

ヘッジファンド (Hedge Fund)

市場の動向にかかわらず、いかなる場合もプラスの運用成果を目指すファンド。国内の機関投資家が積極的にポートフォリオに組み入れるなど、日本でも認知度が高まっている。伝統的な株式・債券投資とは異なる、高度な手法によって運用されるヘッジファンドは、広範囲の投資家に受け入れられるようになった。外から見えにくいリスクを抱えている場合もあり、投資にあたって注意すべき点は多いが、最近では日本籍のファンドも増えており、ヘッジファンドは今後ますます身近な存在となるだろう。

早稲田大学大学院
ファイナンス研究科教授
(債券投資、ヘッジファンド戦略担当)

四塚 利樹先生



PROFILE ● よつづか・としき

1981年、京都大学経済学部卒業。大阪大学大学院経済学研究科を経て、83年にマサチューセッツ工科大学大学院に留学。Ph.D.（経済学博士）取得。87年、シカゴ大学ビジネススクール助教授。89年、ソロモン・ブラザーズ（現シティグループ）勤務。97年に同社を退社後、法政大学経営学部教授、一橋大学大学院国際企業戦略研究科客員教授を経て、2004年より現職。99年よりシンプレクス・アセット・マネジメント取締役（非常勤）。

法制度上の定義は存在しない

そもそもヘッジファンドという言葉に厳密な定義はありません。日本の金融庁や、米国のSEC（証券取引委員会）の規制の枠組みにおいても、ヘッジファンドという言葉は厳密に定義された形で使われていないのです。運用方法もファンドごとに千差万別ですが、共通の特徴としては次の3点が指摘できます。

第一に、株式や債券などの伝統的資産とは異なったスタイルの運用によって、市場動向に依存しない「絶対リターン」を追求する点です。伝統的資産の運用はロング・ポジション（買い建て）のみ保有するのが普通ですが、ヘッジファンドの運用はショート・ポジション（空売り）を多く含むのが特徴です。

2つめは、投資家が一般の個人ではなく機関投資家や富裕層に限定され、私募形式をとっていることです。このため、運用手法やディスクロージャーに関する規制を受けずに先端的・実験的な運用手法を利用することができるし、また運用手法を秘密にして他のファンドに真似されないようにすることもできます。

3つめは、運用者がファンドのパフォーマンスに応じた報酬を受け取る点です。伝統的運用のファンドであれば純資産総額に比例した固定報酬しか受け取れませんが、ヘッジファンドにおいては、これに成功報酬が加わるため、高いリターン

を追求する強いインセンティブになります。過去のピークと比較して計算される利益の20%というのが成功報酬の平均的な相場です。

ヘッジファンドの起源は、1949年頃にさかのぼります。米国のアルフレッド・ジョーンズという雑誌編集者が成功報酬を設定した上で出資者を募り、レバレッジ（借り入れ）と空売りを活用した運用を始めたのが最初のヘッジファンドといわれています。類似銘柄のなかで割安な銘柄を買い、割高な銘柄を空売りするという、現在のロング・ショート戦略と同様の運用を行いました。

その後、同様の仕組みに基づくファンドが次々に組成され、運用スタイルも多様化しました。現在、全世界でおよそ7,000～9,000のヘッジファンドがあるといわれ、総資産額は1.5兆ドルにのぼると考えられています。

ヘッジファンドの運用手法は、大きく分けて「レバティブ・バリュ型戦略」「ディレクショナル型戦略」「イベント・ドリブン型戦略」の3つに分類できます。

レバティブ・バリュとは「相対価値」を意味し、個別証券間の相対価格のゆがみを収益の源泉とします。「債券アービトラージ」「転換社債アービトラージ」（図参照）などの戦略がこれに当てはまります。ディレクショナルとは市場方向性のリスクをとることを指し、「株式ロング・ショート」のように、市場全体の動向が損益要因のひとつとなります。イベント・ドリブンは、企業の合併や買収、破綻といったイベントをきっかけとしてポジションをとります。

2000年以降、日本でも投資が盛んに

日本では、1980年代後半に海外のヘッジファンドが日本のマーケットを対象に運用をスタートしました。当時はバブル経済の最中で、多くの企業がワラント債や転換社債を割安な価格で発行していました。企業は表面利率だけを見て割安な資金調達手段だと考え、積極的に活用していたのです。しかし、実のところは逆に投資家にとって驚くほど割安な（企業にとっては割高な）調達だったのです。

