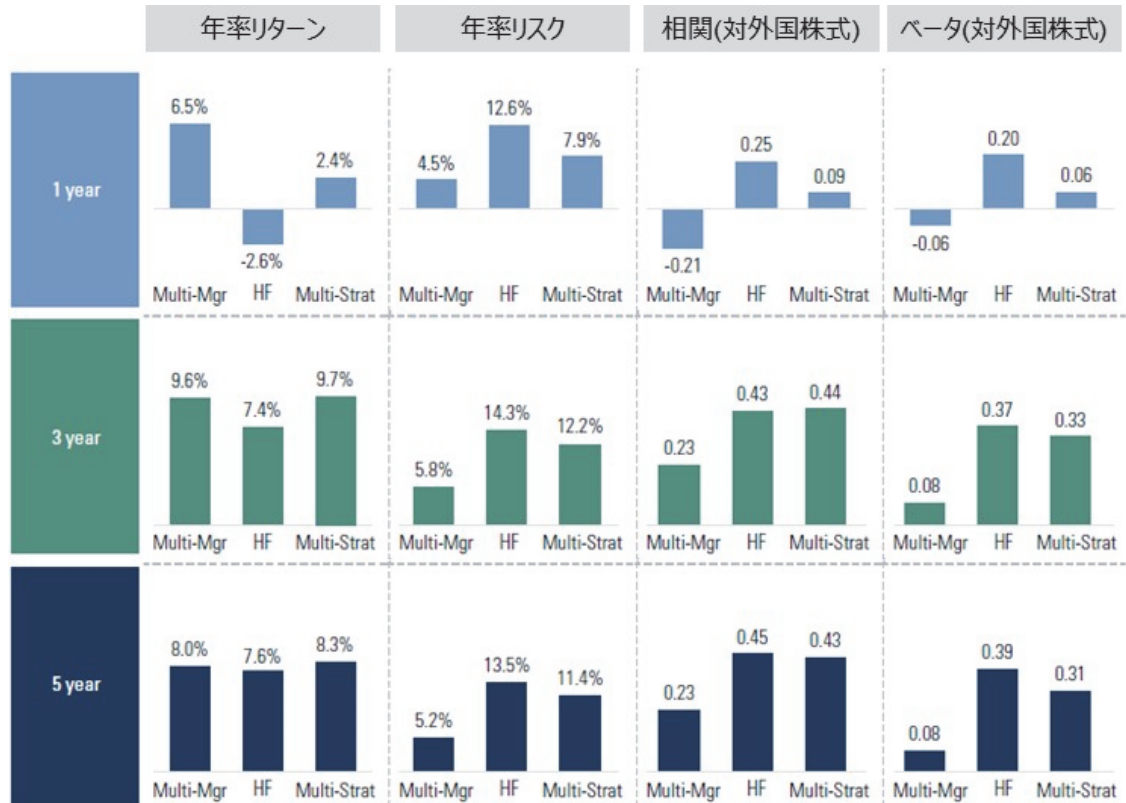


(出所) Goldman Sachs 社、2022 年は 11 月末までの数値

続いて、リスクリターン特性をヘッジファンド全体やマルチ戦略の指数と比較する。図表4は、過去1/3/5年におけるリターン/リスク/相関/ベータである。

過去3年と5年では、リターン水準はマルチ戦略とほぼ同等であり、ヘッジファンド全体をわずかに上回っている。リターン水準のみを見る限り、顕著にアウトパフォームしているとはまではいえない。しかし、マルチ・マネージャー型ファンドは、大幅に低いボラティリティと株式との低い相関/ベータを実現している。つまり、リスク対比でのリターンは顕著にアウトパフォームする傾向にあり、市場との感応度が低い特性を持っている。これは、多くのマルチ・マネージャー型ファンドが採用する広範な市場中立的なアプローチに起因しており、市場の変動に大きく左右されない特性を示している。

