

アセット・マネジメント

ヘッジファンド問題の行方

98年8月のロシア危機の結果、米国の有力ヘッジファンド、ロングターム・キャピタルマネジメント社が巨額の損失を被ったことが表面化した。この問題は、NY連銀が金融機関への影響を懸念し、同ファンドの救済にイニシアティブを発揮するという異例の事態に発展した。今回の事件を契機にヘッジファンド規制論が高まる一方、ヘッジファンドに積極的に投資をし、また自らもリスクの高い取引を行ってきた金融機関の姿勢を問題とする声も強い。以下、今回の事件を振り返りつつ、ヘッジファンドと金融システム問題の行方を探ることとする。

1. アメリカに上陸した金融危機

1) LTCM 事件ー序章

昨年アジアで勃発し、1998年8月にロシア、中南米へと伝播した途上国市場の危機は、欧米市場に思わぬ波乱をもたらすこととなった(表1)。この危機伝染の媒介役の象徴的存在になってしまったのが、米国の有力ヘッジファンド、ロングターム・キャピタルマネジメント社(LTCM)である。

8月17日に発表されたロシアの緊急金融危機対策で、ルーブルの実質切り下げと対外債務の90日間の一部支払い凍結が打ち出され、ロシア市場の急落をもたらした。混乱は、他のエマージング市場にも伝播し、この結果、多くのロシア投資、エマージング投資の案件で大幅な損失が生じた。ヘッジファンドでも、ソロスのクオンタムファンドが、20億ドルの損失を即座に発表した他、オメガファンドも、大幅な損失を計上したエマージング・マーケット部門を、8月末をもって閉鎖し、担当者を全員解雇した。

このように有名ヘッジファンドの損失のニュースが続くなかでも、9月2日に明らかになったLTCMの大幅な損失は衝撃的なものであった。同日付けで顧客に送付されたレターによると、同社のファンドは、8月だけで44%の損失、年初から8月末までの損失は、52%にのぼっており、資本注入が必要な状態となっていた。

損失の主因は、ロシア危機によって生じた質への逃避である。今回、同社がとっていた主たる投資戦略はスプレッド・プレーあるいはコンバージェンス・アービトラージと呼ばれ、金利差の変化に賭けるものであった。割高の債券を売り、割安の債券を買うことにより、金利水準自体がどのような方向に動こうと、金利差が予想通り修正される過程で、収

表1 LTCM 事件を巡る動向

8月4日	アジア危機の影響懸念で、ニューヨーク・ダウ 299 ドル安。市場 3 番目の下げ幅。
8月13日	アジアの主要株式市場で株価続落。香港のハンセン指数は、HSBC 株の急落もあり、5年4ヶ月ぶりに安値更新。ルーブル切り下げ観測で、ロシア市場もトリプル安。
8月17日	ロシア、緊急金融危機対策発表。ルーブルの実質切り下げと対外債務の 90 日間の一部支払い凍結。
8月21日	アルゼンチン、ブラジル、メキシコの株価が 2～7%急落。
8月26日	ルーブル取引停止
8月27日	クレディスイス、ロシア市場混乱により少なくとも 5 億ドルの損失を受けたことを公表。
8月28日	日経平均、12 年半ぶり 1 万 3,000 円台。
8月31日	ニューヨークダウ、512 ドル安。
9月2日	LTCM が、年初から 8 月末までの損失が 52%となっていることを伝えるレターを顧客に送付。チェース、DLJ が、ロシア危機の影響を開示。
9月9日	メリルリンチが 7-8 月に、1 億 3,500 万ドルの損失を発表。日本、公定歩合引き下げ。
9月7日	バンカメリカ、7-9 月期のトレーディング損失が 8 月末に公表した額よりも 1 億 1000 万ドル増加する見通しと発表。
9月18日	LTCM の資本増強の努力は実を結ばないまま、LTCM の破綻の噂が広がり始める。ニューヨーク連銀マクドナー総裁が、ウォールストリートの関係者と電話で相談。LTCM は、マクドナー総裁に状況説明の場をセットしてくれるよう依頼。
9月20日	日曜日。ニューヨーク連銀と財務省のスタッフが LTCM 訪問。大まかなポジション内容や直面している問題などを把握。
9月22日	早朝マクドナー総裁、ゴールドマン、メリル、JP モルガンの代表を招く。3つのワーキング・グループが作られる。UBS も参加。救済コンソーシアムの結成しかないという結論に。午後 7 時、4 社はニューヨーク連銀に集まり、条件を詰める。午後 8 時 30 分、他社も含め、13 社での会議を開催。翌朝 10 時に再び会議を持つことを決定。深夜、マクドナー総裁がロンドンより帰国。
9月23日	早朝、マクドナー総裁は各国の中央銀行に状況説明。午前 9 時 30 分、マクドナー総裁らは、コアグループと会談。10 時直前、パークシャー、AIG、ゴールドマンサックスが LTCM 買収を検討していることが明らかに。マクドナー総裁が買い手側に確認の電話。オファーが LTCM に伝えられる。12 時半までの回答が要請される。この間、各社との会合は 10 時 50 分に中断。午後 1 時に再開とされる。12 時半、LTCM は買収オファーを拒否。午後 1 時、各社との会合再開。その後 5 時間、各種条件を議論。最終的に 14 の銀行、証券会社が資本注入に合意。2 社は参加を拒否。
9月24日	UBS が LTCM 関連で 9 億 5000 万スイスフランの損失を発表。
9月29日	FRB、2 年 8 ヶ月ぶりに金融緩和。FF レートの目標値を 0.25%引き下げ、5.25%に。
10月1日	米議会下院銀行金融サービス委員会で、LTCM 問題に関する公聴会開催。
10月2日	UBS のマティス・カビアラベッタ会長が辞任を発表。
10月3日	ワシントンで G7 総裁会議
10月7日	東京市場で円相場が前日の 132 円台から 1 ドル 128 円台に急騰。シティコップ株価、前日比 6.1%安。7 月の最高値より 56%下落。
10月8日	シティグループは 7-9 月期の最終利益が 7 億ドルと、前年同期比 67%減と発表。
10月9日	7 日の円相場の急騰で、タイガーマネジメントが 20 億ドル損失との報道。
10月12日	欧州中銀の銀行監督委員長のマイスター独連銀理事が、ヘッジファンド規制の具体案を発表。
10月13日	メリルリンチ、全従業員の 5%にあたる 3400 人の削減を発表。7-9 月期の純利益は 1 億 6400 万ドルの赤字と発表。自己勘定によるトレーディング部門の収入が前年同期に比べて 7 割落ち込む。DLJ、ペインウェバーも大幅減益を発表。
10月19日	JP モルガンは、7-9 月期の純利益が前年同期比 61%減少と発表。
10月22日	バンカース・トラスト、7-9 月期に 4 億 8,800 万ドルの損失と発表。

益が上げられるのである。割高、割安の分析は債券価格評価のモデルを駆使して行われる。わずかな金利差の変化で高いリターンを実現するために、高いレバレッジ比率を利用した取引が行われる。

今回のポジションは、米財務省証券と他の債券スプレッドの縮小をにらみ、米財務省証券を売り、モーゲージ担保証券などの債券を買う戦略や、欧州の通貨統合による欧州各国間の金利差の縮小を踏まえ、ドイツ国債を売り、イタリアなど他の欧州諸国の債券を買う戦略などであったと言われる。ところが、質への逃避により、米財務省証券やドイツ国債に資金が集中し、それ以外の債券とのスプレッドが逆に急拡大してしまったのである。

評価ロスの拡大により、LTCM は借り入れた資金や債券に対してマージンコールに迫られる。これに対応するため、ポジションの解消を図るが、優良債券を除けば市場が悪化し、流動性も枯渇している中では、大きなロスを実現させずには反対売買ができない。また、取引の規模が大きいため、ポジション解消の行動が、一層、市場を動かし、損失を拡大させてしまう。この結果、LTCM は加速度的に資本を食いつぶす過程に入りつつあった。

