

ヘッジファンド運用と実務

目次

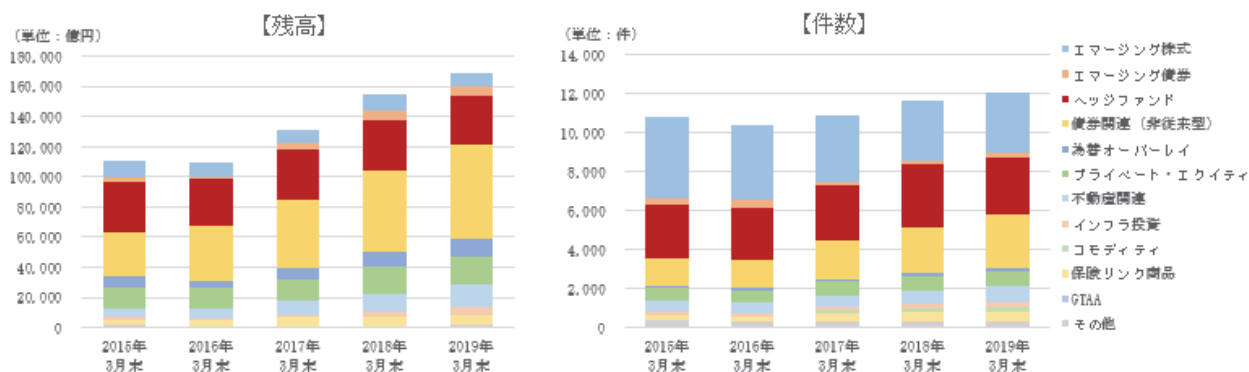
- I. はじめに
- II. ヘッジファンドの歴史と変遷
- III. ヘッジファンドの運用戦略
- IV. ヘッジファンド投資の実務
- V. 終わりに

運用商品開発部 プロダクト運用第1課 木村 貴人
熊谷 厚志
上田 奈津美

I. はじめに

世界的に低金利環境が続くなか、オルタナティブ投資の拡大が継続している。近年では、不動産、インフラなど流動性の低い資産にも投資対象が広がっているが、オルタナティブ投資として比較的早くから投資されている領域として「ヘッジファンド」が挙げられる。かつては、投機的な行為としてイメージされるケースもあったヘッジファンドであるが、現在では年金資金の運用においても、分散投資、利回り追求などの観点から必要な選択肢として、オルタナティブ投資の中核を占める存在となっている。

図表1：国内年金基金によるオルタナティブ投資の割合



(出所) 2019年 マーサー年金商品サーベイ集計結果 2019年12月

ヘッジファンドの投資対象は上場株式などの流動性の高いものから、未公開や非上場の株式(プライベートエクイティ)、企業向け貸付(プライベートデッド)をはじめ市場では取引されない流動性の低いものまで様々であり、またその投資手法もファンドによって多種多様である。一般に、株式や債券、為替に対する投資ではロング(買い)ポジションとショート(売

り)ポジションを組み合わせることなどは知られているが、実際にヘッジファンドとは何かという定義も明確には定まっておらず、一般の投資家はその具体的な実態を把握するのは容易ではない。

そこで、本稿では、まずヘッジファンドの歴史を振り返り、機関投資家の投資対象になるに至った経緯をまとめる。また、数多く存在する運用手法を体系的に整理するほか、投資判断を行う上で重要となるファンドの詳細調査・評価(デュエディリジェンス)業務の内容を紹介する。

Ⅱ. ヘッジファンドの歴史と変遷

1. ヘッジファンドの歴史とリスク認識

ヘッジファンドの歴史は、1949年まで遡り、元米国ビジネス雑誌編集者であったアルフレッド・ウィンスロー・ジョーンズ(以下ジョーンズ)氏より考案されたといわれている。当時の株式投資においては、割安な銘柄を購入し、その後の価格上昇時に売却することで収益獲得を狙うロングポジションのみで運用するファンドが一般的であった。そのような時代に、ジョーンズ氏は市場の方向性を予測してレバレッジを活用しながら、通常のロングに割高な銘柄を売却するショートを市場の方向性予測に応じて組み合わせる「株式ロング・ショート」戦略を用いるファンドを立ち上げた。

ジョーンズ氏が立ち上げたファンドは、これまでの投資信託と異なり、

- ① ロングとショートを同時に保有して、市場変動リスクを回避(ヘッジ)しながら収益獲得を目指す戦略
- ② ファンドの収益の20%に設定された成功報酬体系
- ③ 運用者の自己資金をファンドに投資し他の投資家とリスクを共有

などの特徴を有した。

これらは、現在のヘッジファンドと共通の特徴であり、そのベースとなったといえる。

立ち上げ後、同氏ファンド・パフォーマンスは好調に推移し、10年後にはほとんどの投資信託のパフォーマンスを上回った。17年後(1966年)、米FORTUNE誌がファンドの成果を取り上げたことで、一気に注目を集めた。市場全体の価格変動リスクをヘッジすることで、安定的に収益を上げるジョーンズ氏の手法は、「ヘッジファンド」と紹介され、その発展とともに定義も変化しながら広まっていくこととなる。

金融業界では、パフォーマンスに応じて支払われる成功報酬に魅力を感じた資産運用会社のファンドマネージャーやアナリスト、銀行や証券会社のトレーダーが独立してヘッジファンドを立ち上げる動きがみられ、ヘッジファンドブームを後押しした。1968年には、およそ140ものヘッジファンドが立ち上がった。

しかしながら当時のヘッジファンドの多くはジョーンズ氏のファンドとは異なり、強気の株式市場を背景に市場変動リスクを抑えるショートを減らし、レバレッジをかけながらロン

