

ヘッジファンド詐欺から読み解けること

資産運用研究所 鈴木優子

1. ヘッジファンド詐欺事件の背景

2008年12月、ナスダック・ストックマーケット元会長であり、バーナード・マドフ証券会社(Bernard L. Madoff Investment Securities、以下BMIS)の設立者である、バーナード・マドフ氏(Bernard Madoff、以下マドフ)が詐欺容疑でFBIに逮捕された。彼は、自身が経営するBMISを通じて、投資家が新たに投資した運用資金を、既存の投資家の運用収益に回していたのである。

米国証券取引委員会(SEC)によると、マドフが自身の会社幹部に”Just a big lie”, “giant ponzi scheme”¹(運用は)ただの大きなうそに過ぎない。巨大なねずみ講だ。」と話したことをきっかけに、マドフの詐欺が発覚した。被害総額は500億ドルと過去最大であり、マドフのファンドに投資していた主な投資家は、富裕層、年金基金、慈善団体、金融機関と幅広かったようである。代表的なマドフのファンドは、以下の3本である。

運用会社	ファンド名	事件当時の運用残高(億ドル)
Fairfield Greenwich Group	Fairfield Sentry Ltd.	73
FIM Limited	Kingate Global	35
Tremont Group Holdings, Inc.	Rye Select Broad Market	33

(出所) Bloomberg

マドフほどではないが、被害規模の大きいヘッジファンドの詐欺事件として、2005年のベイユーマネジメント社¹の事件が挙げられる。ファンドのパフォーマンスを改竄したとして、この会社の設立者らが逮捕された。彼らが拘束される直前には、ベイユーマネジメント社には4.5億ドルの運用残高があった。

ここで、先に挙げた2つの事件を、単なる「嘘つき」として片付けてしまえば何の教

¹ Sam Israel と Daniel Marino によって1996年に設立された運用会社。

訓も得られない。しかし、「投資家はデューデリジェンスで何を見落とししたのか」、「BMIS やベイユーマネジメント社は、巨額な資金を集めながらも、なぜ投資家を騙し続けることができたのか」といった点に注目すれば、次のデューデリジェンスに活かすことができるだろう。

このような点をまとめた資料はいくつかある（巻末参照）が、それらを参考に、今回の事件を振り返り、投資家がデューデリジェンスで見落とししていた点を考えてみよう。

2. ヘッジファンドの利益相反を見抜く

ベイユーマネジメント社は、投資家から集めた資金を利用して、子会社であるベイユー証券会社を通じて、毎日数千万ドルという株式等の売買を行っていた。それによって、ベイユー証券会社は巨額の手数料収入を得ていた。ベイユーマネジメント社にとって、投資家が負担するトレーディングコストは問題ではなかったのであろう。この件における利益相反は、ベイユーマネジメント社の創設者である Sam Israel らが過剰に売買を行っていたことである。

ヘッジファンドの多くは、サービスプロバイダー²に業務の一部を委託しているが、マドフの BMIS は、第三者機関に監査されることもなく、運営管理のほとんど全てをインハウスで行っていた。マドフは、関連会社のブローカー・ディーラーを通じて株式等の取引を行い、全ての運用資産を彼の組織下で管理していた。こうして、NAV³を改竄することができたのである。このようなことができたのは、BMIS 自身が合同運用勘定を運用するブローカー・ディーラーであったからである。また、投資家に気づかれなかったのは、BMIS の中核事業が証券業であったために、マドフのインハウスでの運営管理は、投資家にとってはもっともらしく見受けられたためであろう。

BMIS の事件のもう一つの特徴は、マドフは投資家と直接接点を持たず、フィーダーファンド⁴を通じて資金を集めていたことにある。つまり、投資家にとっては、フィー

² サービスプロバイダーとは、株式等の売買を執行するブローカー、NAV を算出するファンドアドミニストレーター、ヘッジファンドのポジションを管理するプライムブローカーやカストディアン等である。

³ Net Asset Value（ネットアセットヴァリュー、純資産価額）のこと。

⁴ ヘッジファンドの基本的な構成要素は、投資資金が蓄積される法的「器」= ビークルと、ファンドから委託を受け、

ダーファンドが投資対象であり、デューデリジェンスの対象であった。そのため、ファンドの運用者として責任を問われたのは、マドフに運用助言を委託していたフィーダーファンドの運用会社であった。

これらのフィーダーファンドは、投資家からの資金を集め、運用報酬⁵を得ていた。しかし、これらの投資家への運用に関する説明は曖昧で、単に、「スプリット・ストライク・コンバージョン戦略を採用するファンド・マネージャーによる運用」とだけ説明していた⁶という。

一方で、マドフは、フィーダーファンドを通じて集めた資金を、関連会社のブローカー・ディーラーで一任売買を行い、この売買手数料を報酬として受け取っていた。これは、明らかな利益相反である。

