

- 伝統的手法とは異なり、ヘッジファンドは投資対象、運用戦略、集中投資の度合いなどにおいて千差万別です。市場の局面に関わらず大きなリターンを得ているものもあれば、大きな損失を被って破綻への道を辿るものもあります。
- データが存在する1996年から現在に至るまで、2万3,000以上のファンドが組成され、1万6,000以上のファンドが清算されています。中には追い込まれての清算だったものも相応にあるはずですが、ここではヘッジファンドの興亡の歴史の一端と、現代の投資家に示唆するポイントについて見てみます。

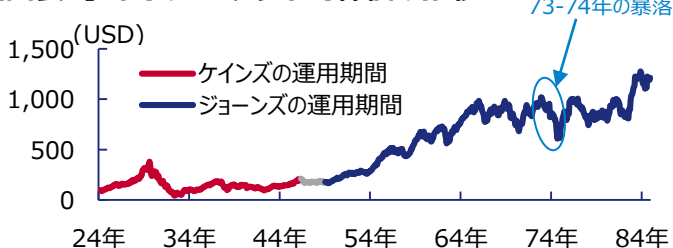
インベストメント・ソリューション部 シニアデータマネジャー 森内 涼佳

■ 100年前に運用を開始したマクロファンド

書籍「ヘッジファンド I」(楽工社)によると、今からちょうど100年前の1924年、ケインズ経済学で知られるジョン・メイナード・ケインズは、母校の基金をグローバル市場に投資しました。世界的規模で通貨、債券、株式に投資し、**ロング/ショート**の両ポジションをとり、**レバレッジ**も活用しました。当時はまだ「ヘッジファンド」という言葉がありませんでしたが、1946年に彼が亡くなるまで、現在のマクロマネジャーが投資するような手法で母校に利益をもたらしました。しかし第二次世界大戦後は、安定的なインフレ、規制緩和、固定通貨などの影響でケインズの**マクロ投資は廃れてしまいます**。

ケインズの後にも空売りやレバレッジは自己資金での利用はあったものの、顧客の資金には**リスクがありすぎる**とされていました。そんな中、1949年にアルフレッド・ウィンズロウ・ジョーンズが、伝統的なロングオンリーの投資とそれらを組み合わせで運用し、1968年までの間に5,000%近い累積リターンをあげました。「保守的な目的に投機的な方法を使う」と彼は言い、市場リスクをヘッジしながらの運用でした。1969年にはジョーンズの手法をまねたファンドが200から500ほどあったとも言われています。ところが実際にはそれまでの上昇相場に**多額の借り入れを行って(レバレッジをかけて)投資していたファンドが多く、1973-74年の市場の暴落で大半が閉鎖に追い込まれました**。

【図表1】当時のNYダウ平均株価の推移

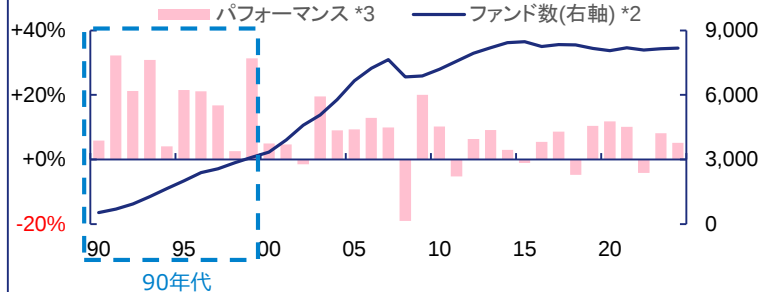


■ 巨額の利益をあげた90年代

閉鎖が相次いだ後、1984年に確認できたヘッジファンドはわずか68だったそうです^{*1}。ところが90年代に入るとヘッジファンドの数は再び急拡大します。HFRの調査ではデータが存在する90年には530だったファンド数が、95年には2,000を超え、99年には3,000を超えます^{*2}。特に93年は

