

**年金総合研究センターフォーラム**  
**「ヘッジファンド～その課題と留意点」**

**KDDI企業年金基金**

**インベストメントオフィサー 堀池 正臣**

2003年4月に旧KDD、旧IDO、旧au関西の税制適格年金が統合し、「KDDI企業年金基金」が発足  
翌年、2004年4月に旧DDIの「KDDI厚生年金基金」と統合し、合併後の各々の年金資産が一本化

## 基金概要

- 設立 1969年4月1日
- 加入者数 約12,000名
- 受給者数 約3,500名
- 平均年齢 37.6歳
- 資産規模(12月末) 2,367億円

### ○政策アセットミックス

国内株式	29%
外国株式	29%
国内債券	19%
外国債券	18%
短期金融資産	5%

## ヘッジファンドへの取り組み

- 2000年より投資開始
- 年金ALMでは、伝統的資産のみで最適化  
⇒オルタナティブは外枠
- 現在導入しているのは、株式LS、株式MN  
マネージドフューチャーズおよびファンドオブファンズ
- 株式LS/MNおよびマネージドフューチャーズは  
「株式代替」で、ダウンサイドリスク回避が目的
- ファンドオブファンズは、主に「短期資産代替」で、  
リターン追求型よりリスク管理型を採用

ヘッジファンド投資において重要なことは、「基金の現状」、「商品特性」、「リスク特性」を知ること

## ■ 「基金の現状」を知る

- 年金財政
- 退職給付会計
- 運用管理体制

## ■ 「商品特性」を知る

- 投資戦略
- 投資形態
- 報酬体系

## ■ 「リスク特性」を知る

- マネージャーリスク
- 流動性・レバレッジリスク
- 規制リスク 等

# I .「基金の現状」を知る

## 年金運用は、ベンチマーク運用か？絶対収益型運用か？

従来どおり、年金ALMに基づいたベンチマーク運用を継続すべきです！年金運用はあくまでも長期運用ですから、あまり短期的に見すぎない方が良いでしょう。

ベンチマークに勝ったからといって、年金資産を減らしては意味がないので、絶対収益を意識した運用戦略を立てるべきではないか。これ以上積立不足を増やすことは許されないし・・・

今後の運用戦略について、ご意見はありますか？



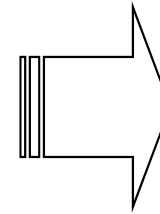
債券に比べ、株式のボラティリティが高いので、特に株式の分散投資を徹底すべきではないか。

## ■ 株式代替として

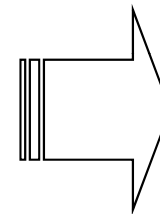
- ・合併後、平均年齢が低下
- ・年金制度の本来の目的は「長期的な給付の確保」
- ・数理計算上の差異の償却は14年償却

しかし・・・

- ・採用当時(2000年－2002年)の悪い運用状況
- ・年度ごとの運用成績は重要
- ・資産全体に占める株式リスクの割合は高い。



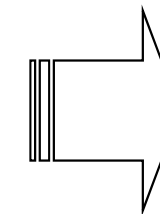
年金ALMでは  
高い株式比率(60%)