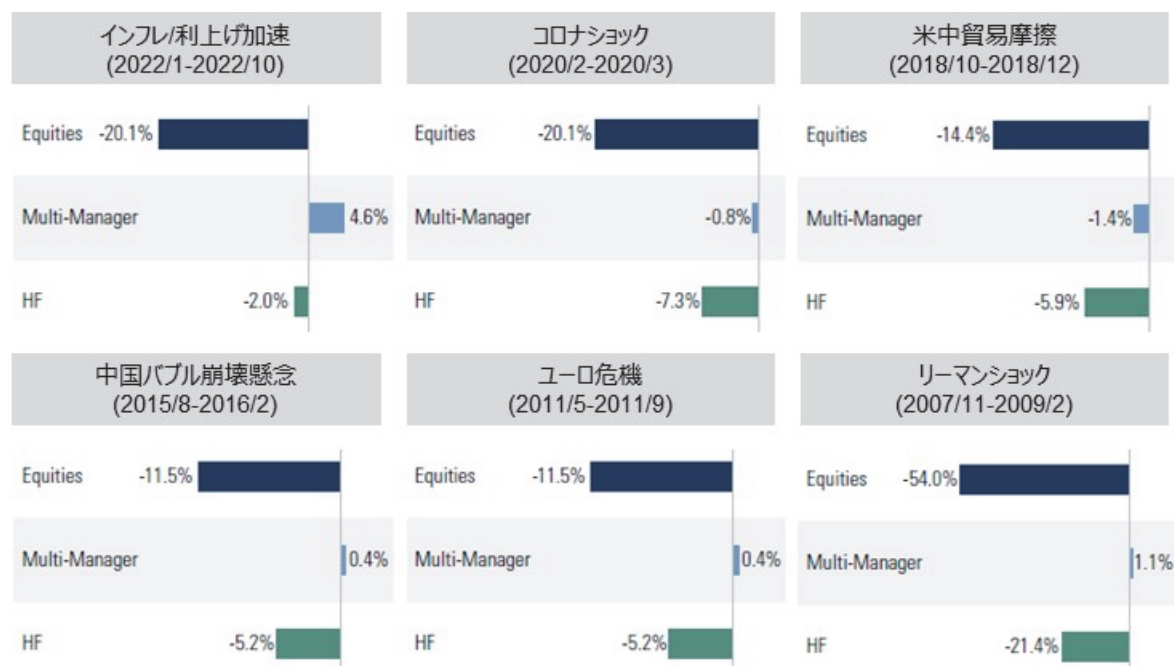
図表4：マルチ・マネージャー型/ヘッジファンド全体/マルチ戦略のリスクリターン特性



(出所) Goldman Sachs 社、2022 年は 11 月末までの数値

最後に、株式市場が大幅に下落した局面におけるリターンをヘッジファンド全体の指数と比較する。マルチ・マネージャー型ファンドは、図表5で示すとおり、株式市場が大幅に下落した局面において、ヘッジファンド全体の指数は株式市場に追随してマイナスリターンとなる一方、マルチ・マネージャー型ファンドは安定してリターンを獲得しており、市場下落局面における高い資産保全能力を有している。

図表5：株価大幅下落時におけるマルチ・マネージャー型/マルチ戦略ファンドのリターン



(出所) Goldman Sachs 社

Ⅲ. マルチ・マネージャー型ファンドの概要

1. マルチ・マネージャー型ファンドとは

マルチ・マネージャー型ファンドとは、1つのファンドの資産を複数のマネージャーに分割して運用させる戦略のことを指し、主に運用戦略・運用手法の異なるポートフォリオマネージャー(以下、PM)を複数選定して運用させるヘッジファンド戦略である。運用戦略を複数組み合わせることにより、単一戦略・単一PMが中核となっているヘッジファンド運用戦略(いわゆるシングル・マネージャー型ファンド)に比べて、分散効果の獲得とリターン源泉の拡充を図ろうとするアプローチであり、当該コンセプト自体は従来から存在しているものである。

近年は以前から存在するマルチ・マネージャー型ファンド以外に、当該領域に進出してくる運用会社も多く存在しており、より多様性が拡大している。運用会社の出自のパターンの違いで分けた場合、大まかに以下のようなタイプに分けられる。