NYダウが月次ベースでプラスマイナス入り混じる騰落率の中、年間では14%のリターンだったのに対し、HFRI総合指数^{*3}は毎月プラスリターンをはじき出し、倍以上の31%の上昇を記録しました。また主要な戦略別指数でも最も多くの指数^{*4}が12か月連続でプラスリターンを獲得した年でもあり、「ヘッジファンドの年」と言われました。

【図表2】ヘッジファンド数^{*2}の推移と年間パフォーマンス^{*3}



■ LTCMの設立と破綻

翌94年にはドリーム・チームと言われたLTCM(ロングターム・キャピタル・マネジメント)がジョン・メリーウェザーにより設立されました。ブラックショールズモデルを作り上げた2人のノーベル賞受賞者^{*5}(マイロン・ショールズとロバート・マートン)も在籍していたヘッジファンドです。通常よりも高い成功報酬率(25%)や3年のロックアップ期間があったにもかかわらず、初期投資としては当時の平均的な金額の100倍にも上る13億ドルを集めました。

1年目に28%、2年目は43%、3年目は41%の利益をあげ、一般にはその名をほとんど知られていませんでしたが、97年には投資信託大手のフィデリティの2.5倍の規模に成長しました。ジョーンズの運用手法のまねをしたファンドがあったようにLTCMの手法も模倣されます。主な戦略のひとつに、流動性の低い(その代わり割安な)国債を買い、流動性の高い(相対的に割高な)同国の国債でヘッジする(売りポジションをもつ)というものがありませんでしたが、この価格差は微々たるものであるため**レバレッジが無い**と大きな利益を生むことはできません。多くの模倣により市場にあった価格差は収れんし、**投資機会が減り**、別の投資機会も模索するようになります。

^{*1}: トレモントパートナーズという会社の調査による数値です。
^{*2}: いずれもファンド・オブ・ヘッジファンドを除くファンド数になります。24年は6月末時点の数値です。
^{*3}: HFRI Fund Weighted Composite Indexの数値です。24年は6月までの数値です。
^{*4}: イベント・ドリフト、合併裁定、ディストレスト、マルチ・ストラテジーなどの各指数が該当します。
^{*5}: 同モデル理論の構築に貢献したフィッシャー・ブラックは同賞受賞当時は既に故人となっていました。

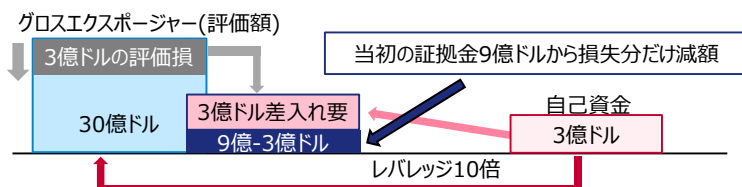
その主なものとして①リスク・アービトラージ、②オプションの売却、③マクロ経済の方向性にかかることなどがありました。①については**専門性や情報の優位性といったものを持ち合わせておらず**、ショールズとマートンは反対しました。また先に述べた彼らの専門分野である国債の買いと売りのポジションの組み合わせでは、通常の市場においては金利リスクやイールド・カーブの変動リスクはヘッジされており、市場動向に左右されない設計ですが、特に②や③の手法は長期的には利益が出るよう設計されていたとしても、ち密にヘッジされているわけではありません。それでも以前のような40%以上の収益を狙うため**高いレバレッジ**をかけた取引を行いました。

98年のロシア財政危機をきっかけに、米国債の中でも流動性が高いもの以外は一律に売りが続きます。そうするとヘッジされてないポジションはもちろん、されているはずのポジションでさえも損失が出ます。LTCMと同じポジションを持つ模倣者がたくさんいる中、最も大きなポジションを持つ彼らはそれを手仕舞うことすら難しくなり、98年5月に▲6%、6月には▲10%、8月は▲45%、99年1月にはレバレッジは100倍となり、2000年前半にファンドは清算となりました。

■ レバレッジの動き

LTCMは取引銀行から特別待遇を受けていたため、厳密なヘッジ手法をとることなく高いレバレッジをかけることができたのですが、一般的には担保を差し入れる必要があります。評価額に対して一定の掛け目を下回らないよう、評価損が出た場合は証拠金を追加しなければなりません。掛け目を30%としてシミュレーションしてみました。

