

金融高度化セミナー「ヘッジファンドに投資する場合のリスク管理」  
(日時:2007年11月30日13:00~17:00)におけるパネル討議の様相<sup>1</sup>

討議者 藤井健司氏(あおぞら銀行 専務執行役員 統合リスク管理部長)  
越智哲生氏(MCPアセットマネジメント CEO)  
白木信一郎氏(AIMA Japan<sup>2</sup>副会長、あすかアセットマネジメント エグゼクティブディレクター)  
片岡之総氏(みずほ銀行 市場営業部長)  
植前哲朗氏(オルタナティブ・インベストメント・プロダクツ 代表取締役)  
家田 明(日本銀行金融機構局 リスクアセスメント担当総括 企画役)

司会進行 宮野谷 篤(日本銀行金融機構局 金融高度化センター長)

1. ヘッジファンド投資の位置付け、リスク管理上の特異な留意点

(片岡氏) 本邦金融機関では、貸出、国債、政策株等の資産に対して、人材・資本の多くを割り当てている。こうした下で、ヘッジファンドに投資する目的は、既存ポートフォリオとの相関が低く、かつ高いシャープレシオのアセットに分散投資することにより、最適ポートフォリオを構築することにある。

ヘッジファンドの投資内容の全てを詳細に把握することは実務的に困難である。日本銀行が本年7月に公表した論文(「ヘッジファンドに投資する場合のリスク管理について」<sup>3</sup>)で提言されているリスク管理は、ベストプラクティスの一つのあり方だと考えるが、これを全て行うことは高いハードルであると思う。しかし、各金融機関が、自己勘定投資の強み弱みを自ら明確に認識した上で、運用の機動性・柔軟性が高いヘッジファンド投資の特徴を生かし、リスクを適切に管理する要諦はあると考える。その前提として、上記論文の中でも示されている経営のガバナンス、コミットメントは、自分の経験を踏まえても、安定的な運用を継続していく上で、とても重要なポイントである。

<sup>1</sup> パネル討議は、ヘッジファンドに投資する場合のリスク管理について自由に議論する趣旨で実施。パネラーの意見は、必ずしも組織を代表したものではない。

<sup>2</sup> AIMA Japan は、Alternative Investment Management Association (AIMA)の日本支部として、日本におけるオルタナティブ投資業務の意見を代表する目的で2001年5月に設立され、現在はAIMA Japan 有限責任中間法人。

<sup>3</sup> <http://www.boj.or.jp/type/ronbun/ron/research07/ron0707a.htm>

(白木氏) ヘッジファンド投資は、「金融業界に投資対象を特化した未公開株式投資」と捉えることが可能である。なぜなら、未公開株式投資と同じく、リターン・リスクの両面でキー・パーソンに負うところが非常に大きいからである。したがって、投資家にとっては、ファンドの運用責任者の運用哲学、運用能力、人間としての誠実さ等を確認することが極めて重要である。

また、ヘッジファンドの場合、一般に、解約の申し入れから資金化までの所要期間が長い。この点も、一定期間内における利益の確保が求められている金融機関にとって、ヘッジファンド投資に特有の悩ましい問題点である。

(植前氏) 今後、ヘッジファンドからの情報開示がより一層進み、投資家は開示情報の活用が求められるようになるだろう。ただし、投資家は、ヘッジファンドと全く同じことを行う必要はない。投資家は、開示される情報を通じて、自らの投資目的・投資方針等に合致しているか、という点を確りと見極めることが非常に重要である。

(越智氏) ヘッジファンド投資のリスク管理では、外部委託する(できる)部分と自分自身が行う部分をしっかりと決めることが肝要である。ファンド・オブ・ファンズのゲートキーパー(投資家がヘッジファンド投資を行う際の専門アドバイザー)は、組み入れるファンドについて、投資前のデュー・デリジェンスや投資後のモニタリングにかなりの時間と経費を掛けている。投資家としては、情報が単に全て開示されることを求めるよりも、ヘッジファンド投資のリスクとリターンを把握する上で要となる情報を入手し、それを分析するように努めることの方が重要であろう。

しかし、ゲートキーパーに外部委託する場合でも、所謂“丸投げ”は不適當である。ゲートキーパーと積極的に対話し、共同作業的に自分のリスク管理にとり必要な情報を把握し理解することが肝要である。

## 2. ファンドに求められる透明性とパフォーマンスのバランス

(植前氏) AIMA では、ヘッジファンドからの開示情報を、レバレッジ等にまで拡充するよう提言している。もっとも、ヘッジファンド投資には解約禁止期間が設けられているため、解約しようとした時点では資金化できない。これを踏まえると、投資家にとってリアルタイムで情報を得ることがどれほど重要なのか、という点は疑問である。