- ① マルチ・マネージャー型ヘッジファンド(プラットフォーム型)
設立当初からマルチ・マネージャー型の戦略アプローチを有している運用会社。いわゆるプラットフォーム型といわれるファンドが多く、業界ではこのタイプが現在でもおよそ半分を占める。
- ② 単独戦略ヘッジファンドによるマルチ・マネージャー型ファンド
伝統的な単独戦略・シングルPM型ヘッジファンドが、戦略とPMを拡充させて組成したマルチ・マネージャー型ファンド。およそ1/3程度がこのタイプといわれる。
- ③ 大手アセットマネジメント会社によるマルチ・マネージャー型ファンド

大手のアセットマネジメント会社が、社内人材や既存の複数の戦略を中心に活用して、ローンチしたマルチ・マネージャー型ファンド。およそ1割程度がこのタイプといわれる。

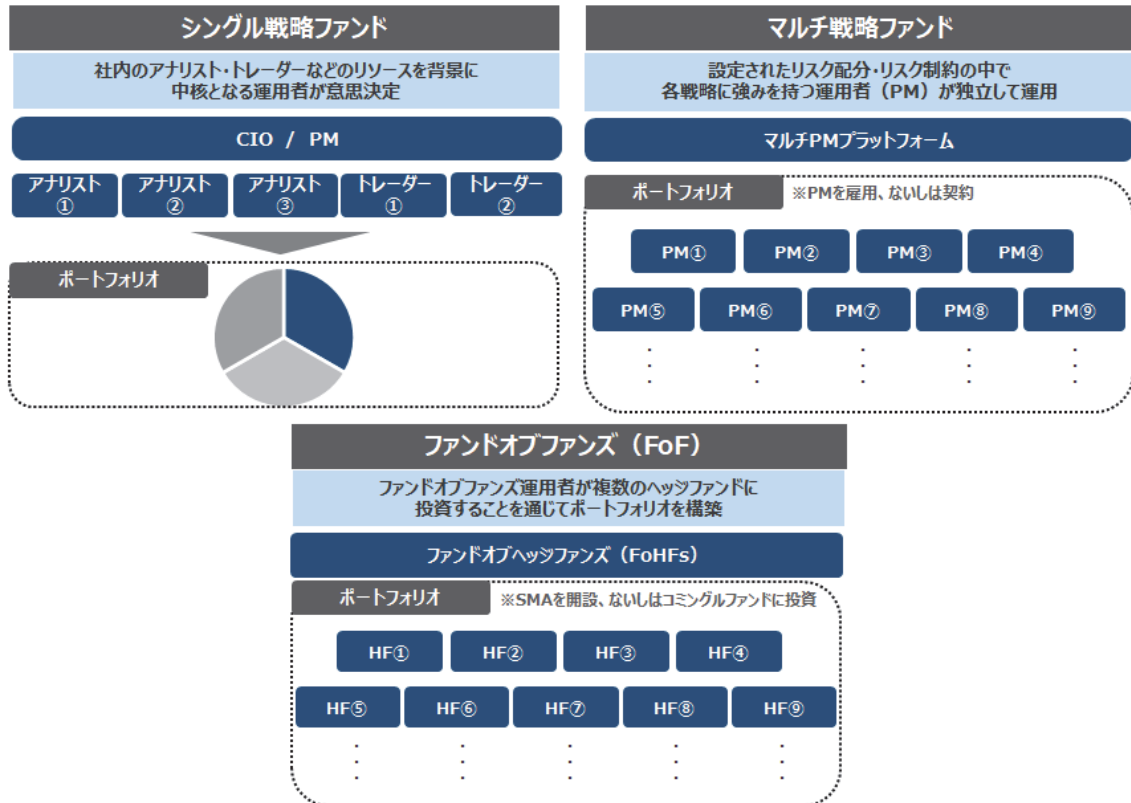
今回は、なかでも近年成長が目覚ましい①プラットフォーム型と呼ばれるマルチ・マネージャー戦略ファンドを中心に解説する。図表6のとおり、プラットフォーム型マルチ・マネージャー戦略ファンドは、一つの運用会社の中に既に存在している戦略・PMを複数組み合わせたファンドではなく、自社の運用プラットフォームのもとに、社内外の優秀な運用者(PMチーム、小規模運用会社)を集め、それぞれが独立して運用意思決定を行うアプローチである。