レバレッジの高さが問題を大きくしていたことは言うまでもない。8月末の資本金 22 億ドルに対し、銀行や投資銀行から借り入れを行い 1250 億ドルのポジションを持っていた。57 倍という高レバレッジである。年初の資本金が 48 億ドル程度であったから、これに比べても、26 倍のレバレッジである。また、運用資産を担保にデリバティブ取引を行っており、想定元本は 1.25 兆ドルに達していたと言われる。

LTCM は、1980 年代、ソロモン・ブラザーズで、財務省証券のアービトラージ・トレーディング部門を率いて同社のトレーディング部門に黄金時代をもたらしたメリウエザー氏が 1993 年に設立したヘッジファンド会社である。同氏は、ソロモンの副会長に就任後、1991 年に同社の不祥事に際して辞任していた。ノーベル経済学賞受賞者のマイロン・シヨールズやロバート・マートンもアドバイザーを勤めており、ドリーム・チームとも、ベストアンドブライテストとも賞賛されてきたファンドである。

単に名声だけではなく、実力を見ても、設立以来のリターンは、95 年、96 年は、年率 40% に達しており、数あるヘッジファンドの中でもトップクラスの存在であった。

こうしたブランドイメージも実績も抜群の同ファンドには、内外の有力金融機関が多額の投融資を行い、また取引のカウンターパーティとなっていた。従って LTCM の破綻は、これら有力金融機関の大幅な投資損失や巨額の融資の回収難につながり、金融システムに対する不安の拡大をもたらすおそれが拡大した。

既に、アジア、ロシア、中南米の危機は、これらの地域でのビジネスや、投融資を強化してきた米国の銀行、証券会社の収益を直接的に圧迫しつつあった。すなわち、8 月 27 日には、クレディスイスが、ロシア市場混乱により、少なくとも 5 億ドルの損失を受けたことを公表したのを皮切りに、チェース、DLJ、メリルリンチ、バンカメなど、各社の損失発表が相次いだ。そこに LTCM の破綻が生じると、巨額損失が加わりかねなくなったわけである。

2) 事態収集に乗り出したニューヨーク連銀

9月初頭、LTCMの損失のニュースが金融市場を駆けめぐった時、ニューヨーク連銀も、当然、関心をもち、金融関係者から情報収集をし、また、LTCM自体からも状況説明を受けたが、当初は、連銀としての通常の金融市場に関する関心事項の一つに留まっていた。

しかし、9月18日頃までには、マージンコールに対応しようと、LTCMが資金集めに奔走したため、同社の状況が抜き差しならない所に来ていることが、金融関係者の間で広く感知されるに至り、市場の不安が徐々に蓄積されてきたのである。

この段階で、ニューヨーク連銀のマクドナー総裁は、ウォールストリートの銀行、証券会社幹部に次々と電話をした結果、LTCMの破綻が世界の金融市場に深刻な影響をもたらすという認識を彼らと共有するに至った。

9月20日、この日は日曜日であったが、同総裁は、グリーンスパンFRB総裁とルービン財務長官の了承を得て、スタッフをLTCMに向かわせ、事態の把握に乗り出した。このミーティングで、ニューヨーク連銀は、LTCMの主要なポジションの概要や主たるカウンターパーティに対するエクスポージャーを把握した。同時に同社が流動性の枯渇した市場でポジションを手じまうのに苦勞し、また資金繰りに窮している実態をつかんだ。そして、LTCMのグローバルなポジションは、これまで市場関係者が想像していた以上の金額であることを、FRBのスタッフは知ったのである。

9月22日早朝、ニューヨーク連銀は、ゴールドマン・サックス、メリルリンチ、JPモルガンの代表者を招き対応を協議した。この協議を受けて急きょ設置された三つのワーキンググループ¹が検討した結果、現実的な対応策は、救済コンソーシアムの結成しかないという結論に達した。

この結論の下、コンソーシアムの条件など細目の議論が始まったのが午後7時である。午後8時半には、他の関係会社も会議に参加した。この日は、最終結論に達せず、結局、翌日午前10時に議論を再開することで合意された。コンソーシアムの細目決定に関する議論にはニューヨーク連銀の関係者は同席したが、何ら意見を述べていないとされる。

翌23日、深夜にロンドンから帰国したマクドナー総裁は、早朝、海外の中央銀行への状況説明に追われた。午前10時の会議再開の直前、バークシャー・ハザウェイ、AIG、ゴールドマンサックスがLTCMの買収を提案したため、救済案は一時棚上げにされた。しかし、午後12時30分、結局、LTCMがこの買収提案を拒否したことが明らかになった。午後1時に再開された救済案の議論は、5時間ほど続き、結果、同日夕刻、14社がLTCMへの合計36億ドルの資本注入に合意するに至った。このうち、6社が経営管理委員会を組織し、ファンドのいっさいの経営決定権を握り、株式の90%を支配することとなった。(表2)

¹ このワーキンググループには、本文中の3社の他、UBSのスタッフも加わった。ニューヨーク連銀のスタッフはワーキンググループには参加していない。

表 2 LTCMを救済する14金融機関と出資金額

銀行・証券会社名	出資金額
ゴールド・サックス*	300
J. P. モルガン*	300
メリルリンチ*	300
モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター*	300
ソロモン・スミス・バーニー*	300
UBS*	300
パークレイズ	300
バンカース・トラスト	300
チェース・マンハッタン	300
クレディ・スイス・ファースト・ボストン	300
ドイチェ・バンク	300
ソシエテ・ジェネラル	125
リーマン・ブラザーズ	100
パリバ	100
合計	3,625

(注) *は中核6社で構成する経営管理委員会のメンバー会社

FRBのLTCM事件への対応は、この救済劇に留まらなかった。事態の悪化を抑止すべく、FRBは9月29日、2年8ヶ月ぶりの金融緩和に踏み切り、FFレートの誘導目標を0.25%引き下げ、5.25%とした。次いで、半月と経たない10月15日に、FRBは、公定歩合を5.0%から4.75%に引き下げると同時に、FFレートの誘導目標を5.25%から5.0%に引き下げることを発表した。公定歩合の引き下げは96年1月31日以来33ヶ月ぶりである。半月に二度もFFレートを変更したことも、またFOMC以外のタイミングで政策金利を変更したことも、異例づくめの措置であった。

FRBがこのように、一ヘッジファンドに過ぎないLTCMの危機に対して、異例の対応を展開した背景は、次のように説明される。まず、アジア、エマージング危機を受けて、金融機関の収益に陰りが見え始めていたが、ここで、LTCMが破綻すると、LTCMに投融資していたり、あるいは取引のカウンターパーティとなっていた金融機関にとって、多大な打撃となることが予想された。特にカウンターパーティがその時の市場価格でポジションを解消できるならそれほど問題ないが、数百億ドルのポジション解消売りが殺到し、関連する証券の価格が急落することが見込まれた。こうした事態になれば、LTCMのカウンターパーティとなっている75以上の金融機関の中には、数十億ドル規模の損失に直面する所が出てくるところであった。

こうしたLTCMに直接関わっていた金融機関以外においても、こうした相場の急変動は、そのトレーディングポジションにおける重大な損失につながる。金融機関によっては、自己ポジションで、似たような裁定取引を行ってきた所は少なくないからである。

LTCM危機は、エマージング投資やヘッジファンドとの取引も含め、各種のハイリスク取引を行ってきた金融機関にとって、深刻な影響を及ぼし、金融システム全体の混乱につながりかねない事態だったのである。

3) 持続する金融システム不安

このようにFRBの異例の行動により、LTCM破綻が他の金融機関に連鎖的な損失拡大を生むという最悪の事態は、とりあえず回避されたかに見える。しかしこの事件を契機に、欧米先進国金融機関のリスク・エクスポージャーの問題が露呈され、金融システム不安が広がっている。

