



# 資産レース

## 専用マネージド・アカウント (Dedicated Managed Accounts) スマートな投資家の条件に適ったストラクチャー

ヘッジマーク、最高経営責任者、アンドリュー・ラプキン

高い基準の透明性とガバナンスを模索しているため、ヘッジファンドへの投資についてはマネージド・アカウントを検討している。

EMEA (欧州・中東・アフリカ地域) の投資会社パートナー

機関投資家の間で  
マネージド・アカウント  
に対する需要が  
高まっている

17%

2017年

マネージド・アカウントへの  
配分が拡大

22%

2018年

投資家の間で手数料の削減、透明性の向上、自己のポートフォリオに対するコントロールを模索する動きが強まるなか、ヘッジファンド業界においては専用マネージド・アカウントの利用が広がりつつあります。BNYメロンの「資産レース (Race for Assets)」シリーズ第4号では、この傾向によりヘッジファンドを取り巻く状況がいかに変化しているかを追究します。

機関投資家の間でマネージド・アカウントに対する需要が高まっています。当社の「資産レース (Race for Assets)」調査では、回答者の50%が、2018年秋までにマネージド・アカウントへの配分を増やすつもりであると答えています。ヘッジファンドへの配分に占めるこのストラクチャーの割合は、2017年末時点の17%から2018年秋には22%になると予想されます。

また同調査から、巨額の資産を投資する大口投資家が需要を押し上げていることが明らかになりました。具体的には、運用資産額が510億米ドルを超える投資家は、マネージド・アカウントを通じてヘッジファンド配分の30%までの割合を投資する意向があることが分かりました。

### 商品の進化が投資家に革命をもたらす

ヘッジファンド用マネージド・アカウントが登場してから暫く経ちましたが、同市場はここ数年で急速に進化し、専用マネージド・アカウントは今や機関投資家の望ましい選択肢の一つになりました。従来は、専用マネージド・アカウントを活用したい機関投資家は、自前のチームを創設して、さまざまな周辺の運用機能をこなさなければいけませんでした。しかしながら、今日の状況は全く異なっています。

現在は、マネージド・アカウントの設定や日々の運用を外部に委託できるようになっています。外部へ委託したいという市場の需要に応えるべく、マネージド・アカウ

ント・プラットフォームのプロバイダーが出現しています。最大の機関投資家向けプラットフォーム・プロバイダーは、最新のテクノロジーへ多額の資金を投じ、スケールメリットと専門的な運用ノウハウを同時に享受しています。これらの会社は、コストを抑えながらマネージド・アカウントの設定と運用の外部委託を求めるヘッジファンド機関投資家が必要とする重要なサポートを提供することができます。

我々は透明性向上を模索しており、リスクの抑制と管理が優れたマネージド・アカウントへ資産の一部を移す計画である。

## EMEAの投資会社投資責任者

### 投資家の視点

投資家にとっての魅力は明らかです。長引く低金利環境がリターンを圧迫しているなか、その多くがヘッジファンドに伴う手数料などを軽減する方法を求めており、調査対象者の84%が、今年はより低い管理手数料を模索すると述べています。

**手数料は低下する** 専用マネージド・アカウントは、投資家に手数料体系の引き下げとカスタマイズを交渉する機会をもたらします。マネージド・アカウントであれば投資家は、(投資の分離性や投資の規模、プラットフォーム・プロバイダーが関わる際の運用者にとっての運用コストの軽減を鑑みると)管理手数料や成功報酬の引き下げを図ることができます。加えて投資家は、ハードル・レートや成功報酬確定期間の長期化といった機能を活用・設定しています。これらの要素が寄与し、高いリターンが達成された場合、基本的により多くの報酬が支払われるようになるため、投資家と運用者間の報酬が一致しやすくなる可能性があります。

**コントロールは高まる** ガバナンスは、マネージド・アカウントのストラクチャーを通じて取り上げられうる投資家のもう一つの懸念です。2016年の当社レポートと2017年に実施した直近の調査の間での、同問題に関する回答の相違がこの点を裏付けています。2年前、今後12ヵ月のあいだにガバナンスの改善を要求すると答えた投資家は僅か31%にとどまりましたが、資産レース調査ではこの割合は61%に上昇しています。

専用マネージド・アカウントの主な特徴の一つとして、投資家が資産の所有権とコントロールを保持したまま、運用者は投資の専門知識を提供する投資顧問として雇われるという点が挙げられます。このアプローチは、ガバナンスと原資産に対するコントロールは運用者が基本的に保持するという合同運用ビークルやファンド・オブ・

ワンといったストラクチャーとは正反対です。専用マネージド・アカウントを用いることで、運用の監督、評価、費用の支払い、現金や有価証券の移動といった作業が、投資家を選ぶ第三者へ委託されます。こうした構造にすることで、利益相反が最小限に抑えられ、なおかつ、不正リスクやオペレーショナルリスクを軽減することもできます。

