

ヘッジファンドの手数料と流動性の変化

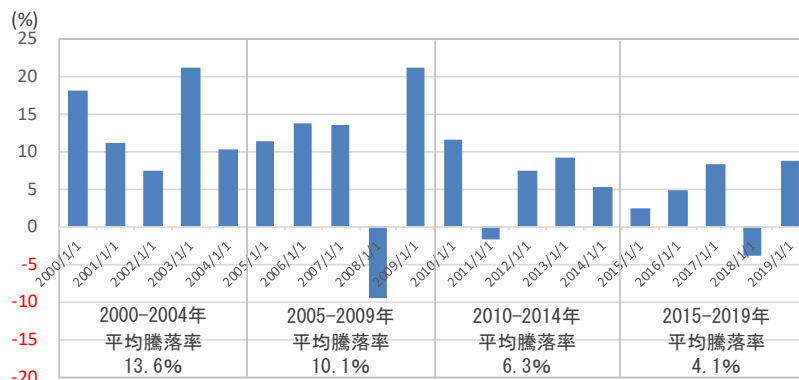
Short Review
2020年6月

資産運用研究所
野澤 光希

1. はじめに

市場環境に左右されないリターンを追求するヘッジファンドは、リーマン・ショック以前は平均的に10%超のリターンを上げていたが、リーマン・ショックを境に以前のような水準のリターンの獲得に苦戦している。直近も新型コロナウイルスの感染拡大による金融市場の混乱でヘッジファンドにとって厳しい環境が続いている¹。長期的に見ても、ヘッジファンド全体の動きを示すヘッジファンド指数の騰落率は低下傾向にある（図表 1）。例えば、2000年から2004年の5年間の平均騰落率は13.6%であるのに対し、リーマン・ショックが起きた期間にあたる2005年から2009年の5年間の平均騰落率は10.1%であった。その後もパフォーマンスの低迷が続き、直近の2015年から2019年の5年間の平均騰落率は4.1%まで低下した。このように従来のような好パフォーマンスを上げられない中、本稿ではヘッジファンド投資において運用資産の2%を運用報酬、値上がり益の20%を成果報酬として投資家が支払う、いわゆる「2:20」モデルと言われていた手数料の変化を確認する。また、ヘッジファンド投資の流動性について、ヘッジファンドは、決算日の45日前までに顧客から解約通知を受けるといふ、いわゆる「45日ルール」を設けている場合が多いと言われていた解約通知期間などの変化についても確認する。

図表 1 ヘッジファンド指数²の騰落率推移



(出所) Eurekahedge より日興リサーチセンター作成

1 ヘッジファンド概況 2020年3月号を参照。 <https://www.nikko-research.co.jp/library/8798/>

2 ヘッジファンド指数は、Eurekahedge Fund Index を使用し、各年の12月末時点の騰落率を計算。

2. 運用報酬の変化

2000 年以降に設定されたヘッジファンドの運用報酬の平均値の推移を表したのが図表 2 である。2000 年に設定されたヘッジファンドの運用報酬は 1.3% 台であり、2005 年には 1.5% 台まで上昇したが、2006 年以降に設定されたヘッジファンドの運用報酬は年々低下傾向が続き、2019 年に設定されたヘッジファンドの運用報酬は 1.1% 台となった。

図表 2 ヘッジファンドの設定年ごとの運用報酬の平均値³ (%)