利益相反しているヘッジファンドへの投資を避けるためには、投資家は、運用会社が独立したサービスプロバイダーに運営管理業務を委託しているのか、そのサービスプロバイダーとの間にも資本関係がないか、確認する必要がある。

3. 信頼できる会計監査を受けているか

ベイユーマネジメント社と BMIS の事件のケースにおいて、長期間にわたり詐欺行為が発覚しなかったもう一つの理由は、ファンドの会計監査⁷を不明朗な会計事務所に委託していたことにある。SEC によると、ベイユーマネジメント社は Grant Thornton という会計事務所に監査を委託していたが、パフォーマンスの改竄を隠蔽しきれなくなったため、Grant Thornton を解任し、Richmond-Fairfield Associated 会計事務所を選任した。この事務所は、ベイユーマネジメント社の創設者のひとりである Daniel

運用を指揮する投資マネージャーである。「ヘッジファンド」という場合、ピークルを指すことが多い。法的「器」としてのマスターファンドの下に、フィーダーファンドと呼ばれる子ファンドを複数ぶら下げるケースもある。

⁵ Gregoriou & Lhabitant (2008)によると、マドフが助言をしたフィーダーファンドは、管理報酬や成功報酬を、それぞれ2%、20%程度得ていたとされる。

⁶ BMIS の説明によると、マドフは S&P100 指数のオプションを利用して、この戦略を実行していたという。これは、以下の3つのポジションを組み合わせたシンプルな戦略である。

S&P100 に連動する株式バスケットのロング

S&P100 のアウト・オブ・ザ・マネーのコールオプションのショート

S&P100 のアウト・オブ・ザ・マネーのプットオプションのロング

⁷ ヘッジファンドの成功報酬の支払い金額は、会計監査を以って確定するので、ヘッジファンドの運営においては、監査法人や会計事務所との関わりは必須であり、ヘッジファンドが信頼を得るためには、会計監査を受ける必要がある。また、投資家にとっては、ヘッジファンドの会計監査レポートは、第三者の評価として有益な情報となりうる。

Marino が経営する関連会社であり、顧客はベイユーマネジメント社しかいなかった。ベイユーマネジメント社は、この事務所を利用して、ファンドが会計監査を受けたという証拠を作ることができたのである。

BMIS も同様に、不明朗な会計事務所の監査を受けていた。その会計事務所は、ニューヨークの片隅にあり、役職員は 3 名で事務所面積が 550 平方フィートと小規模であった。このような小さな会計事務所が、一体どのようにして、マドフの大型ファンドを監査できたのだろうか。

会計事務所を誰が評価するのか、という問題は残るが、投資家は、監査の実績等が確認できるような会計事務所から監査を受けているヘッジファンドを選択すべきだろう。

4. ファンドの運用戦略の理解と定量的な分析

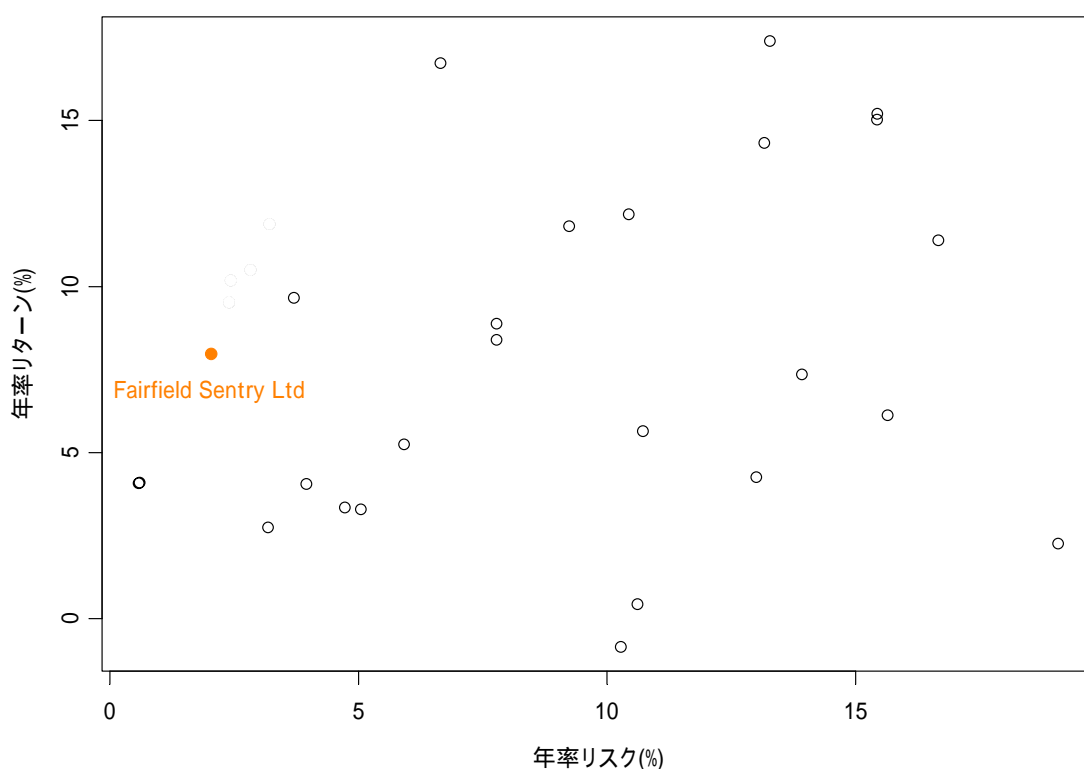
ここでは、定量的な分析により、マドフのファンドと戦略の類似する他のヘッジファンドとをピアグループ分析してみよう。Lipper TASS Database から以下の条件を満たすヘッジファンドを抽出し、マドフのフィーダーファンドのひとつである”Fairfield Sentry Ltd.”とリスク/リターンの比較を行ったところ、下図のような結果が得られた。

