



ヘッジファンド

過剰な規制は市場を不安定化させる

よつづか としき
四塚利樹

早稲田大学大学院教授

2007年夏にピークに達した「サブプライム危機」を契機として、ヘッジファンド規制論が再び勢いを増している。多額の損失を被ったヘッジファンドの破綻や閉鎖が、株式市場の急落などとともに報道されると、何か新たな対策が必要なのではないかと考えるのはたしかに自然な反応かもしれない。もともとヘッジファンドについては、何かよくわからないことをやって巨額の利益を稼いでいるというイメージが流布していることもあって、その活動を制限すべきだという主張は大衆迎合的な政治にも利用されやすい。

しかし、ヘッジファンドの監視や規制を主張する人々は、具体的にどんな手段を使ってどのような目的を達成しようとしているのだろうか。規制手段の有効性や実行可能性は検証したのか。規制が金融市場の重要な機能を阻害する危険はないのか。メディアの記事や論評などを見るかぎり、こうした論点を踏まえた冷静で建設的な議論は皆無に近く、はっきり言って疑問点だらけである。

ヘッジファンドの存在意義

ヘッジファンド業界は1990年

代前半からおおむね順調に成長してきたが、とりわけこの数年の拡大は著しい。業界全体の運用純資産は00年には4000億^{ドル}程度であったものが、07年6月末時点で約1兆6700億^{ドル}に達したと推定される。なぜヘッジファンド業界はこれほど成功したのだろうか。生保や投資信託などプロの運用者がすでに多数存在する世界で、ヘッジファンドはどのような存在意義を持つのだろうか。

多くの機関投資家は、法的規制などの制約や情報開示コストのため、デリバティブを利用した複雑なトレードイング戦略やハイリスクの投資機会を敬遠する傾向があり、その結果、一部の魅力的な投資機会が放置されがちとなる。規制が緩く運用の自由度が高いヘッジファンドは、そうしたところに資金を集中させて高

リターンを実現することにより、注目される存在となってきた。ヘッジファンドの投資戦略はきわめて多様だが、その基本は市場のゆがみ（割高・割安な資産が放置されている状態）を利用し、市場価格が適正価格へ収束していく過程で収益を得るといふものだ。ヘッジファンドが割安な資産を買えば価格は上昇、逆に割高な資産を空売りすれば価格は下落する。つまり、ヘッジファンドは市場のゆがみを修正し、マーケットの流動性や効率性を向上させる役割を果たしているのであり、過剰なヘッジファンド規制は市場の効率性を損なう危険が大きい。

具体的な例として、米国の政府系住宅金融機関が発行するモーゲージ証券（エージェンシーMBS）を見てみよう。住宅ローンの借り手が期

限前返済オプションを持ついることが、MBS価格と市場金利の関係を著しく複雑なものにしており、投資家にとっては大きなリスク要因となる。そのためMBSは理論的に割安な（利回りが高い）状態が長く続き、借り手にとっては割高なローンとなって跳ね返っていた。しかし02年ごろから債券アービトラージ系ヘッジファンドが積極的に買い進めるようになり、それが主な要因となって割安度は大幅に解消された。

割安度の減少は控えめに見てもMBS価格の3%以上であったと思われる。エージェンシーMBSの発行残高は4兆^{ドル}を超えており、その大半が近年発行されたものなので、金額にして概算1200億^{ドル}（14兆円前後）もの割安度（借り手にとっては割高度）が消滅したということになる。その少なからぬ部分は、新規住宅ローンのより効率的なプライシングとして借り手の利益となっているはずだ。

規制の目的は何か

ヘッジファンド規制の強化が議論される場合、その目的として挙げられるのは大きく分けて①投資家保護

の充実、および②システミック・リスクの予防・軽減、という2点である。

第1の「投資家保護」を考えると、えでまず思い出すべきなのは、「そもそもヘッジファンドとは投資家を限定する代わりに情報開示義務など公的規制を一部免除されて運用の自由度を得たファンドの一種である」という事実である。基本的に機関投資家や富裕層など自己責任で意思決定できる投資家のための商品であり、一般の個人投資家を保護する必要のあるリテール商品ではない。年金基金などの中には投資判断に疑問符が付くところもないわけではないが、それは基金や販売業者に対する規制で対処すべき筋の話である。リテール商品の中にヘッジファンド的要素を組み込む動きもあるが、これもリテール商品に関する販売規制の枠組みの中で扱うべき問題である。

トが引き金となって、大手ヘッジファンドであるロングチーム・キャピタル・マネジメント(LTCM)が破綻し、先進国の債券市場に大きな混乱をもたらした。主要国の中央銀行や監督官庁は、この「LTCM危機」をきっかけにヘッジファンドの動向に注目するようになった。

LTCM危機以後の規制手法

ヘッジファンドの規制に関する現行の国際的な枠組みは、バーゼル銀行監督委員会が99年に公表した報告書がベースとなっている。ここでは、ヘッジファンド自体の監視・規制は困難だという前提に立って、金融機関の監督という視点から、銀行とヘッジファンドの間の取引に焦点を当てるといふアプローチが採用された。銀行は従来、当局の監視下に置かれており、また中核的金融機関に深刻なダメージがなければ、ヘッジファンドが破綻しても金融システムは守られるはずである。銀行を通じて間接的コントロールは、有効性と効率性を兼ね備えた合理的な選択であったと言えよう。

マレーシアのマハティール元首相などによって声高に主張されてきた直接的なヘッジファンド規制論は、国際的な金融監督の枠組みの中で主流となることはなかった。07年5月

に開かれた主要8カ国財務相会合(G8)でも、外資による企業買収を警戒する主権国ドイツがヘッジファンド規制の強化を主張したものの、他国の支持が得られず、従来の枠組みが基本的に維持された。