当時の日本ではワラント債や転換社債のプライシングについて、発行体も投資家も正しく理解していなかったため、そこに目をつけた海外の投資銀行やヘッジファンドが日本のマーケットでアービトラージ運用を行い、大きな利益を得たのです。

バブル崩壊後は転換社債などの新規発行が減ったこともあり、日本でヘッジファンドが活躍する舞台はやや縮小しました。その一方で、1990年代後半になると、今度は日本の投資家が海外のヘッジファンドに投資するようになりました。ひとつのきっかけとなったのは、米国の大手ヘッジファンドLTCMです。LTCMはファンド拡大のために日本でも出資を募り、国内の大手金融機関が彼らの戦略的パートナーとなりました。ところが、1998年のロシア危機を引き金にLTCMは破綻。以後しばらくは、ヘッジファンドに対する警戒が強まることとなりました。

日本にヘッジファンドが本当の意味で根付き始めたのは2000年頃からでしょう。まずは銀行などの金融機関、次いで年金基金の間でもヘッジファンド投資が広がり、2003年頃までには完全に市民権を得るまでになりました。その背景としては、大手ヘッジファンドがLTCM崩壊の教訓

から学習し、リスク管理など運用面での改善を図ったことや、金融危機に耐えたファンドがその後高いパフォーマンスを達成してヘッジファンドに対する期待や信頼を高めたことなどが指摘できます。いずれにせよ、個人の富裕層よりも機関投資家の比重が圧倒的に大きいというのが日本の特徴です。

リスク・リターンの源泉を理解する

通常のファンドでもそうですが、ヘッジファンドに投資する場合は特に、運用戦略やリスク・リターンの源泉について理解することが大切です。

ヘッジファンドに関する公的データはほとんどありませんが、いくつかの調査会社が独自に情報を収集し、データベースを有料で提供しています。また、そのようなデータに基づいて計算されるヘッジファンド・インデックスもあります。

ヘッジファンド運用者には情報公開の義務はありませんから、データはあくまでも自主的に（マーケティング目的で）提供されたものです。そのため、インデックスのリターンには「生き残りバイアス」や「自己選択バイアス」などが含まれ、パフォーマンスが過大評価される傾向があることが知られています。

ファンドによっては、実績をよく見せるようなトリックを使っている可能性があります。例えば、何本かのファンドを同時に運用して、1年か2年経ったところでパフォーマンスがよかったものだけをデータとして提供するという方法です。運用に失敗したファンドがあっても投資家にはそれが見えません。つまりデータベースが運用者の実力を正確に反映しているとは限らないのです。

ヘッジファンドを適切に評価・選別するためには、実際に運用会社を訪問して詳細な調査を行う必要があります。例えば、どのような「市場の歪み」に注目しているか、歪みの大きさはどう判断するのか、ヘッジ誤差はどの程度か、分析が誤っていた場合の損失はどれくらいか、過去のパフォーマンスにおいて重要であった損益要因は何か、といったような点について明快な説明を要求すべきです。人材の質やリスク管理体制なども当然評価対象になります。

投資後も、運用方針と実際の運用成果の間に整合性が取れているかどうか、絶えず監視しなければいけません。損失が発生したときだけではなく、利益が出たときにも「なぜ儲かったのか」を確認すべきです。当初の説明で重要とされたリスク・ファクター（例えば株価ボラティリティ）の動向によって事後的な損益が説明できなければ、重要なリスクが開示されていない可能性や運用戦略のドリフト（得意分野からの逸脱）が起きている可能性をチェックする必要があります。

ただ、年金基金などの理事や担当者が個々のヘッジファンドの運用戦略を正確に理解できるかといえば、現実的には難しいでしょう。実際の投資においては、ファンド・オブ・ファンズ（FOF）を利用するのが一般的です。どのFOFを選べばよいのかという問題は残りますが、定評のあるFOFであれば、各ファンドに対するデュー・デリジェンスや、投資後のモニタリングも基本的なことはカバーしており、大きな見落としはないと思われます。

