

ヘッジファンドと Greed (貪欲)

-LTCM 救済以降のヘッジファンドの動向と政策対応-

大畑 剛
新生証券

Hedge Funds and Greed

-Status of hedge funds after LTCM rescue and its policy responses-

Takeshi Ohhata
Shinsei Securities

Policy responses to LTCM rescue in 1998 was that only extreme leverage was the cause of the trouble and appropriate leverage and speculation which utilize short selling and derivatives gives liquidity and efficiency to the market. Leverage should be dealt by private counterparty discipline . Securities Exchange Commission are concerned with the growth of hedge funds without basic information on them. They basically regard hedge fund as useful to investors and securities market and has come up with the idea of registration of hedge funds, which hardly disrupt their investment activities. Hedge funds are very American in that they naively believe that speculation motivated by greed gives market liquidity and efficiency.

キーワード： ヘッジファンド 投機 空売り レバレッジ デリバティブ

はじめに

ヘッジファンドは、1998年9月のLong-Term Capital Management (LTCM)の救済劇があった後も、その運用資産、ファンド数は、あたかも事件がなかったかのように増加している。ヘッジファンドの運用資産は、1998年の3,748億ドルから、2003年の8,175億ドルへと、5年間で1.9倍になっている。(図表1) また、ファンド数も、1998年の2,818から、2003年の5,065へと、これも急

速な増加を見せている。(図表2) これは、投資信託の5兆6,532億ドル、年金基金の8兆9,606億ドル、個人の銀行預金の5兆2,778億ドル比べるとその9%-15%に相当し、今後の成長を考えれば、アメリカの金融市場の中で無視できない位置を占めてきている。本稿では、LTCM救済劇があった後も、なぜヘッジファンが増加しているのか。LTCM救済劇のあと、政府はどのような対策を取ったのか。そのよ

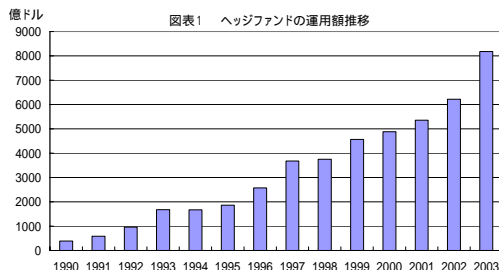
うな中で増加を遂げているヘッジファンドの本質とは何なのかを明らかにしたい。そして、アメリカ政府がヘッジファンドの投機の市場に果たす役割を肯定的に考えていることが浮かび上がってくる。

1. ヘッジファンドの特質

まず、なぜヘッジファンドが増加しているかを見る前に、ヘッジファンドの特徴を整理しておく。一言で、ヘッジファンドを定義すれば以下のとおりである。機関投資家と富裕な個人対し、私募形式で募集され、レバレッジと空売りを特徴とした投資手法で、ファンドマネージャーが成功報酬を徴求し、ファンドマネージャーもしばしば自分の資産をファンドにつき込むパートナーシップ制のファンドである。

ヘッジファンドという名前は、1940年代終わりに投資ファンドで、レバレッジを用いた株式の買い持ちのリスクを、空売りでヘッジし、市場の価格変動リスクを抑えて運用し成功報酬を徴求したときに名づけられたものである。

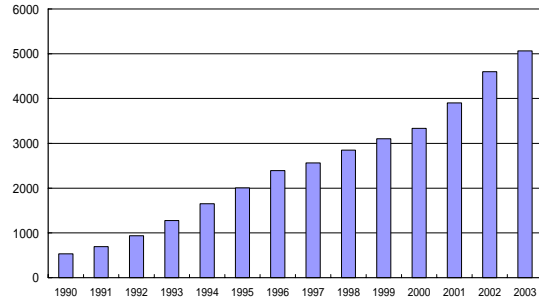
図表 1



出所: The Benefits of Hedge Funds: 2004 Update, Center for International Securities and Derivative markets

図表 2

図表 2 ヘッジファンドの数



出所: 図表 1 に同じ

現在、ヘッジファンドは大きく3つのタイプに分かれている。第一は、マーケット(金利、為替レート、株式)のトレンドを追いかけて収益をあげようとするタイプのもの(マクロ、Long-Short)、第二に何らかの事件(例えば、倒産、合併)を投資機会として追及するタイプ(Distressed Securities、リスク/合併アービトラージ)、第三に密接に関連した証券の価格の乖離を投資機会として狙う裁定戦略(転換社債裁定、債券裁定、Statistical Arbitrage)があげられる(図表3参照)。また、多くのヘッジファンドは、100人以下の適格投資家に売っているので、SECに登録する必要がない。

