

国内外で存在感を高める
ヘッジファンドの実態調査
報告書

2008 年 4 月

経済産業省
経済産業政策局 調査課

はじめに

2000 年代に入り、ヘッジファンドはかつてない規模で拡大しています。個人富裕層や機関投資家等の投資家は、運用資産の分散を図るとともに、比較的高い利回りを求めて、ヘッジファンドへの運用委託を増加させています。その結果、2007 年末時点では、約 1.9 兆ドル（約 190 兆円）にまで資産規模を拡大したとも言われます。

このような成長とともに金融市場への影響力が増大した結果、昨年夏に起きた米国発のサブプライムローン問題を背景とする国際金融市場の混乱等もあり、一部では、金融市場の混乱要因として、ヘッジファンドを警戒する向きも強まっています。実際に、2007 年の先進国首脳会合（サミット）でも規制のあり方について議題となるなど、国際経済運営における政策的な課題としても注目されています。

しかし、ヘッジファンドは、投資家や市場に対して大きな利益をもたらしている面も否定できません。具体的には、投資家に対してより多様な投資資産・戦略を提供するとともに、市場のゆがみに注目する裁定取引などを通じて市場の効率性を高め、また、世界的な流動性資金の供給源としての役割も担っています。さらに、新たな資産運用のための最先端の金融技術を開発するほか、プライムブローカレッジ・サービス業など、多様な金融の裾野産業を創出するなど、金融分野の開拓者として重要な役割を担っています。

こうした状況を踏まえ、世界的に流動性資金を提供し、金融産業において重要な役割を担う一方、資金の世界的な流れにも影響を及ぼし、国際経済上の政策的な課題としても注目されているヘッジファンドについて、その実態を調査し、ここにまとめました。ヘッジファンドについては、これまでも、日本銀行や金融庁をはじめ、民間シンクタンク等も、調査報告書等を発表していますが、今回の調査はこれまで発表されてきた、それらの調査結果を総括的にまとめるとともに、最新の動向等を加えて一冊に取りまとめたものであります。いわばヘッジファンドに関する総合的な「事典」的なものとして位置付けていただければと思います。ヘッジファンドについては、定量的な情報が乏しいため、十分に実態を把握できたとは言えませんが、ヘッジファンドの実態把握に関し、少しでも参考になれば幸いです。

なお、本調査は、平成 19 年度経済産業省委託事業として、三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング (MURC) 社に作成いただいた調査報告書を基にしています。MURC 社にも、ここにお礼を申し上げます。

2008 年 4 月
経済産業省 経済産業政策局 調査課
河本 雄
泉川 直毅
松井 雄史（現 中小企業金融公庫）
宮崎 由佳

（※）2008 年 4 月 23 日に掲載しました報告書の一部に修正を加えました（第 6 章第 3 部「ヘッジファンドの上場」。＜2008 年 4 月 28 日＞

目次

目次	2
----	---

第1章 ヘッジファンドの概要 5

第1節 ヘッジファンドの誕生とその後の 発展	5
1. ヘッジファンドの起源	5
2. ヘッジファンドの台頭	6
3. ヘッジファンドの存在感の増大	7
第2節 オルタナティブ投資としてのヘッジファンド	10
1. オルタナティブ投資とは	10
2. 伝統的投資資産との違い（アルファとベータ）	11
3. オルタナティブ投資の種類	12
【補論】 そもそもヘッジファンドとは	15

第2章 ヘッジファンドの形態 19

第1節 ヘッジファンドの仕組み	19
1. プレーヤと役割	19
2. ビークルの法的性質	22
3. 募集形態	23
4. 金融商品としての特徴	24
第2節 ヘッジファンドの投資戦略	26
1. アービトラージ（裁定）型	27
2. ディレクショナル型	29
3. イベント・ドリブン型	31
4. マルチ・ストラテジー	32
5. 各戦略のリスク・リターン特性	32
第3節 ヘッジファンドのインデックス	35
1. 代表的なインデックスの概要	35
2. ヘッジファンドのインデックスに内在するバイアス	39

第3章 ヘッジファンド市場の 概況 40

第1節 世界のヘッジファンド市場の概況	40
1. 運用資産残高及びファンド数の推移	40
2. ヘッジファンドの所在地	46
3. 地域別の運用資産残高の変遷	48
4. ヘッジファンドの投資主体の変遷	49
第2節 日本のヘッジファンド市場の概況	50
1. 金融機関によるヘッジファンド設定状況	50
2. 機関投資家によるヘッジファンド投資状況	52

3. 金融機関によるヘッジファンド販売状況	62
第4章 個別のヘッジファンドの実態	66
第1節 世界の主なヘッジファンド・マネージャー	66
第2節 日本の主なヘッジファンド・マネージャー	75
第5章 ヘッジファンドが 金融市場に与える影響 82	
第1節 欧州通貨危機	82
第2節 LTCM 危機	83
1. LTCM 危機	83
2. LTCM 危機における問題点	84
3. ヘッジファンド規制に関する議論の始まり	85
第3節 アマランスの破綻	88
1. アマランスの破綻	88
2. アマランス破綻の影響	89
3. アマランスの破綻に関する考察	90
第4節 サブプライム問題	91
1. サブプライム問題とヘッジファンド	91
2. ヘッジファンド側の対応	92
【補論】ヘッジファンドが市場に与える影響に関する先行研究	94
第6章 ヘッジファンドの今後の展開	99
第1節 リターン特性が変化するヘッジファンド	99
第2節 ヘッジファンドの複製商品	100
1. 複製商品組成の背景	100
2. 複製商品の類型と特徴	101
3. 複製商品の活用方法	103
4. 複製商品による影響	103
第3節 ヘッジファンドの上場	104
1. ファンド（ビークル）自体が上場するケース	104
2. 投資マネージャーが上場するケース	105
3. 投資家にとっての上場ヘッジファンド	105
第7章 ヘッジファンド規制に関する最新の議論の 動向	106
第1節 金融安定化フォーラム	107
1. 7ヶ国財務大臣・中央銀行総裁会議	107
2. FSF 報告	108
第2節 IOSCO	110
1. ヘッジファンドの資産評価に関する原則	110
2. FoHF に関する問題提起	111
第3節 業界の対応	113
1. Hedge Fund Working Group	113
2. Managed Funds Association	116
図表一覧	117

第1章 ヘッジファンドの概要

第1節 ヘッジファンドの誕生とその後の発展

1. ヘッジファンドの起源

ヘッジファンドの起源は、1949年、アメリカ・コロンビア大学の社会学博士で Fortune 誌の Associate Editor でもあった Alfred Winslow Jones が立ち上げたファンドにあると言われている。Jones は、ロング¹とショート²を適切に組み合わせれば、市場の下落局面において損失を回避でき、結果的にリターンを向上させることができるという仮説を立て、ロングを中心としつつもショートを積極的に活用した株式運用を行った³。Jones の投資手法に関しては、その後のヘッジファンドの要素に影響する以下の特徴を挙げることができる。

- ・ ロングとショートを併用して市場全体のリスクをヘッジ。
- ・ レバレッジ⁴の活用により高いリターンを追求。
- ・ 有限パートナーシップ形式を活用した私募形態（1940年投資法が適用対象外となることに着目）。
- ・ パフォーマンスに基づいた報酬体系（利益の20%を報酬として徴収）。

この Jones のファンドは 1966 年に Fortune 誌に特集で取り上げられたが、その記事において「ヘッジファンド」という表現が用いられたことが、ヘッジファンドの名称の由来となっている。

¹ 投資対象有価証券を購入し、保有すること（先物などのデリバティブの場合は、買い建てること）。証券価格が上昇した場合、保有している有価証券を高値で売却することによって利益を得ることができる。

