

ファンド・オブ・ヘッジファンドの研究

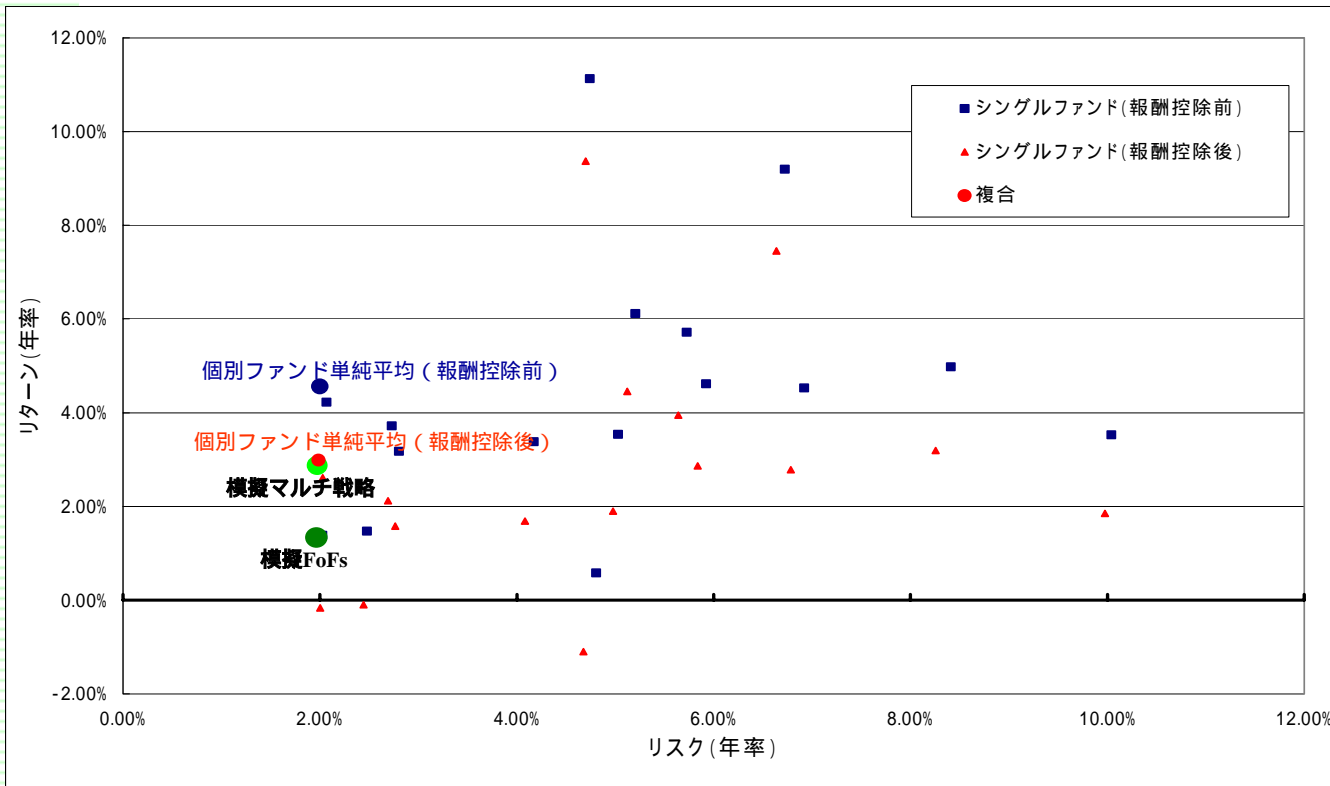
平成18年7月6日

Amc
アセット・マネジメント・コンサルティング

株式会社エー・エム・シー

ファンド・オブ・ヘッジファンドのイメージ図

当社ユニバースから作成したFoFsシミュレーション



当社ユニバースに登録されているシングルファンドをランダムに選択。

過去55ヶ月の月次収益率から、年平均リターンと標準偏差を計算。

それぞれの個別ファンドの月次収益率から、年率1.5%の固定報酬と20%の成功報酬（ハイウオーターマーク付）を差引いたものがシングルファンド（報酬控除後）。

個別ファンド単純平均は、シングルファンドを等配分で保有したと想定して計算。

模擬マルチ戦略は、**報酬控除前**の個別ファンド単純平均から、年率1.5%の固定報酬と20%の成功報酬を差引いたもの。

模擬FoFsは、**報酬控除後**の個別ファンド単純平均から、年率1.5%の固定報酬と20%の成功報酬を差引いたもの。

	単純平均 報酬控除前 (A)	単純平均 報酬控除後 (B)	模擬マルチ (A) - 報酬	模擬FoFs (B) - 報酬
リスク(標準偏差)	2.00%	1.97%	1.99%	1.96%
リターン	4.56%	2.88%	2.99%	1.33%
リスク÷リターン	2.28	1.46	1.50	0.68

1. ファンド・オブ・ヘッジファンズ とは

- ポートフォリオに戦略や運用者の異なる複数のヘッジファンドを組入れたファンド
- ファンドオブファンズ(FoFs)への組入れファンドを選定し、ポートフォリオを構築する会社、もしくはファンドマネージャーを「ゲートキーパー」と呼ぶこともある。
- FoFsの組入れファンド数は、10数ファンドから数百ファンドまで様々。
- FoFsの報酬体系は、「固定報酬 + 成功報酬」が一般的。FoFsに組入れられる個別のヘッジファンドからも報酬は間接的に控除されている。
- 現在1兆5千億ドルと言われているヘッジファンドの内、半数以上が資産額1000億円以上の大手ファンドオブファンズを通して、投資家に提供されているといわれている。(InvestHedge survey)
- 外部のヘッジファンドを購入してファンドを組成するFoFsに対し、内部にヘッジファンドチームを複数抱えて戦略を分散する仕組みをマルチストラテジーという。