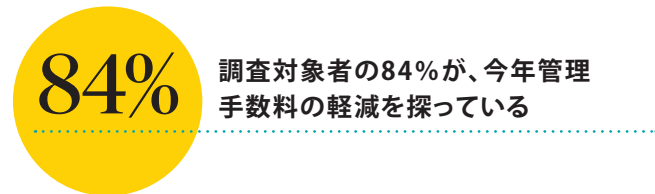
**報告が明確になる** 専用マネージド・アカウントはまた、資産の運用状況やリスク、エクスポージャーに関する日報を含め、ポートフォリオを構成するポジションについてあらゆる情報が投資家へ届けられ、投資家に高い透明性を提供することが見込まれます。これに反して、合同運用ビークルを通じて運用者が提供する一般的な月次報告は、タイムラグがあります。ガバナンス同様、当社調査の回答者はヘッジファンドについて透明性の拡大を求めています。この点も、2016年の当社レポートと2017年に実施した直近の調査との相違が証明しています。2016年は、透明性の拡大を望むと答えた回答者は47%にとどまりましたが、2017年にはこの数字は70%に上昇しています。

投資家はヘッジファンド用マネージド・アカウントのエクスポージャーを日々監視することを選択しないかもしれませんが、細かい情報を確認できるため、投資家は運用の監督を改善させ、リスクをより効果的に管理することができます。例えば、日々監視することで、投資家はそのファンドマネージャーと合意した所定の投資指針に沿ってエクスポージャーが構築されるよう徹底を図れます。日々情報にアクセスすることは、投資家が、運用者によるリスク調整後リターンと、運用者が投資家のポートフォリオについて実際にアルファを実現しているか否かをより正確に評価するのに役立ちます。

ヘッジファンドは透明性を高める必要がある。我々は、ファンドの投資方法についてこれまでよりも疑問を呈し、意見を主張するつもりである。我々はガバナンスの改善を求めており、さもなければ晒されるであろうリスクを補うために、マネージド・アカウントへの配分を増やす計画を立てている。

## アジア太平洋地域の年金基金投資責任者

専用マネージド・アカウントの高い透明性は、投資家に、運用者およびストラテジーの優れた分散を通じてポートフォリオ全体の最適化を実現するのに必要な重要情報をもたらします。そうすることで投資家は潜在的に、適切な運用者およびエクスポージャーレベルを選択する際、より優位な立場になり、長期的な投資目標の達成が促されます。



### 運用者の視点

マネージド・アカウントへの移行は現在、運用者自身によっても取り扱われつつあります。2017年の調査では、運用者の4分の3余り(76%)が、マネージド・アカウントを投資家へ提供することを検討していると答えました。報酬の減少やコントロールの喪失、透明性向上を懸念していたと考えられる運用者の間にあった当初の抵抗感は、一部解消され始めている模様です。

**全力を尽くす** ヘッジファンドを突き動かしている主な原動力の一つに、大口投資家の資金を呼び込み続けなければならないという必要性が挙げられます。それらの投資家は、ヘッジファンドへ流れる資金のなかで非常に大きな割合を占めると同時に、マネージド・アカウントを通じてエクスポージャーを構築する動きを強めている組織でもあります。

もともと、専用マネージド・アカウントが機能する仕組みを理解する運用者が増えるにしたがい、その多くが次第にこの方法に利点を見出すようになってきました。投資家がマネージド・アカウント・プロバイダーの活用を選択するようになったため、ファンドマネージャーは自分たちの得意分野である投資に集中できます。

実際、運用者は基準価額(NAV)の承認やガバナンスやその他運用上の監督の実施を求められないため、プラットフォーム・プロバイダーを通じたマネージド・アカウントの提供により、それらの投資に必要なミドルオフィスやバックオフィス業務負担の多くが解消されます。

**良好な関係の構築** 長い目で見ると、専用マネージド・アカウントは、ヘッジファンド・マネージャーと投資家のより効果的な連携にも役立ちます。マネージド・アカウントでは、投資家への共同投資の機会の提供を含め、クライアントごとのニーズに合わせて投資ストラテジーおよびエクスポージャーをカスタマイズすることができます。

また、優れた成績を達成している運用者は、投資家が、どのファンドマネージャーが高いリターンを達成しているか、あるいは個々の運用者がどのように付加価値を実現しているかを特定できるため、透明性の向上やポートフォリオにおけるアルファの定量化の可能性などのマネージド・アカウントの特徴を認識しつつあります。

### 今後の動向

専用マネージド・アカウントは、規模の大きい投資家にとっては、各種ヘッジファンド戦略を活用するうえで最も魅力的な手段の一つであるという評価を得つつあり、多くの投資家にとってヘッジファンド資産クラス投資の未来像になることが見込まれます。それと同時に、ファンドマネージャーは、この仕組みを通じて投資機会を提供することを受け入れつつあります。しかしながら、規模の小さい投資家がマネージド・アカウントから利益を享受できるかどうか、またどのような形でそれを実現するのかという点については疑問が残っています。



マネージド・アカウントは一般的に、1アカウント当たり5,000万米ドル以上の投資からしか利用できません。運用者やストラテジーによっては、その基準値を2億米ドルやそれ以上の水準に設定しているケースもあります。

