

# 教訓は自立した判断の必要性

早稲田大学大学院  
ファイナンス研究科教授

**四塚利樹** *Toshiki Yotsuzuka*



「サブプライム問題」は大方の予想を超えて広がり、欧米金融機関に巨額の損失をもたらしたばかりでなく、グローバルな実体経済を脅かす出来事となった。ヘッジファンドの破綻がまず大きく報じられたため、当初はヘッジファンドを悪玉とみなす規制論が勢いを増したが、今となってはいささかの外れであったといわざるを得ない。

2007年6月以降、証券化商品の価格が急落したのも、パニック的な一過性の流動性危機ではなく、市場が証券化商品のリスク評価を大幅に修正した結果と理解するのが妥当だろう。米国サブプライム・モーゲージの延滞率は、すでに2006年後半から目立って上昇し始めており、プライシングの修正はむしろ遅きに失したともいえる。ヘッジファンドの破綻がサブプライム危機の引き金を引いたわけではなく、隠れていた問題がそのような形で最初に顕在化したにすぎない。



しかし、ヘッジファンド業界にも

責任がなかったとはいえないだろう。中身が不透明な証券化商品の最もハイリスクな部分（CDOエクイティ）や、証券化商品をさらに証券化した商品（CDOスクエアード等）に積極的に投資してきたクレジット戦略系ヘッジファンドは多い。ハイリスク・ハイリターンへの追求は結構だが、彼らは大きなリスクに対して十分なリターンを要求せずに買い進み、結果的に不透明でハイリスクな商品の大量供給を促進する役割を果たした。このような無謀なファンドに多くの資金が集まったことは、サブプライム問題の規模を拡大させた要因の一つである。

もちろん、クレジット戦略系ヘッジファンドがすべてこのように安易で無謀な運用を行っていたわけではない。同じ分野でも、今回の危機を見越して逆張り運用で大きな収益を獲得したファンドもある。プライシングが修正されるまでポジションを取らず、潤沢な余裕資金を活用して破綻したファンドのポートフォリオを安く買い取った大手ファンドもあ

る。このように、ヘッジファンドの世界には多様性と柔軟性に基づく自律的な回復能力が備わっている。市場の安定性にとって必要なのは、こうした多様性と柔軟性をできる限り大きく育てることだろう。



ヘッジファンドの多様性を担保するのは、最終的には年金基金などの投資家の行動である。直近のパフォーマンスが好調などという理由で特定の運用戦略に資金が集中することは、市場参加者の多様性を損ない、市場の不安定性を招く可能性が高い。流行を追って群れるのではなく、投資機会が今どこにどれだけあるか、リスク要因は何か、各種の戦略を自分で分析・評価する姿勢が不可欠である。

投資戦略の偏りについては、すでに欧米の中央銀行やBIS、IMFなどが継続的に市場をモニターし、「金融安定性報告書」などの形で検討材料を提供している。投資家もこうした情報を活用し、自立した判断を行うことが求められている。 **AI**