



2022年8月25日 森本紀行はこう見る

どこまでが高度な投資技術としてのヘッジファンドなのか

真のヘッジファンドは、高度な投資技術の結晶であり、稀少な芸術作品ですが、それだけでは投資家の需要を賄えないので、大量の普及版のヘッジファンドができたのです。

投資は、リスク、即ち、不確実性を伴う未来の経済事象への賭けです。投資の対象となる賭けには、多種多様なものがあって、それぞれが異なるリスク特性をもっていて、投資対象の特性は、そのリスク特性によって定義されていますから、リスクという言葉は賭けの対象の意味でも使われます。故に、投資はリスクテイクなのです。

投資対象は、常に、諸リスクの複合として存在していますから、投資は、投資対象に含まれる諸リスクのうち、リスクテイクの対象とするリスクを特定し、リスクテイクの対象としないリスクについての管理方針を定めることとなります。こうして、同じ投資対象について、異なる投資戦略があるのは、リスクテイクの対象が違うからであり、投資に巧拙があるのは、リスクテイクの一貫性、およびリスクテイクの対象ではないリスクの管理技術に差があるからなのです。

リスクヘッジは、リスク管理技術の一種ですか。

ヘッジは垣根のことで、転じて、防壁となり、防御策を意味するようになります。リスクヘッジとは、リスクに対する防御策であり、より具体的には、管理対象のリスクを相殺して消去する手段を講じることです。例えば、ドルの為替変動リスクに対して、リスクヘッジを行うとしたら、先物予約によって、ドルを先日付で売却しておけばいいのです。こうして、為替予約のほか、様々な資産種類について、先物、オプションなどの多種多様なデリバティブ取引が金融界にあるのは、リスク管理の手段として、リスクヘッジの需要があるからなのです。

投資対象に含まれる全てのリスクを完全にヘッジしたら、期待収益もリスクも完全にゼロになるでしょうか。

効率市場仮説とは、様々な取引費用を一切考慮しないとき、全てのリスクを完全にヘッジしたら、期待収益もリスクも完全にゼロになると考えることです。実際には、リスクヘッジ

には取引費用が必ず伴いますから、現実的な効率市場仮説のもとでは、全てのリスクを完全にヘッジしたら、期待収益は取引費用分だけ損失となり、リスクはゼロになります。

効率市場仮説が成立するとき、市場は効率的であるといわれますが、市場は常に効率的であるわけではなく、むしろ、効率市場仮説は、市場には、動的な市場原理として、市場を効率化させる方向に価格を調整する機能が内在しているとする仮説ですから、市場は、常に非効率な状態のもとで、効率化へ動き続けているというわけです。

いわゆる裁定ですか。

効率的であるとは、表現を変えれば、経済的に等しい価値をもつものは等しい価格をもつこと、即ち、一物一価が成立することです。故に、経済的に価値の等しい二つのものについて、片方を買ひ、もう片方を売却してヘッジすると、両方の理論価格が等しいので、価値が相殺されて、期待収益もリスクもゼロになるわけです。

非効率であるとは、経済的に等しい価値をもつものに異なる価格がついているということです。安いほうを買ひ、高いほうを売却してヘッジすると、効率化する過程で、即ち、一物一価に向かう過程で、利益が生まれます。この効率化の過程は裁定と呼ばれています。

裁定機会をとらえるのがヘッジファンドの戦略ですか。

投資とは、一般に、リスクテイクの対象を特定し、残余のリスクを管理すること、即ち、一定の範囲内に制御することであり、その制御手段としてヘッジが使われるのですが、ヘッジファンドの戦略においては、全てのリスクを完全にヘッジして、裁定機会による利益だけを追求します。こうして、裁定機会を狙うことは、ヘッジファンドの第一の本質なのです。