2. ゲートキーパーの役割

ヘッジファンドの選定

定量的スクリーニングと定性評価により、投資適格なヘッジファンドを選定

ポートフォリオの構築

FoFsの基本方針に基づき、戦略やリスクを分散させ、最終的に組入れるヘッジファンドを決定

リスク管理とモニタリング

個別のヘッジファンドの運用状況のモニタリング

ポートフォリオ全体としての市場リスクの偏りなどの調整

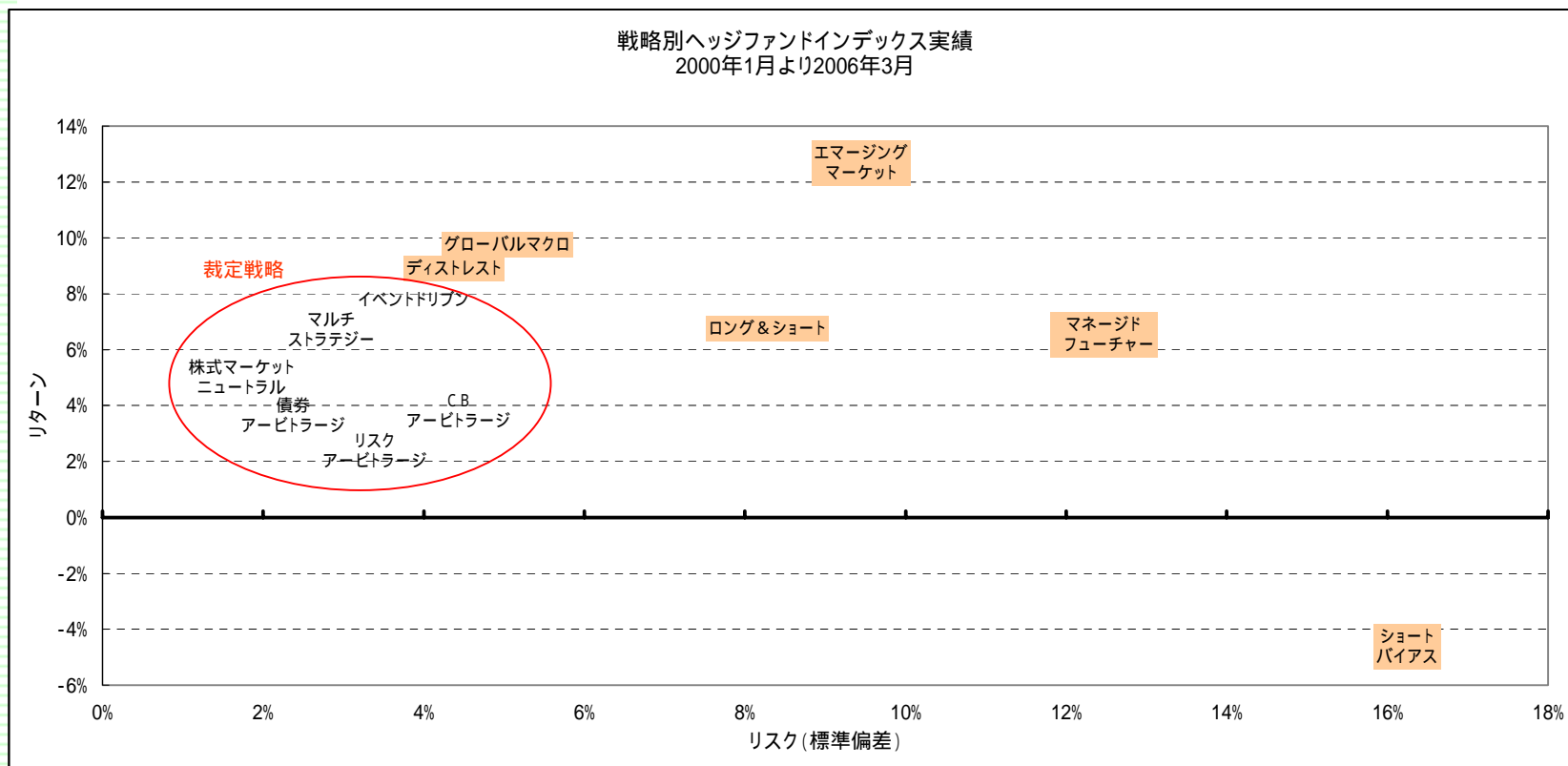
レポーティング

個別ヘッジファンドのリターンを取得し、ポートフォリオ全体の収益を計算する。
個別ヘッジファンド及び、FoFsとしての運用結果について、調査分析を行い
顧客への定期的なレポーティングを行なう。

3. FoFsの種類

組入れ戦略による特徴

- 裁定戦略を中心としたFoFs
- 戦略を特定しないFoFs
- 特定の戦略に特化したFoFs



運用手法による特徴

- 戦略アロケーションTOPダウン型
市場環境見通しにより個別戦略毎のアルファの獲得機会を予想し、ポートフォリオの戦略配分を決定する。
個別ファンドは、その配分方針に沿って組入れる。
- マネージャーボトムアップ型
優秀なヘッジファンドを組入れることを優先し、戦略アロケーションは行なわない。
- リスクコントロール型
投資対象ユニバースから、戦略の分散や相関を考慮し、一定の標準偏差で最適化。
基本的には戦略は固定。

- ファンド分散型
50ファンド以上への分散投資。
破綻や大損をしないファンドを選択するというよりも、1ファンド毎の寄与を分散し、ポートフォリオ全体でのリターン効率を上げることを目的とする。
定量判断に比重のあるポートフォリオ構築
- ファンド集中型
10ファンドから30ファンド程度への投資。
それぞれのファンドレベルでの、スキルやリスク管理を重視した構成。
定性判断に比重のあるポートフォリオ構築

投資対象ファンドによる特徴

- トラックレコードに対する考え方
 - シードマネーを入れるか
 - アーリーステージ(スタートアップ後1年以内)のファンドを組入れるか
 - スタートアップ後3年以上しか対象としないか
 - 他社でのトラックを考慮するか
- ファンドマネージャーの出身業態に対する考え方
 - 他のヘッジファンドからの独立組を優先
 - 他の伝統的資産運用会社からの独立組を優先
 - 大手の証券や銀行での自己勘定トレーダーを優先
 - 出身は問わない
- SEC登録に対する考え方
 - SEC登録業者を優先するか否か

補足：アーリーステージファンドの組入れの意義とリスク

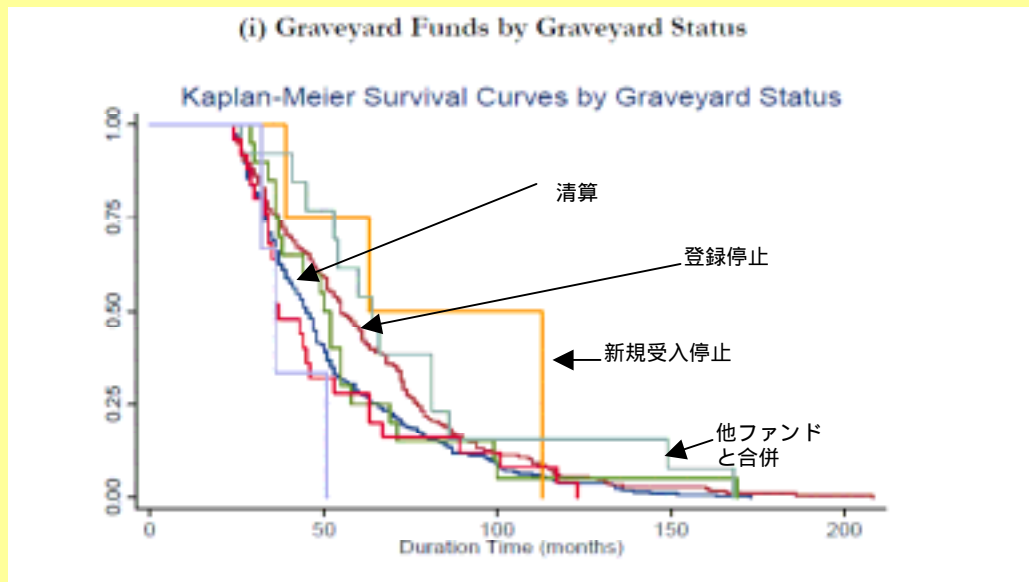
ファンド設立後間もないヘッジファンドは、一般に破綻リスクが高いと言われている。

従来は、こうしたファンドをFoFsが組入れることは稀であったが、最近はこのFoFsもアーリーステージファンドへの配分を部分的に行なう傾向にある。

破綻した場合の元本に与える影響を限定的にするため1ファンドへの投資金額は、トラックのあるファンドへの配分の10分の1以下である場合が多い。

アーリーステージファンドへの投資は、ハイリスクではあるものの、ファンド設立間もない時期のパフォーマンスが良好であるケースが多いことや、ファンドが無事生き残り人気が出た時に優先的に購入するための枠を確保することなどを目的として、限定的に組入れているFoFsが増えてきた。

