

ヘッジ・ファンドと金融危機

福原 正大

100年に1度ともいわれる今回の金融危機の一因として、ヘッジ・ファンドが挙げられている。本稿は、この「ヘッジ・ファンドと金融危機」について考察することを目的とし、そのためにヘッジ・ファンドとは何か、どのような発展を辿ってきたか、なぜ発展できたのかを明らかにし、その後ヘッジ・ファンドが金融危機に与えた影響を探ることとする。この際、金融工学がヘッジ・ファンドに果たした役割についても簡単にふれる。最後に、金融危機後のヘッジ・ファンド業界の展望を述べることにしたい。

キーワード：ヘッジ・ファンド、金融危機、金融工学

1. はじめに

1990年代初頭におけるヘッジ・ファンドは、一部の個人富裕層や機関投資家というごく少数の投資家のみ認知されていた投資形態に過ぎなかった。しかし、1992年の欧州通貨危機でGeorge Sorosが率いるヘッジ・ファンドが英国ポンドを欧州為替相場メカニズム(ERM)からの離脱に追い込んだことが世に知れわたるや否や、ヘッジ・ファンドの存在感は急速に高まることになる。2000年から2001年の軟調な株式市場に対して、ヘッジ・ファンドは金融工学を駆使して堅調なパフォーマンスを維持し、下値リスクの抑制能力を顕示した。それにより、保守的で知られる年金基金や政府を含む様々な階層の投資家がヘッジ・ファンドに資金を投じるようになった。また、ヘッジ・ファンドは投資家を魅了して資金を集め、投資家にパフォーマンスを還元するために、目新しく多様な運用戦略を誕生させていく。こうして、ヘッジ・ファンド業界は急成長を遂げた。

「ヘッジ・ファンドはいかなるときも期待に合ったパフォーマンスをあげてくれる」と多くの投資家が信じていた。しかしながら、2008年にサブ・プライム問題を端緒とする信用危機が瞬く間に世界中に伝播し、ヘッジ・ファンドは全般的には期待通りのパフォーマンスを上げられなかった。そればかりか、サブ・プライム・ローンが一部組み込まれた住宅ローン担保証券(RMBS)、債務担保証券(CDO)、不動産担保証券(MBS)などの証券化商品に投資を行っていたヘッ

ジ・ファンドが相場下落に伴って巨額の損失を被り、投資家はヘッジ・ファンドからの資金の引上げに動き、金融機関はヘッジ・ファンドに追加担保の差入れを要求、一部ヘッジ・ファンドはこうした負のスパイラルに陥り清算に追い込まれていったのである。

2008年11月13日、ヘッジ・ファンドの権威として名高いGeorge Soros (Soros Fund Managementの会長)やJames Simons (Renaissance Technologiesの責任者)等5名が金融危機とヘッジ・ファンドの関係についての米国議会証言に呼ばれ、「市場の混乱によって破綻したヘッジ・ファンドも多いが、金融危機を引き起こしたのはヘッジ・ファンドではなく証券会社や保険会社といった規制された金融機関によるものだ」と証言した。本稿は、この「ヘッジ・ファンドと金融危機」について考察することを目的とし、そのためにヘッジ・ファンドとは何か、どのような発展を辿ってきたか、なぜ発展できたのかを明らかにし、その後ヘッジ・ファンドが金融危機に与えた影響を探ることとする。その際、金融工学がヘッジ・ファンドに果たした役割についても簡単にふれる。最後に、金融危機後のヘッジ・ファンド業界の展望を述べることにしたい。

2. ヘッジ・ファンドの発展

2.1 ヘッジ・ファンドとは

ヘッジ・ファンドについて包括的な法的定義をしている当局はなく[1]、投資対象や投資手法も千差万別なため、正確に定義することは難しいといわれている。一般的には、ヘッジ・ファンドという用語は、プロの投資マネージャーが、絶対収益の獲得を目的に、自由度の高い積極的な投資・裁定取引を行う、私的な投資会

ふくはら まさひろ
パークレイズ・グローバル・インベスターズ株式会社
〒100-8217 千代田区丸の内1-8-3

	パッシブ・ファンド	アクティブ・ファンド	ヘッジ・ファンド
市場効率性 に対する考え方	効率的 (ストロング・フォーム)	常に効率的とは限らない (セミストロング・フォーム)	
収益の源泉	リスク・プレミアム	リスク・プレミアムと裁定機会	
運用自由度		低	高
運用目標	ベンチマーク連動	ベンチマークを超過	絶対収益獲得
運用手法		買いのみ	売り・買い 制約なし