例えば、転換社債の裁定機会を狙った戦略では、転換社債に内包されているコールオプションの理論価格と、株価変動から推計されるコールオプションの理論価格との差だけが投資対象になっていて、残余のリスクである債券の金利リスクと信用リスクは完全にヘッジされていますが、完全なリスクヘッジと取引費用の最小化には高度な技術が要求されます。ヘッジファンドの第二の本質は、高度な取引技術なのです。

また、合併裁定の戦略は、合併前の二つの会社の異なる株式が一つの同じ株式になること、即ち、二物二価が一物一価になることを狙ったもので、合併が公表され、合併比率が決まったところで、合併比率の調整をかけて、安いほうの株式を買ひ、高いほうの株式

を空売りしてヘッジするわけです。合併が成立しないこともあり得るので、合併裁定は、合併の成立確率に対するリスクテイクですが、このリスクは株式市場の株価変動リスクからは独立です。ヘッジファンドの第三の本質は、市場に連動しないリスクテイクなのです。

市場に連動しないリスクテイクなら、ヘッジがなくともヘッジファンドですか。

社債やローン債権への投資におけるリスクテイクの対象は、信用リスク、即ち、債務不履行が発生する危険への賭けですが、ディストレスになった銘柄、即ち、債務不履行が起きて法的手続きへの移行が確定した銘柄については、信用リスクはなくなって、法的手続き終了後に回収される見込み金額の価値が残ります。価値があるものは取引されて、取引価格が形成されますが、その価格が回収見込み額よりも十分に低ければ、裁定機会を生じます。

この裁定機会を狙うディストレスト戦略は、破綻処理の法的手続きや、債権の優先劣後関係などについての法律上の最高度の技術が要求される点において、また、回収見込み額の推計にかかわるリスクは市場に連動しないリスクである点において、ヘッジがなくとも、ヘッジファンドの戦略です。ヘッジがないのは、信用リスクの消滅により、ヘッジが不要になっているからにすぎないのです。

厳密な意味でのヘッジファンドは、転換社債、合併、ディストレスの三つに限られるのでしょうか。

裁定機会があり、市場に連動するリスクを完全にヘッジする手段があり、高度な取引技術をもつ運用者がいれば、どこにでもヘッジファンドの戦略は成立しますし、現に、同一債務者に対する債権の優先劣後関係における価格の歪みや、同一属性をもつ債券の価格差を狙うものなど、多様な領域にヘッジファンドが実在しているはずです。

しかし、そうした厳密な意味でのヘッジファンドは、数も運用金額も少なく、しかも、多くの場合、新規の投資家の資金の受け入れを停止しています。そこで、投資家としては、ヘッジファンドに投資できないという実務上の問題に直面しますから、ヘッジファンドの定義が緩和されて、拡大された定義のもとで大量のヘッジファンドが生まれたわけです。故に、厳密な意味でのヘッジファンドは、ヘッジファンドと呼ばれるものの小さな一部なのです。

どの程度まで定義は緩和されているのでしょうか。

裁定機会が少ないために、厳密な意味でのヘッジファンドの供給が少ないのですが、相対的に割安な銘柄を買い、似た属性をもつ銘柄のうち相対的に割高なものを空売りしてヘッジする戦略ならば、大量に供給できるわけです。それがロングショートで、ロングは買うこと、ショートは売ることです。ロングショートは、買っている銘柄と売っている銘柄が属性において近似しているだけでよく、株式や債券などの様々な領域で実行可能ですから、ヘッジファンドの大きな部分を占める代表的な戦略になっています。

買っている金額と売っている金額が一致していることは、ロングショートの条件でしょうか。

市場に連動したリスクをとらないことは、ヘッジファンドの必須の条件であるべきで、ロングショートにおいても、マーケットニュートラルという戦略は、その名の通り、市場の変動に対して中立であることを標榜したものです。しかし、実際には、ロングショートの多くは、買い、もしくは売りの超過を許容していて、市場変動の影響を受けています。それでもヘッジファンドと呼べるとしたら、市場変動のリスクは、部分的にはあれ、あるいは過剰にはあれ、常にヘッジされているからです。