ヘッジファンドは、当初のヘッジを特徴とした運用から、投機、裁定を、それも大きなポジションを取って投機をする運用に大きく変わっており、ヘッジファンドと呼ぶよりも投機ファンドと呼んだ方が、その実態に近い。

運用手法としては、空売りとレバレッジを特色としている。空売りとは、保有していない資産(例えば株式)を借りてきて、将来(資産の買戻し時)の価格が下落するという予想

図表3

ヘッジファンドの種類

マーケットトレンド

マクロ	一国のマクロ経済的なファンダメンタルズに関する確信にもとづき、その国の通貨のポジションをとるもの。
ロング/ショート	評価されている債券を買うとともに、過大評価されている債券を空売りする。金利がどう動いても、二つの債券のスプレッドが縮まる限り利益を生むというもの。

イベントドリブン

ディストレスト債	倒産やリストラをしている企業の社債価格の歪みを使って利益をあげようとして、ロングやショートのポジションをとるもの。
リスク/合併裁定	合併、LBO、買収で、買収企業の株式を保有し、被買収企業の企業の株式を空売りして利益をあげようとするもの。

裁定

転換社債裁定	過小評価されている社債、優先株式、ワラント債を保有し、その企業の普通株式を空売りするもの。
債券裁定	債券の比較的小さな価格の歪みを利用して、安定的なリターンをあげようとするもの。
統計裁定	数理モデルを使ってわかった価格の歪みを利用して、その歪みが正常化して行くことを予想して利益をあげようとするもの。

Securities Exchange Commission (2003) pp34-36 より作成

のもとに売ることを言う。実際に価格が下落すれば、そこでキャピタルゲインが得られる。

通常、投資信託などは、空売りをせずにロングポジションを取っているのが、市場が下落しているときは、マイナスのリターンしかあげられないが、空売りをすれば、価格が下落していても利益をうむ。伝統的な投資は、マーケットのインデックス（例えば日経平均）と比較して、パフォーマンスを評価される。例えば、市場が下落しているとき、いかにインデックスと比べて下落率が小さいかが問題となるが、ヘッジファンドの目指すものは、インデックスとは関係のない絶対的なリターンである。相場が下落していてもリターンを生まなければならない。

レバレッジは、負債を梃子に投資収益率（Return on Equity）を上げようというものである。同じ、投資収益があっても、負債のあったほうが、ないよりも、収益率が高まる。ただし、投資収益がマイナスになった場合、損失は、まずエクイティ（顧客からの預り金）から負担しなければならないので、その分リスクは高くなる。レバレッジは、現先(repo)、空売り、デリバティブ、直接借入れを通じて可能になる。レバレッジは、カウンターパーティの存在を必要とする。カウンターパーティは、例えば、ブローカー（マージンローン）、先物の決済機関、現先の相手方、銀行などである。カウンターパーティが、ヘッジファンドのリスクを許容可能と判断することで、レバレッジが可能となる。多くのヘッジファンドは負債の資本に対する比率は、2：1以下である。アメリカでは、オープンエンドの投資信託は、Investment Company Actにより、負債は、資本の0.5：1以下になるように規制されている。

投資の手数料は、通常の投資顧問、投資信託では、運用している資産の1%の手数料を

徴収するが、ヘッジファンドは、それに加えて投資収益の通常 20% を成功報酬として徴収している。成功報酬を得ようとして、より多くのリスクを取る。成功報酬は、ファンドマネージャーのリスクテイクのインセンティブとして働く。また、ヘッジファンドは他の投資家の行動に追随して投資を行うということが少ない。資産ベースの手数料をもらっているファンドマネージャーは、他のマネージャーと同じような投資をして運用成果が上がらなかったのであれば、その過ちをそれほど責められることはないが、他のマネージャーと違う投資をして運用成果が上がらなかった場合には、その責任を問われやすい。したがって、そのようなファンドマネージャーは、他のマネージャーと同じような投資をしやすいのである。ヘッジファンドの場合、絶対収益を目指して投資をするので、他のマネージャーがどのような投資をしようとか関係がない。マネージャー自身の判断にもとづきリスクをとり投資をする。