先述の通り、8月のロシア危機を受けて、各金融機関は、ロシア関連の損失を相次いで発表した。その後9月にかけても、財務省証券と他の証券のスプレッドの拡大は続き、ヘッジファンド関連以外にも、金融機関の新たな損失が生じるなどした結果、7-9月期の決算に関しては、各社が大幅な減益を相次いで発表している(表3)。特に、9月24日には、UBSがLTCM関連で、7億8,000万ドルの損失を発表し、10月2日にカピアラベッタ会長が辞任した。メリルリンチも、7-9月期の純利益が1億6,400万ドルの赤字に転落し、全従業員の5%にあたる3,400人の削減を発表した。また、バンカメは、DEショーに委託していたヘッジファンド的運用スキームで、3億7,000万ドルの損失を被ったことを明らかにした。

米国の多くの金融機関は、4-6月期に軒並み史上最高の利益を記録していたが、様変わりした事態となったのである。図1に見るように、過去数年一本調子の上昇を続けてきた銀行・証券株も、8月以降、急落に転じた。

表3 LTCM事件後の欧米金融機関の動向

バンカメ	7-9月期の純利益は3億7,200万ドル。前年同期比78.4%減。 DEショーのヘッジファンド的運用に対する3億7,200万ドルの債権を償却へ。 デービッド・コールター社長が辞任。
JPモルガン	7-9月期の純利益は1億5,600万ドル。前年同期比60.6%減少。 ロシア関連の損失は1億3,000万ドル。
バンカース・トラスト	7-9月期の純利益は4億8,800万ドルの赤字。 エマージング市場部門が3億9,000万ドルの損失。投資銀行部門がハイイールド債のスプレッド拡大により、1億4,200万ドルの損失。 年間営業支出の8%にあたる約3億ドルの経費削減を行うと発表。総従業員20,500人の少なくとも10%が削減されるとの予想も。
メリルリンチ	7-9月期の純利益は1億6,400万ドルの赤字。 自己勘定によるトレーディング部門の収入が前年同期に比べて7割落ち込む。全従業員の5%にあたる3,400人の削減を発表。
ソロモン・スミス・バーニー	7-9月期の純利益は3億2,490万ドルの赤字。 トレーディング損失13億3,090万ドル。このうち、グローバルアービトラージとロシア危機によるトレーディング損失が7億ドル。
クレディスイス	ロシア市場の混乱により、少なくとも5億ドルの損失と発表。
UBS	LTCM関連で、7億8,000万ドルの損失を発表。ロシア関連でも4億6,800万ドルの損失を発表。マティス・カピアラベッタ会長を含む4人の幹部が辞任。

こうした中で、米国市場では、7月頃までは連銀の次の利上げのタイミングが取りざたされるような市場環境だったのに対し、一転して、クレジット・クラッシュ（信用収縮）論が台頭するに至っている。ヘッジファンド融資に対する担保掛け目が急上昇しているだけでなく、損失拡大の中で、融資一般に対する慎重姿勢が顕在化しているとされる。投資銀行においても、引き受け姿勢が慎重化している。また、企業サイドも株式、社債市場の急落で、IPOや資本市場調達自体が困難となっている。

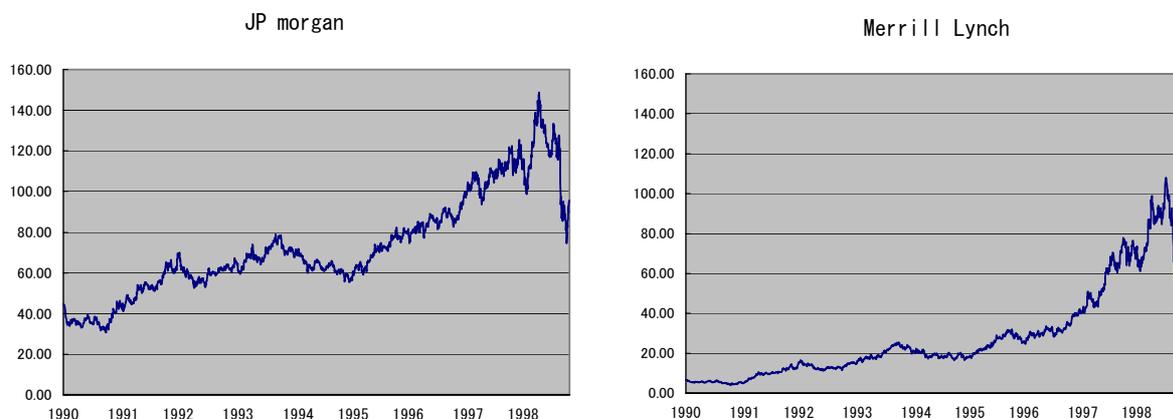
FRBも、10月15日の利下げの際におけるプレスリリースで、「金融機関の貸出態度の慎重化 (growing cautions by lenders)」と「金融市場の不安定化 (unsettled conditions in financial markets)」が、「将来的に総需要を抑制する可能性が高い」と懸念を表明している。

今後、事態は楽観を許さない。例えば、他のヘッジファンド関連の損失が表面化する可能性も否定できない。前記の通り、バンカメもDEショーを通じたヘッジファンド的運用スキームへの投融資（バンカメがペーパー・カンパニーに融資し、同ペーパー・カンパニーがDEショーの運用に出資）で損失を計上した。

LTCMのように高いレバレッジを利用し、かつ巨額の運用資産を抱えたファンドは特殊な例とされるが、より小規模でレバレッジが小さなファンドでも、複数がまとまって危機に陥ったら、それなりのインパクトを持ちかねない。その時、また連銀がLTCMに対して行ったような救済措置をアレンジするのであろうか。こうしたことが生じる可能性は小さいとされるが、不確実性が残る限り、市場は神経質な展開とならざるをえない。

より懸念されるのは、市場環境が好転しないままでは、金融機関自身の本業の収益低迷や、自己のトレーディング勘定の悪化の可能性である。信用収縮の悪化が米国経済全体の減速をもたらし、金融機関の本業の収益低下につながる懸念がある他、ブラジルなど中南米の金融危機が深刻化すれば、これら諸国に多くの債権を抱える米国金融機関にとっては、大きな打撃となりかねない。LTCM事件の終章は未だ見えてこないのである。

図1 米国金融機関の株価



(出所) Bloomberg

2. ヘッジファンド問題と金融機関問題

1) ヘッジファンドへの批判

80年代後半以降、急成長を遂げたヘッジファンドは、デリバティブや空売りを駆使した自在な投資手法で、しばしば市場の鬼子的存在に扱われてきた。92年のERM危機や、94年のボンドマーケットの混乱、94～95年のメキシコ危機、97年のアジア通貨危機と、90年代に生じた金融市場の大きな波乱のたびに、ヘッジファンドが仕掛け人ではないかと、クローズアップされた。昨年アジア通貨危機の折には、マレーシアのマハティール首相などが、言を極めてヘッジファンドを非難したことは、記憶に新しい。

米国は、ヘッジファンドに対するこうした批判に距離を置き、むしろ、「1996年全国証券市場改革法」においては、ヘッジファンドを購入できる投資家層を拡大させた²。欧州においても、例えば欧州委員会の委員が「アジアは一層の金融自由化が必要」として、投機規制論に反対の意見を主張していた³。

しかし今回、金融市場の混乱がロシア、中南米へと飛び火し、さらにLTCM事件が大きな反響を呼んだ結果、米国も含め、世界的にヘッジファンド問題への対応が議論の俎上に乗ることとなった。

LTCM救済劇の5日目には、米議会で公聴会が急ぎで開催され、ヘッジファンドの問題と、LTCMの救済にニューヨーク連銀がイニシアティブを発揮したことの妥当性についての議論がなされた。

また10月3日、ワシントンで開催されたG7蔵相中央銀行総裁会議では、「全ての金融機関についてより良い透明性と情報公開、先進国におけるリスク管理システムと信頼性の基準に焦点を当てた規制の向上を図りながら、健全な資本移動を促進すること」という方針が共同声明に盛り込まれた。また、IMF暫定委員会でも、「委員会は高度のレバレッジを使うものも含め、国際的な機関投資家のオペレーションに関し、金融監督の観点から追加的な情報開示の要請、あるいは規制が適切かという観点から、関係機関に深みのある分析を行うように求めた」、「委員会は理事会に対して資本移動規制の使用の経験、どのような状況でこうした規制が適切な対応であるかにつき再検討するよう要請した」との声明が発表された。

