

## 年金、財団など長期のマナーは ヘッジファンドに向かうのか

寺本 名保美

てらもと なおみ  
E・E・M・シー専務、年金コンサルタント

### 2

008年9月のリーマン・ブラザーズ破綻以降の3カ月は、ヘッジファ

ンドにとつても歴史的な大惨事となった。これまでヘッジファンド史上最悪の出来事とみなされてきたLTCMショックが起きた1998年や、エンロン、ワールドコム・ショックを受け株式市場が大暴落をした02年であっても業界全体では大きなマイナスを出すことなく立ち回ってきたヘッジファンド業界であったが、08年は年間で約20%のマイナスリターンとなった(図1)。またパフォーマンスがマイナスになっただけではなく、全体の10%の資金が投資家の解約などにより流出したため、時価の損失と合わせ、少なくとも見積もっても3割の資産がヘッジファンド業界全体から失われたことになる(以上、ヘッジファンドリサーチ「HFR」社の統計による)。

今回のサブプライム・ショックから始まった一連の金融危機において、ヘッジファンドはその原因因子として扱われることが大勢である。確かに、ヘッジファンドが得意とする「空売り」が、金融機関の株価の下落を加速させ信用不安を増幅させたり、借り入れなどによるレバレッジで保有金額以上の市場リスクをとったことが金融市場の値振れを加速させたりしたことは事実であろう。

また、そもそもサブプライム・ショックのきっかけとなった証券化商品に多額の資金投入を行うことでバブルのきっかけを作り、さらにはその秘匿性により金融監督官庁が潜在リスクを認識できなかったことが金融危機を悪化させたなど、さまざまな批判の対象とされている。

だが一方で、ヘッジファンド、もしくは年金基金などヘッジファンドへの投資家の視点からみた場合、今

回の金融危機で最大のダメージを受けたのはヘッジファンド自身であったと言つてもできる。もちろんヘッジファンドがダメージを受けた原因の多くは自らが招いたものであるのは言うまでもないことではある

が、世界規模の金融危機によって発生した異常な資金フローがヘッジファンドに多大な損失を与えたことは否定できない。08年のヘッジファンドの損失は7月以降、特にリーマン・AIGショックが起きた9月以降の3カ月に集中している。金融システムの崩壊とヘッジファンドの崩壊とは互いに影響し合いながら「100年に1度」の金融危機を招いてしまったのである。

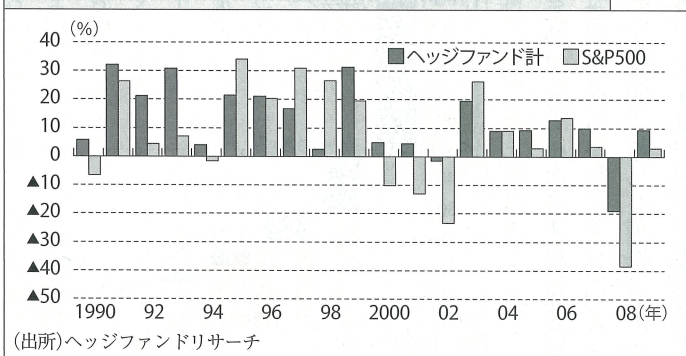
#### 空売り規制が株売却を 強いるメカニズム

07年から始まったサブプライム・ショックは、当初サブプライムなど

の証券化商品やクレジット商品へ投資していたファンドには悪影響を与えていたものの、ヘッジファンド市場全体への影響は比較的軽微であったと言える。しかしこうした状況は08年7月に入り、いわゆるGSEと呼ばれる米国の政府系住宅公社(フアンニーメイ、フレディマック)の経営危機の表面化により一変した。米国の住宅ローン産業の支柱であるだけに、米国の債券市場の中心でもあったGSEの破綻を避けるため、米国金融当局はGSE関連株式の空売りを禁止する措置に出たからだ。これがその後一連の「空売り規制」の始まりである。ヘッジファンド運用の原則は「安い」証券を買い、「高い」証券を空売りすることで成り立っている。何かを買うためには、何かを売る、という行為がパッケージとなつている。こうした業態に空売りを禁止すると、空売りしていた



図1 ヘッジファンドの年間収益率と米国株式収益率



証券を買い戻すだけでなく、安いという判断で買っていた証券を売却しなければいけない。政府が市場の安定化を目指して導入した空売り規制は体力の弱い金融株の買い戻し効果はあったかもしれないが、一方で比較的健全であると考えられていた金融株やその他株式などの大きな買い手を失い、株式市場全体の需給をむしろ悪化させることにもつながった。空売りを規制されたヘッジファンドは空売りをしていた金融株を高値で買い戻さざるを得なくなっただけでなく、同時に買っていた優良な金融株や資源株などを市場の急落局