さらに、ヘッジファンドのマネージャーは、自分の資産をファンドにつぎ込んで投資をしている。これには、二つの効果がある。第一に、ファンドマネージャーが自身の資産をつぎ込むことによって、お金を預けた投資家とファンドマネージャーの利害を、一致させ、いわゆる principal - agent の問題をこれによって回避している。投資信託のファンドマネージャーは、運用成績が上がらなかった場合には、せいぜいボーナスが削られるくらいで、自分の資産が減るわけではない。自分の資産をつぎ込んでいるマネージャーと投資信託の雇われマネージャーとでは、投資にかける真剣さの度合いが違ってくるのである。

第二に、成功報酬がリスクテイクのインセ

ンティブとして働くといったが、自分の資産をファンドにつぎ込むことは、そのリスクテイクが、過剰にならないように作用する。成功報酬と自分の資産をつぎ込むことにより、リスクテイクのバランスを取っている。余り危険な投資をして、自分の資産を失ってしまったら、元も子もないのである。

空売り、レバレッジ、成功報酬、自身の資産のファンドへの組み込みという巧妙な仕組みは、大きなリスクを取り、市場の動向に関係なく絶対収益をめざし、投資収益率を上げていくという独特の投資手法を確立させた。ベンチマークとは関係なく絶対収益を目指す、そのことは、伝統的な投資とは異なった投資結果をもたらすために、投資の分散化につながる。このことと高い収益率が、ヘッジファンドが、伝統的な投資手段とは別の alternative investment として個人、機関投資家からの預かり資産を増加させていった基本的な理由である。

2. 安定的な投機、不安定的な投機

ヘッジファンドは、大きなポジションをとって投機をする。この投機をどのようにとらえるか、投機の市場で果たしている役割、機能をどのようにとらえるかによって、政府のヘッジファンドに対する規制のあり方が変わってくる。本節では、投機の二面性(安定的な投機、不安定的な投機)について考える。

投機とは、異なる時点の価格差に関する確信に基づき、価格が低いときに購入し、高いときに売却をすることにより利益を獲得しようとする行為である。その確信に基づくポジションの保有が、リスクテイクである。価格について不確実性があるとき、価格変動のリスクを回避したい人に対し、投機家はそのリスクを引き受ける。皆が、リスクヘッジを

したい人ばかりで、投機家がいなくときには、リスクヘッジは達成できない。このように、投機は、価格変動リスクの社会的な移転、分担機能を果たしている。投機に関しては、土地投機、為替投機などマイナスのイメージがあるが、これから述べるように確かにそのような側面はあるが、そのリスクテイクの果たす経済的な機能については、認識しておくべきだろう。

投機が、その確信にもとづき、価格が低いときに買って、価格が高いときに売れば、利潤を生む。価格が低いときに買うと、需要が増えるので価格は上がり、価格が高いときに売ると、供給が増えるので価格が下がる。このような場合には、投機は、価格変動を小さくして、価格を安定的にする。ミルトン・フリードマンが主張するように、利潤を上げる投機は通常安定的である。価格が高いときに買って、価格が低いときに売れば、価格変動が激しくなると、投機は、価格を不安定にするが、そのような投機は、利潤を生まないの、早晩、市場から退出せざるを得ない。

しかしながら、投機はいつも安定的であるとは限らない。少なくとも、次の三つの局面では、投機は不安定的である。

第一にバブル。短期的な思惑によって、価格が上昇すれば、上昇が続くと思っ、投機家が買い進んで、価格上昇が止まらなくなる時、投機は不安定的である。例えば、1980年代後半から90年代の初めにかけての土地投機。

第二に、「非投機業者の行動が、投機業者の行動から独立でない」とき。¹投機家が、価格が上昇し始めた時に買って、そのことが非投機

家の期待を変えさせて、非投機家が買い進んで価格が上昇する。今度は、価格がピークに達して下がりかけたときに投機家が売って、再び非投機家の期待を変えさせて、今度は非投機家の大量の売りを誘う。このように投機家の行動に、非投機家の期待が左右され、価格変動のスイングが大きくなる。たとえば、株式市場で、ある銘柄をヘッジファンドが買ったという情報が流れると、機関投資家がいっせいにその銘柄を買って、価格上昇が激しくなるというようなことが起きる。