グに偏る運用に切り替えていた。そのため、1968年の株式市場暴落に伴い多くのヘッジファンドは大きな損失を負い、クローズせざるを得ない状況に陥った。その後、1970年から1980年前半までは、弱気な株式市場の影響を受け、ヘッジファンドの成長は一時的に停滞する事となった。

株式市場が上昇基調に戻った1980年後半から1990年代にかけては、ジョーンズ氏とは異なるアプローチを用いたジョージ・ソロス氏のクオンタム・ファンドやジュリアン・ロバートソン氏のタイガー・ファンドが注目を集めるなど、ヘッジファンド業界への人気は再び高まる事となる。これらのファンドは、各国のマクロ指標や政治的見通し等に基づき機動的に投資する「グローバル・マクロ」戦略を用いることで大きく利益を獲得した。

特に1992年の英国ポンド危機は、ヘッジファンド業界の転機となる出来事であった。英国経済が低迷するなか、欧州通貨統合を見据えて英国中銀により実力以上に割高なレートに固定されていたポンドに対しソロス氏は大量のショートを仕掛けた。その結果、英国をポンド危機に追い込みながら巨額な利益をあげたことで、「ヘッジファンド」の存在が世界に大きく知れ渡った。1997年には、ドルペッグ制をとっていたアジア各国通貨に対してポンドと同じように大量の売りを仕掛けアジア通貨危機の引き金を引いたといわれるなど、ヘッジファンドは様々な話題にあがるようになり、その後「グローバル・マクロ」戦略が流行することとなる。

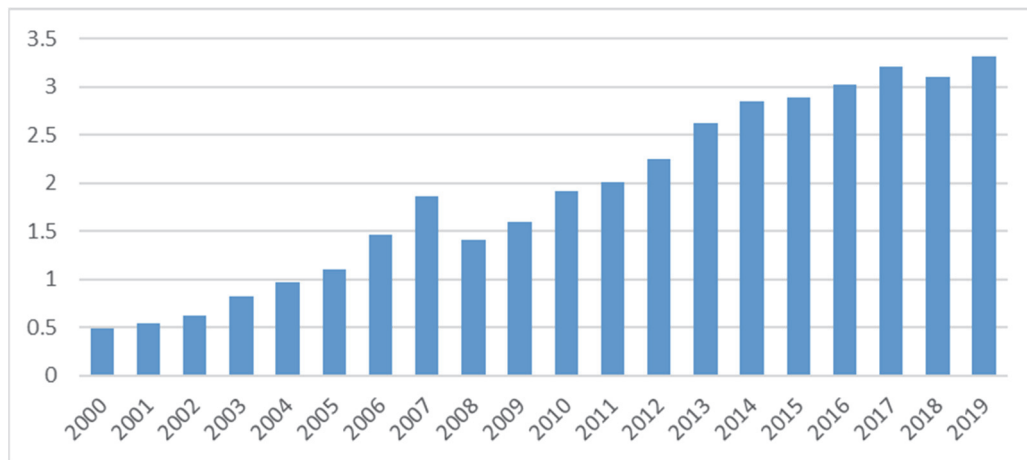
一躍注目を集めたヘッジファンド業界は、先物市場に投資し運用を行う商品投資顧問出身の運用者等が金融業界から転身し、運用資産の規模は更に拡大した。彼らが参入したことにより、投資対象が現物株式に加えて先物やオプション取引等まで多様化された。

順調に残高を伸ばしたヘッジファンド業界であったが、1998年に起こったLTCM(Long Term Capital Management)の破綻や2000年のITバブル崩壊等を背景に、多くのヘッジファンドは運用に苦しみ、特にグローバル・マクロ戦略を用いたヘッジファンドには逆風が強まる事となった。

LTCMは、ソロモン・ブラザーズで債券トレーディング部門も率いるメリウェザー氏が、1993年に設立した著名ファンドである。ノーベル経済学賞の受賞者やFRB副議長らを迎え「ドリームチーム」とも呼ばれた運用チームが行ったのは金融工学に基づく価格評価モデルを駆使した「レラティブ・バリュー」と呼ばれる戦略である。その内容は本来の価格や金利水準から乖離している債券等に投資するものであり、その乖離から生ずる利益幅が僅かなため、利回りを高めるために高いレバレッジを掛けるのが特徴の運用である。

当初は高い運用実績を出したため、運用資産は巨大なものとなり市場の流動性を上回る規模にまで膨らんでいった。更にその手法を模倣する運用者も多く存在していたことでアジア通貨危機、ロシア財政危機などによる市場変動時にポジションを解消することができず破綻する事となった。著名ファンドの破綻は、レバレッジや流動性等の管理およびリスク認識の必要性を高める事となった。

図表2：ヘッジファンドの残高推移(兆ドル)



(出所) Barclays Investment Bank, Hedge Fund Research, Inc., (HFR)

図表2に示すように、2008年のリーマンショック以降においてもヘッジファンドは大きなダメージを受け、業界の資産運用残高(AUM)は、1.9兆ドルから4,600億ドル程の減少を示したものの、長期的にはリターン獲得による時価増もあり、安定した規模の拡大を続けていく事となる。

しかし、その金融危機のさなかに起きた「マドフ事件」はヘッジファンドの歴史の中でも大きな転機となる出来事であった。

バーナード・ローレンス・マドフは、1960年にバーナード・マドフ証券会社を設立した。マドフは、投資家に高利回りを提供し続けていたことで、多くの投資家から称賛を受けていた。しかし、実際は資金を運用せず、新規投資家の資金を既存投資家の配当へ回す「ポンジ・スキーム」を用いた罪を犯していた。マドフは数十年に亘り投資家をだましていたが、金融危機で市場が混乱した際に多くの投資家が資金の償還を求めるも、投資家への資金を確保できなかったことで不正が発覚した。2008年にマドフは逮捕されたが、多くの投資家に巨額の損害を与えた。この事件が残したものは、過去のLTCMの破綻で得られた「投資行動に関するリスク管理」とは全く異なる「不正行為に対する監視」への重要性やアドミニストレーター等の第三者の必要性に対する認識の高まりである。