面において売却せざるを得ず、売りポジション・買いポジションの双方から大きな損失を計上したのである。

そして9月、リーマンが破綻するに至り、世界中の金融市場は一斉に信用収縮と現金化という津波に襲われた。パニックになった市場において、株式や債券などの資産価格は、「それはいくらの価値があるか」、ではなく「それがいくらの現金と交換できるか」という交換価値に置き換わってしまう。こうした状況において、資産価値に注目し「割高なものを売り、割安なものを買う」というヘッジファンドの投資コンセプトは、根こそぎ崩壊する。通常そうしたパニックは発生したとしても多くの場合一過性であり、パニックが過ぎ去るまで息を潜めて我慢することさえできれば、損失の多くは単なる評価損にすぎず、時間の経過とともに収益は回復する。しかし今回の金融危機においてヘッジファンドに起きたことは、パニック的な価格形成における投資収益のマイナスが、レバレッジの解消や投資家の解約という大量の資金流出を伴って発生したという点において、過去に類のない事象であると言いうことができよう。

### 資金調達難の投資銀行が 貸付金回収に走る

ヘッジファンドにレバレッジ資金

を貸し付けていたのは、プライムブローカーと呼ばれるヘッジファンド専門の支援部隊である。プライムブローカーの主要業務にはヘッジファンドに空売りに必要な株式を貸し出したり、逆に保有資産を担保に現金を貸し出すなどして、ヘッジファンドが保有資産以上の投資リスクをとる「レバレッジ」取引を支援することが含まれていた。こうした主要プライムブローカー業務はゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、メリルリンチ、リーマンなど主要な大手証券会社に参加していた分野である。リーマンが破綻したこと

で、これらの主要大手証券会社には連鎖倒産の懸念が浮上した。自力での資金調達が可能でできない状況に陥ったこれら証券会社は、もはやヘッジファンドへの貸し付けや信用供与をするだけの自己資金も信用力もなくし、既に実行されていたヘッジファンドへの貸付金や信用供与枠の回収に走るようになった。ヘッジファンドにとって不幸であったのは、ヘッジファンドとプライムブローカーとの契約は一般的にプライムブローカーに有利に作られているものが多く、プライムブローカーの権限でほぼ一方的に貸出期日や条件が変更できるようなものも少なくなかったところにある。金融危機が異常なスピードで進行するなか、プラ

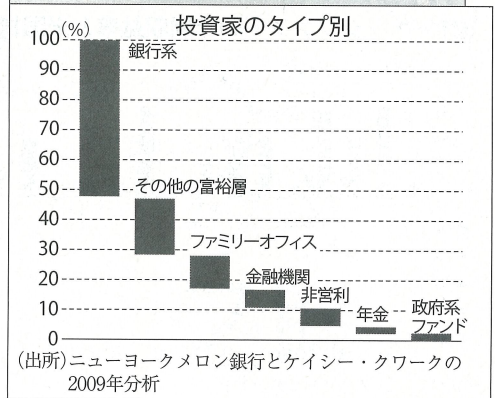
イムブローカーからの回収要請に應えるため、ヘッジファンドはどれほど不利な条件であっても、資産の現金化を進めるしかなく、この現金化の過程においてかつてないほどの損失を計上することになった。

このレバレッジ解消に伴う換金と損失は、株式やクレジットを使った戦略に限らず、これまで比較的順調だと思われていた商品市場やエマージング市場関連の戦略を含め、あらゆる市場で同時に発生した。これまでにクレジット戦略や株式戦略に限定されていたヘッジファンドの損失が一挙に全戦略に拡大し、ヘッジファンドへの投資家の多くが全く想定したことのない規模で資産を失うことになった。ヘッジファンドの損失が明らかになるにつれ投資家からの解約要請も徐々に増加を始めた。プライムブローカーへの返済と投資家からの解約要請に応じるためヘッジファンドの資産の現金化は加速し、ただでさえ機能を半分以上停止している金融市場の需給を大幅に悪化させる結果となってしまったのである。

ヘッジファンドが現金化を図れば図るほど、市場環境が悪化するというところが9月、10月と続くなか、一部のファンドではプライムブローカーへの返済ができず破産し、運用を停止し、また投資家への資金返却を一時的に停止、市場の回復を待つこ