データベースから消えたファンドの時期と理由



TASSのヘッジファンドインデックスには毎年500ファンド以上が新規に登録され、300ファンド程度が登録から抹消されている。

このうち清算によって登録が抹消されたファンドは2004年度は183、2005年度は178ファンド、記録されている。

日本銀行が、TASS データベースと協力し作成した、ヘッジファンドの生存確率によれば、1985年から2005年までの間に6503のヘッジファンドがデータベースに登録され、2487のファンドがデータベースから消滅した。

消滅した2487のファンドの内、約半数の1286が清算による消滅。

清算事由による消滅の内70%は、ファンド登録後50ヶ月以内に消滅していることが右のグラフからわかる。

ゲートキーパーの経歴による特徴

- 証券系ゲートキーパー
プライムブローカー業務で培ったノウハウや人的つながりを利用して設立されたFoFs
比較的大規模で、設立も古い。
- 投資家系ゲートキーパー
銀行などの自己勘定で行なっていたヘッジファンドへの分散投資部門を独立させたFoFs
リスク管理やディスクロースに特徴がある
- コンサルタント系ゲートキーパー
ヘッジファンドの評価会社がゲートキーパーになったもの
比較的設立は新しい
- 運用経験者系ゲートキーパー
ヘッジファンドにいた人が独立して作ったFoFs
- プライベートバンク系ゲートキーパー
富裕層向けの投資顧問業務を行ってきたFoFs
歴史は長い。オリジナリティがある
- データーベース系ゲートキーパー
ヘッジファンドインデックスを提供している会社によるFoFs
最近登場したインベストアブルインデックスもこの一種

4. FoFs への投資条件

解約条件

- 解約は ** 前の事前通告の上、各月末(四半期末・年末)毎。

事前ノテイス

解約サイクル

- 但し、新規購入後 ** ヶ月以内は解約不可 (** %の解約手数料が必要)

ロックアップ

ペナルティ

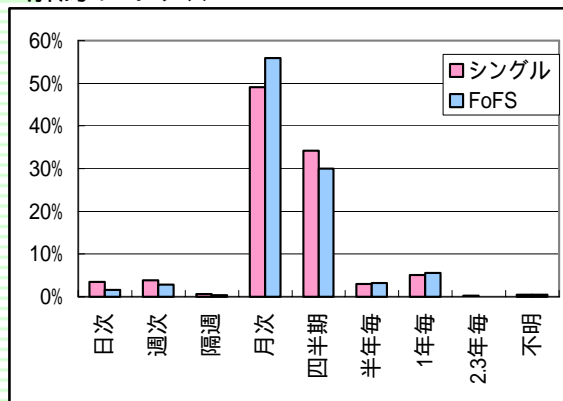
- 実際の資金の払い出しは、解約日から**後に**%分を支払い、残金はファンド決算後。

資金化のタイミング

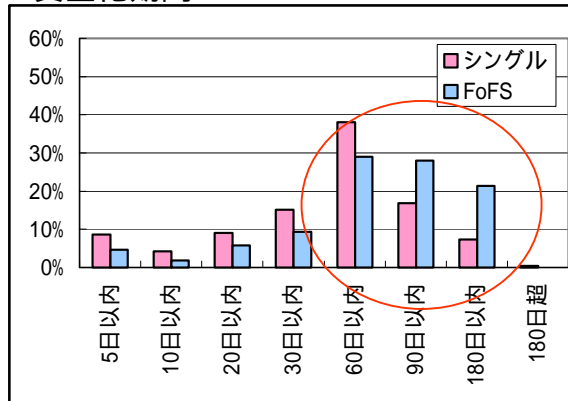
12月末が多い

解約サイクルやロックアップについては、シングルファンドとFoFsには大きな相違はないが、実際に現金を払出す資金化に要する時間はFoFsの方がシングルファンドよりタイムスパンが長い傾向がある、これは個々のヘッジファンドの時価が確定した後でなければ、損益の計算をすることができない、FoFs特有の事情による。

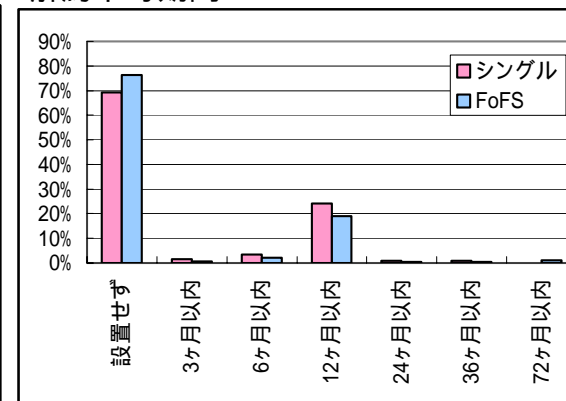
解約サイクル



資金化期間



解約不可期間



日本銀行「ヘッジファンドを巡る最近の動向2005年7月」よりAMC作成

(日本銀行注) 2005年3月時点でデータがLipper TASS Databaseに登録されている2256のヘッジファンド(単独)と817のファンド・オブ・ヘッジファンズが対象。ロックアップ期間の「設定せず」の中には、解約はいつでもできるものの比較的高な手数料をかけるものも含まれる。(出所Lipper TASS Database)

手数料

➤ 固定報酬

残高比例の固定料率。通常1%から1.5%程度

➤ 成功報酬

ファンドのNAVから固定報酬を控除した後の収益率が、目標収益率を超えた部分についての報酬。この場合の目標収益率をハードルレートという。通常超過収益率の10%から20%

➤ ハイウォーターマーク

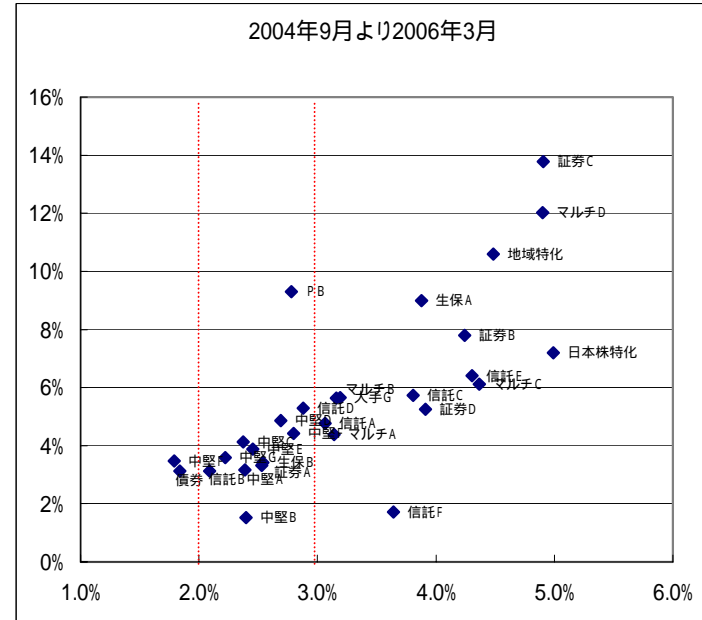
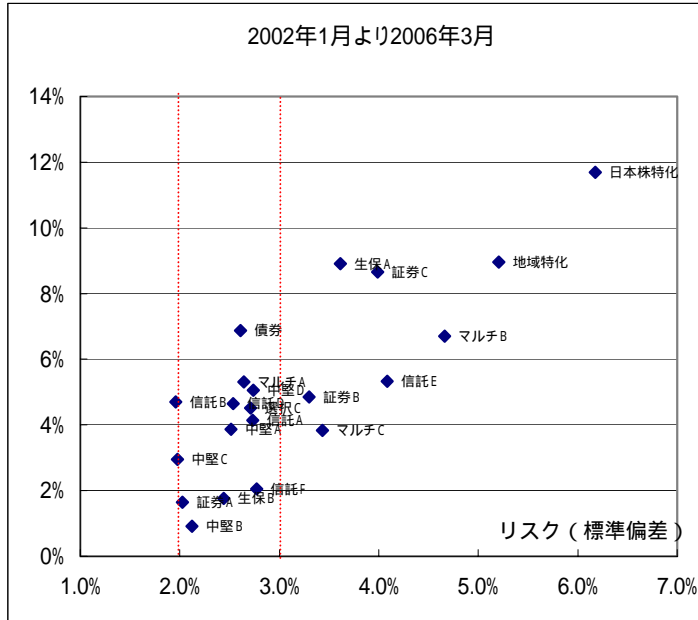
過去のNAVの最高値を超えなければ成功報酬が発生しない仕組み。1年毎にリセットされる場合と、ファンド設定来継続される場合とがある。