【図表3】損失発生時の証拠金追加のシミュレーション



この場合10%(3億ドル)の損失が出ると自己資金では賅えなくなります。実際には自己資金が尽きる前に投資家によ

る資金の引き上げ等も発生し、自ら閉鎖を行う場合が多いようです。

■ 運用ガイドライン

ここで見てきた例だけでも**適切なレバレッジの管理、投資機会の存在、専門分野での投資**が大切なことが分かります。レバレッジを積極的にとるファンドは、このような例を教訓に目論見書や説明資料等で運用管理項目について目安値を含めて投資家に公表している場合も多いです^{*1}。

【図表4】具体的な対応策(例)

目的	対応策
適切なレバレッジの管理	レバレッジまたはグロスエクスポージャーの上限の制定
	ネットエクスポージャーの範囲を制定
	各運用者のロスカット基準の明確化
	高い流動性、十分な現金の保有
投資機会の存在	運用額に上限を制定
専門分野で投資	主な投資対象、投資戦略の明確化

実際には文書として投資家に示されていなくてもこういった基準を内部で設けてリスク管理をしている場合も多くあることから、LTCMのような事例は現在では起こりにくくなっているものと思われます。また投資家もこれらの項目の遵守状況を定期的にモニターすると同時に、市場急変時にはファンドに状況を確認するなどして、逸脱するようなことがあればその背景や対処法について確認しておくことが求められると考えます。ヘッジファンドも情報開示が進んでおり、リターン獲得のためのリスク保有割合も分かるようになってきています。

■ おわりに

HFRの調査によると設立から7年以上存在しているファンドは約6割にとどまります。数々のファンドが清算する中、我こそはそうなるまいと各ファンドは資産の保全を図りつつ利益の拡大を目指しています。投資家として重要なのは、いかなる市場環境に直面してもプロの運用者としての対応・リスク管理がぶれずにできているかをしっかりモニターしていくことだと考えます。

^{*1}: 当社のデューデリジェンスを通して入手したファンドからの情報になります。
参考文献: ヘッジファンド I, II (楽工社)、LTCM伝説 怪物ヘッジファンドの栄光と挫折(東洋経済新聞社)、プロの英語ファイナンス編(日経FP)
出所: Bloomberg、HFR、Inc. (HFRインデックスはHFR、Inc. (www.HFR.com) の使用許諾に基づくもので同社は本資料の内容について保証していません。)

注: 本資料に示された意見等は本資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。また個別ファンド名称を記載していますがこれらの売買や運用手法を推奨するものではありません。

【重要なお知らせ】

- 本資料は当社が情報の提供のみを目的として作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買を推奨したり、特定のファンドもしくは特定の運用手法の推奨をするものではありません。
- 本資料は信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されていますが、その正確性・信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に記載された過去の実績及びシミュレーション結果は将来の成果等を保証するものではありません。
- 本資料の一部又は全部をいかなる手段においても複写・複製することはできません。
- 主なリスク: 投資対象のヘッジファンド等は株式、債券、金利、通貨、コモディティー等、およびこれらを原資産とする先物、オプション等様々なデリバティブ取引等で運用を行うため、これら金融商品等の価格変動の影響を受け投資元本を割り込む恐れがあります。詳しくは契約締結前交付書面等をご参照ください。
- 投資一任に係る費用: 投資一任契約にあたり「契約資産額を基準とする固定報酬」と「投資一任契約に係るその他の手数料」の合計額を御負担いただきます。この内容の詳細は契約締結前交付書面等をご覧ください。

アセットマネジメントOneオルタナティブインベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2445号 加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会
連絡先等 ホームページアドレス <http://www.am-one.co.jp/amoai/> 営業グループメールアドレス eigyo@amone-ai.com
所在地 東京都千代田区丸の内1-8-2 鉄鋼ビルディング12階 電話番号 03-5221-1340(代表)