図1 ヘッジ・ファンドと伝統的なファンドの比較

社やパートナーシップの総称として使われている。

ヘッジ・ファンドを伝統的なファンド形態（パッシブ・ファンドおよびアクティブ・ファンド）との比較を通して特徴を明示する（図1）。パッシブ・ファンドは、原則CAPMが成立する効率的市場仮説[2][3]を前提とするため、運用者は株式や債券など個別銘柄を時価総額比率で保有するようなポートフォリオを保有し、市場の長期リスク・プレミアムの獲得を目的に運用を行う。一方で、アクティブ・ファンドやヘッジ・ファンドは、効率的市場仮説が常に成立するとは限らないという前提に立ち、運用者は市場のコンセンサス的な見方よりも高い予測能力をもつことが可能であると信じて運用を行うのである。アクティブ・ファンドは、ベンチマークとなる市場のインデックスとは異なる構成で銘柄を保有することによって、ベンチマークのリターンを上回ることが目的である。ヘッジ・ファンドは、ベンチマークにとらわれず、銘柄をただ保有するのではなく、空売り、レバレッジ²をかけた投資などを用いて、リスク・プレミアムに限定されず、裁定機会も含めて、市場が低迷した場合にでも損失を抑制し、短期的にも安定した収益を獲得することを目的とする。

2.2 歴史的変遷

現在のヘッジ・ファンドが用いている戦略は、Warren Buffettの育ての親としても知られる1920年代のBenjamin Grahamまで遡り、ヘッジ・ファンドという言葉の起源は1949年11月に約10万ドルで設定されたジョーンズ・ファンドに遡るといえる。Fortune誌のジャーナリストであると同時に社会学博士でもあったAlfred W. Jonesが、どんな相場でもプラスの収益を創出する運用手法の存在を証明するために、株式ロング・ショート戦略として創設したのが同ファ

¹ バーゼル委員会の報告書は、レバレッジを単なる「借入れ」だけではなくデリバティブ等を活用した資金の動員も含む広い概念でとらえており、「何らかの共通の尺度で表されたリスクの自己資本に対する比率」としている。

ンドである。Jonesは市場全体の動向が金利や経済状況、投資家心理などの影響を受けるため予想しにくいものであると考え、割高な株式の売り（ショート）と割安な株式の買い（ロング）の両ポジションを保有することにより、市場全体がある方向に動くという市場リスクに対するヘッジを行ったことが、ヘッジ・ファンドの語源として知られている。Jonesはこうした市場リスクのヘッジ手法だけでなく、収益を増幅させるためのレバレッジ手法、成功報酬体系²、リミテッド・パートナーシップ等現在のヘッジ・ファンドの基礎を作った。

1950年以降、徐々にヘッジ・ファンドのマネジャー数は増加し、1960年から68年にかけて株価上昇局面でのレバレッジ手法の成功による報酬に魅了されたマネジャーの参入が相次ぎ、マネジャー数は100を超えた。しかしながら、1968年末から70年末に株価が下落すると、リスク・ヘッジがうまくいかなかったマネジャーが多額の損失を被ったため、その多くが市場から姿を消した。こうして、ヘッジ・ファンド業界は第一次の自然淘汰を迎えた。

1980年代に入ると、世界的な金融自由化・資本規制自由化の流れが国際分散投資の機会を拡大し、金融工学の発展によって、先物、オプション、スワップなどのデリバティブ取引が活発化した。こうした変化は自由な運用が可能なヘッジ・ファンドにとって新たな収益を追求する絶好の機会となり、多様なヘッジ・ファンド戦略が誕生した。1992年9月、ヘッジ・ファンドが一躍有名になる転機「ポンド危機」が訪れた。George Sorosは1973年から自ら率いるヘッジ・ファンドQuantum Fundを用いて、自国通貨を欧州通貨に対して一定の枠に収めようとする英国中央銀行に投資戦争を仕掛け、見事に勝利した。この事件は、ヘッジ・ファンドが市場に大きな影響を及ぼす存在として認識されるきっかけとなった。一方で、投資家にとってもこうしたヘッジ・ファンドのパフォーマンスは極めて魅力的に映っていくのである³。