この形態をとるメリットとして、運用会社は、様々な運用スペシャリストを自社内で一から育成する必要がなく、幅広い運用手法・戦略をポートフォリオに組み入れることが可能になることが挙げられる。PMにとっては、IT・リーガル・インベスターリレーションなどのコーポレート部門の機能をプラットフォームにアウトソースすることができ純粋に運用に集中できること、自ら運用会社を設立せずともトラックレコードを積むことができること、などが挙げられ、プラットフォーム側、PM側双方にメリットのある仕組みとなっている。

また、戦略特性で分けた場合でも、より幅広い戦略を組み合わせたマルチ戦略型、得意とする特定領域のなかで分散を図る戦略特化型など、様々なタイプが存在している。

なお、マルチ・マネージャー型ヘッジファンドと類似した運用スキームとして、ファンドオブファンズ(以下 FOF)が挙げられる。上記のとおり、マルチ・マネージャー型ファンドでは、多数の専門的なヘッジファンドPMを採用するが、ファンドオブファンズでは、複数の戦略のファンドを組み入れることでポートフォリオの構築がなされる。したがって、マルチ・マネージャー型ファンドでは優良なヘッジファンドPMを惹きつける力、ファンドオブファンズでは優良なファンドへのアクセス力が重要となる。ファンドとしての存在にかかわらずPM(個人)を採用するか、存在するファンドを組み入れるのか、という違いはあるものの、複数戦略に投資をすることで分散を図るアプローチは共通している。

図表6：シングル戦略/マルチ戦略/ファンドオブファンズの運用スキーム(イメージ図)



(出所) 三菱UFJ信託銀行作成

2. マルチ・マネージャー型ファンドの特徴

ここでは、前段で取り上げたプラットフォーム型とよばれるマルチ・マネージャー型ファンドの持つ特徴について更に詳細に考察する。

(1) プラットフォーム型戦略における運用スキームの特徴

数十、数百という多数の専門的なヘッジファンドPMチームを採用し、個々のユニットが独立した運用責任を有して運用を行うことで、ポートフォリオを高度に分散させることで安定したリターン創出を追求するアプローチである。また、採用しているPMチーム数と運用可能な資産規模(いわゆるキャパシティ)は正比例の関係にあるため、採用しているチーム数が増加すれば、投資家からの資金受入れ能力も増加する。

個々のチームは当初契約時に定めたドローダウン等の制限に抵触した場合や一定期間の中で実績が不振である場合は解雇になるなど、規律を持った実力主義の雇用・契約体系となっている。そのため、その入れ替わりが一般の運用会社対比で高くなる傾向があるが、パフォーマンス不振のチームを解雇するなど、規律ある入れ替えを行うことは、パフォーマンス維持のためには重要である。

(2) 資本配分とリスク管理のフレームワーク

各PMチームへの運用可能資金の配分は、主に各チームの運用への確信度に応じて決定され、市場の投資機会、ポートフォリオ全体におけるリスクの集中・相関状況など、様々な要素を総合的に考慮しながら随時見直される。プラットフォームに採用された当初は少額の配分から運用を始め、トラックレコードや実績に応じて配分が拡大されていくことが一般的である。