第三に、投機が自己実現的である場合。¹¹価格の下落予想から、投機的に売られると実際に価格が下落して、それが一層の下落予想を生んで累積的な価格下落が生じることある。例えば、外国為替市場で、ファンダメンタルズからは、為替レートは下落する理由はないのに、投機家が、その通貨を売りあびせると、実際に為替レートが下落し、その下落が一層の切り下げ予想を生んでレートがどんどん下がってしまうことがある。

投機は、リスクをヘッジしたい人のリスクを引き受けることにより、リスクの社会的な移転、分担機能を果たしている。また、投機は安定的である場合もあるし、不安定的である場合もあり、どちらか一方だけを強調するのは、一面的である。

2. LTCMの救済¹¹¹

政府が1998年のLTCMの救済をどのように総括し、どのような対策をとったかを述べる前に、LTCMの救済劇とは何だったのかについて簡単に触れておこう。

LTCMは、1994年ソロモンブラザーズの副会長であったジョン・メリウェザーが中心になって設立された。16人のパートナーの中

には、1997年にノーベル経済学賞を受賞するマイロン・ショールズとロバート・マートン、連邦制度理事会の副議長であったデビッド・マリスが含まれており、設立当初からヘッジファンドの中でも特別な地位にあった。

ヘッジファンドの中では、裁定戦略 (arbitrage) をとるグループに区分され、relative value arbitrage^{iv} と dynamic hedging^v を主な投資手法として運用していた。1995年には40%、96年40%、97年20%弱の投資収益率を上げた。98年8月時点で60,000の取引があり、先物の名目元本は5,000億ドル(55兆円)、スワップの名目元本は7,500億ドル(83兆円)、OTCデリバティブは1,500億ドル(17兆円)に達していた。その時の総資産は、1,250億ドル(13兆円) 負債：資本比率は25：1に及んだ。

このように、レバレッジを最大限にきかせ、天文学的な額のデリバティブを駆使して、ドリームチームは、高い収益率を上げていた。「LTCMの賭けは、マーケットの不完全性が、時の経過とともに少しずつ矯正され、均されてなくなってしまうものだという前提にたっている。」^{vi} この relative value arbitrage の前提が、98年7月17日のロシアのルーブルの切り下げとロシア国債のモラトリアムにより崩れたことが LTCM の破綻の原因となった。投資家は、リスクを回避し、質への逃避、流動性を求めた。この流動性プレミアムの上昇は、通常であれば縮小するリスクスプレッドを拡大させた。たとえば、スターリングポンドとドイツマルクの10年ものスワップ・スプレッドは25bpから75bpに拡大した。このようなりスクスプレッドの拡大は、通常では考えられないことだった。また、多くの市場への同時のショックは、通常であれば相

関が低い市場を相関させ、ポートフォリオを減価させた。

こうした中、98年8月の純損失は18億ドルに達し、ネットのリターンは-44.8%、資本勘定はこの損失のため、4月の48.7億ドルから23億ドルへ減少した。損失が拡大していくと、現先、デリバティブのカウンターパーティーやブローカーから追加担保を要求され、LTCMの流動性は枯渇していった。LTCMの窮状は、関係者の間で広く知られることとなり、ニューヨーク連邦準備銀行は、LTCMの破綻による急激なポジションの解消が、多数のカウンターパーティーへの連鎖を通じて、システムリスクにつながることを危惧したため、連銀のアレンジのもと、9月23日LTCMは90%減資の上、14行から36億ドルの増資を受けた。^{vii} 連銀自身はLTCMにキャッシュを投入していない。

5. 金融市場に関する大統領作業部会報告

LTCMの救済は、大きな社会的な反響を呼び、その救済は賛否両論を巻き起こした。アメリカ政府は、財務省、連邦準備制度理事会、証券監督委員会、商品先物取引委員会からなる作業部会を作り、1999年4月に「ヘッジファンド、レバレッジ、LTCMの教訓」というレポートをまとめた。

このレポートは、ヘッジファンド、その裏にある投機をアメリカ政府がどのようにとらえているかが伺えて興味深い。まずレポートは、今回問題だったのは、ヘッジファンドでも、レバレッジでもなく、行きすぎたレバレッジだったとする。行きすぎたレバレッジを抱えた経済主体が、市場リスク、流動性リスクの高まりによって破綻したとき、その債権者、取引相手 (counterparty) に損害を与