97年半ばから98年秋にかけてヘッジ・ファンドに

² ファンドの純資産額が過去の最大値を上回った部分についてのみ業績と認識し、投資マネジャーに業績連動報酬を支払う「ハイ・ウォーター・マーク」方式が一般的である。Lipper TASS Databaseに2005年3月時点で登録されているヘッジ・ファンドのうち、約72%が成功報酬体系を採用している。

³ グローバル・マクロ指数のパフォーマンスは、ポンド危機後1年間で50%程度の高いリターンを生んだ。

危機が発生した。アジア危機と、ヘッジ・ファンド Long-Term Capital Management (LTCM) 危機である。アジア危機は、1997年7月に一部ヘッジ・ファンドがタイ・バーツをショートし通貨が下落したことを発端とし、他のアジア通貨にも次々に伝染していったことを指す。これは、90年代中ばからドル・ペッグ制を採用して上昇していたアジア諸国（タイ、インドネシア、韓国、マレーシア等）の通貨が、実態を反映していない（通貨が過大評価されている）とされ、ヘッジ・ファンドが通貨の空売りを仕掛けたためである。急速な通貨安に見舞われた各国は、深刻な経済危機に陥った。その後、南米の新興市場にも混乱が伝播し、こうした事態を受けて、各国政府はヘッジ・ファンドが金融市場や経済に及ぼす影響力への懸念を高めていった。そうした中、次のLTCM危機が発生した。LTCMは元Salomon Brothersの著名債券トレーダーJohn Meriwether、元FRB副議長David W. Mullins、ノーベル経済学賞受賞者Myron S. ScholesとRobert C. Merton参画のドリーム・チームによって運用されていたファンドで、世界中から信頼と資金を集めていた。しかし、アジア危機とロシア危機（ロシア・ルーブルの切下げと対外債務支払猶予宣言）による流動性の懸念から、市場では「質への逃避」が加速し、この動きが彼らの理論とは大きく外れる動きであったため空前の損出を被り、LTCMは1998年8月破綻に至った。このとき米国では、Alan Greenspan FRB議長のリーダーシップによる緊急融資が行われて事態は収拾した。この解決方法は、今回の金融危機においても、参考にされることになった。

こうしてみると、ヘッジ・ファンドは経済を破綻させるほどの影響力を有しているようにも見える。しかしながら、ヘッジ・ファンドの市場への影響に関する論文は、1992年のポンド危機こそヘッジ・ファンドが主導的な役割を果たして市場に影響を及ぼしたが、その他の危機についてはヘッジ・ファンドの市場規模が他の市場参加者対比で大きなポジションを有していなかったことから、市場支配力の主体ではなかったと結論付けた[4]~[7]。むしろ、ヘッジ・ファンドの取引量やポジションを計測すると、いずれも市場全体に占める割合は小さくなく、価格ボラティリティはヘッジ・ファンドのポジションと逆相関あるいは無相関にあることが確認され、ヘッジ・ファンドは相場混乱をもたらすものでなく、市場に流動性を与える存在であるとされたのである。この結論が、その後の当局

による規制緩和の重要な根拠となった。一方で、ストレス下や規模が小さく流動性が低い市場においては、ヘッジ・ファンドが金融市場の安定化に対してリスク要因となる、という見解もFRBや日銀は示していた。

2.3 ヘッジ・ファンド市場拡大要因

ヘッジ・ファンド市場の市場規模の変遷を見ておく必要がある（図2）。HFR社の統計によると、ヘッジ・ファンド市場は、1990年以降2007年にかけて、資産規模は48倍、ファンド数は17倍に拡大したが、2008年の金融危機の影響で2009年第1四半期末時点では、資産規模は34倍、ファンド数は15倍（1990年末対比）まで低下した。なお、世界全体の金融資産（株式および債券の時価総額）と比較してみると、ヘッジ・ファンドの運用資産額は、3%程度（2009年第1四半期末時点、世界株式は19.0兆ドル、世界債券は28.7兆ドル、ヘッジ・ファンドは1.3兆ドル）に留まっている。

ヘッジ・ファンド業界が成長してきた最大の要因は、好調なパフォーマンスであったといえる（図3）。これは、マネジャー側にとっても年間10~30%程度の成功報酬制度の導入によって高いパフォーマンスをあげるインセンティブが働いたこと、そして自由度の高い運用を行うことができたために、金融工学の発展の恩恵を享受できたことによるものだろう。