分散投資  
ダウンサイドリスク回避

## ■ キャッシュ代替として

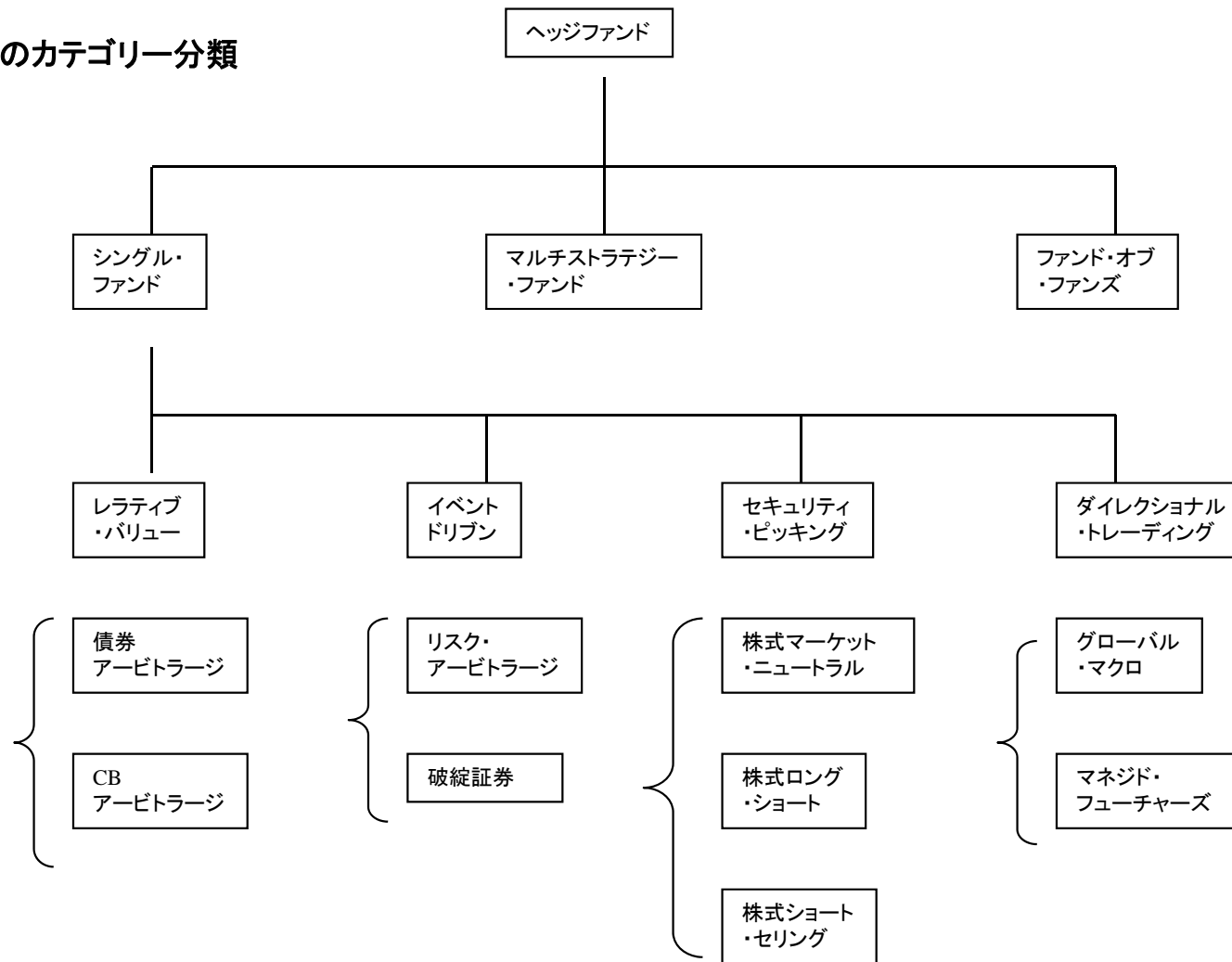
- ・年金ALMでは、給付用として5%を配分
- ・掛金>給付のため、キャッシュ比率は維持
- ・資産全体のリターンの向上



キャッシュ+ $\alpha$   
(但し、リスク管理型)

