

転換点

てらもと な お み
寺本 名保美
エー・エム・シー専務

8月ショック後 ヘッジファンド投資の これから

この夏、ヘッジファンドという海域で1隻の大型漁船が沈没した。船底に亀裂が入ったのが今年の2月、浸水で船が傾き始めたのが5月、船が傾いていることに人々が気付いたのが6月、そして7月には水面下に沈んだ。

この海域での危険信号はかなり前から発せられていた。昨年は「アマランス」というタンカーが原油市場急落という時に煽られ転覆した。この時はアマランスの天然ガスの積載量オーバーが問題視され、海域全体のリスクがクローズアップされることはなかった。

ここ数年海上は総じて穏やかで、ユーラシア大陸や中米海域からの黒潮に乗ってくる豊富な水産資源を求めて世界各国から漁船が大量に集まっていた。

時折発生するハリケーンで漁獲高が10%近いマイナスとなることはあっても、次々と流れ込む新しい海流の恩恵で、深刻なダメージを受ける船は少なかった。

とはいうものの、このところ海が時化する頻度がやや高くなっていることや、船が多くなりすぎて思ったような収穫が上げられなくなっていることに不安を感じる漁師がいなかったわけではない。そろそろ陸へ帰ろうかと思いついた矢先に、超特大のハリケーンに見舞われた。

市場に伝わった 2つのメッセージ

第1報は6月12日付の「ウォールストリート・ジャーナル」だった。米国大手証券会社ベアスターンズ社の運用子会社によるヘッジファンドが年初から4月までの累計で2けた

のマイナスを出したらしい、と報道した。同ファンドにサブプライムと呼ばれる信用力の低い住宅ローンと担保としたABS（資産担保証券）が組み入れられていたこと、同ファンドが数倍から十数倍のレバレッジをかけるため金融機関から多額の借り入れをしていたことなどから、この報道は弛緩しきっていた金融市場に緊張感をもたらした。更にこのファンドの親会社であるベアスターンズ社がABSビジネスにおいて非常にアグレッシブな会社であると認識されていたことも、ある意味不幸だったのかもしれない。ベアスターンズのファンドが金融機関への証拠金の積み増しをするために保有資産のうち40億ドル相当を市場で売却し、更にファンドにレバレッジ資金を融資していた金融機関が担保資産8億ドルを市場売却すると宣言したこと、ABS市場全体の需給が急激に悪化するようになった。ABSの中でも格付けの低いBBB格の価格はインデックスベースで80%から65%へと

急落し、それにつられて住宅市場とは無関係の事業債やエマーシング債券などの低格付け市場も急落した。結局ベアスターンズのファンドには親会社が16億ドルの資金拠出を行ったにもかかわらず、保有資産のほぼすべてが金融機関からの借り入れ返済に充てられた後、破綻した。

ベアスターンズ社傘下のヘッジファンドの破綻は、2つの意味でメッセージ性があった。1つはこれが大手金融機関の子会社である資産運用会社が運用するファンドであったということ。もう1つはこのファンドの損失が投資先のデフォルトといった明らかな投資判断の失敗によるものではなかったことである。これまでもヘッジファンドの破綻リスクは意識されてきたが、それはどちらかというと設立後間もない小規模なファンドが運用に失敗して破綻するというシナリオがメインだった。しかし今回の破綻は、世界的な大手金融機関の運用子会社が自ら運用するファンドで起きてしまった。この運用子会社はヘッジファンドだけを運用しているわけではなく、通常の株式や債券ファンドの受託実績もある伝統的な資産運用会社であり、今回問題となったファンドはその中の1チームが行っていたものである。ヘッジファンド運用の破綻にはファンドの大きさも知名度も関係がないと

表 主要ヘッジファンド投資戦略の概要

株式マーケットニュートラル	値上がり期待される銘柄群による買いポートフォリオと値下がり期待される売りポートフォリオとを組み合わせて、市場の上下の影響を排除して超過収益の獲得を狙う
株式ロング&ショート	個別の銘柄選択により、買い銘柄と空売り銘柄を選択。中長期的な絶対収益を狙う。市場感応度や業種配分での中立化は意識しない
イベントドリフン	合併・買収や増資・増配といった、企業のコーポレートイベントによって起きる株式などの価格変動に注目して行う裁定取引
債券裁定戦略	主に先進国の国債など、流動性の高い市場および先物市場を利用し、市場間の金利差やイールドカーブの歪みなどに収益機会を求める戦略
クレジット(信用リスク)裁定	信用リスクの差によって生じるクレジットスプレッドを投資対象とする戦略。原則として金利のデレレーションリスクはとらない
グローバルマクロ	経済環境や金融市場環境を予測し、特定の市場へのロングポジションやショートポジションをとる戦略。先物を使用することが多く、レバレッジが高くなりやすい
ファンドオブヘッジファンズ	現在数千あると言われる個別のヘッジファンドの中から、数十から数百のファンドを選択し、戦略や運用者の分散されたポートフォリオにしたもの。組み入れファンドを選定しポートフォリオを構築する会社、またはファンドマネジャーを「ゲートキーパー」と呼ぶ