- こうした手数料の仕組はFoFsもシングルファンドも共通。
- 但し、FoFsの場合組入れているシングルファンドにおいても既に上記の報酬が徴収されているため、投資家は、二重に成功報酬を差引かれていることになる。
- また、日本の年金が信託銀行や投資顧問会社を通してこうしたファンドに投資をする場合には、信託や投資顧問報酬が別途必要となる。
- 一方、信託や投資顧問を通すことなく、個人や法人がこうしたファンドを直接購入するには、証券会社に別途2%程度の販売手数料を支払うことになる。
- 最近、FoFsを証券化し元本保証を付けるタイプのもも増えているが、証券化するにはこれとは別のコストがかかる他、保証料として年間1%内外の手数料が差引かれることもある。

5. FoFs の実態

当社ユニバースに登録されているファンドオブファンズの実績（一部マルチストラテジーを含む）

リターン



	CSFB/T HFI	転換社債 確定	ショート バイアス	エマージ ング	株式 市場中立	イベント ドリブン	債券 確定	グローバル マクロ	ロング ショート	マネージド F	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
証券D	0.98	0.70	-0.65	0.81	0.27	0.90	0.21	0.77	0.95	0.66	-0.16	0.50	-0.06	0.78
生保A	0.96	0.76	-0.60	0.76	0.38	0.91	0.33	0.73	0.91	0.59	-0.25	0.51	-0.13	0.73
信託A	0.94	0.63	-0.79	0.77	0.23	0.87	0.12	0.65	0.95	0.71	-0.16	0.43	-0.06	0.88
信託E	0.94	0.66	-0.63	0.83	0.30	0.80	0.13	0.78	0.91	0.69	-0.17	0.55	-0.04	0.74
信託D	0.94	0.74	-0.57	0.76	0.35	0.89	0.35	0.71	0.91	0.51	-0.24	0.53	-0.18	0.73
マルチマネ	0.93	0.61	-0.76	0.81	0.24	0.86	0.03	0.59	0.97	0.65	-0.11	0.50	-0.06	0.87
信託D	0.92	0.72	-0.47	0.79	0.27	0.83	0.26	0.86	0.87	0.50	-0.21	0.59	-0.13	0.67
証券A	0.92	0.71	-0.56	0.82	0.33	0.83	0.17	0.78	0.89	0.50	-0.18	0.55	-0.06	0.68
信託C	0.91	0.78	-0.41	0.74	0.31	0.88	0.37	0.79	0.86	0.39	-0.25	0.50	-0.18	0.64
中堅C	0.89	0.88	-0.53	0.71	0.37	0.78	0.30	0.75	0.84	0.50	-0.30	0.54	-0.25	0.61
大手G	0.88	0.84	-0.51	0.69	0.38	0.80	0.33	0.76	0.86	0.38	-0.31	0.59	-0.24	0.65
証券B	0.86	0.80	-0.45	0.63	0.24	0.88	0.56	0.77	0.78	0.36	-0.41	0.44	-0.28	0.63
証券C	0.86	0.57	-0.43	0.90	0.26	0.71	-0.02	0.72	0.84	0.58	-0.12	0.63	0.01	0.69
中堅A	0.85	0.69	-0.72	0.62	0.35	0.78	0.31	0.62	0.85	0.59	-0.42	0.56	-0.32	0.81
信託B	0.84	0.71	-0.39	0.60	0.17	0.84	0.43	0.78	0.77	0.40	-0.24	0.48	-0.19	0.64
信託F	0.83	0.92	-0.39	0.66	0.44	0.71	0.39	0.69	0.77	0.38	-0.27	0.49	-0.31	0.52
中堅A	0.83	0.85	-0.42	0.59	0.33	0.84	0.54	0.73	0.76	0.30	-0.32	0.33	-0.35	0.58
中堅G	0.79	0.59	-0.34	0.77	0.35	0.72	0.08	0.60	0.77	0.41	-0.15	0.54	0.09	0.57
マルチA	0.73	0.81	-0.40	0.49	0.47	0.65	0.40	0.63	0.65	0.35	-0.20	0.40	-0.32	0.40
中堅F	0.68	0.79	-0.30	0.53	0.36	0.64	0.44	0.60	0.62	0.21	-0.38	0.36	-0.37	0.46
債券特化	0.56	0.40	-0.28	0.48	0.06	0.51	0.26	0.65	0.50	0.45	-0.29	0.45	-0.02	0.40
マルチC	0.31	0.40	-0.51	0.24	0.07	0.18	-0.12	0.04	0.37	0.38	0.02	0.10	0.14	0.31
生保B	0.16	0.50	0.05	0.15	0.32	0.09	0.38	0.23	0.10	-0.10	-0.18	0.11	-0.20	-0.12
日本株特化	0.10	0.13	0.22	0.01	0.11	0.14	0.23	0.13	0.10	-0.21	-0.25	0.61	-0.21	0.01
マルチB	0.10	0.42	0.31	-0.03	0.23	0.08	0.55	0.49	-0.02	-0.39	-0.37	0.16	-0.57	-0.15