ここで、ヘッジ・ファンドで利用される金融工学とは何だろうか。金融工学とは金融の機能的効率性とリスク評価に関わる思考・知識・技術体系を創造する学問である。もともと、金融工学とは経済学、会計学、保険学、金融論、法学、統計学、工学、コンピュータ・サイエンス、数学等多くの既存の学問領域に関係していたが、一つの独立した領域として出てきた背景には、まずもってリスクの価格理論としての無裁定価格理論の確立や、金融工学を利用しない伝統的な投資

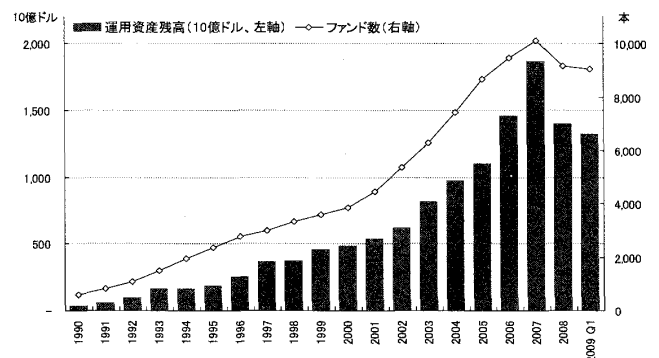


図2 ヘッジ・ファンドの運用資産残高とファンド数データ：HFR社

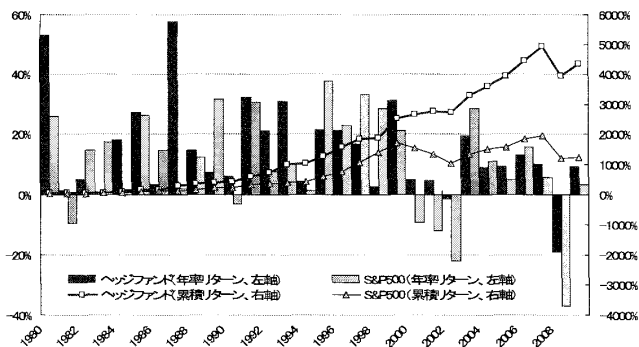


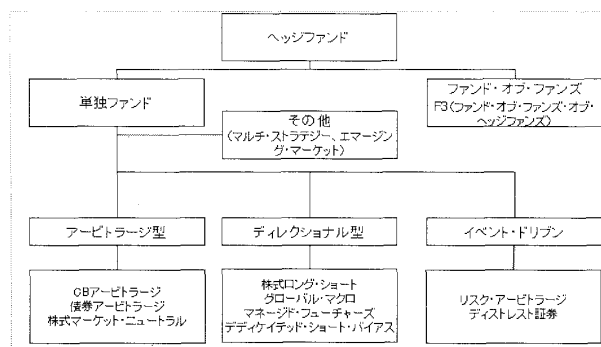
図3 ヘッジ・ファンドのパフォーマンス

データ：DataStream, CISDM (ヘッジ・ファンド指数として、1980年から1989年はCISDM CTA Asset Weighted Indexを適用、それ以降はHFRのFund Weighted Hedge Fund Indexを適用)

手法の行き詰まりがある。ヘッジ・ファンドは、高い収益を上げるために金融工学を駆使していく。第一に、金融工学の初期の成果物であるデリバティブ商品により、レバレッジをかけ収益の拡大を目指すことが幅広く行われた。第二に、CDOやMBSなどの証券化商品の組成・価格付けに金融工学が利用された。例えば、金融工学の発達の結果、MBS市場を利用するヘッジ・ファンドは大きく増加している。こうしたヘッジ・ファンドは、MBSの発行体、償還年限、クーポン別の証券セクター間の割安・割高を各ヘッジ・ファンドが独自の金融工学モデルを利用しオプション調整スプレッドを比較、TBA取引(政府間機関パススルー証券の典型的な取引形態)を利用して売買を行っていた。実際、MBSは期限前償還により証券特性が変化するので、その変化をモデル化するところに金融工学が応用されたのである。