(出所)『ヘッジファンド運用入門』より抜粋

破綻するファンドや、投資家からの解約を一時的に停止するファンドが断続的に発生し始めた。フランスの大手銀行の運用子会社によるABSファンドがファンド時価の公表と投

資家からの資金の出入りを停止すると発表したことをきっかけとし、疑心暗鬼となっていたヘッジファンド投資家全般にある種のパニックが発生する。パニックは信用リスクに投資を行うファンドのみならず、これまで成績が不振だったファンド、レバレッジ水準が高いと思われるファンド全般の解約へと連鎖した。

8月に入るとヘッジファンド戦略の中で最もリスクが低いと考えられていた株式マーケットニュートラルファンドで1日数%ものマイナスを出すファンドが続出した。また現金代替と銘打っていた債券型ファンドでも2ケタのマイナスを記録するものも出た。それでも上場株式や欧米国債など流動性のある資産に投資しているファンドは、親会社からの資本支援などを受けながらもどうにか市場が落ち着くまで生き延びることができたように見える。8月の初旬2ケタのマイナスとなったファンドの多くが8月後半には少なくとも損失を最悪期の半分以下にまで減少させることができたと言われている。またヘッジファンド業界全体で見ても、8月の月次リターンは3〜4%程度のマイナスと見られており、過去最悪に近い数字ではあるものの、個別市場の乱高下から想像されたものよりは損失は限定的なものに収まったといえそうである。

いうことをヘッジファンド投資を行っている機関投資家も、それを斡旋している証券会社も認めざるをえなくなった。また、たとえポートフォリオの組み入れ資産に大きな問題が発生しなくても証券時価が想定以上に大きく変動する局面においては、借入金金融機関からの資金引き上げや追加証拠金(追証)の要請によって破

綻するという、レバレッジリスクの基本を再認識するにはあまりにも教訓的な事例だったといえる。6月のベアスターンズ騒動により崩れた資産担保証券の価値はその後も戻ることはなく、更に7月に入り大手格付け機関が、BBB格だけでなくAAA格やAA格を含むABS全般を格下げ対象とすると発表したことで、信用リスクを投資対象とする市場は歴史に残る大暴落を経験することになった。サブプライムローンという特定の資産クラスに限らず、あらゆる信用リスク商品の時価が下落する中、ベアスターンズと同じように資産価値の下落から発生する追証や投資家からの解約によつて資金繰りがつかず破綻するファンドや、投資家からの解約を一時的に停止するファンドが断続的に発生し始めた。フランスの大手銀行の運用子会社によるABSファンドがファンド時価の公表と投

資家からの資金の出入りを停止すると発表したことをきっかけとし、疑心暗鬼となっていたヘッジファンド投資家全般にある種のパニックが発生する。パニックは信用リスクに投資を行うファンドのみならず、これまで成績が不振だったファンド、レバレッジ水準が高いと思われるファンド全般の解約へと連鎖した。8月に入るとヘッジファンド戦略の中で最もリスクが低いと考えられていた株式マーケットニュートラルファンドで1日数%ものマイナスを出すファンドが続出した。また現金代替と銘打っていた債券型ファンドでも2ケタのマイナスを記録するものも出た。それでも上場株式や欧米国債など流動性のある資産に投資しているファンドは、親会社からの資本支援などを受けながらもどうにか市場が落ち着くまで生き延びることができたように見える。8月の初旬2ケタのマイナスとなったファンドの多くが8月後半には少なくとも損失を最悪期の半分以下にまで減少させることができたと言われている。またヘッジファンド業界全体で見ても、8月の月次リターンは3〜4%程度のマイナスと見られており、過去最悪に近い数字ではあるものの、個別市場の乱高下から想像されたものよりは損失は限定的なものに収まったといえそうである。

