

# ヘッジファンドの信頼回復に必要な施策は何か

ヘッジファンドは、今回の金融危機により投資家からの信頼を大きく失ったように思われる。ヘッジファンドに限られた富裕層に限定した小規模なファンドに戻るのか、年金ファンドも含めた機関投資家の幅広い資金の受け皿となることができるのかは、今後のヘッジファンド自身の改革によって決まると考えられる。

ヘッジファンドは、今回の金融危機で投資家からの信頼を大きく失っているように見える。市場環境に関わらず絶対リターンを提供できると謳っていたが、2008年のリターンは平均してマイナス15~20%<sup>1)</sup>の水準に陥った。マドフ事件<sup>2)</sup>のような大規模な詐欺事件も発生し、資産残高は2008年に5千億ドル以上減少、2008年末に1兆3千億ドルまで低下し、2009年中はさらに低下するとの見通しも出ている<sup>3)</sup>。

本稿は、ヘッジファンドを取り巻く状況を今一度確認した上で、今後ヘッジファンドが投資家及び社会からの信頼を回復する条件について考えてみたい。

## ヘッジファンドを取り巻く環境認識

図表は、現在のヘッジファンドが置かれた状況を4つの視点から概観したものである。一般的には、運用面・規制面での影響が大きいように思われているが、筆者はむしろオペレーション及び契約面での影響が大きいと考えている。

運用面では、まだ空売りが自由に行えない市場が存在すること、銀行からの与信が厳しくなりレバレッジ比率を高めることができないなど、リターン獲得を妨げる要因があると考えられている。だが、これらはリターン獲得においてさほど深刻な問題ではない。空売りに市場の効率性を高める効果があることは既に規制当局の間で認められており<sup>4)</sup>、早晚厳しい空売り規制は解除される見込みであること、またヘッジファンドのレバレッジ比率も債券アービトラージ戦略などの一部の投資戦略を除けば2倍程度とさほど高くはなく<sup>5)</sup>、与信低下の影響は限定的と考えられるからである。

規制面では、2009年4月にロンドンで開催されたG20サミット会議で、これまで規制対象にされていなかったヘッジファンドを含む金融機関を登録対象とする<sup>6)</sup>と宣言された<sup>6)</sup>。また金融安定化理事会<sup>7)</sup>が、欧米で存在する様々な種類のベストプラクティス<sup>8)</sup>をグローバルで統一する見込みである<sup>9)</sup>。自主的に行うか規制によるかは別にして、ヘッジファンドはガバナンス体制や運用内容の情報開示を今後格段に強化する必要がある。ただ

図表 ヘッジファンドが置かれた状況と課題

| 環境       | 現在の状況と課題   |
|----------|--|
| 運用面      | ①自由な空売りが制限される市場が存在<br>②利用可能なレバレッジ比率の低下<br>③資本市場の低迷による運用成績の低迷(アルファ創出能力への疑問)                             |
| 規制面      | ①システミックリスクに関連があり得る大規模なヘッジファンドに対する登録(もしくは認可)<br>②登録マネジャーに対する運用内容の情報開示強化<br>③自主規制ルールであるベストプラクティスの制定とその遵守 |
| オペレーション面 | ①プライムブローカーの分散化<br>②外部時価評価機関の採用、運用プロセスの透明化、独立した取締役会設定等のガバナンス強化<br>③マネージドアカウント <sup>(注)</sup> の採用        |
| 投資家との契約面 | ①顧客のリスク負担や利害を真に考慮した報酬体系の適正化<br>②解約条項の見直し   |