2. 規制強化

前段で述べたように、ヘッジファンドは、年代の流行や市場環境に応じて特性を変えながら様々な成功と失敗を経験し発展してきた。本段では業界規模拡大に伴い、その影響力や存在感が無視できなくなると共に、それを管理する上で制定された様々な規制について述べる。

米国の投資信託は、1929年の株価大暴落に続く世界恐慌の渦中に、米国における証券の発行市場を規律する連邦制定法 1933年証券法や、投資家保護の観点から制定された米国 1940年投資会社法(以下 ICA)の規定により規制を受けている。これにより米国証券取引委員会(以下 SEC)への登録や情報開示が義務づけられ、ショート取引への制限も課せられている。一方、ヘッジファンドは私募の形態をとり、限られた投資家のみマーケティングすることでそれら規制に基づく登録、情報開示および投資制限に係る規定を回避し、自由な運用環境を保持していた。

ヘッジファンドの投資戦略では、薄い利幅を狙い比較的短い期間での収益獲得を目指すケースや、流動性が低い資産に投資するケースが多い。そのため投資行動の秘匿性や柔軟性を許容することは収益獲得にあたり重要である。そのこと自体は、そのファンドへ投資する投資家利益の観点からも必要といえた。

そのため長らく、ヘッジファンドの投資プロセスやポートフォリオ等に関する情報開示は少なく、投資に際してファンドの精査を行うプロセス(デューデリジェンス)もあまり実施されておらず、主に運用者と投資家の信頼関係で成り立っていた状況であった。しかしこれまで述べてきた LTCM の破綻、マドフ事件、などの経験を経て過度なリスクの抑制、不正排除の観点では一定程度の透明性や投資制約も必要であるとの意識が高まり、SEC を中心に改めて規制が見直された。

リーマンショックを踏まえ、SEC は金融規制全般の見直しを行った。2010年に米金融規制改革法(ドット・フランク法)を導入し、大規模な金融機関に対する規制を強化した。ある金融機関が破綻した際に、他の金融機関に連鎖的に破綻が波及するリスク(システムック・リスク)の評価等を背景に、ヘッジファンドに対しても以下の要件が定められた。なお、当規制の中核となる「銀行の市場取引規制ルール」(ボルカー・ルール)でも、銀行によるデリバティブ取引、ヘッジファンドへの出資などが制限されたことで間接的にヘッジファンドに影響をもたらした。

図表3：SEC がドッド・フランク法ヘッジファンド対して定めた要件

要件	詳細	
① 投資顧問登録	運用残高 1 億ドル以上	原則 SEC に登録
	運用残高 2,500 万 - 1 億ドル	原則州当局に登録 (要件を満たす場合、SEC への登録可)
	運用残高 2,500 万ドル未満	州当局に義務づけられている場合、州当局に登録 (SEC への登録不可)

	<ul style="list-style-type: none"> ・ 業務がヘッジファンドの投資顧問のみ且つ運用残高 1.5 億ドル未満 ・ ベンチャーキャピタルまたはファミリーオフィス単独への投資顧問業務の提供 ・ 外国籍ヘッジファンドで以下の全てに該当 <ul style="list-style-type: none"> ① 米国拠点なし ② 米国投資家の運用残高 2,500 万ドル未満 ③ 投資家が 15 人未満等 	登録免除
② レポーティング	<p>主に以下情報を SEC に報告</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 投資のポジション(保有資産種類、運用残高、レバレッジ) ・ カウンターパーティリスク・エクスポージャー¹ ・ サイドレター²の締結状況 ・ ファンドの評価方針・手法 等 	

(出所)野村資本市場研究所、Duane Morris LLP、Alborne 社の資料を参考に三菱 UFJ 信託銀行作成

このような規制の制定と併せて投資家サイドでも、それ迄の「信頼関係に基づく契約」ではなく投資前のデューディリジェンスなどリスク管理を重視する動きがみられる事となった。

3. 投資家層の変化

リーマンショック以前、ヘッジファンドの投資家層は、主に富裕個人投資家だったが、徐々に機関投資家へと広がりを見せつつあった。その背景は株式市場の低迷や低金利環境による、収益源泉の拡大や利回り追求ニーズの高まりである。大学財団、年金基金などを中心とした機関投資家の関心が、伝統的資産からオルタナティブ投資へシフトしたことで、ヘッジファンドにも大口資金が流入した。それに伴い、投資プロセスの透明性やリスク管理を重視する機関投資家の要望に応えるため、また導入された規制に対応するため、ヘッジファンド側からの情報開示水準が大きく向上している。

また、長期投資家からの投資資金が増えることで投資期間も徐々に長期的な運用を取り入れる傾向もみられるよう変化を遂げていった。

¹ 非上場デリバティブ商品含め、カウンターパーティ(取引先)が破綻した際に被る被害額を推計した値

² 特定顧客とのみ交わされる契約

Ⅲ. ヘッジファンドの運用戦略 ～主要な戦略と特性～

1. 主な運用戦略

ヘッジファンドの運用戦略は様々な方法で分類がされている。本稿では、ヘッジファンドのデータベンダーであるヘッジファンド・リサーチ社(HFR)が用いている基準を紹介する。HFRでは、下記6戦略分類とそれぞれの下に合計30以上のサブ戦略カテゴリーを定義している。