図2 ヘッジファンドからの資金流出の主役は銀行と富裕層



とを宣言するものなどが11月以降続出するようになった。そして12月末

に向け決算期を迎える金融機関やヘッジファンドのリスクを定期預金程度にしか理解していなかった欧州のプライベートバンク経由の個人投資家資金を中心に、大量の解約要請が殺到し、ヘッジファンドの多くが、投資家からの解約受け付けを一時停止する(凍結と言う)ことになってしまったのである。

09年6月末現在、このヘッジファンドの解約制限措置はまだ多くのヘッジファンドで継続している。ヘッジファンドへの投資家の多くは解約が停止されているか、分割払いを受け入れざるを得ない。しかし、もし昨年の12月や今年の1月にヘッジファンドが解約制限を行わなかったとしたら、1月、2月の金融危機のピ

ークにおいてヘッジファンドはさらなる資産の現金化を行わざるを得ず、その結果きわめて大量のヘッジファンドが顧客資産の大半を失い、破綻していたと思われる。この半年、ヘッジファンドが投資家資金のフローを制限したことで、ヘッジファンドは異常な価格での取引解消から解放され、ある程度の規模の資産を維持することができた。3月に入り金融危機も峠を越え、レバレッジ資金の貸しはがしも収まりつつあり、資産を維持できたヘッジファンドの収益には回復の兆しがみえ始めている。

### 解約に殺到した短期投資家

今後ヘッジファンド業界はどのようになり再生していくとみればよいだろうか。まずはレバレッジについてだが、主要プライムブローカーであった証券会社はすでに1社も存在していない。ゴールドマンとモルガン・スタンレーは銀行業となり、メリルはバンカメに買収され、リーマンとベア・スターンズは消滅した。銀行として生き残った彼らは引き続きプライムブローカーレレッジ業務を行うだろうが、証券会社時代ほど潤沢な資金をヘッジファンドに供給できる立場にはない。従って借り手であるヘッジファンドもまた、かつてのよう

なレバレッジ依存型の戦略をとることとは難しくなると思われる。

またヘッジファンドと投資家との関係も大きく変わっていくことが想定される。従来ヘッジファンド業界は、特定の富裕層や財団・年金といった、限られた投資家のみを顧客とする業態であった。特定の顔のみえる投資家との契約であれば、解約などの資金フローをファンド側が事前に察知し、ポートフォリオをコントロールすることができた。しかし05年以降、特に欧州圏を中心にヘッジファンドをリッチな個人に販売するケースが急増した。世界的な金融パブルのなか、ややまとまった余裕資金を抱える個人投資家の受け皿として、プライベートバンク経由などでヘッジファンドは大量に販売されたのである。結局08年の金融危機においてヘッジファンドの解約に殺到したのは、この新しい参入者たちであり、こうした投資家層による被害を最も大きく受けたのは、ヘッジファンドの戦略を理解し、長期的視点で投資を行っていた年金や財団や富裕層などの従来型の投資家であったのである。従来型の長期投資家の憤りは、そこそこ津波が引くように退出していった短期投資家に対してはもろろんであるが、そうした投資家資金を受け入れてきたヘッジファンドへも向かっている。

バンク・オブ・ニューヨークメロンが09年に全世界のヘッジファンドへの投資家やヘッジファンドマネジャーにアンケート調査をした結果によると、ヘッジファンドと投資家の信頼関係回復のために投資家が望んでいることなかで、「ヘッジファンド会社の持続力や組織の安定性の強化」が一番多かった。一方、ヘッジファンドマネジャーの回答は、「パフォーマンスの改善」に集中しており、そのコントラストが非常に面白い。ヘッジファンドへの投資家の大多数は、ヘッジファンドがレバレッジ資金や短期投資家の極端な資金フローをコントロールし、無益な現金化をするような結果を招かなければ、ヘッジファンド戦略は今でも十分に有効な投資手段であると認識しているということであろう。この調査結果によれば米国の年金資金や財団資金を中心にヘッジファンドの投資残高は再び拡大に向かい、3年から5年後には07年の過去最高残高を上回っているという推論が出ている。

今回のヘッジファンド危機は、業界にとつて、真の意味で投資家と向き合うよい機会となった。投資家の声に耳を傾け、これまでの拡大一辺倒の路線を真摯に反省することができれば、ヘッジファンドの未来は決して暗くはないと考える。