え、市場全体の不安定性を激化させるのが問題だとする。

LTCM の場合には、ループル切り下げとロシア国債のモラトリアムによって生じた流動性の欠如から、60,000 もの取引のポジションの急速な解消が、カウンターパーティを通じて市場全体に広がり、システミックリスクを引き起こす可能性が強かったと判断されたのである。しかしながら、レバレッジを効かせてリスクを積極的にとる投機家は、多くのリスク回避的な投資家のリスクヘッジを可能にし、市場に流動性を与え、市場で生じたショックを吸収し、金融活動を支えてリスクの仲介を行うと言う。

ヘッジファンドの有益な点は、市場に流動性と効率性を与えるところだとする。市場全体のセンチメントに抗して、資産を売買して、一次的な市場の需給ギャップを縮小させる。資産の価格が、他の関連した資産と比較して低く売られているときには買い、相対的に高く買われているときに売ることにより、市場を安定化させるとしている。すなわち、作業部会報告は、投機を安定的にとらえていることがわかる。ここに、政府のヘッジファンド、その背後にある投機に対する考え方が、端的に現れている。さらに、ヘッジファンドを金融的な革新に重要な役割を果たし、金融的なリスクの再配分を果たすと積極的な評価を与えている。

LTCM の問題点は、投機をしたことでもなく、レバレッジを効かせたのでもなく(それらは、市場に流動性と効率性を与え、市場を安定化させる)、レバレッジを効かせすぎた点にある。なぜ、レバレッジが高くなったのか、それは、ブローカー、先物取引業者、現先・OTC デリバティブのカウンターパーティ

ーが信用を供与するにあたって、その信用リスクの管理を十分にせず、モニタリングが不十分だったためである。また、LTCM の方でも、その特権的な地位から、彼らの投資内容に関して情報開示をほとんど行わなかった。リスクのポジションは、それに見合った適当な資本構成があるが、LTCM の場合は、そのカウンターパーティーが、LTCM の名声から LTCM を信用し、殆どリスクの実態もわからずに、信用供与を極めて安易に行っていた。ふたを開けてみれば、負債：資本が 25 : 1 と通常では考えられないレバレッジになっており、何十兆円もの金融資産を取引をしていたのである。

レバレッジの行き過ぎを防ぐのは、カウンターパーティ同士の私的な規律(private counterparty discipline)を通じて行われるべきである。私的な規律により、ヘッジファンドからの適切な情報開示、カウンターパーティによる適切な信用リスク評価と、適切なモニタリングによって、リスクに見合った適当な負債比率が決まってくる。直接的な自己資本比率規制をとるべきではない、もしとれば、ヘッジファンドは海外に逃げるだけであるとする。

このようなアメリカ政府のヘッジファンドに対する直接的な規制に対する否定的な姿勢、カウンターパーティの信用リスク評価の強調と言う点は、LTCM の救済劇があった一週間後の 1998 年 10 月 1 日の連邦準備制度理事会のグリーンSPAN 議長の議会の公聴会での証言から一貫している。^{viii}議長は、まず、ニューヨーク連銀は、救済に資金を投入していないことを述べ、LTCM を救済した理由は、ポジションの投売り(fire sale)による強制的な解消が、デフォルトの連鎖を通

じて市場全体に広がり、市場全体の機能を脅かすと言うシステミックリスクを回避しようとしたからであると証言した。ヘッジファンドに関しては、リスクテイクは、富の創造の必要条件である。ヘッジファンドを直接的に規制した場合には、^{ix}金融市場の効率性が行われ、最終的には生活水準が下がると、非常に好意的にとらえている。そして、LTCMのような事件を避けるためには、カウンターパーティのエクスポージャーを適切に評価することの重要性を強調した。また、銀行、証券会社の監督当局も、カウンターパーティのヘッジファンドに対するエクスポージャーを正確に把握することが重要だとした。

このように、政府は非常に早い段階から、ヘッジファンドのリスクテイク(投機)を市場の流動性と効率性を高めるものとして評価をし、問題は行きすぎたレバレッジであり、それはヘッジファンドを直接規制するのではなく、ヘッジファンドとそのカウンターパーティのリスク管理の向上に委ねるべきだということを一貫して言っている。すなわち、LTCM は、レバレッジの高さ、カウンターパーティに対する不十分な情報開示と言う点で、例外的であったのであり、ヘッジファンド自体、また適当なレバレッジは問題ないのである。