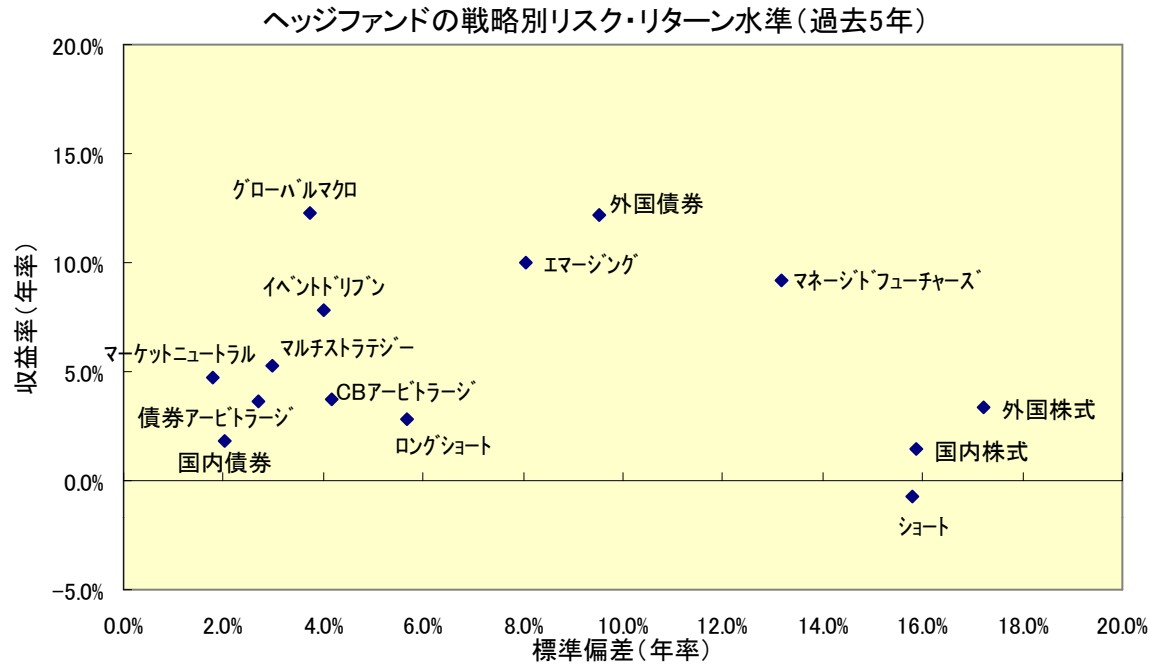
## Ⅱ. 「商品特性」を知る

## ヘッジファンド戦略のカテゴリー分類



オルタナティブ投資入門(山内 英貴、東洋経済新報社)より

# リスク・リターン特性(2000年10月～2005年9月)



## 相関係数及び下方偏差

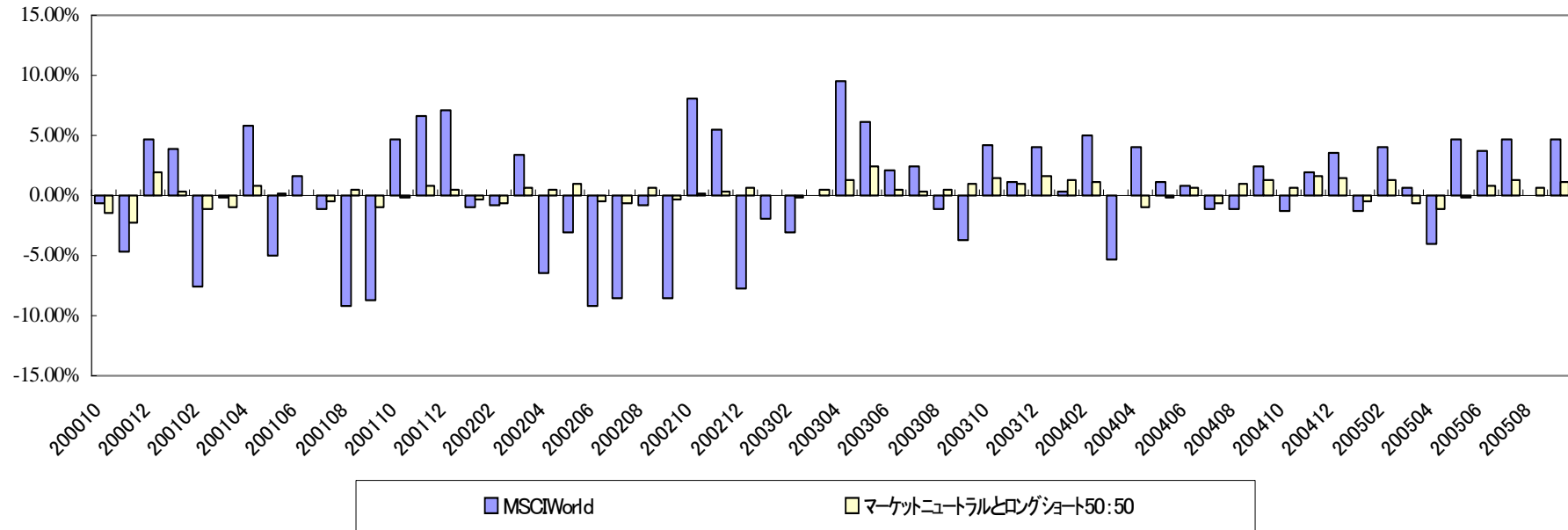
	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	下方偏差
CBアービトラージ	0.14	-0.01	0.14	0.09	2.80%
ショート	0.15	-0.45	0.23	-0.60	10.70%
エマージング	-0.14	0.49	-0.09	0.59	4.83%
マーケットニュートラル	0.25	0.13	0.01	0.05	0.46%
イベントドリフト	-0.08	0.42	-0.06	0.49	2.29%
債券アービトラージ	-0.03	0.07	0.10	-0.10	1.70%
グローバルマクロ	-0.03	0.01	0.40	-0.01	0.71%
ロングショート	-0.20	0.39	0.01	0.51	3.80%
マネージドフューチャース	0.14	-0.15	0.42	-0.25	7.99%
マルチストラテジー	-0.08	0.42	0.03	0.33	1.52%

