

「ヘッジファンドの実像」

シブサワ・アンド・カンパニー 代表取締役 渋谷 健



皆さんはヘッジファンドに対して、どのようなイメージを持っているのだろうか。多分、市場資本主義の暴力団といったイメージではないだろうか。外資系証券会社に勤務していた17年前、顧客にヘッジファンドがいた。当時はヘッジファンドの姿は外部からは見えず、「見えないならば中に入れてみよう」ということで、この業界に身を投じた。私が入ったところ、ヘッジファンドで働いている日本人は2名程度しかいなかった。それが今では日本に特化したヘッジファンドだけでも300程度ある。今日は日ごろ考えていることを説明したい。

ヘッジファンドはリスクが大ききように思われるが、米国株式インデックス「SP500」をパッシブ運用するファンドと、米国株式ロング・ショート（Long Short）のヘッジファンドに投資するファンド・オブ・ファンズ（Fund of Funds）の運用実績を比較すると、後者の方が変動は小さい。ヘッジファンドのヘッジとは、市場変動から守るということであり、株式市場の変動より“おとなしい”のは不思議ではない。

ヘッジファンドの運用は、株式市場が下がった時点でも利益を上げるのがポイントだ。リスクとリターン（Return）の時間軸を考え、絶対的収益（Absolute Return）を上げるのがヘッジファンドである。ヘッジファンドの戦略は色々あるが、元祖は1949年に米国の学者が作った「株式ロング・ショート」である。これは割安株（Undervalued）を買い、割高株（Overvalued）を空売り（Short）する手法である。アクティビストは正確に言えばヘッジファンドでないかもしれないが、絶対的収益を目的とするので含めてもよいと思う。

投資収益の根源は「価格」と「価値」の違いにある。価格はある時間の刻みに、売り手と買い手が出合う“ひとつの事実”であるが、“ひとつの事実”の裏には様々な価値観が存在する。いろんな価値観が参加できる市場が厚みのある市

場ということになる。

企業価値には短期的に数値化できる物的資産（Physical Assets）や金融資産（Financial Assets）など“見える資産”と、人的資産（Human Capital）、顧客資産（Customer Assets）、無形資産（Intangible Assets）など“見えない資産”がある。見えない資産は長期的なキャッシュフローの根源であり、投資の面白さは見えない資産にある。見えない資産に投資家の期待感を抱かせるのがIRで重要になる。

ヘッジファンドは90年代半ばから業界として拡大、当初の富裕層だけでなく機関投資家の資金も流入するようになった。機関投資家の金額は大きいですが、受託者責任を負っており説明責任がある。そこでヘッジファンドに対してもディスクロージャー（Disclosure）を要求するようになってきた。さらに最近では、ヘッジファンドにリンクした商品に一般投資家も投資するようになった。投資家層の変化のために投資家保護の観点からの規制、そして市場安定性を脅かすシステミック・リスク（Systemic Risk）の観点からの規制が世界の当局で検討されるようになった。日本もこの流れにあるが、その場合、規制と国益のバランスを考慮することが必要である。

有力ヘッジファンド、ムーア・キャピタル（Moore & Spence）の創業者、ルイス・バーコン氏はヘッジファンドが危なくなってきた時の警告サインとして、サイズ、レバレッジ（Leverage）、透明度、受託資金、ごう慢性（Growth）の5つを挙げている。大きくなり過ぎると効率的運用ができず、レバレッジを掛け過ぎると事故につながる。適度な透明性は必要だが、過度な透明性は結果的に意味がなくなる。特定の投資家に資金を依存すると引き上げられた時のリスクが大きく、資金の出し手の分散も必要である。もともとヘッジファンドのトップは競争心の激しい人が多いが、「俺が正しくマーケットが間違っている」と思うようになったら危険である。