

# ヘッジファンドの生存率 年間4%が破綻

分析

てらもと なおみ  
寺本 名保美  
エー・エム・シー専務

**日** 本銀行がTASSデータベースと協力して調査した「ヘッジファンドの生存確率」(“Survival Analysis of Hedge Funds”, 2006)によれば1985年から2005年までの間に6503のヘッジファンドが登録されたものの、そのうち2487のファンドデータは更新停止となり、更新停止したファンドの約半数の1286ファンドが清算されている。年間で見るとおおよそ全ファンド数の4%内外が解散している計算になる。

ヘッジファンドが解散するパターンは多くは、設立後間もないファンドが投資家からの資金を集めることができない、または当初約束したパフォーマンスが上がらないため清算するというもので、設立後50カ月以内の解散が清算ファンド

の70%を占めている。

一方で、設立から5年以上が経過し、ファンド規模が数千億円になっている大型ファンドの破綻事例というの、ないわけではない。最も有名などころでは98年のLTCM(ロングターム・キャピタル・マネジメント)、06年のアマランス、そして07年6月のベア・スターンズ・アセット・マネジメントが運用するヘッジファンドの破綻が記憶に新しい。

大規模なヘッジファンドが破綻する際には共通した軌跡をたどる傾向が見られる。それは高いレバレッジをかけたファンドが、市場の予想外の変動により、資産評価値が悪化したタイミングで、レバレッジ資金を提供している金融機関からの追加証拠金要請を受け、資産売却を試みるも、必要資金を手当てできず、破綻する、というパターンである。

LTCMは93年、世界有数の投資銀行であったソロモン・ブラザーズで債券部門を統括していたジョン・メリウエザーによって設立された。ノーベル賞学者や米国地方連銀の副議長などが参画したLTCMはピークで預かり資産70億ドル、運用資産総額1兆2500億ドルという巨大ファンドとなった。運用手法は今では当たり前のように用いられる、債券や為替やスワップ・オプションなどを利用したアービトラージ(裁定)取引が中心だが、こうした金融取引に最新の数学的理論を取り込む、いわゆる金融工学を利用したトレーディング手法を世界で初めて実践したのはメリウエザーのチームであると言われている。したがって、多くの金融機関は彼らにレバレッジ資金を融資するだけでなく、投資し、そして彼らの戦略を模倣した。ある意味で、米国の金融業界全体がチームLTCMになっていく中、97

年から98年にかけてアジアやロシア、そしてモーゲージ市場などの変調をきっかけとし、世界市場全体で同時にあらゆるポジションの巻き戻し、つまり皆が買っていったものを売り、皆がカラ売りしていたものを買戻す、という動きが発生した。そして40%程度の損失を出したLTCMは米連銀主導のもと36億ドルの緊急融資を受け、清算されることになった。

## レバレッジの怖さの本質とは

一方、06年に破綻したアマランス社は、もともと転換社債裁定取引などで実績のある老舗のヘッジファンドだった。投資戦略はマルチ戦略と呼ばれ、市場環境に応じて収益機会のある戦略を機動的に取り入れていくというものである。05年の資源高ブームによって発足させたエネルギートレーディングチームは、通常夏場より冬場の方がエネルギー需要が高まり、天然ガス価格も高くなる、という「法則」に巨額の資産を「賭け」、7000億円の損失を出して崩壊した。アマランスが保有した天然ガスのポジションは天然ガス先物市場の80%を占めていたともいわれ、当初10%程度だった取引の損失に対する追加証拠金を捻出するために自らのポジションを部分的に閉じたとしても、売買する相手が既に存在しないという状況で自滅した。

レバレッジをかけるということの怖さは、収益の変動が大きくなるということだけではなく、レバレッジ資金を継続的に確保することの難しさにその本質がある。市場で信用を落とし、CP発行ができず解散に追い込まれるという、最近頻発している破綻も基本的な構造は同じであるといえる。

表 ヘッジファンドの新規参入・退出数

年	ファンド総数	新規参入	退出	(うち解散)
1985	54	54		
1986	77	23		
1987	111	34		
1988	144	34		
1989	190	45		
1990	307	117		
1991	414	107		
1992	573	159		
1993	830	257		
1994	1,102	272	32	17
1995	1,386	316	73	44
1996	1,668	355	138	66
1997	1,912	382	113	74
1998	2,179	380	179	122
1999	2,456	456	199	107
2000	2,723	466	247	98
2001	3,074	598	272	106
2002	3,434	632	261	135
2003	3,876	686	287	156
2004	4,337	703	348	183
2005	4,354	365	338	178

(出所)“Survival Analysis of Hedge Funds”, 2006  
Lipper TASS Databaseよりエー・エム・シーが作成