10月13日には、欧州中銀の銀行監督委員長を務めるマイスタードイツ連銀理事が、ヘッジファンドの借り入れに自己資本の10倍までという上限を設けたり、銀行のヘッジファンドへの出資を原則禁止することといった具体策を提案している。同時に、新たな監督機関を設けることにも前向きな姿勢を示した。

一方、米国の先物規制当局であるCFTCは、従来からの主張であるOTCデリバティブ規

² 大崎貞和「我が国における私募投資信託の導入」『資本市場クォーターリー』1998年春号参照。

³ 97年9月のIMF・世銀主催のセミナーでのドシルギ委員の発言。

制論を、昨今盛んに強調している。

G7 や IMF の声明の趣旨も反映し、ヘッジファンドの問題や、国際資本移動の問題に関する議論が、今後活発化しよう。

こうした規制の議論において、注意すべき点がいくつかある。まず、そもそもヘッジファンドを規制するといっても、ヘッジファンドをどう定義するのか、という問題があることである。例えば、私募の投資ファンドと定義するとしても、ベンチャーキャピタルや LBO ファンドなども含まれる。通常ヘッジファンドと呼ばれているものでも、レバレッジを効かせてグローバルな投資機会を狙うファンドもあれば、レバレッジのほとんどない不良資産関連ファンドもある。これを全てヘッジファンドとして、一様の規制を課すとすれば乱暴である。

規制の実効性の問題もある。オフショアに設立されたヘッジファンドについては、各国の監督権限は直接及ばない。

また、規制が逆効果になるという懸念もある。短期資本移動の導入は、一般事業会社の国際的な活動にも悪影響をもたらそう。特に世界的な信用収縮が懸念される中での規制強化には、慎重を期す必要がある。もちろん、極めて洗練された投資家が多いヘッジファンドの活動を抑制することは、市場の効率性を低下させるという意見も強い。

より重要なことは、ヘッジファンドが原因とされる多くの問題において、実は、ヘッジファンドは氷山の一角に過ぎず、より大きな取引は、国際的な金融機関において行われる同様の取引であるという点である⁴。ヘッジファンドの多くは、国際的な金融機関に比べ情報収集のスタッフも少なく、また銀行ではないため、インターバンク取引にも参加できない。国際的な投資家としては大手銀行などに比べ、動きが遅いという指摘もある。従って、ヘッジファンドだけをターゲットとした規制では、意味が無いことになる。

2) LTCM問題の政策上のインプリケーション

このように単純なヘッジファンド規制論には問題も多く、今後どのような対応策が打ち出されていくのか、不透明である。ただ、今回の LTCM 問題の政策上のインプリケーションとしては、いくつか注目すべき点があり、これらの点が、今後の議論の行方を展望する上で、カギとなっていくものと思われる。

ヘッジファンドと市場のインテグリティ

まず第一に注目すべき点は、市場で大きなポジションをとる参加者により市場が攪乱されず、市場のインテグリティが保たれるようにするための既存の方策は、今回の危機の発生を抑止するのに役に立たなかったことである。

⁴ LTCM の運用資産は危機直前で 800 億ドルであるが、「LTCM の運用内容をそっくり模倣して米欧の金融機関が運用している資産は 1 兆ドルを超える」という報道もある。日本経済新聞 1998 年 10 月 25 日。

一般に、人々より資金を集めて、これを運用する集会的投資スキームについては、投資家保護、市場のインテグリティ（健全性）、そしてシステミックリスクの防止という3つの観点から公的介入の必要性が正当化されうる⁵。

しかしヘッジファンドに関しては、プロの投資家からのみ資金を集めるという性格上、投資家保護の観点は問題とされにくい。当局への登録や開示、各種の厳しい運用規制が課されないのも、投資家が十分自己責任で投資できる者に限られており、不特定多数に公募されるファンドのような、厳格な投資家保護の仕組みは必要とされないためである。仮に、破綻しても、そうした投資家の判断ミスということで片づけられる。

また、システミックリスクについては、主として決済を担う銀行において最も問題となるものであり、ヘッジファンドにおいてはそれほど重要なポイントとされてこなかった。

そこで、2番目の市場のインテグリティという点が、これまでのヘッジファンド規制論者の問題意識であった。一般に市場のインテグリティ確保のための規制は、市場における価格操作の可能性を最小化することを目的とする。そのための手段は、相場操縦行為の直接的な禁止の他、透明性の向上や一参加者が特定の市場でとることのできるポジションのサイズに制限を設けることである。

例えば、米国財務省は、外為市場における大口参加者のポジションをモニターしている。これは、大口参加者が連銀に報告することによって行われているが、デリバティブやクロスカレンシー金利スワップの情報も含まれる。報告義務を課されているのは、銀行、証券会社、企業、非営利団体、ミューチャルファンドのみならず、ヘッジファンドも含まれる。

この他、財務省証券における大口ポジションの報告制度、株式における5%ルールや、先物取引所における持高規制、サーキットブレーカーといった制度がある。マージン規制なども、過度なポジション形成がなされないようにする工夫になりうる。

このように、各種の制度や規制があり、ヘッジファンドといえども米国市場で取引する限り、この枠組みの下で行動している。しかし、LTCM問題の抑止には役立たなかったのである。米国債のポジションの報告を受けることで、米国債市場に対する影響は多少推し量ることができるにしても、他の各種の金融商品についてのポジションとの関係で把握しなければ、その影響は図りがたい。グローバルに様々なポジションを展開している場合はなおさらである。一定規模のポジションの持つ意味も、市場環境によって、影響力は変わる。このように、投資家の何らかの行動が、金融市場全体に大きな影響を与えることを阻止するのは、既存の枠組みでは困難なことがはっきりした。

ヘッジファンドとシステミックリスク

注目点の第二は、従来ヘッジファンドに関しては、それほど重要な問題と考えられてこなかったシステミックリスクの問題が、実は、無視できない重大な問題であることが、今

⁵ IMF, "Hedge Funds and Financial Market Dynamics", *Occasional Paper*, May 1998 参照。

回、露呈したことである。

LTCM というヘッジファンドの窮状に対し、ニューヨーク連銀が先に見たような危機感を抱き、その救済にイニシアティブを発揮しなければならなかったのも、同社の破綻が、他の金融機関の損失急拡大や信用不安の勃発といったレベルに発展する、システミックリスクを懸念したからに他ならない。

98年5月に発表されたIMFのヘッジファンドについてのレポートにおいては、一部のヘッジファンドのように、大手で、特にレバレッジを使っているような投資家の問題が、そこに資金を提供したり、取引執行サービスを提供している金融機関にとってのリスクとなりうる、という問題提起はなされている。

しかしここでは、これら金融機関は、取引相手のヘッジファンドとは、十分な精査（デューデリジェンス）を事前にした上でつきあっていること、ヘッジファンド向け融資はほとんど担保付きであり、仮に追い証に対応できなければ、契約をうち切ることができること、大手金融機関では、各種の信用リスク・モニタリングの仕組みが機能していること、及びSECやCFTCによる信用リスクコントロールの体制があること、などについて紹介されているのみで、特に現状に対する問題意識は表明されていない。むしろ、システミックリスクは存在するが、だからといって、新たな規制は正当化されるものではない、と主張されている。

今回、ヘッジファンドが重大なシステミックリスクをもたらした結果、こうした認識も再考を迫られる可能性があるだろう。

金融機関のプルデンシャル・レギュレーションのあり方

今回の事件の公共政策上のインプリケーションとして、以上の二点よりも、おそらく重大なポイントは、金融機関のリスク管理体制のあり方、そして監督当局の監督・検査のあり方について、重大な懸念が生じたことである。

まず、LTCMのような、ヘッジファンドの中でも例外的なほどレバレッジが高く、かつその運用実態についても極端に秘密主義を保っていたファンドに欧米主要銀行が競って出資し、また積極的な融資を行っていた。またバンカメは、子会社への融資の形態をとりながら、ヘッジファンドに投資していたが、これが大幅な損失を被った。