- (1) 株式ヘッジ
- (2) イベントドリブン
- (3) マクロ
- (4) レラティブ・バリュー
- (5) マルチストラテジー
- (6) その他(地域別、通貨別、特定テーマ)

このうち(1)～(5)の各戦略について概要、特徴を以下にまとめる

(1) 株式ヘッジ

株式ヘッジは、その名のとおり、株式市場に焦点を当てた戦略であり、サブカテゴリーとして、「株式ロング・ショート戦略」や「株式マーケットニュートラル戦略」が挙げられる。

株式マーケットニュートラル戦略は、ロングとショートをほぼ同量保有することで市場変動リスクをゼロに抑制した上でコンセプトに応じて値上がりが見込める銘柄をロングし、値下がりが見込まれる銘柄をショートする事で収益を追求する戦略である。また業種やサイズについてもロングとショートで同様のポジションを取り、各リスクをゼロにすることもあがる。ロングやショートのみ戦略と比較して、ボラティリティなどリスクが低くなる傾向がある。

株式ロング・ショート戦略は、ロングとショートを同量にすることに拘らず市場変動リスクを負ったうえで銘柄選択をする。また時に市場の方向性予測も加味したうえでポジションを決定する場合もある。

両戦略は、ロングとショートを組み合わせる点で共通しているが、概してロングとショートいずれかのバイアスが大きくなるロング・ショート戦略に対して、市場変動からの中立を目指すマーケットニュートラル戦略の方が、より市場全体の変動による影響を受けにくい戦略であるといえる。

(2) イベントドリブン

イベントドリブンは、企業の合併買収や倒産など企業イベントに焦点を当てる戦略である。投資対象は、当該企業が発行する株式、債券やそれに関連するデリバティブである。サブカテゴリーとしては、「マージャー・アービトラージ(合併裁定)戦略」や「ディストレスト戦

略」が挙げられる。

マージャー・アービトラージ戦略は、買収合併の成立を見込んで、関連する企業の株式を用いた裁定取引を行う。企業買収が現金で行われる場合は、被買収企業株式の市場価格と買収予定額の乖離に着目する。市場価格<買収価格であれば被買収企業株式をロングし、買収者の買取り要請に応じる事でその差を収益として獲得する。企業買収が株式交換で行われる場合は、交換比率と両社株式の市場価格の比率に着目し、その乖離に応じたポジションを取り、買収合併成立による市場価格の収斂から収益を狙う。しかし、買収が不成立となった場合は損失を被るリスクもある。

ディストレスト戦略は、経営破綻した企業や破綻懸念のある企業の株式や債券などに投資するものである。当該資産は、本来的な価値に対して著しく安い価格で売買されているケースが多く、経営再建による価格回復や残余財産価値などに着目して、その価格ギャップから収益獲得を狙う戦略である。債権者として投資先企業の再建に向けて経営に参画することや、投資家としての助言やエンゲージメント活動を実施するケースもある。

マージャー・アービトラージ(合併裁定)戦略やディストレスト戦略とは別に、イベントドリブンのサブカテゴリーには、アクティビストと呼ばれる戦略がある。

アクティビスト・ファンドは、いわゆる「物言う株主」として、同一の上場企業株式を大量に取得し、株主としての権利・権限を活用して、配当の増額、取締役の交代、合併、自社株買いなどを企業に提言し、それによる企業価値の向上と株価の上昇によるキャピタルゲインの獲得を目指すファンドのことで、従前では積極的な株主提案、敵対的買収や委任状争奪戦など通じて短期的な利益獲得を目的とするファンドが注目されていた。

一方、近年では、自己資本利益率(ROE)の改善や株主還元の充実など、経営状況やコーポレートガバナンスの改革につながる提言を通じて、投資先企業の中長期的な企業価値の向上を投資目的とする友好的なアクティビスト・ファンドへの注目が集まっている。企業のガバナンス改革が進む日本においても、関心の高い戦略の一つである。

上記のとおり、アクティビスト・ファンドにも複数種類があり、投資検討にあたっては投資哲学が「短期的利益を追求するものではないか」「投資先企業の持続的成長を狙うものか」等を十分に確認する必要がある。

(3) マクロ

マクロは、幅広い資産を対象にトップダウン型のアプローチから収益を狙う戦略である。サブカテゴリーとしては、「グローバル・マクロ戦略」や「マネージド・フューチャーズ戦略」が挙げられる。

グローバル・マクロ戦略は、マクロ経済の予測に基づき、世界各国の通貨、債券、株式、コモディティ等のあらゆる市場の“方向性”に投資を行う。個別銘柄の割高・割安を重視する株式ヘッジ戦略とは異なり、マクロ見通しを重視し、市場そのものの方向性に賭けたポジションをとるのが特徴であることから、市場のトレンドが大きく出る局面を得意とする。また、グローバル・マクロ戦略は運用者の裁量に基づいた裁量型運用が相対的に多い。

マネージド・フューチャーズ戦略は、株式・債券・金利・通貨のほか、エネルギー・貴金

属・農産物といった商品など様々な上場先物・オプションに投資する戦略である。主に「プログラム・トレード」を活用するケースが多く、市場の上昇・下落トレンドを見極めて売買することで収益を狙う戦略が多い。CTA 戦略、システマティック・マクロ戦略と呼ばれる場合もある。

マクロの中には、市場急落時の大きな収益獲得を目的とするようなテールリスクヘッジ³に特化した戦略も含まれており、穏やかな市場ではリターンが伸び悩む一方で、市場急変時に他ファンド比でアウトパフォームするケースもある。