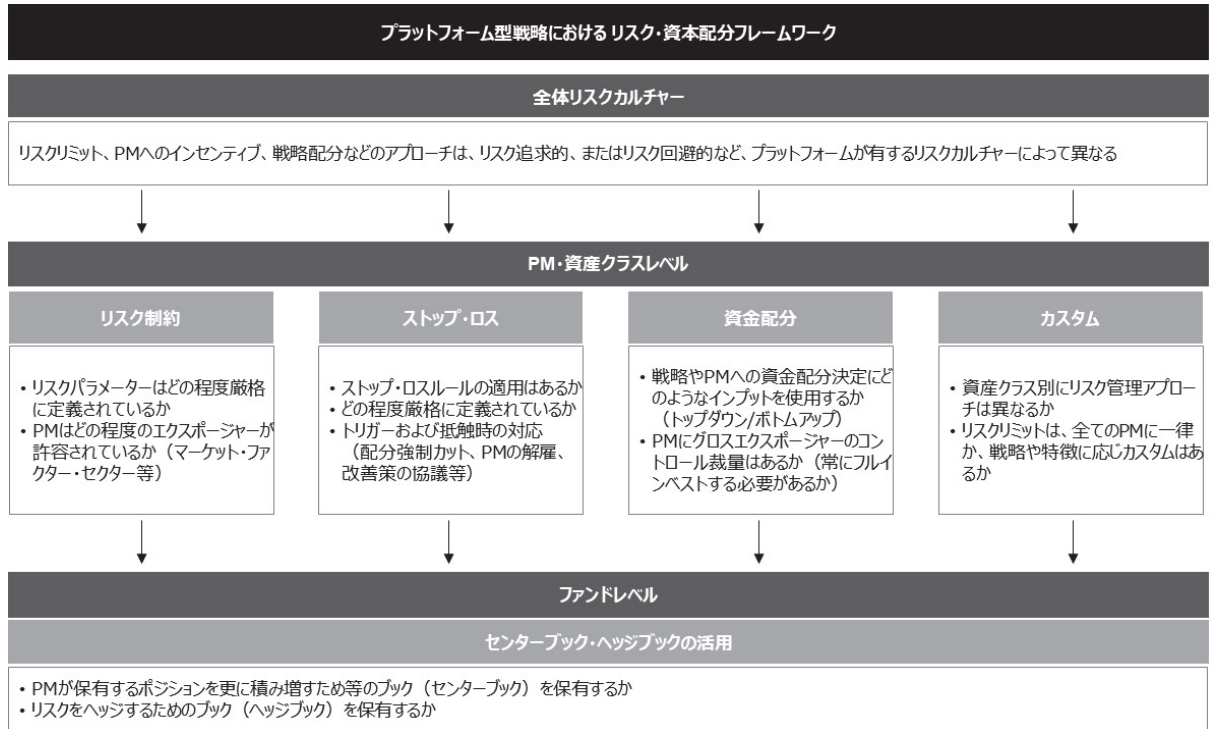
リスク管理の観点では、ポートフォリオ全体レベルのドローダウンおよび各種リスク制約に加えて、個々のチームごとに設定されたドローダウンやファクター値の制約条件に基づき、プラットフォームのリスク管理チームが中央集約的に監視を実施。リスク管理アプローチはファンドによって様々だが、戦略別・資産クラス別に固有のリスクフレームワークを適用しているケースが多い(図表7)。

ファンドごとのリスクに対する考え方や手法の違いも重要であり、リスク回避的であったり、リターン追求的であったり様々なプラットフォームが存在する。こうした考え方の違いは、PMチームの採用や解雇の判断基準の違いとしても現れるため、PMが所属するプラットフォームを選択する際の重要な要素となる。

また、個々のPMチームはドローダウンのリミットに近づく局面、ないしは市場リスクに関するイベントが懸念される局面では、強制的な退場(配分取り上げや解雇)を避けるべく各自自主的にリスクを落とす傾向もあるため、トップダウンで強制的なリスク削減を行うケースは必ずしも多くない。一方で、コロナショックなどの市場急変局面においては、トップダウンの判断でPMにリスク削減を要請する、またはオーバーレイヘッジと呼ばれるPMチームとは独立したチームがリスク管理目的で行う仕組み等を活用するなどして全体リスク調整を行ったケースも存在する。

上記のとおり、マルチ・マネージャー型ファンドは、リスク管理上全てのポジションレベルで情報を管理しており、個別PMレベルで設定されるリスク制約等と照らし合わせ、リアルタイムでリスク管理を行う。例えば、月中にPMがリスクガイドラインに抵触する可能性があった場合や、パフォーマンスが悪化している場合等において、迅速に確認を行い、ポジションや資金配分の調整を行う場合がある。他方、ファンドオブファンズでは、外部ファンドを組み入れるため、リアルタイムでのファンドの詳細な確認は難しいものの、定期的なファンドのモニタリングや分析を通じて、適切なファンドを組み入れているかを評価する。