規制強化論者の典型的な主張は、ヘッジファンドの「過大なレバレッジ」を抑制すべきだというものだが、規制のルールを明文化しようとする、レバレッジをどう定義するかというスタート時点でつまずいてしまう。バランスシート・レバレッジではデリバティブ取引などのリスクを捉えられないし、代替的なレバレッジ概念やリスク量の尺度もすべて難点を抱えており、強制的ルールの基礎として使えるような代物ではない。

現実的に言って、複雑で変化の速いヘッジファンドのリスクを適切にコントロールできるのは、リスクの中身をリアルタイムで理解・評価できる取引相手(投資銀行など)による市場規律しかありえないのだ。

サブプライム危機とヘッジファンド

米国のサブプライムローン(信用リスクの高い住宅ローン)の延滞率が目立って上昇し始めたのは06年後半だが、これを組み込んだ証券化商品(特に債務担保証券(CDO)の

メザニンとエクイティ)の価格はやや遅れて下がり始め、07年6月に入って急激に下落する展開となった。BBB格付けを持つメザニンは発行価格の6〜7割を失い、ハイリスクのCDOであるエクイティはほぼ無価値となった。

一部のヘッジファンドや金融機関では借り入れた資金で多額のCDO関連ポジションを保有していたが、価格の下落で評価損が膨らみ、貸手に供託していた担保の価値も急落した。追加担保を要求された運用者はポジション売却を余儀なくされたため、元々流動性の低いCDO市場で大量の売り(流動性需要)が発生することとなった。このような売却のプロセスが始まると買い手は非常に慎重になり、CDO価格の下落は加速する。運用者はさらに追加的なポジション解消を進めなければならなくなり、そのことがまた価格の下落に拍車をかける。その影響はAAA格付けを持つシニア・トランチにまで及んだ。98年のLTCM危機と似た負のスパイラルである。

多様な運用手法を採るヘッジファンド(マルチストラテジー・ファン)ドが担保不足に陥った場合、クレジット専門ファンドと違ってCDO以外のポジションを現金化することもできるため、CDO市場に対するプレッシャーは緩和される。その代

わり、一見無関係な他の市場にインパクトを与えることになる。

実際、8月第2週に入って突然統計的アービトラージなどのエクイティ・マーケット・ニュートラル(E MN)運用を行うファンドが軒並み大きな損失を出し、マーケット関係者を驚かせた。この運用戦略は、多数の株式銘柄を継続的にモニターし、割高度・割安度やリスク量の推定値を組み合わせてポートフォリオの最適化を図る。広範なリスク分散によって安定した損益を生むことで知られた戦略である。このような戦略が予想外の損失を被った原因は、CDO価格の下落で手元流動性不足に陥ったマルチストラテジー・ファンドが株式市場で急激なポジション解消を図り、市場のゆがみをもたらしたためと見られている。

しかし、E MN戦略の損失の大半は8月7〜9日のわずか3日間に集中し、月末までにはかなり回復した。3日間の損失に耐え切れずにポジションを売却したファンドは損失を取り戻せなかったが、市場のゆがみを一時的なものとして見て、売却せずにやり過ぎした(低レバレッジの)ファンドの中には、8月全体でプラスの利益を確保したところもあった。

ヘッジファンドの多様性と市場安定化機能



ヘッジファンドは、市場のゆがみを利用して稼ぐ

Bloomberg

マサチューセッツ工科大学のアン・ドリュー・ロー教授らは最近の研究で、07年8月第2週の株価データを検討し、仮想的なコントラリアン(逆張り)戦略が、この時期の株価変動で大きな損失を被ったものの、その後直ちに損失の大部分を回復していることを確認した。これは株価変動の原因がファンダメンタルズでなく急激な流動性需要の発生であることを示している。

E MN系ファンドは逆張り戦略を通じて市場に流動性を供給し、安定化させる役割を果たしてきたが、市

場混乱時に急なポジション解消を迫られて流動性の需要側に回る可能性もある。

市場の混乱は絶好の収益機会だが、それを活用するためには十分なリスク資本を持ち、レバレッジを抑制しておく必要がある。そうした強靱性を持つファンドがどれだけあるかが、システムミック・リスクを回避するうえで鍵となる。

ところで、サブプライム危機の震源地であるCDO市場において、ヘッジファンドは市場を安定化させる役割を果たせたのだろうか。

象徴的なのはシカゴのシタデル・インベストメント・グループである。07年7月、ボストンのソウウッド・キャピタルはCDO関連の投資で1カ月間に50%以上の損失を被り、30億ドルの運用純資産が半分以下となった。150億ドルの運用純資産を持つシタデルは、破綻に瀕したソウウッドのポートフォリオを分析し、その大半を買い取った。大手ヘッジファンドの中には、市場の混乱などで新しい収益機会が発生したときに直ちにリスクを取れるよう、常に余分

のリスク資本と手元流動性を維持しているところが少なくない。シタデルはまさにそのようなファンドの代表格であり、06年のアマランス破綻の際にもエネルギー関連のポジションを買い取った。

このように、ヘッジファンド業界には多様性と柔軟性に基づく自律的な回復能力がある。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さらに進化させることであり、自由な発展を抑えるような下手法規制を導入すれば、逆に市場を不安定化させるだけであろう。

ヘッジファンドの多様性を担保するのは、最終的には投資家(特に機関投資家)の行動である。特定の投資戦略のパフォーマンスが最近良かったからといって、その戦略に資金を集中させるのは、いろいろな意味で賢明とは言えない。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。

投資戦略の集中については、すでに各国の中央銀行やBIS(国際決済銀行)、IMF(国際通貨基金)などが継続的に市場をモニターし、「金融安定性報告書」などの形で公表している。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。