(4) レラティブ・バリュー

レラティブ・バリューは、2つ以上の市場・証券間における価格の歪みに焦点を当てる戦略である。

レラティブ・バリューにおける戦略のサブカテゴリーとしては、債券アービトラージ戦略や転換社債アービトラージ戦略が挙げられる。

債券アービトラージ戦略は、国債、社債、モーゲージ担保証券など、様々な債券における価格の歪みを見つけ、安いものを買って高いものを売ることによって、価格の非効率性を利用しようとするものである。

転換社債アービトラージ戦略は、転換社債における債券価格と株式価値の乖離から収益を狙う戦略である。割安な転換社債を買って、同一発行体の現物株を売却することにより、この転換価格と現物株の価格差が利益となる。

この戦略の注意点は、特に債券の小さな歪みからリターンを得ようとするため、レバレッジ比率を相応に高めているケースがあることである。そのため、平常時は安定的な収益が期待できる一方で、スプレッドの急速な拡大、流動性の低下、ボラティリティの急上昇などリスクが顕在化する場面においては、損失が拡大する可能性がある。

(5) マルチストラテジー

マルチストラテジーは、複数のヘッジファンド戦略を一つのファンドの下で組み合わせたものである。異なる戦略の運用を専門とするマネージャーがチームを組み、同じファンドの中で運用・リスク管理体制を共有する。複数の戦略に投資を行うことから、分散によるリスク低減を図りつつ、局面に応じて戦略配分を迅速かつ効率的に変更することが可能である。

マルチストラテジーは、単一のマネージャーが多数の異なる戦略のシングルヘッジファンドを組み合わせて運用を行うファンド・オブ・ファンズ(FoF)と複数戦略への分散投資を行うという点で類似しているが、FoFのように二重報酬⁴が発生することはなく、相対的なコストメリットが高い。一方で、複数の戦略を一つのファンドとして管理がされていることから、オペレーションや法務リスクなど、ファンド固有のリスクは相対的に高い。

³ 金融危機のようなテールイベント(発生確率は低いものの、発生するとその影響が非常に大きな事象)が発生しリスク資産に売り圧力が高まる局面で、収益の獲得を狙うファンド。

⁴ 個別ファンドおよびFoFマネージャーの両方で報酬が発生する体系。

戦略の多様化を通じて安定したリスク・リターン特性を提供する傾向にあることから、年金基金にも広く選好される戦略の一つであるといえよう。

2. 各戦略の運用パフォーマンス

次に戦略ごとのパフォーマンスについて、過去の実績を HFR が公表する戦略別指数のデータで確認する。図表 4 は 2008 年度から 2019 年度におけるパフォーマンス推移である。

図表 4 : 各戦略パフォーマンス (2008 年度～2019 年度)

	株式ヘッジ	イベントドリブン	マクロ	レラティブ・バリュア	マルチ
2008年度	-22.19%	-18.79%	-0.10%	-12.14%	-13.79%
2009年度	28.35%	30.49%	4.97%	25.99%	26.28%
2010年度	9.87%	10.63%	7.73%	9.94%	9.22%
2011年度	-4.21%	-1.97%	-2.92%	1.89%	-0.68%
2012年度	5.44%	7.68%	0.46%	9.47%	7.93%
2013年度	10.12%	10.65%	-2.00%	6.30%	5.96%
2014年度	2.67%	0.91%	9.41%	3.48%	4.02%
2015年度	-4.60%	-5.94%	-2.91%	-2.41%	-1.08%
2016年度	11.52%	14.07%	-0.60%	10.41%	8.05%
2017年度	9.40%	5.14%	0.67%	3.27%	2.69%
2018年度	-0.41%	1.82%	-0.31%	2.96%	2.10%
2019年度	-9.59%	-12.24%	2.64%	-6.39%	-3.80%

株式ヘッジ : HFRI Equity Hedge (Total) Index

イベントドリブン : HFRI Event-Driven (Total) Index

マクロ : HFRI Macro (Total) Index

レラティブ・バリュア : HFRI Relative Value (Total) Index

マルチ : HFRI RV: Multi-Strategy Index

(出所) Bloomberg よりヘッジファンド・リサーチ社 (Hedge Fund Research, Inc. (HFR)) のデータを用いて三菱 UFJ 信託銀行作成

年度によって、各戦略のパフォーマンス優劣が大きく異なっている点を確認できる。

例えば、株式ヘッジやイベントドリブンは、ややロングを多く持つバイアスの戦略であり、金融危機のあった 2008 年度や新型コロナウイルスの影響で株価が急落した 2019 年度は他戦略と比較してマイナス幅が大きくなっている。一方で、2009 年度や 2016 年度といった株式市場が堅調に推移する局面においてはプラス幅が大きい。

マクロについては、市場が大きく下落する局面においては金利をロング(国債をロング)する傾向があることや、市場急落時の大きな収益獲得を狙うテールリスクヘッジに特化した戦略も含まれていることから、2008 年度や 2019 年度といった他戦略が苦戦する局面で堅調なパフォーマンスで推移する。一方で、その他の市場のトレンドが大きく出にくい局面ではパ

パフォーマンスが伸び悩んでいる。

レラティブ・バリューは、個別証券の価格の小さな歪みからリターンを狙う戦略であり、想定どおりに歪みが収斂される平常時においては安定的なパフォーマンスで推移しているが、2008年度や2019年度のように市場の流動性が低下する不安定な局面においては相応のマイナスを計上している。

マルチ戦略は、複数の戦略に分散投資を行い株式市場との連動性を抑制することで、市場が急落する局面においても相対的にマイナスを抑制している。一方で、多様なリターン源泉を基に総じて安定的なパフォーマンスを獲得している点が確認できる。

続いて、直近の相場急変局面における各戦略のパフォーマンスを確認する。図表5は2020年3～5月のパフォーマンス推移である。

図表5：各戦略パフォーマンス(2020年3～5月)