ヘッジ・ファンド投資が活発化した別な理由として、目新しい戦略ラインナップの充実もある。ヘッジ・ファンドの投資対象や投資手法は千差万別で、戦略区分についても一義的な定義を行うことは難しいが、ここでは一般的に使用されるCSFB/Tremont指数におけるヘッジ・ファンドの戦略区分を紹介しておこう(図4)。こうした多様な運用戦略は従来の伝統的な手法とは異なる上、投資対象が伝統的な資産クラスに留まらなかったことが、既存の運用と相関の低い戦略を求める投資家の関心を集めたと考えられる。

ヘッジ・ファンドの隆盛には、資金の出資元の層が広がったことも大きい(図5)。当初は、富裕層を中心とした限られた余裕のある投資家がヘッジ・ファンドの資金の出資者であったが、運用難に悩む年金基金、そして経済の発展、原油価格の上昇とともにソブリ



戦略名	定義
CB(転換社債)アービトラージ	CB と他の証券との価格関係を収益機会とする。同一企業のCB をロング(買い持ち)、普通株式をショート(売り持ち)とする投資手法が典型的。
債券アービトラージ	債券等の商品間で価格形成の歪みに着目し、価格が合理的水準に収斂する過程で収益を追求。公社債、資産担保証券、スワップ等デリバティブが主な投資対象
株式市場・ニュートラル	通常は、同規模のロング、ショートポジションを持ち、価格形成の歪みを捉えて収益を追求する。ベータ(個別株価の価格動向と株式市場全体との連動性を示す指標)を中立化させることで、市場動向によらずに一定の収益率の実現を目指す。
株式ロング・ショート	値上がり期待銘柄群のロングと値下がり期待銘柄群のショートとを組み合わせ、市場全体のボラティリティによる影響を抑制しながら、収益を追求。ロング/ショート・バイアス、市場中立型が存在。主にロング部分から収益を上げてきたファンドが大勢とされ、ネットでロング・バイアス戦略とみられることが多い。
グローバル・マクロ	各国の株式や債券、為替、商品、デリバティブ等の広範囲の市場で価格形成の歪みやトレンドに投資機会を見出し、収益を追求する。
マネージド・フューチャーズ	各国の先物(株式・金融・商品・通貨)市場で投資を行う。商品取引顧問業者(Commodity Trading Advisor)は通常、この戦略に類型化される。価格のほかテクニカル指標等を基に取引を行うファンドが存在する点の特徴とされる。
デイトレイトッド・ショート・バイアス	現物株式とデリバティブを主な投資対象に、ネットでショートポジションを維持する。
イベント・ドリブン	企業の合併や組織・事業再編、清算、破産等(イベント)によって生じる価格変動を捉えて収益を追求する。

図4 ヘッジ・ファンドの主要戦略・概要
(出所) CSFB/Tremont

ン・ファンドも重要なプレーヤーの役割を担っていた。例えば、日本の年金基金は、2001年度から3年間日本株の下落に苦しみ、先進国の株式のリスク・プレミアムの減少と金利の低下から、伝統的な資産を組み合わせるだけでは目標リターンに到達することが難

