

(年金運用)：専門家に聞く(1)－ヘッジファンド投資の最近の動向(下)

前号に引き続き、米国で、ヘッジファンドの選択、モニタリング実務の担当者に最近の動向について聴取した結果を報告する。

Q: ヘッジファンドの選択では、何が重要であると考えていますか？

A: ヘッジファンドの選択に当たっては、主として運用力と組織面の両面に注目しています。まず、運用力については、運用者の独自性が何かを評価します。具体的には運用者のアイデアに独創性があるか、或いは投資対象とする市場自体に収益・裁定機会が豊富にあり、参入障壁が高いため運用者が優位性を確保しているかなどについてです。運用者が収益を上げ続ける環境はどのような時で、それが継続するか、或いは、予想に反して収益が上がらない環境が訪れた場合に、何が起こるのかを考えます。トラックレコードは様々な環境下で運用者がどのように行動してきたかを確認でき、将来を予想する上で重要な材料となります。

また、組織面については、運用者の純資産や運用戦略に対して運用チームが十分か、リスク管理部門やバックオフィスは充実しているか、ファンド時価の客観性は確保されているか、運用評価プロセスが独立的に行われているかなどを評価します。また、ファンドの選択のみならず、モニタリングも非常に重視しています。ファンドの純資産が大きく変動していないか(減る場合のみならず増える場合も)、リスクの取り方に異変はないかなど、常時、運用者と綿密な連絡をとることが大事だと考えています。

Q: どのヘッジファンドも同じようなリスクをとっているため、株価の急落時には同じように下落するのではないのでしょうか？

A: 90年代は現在の20分の1の市場規模で、約70%がグローバルマクロでしたが、現在では戦略の多様化が進んでいます。CBアービトラージ、マージャー(合併)アービトラージ、デイトレストなど、ファンド間で保有銘柄が重なり易い戦略もありますが、ポジションの取り方、タイミングは運用者間で異なる傾向にあると思われます。また、以前のグローバルマクロのようなファンドは、値上がりしている市場を買い、値下がりしている市場を売るという、モメンタム投資(いわゆる、順張り)が主流でしたが、最近では、値下がりしている対象を買うというコントラリアン(いわゆる、逆張り)のファンドも出てきています。さらに、投資対象地域の多様化も進んでいることから、全てのファンドが同じように下落するリスクは、以前と比べて減っているのではないかと考えています。

Q: ヘッジファンドの運用報酬は、伝統的資産と比較して高すぎるのではないのでしょうか？

A: 運用報酬はマネジメントフィー(固定報酬部分)が純資産の2%、インセンティブフィー(成功報酬)が運用益の20%というのが一般的です。また、ハイウォーターマークといって、過去に値下がりして、そこから上昇した分には成功報酬を支払わない制度も一般的です。ヘッジファンドの過去10年の平均リターンは高く、当該報酬水準でも十分に魅力ある投資対象であったと言えるでしょう。このような好成績の理由としては、高い運用報酬により、優秀なファンドマネージャーやアナリストを確保できたことや、新しい運用サポートシステムの導

入などのインフラ整備を行えてきたからであると考えられます。この点は、過去のパフォーマンスや、この業界の拡大を支えてきた重要な要素であったことは間違いないと思われます。

Q： 日本の投資家がヘッジファンドに投資する魅力はあると思いますか？

A： 日本の投資家がヘッジファンドに投資する場合には、為替リスクを回避するニーズが強いのではないかと考えられます。昨年、ヘッジファンド・インデックスのドルベースのリターンは10%程度でした。この場合、日米金利差である5%程度のヘッジコストがかかりますが、それでも円ベースで一定のリターンが残ると予想されます。ボラティリティーが低いファンドを選択すれば、国内債券代替の資産として十分に魅力的なアセットクラスではないかと考えています。また、日本株式との相関が低いことから、分散投資効果も期待できるでしょう。

Q： 日本の投資家がヘッジファンド投資をする場合は、ファンド・オブ・ファンズが中心になるとと思いますが、ファンド・オブ・ファンズに投資する際の利点や問題点を教えてください。

A： ファンド・オブ・ファンズは少額で多様なヘッジファンドに分散投資できるほか、煩雑なデューデリジェンスを行う自前の組織を投資家自身が持つ必要がないことや、クローズしているなどで通常は投資できない有能な運用者に対して、ファンド・オブ・ファンズ経由で投資が可能になること等のメリットもあります。また、ヘッジファンド投資に当たっては、多くの運用者が拠点を置くニューヨークやロンドン、昨今運用者が急増するアジアへの容易なアクセスが重要です。それが難しい投資家にとっては有益な外注手段と考えられます。マイナス面は、ヘッジファンドとファンド・オブ・ファンズの両運用者に支払うフィーの二重構造ですが、フィー控除後のリターンが投資家のリスク・リターン目標に適うのであれば、上記の外注効果があったものと評価できますので、二重構造のみをもって悪しとするべきではないと思います。

Q： 今後、どのような時にヘッジファンドの収益悪化が考えられますか？

A： 現在、米国をはじめ世界の市場は過剰流動性に支えられています。確かに、ヘッジファンドについても新規資金が流入し、市場規模が拡大しています。そのため、投資対象が値上がりし、好パフォーマンスとなっています。これにより、また新しい資金が流入するという、良い循環となっています。しかし、今後、特に注意すべきは、市場の流動性が収縮するような事態の発生だと考えられます。投資家のリスク許容度が低下して、多くの投資家が質への逃避から、国債などの安全資産に資金をシフトするような局面になった場合には、ヘッジファンドのみならず、株式市場やクレジット市場、不動産市場でもパフォーマンスの悪化は避けられないでしょう。

インタビュー日時： 2007年5月3日（ニューヨークにて）

Q（聞き手）： ニッセイ基礎研究所金融研究部門 北村 智紀

A（答え手）： NLI インターナショナルインク（日本生命保険ニューヨーク現地法人）
オルタナティブ投資グループ 深山 大介氏、松井 紳氏

（注）：本記事は、ヘッジファンド投資の最近の動向を紹介するものであり、投資の勧誘、投資判断の助言等を行うものではありません。