	株式ヘッジ	イベントドリブン	マクロ	レラティブ・バリュー	マルチ
3月	-10.79%	-12.47%	-0.32%	-8.97%	-6.30%
4月	6.94%	4.38%	0.97%	2.31%	1.96%
5月	3.88%	2.88%	-0.27%	2.51%	2.54%
3-5月	-0.90%	-6.01%	0.38%	-4.53%	-2.03%

(出所) Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成。データ元は図表4と同様。

株式ヘッジは市場が急落した3月のマイナスこそ大きいですが、市場が一定の回復をみせた4月・5月のプラスが全戦略で最も大きく、3～5月全体でもほぼフラットで推移をしている。

イベントドリブンは、株式ヘッジと似た推移ではあるが、新型コロナウイルスの影響からM&Aの延期・撤回が相次いだことからマージャー・アービトラージ戦略を中心に損失が拡大し、3月のマイナスが最も大きく、4月・5月のプラス幅も株式ヘッジ比で小さくなっている。

マクロは、上述のとおり、金利をロング(国債をロング)する傾向があること、テールリスクヘッジに特化した戦略も含まれていることから、市場の急落とともに金利が大幅に低下をした3月はほぼフラットと、他戦略比で優位なパフォーマンスとなっている。しかしその後、他の戦略が相応のプラスを獲得した4月と5月は金利低下が一服したこともあり、相対的に低位なパフォーマンスで推移をしている。

レラティブ・バリューは、多くのファンドが、国債現物が先物対比で相対的に割安に推移していたことに着目し、先進国国債の現物ロング・先物ショートのパポジションをとっていたが、3月リスクオフが急速に進む中、流動性の高い先物が現物対比で大きくアウトパフォーマンスしたことが逆風となり、マイナスとなっている。一方で、3月のリスクオフを経て、社債やモーゲージ担保証券等を中心に価格の歪みが生じてきている状況であり、こうした歪みに着目するレラティブ・バリュー戦略は今後の投資機会の拡大が想定される。

マルチは、多様な戦略への分散投資から、この期間においても平均的なパフォーマンスで推移をしている。特に3月のようにあらゆる資産価格が下落する局面においても、相対的にはマイナス幅を抑制しており、ファンド内での分散が効いている点が確認できる。

上記のとおり、ヘッジファンドは戦略ごとに得意とする局面が異なり、パフォーマンスの出方にも差異があることから、ヘッジファンドに対して期待する役割に応じて、採用すべき戦略も異なってくるといえるだろう。

例えば 2020 年 3 月のような市場急落局面におけるリスクヘッジを期待するのであればマクロ、中長期に安定的な収益を期待するのであればレティブ・バリューやマルチ、株式市場の影響を一定程度受けつつもアップサイドを積極的に狙うのであれば株式ヘッジやイベントドリブンといった具合である。

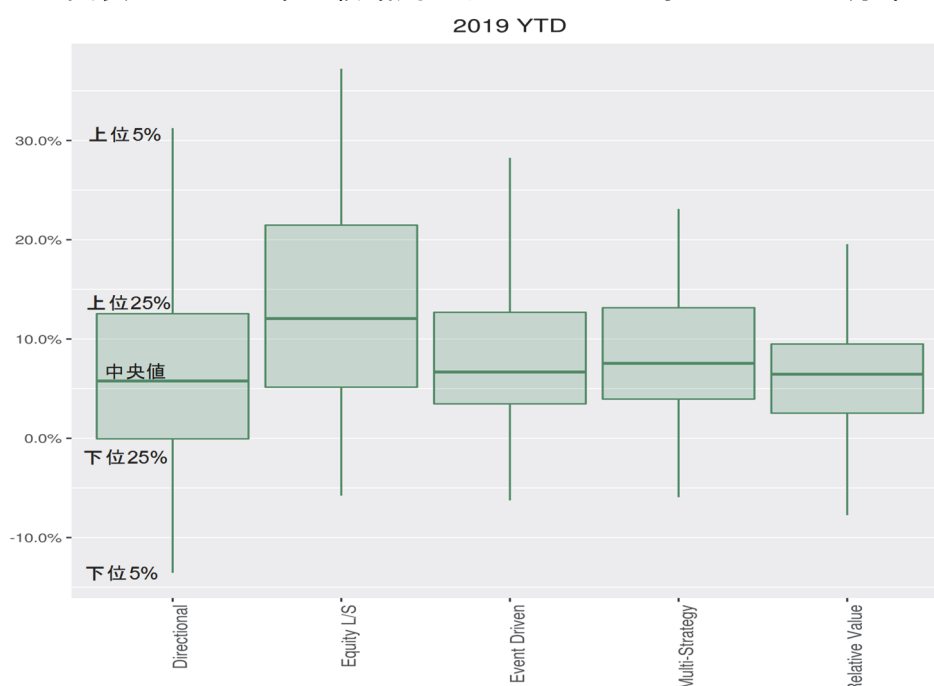
もちろんファンドごとに、想定するリターンやリスク、投資対象等は千差万別であり、実際のパフォーマンス優劣はマネージャースキルによるところも大きいので、戦略ごとの特徴はあくまで目安にすぎない。しかし、実際のヘッジファンドの投資検討における一つの判断基準となりうるだろう。

IV. ヘッジファンド投資の実務

～ファンド条件やスキームの考察、デューディリジェンス～

前章では、ヘッジファンドの主要な運用戦略に触れてきたが、戦略が同種であっても、個別のヘッジファンドによって、パフォーマンスの実績は大きく異なる。以下は、2019年の戦略別ファンド収益率の分布を示している。