² 投資対象有価証券を借入れ、市場で売却すること（デリバティブの場合は、売り建てること）。証券価格が下落した場合、売却した有価証券を安値で買い戻す（その後、借入先に返却する）ことによって利益を得ることができる。

³ Jones は 1950 年に運用会社 A.W.Jones & Co.を設立、同社は Jones の子孫によって現在も運営されている。

⁴ 借入やデリバティブを用いて、元本以上の取引を行うこと。

この特集が組まれた時期は、株式市場の好況に乗って次々に新規のヘッジファンドが誕生し⁵、1968年には140程度のヘッジファンドが存在したと言われる。しかし、株式相場が上昇する中、レバレッジに過度に依存し、ショートを活用せず単純に株を買うファンドが増大した。この結果、1968年末以降の株式市場の下落局面では多くのファンドが持ちこたえられずに資産を大幅に減らし、撤退を余儀なくされるものも少なくなかった⁶。

2. ヘッジファンドの台頭

1980年代に入ると、高リターンを上げた Tiger Fund⁷などが注目され、ヘッジファンドは再び急速に規模を拡大してきた。それまでの時代の教訓を踏まえ、投資対象を株式以外に為替・債券・商品等にも広げ、先物やオプションといった幅広い取引に参画するようになったのが特徴であった。

1992年には、George Soros の Quantum Fund が仕掛けた大規模なポンド売りによって、ヘッジファンドの存在感と影響力が世界に広く示されることになった⁸。

- ・ 1990年、イギリス政府は欧州通貨制度（European Monetary System: EMS）に参加。
- ・ この年東西ドイツが統一され、旧東ドイツへの多額の資金流入によるインフレへの対策からドイツは高金利政策に傾く。EMSに加盟したイギリスも、国内景気が悪化しているにも関わらずドイツに合わせて高金利政策を取らざるを得なくなったため、国内の財界や学者等を中心に EMS 離脱論やポンド切り下げ論が噴出。
- ・ Soros はポンド価値の下落を予測、1992年8月、90億ドル規模とも言われる巨額のポンドを売り浴びせる。
- ・ イギリス政府やイングランド銀行は、ポンド買いや1日に2度にわたる公定歩合の引き上げ（10%→12%→15%）等で防戦するも、9月17日 EMU の脱退を余儀なくされる。
- ・ Soros は 210 億ドル規模とも言われる莫大な利益をあげる。

この大規模なポンド売りは、一方では、ヘッジファンドの拡大が続く中で、ヘッジファンドが投機性を強めていることも明らかにした。ヘッジファンドの投資手法の多様化につれて、Soros に代表される為替市場での大規模な投機⁹や、デリバティブ等を駆使した高いレバレッジの設定等を行うヘッジファンドが増えていた。

⁵ Fortune 誌の記事では、Jones の運用モデルが、直近 5 年間で最良の成績を収めた投資信託を 85%も上回る運用成績を挙げたと発表され、ヘッジファンドに対する世間の関心を一気に高める要因となった。

⁶ 淵田康之「ヘッジファンド問題の行方」（野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』1998 年秋号）p.13。

⁷ 1986 年の Institutional Investors 誌の記事で、Julian Robertson 率いる Tiger Fund がグローバルな通貨オプション投資で高リターンを上げたことが掲載された。

⁸ Quantum Fund の創設は最初のヘッジファンドブームの只中の 1969 年であり、このポンド売りで注目を集めるまではヘッジファンドに関する世間的関心が高くなかったことがうかがえる。

⁹ Soros は、1997 年には、アジアの株安、通貨安を予測して莫大な規模の通貨の売り浴びせを行い、アジア通貨危機に影響を及ぼす一方、巨額の利益をあげた。

こうした中、1998 年にはアメリカの有力ファンドであったロングターム・キャピタル・マネジメント社（LTCM）が経営危機に陥り¹⁰、ヘッジファンドの動向が金融市場を著しく不安定化させる危険性をはらんでいることが明らかになると同時に、ヘッジファンドへの規制を求める声が高まってくる。

- ・ 当時欧州では通貨統合が進み、ドイツと他の欧州諸国との金利差は縮小傾向にあるとみられていた。
- ・ LTCM は、割高な債券を売り割安な債券を買うことで、金利差が収斂する過程での利益を見込むという戦略の下、ドイツ国債を売り他の欧州諸国の債券を買うといった投資行動を、何十倍という高レバレッジをかけて行っていた。
- ・ 一方、1998 年 8 月にロシアルーブルが切り下げられると、世界各地の市場で信用リスクに対して一気に慎重な姿勢に傾き「質への逃避」が発生、逆にアメリカ財務省証券やドイツ国債に資金が集中する事態となり、各市場とも流動性が大きく低下した。
- ・ LTCM は、金融機関等から借り入れた資金や債券のポジションを解消できない状況に陥り、さらに高いレバレッジが問題を悪化させ、資本を食いつぶす事態に至った。
- ・ ニューヨーク連邦準備銀行は、市場の混乱が一層悪化するのを回避するため、LTCM の主要取引先であった大手銀行・証券会社から出資金を募って LTCM の破綻を防ぎ、危機は収束に向かった。

3. ヘッジファンドの存在感の増大

2000 年代に入ると、ヘッジファンドにはかつてない規模で資金が流入してきている。以前は個人富裕層がヘッジファンドの主要な投資家であったが、年金基金をはじめとした機関投資家が株式市場や債券市場との相関の低さ等に着目してヘッジファンドへの投資を急速に拡大し、ヘッジファンドの資産残高の増加を牽引した¹¹。

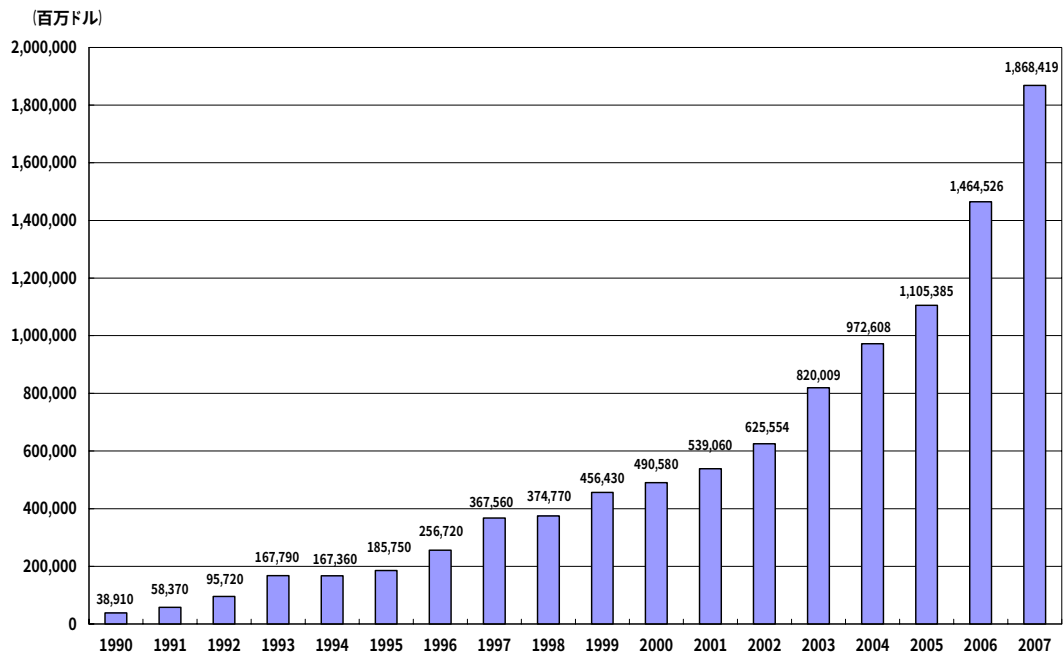
一方、ヘッジファンド側も、限られた投資機会の中で収益源の拡大を図るべく、新興国市場や商品先物等より多様な運用手法を活用している。ヘッジファンド資産の増大は、ヘッジファンド自身のリスク構造を変化させ、広範な市場における流動性供給主体として市場における存在感を一層強めるという状況を生み出していると言える。