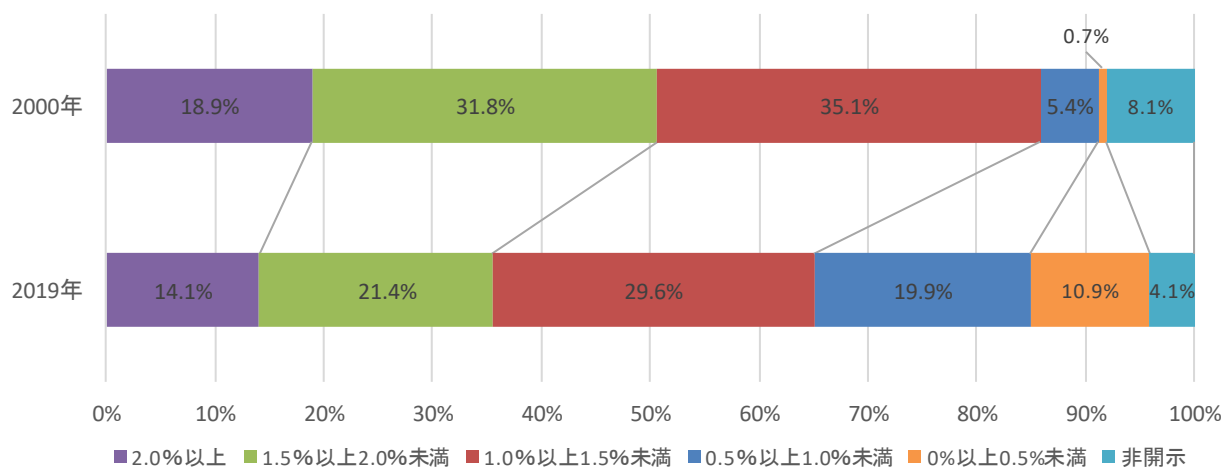
(出所) Eurekahedge より日興リサーチセンター作成

運用報酬の低下が見られる中で、運用報酬の変化をより詳細に確認するため、2000 年と 2019 年に設定されたヘッジファンドの運用報酬の分布の比較を表したのが図表 3 である。2000 年に設定されたヘッジファンドの運用報酬は、「2.0%以上」が 18.9%、「1.5%以上 2.0%未満」が 31.8%であり、1.5%以上は 50.7%と全体の過半を占める。また、「1.0%以上 1.5%未満」は 35.1%と最も高い比率を占める。

2019 年に設定されたヘッジファンドの運用報酬で最も比率が高かったのは「1.0%以上 1.5%未満」で全体の 29.6%を占める。次いで「1.5%以上 2.0%未満」の 21.4%、「0.5%以上 1.0%未満」の 19.9%と続く。2019 年は、2000 年と比較して 1.0%未満の割合が増加しており、運用報酬の低いヘッジファンドが多く設定されていることが分かる。

3 データはすべて Eurekahedge に基づき、既存ファンドが対象、UCITS と Act40 も含む (図表 3~7 も同様)。運用報酬の平均値は集計方法上、個人投資家、機関投資家の別によって異なる手数料体系をとっている一部ファンド、設定日からの経過期間によって異なる手数料体系をとっている一部ファンド、シェアクラスによって異なる手数料体系をとっている一部ファンドのデータを除いている他、一部のファンドの運用報酬は投資家に実際に適用されるものとは異なる場合がある。