2002年からの長期実績を見ると、日本で提供されているファンドの多くが、年間リスク2%から3%の間に集中していることがわかる。

2004年9月からの短いレコードのファンドを入れて総覧すると、リスクレベルが以前と比べ多様化してきていることが見て取れる。

右の表は、2004年4月から2006年3月までの、各ファンドとヘッジファンドインデックスとの相関。

濃いピンクになっているものは、相関が+ - 0.7以上あるもの。黄色は0.5以上あるもの。

ヘッジファンドインデックスとの相関は殆どのFoFsで0.7を超えている。

また、イベントドリブンや株式ロング&ショートとの相関も、総じて高い。

伝統的資産との相関では、国内外株式との相関がややプラスに出ている。

ファンド毎/戦略毎 相関の推移 **ピンクはプラスマイナス0.7以上** **黄色は0.5以上**

2000年4月~
2002年3月

2000年4月 ~ 2002年3月	CSFB /T H FI	転換社 債 裁定	ショ ート バイ ア ス	エ マ ー ジ ン グ	株 式 市 場 中 立	イ ベ ン ト ド リ プ ン	債 券 裁 定	グ ロ ー バ ル マ ク ロ	ロ ン グ シ ョ ー ト	マ ネ ー ジ ド	国 内 債 券	国 内 株 式	外 国 債 券	外 国 株 式
信託A	0.20	0.08	0.23	0.01	0.11	0.12	-0.11	0.25	0.18	0.25	0.07	-0.15	0.33	-0.07
信託B														
信託C	-0.07	0.66	-0.17	0.02	0.66	0.36	0.21	-0.20	-0.12	-0.17	0.09	0.06	-0.09	0.27
マルチA	0.08	0.33	-0.47	0.23	0.30	0.39	0.16	-0.33	0.10	-0.58	-0.13	0.24	-0.37	0.46
中堅A	0.07	0.57	-0.22	0.17	0.70	0.52	0.36	-0.05	-0.01	-0.09	0.30	0.23	-0.07	0.29
信託D	-0.40	0.49	0.42	-0.46	-0.02	-0.12	-0.02	-0.11	-0.48	0.32	0.13	-0.31	0.17	-0.52
中堅F														
信託E														
信託F	0.08	0.64	-0.32	0.11	0.80	0.44	0.34	-0.12	0.02	-0.20	0.03	0.30	-0.08	0.35
中堅G														
債券	0.52	0.00	-0.05	0.23	0.03	0.14	-0.12	0.31	0.54	0.37	-0.37	0.05	0.46	-0.19
中堅B														
生保A	0.51	0.35	-0.59	0.42	0.40	0.64	0.23	-0.10	0.53	-0.44	-0.41	0.30	-0.23	0.48
中堅C	-0.09	0.66	-0.08	-0.03	0.66	0.34	0.33	-0.15	-0.16	-0.08	0.18	0.03	0.08	0.18
日本株	0.02	0.20	-0.22	-0.02	0.30	0.24	0.35	-0.19	0.00	0.14	0.06	0.38	0.06	-0.05
証券D														
証券A														
生保B														
地域特化														
中堅D	0.62	0.05	-0.47	0.66	0.30	0.76	0.22	0.46	0.50	0.11	0.04	0.36	-0.14	0.44
マルチB														
証券B	0.90	-0.03	-0.66	0.73	0.34	0.72	0.23	0.43	0.89	-0.11	-0.37	0.51	-0.10	0.58
証券C														
大手G														
中堅E														
マルチC														
CSFB/T HFI	-0.19	-0.61	0.80	0.21	0.68	0.09	0.60	0.97	0.09	-0.44	0.32	0.01	0.45	

2002年4月~
2004年3月

2002年4月 ~ 2004年3月	CSFB /T H FI	転換社 債 裁定	ショ ート バイ ア ス	エ マ ー ジ ン グ	株 式 市 場 中 立	イ ベ ン ト ド リ プ ン	債 券 裁 定	グ ロ ー バ ル マ ク ロ	ロ ン グ シ ョ ー ト	マ ネ ー ジ ド	国 内 債 券	国 内 株 式	外 国 債 券	外 国 株 式
信託A	0.76	0.27	-0.61	0.74	0.01	0.59	0.26	0.43	0.77	0.04	-0.07	0.62	0.14	0.51
信託B	0.69	0.73	-0.33	0.27	-0.09	0.65	0.44	0.50	0.47	0.16	0.15	0.06	0.25	0.07
信託C	0.61	0.50	-0.18	0.31	0.17	0.39	0.59	0.60	0.43	0.32	0.19	0.07	0.52	0.01
マルチA	0.62	0.78	-0.18	0.19	0.00	0.58	0.43	0.26	0.46	0.06	0.30	0.10	0.30	-0.02
中堅A	0.89	0.64	-0.77	0.76	-0.09	0.94	0.27	0.29	0.75	-0.15	-0.02	0.48	-0.07	0.57
信託D	0.78	0.73	-0.19	0.31	-0.08	0.67	0.43	0.35	0.62	0.22	0.17	0.17	0.42	0.04
中堅F														
信託E	0.63	0.22	-0.16	0.29	0.21	0.28	0.65	0.63	0.49	0.62	-0.05	0.36	0.61	-0.01
信託F	0.66	0.91	-0.38	0.34	-0.21	0.68	0.12	0.20	0.49	0.00	0.38	0.01	0.05	0.32
中堅G														
債券	0.54	0.37	-0.29	0.27	0.24	0.39	0.51	0.50	0.40	0.22	0.22	0.04	0.29	0.21
中堅B	0.46	0.03	-0.40	0.57	0.53	0.22	0.17	0.37	0.54	0.01	-0.04	0.22	0.07	0.46
生保A	0.82	0.82	-0.60	0.55	-0.08	0.85	0.39	0.30	0.67	-0.15	0.24	0.24	0.03	0.41
中堅C	0.76	0.74	-0.61	0.62	-0.05	0.79	0.20	0.21	0.65	-0.22	0.24	0.27	-0.03	0.50
日本株	0.14	-0.15	-0.30	0.30	0.40	0.16	0.02	0.00	0.23	-0.24	-0.55	0.71	-0.14	0.13
証券D														
証券A	0.89	0.60	-0.61	0.61	-0.19	0.88	0.25	0.19	0.81	-0.01	-0.01	0.39	-0.05	0.50
生保B	0.54	0.41	-0.29	0.23	-0.09	0.47	0.31	0.08	0.49	0.26	0.16	0.22	0.10	0.12
地域特化	0.42	0.10	-0.67	0.71	0.11	0.46	-0.09	0.06	0.52	-0.42	0.08	0.22	-0.42	0.83
中堅D	0.81	0.43	-0.63	0.62	0.00	0.76	0.31	0.39	0.72	0.08	-0.07	0.41	0.08	0.49
マルチB	0.00	0.12	-0.28	0.10	-0.14	0.16	0.11	-0.12	-0.07	-0.17	0.03	-0.13	-0.30	0.31
証券B	0.71	0.24	-0.45	0.58	-0.11	0.59	0.16	0.39	0.63	0.19	-0.27	0.64	0.20	0.31
証券C	0.63	0.40	-0.31	0.46	0.21	0.39	0.46	0.69	0.51	0.21	0.03	0.33	0.38	0.20
大手G														
中堅E														
マルチC	0.43	0.33	-0.32	0.48	0.07	0.44	0.10	0.08	0.38	-0.22	0.12	-0.10	-0.13	0.42
CSFB/T HFI	0.60	-0.65	0.74	0.03	0.87	0.41	0.38	0.92	0.05	0.07	0.46	0.11	0.54	