他方、機関投資家による投資の増大によってヘッジファンドには情報開示が求められるようになっており、LTCM 危機の教訓もあることから、レバレッジの適切な調整を行う等、過度なリスクを取らない傾向も強まっている（BOX 1 参照）。その結果、以前は爆発的に膨らむこともあった収益が、市場全体の動きとある程度の相関を持つ方向に収斂しつつある。

¹⁰ LTCM 危機の経緯については、以下に詳しい。淵田康之「ヘッジファンド問題の行方」（野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』1998 年秋号）及び「ヘッジファンドを巡る最近の動向」（日本銀行信用機構局・金融市場局、2005 年）p.14 等。

¹¹ 第 3 章第 1 節「4. ヘッジファンドの投資主体の変遷」を参照。

【図表 1-1】ヘッジファンド運用資産残高の推移



(データソース) Hedge Fund Research, Inc., “HFR Industry Report – Year End 2007” (日興シティグループ証券株式会社「ヘッジファンド市場 2007 年」 p.6 より作成)

【BOX 1】ヘッジファンドのリスク特性の変化

ヘッジファンドの市場規模が拡大する中、そのリスク特性は変化してきている。すなわち、高いリスクを取り高い収益を狙う主体であったものが、網の目のようにリスクを分散することで、自らは低いリスクで絶対リターンを確保しつつ市場に対して流動性を供給する主体へと変化している。このリスク特性の変化の要因としてまず挙げられるのが、機関投資家によるヘッジファンド投資の拡大である。機関投資家は、2000～2002 年の株価の低迷やその後の歴史的低金利の中で、運用手段の多様化を模索し、後掲する図 3-9 に見られるように、ヘッジファンドへの投資割合を拡大させてきている。こうした機関投資家による投資の増大によってヘッジファンドには情報開示が求められるようになっており、過度なリスクを取らない傾向が強まっている。

また、ヘッジファンドは、LTCM 危機における反省から、システミック・リスク¹²を回避すべくリスク管理手法の高度化を推進する¹³とともに、限られた投資機会の中で株式や債券以外に収益源

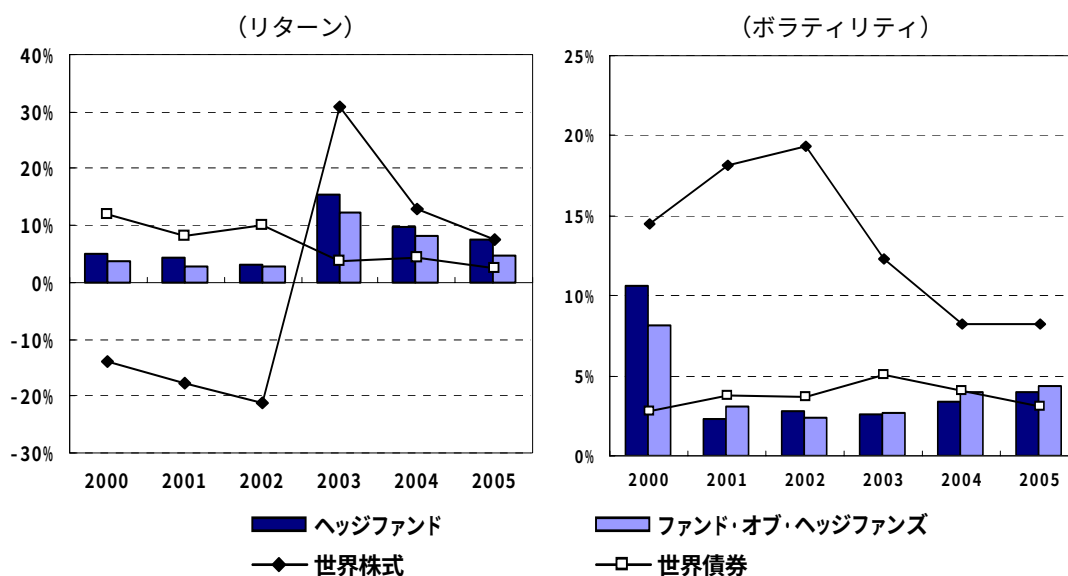
¹² システミック・リスクとは、ヘッジファンドが負った巨額の損失が、当該ヘッジファンドに資金等を貸し付けた金融機関等を経由するなどして、ドミノ状に広く市場全般に波及し、金融システム全体に悪影響を及ぼすリスクのこと。リスク管理手法が進化した現在でも、ヘッジファンドの仕組み上、システミック・リスクの要因や大きさを評価する手法の高度化は必要とされている。Federal Reserve Bank of Atlanta, “Hedge Funds: An Industry in Its Adolescence,” *Economic Review*, Fourth Quarter 2006, p.27-28.

¹³ 近年ヘッジファンドのリスク管理が高度化した背景については以下に詳しい。R. Ferguson & D. Laster, “Hedge funds and systemic risk,” Banque de France, *Financial Stability Review – Special issue on hedge funds* No.10, 2007. LTCM 危機以後の投資銀行や証券会社の取組や、機関投資家によるヘッジファンド投資の拡大等が背景として取り上げられている。

を広げるべく、新興国市場や商品先物市場等、一層多様な運用手法を活用してリスク分散を進めている。

日本銀行の分析¹⁴によれば、ヘッジファンドは 2002 年までの株価低迷期にプラスの収益を確保しており、2003 年以降の低金利環境でも債券の収益を大きく超えるなど、厳しい運用環境下でも絶対的収益を確保している。他方、ヘッジファンドのボラティリティは 1990 年代に比べて大きく低下し、近年は債券並みの水準で株式よりも小さい状態が続いているほか、大規模な損失や平均から大きく乖離した損益が生じるリスクを抑制する傾向もうかがわれる。このようなヘッジファンドの運用実績が、機関投資家によるヘッジファンド投資を一層促しているともいえる。

【図表 1-2】ヘッジファンドと伝統的資産のリスク・リターン比較



* 暦年ベース（ボラティリティは、月次リターンの標準偏差を年率換算）。ヘッジファンド: CSFB/Tremont、ファンド・オブ・ヘッジファンズ: TASS Fund of Funds Universe Average、世界株式: MSCI World、世界債券: Citigroup 世界債券 BIG インデックス

（データソース）Bloomberg、CSFB/Tremont、Lipper TASS Database（「ヘッジファンドの光と影 ～中央銀行の視点から～」（清水季子（日本銀行）、年金総合研究センターフォーラム資料、2006 年）p.7 より）

¹⁴ 「ヘッジファンドを巡る最近の動向」（日本銀行信用機構局・金融市場局、2005 年）、「ヘッジファンドの光と影 ～中央銀行の視点から～」（清水季子（日本銀行）、年金総合研究センターフォーラム資料、2006 年）。

第2節 オルタナティブ投資としての ヘッジファンド

1. オルタナティブ投資とは

近年、株式や債券を単純に保有するといった伝統的な投資によってリターンを得ることが困難になる中で、従来とは異なる投資対象、および投資手法を採用した投資であるオルタナティブ投資が注目されるようになった。

厳密な定義付けは困難ではあるものの、先行研究によると、オルタナティブ投資とは「伝統的な投資資産（株式、債券など）に対して相関が弱く、及びかつ、流動性、市場性が低いハイリスク・ハイリターン型の投資資産」¹⁵とされる。