図表6：2019年の戦略別ファンド・パフォーマンスの分布



(出所)Albourne 社

上記のとおり、ヘッジファンドは類似の投資手法を採用していても、運用者の力量などによりパフォーマンスのバラつきが大きい。そのため、“ファンドの選別”が重要であり、ファンド調査・仲介会社(ゲートキーパー)の役割は大きい。

よって、本章では、より実務に近い立場から、実際の投資を行う上で重要となるデューディリジェンス(ファンド調査)のポイントを考察する。

1. デューディリジェンスとファンド選定

ヘッジファンドでは類似の戦略を採用していても内容は千差万別であり運用能力の差によるパフォーマンスの開きは大きい。魅力的なリターン獲得のためには、運用責任者の手腕やチームによるカバレッジの広さ、運用残高の適切な管理など様々な項目を考慮したファンド選定が重要であり、ファンド選定の意義は大きい。

また、確認すべき項目は実際に投資を行った後も変化する事象であり、継続的なモニタリング、適時適切な投資判断の提供が必要である。ヘッジファンド投資にかかるデューディリジェンスとして、以下に代表的な評価項目を例示する。

大項目	中項目
組織	運用者・運用体制
	意思決定プロセス
	運用者報酬
戦略	哲学
	投資戦略
	執行
ファンド 特性	投資家構成
	投資・解約条件
	透明性

大項目	中項目
運用会社	オーナーシップ
	当局登録
	事業安定度
バリュエーション	ポリシー
	独立性
	時価の妥当性
定量評価	リターン
	リスク
	ドロウダウン

ヘッジファンドでは運用者の裁量の幅が大きいため運用者自身のスキルの見定めが重要となる。運用者の経験値はもちろんのこと、ファンド運営に対するモチベーションや、案件ソーシング力の強さなどは、パフォーマンスの良し悪しを左右する重要な項目である。また、ファンドの残高管理も重要なポイントとなる。実際に、優良ヘッジファンドの多くは、厳格に「受け入れ可能残高(キャパシティ)」を管理しているケースが多く、これが一般投資家のアクセスの困難さにつながっている。よって、ゲートキーパーには、優良なファンドへのアクセス(キャパシティ)を確保することも求められている。

また、上記のような評価項目は、時間の経過とともに変化する。ヘッジファンドは、一般にいつでも解約可能なオープンエンドのファンド形態となっているため、タイムリーな投資判断が必要とされる。例えば、退職・採用などに伴って、運用チームが変更されることはよくあることだが、その時点で都度、どのように投資判断を行っていくかは非常に重要である。

2. ファンド条件とスキーム

(1) ファンド条件

多くのヘッジファンドは、投資家からのタイムリーな解約ニーズに応えるため、いつでも解約可能なオープンエンドの形態を採用している。

ただし、いくつかの条件が付されているケースが多く、投資の制約にもなりうる。以下に①投資、②解約、③報酬の3点に分けて代表的な制約条件等を例示し解説を行う。

① 投資

投資は、通常月一度のタイミングで可能である。毎月第1営業日基準で”いつでも”投資可能との条件が多い。ただし、ヘッジファンドはその投資戦略などによって、厳格にキャパシティを管理しており、実際にはいつでも投資可能というわけではない。ここでいうキャパシティとは、投資可能な最大運用資産額のことを指しており、ヘッジファンドは市場の流動性や投資機会等を勘案したうえで、この水準を決定している。ファンドに対する需要が強くて

も、ヘッジファンド側がこのキャパシティをコントロールしており、それを上回る投資は受け入れられない。

② 解約

原則として解約の申し出は”いつでも”可能である。ただし、解約基準日は通常、毎月末または、毎四半期末と定められている。ここでいう解約基準日とは、その時点での時価で解約が行われることを指し、月の途中などでいつでも解約可能というわけではない。また、解約にあたっては、事前通知期間の定めがある。解約基準日からさかのぼって通常 60～90 日前までに解約通知を行う必要がある。

その他、解約に制限のかかる条項としては、「ロックアップ」、「ゲート」の制約が挙げられる。

<ロックアップ>

投資開始後「解約ができない、または制限がある」ことを指す。例えば、「1年ハードロックアップ」という場合には、投資開始後「1年間は解約が不可能」との意味。これに対し「1年ソフトロックアップ」という制限もある。こちらは「一定の手数料(留保金)を支払えば解約可能」であることを意味する。手数料の水準は一般に3～5%程度のものが多い。

<ゲート>

分割払いの概念を指す。例えば、四半期末基準で解約可能なファンドで「25%のゲートがある」という場合は、仮に全てを解約したとしても、「四半期毎に投資金額の25%ずつでしか解約金の返戻が行われぬ」という事である。投資対象が比較的流動性が低いものである場合や、需要の強いファンドではファンド運営に支障を与えるような資金フローを防ぐためゲート条項が設定されているケースが多い。ゲートにも「投資家レベル」、「ファンドレベル」などの基準が存在する。例えば「投資家レベル四半期25%ゲート」という場合には、各投資家の投資総額に対して、四半期毎の解約可能額は25%迄に制限されるという事である。「ファンドレベル」では、ファンド総運用額に対して解約可能額を25%迄とする制限が課される。

③ 報酬(手数料)