(注) 顧客別の個別口座を設け、リスク管理サービスやレポートングサービスを付加したもの  
(出所) 野村総合研究所

NOTE

- 1) ファンドのデータ提供会社によって数値は若干異なっている。
- 2) 元NASDAQ会長のバーナード・マドフが運営するヘッジファンドで生じた巨額の詐欺事件を指す。
- 3) 例えば、BONY MellonとCasey & Quirk社が4月に発表したレポートによると、2009年中頃に1兆ドルまで低下し、その後2013年にかけて徐々に残高が回復するとの見出しが出されている。
- 4) IOSCO (証券監督者国際機構) が2009年3月に発表した、「空売り規制コンサルテーションペーパー」の中で、「空売りは、資本市場で効率的な価格発見機能、価格バブルの緩和、流動性供給リスク管理・ヘッジ機能の提供などで重要な役割を果たしている。」と指摘している。
- 5) 英国FSAが2009年3月に発表したターナーレポートの中で、レバレッジ比率は、2003年以降2倍から3倍の範囲で推移していると分析している。
- 6) システミックリスクに影響のある規模のマネジャーが対象になる見込みで、資産額を目的に対象マネジャーが決定される見込みである。
- 7) G20サミットで、金融安定化フォーラムを機能強化・組織再編し、金融安定化理事会とすることが決定された。
- 8) AIMA、HFSB、米大統領府ワーキンググループ、MFA、IOSCOなどがそれぞれ別の視点からベストプラクティスを提案している。
- 9) 本稿の執筆時点の5月初旬現在ではまだ統一案は発表されていないが、5月中に統一案が提示され、提示案に対し関係機関が2009年秋までに意見表明し、最終案がまとまる予定である。

し、規制当局はマネジャーから入手した情報の秘匿性は守るとしているため、情報開示を進めたとしても運用に悪影響を与えるとは考えにくい。

むしろこれらの規制は、オペレーションのコストを押し上げる形で影響を与える可能性が高い。例えば、時価評価を外部の評価機関に行わせることが提案されており、内部スタッフが評価を実施することの多い米国のヘッジファンドではコスト増要因になると考えられる。さらに証券会社の破綻で、預けていた担保が戻らないカウンターパーティー・リスクが顕在化、これまでヘッジファンドの資産管理機能の多くを担っていたプライムブローカーを分散化する必要に迫られている。

投資家との関係では、成功報酬制度や解約条項といった契約内容に大幅な見直しを迫られる可能性がある。ヘッジファンドでは、投資戦略に関わらず1年間の運用成績に基づき成功報酬を支払う契約が多いが、投資家が負うリスクに見合った体系が望ましい。例えば、流動性を犠牲にしてリターン向上を狙う投資戦略は、流動性の高い戦略より成功報酬の計算期間を長くすべきだろう。また投資期間中で最も良かったリターンを越えない限り成功報酬が支払われないというハイウオーターマーク条項は、一見すると顧客の立場に立ったような条項だがその弊害が目立ってきた。運用成績が悪化するに伴い、今後成功報酬が支払われなくなることを嫌ってマネジャーが高いリスクを取る、ファンドを閉鎖して新たなファンドを立ち上げる、優秀なスタッフが成功報酬に連動したボーナスが見込めないことを嫌気して運用会社を退職する、といった欠点が顕在化しているのである。

月・四半期に一度といった一律に適用されている解約条項も見直しが必要である。今回の金融危機では、解約

条項に起因する問題がいくつか発生した。例えば、流動性の低い資産を組み込んでいるヘッジファンドで顧客からの解約請求による売却により価格低下が加速したこと、逆に顧客からは売却したい時に想定した価格で円滑に売却できなかった、といった事例である。これらは投資対象の流動性や顧客の流動性ニーズに応じて、解約条項の長短を柔軟に設計する必要性を示唆している。

ヘッジファンド自らの行動が不可欠

ヘッジファンド業界が、投資家の信頼を回復するには、厳しい市場環境下でも絶対リターンを達成するだけでなく、今回顕在化した課題を積極的に自ら解決することが不可欠である。課題の多くは、これまで業界で常識と考えられていた慣行が投資家の視点からみて適切でないことから生じている。顧客の投資ニーズに沿って報酬体系や解約等の契約条項を見直すこと、情報開示を充実させることなど、今取るべき行動は多い。

今後、ヘッジファンドに限られた富裕層だけを対象にした小規模なファンドに戻るのか、それとも年金ファンドを含めた幅広い機関投資家から、運用の自由度の高いアクティブ運用の手本となる行動規範を確立した模範例として広く資金を集められるのかは、ヘッジファンド自身が行う改革の中身に掛かっていると言えるだろう。

Writer's Profile



堀江 貞之 Sadayuki Horie

金融市場研究室  
 上席研究員  
 専門は資産運用関連の先端動向調査・研究  
 focus@nri.co.jp