従来、機関投資家による資産運用は、主として国内株式、国内債券、外国株式、外国債券の4種類の資産を中心に行われていた。しかし、1990年代以降の株式市場の下落、特にITバブルの崩壊による2000～2002年の株式市場の低迷や、その後の歴史的な低金利環境において、これら4資産に対するいわゆる「伝統的投資」に頼っているだけでは目標のリターンを得ることができないとの危機感から、伝統的投資との相関が低い新たな投資手法への期待が高まるようになった。この新たな投資手法は、伝統的投資に対する代替との意味から、オルタナティブ投資と呼ばれるようになった¹⁶。

オルタナティブ投資を実施している機関投資家は増加している。大和総研が金融法人に2007年に実施したオルタナティブ投資に関するアンケート調査によると、回答のあった国内の金融法人の79.5%がオルタナティブ投資を行っている¹⁷。また、大和ファンド・コンサルティングが国内の年金スポンサーを対象に2007年に実施したオルタナティブ投資に関するアンケート調査では、回答率が20.6%と低いものの、回答した年金スポンサーのうち74.0%がオルタナティブ投資を実施している¹⁸。

¹⁵ 三木まり「機関投資家とオルタナティブ投資」（証券経済研究所『証研レポート』1615号、2003年）p.12。

¹⁶ 俊野雅司「オルタナティブ投資入門」（大和総研『年金レポート』2004年3月）p.1-4。

¹⁷ 菅野泰夫「金融法人対象のオルタナティブ投資調査 アンケート集計結果（2007年度）」（大和総研『コンサルティングレビュー』、2007年）p.28。

¹⁸ 俊野雅司「日本の年金スポンサーにおけるオルタナティブ投資状況」（大和ファンド・コンサルティング『年金ニュースレター』2007年10月号 オルタナティブ投資特集特別増刊号）p.3。年金スポンサーにおけるヘッジファンド投資実施率は、毎年調査を行うごとに上昇している。

2. 伝統的投資資産との違い（アルファとベータ）

経験上、株式市場全体が上げ相場にあるとき、多くの株式が、その価格を上げる傾向にある。逆に、株式市場全体が下げ相場にあるときは、多くの株式の価格は下落をする傾向にある。ファイナンス理論の標準モデルである CAPM によると、ファンドなどのポートフォリオが稼ぐ超過リターン（無リスク金利を超えるリターン）は、市場全体の動向によってもたらされるリターン（期待値は通常プラス）とそれ以外のリターン（期待値は通常ゼロ）に分解される。著名なファイナンス学者である Jensen¹⁹は、資産運用のパフォーマンス測定のためのこのモデルを少し拡張し、以下のように表現することを提唱した。

$$R_p - R_f = \alpha_p + \beta_p (R_M - R_f)$$

※ R_p	ポートフォリオ・リターン
R_f	無リスク資産のリターン（無リスク金利）
R_M	市場全体の動向によってもたらされる収益（マーケット・リターン）
α_p	市場全体の動向以外によってもたらされる収益（アルファ）
β_p	マーケット・リターンに対する感応度（ベータ）

マーケット・リターンは株式運用であれば東証株価指数（TOPIX）やアメリカ S&P500 株価指数などの株式インデックス（マーケット・インデックス）が使用されることが多い。

ポートフォリオの資産配分を、マーケット・インデックスの資産配分と全く同じにすれば、ポートフォリオ・リターンはマーケット・リターンと完全に一致する。この場合、「アルファ」はゼロとなり、「ベータ」は 1.0 となる。逆に、何らかの予測に基づき、ポートフォリオの資産配分を、マーケット・インデックスの資産配分と乖離させれば、プラスの「アルファ」が発生し「ベータ」が 1.0 以外の値を取る可能性が生じる。具体的には、例えば値上がり期待される銘柄の保有比率を引き上げ、値下がり期待される銘柄の保有比率を引き下げる（あるいはショートする）ことによって、プラスの「アルファ」を獲得することが期待できる。

しかし、「ポートフォリオ・リターンは、マーケット・リターンに打ち勝つことはできない（すなわち、「アルファ」を獲得することは長期的には不可能）」という学説（効率的市場仮説）が存在すること、また「アルファ」を獲得するためには定性的もしくは定量的な調査・分析が必要となりコストがかかることなどにも留意する必要がある。

このため、伝統的投資資産（マーケット・インデックスに完全に連動させることを試みるパッシブ運用と、マーケット・インデックスを上回ることを試みるアクティブ運用に大別される）は一般的に、「アルファ」の獲得機会や「ベータ」について一定の制約を設け²⁰、ポートフォリオの資産配分がマーケットの資産配分から大きく乖離させない運用を試みている。その結果、伝統的投資資産のリターンは、マーケット・リターンに多少なりとも似通ったものとなる場合が多く、そのパフォーマンスは、例えば「TOPIX ときちんと連動しているか（パッシブ運用の場合）」、「TOPIX をどの程度上回ったか（ア

¹⁹ Michael C. Jensen, "The performance of mutual funds in the period 1945-1964," *Journal of Finance* (Vol.23, No.2), 1968, p.389-416.

²⁰ 例えば、「ショートポジションを活用しない」などが考えられる。

クティブ運用の場合) などといった対マーケット・インデックス比で見た基準で評価されることが多い。

一方、オルタナティブ投資は、「アルファ」の獲得機会や「ベータ」についての制約をより自由なものとし、「アルファ」の獲得をより重視した運用を試みる。その結果、市場動向に拠らないリターンを獲得が可能となり、そのパフォーマンスについても、絶対的な基準で評価されることが多い。

3. オルタナティブ投資の種類

(1) ヘッジファンド

オルタナティブ投資のうち、もっとも代表的なものがヘッジファンドである。ヘッジファンド（詳細な定義については後述）は一般に、様々な投資手法を用いながら、「アルファ」を獲得、もしくは「ベータ」を大胆に調整し絶対的なリターンを得ることを目標としている。また、その投資収益は運用者（投資マネージャー）のスキルによるものと考えられる²¹ことから、伝統的な投資手法の運用者が運用資産額に応じた報酬体系を取るものが多い中、ヘッジファンドの運用者は運用のパフォーマンスに応じた成果主義的な報酬体系を採用しているものが多い。

【図表 1-3】ヘッジファンドの特徴と伝統的資産との相違

	ヘッジファンド	伝統的投資
「アルファ」か 「ベータ」か	「アルファ」重視 (「ベータ」は自由に調整)	「ベータ」重視 (「アルファ」を追求する場合でも、 「ベータ」について一定の制約あり)
追求するリターン	絶対的収益	マーケット・インデックス対比
パフォーマンスの源泉	ほぼ投資マネージャーのスキル	マーケット・リターン +投資マネージャーのスキル (一部)
報酬体系	成功報酬 +管理報酬	管理報酬

(出所) 山内英貴「ヘッジファンド業界の最近の動向と今後の方向性について」(経済産業省 ヘッジファンド研究会第1回資料、2007年)を基に作成。

²¹ ヘッジファンドの収益の全てが投資マネージャーのスキルに拠るものである、という考え方については近年疑問が呈されている。詳しくは、第6章「ヘッジファンドの複製」を参照。