図表3 2000年と2019年に設定されたヘッジファンドの運用報酬

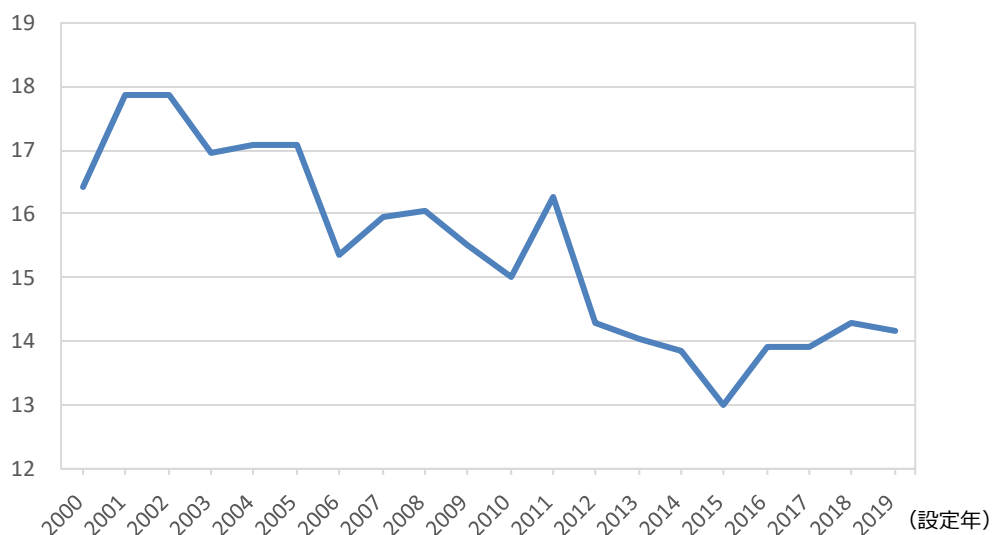


(出所) Eurekahedge より日興リサーチセンター作成

3. 成果報酬の変化

次に、2000年以降に設定されたヘッジファンドの成果報酬の平均値の推移を表したのが図表4である。2000年に設定されたヘッジファンドの成果報酬は16%台、2002年に設定されたヘッジファンドの成果報酬は17%台まで上昇したが、2003年以降に設定されたヘッジファンドの成果報酬は低下傾向が続き、2019年に設定されたヘッジファンドの成果報酬は14%台となった。

図表4 ヘッジファンドの設定年ごとの成果報酬の平均値⁴ (%)



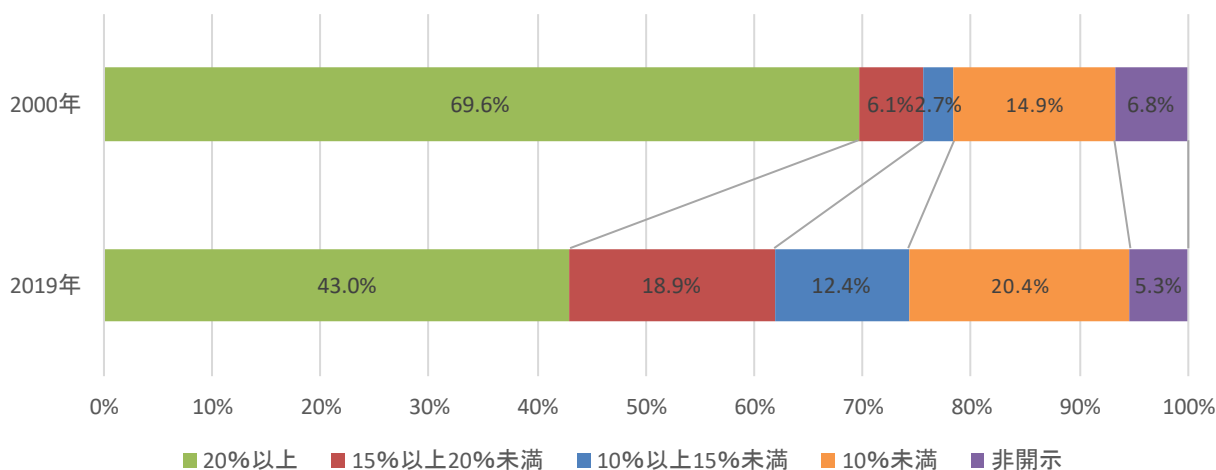
(出所) Eurekahedge より日興リサーチセンター作成

4 成果報酬の平均値は集計方法上、個人投資家、機関投資家の別によって異なる手数料体系をとっている一部ファンド、設定日からの経過期間によって異なる手数料体系をとっている一部ファンド、シェアクラスによって異なる手数料体系をとっている一部ファンド、運用成果によって異なる手数料体系をとっている一部ファンドのデータを除いている他、一部のファンドの成果報酬は投資家に実際に適用されるものとは異なる場合がある。

成果報酬の低下が見られる中で、成果報酬の変化をより詳細に確認するため、2000年と2019年に設定されたヘッジファンドの成果報酬の分布を表したのが図表5である。2000年に設定されたヘッジファンドの成果報酬で最も比率が高かったのは「20%以上」の69.6%であり、全体の2/3以上を占める。

