

## 「ヘッジファンド」

四塚 利樹

### ヘッジファンドの基礎知識

ヘッジファンドという言葉聞いて、読者は何を連想するだろうか。ヘッジファンドを扱った本や雑誌記事には、「日本を襲う」「世紀末の妖怪」とか、「ユダヤの謀略」といった、スポーツ新聞顔負けのセンセーショナルなタイトルが多い。代表的月刊誌に「神か悪魔か」とまで書いた人もいる。ヘッジファンドの運用者というのは、そんなにすごい人達なのだろうか。何かよくわからないことをやって巨額の利益を稼いでいると言うが、本当なのだろうか。大きな利益を上げたときは、どうやって儲けたのだろうか。社会全体の観点からみて、彼らは世界経済に混乱をもたらす「悪」だと考えるべきなのだろうか。

まず、「ヘッジファンド」という用語の意味だが、これをひとことで定義するのは難しい。プロによって運用される資金のプールを一般に「ファンド」と言うが、その中で、ヘッジファンドをあえて定義するならば、「（一般の個人投資家を除外して）機関投資家や富裕層のみを対象に、通常の株式・債券投資とは大幅に異なった運用をするファンド」とでも言えるだろう。投資家が限定されるので、当局による（一般投資家保護のための）規制・監督をほとんど受けず、一般の金融機関のような詳しいディスクロージャーが要求されることはない。また、運用者（ファンドマネジャー）が固定報酬しかもらえない多くの従来型ファンドと違い、運用成果に基づいた成功報酬制になっているのが、重要な特徴である。

世界全体でみたヘッジファンドの総数は、米国を中心に、2,000から4,000とされ、純資産（自己資本にあたる）は、1998年のグローバル金融危機直前時点において20兆円から30兆円であったと推定されている。多くのヘッジファンドはレバレッジ（借入金比率）が高く、自己資本に借入金を加えて総資産を膨らませているほか、デリバティブ取引も活発に行っているため、マーケットでの存在感は純資産規模よりもかなり大きい。その投資戦略がダイナミックに変化することもあるため、ときには各国政府に恐怖感を与えるほどのインパクトがある。1997年のアジア金融危機をヘッジファンドのせいにする声は根強く、また1998年後半には、大手ヘッジファンドであるロングターム・キャピタル（LTCM）の破綻が先進国の債券市場に大きな混乱をもたらした。

## ヘッジファンドの投資戦略

ヘッジファンドの運用手法は千差万別だが、いずれも部外者から見れば秘密のベールに包まれていることが多い。トレーディングの内容をやたらに公開すれば、ほかの市場参加者に真似をされてリターンが下がる恐れがあるので、必要最小限のディスクロージャーで済まそうとするためである。個別のファンドにとっては合理的な行動なのだが、こうした秘密主義が根拠のない憶測を招く結果にもなっている。

ここでは各種ヘッジファンドの投資手法を網羅的に紹介するスペースがないので、ひとつ具体的な例を挙げて説明しよう。それは、転換社債を使ったアービトラージ（裁定取引）である。日本の上場企業は、1980年代後半から90年代はじめにかけて、巨額の転換社債およびワラント付社債を発行した。ピークとなった89年の発行額は、両者合わせて18兆円以上にのぼったが、なぜこのような大量発行が行われたかという点、これらの債券は市場金利よりかなり低い表面金利（クーポン）でも売れたからである。この差は収益への貢献とみなされ、発行企業の財務部の功績となった。

しかし、そもそもなぜ転換社債のクーポンは低くなるのだろうか？ 転換社債の場合、発行会社の株価が上昇すれば、投資家は転換価格（発行時に決められた一定の株価）で株式に転換してから市場で売却すれば利益が得られるという楽しみがあるので、普通社債の市場金利に相当するようなクーポンを求めないからである。言い換えれば、投資家は発行会社の株式に対するオプションを買い、オプション料を市場金利とクーポンとの差額という形で支払っている訳である。クーポンが低いのは当然で、財務部の功績などではない。

ところが当時の日本の会計基準では、発行コストはクーポンの会計期間相当分が認識されるだけで、自社株式に対するコール・オプションを売却した分のコストについてはまったく認識されず、発行会社の経営陣も、この不合理な会計基準に疑問を持たなかった。なにしろ当時の日本では、株式自体が「無原価資金」と呼ばれていたくらいであるから、株式に対するオプションについても、コストを意識しなかったのは不思議ではない。

コストに関する認識が誤っているため、発行時の価格付けも正しくなされず、プライシング・モデルを作って評価してみると、多くの転換社債・ワラント付社債が大幅に安売りされていた。このように明らかに割安な証券が大量に発行されれば、それは金融工学を駆使したヘッジファンドによる裁定取引の格好の標的となる。実際1990年

前後の数年間、「ワラント・転換社債アービトラージ」と呼ばれるヘッジファンド戦略が、日本において数千億円の利益を稼いだ時期であった。

このようにヘッジファンドは、証券やデリバティブの適正な価格を推定し、割安なもの（たとえば転換社債）を購入すると同時に割高なもの（たとえば現物株）を空売りして、市場価格が適正価格へ収束していく過程で収益をあげる。具体的な運用手法には、ほかに債券アービトラージ（債券や金利デリバティブを組み合わせた裁定取引）や、グローバル・マクロ（各国の金利や為替レートに対する賭け）など、さまざまなバリエーションがあるが、ここで説明したような裁定の原理は、多くのヘッジファンドに共通している。

### 警告者としてのヘッジファンド

市場価格が適正価格から乖離する原因は、究極的には制度や慣習や政策の不合理性・不透明性であり、ヘッジファンドはそうした市場の「歪み」を突いて利益を得る。割安なものを買ひ、割高なものを空売りする取引を大規模に行うことによって、彼らは結果的にそうした歪みを減少させ、市場の効率性を上げることに貢献している。これを裏側から見れば、効率的で透明な資本市場において、ヘッジファンドが活躍する余地は少ないはずだとも言える。つまり、ヘッジファンドの成功は、市場の欠陥を告発しているに等しいのである。

アジア金融危機も、短期資金に過度に依存したアジア諸国の資金調達構造が直接の引き金だったが、そもそもなぜそのような形でしか先進国の資金が調達できなかったかという問題について反省すべきだろう。これらの国々の企業では、外部株主の権利を守るコーポレート・ガバナンスの仕組みが決定的に欠けていて、先進国の投資家が株式投資を忌避したため、エクイティ（株式）によるファイナンスができなかったのだ。ガバナンスの欠如はバブルに結びつきやすく、逆にいったん危機の予想が生まれると、短期資金の引き上げがいっせいに起きて大きなダメージを蒙った。ヘッジファンドは単にこうした危機の予兆に敏感に反応しただけである。

ヘッジファンドが上げる利益は、市場や政策の構造的欠陥を指し示している。政治家や一部官僚にとっては、ヘッジファンドを悪者に仕立てて非難するのは都合の良い逃げ道のようなのだが、まじめな政策当局者にとって、ヘッジファンドの戦略は、市場の構造的欠陥とその改善策について、真剣に考えるための良き材料となるはずである。