< データベースから抽出する条件 >

- ・ 株式マーケットニュートラル戦略を採用している
- ・ 2000年1月から2008年10月までのリターンデータが全て揃っている
- ・ ドル建である

< 分析結果 >

Fairfield Sentry Ltd. と他の株式マーケットニュートラル戦略



	Fairfield Sentry Ltd.	他の株式 MN ファンド
平均リスク (%)	2.1%	9.4%
平均リターン (%)	8.4%	7.7%
本数	1	25

(分析期間) 2000年1月～2008年10月の月次リターン

(出所) Gregoriou and Lhabitant(2008), Lipper Tass Database より NFI 作成

図によると、他の株式マーケットニュートラル戦略のファンドと比べて、マドフのファンドは、リターンは平均的だが、明らかにリスクが低い。このような結果から、投資家は、ただ単にパフォーマンスの良いファンドと片付けてしまう可能性もあるが、“でき過ぎた”ファンドとして、その要因を詳しく探るべきだったのであろう。

もう一つの定量的な分析方法として、スタイル分析も挙げられる。例えば、フィーダーファンドから報告されたリターンと、投資家が説明を受けた戦略(スプリット・ストライク・コンバージョン戦略)の理論的リターンのファクター・エクスポージャーを比較する⁸方法がある。

以上から、投資家は運用戦略を理解したうえで、それにふさわしい手法で定量的な分析を行う必要がある。また、フィーダーファンドに投資する場合は、フィーダーファンドだけでなくマスターファンドもデューデリジェンスを行う必要がある。

5. ヘッジファンド詐欺事件後のヘッジファンド業界

大規模なヘッジファンド詐欺事件およびリーマンショックが生じた2008年以降、投資家は、ヘッジファンド投資におけるオペレーショナルリスクの回避、透明性や流動性をより重視するようになった。そうした動向の一つとして、近年、ファンド・オブ・ヘッジファンズを必要とする機関投資家を中心に、マネージド・アカウント⁹への需要が高まっている。こうした状況を受けて、ヘッジファンドにおいても、情報開示における変化が見られている。例えば、ヘッジファンドのパフォーマンスの公表頻度について、シングル・ヘッジファンドのうち、日次で公表しているファンドの比率が2008年3月には3%だったが、2009年3月には13%に増加した。また、ファンド・オブ・ヘッジファンズについても、0%から5%へと増加した。

⁸ この分析は Markov(2008)が次のように行っている。マドフが運用していたファンド・リターンを複数のファクターでエクスポージャー分解し、エクスポージャーの組合せを推定した。すると、キャッシュのロング、S&P100 指数のロング、CBOE S&P 500 Buy-Write 指数のショート、CBOE S&P500 Put-Write 指数のロングであるとの結果が得られた。このことから、コールオプションを買い建て、プットオプションを売り建てていたと推測され、スプリット・ストライク・コンバージョン戦略と矛盾する結果が得られたことになる。

⁹ 資産の運用を業者に一任する口座のこと。

< 参考文献 >

- ・ 荒川光弘 (2010) 「オルタナティブ商品動向と国内外年金基金の投資動向」、2010年2月年金シニアプランフォーラム
- ・ 日本銀行 (2005) 「ヘッジファンドを巡る最近の動向」、調査論文 2005年7月
- ・ 米久保直「2007」「ヘッジファンドを支える企業群」、NFI リサーチレビュー2007年11月号
- ・ Andrew Kirton, “Rethinking Alternative Investments”, SAAJ International Seminar 2010/2/19
- ・ BARRON’S <http://online.barrons.com/article/SB122912506518302983.html>
- ・ Melvyn Teo, “Lessons From Hedge Fund Fraud”, EurekaHedge 2009/10.
- ・ Gregoriou, Greg N. and Lhabitant, Francois, “Madoff: A Riot of Red Flags”. Unpublished working paper. HEC Lausanne, 2008