他方、例えば、複数のファンドに分散投資している場合、投資家のポートフォリオ全体をみると、投資資産が重複している可能性がある。したがって、投資家は、ファンド・オブ・ファンズのゲートキーパーに対して、資産内容に関する十分な情報開示を求めるべきであろう。仮にゲートキーパーがそれを拒む場合、理由を確りと問うべきである。その説明に納得できない場合には、相応の注意を払うことが適切である。

(越智氏) 近年、ヘッジファンド投資に係る透明性は機関投資家の参入により向上しつつあるが、気掛かりな動きもみられる。すなわち、「積極的な情報開示」を売り文句にするファンドが現れている。こうした中で、一部の投資家は、たとえば月末の全ポジション情報が得られるという理由で、こうしたファンドに投資している。しかし、開示情報が多くても、ファンドの運用実績やリスク管理等が不十分であれば投資対象としては適當ではない。また、投資家として情報をただ得ているだけではリスク管理を

しているとは言えないと思う。本末転倒にならないように注意するべきである。

また、各国の規制当局の中で、透明性に関する考え方が異なる点は、投資家にとって悩ましい問題だと思う。

(藤井氏) 何をもって「透明性」と定義するかを考える必要がある。一般に、「情報は多いほど良い」と考え、それを「透明性」と言うことが多いように思うが、実際には入手した情報をリスク管理に有効に活用していないケースが多いのではないかと。重要なことは、投資家が自らの投資目的、投資方針あるいはリスク選好度を明確に認識しているか、という点である。こうした座標軸がなければ入手すべき情報を選び出せない。この軸で必要な情報を絞ったうえで、優先順位を決め、情報の開示を求めていくことが肝要である。

(片岡氏) 投資家にとって最悪の事態の一つは、リスクの認識が出来ず、結果として過大なリスクを取ってしまい、危急の際にそのリスクが顕現化し、解約を申し入れても流動性がなく資金化に時間を要し、損失のみならず、自らの信認低下に繋がるというケースである。歴史を振り返ってみると、内容が不透明で秘密主義のファンドは、最後にはとんでもない事態に陥ることが多かった。しかし、ヘッジファンド投資はその投資の仕方(分散度合いや投資戦略等)次第で必要な情報開示とパフォーマンスが全く異なるアセットとなることを認識すべきである。

### 3. 定量的管理と定性的管理

(白木氏) 純資産額(Net Asset Value < 以下、NAV >)には非常に重要な情報が含まれている。NAV を分析すると、ファンドの運用戦略が透けてみえる。最近では、日次ベースでセンシティブティを把握できるようになっている。もっとも、定量分析には限界もある。ファンドの規模が小さいほど、定性的な要因が重要になるように思う。この点は、運用者の経験にも依存する。

(片岡氏) データベースは確りと構築し、適切にモニターするべきである。自分もNAVを重視しており、週次・月次ベースで推移も含めて把握し、他のマーケット指標等と比較分析している。数字は多くを語るが、併せて定性情報に基づき、検証することが必要である。ヘッジファンド投資の場合には、運用責任者(ファンドマネージャーやファンド・オブ・ファンズのゲートキーパー)の資質 資産運用の技術だけではなく、誠実で高い倫理観を持っていること等 が極めて重要になる。また、投資家と運用者が、良好なパートナーシップ関係を構築できるかという点も確認すべきである。そのために定量分析も活用するという考え方で良いと思う。

(家田氏) ヘッジファンド投資のリスクを適切に管理するためには複数の指標を併用し、多面的にみることが適当である。例えば、金融商品のリスク計測に用いられるVaR は、概念上分かり易く、非常に有用である。その一方、特定の信頼水準を超えて発生する、つまり非常に低い確率で発生する出来事に伴う損失に関する情報は得られない。このように、定量分析には一定の制約があるし、そもそも定量指標にもそれぞれ限界がある。したがって、投資家は、こうした限界を前提に、ストレステスト

等多様な分析による補完や運用者の定性要因のモニタリング等を適切に行うことが重要である。

#### 4. 今般の市場混乱から得られたヘッジファンド投資のリスク管理上の教訓

(植前氏) 今般のサブプライムローン問題は、98年のLTCMショックに似ている面もあるが、本質的にはかなり異なる。今回は、ある特定の分野で流動性危機が発生し、その影響が想定外のスピードで伝播した。こうした事象のリスクを管理するには、VaRをみているだけでは対応できず、ストレステストやシナリオ分析に頼らざるを得ないことが改めて強く認識された。また、流動性が非常に低く、経済価値を評価することが困難な資産について、誰が価格を付けるのか、という難しい論点を我々に提起していると考ええる。

(白木氏) 98年のLTCM危機と同様に得られる教訓もある。例えば、運用者が、危機の予兆を察知し、適切に管理・運用することが非常に重要であるという点は共通する。分散は投資の基本である。但し、分散し過ぎると、期待リターンが低下する。また、今般のようなイベント・リスクが顕現化する場合には、効率的市場仮説の考え方は全く意味がなくなる。ヘッジファンド投資をする場合には、その運用者のリスク選好を突き詰めてみる必要がある。

以上