2019年に設定されたヘッジファンドの成果報酬は、「20%以上」が43.0%と2000年同様に最も高い比率を占めているが、割合は26.6%減少している。2019年は2000年と比較して20%未満の割合が増加しており、成果報酬の低いヘッジファンドが多く設定されていることが分かる。

図表5 2000年と2019年に設定されたヘッジファンドの成果報酬



(出所) Eurekahedge より日興リサーチセンター作成

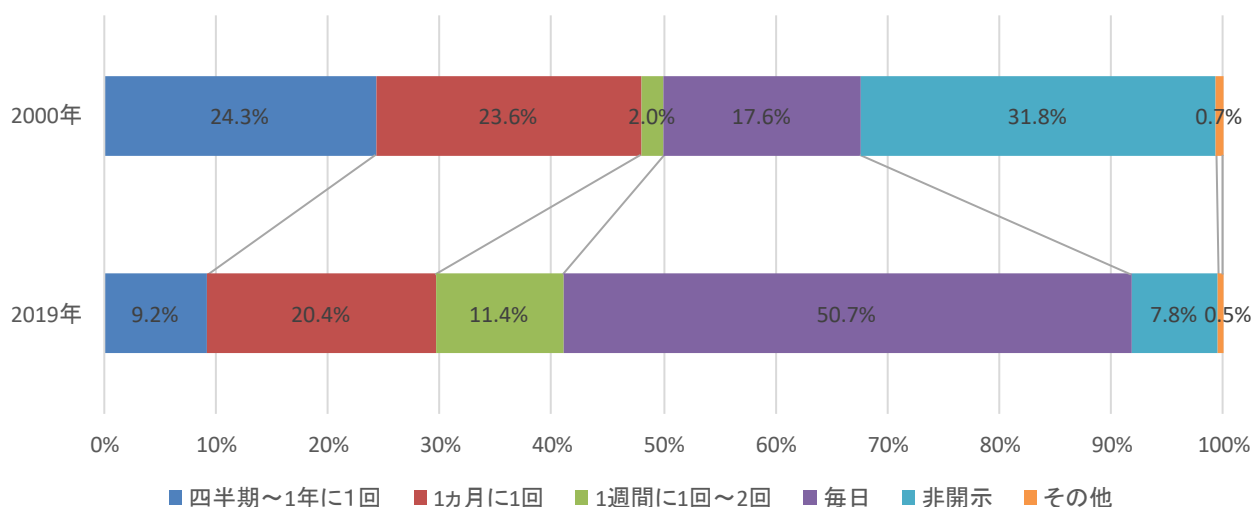
4. 流動性の変化

次に、ヘッジファンド投資における流動性の変化を確認するため、2000年と2019年に設定されたヘッジファンドの解約頻度⁵の分布を表したのが図表6である。2000年に設定されたヘッジファンドは、四半期～1年（年1～4回）の解約頻度が24.3%、1カ月に1回が23.6%となっており、解約頻度が年間12回以下のファンドが全体の5割近くを占める。

2019年に設定されたヘッジファンドは、日次解約できるファンドが50.7%と過半を占める一方で解約頻度が年間12回以下のファンドは約3割となっていることから、解約頻度の高いヘッジファンドが多くなり、流動性は大きく改善したことがわかる。