(出所)NOMURA-BPI、TOPIX、シティグループ世界国債インデックス、MSCI、CSFB/Tremont Hedge Fund Indexデータ等より作成

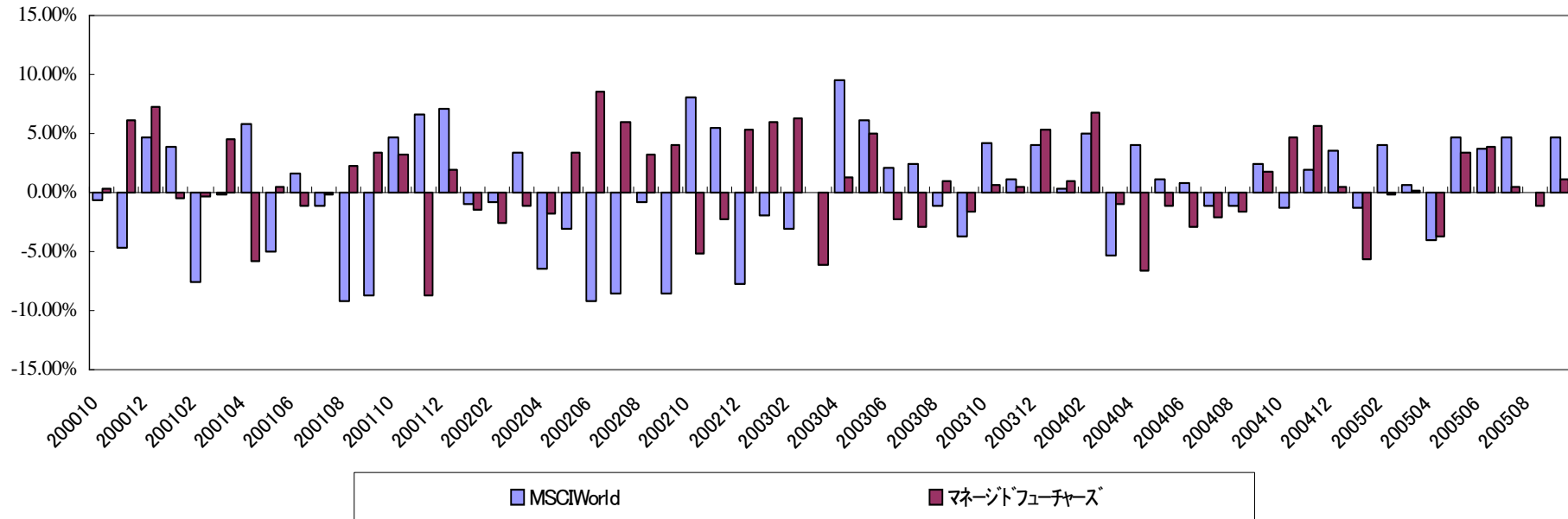
# 月次リターンの推移(2000年10月～2005年9月)