図表7：プラットフォーム型戦略におけるリスク・資本配分フレームワーク



（出所）Goldman Sachs 社の資料に基づき三菱UFJ信託銀行作成

（3）人材獲得競争の熾烈化とパススルー報酬

プラットフォーム戦略の人気過熱に伴い能力の高いPMの獲得競争は世界中で厳しさを増している。プラットフォーム戦略運用会社は投資家からの高い人気を背景に、伝統的な運用報酬2%よりも高い運用手数料を設定して、それを人材の採用・維持費用に充当することが可能となった。最近では極めて優秀なマネージャーに対しては巨額の採用時ボーナスや当初数年間の高い報酬割合の提供、勤務環境・税制面なども考慮した新拠点の設立なども一般的になりつつある。そのため、プラットフォーム戦略はそのビジネスモデル上、高コストになりやすいという特性があり、優秀な人材を確保することを通じて、より一層高い運用成果を上げることが必須となっている。

そうした背景から、近年プラットフォーム戦略を中心に、こうした人材獲得・維持コストをファンド負担、即ち投資家の負担にすることができる報酬体系であるコストパススルー方式を採用するケースが一般的になってきている。コストパススルー方式のなかでも、全額ファンド負担にするフル・パススルー形式と、上限を設けている上限付きパススルー形式とが存在しているが、昨今ではこの上限を撤廃するフル・パススルー化が進行している。

一方、プラットフォーム型戦略のリターン特性が投資家から注目を集めているなか、とりわけ優良ファンドは投資資金受け入れ余地が限定的であり、需要過多の状況が続いてきた。結果として従来よりもはるかに高い運用手数料となる可能性が高いにもかかわらず、近年は、投資家が新規投資を望んで順番待ちをするほどの人気ぶりとなっている。

ただし、当該戦略においても市場全体で獲得できるリターンに限界があるなかで、今後のクオリティ劣化により淘汰されるファンドが増加する可能性もある。そうした状況の中で優

れたファンドを見極めていくためには、採用・維持費用に見合うだけの十分なリターンが、PM レベルおよびポートフォリオレベルで獲得できているかが大変重要なポイントである。とりわけ、PM のリターン獲得能力の見極めに失敗すると期待リターンを獲得できないばかりか、コスト負担が嵩むことでファンドパフォーマンスの劣化につながる。さらにそれが投資家の資金流出につながれば、これまでのビジネスモデルが維持できなくなるリスクがあることは、投資家としても認識しておく必要があるだろう。

また、当然ながら、金銭面以外にも質の高いPM を強く惹きつける要素があるかも重要である。プラットフォーム戦略は参入障壁の高いビジネスモデルだが、強いブランド力をもつ巨大ファンドであっても厳しい競争を勝ち抜くために常にPM を惹きつけるための戦略を模索している。運用会社の安定性、経営陣の質、組織・インフラの充実度、安定して運用に集中できる環境・文化、PM が憧れるブランド力、カリスマ的リーダーの存在等もプラットフォーム戦略の競争力を支える重要な要素となると考えられる。

IV. 投資家からみたマルチ・マネージャー型ファンド

これまで述べてきたとおり、マルチ・マネージャー型ファンドは、その安定的なパフォーマンス傾向等から、投資家のかかえるポートフォリオの中でも重要な位置を占める存在となっている。ヘッジファンドの投資家は、年金基金やソブリンウェルスファンド等の機関投資家が中心となっており、多くはヘッジファンドに対して伝統的資産との低相関性を求めている。そのため、市場環境に囚われず安定的な収益獲得が期待される傾向のあるマルチ・マネージャー型ファンドはヘッジファンドポートフォリオの中核と位置づけられやすい。従来は、株式ロングショート、マクロなど無数に存在する単独戦略のヘッジファンドを投資家が選別して、組み合わせることで一種のマルチ・マネージャー型ヘッジファンドのポートフォリオを構築していたが、マルチ・マネージャー型ファンドへ投資を行うことで多様な戦略の分散と運用者へのアクセスが同時に可能となる。

