

## 「ヘッジファンドと議決権行使」

講演

# 「ヘッジファンドの実態」

シブサワ・アンド・カンパニー 代表取締役 澁澤 健



奇異に思われるかもしれないが、ヘッジファンドは今日参加の皆さんと同様に、投資家に対してIR活動をしなければならないという共通点がある。この点については後ほど触れることにして、ヘッジファンドの投資戦略から始めたい。

ヘッジファンドの戦略はたくさんある。時間の関係で、本日取り上げるのは「株式ロング・ショート」と「アクティビスト」の2種類だが、興味のある方は拙著『これがオルタナティブ投資だ！ヘッジファンドからリートまで』（実業之日本社）を参照されたい。

一般的にヘッジファンドのリスクは大きいと見られているが、米国株式インデックスSP500をパッシブ運用する「ファンドA」と米国株式ロング・ショートの複数ヘッジファンドに投資する超アクティブ運用のファンド・オブ・ファンズ「ファンドB」の過去10年間の月次運用実績を比較すると意外な事実が見えてくる。

「ファンドA」の月次運用実績が±10%の範囲内で変動したのに対し、「ファンドB」の変動は±5%の範囲に収まっている。2つのファンドの運用対象は、米国株式。つまり、材料はほぼ同じであるが、リスクはヘッジファンドの「ファンドB」の方が小さい。また1997年3月を起点にSP500とヘッジファンドのファンド・オブ・ファンズの価格動向指数を比較すると、ファンド・オブ・ファンズは現在270程度で、SP500の160を大きく上回っている。ここからもパッシブ運用に比べ「リスクが相対的に低く、リターンが相対的に大きい」ヘッジファンドの魅力が読める。

ヘッジファンドの当初の投資家は富裕層の個人であった。ところが90年代後半から次第に機関投資家の資金がヘッジファンドに流入するようになり、米国でITバブルが崩壊した2000年以降、運用パフォーマンスの変動が低いローリスク・ハイリターン性の性質のヘッジファンドも目立ってきた。

リスクを抑えリターンは株式並みを目指すヘッジファンドのリスク・マネジメントのポイントは、ポートフォリオ構築の方法、運営情報源と分析にある。

ヘッジファンドはポートフォリオ構築に縛りがなく、例えばフル・インベストメントを原則とする伝統的ファンドと異なり、運用環境に応じてキャッシュを保有できる。また投資先企業を選定するに当たっては、証券会社のアナリスト情報だけに依存することなく、当該企業のみならずその取引先などにも自ら足を運び調査する。自分の目で確認したうえで投資することがリスクを抑えている。

ヘッジファンドの戦略を理解するために押さえておくポイントにレバレッジがある。企業が資本効率を高めるため株主資本のみならず借入金を活用するように、ヘッジファンドは投資家から受託した資金で株を買うだけでなく、レボ、先物や空売りなどを併用しレバレッジ投資を行っている。図表1に基づいてレバレッジを説明したい。

2列目のGross Longは買持ち、3列目のGross Shortは売持ちである。これらの絶対数の和で

ある4列目のGrossはレバレッジを示し、Gross LongとGross Shortの差であるNetは市場方向性リスクを示す。例えば、Fund Aの買いは104%で空売りが37%、レバレッジは141%で、市場方向性のポジションは67%ということで、リスクは控えめである。

Grossが207%のFund BはFund Aよりレバレッジは高いがNetは29%で市場方向性のポジションは小さい。一方、Grossが56%のFund Gや73%のFund Mなどレバレッジが100を切っているファンドはキャッシュ保有で守りのモードに入っていると思われる。株価が下落局面にあった03年においてもこれらファンドの中でNetがマイナス(売り越し)だったのは2つ程度であり、ヘッジファンドの投資戦略も基本は買い越しである。

ヘッジファンドの空売りの対象となる企業は常に株主のバリューを破壊する企業であるが、「ショートストップ・ロス」という言葉が示す通り、投資家にとっても損害が投資金額に限定されるロングに比べ、ロスが無限に拡大する空売りは、臆病なポジションである。

また「ショートジレンマ」といって、想定通り株価が20%下落していても、100が80に、80が64に、64が50にとポートフォリオ全体へのインパクトが小さくなっていくため、儲かった時にポジションを足すかどうかの判断が難しい。

今日取り上げるもう1つのヘッジファンド“も

の言う投資家”アクティビスト・ファンドは、積極的に企業経営者との対話により投資の確度を高める。本源的企業価値に比べて市場価格が安い企業に対し、事業再編を提案する。これが出発点であり、最初から株主議案に至ることはない。アクティビスト・ファンドは米国でもホットなトピックスであり、成功するケースは水面下での提案によるフレンドリー・アクティビズムといわれている。

私が勤務した米国大手のヘッジファンド運用会社の創業者はヘッジファンドが淘汰される時の予兆として5項目示している。

1つはサイズである。資金が流入し小さな池の大きな鯨と化したヘッジファンドは身動きが取れなくなる。2つはレバレッジである。レバレッジは車のアクセルと同じで、過剰なレバレッジは事故につながる。3つは透明度である。ディスクロージャーは必要だが全部見せるのは手元をさらけ出すことになり危険である。4つは受託資金で、忙しい金か長期安定資金かで状況は変わる。5つは傲慢性である。ファンドマネージャーが自分は賢く間違っているのは市場であると思うようになったら淘汰へ歩みだす。

冒頭に述べた通り、ヘッジファンドには投資家があり、個人の富裕層から機関投資家に中心が移行している。機関投資家は他人の金を運用する仲介的投資家であり、説明責任が求められる。富裕層と異なり機関投資家は1年や四半期ごとの報告では満足せず、毎月や毎週のパフォーマンスの情報開示を要求する。

このようにファンド業界の機関化により、担当者の思考も短期化する傾向がある。投資家から説明責任が求められるので、ボラティリティーを低くするため必然的にリターンも低下する。運用者へのフィーがかかるうえ、たとえ10%程度のドルベースの純リターンの場合でも、為替リスクのヘッジが絡むと円ベースで5%程度のリターンに低下。低下する期待リターンと高まるフィー、長期資本を提供できる投資家の欠落などにファンド資本主義の限界が見えてくる。

(図表1)

	EXPOSURE		レバレッジ	市場方向性 リスク
	Gross Long	Gross Short	Gross	Net
Fund A	104%	-37%	141%	67%
Fund B	118%	-89%	207%	29%
Fund C	51%	-45%	96%	6%
Fund D	167%	-71%	238%	96%
Fund E	94%	-65%	159%	29%
Fund F	120%	-42%	162%	78%
Fund G	42%	-14%	56%	28%
Fund H	118%	-47%	165%	71%
Fund I	121%	-64%	185%	57%
Fund J	73%	-29%	102%	44%
Fund K	109%	-58%	167%	51%
Fund L	82%	-56%	138%	26%
Fund M	56%	-17%	73%	39%
Fund N	93%	-57%	150%	36%