## ○マーケットニュートラル・ロングショート



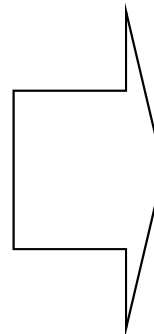
## ○マネージド・フューチャース\*



(出所) MSCI、CSFB/Tremont Hedge Fund Indexデータ等より作成

## ■ 株式代替として

- ✓ 株式と低(逆)相関  
⇒ 特に相場下落局面
- ✓ 低ベータ(0も含む)
- ✓ アクティブ運用の一部  
⇒ 運用手法の拡張

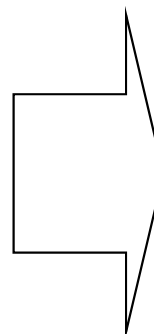


- ✓ 株式ロング・ショート
- ✓ 株式マーケット・ニュートラル
- ✓ マネージド・フューチャーズ



## ■ キャッシュ代替として

- ✓ リターンよりもリスク管理
- ✓ 多戦略への分散
- ✓ 投資対象の拡張

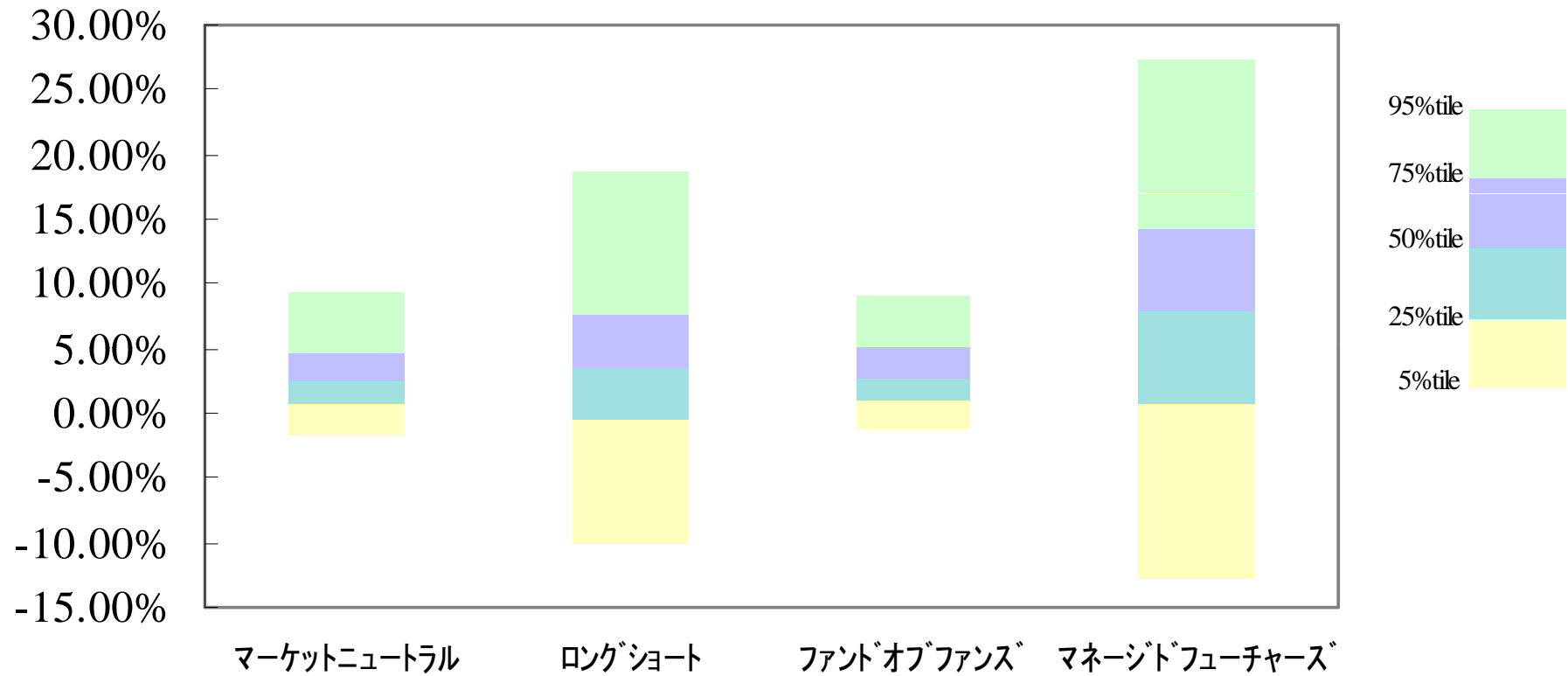


- ✓ ファンド・オブ・ファンズ

# リターン比較(戦略別)



過去5年間(2000年7月～2005年6月)



(出所)Lipper Tass社データより大和総研作成

**上位、下位の格差は極めて大きい。**

## Ⅲ. 「リスク特性」を知る



## 運用会社・チームのリスク

- 運用体制の変更
- キーマンの退職
- 「優勝劣敗」による早期撤退



## 流動性リスク

- ロックアップ期間
- 解約から資金化までの期間
- 流動性の乏しい市場への投資



## 運用方針・プロセスのリスク

- キャパシティ・リスク
- レバレッジ・リスク
- スタイル・ドリフト



## 規制リスク

- 詐欺・不正行為
- 透明性の欠如
- 法律の変更による新たな制約



## アドミニストレーションリスク

- リスク管理部門の位置づけ
- リスク管理モデルの有効性
- オペレーショナルリスクの管理



## 市場リスク

- 市場動向(株式・債券)
- ボラティリティ
- 参加者の動向

# ヘッジファンドに対するチェックポイント

優秀なヘッジファンドマネージャーとは・・・