なお、当社が行った、国内年金基金向けのアンケート『年金運用アンケート 2023*』においても、ヘッジファンドの中で今後マルチ戦略ファンドへの配分を増加させたいとの回答が多く確認されている。マルチ戦略ファンドが100%マルチ・マネージャー型ファンドであるとはいえないものの、多様なヘッジファンド戦略へ分散してアクセス可能な特性は、国内年金基金のニーズにも合致したものであると考えられる。

前述のとおり、ニーズの強いマルチ・マネージャー型ファンドの設定は増加傾向にあるが、戦略構成やパフォーマンス特性は様々であり、その中でいかに優秀なファンドを選別するかが重要である。ただし、一般的には、ファンドのポジションレベルの開示は制限されることが多いほか、世界中で優秀な運用者獲得競争が過熱するなか、個別チームに関する運用実績などの情報は開示されない。とはいえ、マルチ・マネージャー型ファンドのデューデリジェンスの過程では、個別運用チームとの面談は一般的に可能であり、その運用戦略などを把握することは可能である。ただし、運用チームは固定ではなく、局面に応じて入れ替えら

*2023年7-8月に、主に企業年金基金を対象に実施したアンケート結果。

れるものであることから、それ以上にファンドを運用する会社のシニアレベルをはじめ、リスク管理チーム、採用チームとの面談等を通して、運用会社としての強みや弱みを理解し、適切な評価をすることが重要と考える。

具体的には以下2点が、マルチ・マネージャー型ファンドを評価する上で重要な評価項目と考えている。

① 採用力

マルチ・マネージャー型ファンド運営者として、優良なPMを惹きつける報酬提示、カルチャー等の魅力が備わっているか、目利きが可能か。

② リスク管理

採用したPMを支援するリスク管理チームの体制や、システムが充実しているか。

特に①の点については、運用会社ごとに様々な金銭的または、カルチャー的なインセンティブを有しており、それらの充実度合で、優秀な運用者を惹きつけられるかどうかに影響を及ぼすものであり、マルチ・マネージャー型ファンドを評価する上では非常に重要である。

また、上記以外にファンドの条件面にも留意が必要である。世界的に強い投資家ニーズを背景に、マルチ・マネージャー型ファンドには資金流入が続いているが、すでにいくつかのファンドでは、運用資産残高の規模をコントロールする目的で資金を一部投資家に返還したり、運用資産残高を安定化させる措置として、投資家がファンドを解約する際の条件を厳格化したり等の動きが生じている。

そのため、優良で条件に見合うマルチ・マネージャー型ファンドへのアクセスには、信託銀行やアセットマネジメント会社等によるゲートキーパーとしての交渉力が重要であるとともに、多様に存在するファンドの評価力が問われる領域である。

V. 終わりに

本稿では、ヘッジファンド業界のなかでもとりわけ成長が顕著なマルチ・マネージャー型ファンドに焦点を当て考察を行った。そのニーズの高まりを受け、同領域でのファンド組成は今後も増加すると見込まれるが、マルチ・マネージャー型ファンドといっても、様々なファンドが存在していることから、ゲートキーパーの果たす役割も大きい分野である。

足元の市場環境を受け、ヘッジファンドの下方耐性や伝統資産との低相関性が再度着目されつつあるが、ヘッジファンド投資における1つの選択肢としてマルチ・マネージャー型ファンドへの認知がさらに広まり、本稿もその一助となることを願っている。

(2024年1月22日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- The Goldman Sachs Prime Insights & Analytics Team [2022] “The Multiplier Effect: The landscape and evolution of the multi-manager hedge fund model”
- Morgan Stanley Investment Management [2023] “How Multi-Manager Platforms Find Strength in Numbers”
- 三菱UFJ信託銀行:年金運用アンケート 2023

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部
東京都港区東新橋1丁目9番1号 Tel.03-4330-0868