⁵ 集計方法上、一部のファンドの解約頻度は投資家に実際に適用されるものとは異なる場合がある。

図表 6 2000年と2019年に設定されたヘッジファンドの解約頻度



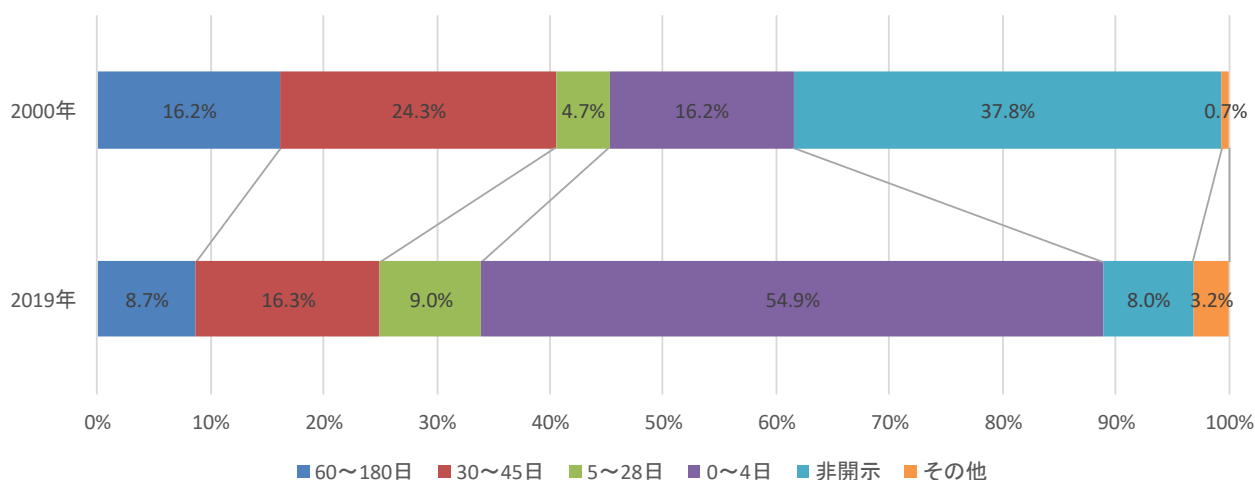
(出所) Eurekahedge より日興リサーチセンター作成

解約頻度と同様の方法で、ヘッジファンドの解約通知期間⁶の変化を確認するため、2000年と2019年に設定されたヘッジファンドの解約通知期間の分布を表したのが図表7である。2000年に設定されたヘッジファンドは、60日以上前通知が16.2%、30～45日前通知と合わせて40.5%のヘッジファンドは30日以上前に事前通知の必要があった。一方、2019年に設定されたヘッジファンドは、0～4日前通知が54.9%と過半を占める。

2019年は2000年と比較すると、30日以上前通知の割合が減少する一方で、0～28日前通知の割合が増加していることから、解約通知期間の短いヘッジファンドが多くなり、流動性が高まっている。

6 投資家が決算日にファンドの解約または一部換金するまでのヘッジファンドへの通知期限。例えば、解約通知期間が45日であれば、投資家は決算日の45日前までに解約または一部換金をヘッジファンドに通知する必要がある。解約通知期間は、既存ファンドが対象で、UCITSも含む。集計方法上、一部のファンドの解約通知期間は投資家に実際に適用されるものとは異なる場合がある。

図表7 2000年と2019年に設定されたヘッジファンドの解約通知期間



(出所) Eurekahedge より日興リサーチセンター作成

5. まとめ

ヘッジファンドの運用報酬と成果報酬が低下傾向となっていることを確認した。2019年に設定されたヘッジファンドでは、2000年に設定されたヘッジファンドと比較して運用報酬は1.0%未満が増加し、成果報酬は20%未満の割合が増加しており、運用報酬と成果報酬の低いヘッジファンドが多く設定されている。運用報酬と成果報酬低下の背景として、ヘッジファンドのパフォーマンスが低迷する中、投資家から資金を得るため手数料を低く設定するヘッジファンドが増加していることなどが考えられる。

次にヘッジファンドの流動性の変化を確認した。2019年に設定されたヘッジファンドでは、2000年に設定されたヘッジファンドと比較して解約頻度は1週間以内に1回の割合が増加し、解約通知期間は30日以上前の割合が減少する一方で0~28日前の割合が増加していることから、解約頻度の高いヘッジファンドが多くなり、流動性が高まっている。機関投資家をはじめとする投資家の流動性、透明性に対する要求水準の高まりなどを背景に、流動性が高まってきたと考えられる。

リーマン・ショックなどの金融危機を経て、ヘッジファンドの透明性が高まる一方、運用における差別化が図りにくくなっている。しかし、市場環境が厳しいほどヘッジファンドへの期待も高まるだろう。今後もヘッジファンド業界の変化を注視していきたい。

(END)