このように、一般にリスクの高い存在とみなされるヘッジファンドとの取引に、金融機関が深く関与していたことは妥当なのかどうかはまず問われているのである。

さらに問題なのは、先述の通り、金融機関自身が社内でヘッジファンドと同様のハイリスクの取引を行ってきたことである。もともと、金融機関のトレーディング部門で自己勘定取引を行ってきた有能トレーダーが、独立して設立したヘッジファンドも多い。逆に言えば、ヘッジファンドが行っているような取引は、大手金融機関でも日常的な業務として行われている。LTCMは、財務省証券をショートし、内外の社債等に運用するというスプレッド・プレーを行っていたが、同様のポジションをとっていた金融機関が多かったから

こそ、ニューヨーク連銀は、LTCM が破綻し、ポジション解消売りが急増することを恐れたのである。またエマージング市場への投資なども、各種の機関投資家も積極的に行っていた。

米国の銀行は、80年代初頭は、オイルダラーのリサイクルというかけ声の下行われた中南米融資の焦げ付き問題、80年代半ばは、合併・買収関連のいわゆる HLT (Highly Leveraged Transaction) の破綻、80年代後半から90年代の初めにかけては、不動産市場の崩壊と不動産関連融資の不良債権化というように、繰り返し巨額の損失を抱え、そのリスク管理体制を根本から問われる事態に直面した。この他、個別行のレベルで見れば、デリバティブやトレーディングで大きな損失を被ったケースも少なくない。

このように銀行の問題が繰り返される過程で、銀行に対する当局の検査・監督体制も洗練されていき、また、銀行自身のリスク管理体制や手法もより高度のものとなっていった。そして、93年以降最近に至るまで、景気の拡大にも支えられ、銀行の経営環境は着実に改善していったのである。

しかし、今回の事件が意味することは、こうした金融当局の検査・監督体制も、銀行のリスク管理体制も盤石ではなかったということである。投資銀行やその他の金融仲介機関の多くも、同様の教訓を学ばざるをえなかった。新たなプルデンシヤル・レギュレーション、新たなリスク管理体制の確立に向けての模索がまた始まるわけである。

3. ヘッジファンド業界の行方

1) 第二の試練の時代の到来

ヘッジファンドは、もともと、1949年、社会学者でジャーナリストのアルフレッド・ジョーンズが設立した、ジョーンズ・ヘッジファンドが第一号である⁶。割高株のショートと割安株のロングを組み合わせ、市場全体の上下変動に関わらず、魅力的なリターンをあげられることが売り物であった。市場リスクをヘッジできるという意味で、ヘッジファンドという言葉が使われた。同時に一定のレバレッジを効かせることで、リターンをかさ上げる工夫も導入した。

ヘッジファンドは、1966年～68年の go-go years の時に急増し、1968年時点で140本あったと言われる。株式相場の上昇が続いたため、これらのファンドは、次第に、株のロングとショートを組み合わせるという本来のヘッジファンドではなく、単に、レバレッジに大きく依存して、株を買うという性格を強めていった。この結果、1968年末以降の市場下落の中で、28の大型ファンドの純資産は1970年末までに70%低下し、このうち5つのフ

⁶ 以下、ヘッジファンドの歴史については、前掲 IMF 論文の他、Hills, R., *Hedge Funds*, Rushmere Wynne Limited, 1996などを参照。

ファンドは閉鎖され、より小さいファンドも次々と消滅していった。

この第一の試練を生き延びたヘッジファンドが再び脚光を浴びたのは、1980年代の半ばである。特に1985年にドル安への転換を読み、グローバルな通貨オプション投資で高リターンを上げたタイガーファンドに関する記事が雑誌に掲載されたのを契機に、数百のヘッジファンドが雨後の竹の子のように設立されたのである。その後、本年夏に至るまで、表4に見るようにヘッジファンドの隆盛が続いた。

80年代以降のヘッジファンド・ブームは、株式を中心としたロング・ショート取引が基本であった前回のブームと異なり、金融イノベーションの進展や、各国における金融市場の自由化、資本移動の自由化を受け、株式、債券、通貨、商品といった多様な資産にまたがり、先物、オプション、スワップなどを駆使しながら、エマージング市場も含め、グローバルにプレイするファンドが脚光を浴びた。

しかし今回のLTCM事件を契機にこの流れは大きな転機を迎え、ヘッジファンド業界は1960年代末に次ぐ、第二の試練の時代を迎えることは確実であろう。

一部のヘッジファンドは、エマージング市場での損失や、LTCM同様、「質への逃避」によるスプレッド・プレーの失敗で、大きな打撃を被り、閉鎖を余儀なくされている。そこまでの損失に見舞われなかったファンドでも、今後、信用収縮が懸念される中で、ヘッジファンドへの投資の縮小や、資金の引き上げ、取引の絞り込みの問題に直面することとなる。

表4 ヘッジファンドの規模(推計)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
全体										
ファンド数	1,373	1,648	1,977	2,373	2,848	3,417	4,100	4,700	5,100	5,500
運用資産(10億ドル)	42	58	67	94	120	172	189	217	261	295
アメリカ										
ファンド数	1,005	1,206	1,447	1,736	2,083	2,500	3,000	3,370	3,590	3,790
運用資産(10億ドル)	25	34	41	58	74	101	112	125	146	159
オフショア										
ファンド数	368	442	530	637	765	917	1,100	1,330	1,510	1,710
運用資産(10億ドル)	17	24	26	36	46	71	77	92	115	136

(注) ヘッジファンドの規模のデータは、公式の統計が無く、いくつかの民間の調査会社が独自に集計し、発表している。上記のVAN社のデータ以外に、例えば Managed Account Reports社の統計では、1997年におき、ファンドオブファンズを除くと853本、899億ドル、ファンドオブファンズを含めると1,115本、1,095億ドルのヘッジファンドが報告されている。また、ヘッジファンドリサーチ社の推計では、97年9月末で、ファンド数3,000、資産規模は、3,676億ドルとされる。

(出所) VAN Hedge Fund Advisors, Inc.

2) 良いヘッジファンド、悪いヘッジファンド

しかし、今回も、第一の試練の時代のように、15年という長きにわたり、ヘッジファンドという存在が、金融・証券市場の歴史の中に埋もれてしまうことになるのであろうか。おそらく、そういうことにはなるまい。

ヘッジファンドの多様性

まず、今しばらくの間は、ヘッジファンドというレッテルがつけられているだけで、これを忌避する投資家が多いままであろう。しかし、やがて、ヘッジファンドと言われるものの全てが、問題なのではないという素朴な事実が気が付くはずである。

図2は、本年1月から8月までの各種のヘッジファンドのリターンを示したものである。ここでわかるように、30%近い損失を出しているエマージング・ファンドのようなファンドもあるが、多くのタイプのファンドは、米国の株式型ミューチュアル・ファンドがマイナス10%以上のパフォーマンスとなっているのに比べても、相対的に良好なパフォーマンスを維持しているものが多い。

高レバレッジファンドは例外的

ヘッジファンドはレバレッジが高く、従ってリスクが高い、従って投資を避けるべきだ、といった風潮も今回広がっているが、賢明な投資家は、こうした誤解に惑わされないであろう。表5に見るように、スタイルにもよるが、2倍以上のレバレッジとなっているのは15.6%に過ぎない。レバレッジを全く利用していないファンドも30%以上ある。LTCMのように数十倍のレバレッジを利用するファンドは、確かに少数派なのである。

また、レバレッジの数値の持つ意味も、良く吟味する必要がある。単純化された例で見れば、投資家から5,000万ドル集め、うち2,500万ドルを証拠金として5,000万ドルの割高株のショートを行い、残りの2,500万ドルを証拠金として5,000万ドルの割安株のロングを行うという投資戦略をとっていたとしよう。元手は5,000万ドルで、総ポジション量は1億ドルなので、レバレッジは2倍という計算になる。これに対して5,000万ドルを証拠金に1億ドルの株のロングポジションをとった場合、あるいは、その逆に1億ドルのショートポジションをとった場合も、レバレッジは2倍である。しかし、ロングとショートを半分づつ組み合わせたポジションと、市場の一方向の動きにかけたポジションでは、同じ2倍のレバレッジでも、そのリスクは異なる。