市場の歪み(魚群)を他より早く発見し、独自のスキル(経験やツール)を駆使して長期にわたり安定したリターン(漁獲)を確保することができるか否かであろう。(参加者が少なければ理想であるが・・・)

しかし、同時に、刻々と変化する状況を常にモニタリングしなければならない。

- 船内の状況が変わってないか？(運用会社)
- 船はいつ戻ってくるのか？(流動性)
- 無理に海域を広げていないか？(運用方針)
- 漁獲量をごまかしてないか？(アドミンストレーション)
- ルールはしっかり守られているか？(規制)
- 天候、潮の状況はどのようになっているか？(市場)

- ヘッジファンド投資の目的・位置づけを議論することは極めて重要である。
- 投資しないというのも良いが、「なぜ投資しないか」について議論するかが重要である。
- 投資すると決めたなら、徹底的にリサーチしなければ意味がない。
- 実に様々なヘッジファンドマネージャーが存在し、情報ソースも様々である。
- ヘッジファンドは、結局のところ、「人」。したがって、人的ネットワークの構築が極めて重要である。
- 多くのマネージャーと面談すると、マネージャーの選定眼が養われる。
- 良いマネージャーは、投資家第一に物事を考えるが、悪いマネージャーは自分を第一に考える。
  - ⇒ 運用に専念せず、残高集めに躍起になっているマネージャーには投資しない
- パフォーマンスが良いファンドは多く存在するが、その中でも、あえて過去の失敗例を挙げ、そこから得た教訓を説明できるマネージャーは特に信頼できる。
- 良いマネージャーは瞬間蒸発的にクローズする。
- マネージャー格差は極めて大きく、上位25%のマネージャーにいかにアクセスするかが重要である。
- インデックスファンドに投資することに意味があるのだろうか。
- 透明性は大変重要であるが、透明「すぎる」のも問題がある。
- ファンドオフファンズの報酬が高いかリーズナブルかは投資家次第である。
- ヘッジファンドのモニタリングは継続しなければ意味がない。刻々と状況が変化している。
- 2,3年後にはどれだけのマネージャーが生き残っているだろうか。その時、消滅するようなマネージャーには投資しないよう心がけなくてはならない。



**NOVA**