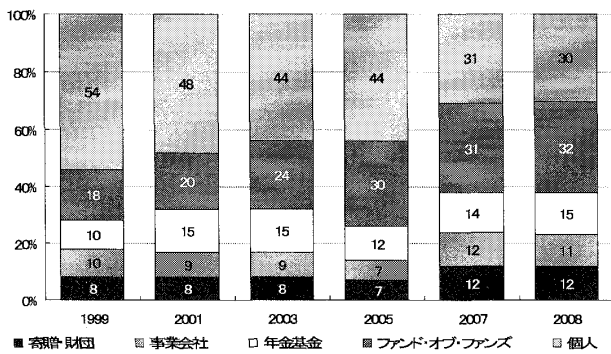


図5 ヘッジ・ファンドの主要投資家の推移
データ：Hennesse Group LLC

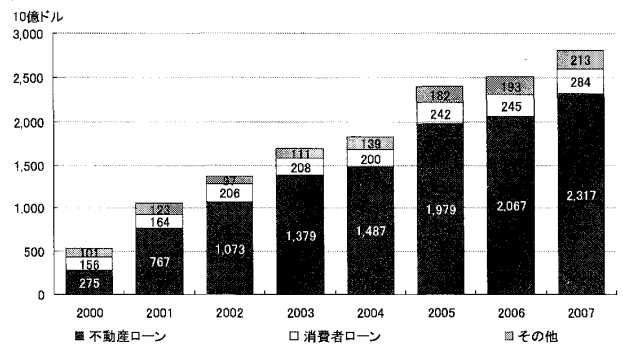


図6 世界の資産担保証券発行額 (単位 10 億ドル)
データ：FRB

しくなってきた。また、親会社の経済的、会計的な要請から、長期の安定的リターン獲得だけではなく、短期的にも安定したヘッジ・ファンド運用戦略が必要とされたのである。

3. ヘッジ・ファンドと金融危機

3.1 ヘッジ・ファンドとサブ・プライム危機

サブ・プライム・ローン問題にヘッジ・ファンドが与えた影響は大きい。ヘッジ・ファンドは、競争が激化し、様々な金融工学を駆使して収益の確保を目指し、先程のMBS市場などは急速な成長を示した。その結果、住宅ローン担保証券の需要が高まっていったのである(図6)。そして、この需要により、米国を中心とした銀行は自らの低所得者向け住宅ローンを増加させても、そのリスクを証券化を通じてヘッジできるため、急速に住宅ローンを積み上げた。この動きは住宅自体の需要も高め、住宅バブルを築ききっかけともなった。つまりは、証券化商品の流動性の拡大と、低所得者への住宅ローン(サブ・プライム・ローン)の拡大は表裏一体の関係にあり、この裏でヘッジ・ファンドが大きな役割を担ったのであった。また、実際は、こうした売買を後押しした格付け会社の問題も大きい。多くの格付け会社は原資産(担保ローン)の査定はほとんど行わず、証券自体の構成のみから格付けを行い、それを盲目的にヘッジ・ファンドや投資家が利用していた。こうしてヘッジ・ファンドと金融市場の発展は、住宅投資を通じて、実需経済と関係を持つに至ったのである。

2000年代に入ってから金融工学の進化は主に債券の価格付けに係る領域が中心であった。この発展により、ヘッジ・ファンドは、債券市場における収益チャンスを狙うように変化していったのである。こうした債券投資は、株式投資とは異なる特徴を有し、今回の金融

危機における重要な問題ともなった。まず、債券市場では、価格付けも、売買も相対取引で行われる。結果として、市場で取引される株式取引と異なり、価格の透明性に問題が生じる。こうした価格付けは、国債であれば全く問題ないが、MBSやCDO、RMBSでは、様々な仮定を置いた上で金融工学の技術を利用して価格付けが行われている。しかし、この仮定の正しさや、金融工学技術の適用が適切に行われていたかを確認する機関は存在しない。また、株式に比べ、危機時以外は、非常にボラティリティが低いので、レバレッジを大きく許容するブローカーが多い。つまりは、多くの人の目にふれない、虚構の世界が急速に広がっていったのである。

3.2 ヘッジ・ファンドと金融危機

サブ・プライム危機が金融危機に発展し、深刻化の様相を深めたのは、ヘッジ・ファンドだけでなく、多くの金融機関の影響がある。まず、プライム・ブローカーである。プライム・ブローカーとは、ヘッジ・ファンドを支えるインフラストラクチャーのような役割を担っている。プライム・ブローカーは、主に投資銀行がなり、ヘッジ・ファンドの資産保有残高の管理、取引執行状況、そしてファンド設立のアドバイスまで行う。さらに、ヘッジ・ファンドに資金を貸し出し、多くの場合自らをブローカーとするようヘッジ・ファンドと排他的契約を結び、資産の売買をすることで手数料を稼ぐ。実際、プライム・ブローカーは、ヘッジ・ファンドに対し多額の資金を貸し出し、ヘッジ・ファンド・ネットワークのハブになっていった。中でも、破綻したリーマン・ブラザーズはこの分野で、中心的な役割を担っていた。