もちろん割安、割高の見通しが逆方向にふれるという可能性もあるが、株が上がるか、下がるかに賭けるのに比べ、ヒストリカルなデータに基づき、期待リスクの小さいポジションを構築することは可能である。この場合、もちろん期待リターンは低下するが、伝統的な株式や債券投資を単純に行うよりも、一定のレバレッジを使いつつ、ロングとショートを組み合わせることにより、期待リスク、リターンの組み合わせを、効率的にすること

表5 レバレッジの利用状況（1997年12月時点）

スタイル	レバレッジ 無し	レバレッジを利用		
		2倍未満	2倍以上	
マクロ	16.9%	83.1%	52.3%	30.8%
マーケット ニュートラル（アービトラージ）	18.2%	81.8%	22.7%	59.1%
スペシャル シチュエーション	19.9%	80.1%	73.0%	7.1%
ファンド オブ ファンズ	21.6%	78.4%	58.4%	20.0%
ショート セリング	22.2%	77.8%	75.0%	2.8%
オポチュニスティック	24.4%	75.6%	56.0%	19.7%
マーケット ニュートラル（セキュリティーズ ヘッジング）	31.5%	68.5%	42.5%	26.0%
マーケット タイミング	32.1%	67.9%	35.8%	32.1%
アグレッシブグロース	35.0%	65.0%	58.4%	6.6%
インカム	35.4%	64.6%	51.2%	13.4%
バリュー	35.7%	64.3%	61.0%	3.3%
エマージングマーケット	36.1%	63.9%	56.6%	7.3%
セブラル ストラテジー	45.1%	54.9%	52.9%	2.0%
ディストレスト セキュリティーズ	61.0%	39.0%	35.6%	3.4%
全体	30.1%	69.9%	54.3%	15.6%

（出所） VAN Hedge Fund Advisors, Inc

が可能になるからこそ、そもそもこうしたヘッジファンドに投資するニーズがあるわけである。

ディスクロージャーの実態

ヘッジファンドはディスクロージャーをせず、その実態は秘密のベールに包まれているというのも、一部のヘッジファンドに関する誇張された見方である。一般大衆向けのファンドではなく、プロの投資家向けの私募ファンドであるから、ディスクロの法的義務はなく、公開された情報が少ないということは確かであるが、顧客に対してディスクロージャーをしていないわけではない。むしろ、限定された優良顧客のみを相手にできるため、通常の投資信託以上に、きめの細かいリポーティングや投資戦略の説明を顧客に行っているファンドも多い。

LTCMも、8月末までの損失の実態と理由を、9月2日には全顧客に報告している。ただ、LTCMもその一つと言われるが、投資家に対して、どういう投資をするのか、あるいはどのような投資でどれだけの収益があがったのか、詳しく説明せずに資金を集めてきたファンドも無いわけではない。これは、そのファンドの過去の実績が極めて良く、また、ファンドマネジャーたちが伝説的に有能な人物であったりする場合、事細かな説明を求めず、投資家の方が、競って資金を出す傾向があったからである。ファンドとしても、後述の通り、運用資産の拡大よりも、適正規模の運用を目指すため、いろいろ情報を要求する投資家よりも、自分たちに全幅の信頼を置いてくれる投資家のみ、参加させたがったとしても不思議ではない。

冷静な選択が可能な機会の到来

今は、投資家にとり、ある意味で、良いヘッジファンドを冷静に見極め、投資することのできる絶好の機会と言えるかもしれない。これからは、ファンドは、資金を集めるためには、ますますディスクロージャーをせざるをえなくなっていくからである。これまでアクセスが困難であった良いファンドも、金融機関等からの投融資の減少で、敷居を低くしていこう。

また、98年夏までのように、一本調子で米国株式が上昇し続ける中では、実力以上に良好なパフォーマンスを上げることのできるファンドも多かったであろう。しかし、今回、市場の大きな変動が、厳格なフィルタリング機能を果たし、リスク管理能力も含め、ヘッジファンド会社の真の能力を試してくれたわけである。

この市場の審判を生き延びることが出来たか、出来ないか、生き延びたとしてもどのように生き延びたかで、今後は選別をかけることができる。

もちろん、ヘッジファンドだけではなく、ヘッジファンドの選別をアドバイスしたり、ファンド・オブ・ファンズの組成に携わっていたコンサルタントについても、その良し悪しが今回、明確になった。単に、選別のアドバイスをしたファンドが大きく損をしなかったかどうかという点だけではなく、こうした不安心理の高まりの時に、どの程度、的確に顧客対応をしたかどうかという点でも、差がついたのである。

実際、8月の危機を経ても良好なパフォーマンスを上げているファンドや、実力が証明された優良なコンサルタントには、むしろ従来以上に資金が集まる傾向が見られていると伝えられる。

3) ブティック・ファンドとしての合理性

以上から、8月危機で高まったヘッジファンドに対する、拒否反応や誤解から来る需要の落ち込みは、やがて解消されていこう。もちろん、信用収縮が叫ばれるなかで、ヘッジファンドへの資金の流入は全体として確実に細ることは確実であり、過去10年以上の急成長時代は転機を迎えたと考えられる。ただこれも、ヘッジファンドがバブル的な膨張の時代を経て、地に足の着いた健全な成長の時代に移行する過程とみなすべきである。

このように判断するのも、構造的に見て、ヘッジファンドというものに対する着実な供給要因と需要要因があると考えられるからである。

改めて、ヘッジファンドとは何かと考えると、プロの投資家を対象にしているため、公募投資信託のような各種の規制を課せられていないファンドのうち、市場性のあるものに投資するファンドということになる。

インセンティブ体系の特徴

こうした、プロ向けファンドの特徴はいくつかあるが、ファンドマネジャー自身が自己

資産を投入し、かつパフォーマンスの 20%程度を報酬として得ることができる点がまず重要である。これはヘッジファンドの供給サイド、すなわちヘッジファンド・ビジネスに携わり、ファンドを組成しようという有能なファンドマネジャーのインセンティブを今後とも支えていこう⁷。

通常の投資信託のファンドマネジャーが、自分の資産を投入したり、パフォーマンスに連動したフィーを得るようなことには規制がある。しかし、ヘッジファンドのマネジャーになれば、良いパフォーマンスを上げれば、自分の投下した資金も増大するし、パフォーマンスを高めるのに応じて、より良い報酬を手にすることができるのである。こうした魅力に惹かれ、通常の投資信託のアクティブ運用のマネジャーが、ヘッジファンド業界に移籍するといったこともしばしばある。

こうしたインセンティブ体系は、ヘッジファンドの需要サイド、すなわち投資家にとっても、好ましいものである。なぜならば、ファンドマネジャー自身が自己の財産をつぎ込み、パフォーマンス連動で報われるだけに、当然、極めて真剣な運用がなされることを期待できるのである。単純に言えば、他人の金で相場を張っているわけではないから、運用者をより信頼できるのである。

運用資産残高に対するマネジメントフィーは、これらの報酬に比べて通常小さいから、残高を過度に増やそうというインセンティブが働く弊害もない。残高を増やした結果、十分な運用ができず、パフォーマンスが下がることは、ファンドマネジャーとして報酬の減少につながるからである。従って、運用資産が大きくなりすぎると、一部を顧客に返却するようなケースも見られるほどである。

限定優良顧客向けファンドとしてのメリット

限定された顧客のみが投資家となっていることで、広告・宣伝に人や金のリソースをさく必要がなく、公募商品につきものの規制順守コストが最小化でき、また、顧客と運用者との間の親密なコンタクトが可能なことも、ヘッジファンドのメリットの一つである。このことは、投資家にとって望ましいことは言うまでもないが、大手のミューチュアルファンド会社に勤務し、複雑な官僚的組織の管理の下、一般大衆向けに大量に販売される無数のファンドの一つを黙々と運用し続けるよりも、ヘッジファンド業界で腕を振るう方が良いと判断するファンドマネジャーも多い。