消えぬ金融不安の源
とはいっても、安心するのはまだ早い。金融業界は現在、ヘッジファンドに限らずプライベートエクイティなども含め、ABCP(資産担保付きコモディティペーパー)を発行することでレバレッジ資金を調達していたファンドの資金繰りという大きな問題を抱えている。おおよそ90日以内で償還を迎えるCPをロールオーバーできなければファンドの資金繰りは悪化する。多くのファンドはCPが発行できない時の保険として銀行からの融資枠(コミットメントライン)を確保しているため、CPの買い手が見つからない場合は銀行がファンドに融資をせざるをえないという構造になる。信用リスク市場の混乱により短期の信用リスク商品であるCPの買い手を見つけることが難しくなっている中、総額100兆円とも150兆円とも言われている融資枠をファンドが利用し、銀行から資金を調達する場合、銀行がそれに対応できるか、世界の金融システムがどこまで耐えられるかという新たな不安が発生しているのが現状である。この2年、我が世の春を謳歌した企業買収ファンドもその多くが債券やCPの発行によってレバレッジ資金を調達している。直近最

大の株式投資家であった企業買収ファンドのアクティビティの低下が株式市場全体に与える影響を懸念する声も出てきている。

経済の端境期に起きるヘッジファンドの変動

ところで今回のようなヘッジファンドの変動が起きる時は、あとから振り返ると大きな経済の端境期と重なっている場合が多い。

例えば1990年代初頭ジョージ・ソロス率いるクオンタムファンドなどのグローバルマクロと呼ばれる戦略がヘッジファンドの代表格だった時期は、ベルリンの壁が崩壊し、ユーロ統合が決まり、ソ連邦がロシアとなる、という世界経済の歴史的転換点にあった。グローバルマクロ戦略はこの世界のダイナミズムを利用して大きな収益を獲得していた。しかし、イベントが山を越え、投資対象が枯渇していく中で無理に出た中南米やアジア諸国でクラッシュを起し、グローバルマクロ戦略は舞台から消えた。

次に主役となった株式のロングショート戦略は90年代後半米国の確定拠出年金を起爆剤とした株式ブームに乗って順調に残高を伸ばしていった。しかし2001年から02年にかけてのエンロン、ワールドコム の破綻を契機とした世界的な株式の急落



世界の金融市場が動揺した(シカゴマーカントイル取引所、S&P500の取引フロア) Bloomberg

を受け苦戦するようになる。

それと重なるように残高を伸ばしたのが転換社債裁定取引である。企業が財務レバレッジをかけるために大量に発行した転換社債とITバブル崩壊以降乱高下を繰り返す米国株式市場のボラティリティ(変動)を利用し、株式市場が深刻な不振に陥るさなかでもプラスリターンを獲得したことで、転換社債裁定の残高は急増した。転換社債裁定は単独の戦略としてだけではなく、マルチマネジャーと呼ばれる複合戦略の中心的存在にまで成長するが、企業の財務リストラが進み株式市場が安定化するにつれ収益機会を失った。

00年代後半になると、原油高に端を発した資源高の恩恵を受ける新興国経済が活況を呈し、商品や新興国株式へ投資を行うグローバルマクロ戦略が復活する。ただし10年前とは異なり、投資対象が新興国や商品市

場などと市場規模が小さいため、レバレッジは比較的低水準に維持されていた。それに反しこれまでレバレッジとは無縁だった信用リスク市場にデリバティブ市場が導入されたことで、信用リスクを利用した戦略にレバレッジをかけることができるようになったのがこの時代の最大の特徴である。

信用リスク市場でのレバレッジ技術の発展は単にクレジット関連戦略だけでなく、あらゆるヘッジファンド戦略のレバレッジの拡大に寄与した。特に企業を買収し非上場化させるバイアウトファンドなどでは、買収先企業の資産を担保としたローンや、独自のファイナンス子会社を通じての債券やCPの発行により、低利で大量の資金調達をすることが可能となっていた。こうしたファンドの債券やCPは世界中の機関投資家や金融機関に引き取られただけでな

く、ヘッジファンドの新たな投資先にもなった。

そして今、信用リスク市場でのレバレッジに急速な巻き戻しが起きつつある。これは信用リスクを投資対象としたヘッジファンド戦略に見直しが起きるだけでなく、信用リスク市場を利用して資金調達をしていたすべてのヘッジファンド戦略もまた大きな曲がり角を迎えようとしていることを意味する。買収ファンドの資金調達コストは上昇し、これまでのような湯水のごとく現金を利用した買収合戦は不可能になるかもしれない。AAA格のMBSに10倍のレバレッジをかけたようなキャリアートレードを受け入れる投資家は激減するだろう。M&A裁定を中心としたイベントドリブンと呼ばれる戦略の春は終わり、数年前には誰も見たくもなかった転換社債裁定のようなボラティリティ戦略が市民権を復活させるかもしれない。今回のヘッジファンド戦略の変遷がこれまでのように实体经济を映し出す鏡であるとするならば、今回の混乱はこれから世界経済がどうなると言っているのだろうか？