ヘッジ・ファンドの隆盛は、リーマン・ブラザーズの破綻を契機に、暗転した。市場流動性は枯渇し、相対取引を中心とする債券市場、特に流動性の低い債券

4. ヘッジ・ファンドの今後

最後に、今後のヘッジ・ファンド業界の展望を示す。2008年の金融危機以降、ヘッジ・ファンドの数は急減している。そして、実需経済にヘッジ・ファンドが影響を与えたという反省に立ち、規制当局からより厳しい態度で臨まれることはいたしかたないであろう。ただその一方、短期的な絶対リターンを求める投資家は健在で、また今回の危機でもプラスの絶対リターンを生み出した一部ヘッジ・ファンドの存在もあり、足元では緩やかにヘッジ・ファンドの残高回復がみられる。こうした中、投資家は再度、市場の非効率性の程度、つまりは裁定機会に関し冷静な判断をし、長期的にリスク・プレミアムを獲得する戦略との比較から、ヘッジ・ファンド投資を行うことになろう。今後は、透明性が高く、流動性を維持したヘッジ・ファンドが主流になる可能性が高い。今回の教訓が、今後のヘッジ・ファンド業界、そしてその投資家に十分に周知され、ヘッジ・ファンドの存在が裁定行為を通じて市場の効率化につながり、市場全体の長期的発展、流動性の提供者として金融市場に寄与することが望まれるのである。

参考文献

- [1] 杉田浩治、『各国のヘッジ・ファンド規制の状況』、日本証券経済研究所、2007。
- [2] E. Fama, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance*, 25(1970), 383-417.
- [3] E. Fama, "Efficient Capital Markets II," *Journal of Finance*, 46(1991), 1575-1617.
- [4] T. Cole, G. Feldberg and D. Lynch, "Hedge Funds, Credit Risk Transfer and Financial Stability," *Banque de France Financial Stability Review* (April): 7-17, 2007.
- [5] W. Fung and D. A. Hsieh, "Measuring The Market Impact of Hedge Funds," *Journal of Empirical Finance*, 7(2000), 1-36.
- [6] M. S. Haigh, J. Hranaiova and J. A. Overdahl, "Price Dynamics, Price Discovery and Large Futures Trader Interactions in the Energy Complex," US Commodity Futures Trading Commission, Staff Research Report, 2005.
- [7] A. E. Kandani and A. W. Lo, "What Happened to the Quants in August 2007?," *Journal of Investment Management*, 5(2007), 29-78.

は売りが殺到して価格が折り合わず価格メカニズムは崩壊した。実際の破綻率が、格付け機関の格付けから推定する破綻率を大きく上回ったことから、証券化された債券などは叩き売られた。多くの証券化商品は、理論価格自体が格付け機関の格付けに影響を受けており、格付け会社への格付けに対する不安自体が、価格をさらに下げるといふ負の連鎖が起こったのである。こうした流動性の欠如と価格メカニズムの破綻により金融市場は混乱し、米国の銀行は資金繰りが行き詰まっていた。さらに、低所得者向けの米国住宅ローンの焦げ付きが急増し、実需経済は急速に収縮を始めた。また、ヘッジ・ファンドでは、日本で多くの年金基金が投資をしていたファンド・オブ・ファンズがとりわけ大きな問題を引き起こした。ファンド・オブ・ファンズでは、10~30%を非流動性資産に振り分けるのが一般的で、さらにファンドの30%程度が債券の証券化商品を購入している場合もある。今回の危機で投資家がファンド・オブ・ファンズを解約しようと殺到したが非流動性部分等の資金化が追いつかなかった。また、正しい価格付けが行われていなかった債券の証券化商品では、実際の売却価格がそれまでの理論価格の半分以下ということも多々あり、資金が一部戻ってこない、あるいは返金が遅れる事態も相次ぎ、多くの投資家が大きなダメージを被ったのである。また、プライム・ブローカーであるリーマン・ブラザーズが破綻したことにより、彼らから資金を借りてポジションを構築していたヘッジ・ファンド、そしてリーマン・ブラザーズと取引のある他のプライム・ブローカーが、追い討ちをかけるように、ポジションの解消を図るといったことも同時に発生した。証券化市場の冷え込みは、低所得者向けのローンを購入する投資家の減少を意味し、金融機関の当該貸付意欲を失わせた。また、景気悪化、さらに金利の低下に歯止めがかかったことからローンの借り換えができなくなった⁴。低所得者の個人破産も増え、この勢いが増幅されたのである。ヘッジ・ファンドを中心とした視点でみると、こうした一連の動きが、今回の金融、経済危機を引き起こしたといえる。

⁴ 多くの米国の銀行が、当初数年間は低利率で固定し、その後高利率になるような低所得者向けローンを組んでいた。低所得者は自らのローン金利が信用リスクを反映して高利率になった際に、ローンの借り換えを行い、低金利を維持する行動をとっていた。この住宅ローン借り換えプログラムの提供が急減したため、住宅ローンの借り手が破綻したのである。