良いヘッジファンドのマネジャーは、優れたファンドマネジャーであるだけでなく、自ら業界有数のエコノミスト兼アナリストであり、かつ優良な顧客を惹きつけ、顧客とのリレーションシップを維持・向上できる有能な営業マンでもある。巨大な大衆向けファンド製造工場ではなく、優良顧客にターゲットを絞ったプライベート・ファンドであるからこそ、

⁷ 一定のハードルレートを上回らないと、20%の成功報酬が支払われない場合もある。また損失を出すと、その損失を回復しない限り成功報酬を得ることはできない場合もある。これを **high watermark provision** と呼ぶ。

これが可能なのである。

こうしたブティック・ファンドとしてのヘッジファンドの性格は、表 6 を見ても明らかであろう。5 億ドル以上の規模のファンドはファンド数で見ても 4%に過ぎず、8 割以上が 1 億ドル未満のファンドである。もっとも数で見ても 4%の大型ファンドが、運用資産の 57%を占めており、いわゆる世間で、ヘッジファンドとして目立った動きをするのは、こうした一握りの大型ファンドである。ヘッジファンド業界は運用スタイルも経営スタイルも多様であるが、その多くはファンドマネジメント業界のベンチャー企業とも言うべき、ブティック・ファンドの集合体とみなすべきなのである。

他のオルターナティブ・インベストメントの多くも、ブティック・ファンドの形態を取るが、ヘッジファンドの特徴は、市場性のある証券への投資を中心としている点である。ヘッジファンドという名称は極めて、ミスリーディングであり、また多くの悪評が積みまわってしまった今日、これを、「流動的なブティック・ファンド」と呼ぶのが適切かもしれない。これに対し、6 年とか 10 年間の解約不能期間があるプライベート・エクイティは、「非流動的なブティック・ファンド」である。どちらも、オルターナティブ・インベスト

表 6 ヘッジファンドの規模別構成

	ファンド数構成比	運用資産構成比
5 億ドル以上	4 %	57 %
1 億ドル～5 億ドル未満	12 %	25 %
5,000 万ドル～1 億ドル未満	11 %	8 %
1,000 万ドル～5,000 万ドル未満	37 %	8 %
1,000 万ドル未満	36 %	2 %

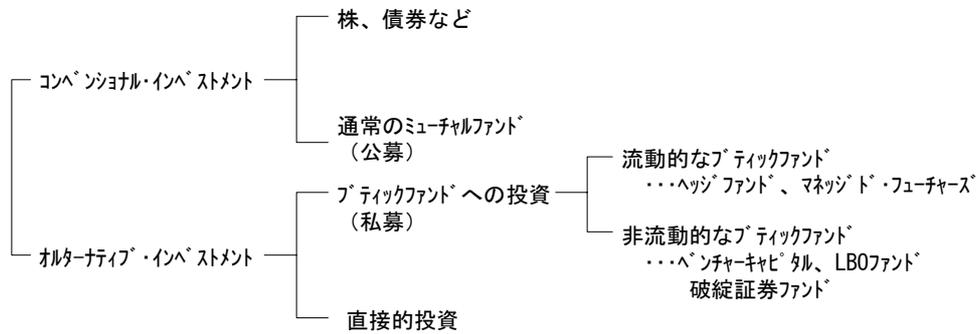
(出所) MAR/HEDGE

表 7 主要な大型ヘッジファンド

ファンド名	運用資産額 (10 億ドル)	ファンド名	運用資産額 (10 億ドル)
タイガー	5.1	ジャガー・ファンド NV	10.0
ムーブ・グローバル・インベストメント	4.0	クオンタム・ファンド NV	6.0
ハイブリッド・キャピタル・コーポ	1.4	クオンタム・インターストリアル・ファンド	2.4
インターキャップ	1.3	クオタ・ファンド NV	1.7
ローゼンバーグ・マーケット・ニュートラル	1.2	オメガ・オーバーシーズ・パートナーズ	1.7
エリントン・コンボジット	1.1	マーベリック・ファンド	1.7
ヘッジド・タクザブル・エクイバレント	1.0	ツバイク・タ・イマ・インターナショナル	1.6
クウォンティエイティブ・ロング／ショート	0.9	クワイザー・インターナショナル・ファンド NV	1.5
Sr インターナショナル・ファンド	0.9	SBC カレンシー・ポートフォリオ	1.5
ペリー・パートナーズ	0.8	ペリー・パートナーズ・インターナショナル	1.3

(出所) MAR/Hedge
(The New York Times, October 1, 1998)

図3 オルターナティブ・インベストメントとしてのヘッジファンド



(出所) 野村総合研究所

メントとしてそれぞれ評価されていくべきなのである (図3)。

4) オルターナティブ・インベストメントとしての意義

さて、そのオルターナティブ・インベストメントとしてのヘッジファンドの真価も、今回明確になり、今後ますます評価されていくであろう。そもそもオルターナティブ・インベストメントにおいては、これによって、伝統的な投資では達成できないリスク・リターンの実現し、より diversified (分散) されたポートフォリオ構築を実現しようというものである。

こうしたオルターナティブ・インベストメントの重要性は、近年、米国の機関投資家の間で強まっているが⁸、この一環として、ヘッジファンド投資の意義も正当に位置づけられるようになってきているのである。

表8に見られるように、ヘッジファンドの投資家には、伝統的に富裕個人が多い。しかし、図4に見られるように、最近、機関投資家の関心が高まっていることが確認される。

先述の図からも確認できるように、今回、多くのスタイルのヘッジファンドは S&P500 の動きとは異なる動きを示し、ポートフォリオの分散の手段としての意義を改めて証明した。また、ヘッジファンドを組み合わせる運用するファンドオブファンズも、分散効果を発揮していることが確認できる。

表9に見られるように、S&P500 が一本調子で上昇し、年平均 20.3% という歴史的にみて異例の高リターンが実現された過去 5 年においては、ヘッジファンドをポートフォリオに組み込むことの分散効果は忘れられがちであった。今後、米国株式市場がより正常なパフォーマンスに戻る中で、オルターナティブ・インベストメントとしてのヘッジファンドの

⁸ オルターナティブ・インベストメントとは、株や債券への伝統的 (conventional) な投資ではなく、ベンチャーキャピタルや LBO ファンドといったプライベート・エクイティへの投資やヘッジファンドへの投資、あるいは石油や森林への投資など、代替的 (alternative) な資産への投資や投資手法を指す。詳細は、淵田康之「オルターナティブ・インベストメント」『資本市場クォーターリー』97 年秋号参照。

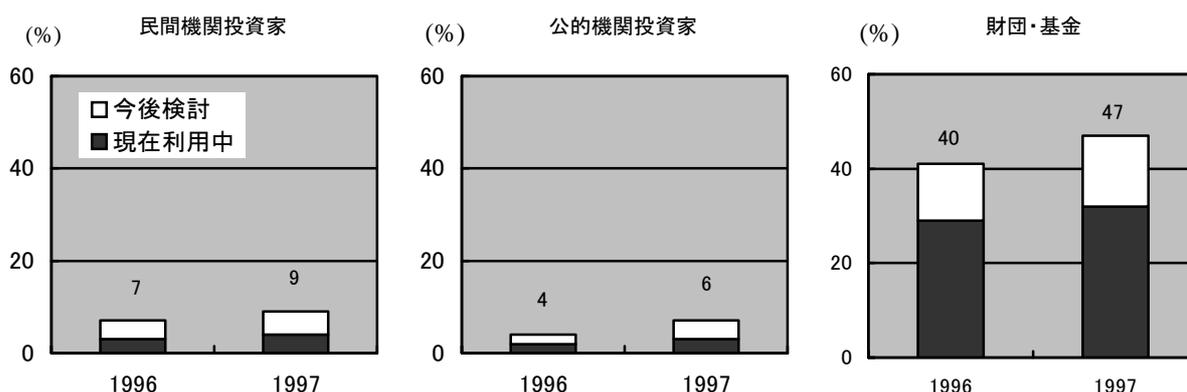
表 8 ヘッジファンドの投資主体（金額ベース）

	全体	Relative Value	Event Driven	Equity Hedge	Global AA	Short Selling
富裕個人	53%	49%	52%	70%	32%	51%
ファンド・オブ・ファンズ、証券、保険	20%	18%	9%	19%	39%	36%
大学基金、財団	6%	2%	14%	7%	1%	6%
年金基金	14%	18%	21%	3%	19%	4%
その他 (企業を含む)	7%	12%	3%	2%	9%	3%