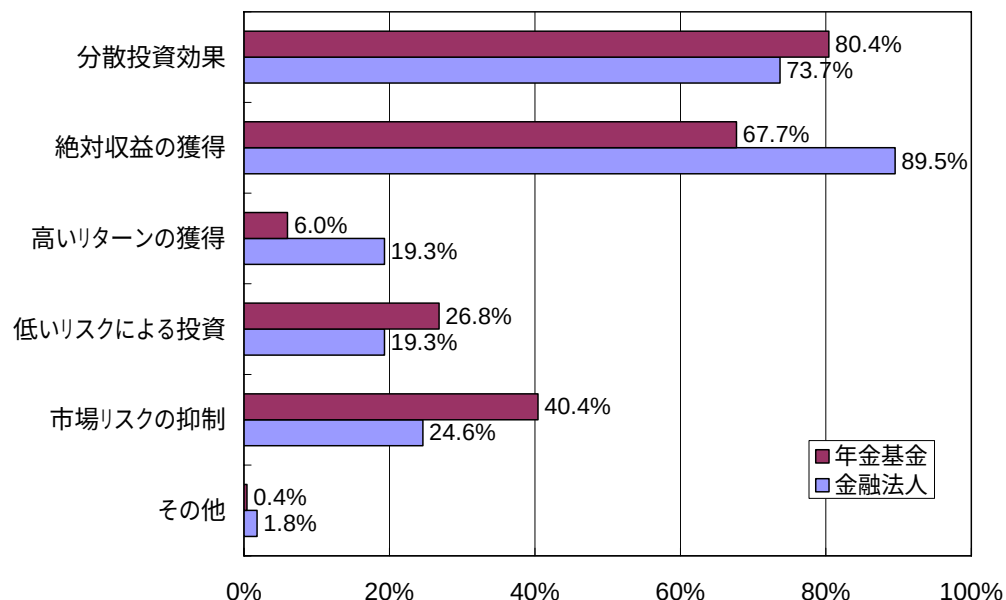
ヘッジファンドがオルタナティブ投資の対象として普及している背景には、ヘッジファンド投資が、分散投資効果及び絶対収益の獲得、ならびに市場リスクの抑制に効果的な特性を持っていることが挙げられる。

ヘッジファンドは伝統的な投資対象との相関が低く、伝統的資産に投資する既存のポートフォリオに対する分散投資効果によって、市場リスクを抑制することが期待できる。また、ヘッジファンド特有の性質である絶対利益の追求により、伝統的資産の収益が低迷する環境が続く中で、機関投資家は収益機会の拡大を図ることができる。

大和総研が金融法人及び年金基金に対して2006年に実施したオルタナティブ投資に関するアンケート調査では、これらの機関投資家がヘッジファンドに何を期待しているかに関して質問している。その結果から、機関投資家がヘッジファンド投資に対して、分散投資効果及び絶対収益の獲得、ならびに市場リスクの抑制を期待していることが読み取れる。

一方ヘッジファンドは、レバレッジの活用による価格変動リスク、解約に一定の制約がかかる流動性リスクといった、伝統的資産にはないリスクを有するほか、情報開示の不透明性に関する課題もある。機関投資家には、こうしたリスク面についても、伝統的資産や他のオルタナティブ投資と比較勘案することが求められる。

【図表 1-4】 機関投資家のヘッジファンド投資に対する期待（複数回答）



(出所) 大和総研「年金基金及び金融法人におけるオルタナティブ投資アンケート集計結果」(大和総研『年金ニュースレター』2006年9月号 オルタナティブ投資特集号) p.32

(2) その他のオルタナティブ投資

① 不動産投資

不動産投資は、実物不動産への投資と証券化商品への投資に大きく分類できる。

実物不動産への投資は、一般に取引額が大きく、流動性も低く、取引が不透明で極めて専門性が高い。一方、証券化商品への投資は、特定目的会社（Special Purpose Company：SPC）や投資信託等の投資ビークルに一旦不動産を移し、投資ビークルによって小口化された証券を投資家が購入、投資家からの資金を不動産で運用し、賃貸収益や売却益を配当金として投資家に還元する、といった仕組みになっている。証券化商品においては投資金額が小口化され、また情報開示によって透明性が増すと考えられている²²。

不動産投資が有する主なリスクとしては、主に価格変動リスク、評価価格と取引価格が異なる資産評価リスク、投資家と投資マネージャーの利益相反等によるマネージャーリスク、それに流動性リスク等が挙げられる²³。

② プライベート・エクイティ（PE）

PE は、未公開株への投資を可能とする投資形態である。PE の主な類型としては、資金需要が旺盛な主に未上場の企業に対して投資するベンチャー・キャピタル、経営再編を図る一定規模以上の企業（上場企業も含む）に対して投資するバイアウト・ファンド、赤字企業の再建を目的に投資するディストレストがあり、いずれも主にファンドの形式を取っている。企業が必要とする資金を供給する代わりに、その企業の経営やガバナンスに関与し、企業価値を向上させる投資手法である²⁴。

PE の投資にあたっては、その資金を長期間固定する必要がある。主に未公開企業に対して資金注入する PE の特性上流動性が低く、また中途解約が不可能な場合も多い。こうした流動性リスクに加え、投資先の倒産リスク及び事業停止の際の投資資金の回収リスク等も有する。初期に投資損失が発生するのもリスク要因であるが、キャッシュ・フローがプラスに転じた後は急激にリターンが上昇することが多い²⁵。

③ 天然資源等

貴金属、原油、天然ガス等の商品に対して投資を行うほか、商品先物指数への投資によってこれらの実物資産に対する投資収益を獲得するケースも増えている。森林ファンドへの投資を行っているカリフォルニア州公務員退職年金基金（California Public Employees' Retirement System: CalPERS）のように、実物資産（またはそのファンド）に投資を行うケースもある²⁶。

²² supra note 15, p.14.

²³ 片岡竜也「オルタナティブ投資管理規定」（大和ファンド・コンサルティング『年金ニュースレター』2007年3月号）p.15。

²⁴ 大和ファンド・コンサルティング リスク管理フォーラム 2005『リスク管理ガイドライン（オルタナティブ投資編）』p.112-114。

²⁵ supra note 15, p.14-15 及び supra note 23, p.18.

²⁶ supra note 16, p.4-5.

【補論】そもそもヘッジファンドとは

ヘッジファンドは、2007年3月時点で世界で1兆5千億ドル程度の規模に達し²⁷、資本市場に与える影響力は拡大を続けている。一方、ヘッジファンドが市場に対するリスク要因になっているという見方があり、G7 財務相・中央銀行総裁会議²⁸や G8 サミット²⁹でもヘッジファンドが議題として取り上げられるなど、ヘッジファンドへの規制に対する当局側の関心も高まっている。

現時点ではヘッジファンドとは何かについて明確な法的定義を与えている国はない。また、世界的にもヘッジファンドの定義に関するコンセンサスが形成されているわけではない。

ここでは、現在のヘッジファンドの影響力及び課題について今後議論していくにあたっての前提となる「ヘッジファンドとは何か」という部分について、先行研究等による定義をまとめることとする。まず、ヘッジファンドを巡る課題に常時取り組んでいる証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions: IOSCO）の見解を取り上げ、続いて IOSCO が各国当局に対して行った調査より各国当局によるヘッジファンドの定義をまとめ、最後に業界団体や学会などによる見解の一部を紹介する。

（１）IOSCO による見解

IOSCO は、1998 年の LTCM 危機後、ヘッジファンドに関する研究やレポートが多数発表されたのを契機に、ヘッジファンドへの個人投資家³⁰の参加にともなう監督上の問題、とりわけ市場価格に悪影響を与えうる高いレバレッジを利用するヘッジファンド（Highly Leveraged Institution: HLIs）に関する議論³¹を取り上げ、2003 年に“Regulatory and Investor Protection Issues Arising from the Participation by Retail Investors in (Funds-of-)Hedge Funds”という調査レポートを公表した。