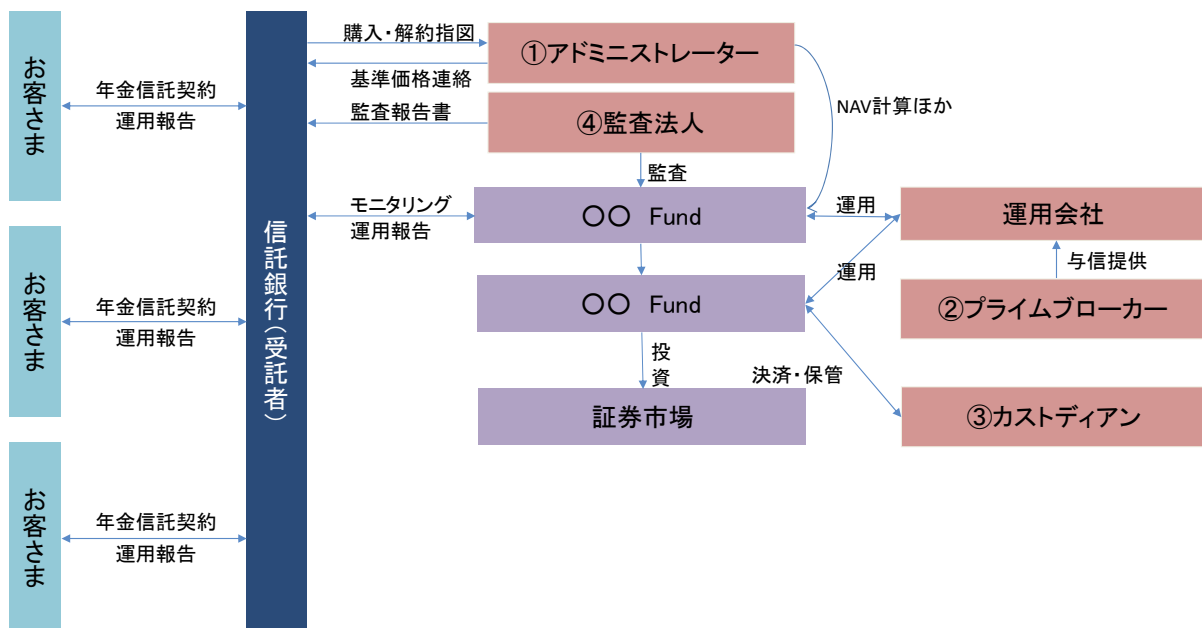
ヘッジファンド投資にかかる報酬(投資家側からみれば手数料)は、固定報酬と成功報酬で構成される。近年報酬引き下げを行うヘッジファンドも存在するが、一般的には、固定報酬2%、成功報酬20%と設定しているファンドが多い。なお、成功報酬はあくまで年間(1～12月)の累積リターンに対して算出されるケースが多く、「ハードルレート」(一定水準を超えたときのみ成功報酬が発生する仕組み)を採用しているケースは少ない。

(2) スキーム

ヘッジファンドとは、通常会社型として組成される投資信託の一種である。ただし、実際に運用を行う運用会社(これをヘッジファンドと呼ぶことが多い)以外にも、ファンドを構成

するうえで、重要な役割を担う事業者が存在する。とりわけ、過去ポンジ・スキームと呼ばれた一種の詐欺行為は、投資家がこうしたファンドのスキームを十分に分析しないことによってもたらされた事象であったといっても過言ではなく、スキームの分析は非常に重要である。以下に、一般的な年金信託契約における投資スキームを図示するとともに、運用会社以外の各事業者について、簡単に考察を行う。

図表7：一般的な投資スキーム



(出所) 三菱UFJ信託銀行作成

① アドミニストレーター

ファンドに関する事務的な対応を行うほか、ファンドの時価算出を行う。時価算出の部分は特に重要であり、運用会社(ヘッジファンド)とは独立したアドミニストレーターが算出を行うことが最低限必要な要件である。過去ポンジ・スキームと呼ばれたファンドでは、この時価算出を運用会社の関連会社が行っていたケースが多く、運用会社の裁量で時価が改ざんされていたことが問題の根幹にあった。

② プライムブローカー

ヘッジファンドは、通常借入れ等によってレバレッジを活用した運用を行う。こうした場合に、与信を提供するのがプライムブローカー(投資銀行、証券会社)の主な役割である。また、運用会社は、投資の執行を行う際にプライムブローカーを通じて市場へアクセスする。

③ カストディアン

ファンドが保有するキャッシュや有価証券等の資産の保管・管理を行う。保管業務に加

え、配当金の受領や、資金決済を行う。②プライムブローカーが、カストディ機能を保有する場合もある。

④ 監査法人

ファンドの監査を行う。ファンドの監査は通常12月末基準で毎年行われる。

このように、ファンドを精査する上では、運用の良し悪しだけでなく、構造的に「あやしい」スキームでないかどうかの調査は、最低限のものとして、ファンド調査には必須のものである。

V. 終わりに

これまで述べてきたとおり、過去の様々な歴史を経て、ヘッジファンドは比較的流動性の高いオルタナティブ投資として機関投資家も投資を拡大するなど、すでに重要な投資対象となっている。また、アクセスが容易でないことや、適時適切な投資判断が求められる分野でもあり、ゲートキーパーの果たす役割も大きい分野である。

足元では、コロナウイルス感染拡大懸念を発端とする市場下落を受け、ヘッジファンドの下方耐性や、伝統資産との低相関性が再度着目されつつある。こうした中、運用目標達成に向けたソリューションの1つとしてヘッジファンド投資への認知がさらに広まり、本稿もその一助となることを願っている。

(2020年7月22日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・ 山内英貴[2013] 「オルタナティブ投資入門【第3版】ヘッジファンドの全て」東洋経済新報社
- ・ 野村資本市場研究所 小立敬[2010] 「米国における金融制度改革法の成立-ドッド=フランク法の概要-」
- ・ Agecroft Partners, Steinbrugge Don[2020] “Evolution of the hedge fund industry since 2008”
- ・ Duane Morris LLP, Bramnik Robert[2014] “Investment Advisers Act of 1940”

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）