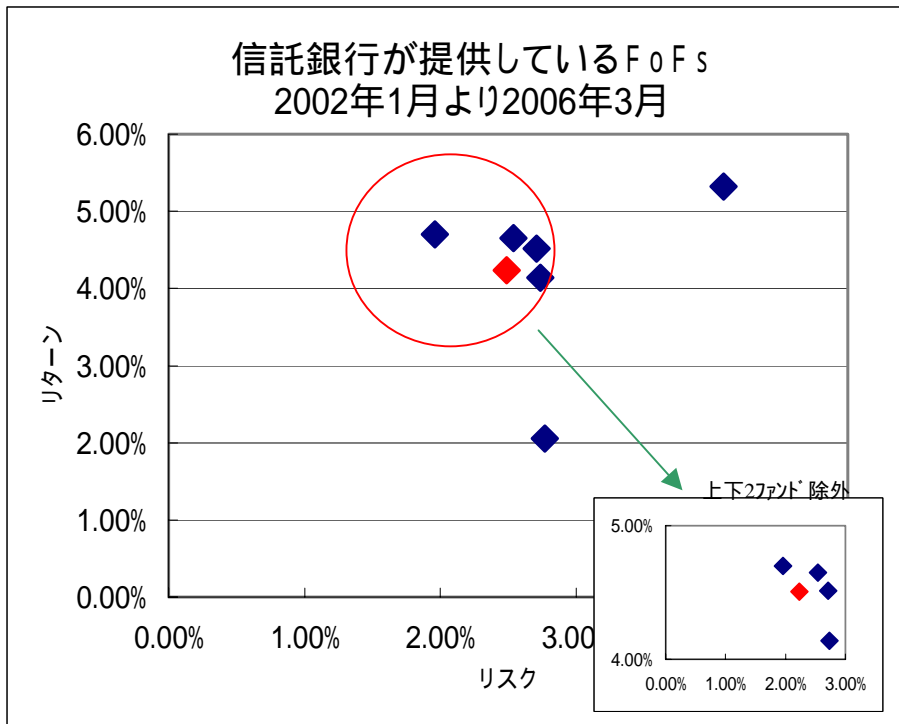


2004年4月~2006年3月

2004年4月~ 2006年3月	CSFB/T H FI	転換社債 裁定	ショ ート バイ ア ス	エ マ ー ジ ン グ	株 式 市 場 中 立	イ ベ ン ト ド リ プ ン	債 券 裁 定	グ ロ ー バ ル マ ク ロ	ロ ン グ シ ョ ー ト	マ ネ ー ジ ド	国 内 債 券	国 内 株 式	外 国 債 券	外 国 株 式
信託A	0.94	0.63	-0.79	0.77	0.23	0.87	0.12	0.65	0.95	0.71	-0.16	0.43	-0.06	0.88
信託B	0.86	0.80	-0.45	0.63	0.24	0.88	0.56	0.77	0.78	0.36	-0.41	0.44	-0.28	0.63
信託C	0.91	0.76	-0.41	0.74	0.31	0.88	0.37	0.79	0.86	0.39	-0.25	0.50	-0.18	0.64
マルチA	0.73	0.81	-0.40	0.49	0.47	0.65	0.40	0.63	0.65	0.35	-0.20	0.40	-0.32	0.40
中堅A	0.83	0.85	-0.42	0.59	0.33	0.84	0.54	0.73	0.76	0.30	-0.32	0.33	-0.35	0.58
信託D	0.92	0.72	-0.47	0.79	0.27	0.83	0.26	0.86	0.87	0.50	-0.21	0.59	-0.13	0.67
中堅F	0.68	0.79	-0.30	0.53	0.36	0.64	0.44	0.60	0.62	0.21	-0.38	0.36	-0.37	0.46
信託E	0.94	0.66	-0.63	0.83	0.30	0.80	0.13	0.78	0.91	0.69	-0.17	0.55	-0.04	0.74
信託F	0.83	0.92	-0.39	0.66	0.44	0.71	0.39	0.69	0.77	0.38	-0.27	0.49	-0.31	0.52
中堅G	0.79	0.59	-0.34	0.77	0.35	0.72	0.08	0.60	0.77	0.41	-0.15	0.54	0.09	0.57
債券	0.56	0.40	-0.28	0.48	0.06	0.51	0.26	0.65	0.50	0.45	-0.29	0.45	-0.02	0.40
中堅B	0.85	0.69	-0.72	0.62	0.35	0.78	0.31	0.62	0.85	0.59	-0.42	0.56	-0.32	0.81
生保A	0.96	0.76	-0.60	0.76	0.38	0.91	0.33	0.73	0.91	0.59	-0.25	0.51	-0.13	0.73
中堅C	0.89	0.88	-0.53	0.71	0.37	0.78	0.30	0.75	0.84	0.50	-0.30	0.54	-0.25	0.61
日本株	0.10	0.13	0.22	0.01	0.11	0.14	0.23	0.13	0.10	-0.21	-0.25	0.61	-0.21	0.01
証券D	0.98	0.70	-0.65	0.81	0.27	0.90	0.21	0.77	0.95	0.66	-0.16	0.50	-0.06	0.78
証券A	0.84	0.71	-0.39	0.60	0.17	0.84	0.43	0.78	0.77	0.40	-0.24	0.48	-0.19	0.64
生保B	0.16	0.50	0.05	0.15	0.32	0.09	0.38	0.23	0.10	-0.10	-0.18	0.11	-0.20	-0.12
中堅D	0.94	0.74	-0.57	0.76	0.35	0.89	0.35	0.71	0.91	0.51	-0.24	0.53	-0.18	0.73
マルチB	0.10	0.42	0.31	-0.03	0.23	0.08	0.55	0.49	-0.02	-0.39	-0.37	0.16	-0.57	-0.15
証券B	0.92	0.71	-0.56	0.82	0.33	0.83	0.17	0.78	0.89	0.50	-0.18	0.55	-0.06	0.68
証券C	0.86	0.57	-0.43	0.90	0.26	0.71	-0.02	0.72	0.84	0.58	-0.12	0.63	0.01	0.69
大手G	0.88	0.84	-0.51	0.69	0.38	0.80	0.33	0.76	0.86	0.38	-0.31	0.59	-0.24	0.65
中堅E	0.93	0.61	-0.76	0.81	0.24	0.86	0.03	0.59	0.97	0.65	-0.11	0.50	0.06	0.87
マルチC	0.31	0.40	-0.51	0.24	0.07	0.18	-0.12	0.04	0.37	0.38	0.02	0.10	0.14	0.31
CSFB/T HFI		0.69	-0.65	0.82	0.30	0.93	0.28	0.77	0.97	0.67	-0.19	0.49	-0.11	0.80

信託銀行が採用しているFoFs 赤点は等配分での複合ポートフォリオ

信託銀行の採用しているファンドは著名で大規模なファンドが多い。ファンド間の相関も高いためこれらのファンドを複数保有しても分散効果はきかずむしろ運用効率が低下してしまうこともある。



運用金額が100億ドル以上あるFoFs
Billion dollar Club (InvestHedge survey)

UBS Global Asset Management
Union Bancaire Privee
Permal Group
HSBC Republic
Man Global Strategies
RMF
Lyxor Asset Management
Grosvenor Capital management
Ivy Asset Management
Quellos Capital Management
Goldman Sachs Asset Management
Credit Agricole Alternative IPG
Notz Stucki & Cie
FRM
Blackstone Alternative Asset Management

各ファンド間の収益相関 1年ローリング . . . 2004年4月以降ファンド間の相関が急激に上昇

	A&B	A&C	A&D	A&E	A&F	B&C	B&D	B&E	B&F	C&D	C&E	C&F	D&E	D&F	E&F
03年3月	0.41	0.27	0.47	0.25	0.58	0.82	0.80	0.69	0.78	0.65	0.69	0.50	0.56	0.71	0.16
04年3月	0.34	0.44	0.61	0.59	0.37	0.74	0.81	0.69	0.63	0.90	0.69	0.84	0.73	0.81	0.50
05年3月	0.72	0.81	0.82	0.92	0.87	0.87	0.85	0.83	0.83	0.94	0.83	0.89	0.91	0.89	0.88
06年3月	0.86	0.91	0.90	0.93	0.79	0.96	0.87	0.96	0.88	0.96	0.96	0.87	0.97	0.87	0.85

ファンド間相関 各ファンド設定来

ファンド規模に関わらずFoFs全体の相関が高い。内部ファンドを利用したマルチストラテジーや、地域や資産に特化したファンドオブファンズとの相関は比較的低位で安定している。