²⁷ Hedge Fund Research（HFR）の統計、及び Tremont Capital Management の推計等による。

²⁸ ヘッジファンドについて、以下の声明文が発表された。「ヘッジファンド業界及び商品の急速な成長を踏まえ、我々は警戒する必要がある」（2007年2月、ドイツ・ハリゲインダム）、「金融システムの効率性に大きく貢献しているヘッジファンド等を含め、最近の国際金融市場の動向につき議論。これらの動向の意味するところにつき引き続き監視」（2007年4月、アメリカ・ワシントン）。

²⁹ ヘッジファンドについて、以下のサミット首脳宣言が発表された「ヘッジファンド産業の急速な成長と取引商品の一層の複雑化を踏まえ、我々は警戒する必要を再確認する」（2007年6月、ドイツ・ハリゲインダム）。

³⁰ 「個人投資家」の定義についても規制当局間で統一された定義は存在しないが、IOSCO のレポート“Regulatory and Investor Protection Issues Arising from the Participation by Retail Investors in (Funds-of-)Hedge Funds”（p.2）によれば、「個人投資家」とは professional、qualified あるいは sophisticated といった区分に分類されない投資家を指すことは広く受け入れられている、としている。

³¹ 後述の 2005 年の調査も含め、IOSCO におけるヘッジファンドに関する議論は、IOSCO 機構理事会（Executive Committee）の下にある専門委員会（Technical Committee）が設けた第 5 常設委員会（投資管理に関する委員会）（Standing Committee on Investment Management: SC5）において行われている。委員会の構成については IOSCO の Web サイト（IOSCO Working Committees）を参照。

それによると IOSCO は、ヘッジファンドを構成する要素として、以下の項目が挙げられるとしている³²。

- ・ 通常の集団投資スキーム規制に含まれる借入やレバレッジに関する規制が適用されない³³。
- ・ 管理手数料に加えて、高い報酬手数料を（しばしば利益の何%という形で）徴収する。
- ・ 投資家は、四半期毎、半期毎、1 年毎等定期的に（定められた期間に）売却が認められる。
- ・ 投資マネージャーが、多額の自己資金によって投資することが多い。
- ・ しばしば投機目的でデリバティブが活用され、空売りを行う能力も有する。
- ・ 多様なリスクや複雑な仕組みを持つ資産に投資を行う。

もっとも、IOSCO はヘッジファンドの特徴はここに挙げられた項目に限定されるものではなく今後市場環境によって変容しうるとし、ヘッジファンドについて、国際的に広く受け入れられ、かつ集団投資スキームを規制するような法規を世界的に適用するのにふさわしい定義を確立するのは極めて困難であると指摘している³⁴。

（２）各国当局による見解

IOSCO は、先述の 2003 年のレポートの後、ヘッジファンドに対する追加的な行動を検討するため、2005 年に世界各地の規制当局に対して、ヘッジファンドに対する捉え方や対応等に関する調査を行った。18 ヶ国から延べ 20 当局の回答があり、その結果は、2006 年のレポート “The Regulatory Environment for Hedge Funds—A Survey and Comparison” において公表された。

それによると、ヘッジファンドについて正式な法的定義を与えている当局は全くないことが明らかになった。また、PE ファンドなど、他のオルタナティブ投資との区別を行っていない当局もある。ただ各国当局とも、「ヘッジファンドとは何か」に関する概念は持っており、2003 年に IOSCO が示したヘッジファンドの要件を踏まえつつ、ヘッジファンドの投資対象商品及び投資手法の多様化が進んでいることから、より多様な特性を見出していることがうかがえる。

規制当局によってヘッジファンドに対する捉え方に差異があることから、ヘッジファンドに対する規制の方向性については当局毎にばらつきがあり、規制方法を検討中の当局もある。

³² IOSCO, Regulatory and Investor Protection Issues Arising from the Participation by Retail Investors in (Funds-of-)Hedge Funds, 2003, p.3.

³³ その結果、すべてではないが多くのヘッジファンドが高いレベルのレバレッジを利用していることが³、あわせて指摘されている。

³⁴ *supra* note 32, p.3-4.

【図表 1-5】主要当局によるヘッジファンドに対する見解 (IOSCO によるアンケート調査)³⁵

国名	ヘッジファンドに対する見解のポイント	法的定義	他のオルタナティブファンドとの区別(*)
日本 (金融庁)	○オルタナティブ戦略を採用。 ○レバレッジの利用。 ○大きなリスク・エクスポージャー。 ○実績報酬を徴収。	なし	区別していない
アメリカ	<u><SEC：証券取引委員会></u> ○登録公募の方法で販売されない。 ○投資会社として登録されていない。 ○株式に加え、債券、CB、通貨、店頭デリバティブ、商品オプション等への投資を行う。	なし	区別している
	<u><CFTC：商品先物取引委員会></u> ○種々の資産に投資・取引する私募のファンドまたはプール。 ○利益に対する一定割合によっても運用者に報いる。 ○通常、機関投資家、年金基金、財団、大富豪個人に販売される。		区別している
イギリス (FSA)	○ソフィスティケート（洗練化）された投資家以外への販売は困難。 ○形態よりも投資戦略を指して用いられる。	なし	区別していない
ドイツ (BaFin)	○特殊なタイプの集団投資スキーム。 ○ヘッジファンド独特の投資戦略（ショート、レバレッジ）を実行するファンド。	なし	区別している
フランス (AMF)	次のようなジャンルのファンドが、国内籍ヘッジファンドと考えられている。 ○オルタナティブ・ファンドを組み入れる登録ファンド(ファンド・オブ・ヘッジファンズ)。 ○緩やかな投資制限の下で運用される登録ファンド。 ○緩やかな投資制限とレバレッジの効果を持つ登録ファンド。 ○ファンド所有者と運用会社の間で自由に運用方法を決める契約ファンド。	なし	区別している

(注) FSA：金融サービス機構、BaFin：連邦金融監督局、AMF：フランス金融市場庁

(*) 他のオルタナティブ投資とは、「プライベートエクイティ」、「ベンチャーキャピタル」、「先物ファンド」等。

(データソース) IOSCO “The Regulatory Environment for Hedge Funds – A Survey and Comparison”
 (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『トピックス』2007年、p.7-8より作成)

なお日本では、金融庁が国内のヘッジファンドの実態を把握する目的で、2005年に所管する金融機関に対して調査を行い、その結果を同年末にレポート「ヘッジファンド調査の概要とヘッジファンドをめぐる論点」において公表したが、この調査においてはヘッジファンドを、①レバレッジの利用、②成功報酬の徴収、③ヘッジファンド投資戦略の策定、という3つの要素を有するファンドと定義している³⁶。

³⁵ 各国の見解には「ヘッジファンドを特定するために用いている特徴」を含む。

³⁶ 金融庁「ヘッジファンド調査の概要とヘッジファンドをめぐる論点」（2005年12月）p.3。

(3) 民間（業界団体、学会等）による見解

「ヘッジファンドとは何か」という部分について、民間（業界団体、学会等）も様々な見解を持っている。それぞれ、「ヘッジファンドについて厳密な定義はない」としつつも、その一般的な特徴について以下の通り認識している。IOSCO や各国規制当局の見解と比較して見ると、ニュアンスの違いはあれ、大きな差異はないものと見受けられる。