レポートは、このような分析を踏まえて、次のような提言をした。

1. ヘッジファンドに関する情報をより頻繁に公開すること
2. 金融機関を含む公開企業は、ヘッジファンドを含む負債比率の高い企業に対するエクスポージャーに関する情報を公開すること
3. 金融機関は、カウンターパーティの

リスク管理を改善させること

4. 監督当局は、金融機関のリスク管理システムの改善を促すこと
5. 議会は、大統領作業部会の提案した金融的な契約の差額決済 (netting) に関する法律を作ること

この提言を受けて、連邦準備制度理事会と通貨監督官が、信用リスク管理とデリバティブリスク管理に関するポリシー、手続き、内部管理に関する新しいガイドラインを作成した。また、議会でも倒産、銀行破綻時の金融取引に関する差額決済方式の改善に関する法律を上程した。

5. 証券取引委員会の懸念と登録の動き

LTCM 救済に対するアメリカ政府の総括として、ヘッジファンドは、市場に流動性と効率性をもたらすものと肯定的に評価され、レバレッジも民間の経済主体の規律にゆだねられた。政府による直接規制を免れたヘッジファンドは、本稿のはじめに述べたように LTCM 救済以降も急速な増加を見せる。これは、ヘッジファンドの投資収益率が、他の投資に比べて高かったことに加え、ヘッジファンドの絶対的な収益率を求める投資手法が、ロングポジションのみで、インデックスとの相対的な収益を目指す投資ファンドに対して、投資家のポートフォリオの分散になったためである。特に、年金、基金、大学基金などの機関投資家のヘッジファンドへの投資は、1997年の130億ドルから、2004年の720億ドルへと拡大した。^x

このように、ヘッジファンドはアメリカの金融市場で急速にその重要性を増していたが、これに対して、証券取引委員会は、2003年9月に「ヘッジファンド成長の意味合い」

xi (以下、レポート) という報告書を出し、さらに 2004 年 7 月に「Investment Advisers Act によるヘッジファンドの登録」という法律改訂案を公開し、公衆からの意見を募った。

xii

これは投資家保護と証券市場を守ることを使命としている証券取引委員会が、ヘッジファンドの現状に対して以下のような懸念を持ったためである。

1. ヘッジファンドの数と資産が増加しており、証券市場に大きな影響を及ぼす可能性がある。
2. ヘッジファンドのファンドマネージャーが、投資収益を過大に評価し、不当な成功報酬を得るなどの詐欺が増えており、投資家が損害を被っている。
3. 今までヘッジファンドに投資していた富裕層以外のもっと多数の未経験な人々にヘッジファンドへの投資の影響がおよぶおそれがある。

そもそもヘッジファンドは、証券取引委員会に登録をしていないので、ヘッジファンドに関する情報が欠如しており、詐欺、不正を早期に発見できない。更に、ヘッジファンドの投資評価に対する第三者によるチェックができないなど現在の規制では不十分な点が出てきたのである。

これに対して、どのような規制をすればよいかを提言する前に、レポートは、ヘッジファンドの評価をする。レポートのヘッジファンドに対する評価は、大統領作業部会報告と同じように、肯定的である。すなわち、投機をするヘッジファンドは、市場に流動性を与え、価格情報を証券に伝えて、市場を効率化する。経済のリスク配分に関しては、リスクヘッジをしたい人のカウンターパーティー

となり、投資リスクの配分に重要な役割を果たす。市場が下落している時でも、空売りとデリバティブにより、インデックスから独立したパフォーマンスをあげるのも、投資家のポートフォリオの分散化に役立つ。空売りに関しても、市場に流動性と効率性を与えるとしてプラスの評価を与える。また、レバレッジに関しては、マージン(証拠金)と担保による保全があることと、カウンターパーティーの信用供与に限界があるという理由から問題視をしていない。成功報酬に関しても、より大きなリスクをとるインセンティブになるとして、評価をしている。