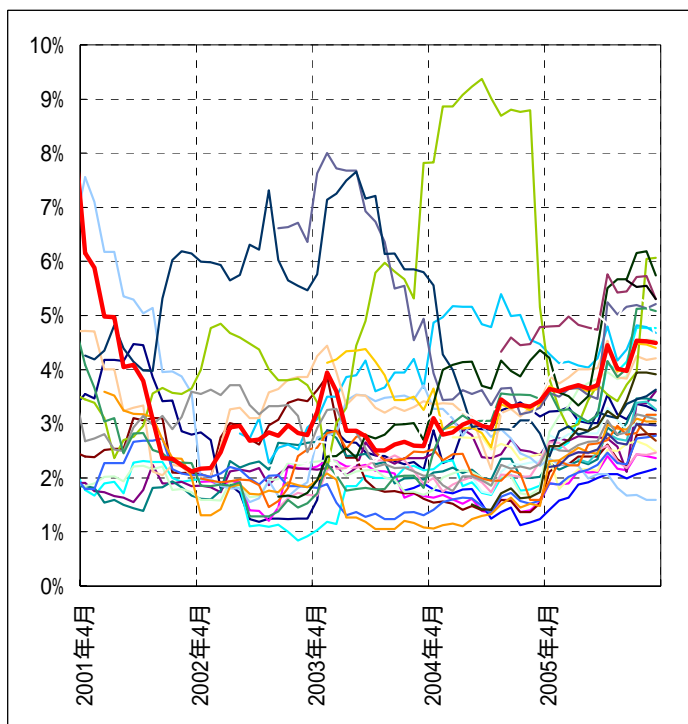
	大手ゲートキーパー							中堅ゲートキーパー										マルチ等その他戦略														
大手	0.8																															
	0.8	0.9																														
	0.9	0.8	0.8																													
	0.8	0.8	0.9	0.8																												
	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9																											
	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9																									
中堅ゲートキーパー	0.9	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7	0.8																									
	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8																								
	0.7	0.7	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8	0.6	0.8																							
	0.7	0.9	0.9	0.7	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7																						
	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8	0.9																				
	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8	0.9																				
	1.0	0.8	0.8	0.9	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8	0.7	0.8	0.9																			
	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8																		
	1.0	0.8	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9																	
	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9	0.7	0.9	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7	0.9	0.9																
	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8																
	0.8	0.7	0.8	0.9	0.7	0.9	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.7	0.9															
	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	0.8	0.9	0.8														
	0.7	0.8	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.8	0.8	0.7	0.6	0.8	0.7	0.7	0.7	0.5	0.7												
0.9	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.7												
マルチ等その他戦略	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6	0.8	0.8	0.7	0.6	0.8	0.7	0.7	0.8	0.6	0.8	0.7	0.7										
	0.5	0.6	0.5	0.6	0.4	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6	0.5	0.6	0.4									
	-0.1	0.3	0.3	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1	0.2	0.0	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.4	0.2								
	0.0	0.3	0.3	0.1	0.4	0.3	0.4	0.1	-0.1	0.1	0.4	0.3	0.2	-0.1	0.2	0.1	0.3	0.2	0.1	0.1	0.4	0.2	0.4	0.2								
	0.1	0.3	0.2	0.2	0.5	0.2	0.3	0.1	0.1	0.0	0.3	0.4	0.3	0.1	0.3	0.2	0.3	0.2	0.1	0.2	0.5	0.2	0.4	0.2	-0.2	0.2						
	0.7	0.7	0.8	0.7	0.6	0.8	0.8	0.5	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6	0.7	0.4	0.4	0.2	0.1	0.1				
	0.5	0.2	0.2	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3	0.4	0.3	0.2	0.4	0.3	0.5	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2	0.3	0.1	0.3	0.2	0.1	-0.2	-0.2	0.1	0.3				
	0.6	0.5	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7	0.4	0.5	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.5	0.4	0.6	0.4	0.1	0.2	0.3	-0.1	0.7	0.2		
	0.5	0.6	0.8	0.5	0.6	0.7	0.7	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.4	0.6	0.5	0.1	0.1	0.3	0.0	0.7	0.0	0.8
	0.5	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4	0.3	0.5	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5	0.4	0.3	0.5	0.5	-0.1	0.4	0.4	0.2	0.0	-0.3	-0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	

収益の傾向

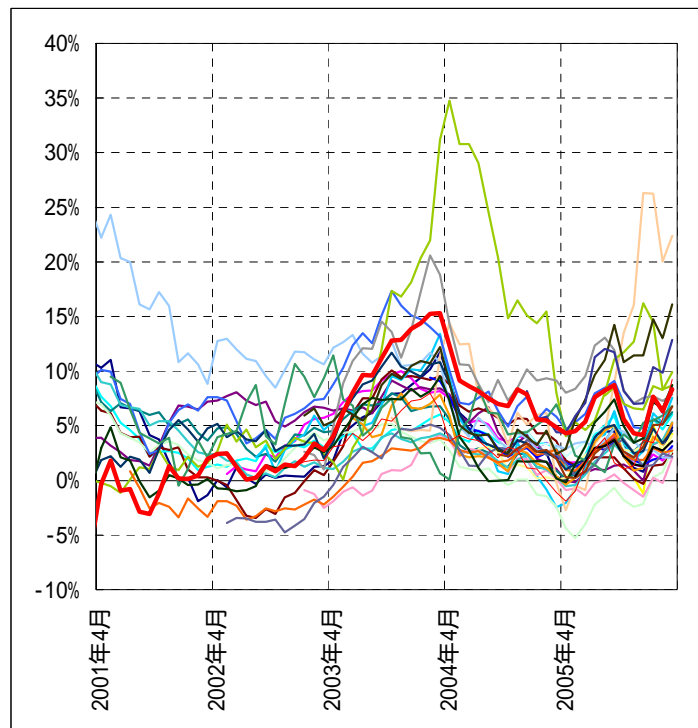
全般に、ヘッジファンドインデックスの傾向をトラックしているものの、リスク・リターン共に数値は小さめ。ユニバースの標準偏差は2004年度までは下限に近い水準を推移していたものの、2005年に入り徐々に上昇。

低迷していた収益はやや回復方向ではあるが、この5、6月は再び下方トレンドへ？

収益の標準偏差（1年ローリング）



年間収益率（1年ローリング）



6. FoFsの選び方

リスク特性を決める

- FoFsのリターンは上下するが、ポートフォリオの標準偏差は意図的にコントロールされているケースが多い。目安としては、年間標準偏差3%前後・5~7%程度・10%前後、に大別される。目標リターンはこの標準偏差の範囲内で設定されるためリスク特性を決めると自ずとリターンの上限も決まってくる。
- 株式のロングショートや地域特化など、特定の資産の を意図的に残すタイプのFoFsも存在する。この場合は、他の伝統的資産との組み合わせにおいて市場リスクが増大することを充分認識した上で、投資をする必要がある。

解約条件

- FoFsの解約条件は組入れるヘッジファンドの戦略によって大きく左右される。ディストレストなど流動性に制限のある原資産を組み込む可能性のある戦略をいれるのであれば、ある程度の解約制限は許容せざるを得ない。

ディスクロース状況

➤ 頻度と深度

頻度：日次・週次・月次・四半期・年度

深度：ポジションレベル・ファンドレベル（名前有）・ファンドレベル（匿名）・戦略レベル・全体のみ

- ハイリスク型のFoFsの場合は、「月次・ファンドレベル」の開示が望ましい。
- 最低でも「月次・ファンドレベル（匿名）」もしくは「四半期・ファンドレベル（名前有）」のディスクロースを要求したい。
- ファンドレベルで要求する項目は、月次収益率・ボラティリティ・主要戦略・レバレッジなど。
- ポジションレベルについては、リスク管理のサードパーティ（リスクメトリックスやメジャリスク等）からの情報が取得できればとりあえず充分。