【図表 1-6】 業界団体、学会等によるヘッジファンドの見解・定義

主体	ヘッジファンドに対する見解のポイント
Hedge Fund Standards Board (英国の業界団体)	(全ヘッジファンドに共通する項目) ○管理手数料（一般的には1.5%～2.0%）に加え、成功報酬（一般的には20%）を投資家に課すファンド。 (全ヘッジファンドには該当しないが、特徴的な項目) ○ショートを活用し、収益の源泉とする and/or 市場リスクをヘッジする。 ○レバレッジを活用し、収益を拡大する。 ○デリバティブを活用し、収益を拡大する and/or リスクを低減する。 ○伝統的なマネージャーと比べて、アクティブに取引を行う。
Hedge Co.Net (情報サービス会社)	○富裕層あるいは洗練された金融知識を持つ投資家のための、非登録私募基金。 ○通常、リミテッドパートナーシップの形態で組成され、投資の意思決定を行うマネージャーがゼネラルパートナーとなる。 ○投資マネージャーは事前に決められたリターンもしくは、絶対リターンを追及する。 ○投資信託が採用することのできない様々な投資戦略を用いる。 ○投資信託に比べ、情報開示の度合いが緩い。
Eurekahedge (調査会社)	○「絶対リターンファンド」と呼んだ方がより正確かもしれない。 ○様々な金融市場に投資し、(必須ではないが) ショート、レバレッジ、アービトラージ、スワップなどの投資手法を用いる。 ○通常、リミテッドパートナーシップ形態で組成される。 ○成果に連動した報酬を徴収。 ○最低投資金額は高く設定されている。 ○資金の流入には制限がある。
Agarwal & Naik (London Business School)	○(運用の意思決定を行う) マネージャー自身が出資を行う私募のファンド。 ○リスクを抑え、リターンを高めるためにデリバティブ、ショート、レバレッジなど広範囲の投資戦略を用いる。 ○多くのヘッジファンドはマーケットリスクを厳密にはヘッジしていない。
四塚利樹教授 (早稲田大学大学院)	○一般の個人投資家を排除して機関投資家や富裕層を主な投資家とする。 ○通常の株式・債券投資とはとは大幅に異なった運用をする。 ○(放置されがちな) 一部の魅力的な投資機会に資金を集中させて高いリターンを実現する。 ○運用者はパフォーマンスに基づいた成功報酬を受け取る。

(出所) HFSB、Hedge Co.Net、Eurekahedge、London Business School、証券アナリストジャーナル
(2000年4月号)

第2章 ヘッジファンドの形態

第1節 ヘッジファンドの仕組み

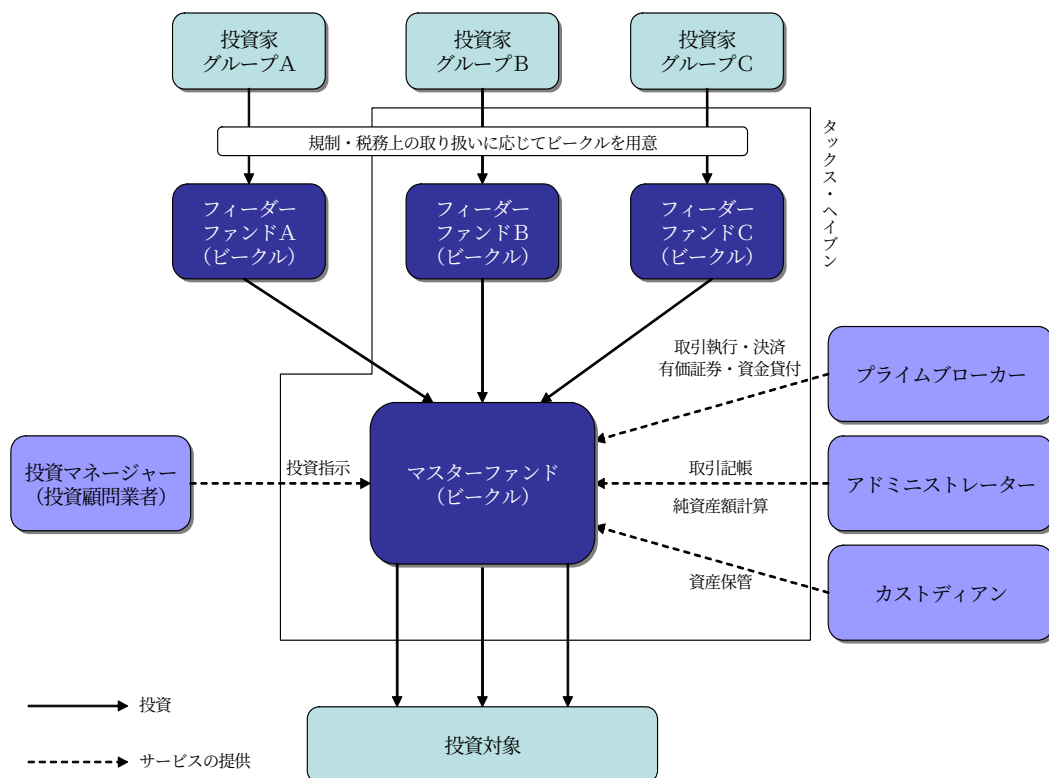
ここではヘッジファンドの基本的な仕組みについて整理を行い、ヘッジファンドの特徴を明確化する。なおここでは特段の断りなき限り、ヘッジファンドの設立地や販売地域について特定を行わず、可能な限り一般的な記述を行うように努めるものとする。

1. プレーヤと役割

ヘッジファンドは通常、以下を中心とする集団投資スキームを指す。

- ・ 投資資金を管理する事業主体（ファンド、ビークル）
- ・ 当該ファンドからの委託に基づいて、運用指図を行う投資マネージャー

【図表 2-1】ヘッジファンドの基本的なスキームとプレーヤ

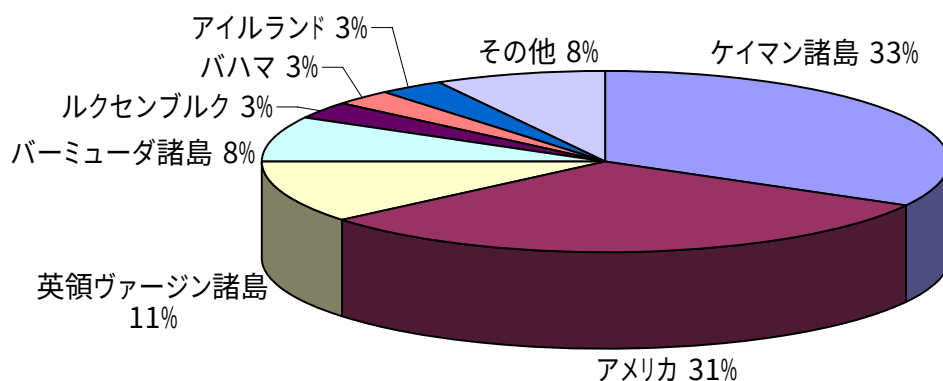


（出所）日本銀行「ヘッジファンドを巡る最近の動向」（2005年7月）

ビークルの事業主体は、会社、信託、組合などの形態が用いられる。事業主体は当該設立地における事業主体法及び税法の適用を受けることから、しばしば事業主体法上の要件が緩和されている又は免税措置のある国や地域に設立され、アメリカ（デラウェア州に多いとされる）、ケイマン諸島、イギリス領ヴァージン諸島等に設立されるケースが多い。設立されたヘッジファンドを実際に販売するのは投資家の所在国となるが、国によって販売規制や税制の扱いが異なるため、フィーダーファンドと呼ばれるファンドに特定の投資家グループ毎の投資資金をプールし、フィーダーファンドを通じてマスターファンドに投資を行う場合も多く見られる。