このように、大統領作業部会報告からレポートに至るまでヘッジファンドに対する評価として一貫しているのは、成功報酬に動機付けられたヘッジファンドの、空売りとデリバティブによる投機が、市場に流動性と効率性を与え、リスクの社会的な配分に重要な役割を果たしており、投資家のポートフォリオの分散化に役立っているというものである。

市場での重要性を増したヘッジファンドの証券市場と投資家に与える潜在的な影響の大きさと、ヘッジファンドの果たしている役割を比較考量の上、証券取引委員会が、打ち出そうとしている規制とは、「登録」である。現状、適格投資家に対して販売して、投資家が 100 人以下の私募であれば、登録を免除されている。登録をするということは、取引記録を保存し、投資家にディスクロージャー資料を提供し、証券取引委員会の定期的な検査と調査の対象となるということの意味する。登録を義務づけるだけで、空売り、レバレッジ、デリバティブの利用に関して制限を加えない規制は、ヘッジファンドの基本的な投資活動を阻害もしないし、投資の方法を

変えさせるものでもない。その一方、証券取引委員会は、ヘッジファンドとファンドマネージャーに関する基礎的な情報を入手できる。それにより、ヘッジファンドの動向と問題点を把握することができる。また、定期的な検査により、適切なコンプライアンスプログラムを実施し、詐欺と不正を防ぐことができるという訳である。

ヘッジファンドに好意的な証券取引委員会は、レポートで、適格投資家に対するヘッジファンドの公募と、投資信託などの登録されているファンドに対するレバレッジと空売りに関する規制の緩和を提言している。適格投資家に対する公募とは、100人を超える投資家に対して販売可能というものであり、より大がかりな募集が可能になる。今までの私募と比べてより広範な投資家が、ヘッジファンドに対する投資機会に接することになり、適格投資家とはいえ、投資家保護という点からは、実現すれば今までと次元を異にする問題を抱えることになる。

また、投資信託などに対するレバレッジと空売りに関する規制の緩和は、今まで基本的にロングポジションだけで投資をしていたファンドを空売りとレバレッジの投機の世界に招き入れることになる。

この規制緩和の実現性については、現在のところ不明であるが、アメリカの監督当局の、空売り、レバレッジ、投機にたいする考え方が、このような提言をするところまでできたという点で重要である。^{xiii}

6. 結語

ヘッジファンドとは、ファンドマネージャーに対する成功報酬によりリスクテイクのインセンティブを与えられ、ファンドマネー

ジャーが自身の資産をファンドに投入することにより投資家 (principal) とファンドマネージャー (agent) の利害を一致させた上で、空売りとデリバティブによる投機を行いとレバレッジによって投資収益率をあげようとする極めて巧妙に組み立てられた投資手法である。インデックスと関係なく絶対収益を追求するハイリスク・ハイリターンその投資は、投資家の分散投資の対象ともなり、その運用資産は急激な増加を遂げ、最早アメリカの金融市場において無視できない存在になっている。

1998年のLTCM救済に対する政府の総括は、悪かったのは行過ぎたレバレッジであり、空売り、適当なレバレッジ、投機は市場に流動性と効率性を与えるものであり、問題ない。行過ぎたレバレッジは、情報開示とリスク管理というカウンターパーティ同士の規律に任せるといったものだった。こうしてヘッジファンドは、直接の規制をまぬかれた。

LTCM救済以降も、急速な増加を見せ、市場での重要性を増しているヘッジファンドに対し、何らの基礎的な情報を持ち合わせていない証券取引委員会は、懸念を抱いたものの、その打ち出した方針は、ヘッジファンドの投資活動を妨げることのない登録というものだった。要するに、ヘッジファンドは、基本的に投資家と金融市場に有益なもので、行過ぎたレバレッジの防止と登録さえしておけば、あとは当事者同士の規律に任せればよいというものである。ヘッジファンドの公募と登録されたファンドに対する空売りレバレッジに関する規制の緩和の提言は、アメリカの金融市場の総ヘッジファンド化にもつながるものである。

アメリカではヘッジファンドに対する直

接規制は少数派であるが、国際的には、ヘッジファンドを直接規制するべきだとする意見も多い。1997年のアジア通貨危機でのマレーシアのマハティール前首相とヘッジファンドマネージャーのソロスの舌戦は、いまでも記憶に鮮やかであるが、通貨投機(空売り)による通貨切り下げによって得られたヘッジファンドの利益は、投機の対象となった国からの直接的な所得の移転であるわけだから、マハティールにはヘッジファンドを非難する根拠がある。大統領作業部会報告の視点は、金融市場の安定性の確保であり、証券取引委員会のレポートの視点は、投資家保護と証券市場の保護であり、そこには、ある意味で当然ではあるが、国際的な観点が欠如している。