規模が小さい投資家も、規模の大きい投資家が享受できる利点を活用できるようにするために、イノベーションが必要なのは明らかです。これが現実に取り始めていることを示す証拠がいくつかあります。ヘッジファンド・オブ・ファンズは、規模の小さい投資家に合同運用型マネージド・アカウントを提供しており、手数料の軽減や透明性の向上を含む利点の多くを与えています。それでも、ヘッジファンド業界の最も重要な進化の一つへと急速に発達しつつあるこの分野においては、まださらなる発展が実現することは必至です。





## 提言

### オルタナティブ・アセット・アロケーションを成功に導く3つのステップ

**1 外部委託の拡大がマネージド・アカウントの優れた実行を可能にする。** 専用マネージド・アカウントの設定および運用は、テクノロジーを通じた多額の投資と有能なスタッフを必要とします。マネージド・アカウントへの投資を模索している投資家は、包括的なマネージド・アカウント機能を提供する、規模の大きい機関投資家向けのプラットフォーム・プロバイダーへ委託することを検討すべきです。これは確実な成功実現と、スタッフへの不要な負担や内部コストの軽減対策になるでしょう。

**2 専用マネージド・アカウントは様々な課題を克服する。** 専用マネージド・アカウントでは、エクスポージャーやリスク、パフォーマンスが日々報告され、投資家が自己の投資に関するコントロールを保持しながら、透明性を向上させることを可能にします。さらに投資家は、ファンドマネージャーに対して手数料やストラクチャーに関するより強い交渉力を得ることができます。

**3 市場はさらに進化する必要があります。** ヘッジファンドはこのトレンドに反応しつつあり、大半がマネージド・アカウントストラクチャーの受け入れを検討しています。今後、ファンドマネージャーはマネージド・アカウントのメリットに目を向ける必要があるでしょう。この投資戦略は機関投資家の資金を取り込む機会を高め、機関投資家による投資の「定着度」を向上させ、運用者が得意分野の投資に集中できる状況を生み出します。このストラクチャーを提供することに消極的な運用者は、大口の機関投資家から資金を取り込む力に限界を感じるようになるでしょう。さらに今後の市場は、規模の小さい投資家もマネージド・アカウントが提供する利点を活用し始められるよう進化する必要があります。



本シリーズの最新情報については以下をご覧ください。[bnymellon.com/raceforassets](http://bnymellon.com/raceforassets).

詳細は下記担当者までご連絡ください：



**アンドリュー・ラプキン**  
ヘッジマーク インターナショナル  
(BNY Mellonの子会社)  
最高経営責任者  
[andrew.lapkin@bnymellon.com](mailto:andrew.lapkin@bnymellon.com)

**FT Remark**  
Research from the Financial Intelligence Institute

FTリマーク社は、主要なオーディエンスセグメントの考察や見解を調査し、これをマルチプラットフォーム型のソートリーダーシップキャンペーンの土台構築に利用して、個別にカスタマイズした調査レポートを作成しています。FTリマーク社の調査はアキュリス傘下のアキュリス・スタジオ社が実施し、FT.comおよびFTライブイベントを通じてフィナンシャル・タイムズの読者に対して配布されています。



**BNY MELLON**

BNY Mellonは、お客様の金融資産の運用と管理を投資サイクルの始めから終わりまで支援するグローバルなインベストメンツ・カンパニーです。BNY Mellonは、35か国において機関投資家、企業および個人投資家のお客様に資産運用・投資サービスを提供しています。2018年6月30日現在、保護預りまたは管理資産残高は33.6兆米ドル、運用資産残高は1.8兆米ドルです。BNY Mellonはお客様の投資対象の組成、取引、保有、運用、管理、分配、再構築をかなえる際のワンストップの窓口としてサービスをご提供しています。BNY Mellonは、The Bank of New York Mellon Corporation (NYSE: BK)のコーポレートブランドです。詳しくは、[www.bnymellon.com](http://www.bnymellon.com)をご覧ください。最新の企業情報についてはTwitter (@BNYMellon) で当社をフォローしていただくか、弊社HPのニュースルーム ([www.bnymellon.com/bnymellon.com/newsroom](http://www.bnymellon.com/bnymellon.com/newsroom)) をご覧ください。

**bnymellon.com**

BNY Mellonは、The Bank of New York Mellon Corporationのコーポレートブランドであり、当社全体及び/又は当社の様々な子会社を指す一般名称として使用される場合があります。本書は情報提供のみを目的として提供されるもので、財務、法務、規制、その他に関して信頼できる専門的な助言を提供することは意図されていません。BNY Mellonは、本書に記載されているいかなる情報も更新する義務を負いません。また、本書に記載されている見解や情報は予告なしに変更されることがあります。BNY Mellonは、本書の誤り或いは本書に依拠することにより生じる誤りに対して直接責任および結果責任を一切負いません。BNY Mellonの書面による事前の許可なく、本書を複製または本書の情報を開示することはいかなる形式であっても禁止されています。商標、サービスマーク、ロゴに関する権利は、それぞれの権利の所有者に帰属します。詳しい開示情報についてはこちらのページ (<https://www.bnymellon.com/us/en/disclaimers/business-disclaimers.jsp#ais-corporatetrust>) をご参照ください。