(注) Evaluation Associates Capital Marketsによるアンケート結果。ヘッジファンド50社の回答。
1996年6月時点。

(出所) William J. Czerend, *Fundamentals of Hedge Fund Investing*, McGraw Hill, 1998

図 4 米国投資家のヘッジファンドへの関心



(出所) Greenwich Associates

真価が再確認されることとなろう。こうした点からも、賢明な機関投資家にとって、オルタナティブ資産へのアロケーションを実現するための流動的な「ブティック・ファンド」としてのヘッジファンドへのニーズは、今回の事件にも関わらず、今後ともトレンドとしては高まる方向であろう。

ただもちろん、ポスト LTCM 時代においては、これまでのバブル的な成長を支えてきた金融機関によるヘッジファンドへの積極的な関わりは期待できない。投資家の慎重な選別姿勢も続こう。レバレッジの高かったファンドも、金融機関の融資の慎重化により、de-leverage のプロセスに入らざるを得ない。信用収縮も懸念される環境下では、ヘッジファンド業界は、全体として見れば、当面は、適正規模を求めて縮小していくこととなろう。

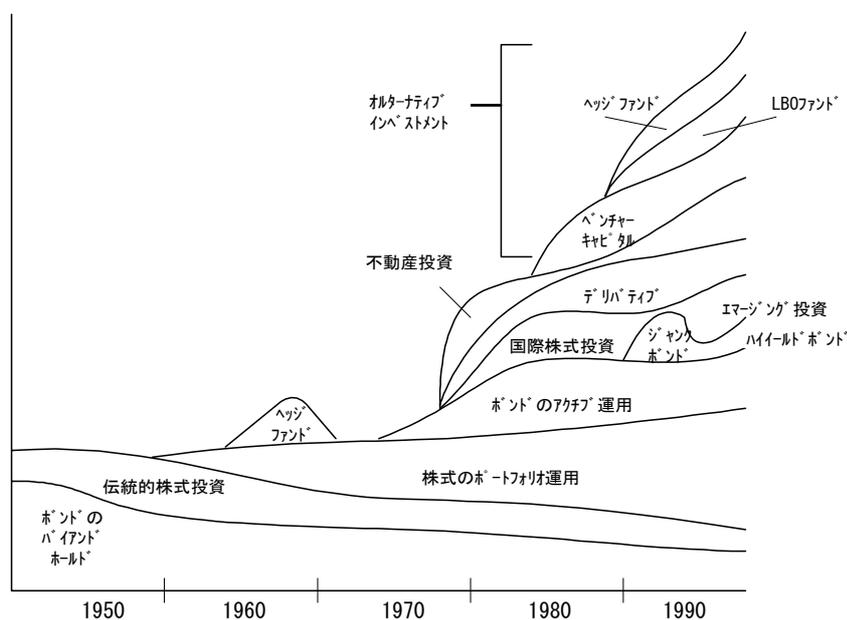
これがヘッジファンドの死を意味するものではないことは、既に述べた通りである。ヘッジファンドという言葉は死語になった方が良くかもしれないが、流動的なブティック・ファンドは今後も供給され、需要されていくのである。

これはちょうど、ジャンクボンド市場が90年2月のドレクセルの倒産で崩壊したものの、今日ではハイ・イールド・ボンド市場として、ごく当たり前に使われる市場となっているのと同じことである。

より長いパースペクティブで見てみよう。1950年代頃までにおいては、投資の世界はボンドを満期まで保有することが常識であった。その後、60年代に入り、年金の株式運用が始まり、第一次ヘッジファンド・ブームも生じた。70年代は、ボンドのアクティブ運用が始まった時代である。70年代後半には、金融先物、オプションも登場した。80年代は1979年のERISA法の制定を受け、ベンチャーキャピタル投資が始まった。80年代後半からはLBOファンドやヘッジファンドの隆盛が始まり、オルターナティブ・インベストメントが、一定のアセット・クラスとして認識されつつ、今日に至っている（図5）。

このように、かつては、リスクの高いものとして、忌避されていたものが、より diversified されたポートフォリオが求められる中で、正當に位置づけられるようになってきているのである。ヘッジファンドを特異なものとして、敵視する風潮は、今後悪いヘッジファンドが淘汰されていく過程で、やがて廃れていくはずである。

図5 アセットマネジメントの進化



(出所)野村総合研究所

おわりに一当面の注目点

中期的に見て、ヘッジファンド市場は正常化に向かおうが、その過程で、当面、金融市場の混乱が簡単には収まらないおそれがある。

今回、ヘッジファンドにおいて特徴的だった戦略は、スプレッド・プレーであり、キャリートレードである。まず、スプレッド・プレーで米国財務省証券やドイツ国債がショートされ、その他の社債等がロングされていた。このポジション解消の取引はまだ続くであろう。またヘッジファンドが損失の穴埋めを目指すため、円キャリートレード、すなわち、金利の低い円を借り、他の高金利通貨の債券に投資する取引のポジションを解消していったことが、急速な円高につながったが、こうしたポジション解消の動きが現時点で一巡したのかどうか不透明である。

ヘッジファンドの解約は30日～90日前の解約通知期間を経て、四半期末あるいは年末になされる。この辺の解約に関する規定（redemption policy）はファンドによってばらばらである。従って、この12月末にまとまった解約が発生するという観測は成り立つが、それ以前のどの時点で、各ファンドが解約の程度を知り、対応をとっていくのか不明確である。もちろん、各ファンドは、解約の実行のためのポジション調整を12月末日に一斉に行うわけではない。解約通知の動向を見ながら、時間をかけてポジションを減らし、現金化していく。ファンドによっては一定の現金ポジションを保有しており、この現金プールも利用できる。さらに、解約に対して、ファンドのロングポジションを減らすのか、ショートポジションを減らすのか、といった対応の違いによっても、マーケットのインパクトは全く異なるだろう。

なお、火元となったLTCMについては、救済コンソーシアムの管理による3年がかりの再編計画の下、利益の追求ではなく、マーケットへの影響を避けるようにポジションをアンwindしながら、安楽死を目指しているようである。

繰り返しになるが、こうした過程において、マーケットに何らかのインパクトが生じても、それはヘッジファンドのみのせいではなく、他の多くの金融機関が行っている同種の取引の影響が大きいと考えるべきである。ヘッジファンドを肥大化させたのも、金融機関であった。今回、こうした金融機関は、自ら大きな損失を被る形で、ハイリターン of 陰に潜む、ハイリスクの現実を味わっているのである。

ただこうした金融機関が抱える問題が、信用収縮や金融システムリスクにつながっている以上、金融機関の自己責任の問題としては片づけられない。振り返ると、過去の実体経済の問題の多くが、金融機関の過剰なリスクテイキングによって起きてきたわけである。

日本、アジア、ロシアなどの国だけではなく、これら諸国の金融システムを批判してきた米国において、金融機関の構造的な問題が改めて生じた。金融機関の各種行動の自由度を高めつつ、自己資本規制や早期是正措置などプルデンシャル（健全性）規制を洗練させていくという過去10年ほどの米国金融当局のポリシーミックスは、いまだ試行錯誤のプロ

セスにあることが証明されたわけである。

金融機関行動への自由と規制の適切なバランスをとりかねているなかでは、当面の実体経済は、金融に端を発する不安定性を抱きつつ推移していくことになるといわざるをえない。注目されるのは、ヘッジファンドの行方もさることながら、例えばブラジルの金融危機であり、アメリカの信用収縮の程度であり、またこれが日本の銀行のドル資金繰りに与える影響である。このような危機の連鎖を防いでいくのが、各国当局の緊急の課題である。同時に、今回の教訓を受け、より洗練された金融秩序維持の手段の模索が、どのように展開されていくのか、見守っていく必要がある。

(淵田 康之)