ヘッジファンドに対する規制には、次のような手段がありうる。^{xiv}

- ・ヘッジファンドのポジションテイキングを規制(例えば為替の持ち高)
 - ・レバレッジの制限
 - ・空売りのための信用供与の禁止、貸し株の禁止
 - ・マージン(証拠金)と担保割合の引き上げ
 - ・カウンターパーティーのヘッジファンドに対するエクスポージャーの制限
 - ・金融機関のヘッジファンドへのエクスポージャーに対するリスクウェイトの引き上げ
- 規制を有効にするには、国内の規制だけでなく、国際的な連携が必要である。ヘッジファンドに対する規制に関しては、アメリカ内外で温度差があるが、そのことは、ヘッジファンドが極めてアメリカ的なものだということを意味している。それは、個人のあからさまな greed (貪欲) に基づいた投機を市場の流動性と効率性を高めるとする素朴な市場信仰がバックボーンとしてある。Greed (貪欲) を剥き出しにした投機に全面的な共感を持たない日本では、ゼロ金利を背景に機関

投資家のアメリカのヘッジファンドへの投資は増えるかもしれないが、日本製のヘッジファンドが組成され隆盛を誇るようになるとは考えにくい。

ⁱ 浜田 (1996) P64

ⁱⁱ 河合 (1994) P119

ⁱⁱⁱ 本節は、The President's Working Group on Financial Markets (April 1999)とダンバー (2000)に基づいている。

^{iv} ロングポジションとショートポジションを同時に取り、一時的な価格のゆがみが、合理的な価格に収束する課程で、利益を得ていく投資戦略

^v 「価格下落に対してヘッジ機能を有しているブック・オプションのペイオフを再現するポートフォリオを株価指数に連動しているインデックスファンドと安全資産の組み合わせから組成して達成すること」(齊藤 (2000) P176)

^{vi} ダンバー (2000) P327

^{vii} 100%減資にしなかったのは、LTCMのパートナーに引き続き、ポジション解消を順調に行うインセンティブを与えるためのものだった。

^{viii} [http :](http://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/1998/19981001.htm)

[//www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/1998/19981001.htm](http://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/1998/19981001.htm)

^{ix} ヘッジファンドに対する直接的な規制に対して否定的なことは、バーゼル銀行監督委員会も同様である。

^x 機関投資家は、主に fund of hedge funds というタイプのヘッジファンドに投資をすることが多い。これはヘッジファンドが、直接に投資を行わずに他のヘッジファンドに投資することで一つのファンドを作る

^{xi} [http : // sec.gov/news/studies/](http://sec.gov/news/studies/hedgefunds0903.pdf)

[hedgefunds0903.pdf](http://sec.gov/news/studies/hedgefunds0903.pdf)

^{xii} [http : //sec.gov/rules/proposed/ia-2266.htm](http://sec.gov/rules/proposed/ia-2266.htm)

xiii 本改正は、2005年2月10日に施行された。

xiv Eichengreen and Mathison (1999)

参考文献

Dunbar, Nicholas (2000) Investing in Money:
John Wiley & Sons 寺澤芳男監訳『LTCM 伝説』
東洋経済新報社 2001

Barry Eichengreen and Donald Mathison, “Hedge
Funds: What Do We Really Know?” IMF
September 1999,

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues191/index.htm>

The President’s Working Group on Financial
Markets, April 1999 “Hedge Funds,
Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital
Management”

Securities Exchange Commission (2004)
“Implication of the Growth of Hedge Funds”
<http://sec.gov/rules/proposed/ia-2266.htm>

大畑剛 (1998) 「ヘッジファンドと為替投機」長銀
レポート No.10-10

浜田宏一 (1996), 『国際金融』 岩波書店

河合正弘 (1994), 『国際金融論』 東京大学出版会

齋藤誠 (2000), 『金融技術の考え方・使い方』 有斐閣

山内英貴 (2002), 『オルタナティブ投資入門』 東洋
経済新報社

2005年 4月15日受理

2005年 5月30日採録