ヘッジファンドとどうつきあうか

このような大きな転換点にいる市場環境下、ヘッジファンドへの投資

において重要なことは、投資対象を分散させ、特定のリスクに依存させないことに尽きる。ただしこの場合の分散とは単に戦略を分散させるという意味ではない。株式ロングショートとイベントドリブンとに戦略分散したところで、株式市場にクラッシュが起きた時の影響を分散させることはできない。

まず株式や債券といった複数の投資市場に分散させること。マーケットニュートラル運用の中でもクオンツによるモデル運用と人間の判断によるジャッジメンタル運用とを組み合わせてみる。収益の特性も市場が活況な時に好調なファンドと市場環境が悪い時に好調なファンド、市場ボラティリティが高い時に好調なファンドと低い時に好調なファンドなどをできるだけ意識して分散する。更にリスク管理モデルにおいて特定のリスクファクターモデルやVAR(一定期間に一定確率で発生する最大損失額の予測値)などの統計リスクを信用しすぎるのも危険である。

と比較すると、手数料などが割高になるものの、今後しばらくはヘッジファンドが淘汰される時代が続くと考えるのであれば、統計的に分散された大手のファンドオブファンズに投資し、組み入れファンドが1、2社破綻してもポートフォリオ全体への影響を軽微に抑えられるような態勢にしておいた方が一般的には安心かもしれない。

ヘッジファンド投資のチェックポイント

- これまで順調にその数を増やしてきたヘッジファンドだが、今後しばらくは淘汰の時代が続くかもしれない。淘汰されるようなヘッジファンドに投資しないために必要なチェックポイントを挙げると次のようになる。
- ① 収益の源泉が納得できるか。特定の市場の変動に過度に依存していないか。レバレッジが収益の源泉になっていないか。
 - ② 損失管理に哲学があり、プロセスが明確で、過去にそれが実行されているか。収益の振れ幅が小さいのは意図して管理しているからか、市場環境が安定していたからか。
 - ③ 運用プロセスの遂行に当たり必要十分なスタッフの経歴と数が確保されているか。
 - ④ 資産運用業務を行うという意味を理解しているか。自己資金の運

用でうまくいっていたからといって、他人勘定がうまくいくとは限らない。他人の資金を預かるという責任感がファンドマネジャーにあるか。

- ⑤ 法令順守の精神が明確か。コンプライアンスよりパフォーマンスを重視するような企業カルチャーに染まっていないか。
- ⑥ 顧客基盤が安定しているか。顧客の業態・国籍が分散されているか。
- ⑦ ポートフォリオの状況と投資行動についてのレポートが納得できるレベルで書かれているか。
- ⑧ 何か疑問が生じた場合、運用担当者からの返答が速やかに行われるか。

詐欺的ファンドにも注意

もちろんこれらの項目以前の問題として、詐欺的ファンドに巻き込まれないというのが大前提となる。詐欺師の口はヘッジファンドでも、一時期問題となった和牛商法でも本能的には同じである。投資家から預かった資金で買うはずの牛を買わずに、先に入っていた投資家への配当や償還金に流用する。新規資金が入ってくるうちは、詐欺はバレないが、いったん資金が止まるとこの手法は破綻する。これまで、うまく立ち回ってきたヘッジファンドもどきの詐

欺師たちにとっても、これから迎える淘汰の時代は厳しい環境となる。世界全体を見回すと、いずれの国の監督官庁にも登録されていないファンドがまだまだ多数存在する。その中でどれが詐欺でどれが本物のヘッジファンドであるかを、外部の人間が見極めるのは想像以上に難しい。現地に行き、オフィスを確かめ、登記簿を確認してもなお、詐欺である可能性はゼロではない。それが詐欺であるかどうかは、結局のところ、業界内の評判や人的つながりで確かめるしかない。したがって、インターネット情報やデータベース上のパフォーマンスなどを頼りに自らヘッジファンドにアクセスするなどということはするべきではない。

潤沢な投資資金と低利の資金調達に支えられたヘッジファンドバブルは縮小に向かっている。その終わりは多くの人々が期待していたものよりも、やや傷跡の大きなものになるかもしれない。それでもこれまで幾度もの嵐を乗り越えてきた彼らばかりとまた新しい道具を携えて何事もなかったかのように、魚を捕りに海に出る。そして10年ほど経ったころ、違うバブルを作って再び世間を騒がせるに違いない。懲りない彼らと付き合うために、投資家もこれから10年、更に賢くなっていく必要がある。