7. FoFs のモニタリング

組入れ戦略とその比率の変化

- 戦略アロケーション上の意図した変化
- 意図しない変化 マルチストラテジーを組入れているFoFsなどでは要注意

組入れファンド数と集中度

- FoFsの残高急増 ファンド数増加 パフォーマンス低下
- 高収益ファンドへの配分集中 破綻リスク増加

FoFsの残高推移と顧客数

- 残高急増 投資対象の枯渇、既存顧客の利益希薄化
- 残高減少 流動性の高いファンドを優先的に売却？ 残存顧客への不利益の可能性
- 特定の顧客資産の増加 ファンド残高の将来の変動要因

アーリーステージファンドへの投資比率

- 投資意義が明確か？ 過大なリスクを取っていないか？ ブラックボックス化していないか？

ヘッジファンドの調査担当者の移動・退職

- ヘッジファンド調査は、個人の人的ネットワークや、スキルにより成り立っている。有力なゲートキーパーが居なくなると、ヘッジファンドへのコネクションも切れるため新規投資にも支障がでる可能性がある。

ヘッジファンド戦略ごとの原資産との相関推移

- 戦略を固定していても、市場環境の変化により各ヘッジファンド内でのリスクの取り方が変わるため、株式や債券・クレジットなど原資産の との相関が上下することがある。FoFsレベルでの相関の上下だけでなく組入れている戦略レベル・個別ファンドレベルのいずれで を変動させているのかを監視する必要がある。

7. FofS の評価

パフォーマンスが特定のファンドの収益に過度に依存していないか

パフォーマンスが特定の市場の に依存していないか

ポートフォリオリスクは安定しているか

個別ファンドの破綻リスクに充分対応できているか

個別ファンドの運用手法を理解できているか

運用環境の変化を理解できているか

ファンドのキャパシティ管理が充分か

コンプライアンス・リーガル意識が充分か

個別ファンドのモニタリングに十分な時間を費やしているか

8. FoFs の使い方

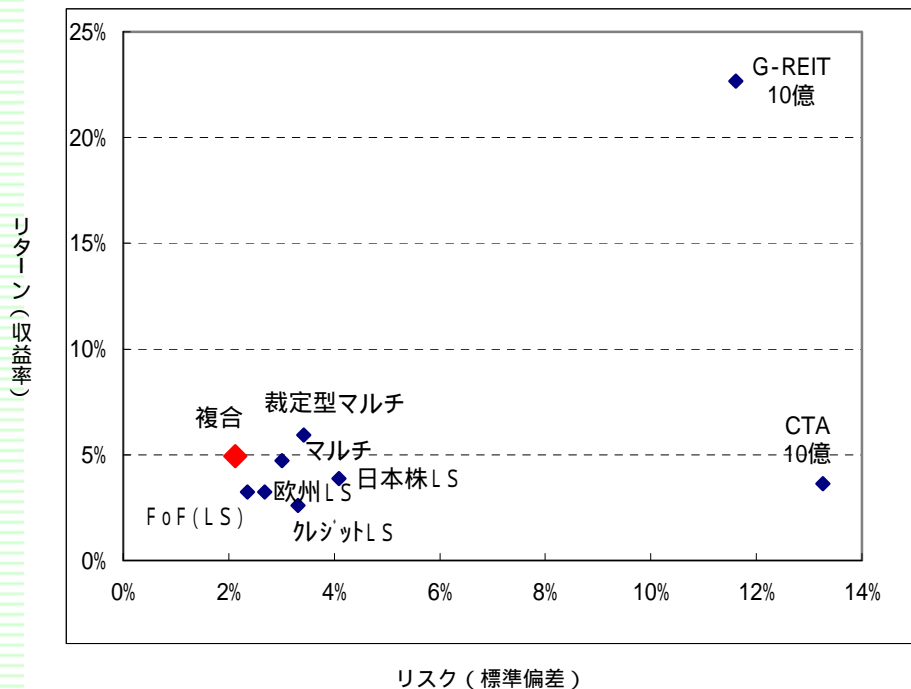
FoFsではなく、シングルファンドとマルチ戦略を組合せて、オルタナティブのポートフォリオを組んでみた実例。

米国株のロングショート戦略については中規模のFoFsを利用。

戦略を分散させリスクを低減させるだけであれば、FoFsを使わず日本でアクセスできる個別ファンドの組合せでも対応は可能。

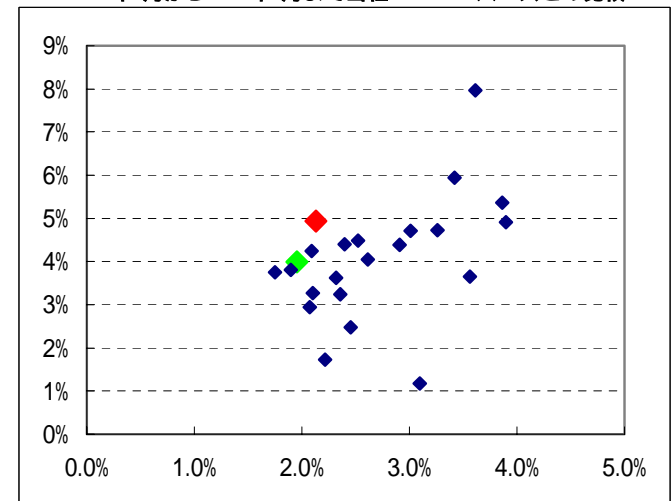
2003年7月から2006年3月まで

基本配分は各ファンド30億円・G-REITとCTAのみ10億円



パフォーマンスは、◆ G-REITあり、◆ G-REITなし、いずれの場合も、他のFoFsにひけをとっていない

2003年7月から2006年3月まで当社FoFsユニバースとの比較



では、FoFsに何を期待するのか？

個別のヘッジファンドの組合せによって十分な戦略の分散を図ることの出来ない規模の投資家にとって、FoFsという仕組みは有益。

では、十分な戦略の分散が可能な規模の投資家はFoFsに何を期待するのか？

リスクの意図的なコントロール

通常アクセスが制限されている優良ファンドへの投資窓口

個別では投資できないアーリーステージへファンドの分散投資

個別では管理が難しい複雑な投資戦略への分散投資

新戦略の機動的な取り入れ

最近のトレンド

マルチストラテジーファンドの増加

内製化ファンドの増加

戦略特化のFoFsの増加

機関化した大規模ファンドへのニーズは相対的に低下する可能性

9. まとめ

- ヘッジファンド投資は戦略を分散することでリスクを低減する効果がある。
- ヘッジファンド戦略への分散投資を行なう仕組みとして、FoFsは有効である。
- この1年の傾向として、ヘッジファンド業界全体、そして個別のFoFsにおいても、株式の市場収益率との相関が高まってきている。現状、ヘッジファンド業界全体が特定の収益源に向かって一方向に走る傾向が強まっており、伝統的資産とFoFsの相関も安定していない。このため、伝統的資産との相関が低いことを前提としたFoFsの利用は危険である。
- 2004年以前は、FoFsは個別色が強く、FoFs同士やヘッジファンドインデックスとの相関にはバラツキがあったが、この2年でファンド間の相関が急激に上昇してきている。
FoFs間の相関が高まっている中で、スポンサーが複数のFoFsを採用する意義は明らかに低減している。
複数のFoFsを利用するのであれば、大手のFoFsに集中させずに、特色の異なったファンドを組合せるべきである。
- FoFsを管理するにあたっては、個別の組入れファンドごとに月次収益率を取得し、ボラティリティや相関の変化をモニタリングすることが望ましい。
- FoFsで生じるフィーの二重取りを避けるため、最近は1社又は1グループで複数の戦略を運用するマルチマネージャー方式が注目されている。