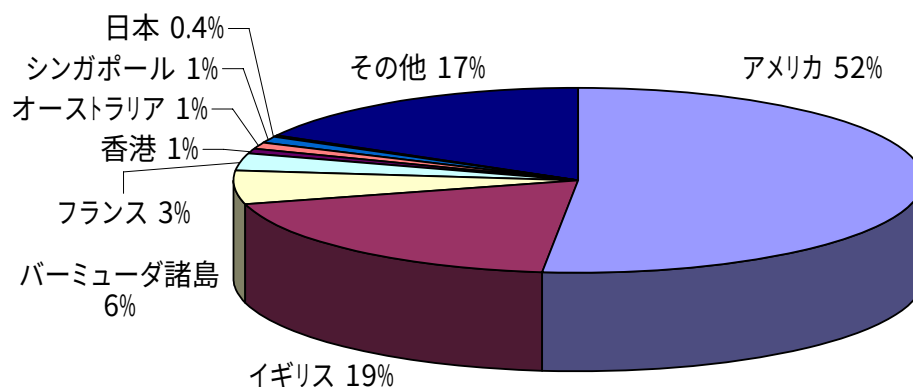
一方、投資マネージャーは様々な要件（規制や税制の他、ビジネス環境としての適否など）を勘案して拠点を決定すると考えられ、現時点ではアメリカ、イギリス、アジアでは香港やシンガポールに投資顧問会社等を設立することが多い。

【図表 2-2】 ビークルの所在地別割合



（出所）日本銀行「ヘッジファンドを巡る最近の動向」（2005年7月）p.6³⁷

【図表 2-3】 投資マネージャーの所在地別割合



（出所）日本銀行「ヘッジファンドを巡る最近の動向」（2005年7月）p.6³⁸

³⁷ このグラフは、Lipper Tass Database のデータを基に作成されている。2005年3月末時点で Lipper Tass Database に登録のあるヘッジファンドから集計されている。

³⁸ 図表 2-2 と同様。

なお投資資金を管理している事業主体はあくまでビークルであるが、投資を行うための人員や設備を十分に有しておらず、ビークル単独で投資に必要な業務を全て行える訳ではない。そこで取引の執行・決済などはプライムブローカーを通じて行っている他、記帳や投資家への通知などの事務はアドミニストレーター（事務管理会社）が行っている。また当該ヘッジファンドの資産の保管・管理業務はカストディアン（資産管理会社）が行っている（プライムブローカーが当該業務を受託しているケースも少なくない）。

【関係プレーヤの役割】

〔プライムブローカー〕

- ・ ヘッジファンドに対して取引の執行・決済、保有する有価証券等を担保とした融資、ショートのための証券貸付等を行う。
- ・ 主な担い手は、大手の投資銀行（日本の場合は外資系証券会社の在日支店）。ヘッジファンド立ち上げにおけるノウハウの提供や内外の投資家の紹介業務も行う。

〔アドミニストレーター〕

- ・ ヘッジファンドの事務管理代行を請け負う。取引を記帳し、時価評価の難しい金融資産の多いヘッジファンドの基準価額を算出して投資家に通知を行う。算定はファンドの業績や投資マネージャーの報酬に直結するため重要である。
- ・ プライムブローカーや投資マネージャーがその業務を兼ねることもある。

〔カストディアン〕

- ・ ヘッジファンドの保有資産の管理業務を行う。
- ・ プライムブローカーがその業務を兼ねることもある。

2. ビークルの法的性質

既に指摘したようにビークルとして用いる事業主体は、設立地の制度上選択し得るもの（会社、信託、組合など）の中から、適宜適切なものを選択することになるが、選択の考え方としては次のようなものが考えられる。

- ・ マスターファンドないしフィーダーファンドの設立地における事業主体法制（基本的には要件の緩い制度が好まれる）及び税制³⁹上、有利な事業主体を選択する。
- ・ フィーダーファンドの持分ないし発行証券を購入する投資家の所在地及び特性によって、投資家が投資しやすい商品を組成しやすい事業主体を選択する。

会社、信託、組合に関する事業主体の法的性質の差異については再整理を要しないと思われるが、いずれの事業主体を採用したとしても資産運用を受託する当該ヘッジファンドに關与するプレーヤーはそれぞれ事業主体法上の義務を負う他、フィーダーファンド及びマスターファンドはそれぞれ直接又は間接的に投資家との契約上の地位に基づく法的義務を負う⁴⁰。

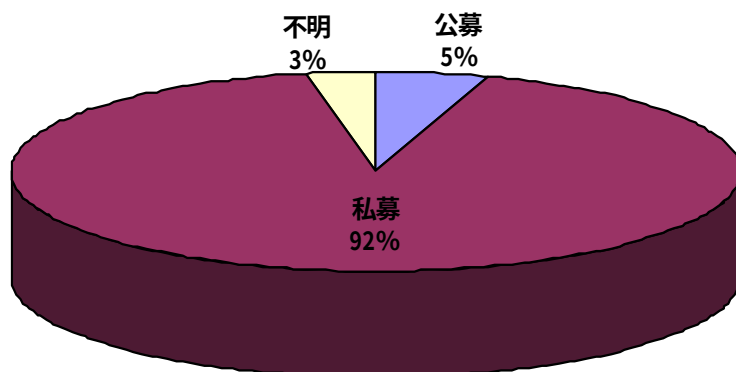
³⁹ 例えば日本における現行の税法であれば、法人格の有無が事業体課税ないし構成員課税の適用判断の基準とされており、構成員課税が適用される事業体は組合及び信託に限られている。よって、事業主体法上自由度が高い合同会社（LLC）等であっても税制上の問題から、これを選択するファンドは考えにくい。

⁴⁰ 契約上の地位に基づく義務は各国の法体系によってその要件効果は大きく異なる。一般に英米法上は信認関係に基づく義務（信託契約に基づく信託受託者と看做される場合が多い他、アメリカでは ERISA 法の適用によって受託者義務を負う場合等様々な場合があるので一概には言えない）を負い、受託資産の管理及び運用に関する義務を負う。大陸法系の法体系を有する主要国でも各国の私法上の理論に基づいて契約によって同様の義務を負わせているが、義務違反の効果については一般に英米法上の方が厳しい内容となる（特にアメリカにおける民事効は顕著である）。

3. 募集形態

ヘッジファンドの定義を行う際、募集形態に関して何らかの条件を設けることは一般的ではなく、募集形態については問われないと理解されている⁴¹。金融庁が 2000 年度から 2004 年度に被監督機関（設定・運用者）を対象として実施したアンケート調査によれば 92%が私募の形態で募集されている。

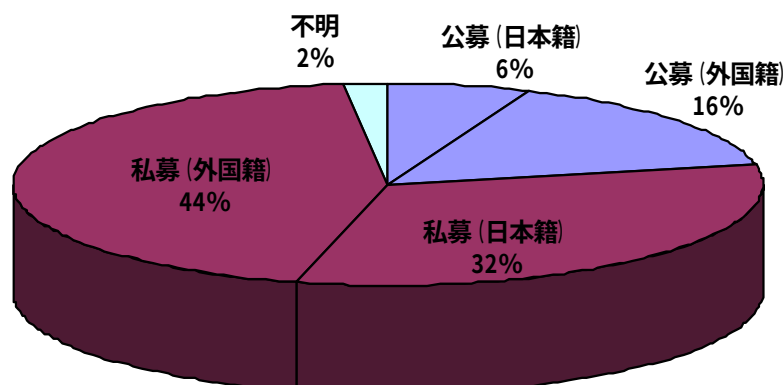
【図表 2-4】 設定されたヘッジファンドの募集形態



（出所）金融庁「ヘッジファンド調査の概要とヘッジファンドをめぐる論点」（2005 年 12 月）p.9

また被監督機関（販売者）を対象として実施したアンケート調査によれば調査期間中に販売されたヘッジファンドの募集形態は約 76%が私募形態で行われている。

【図表 2-5】 販売されたヘッジファンドの募集形態



（出所）金融庁「ヘッジファンド調査の概要とヘッジファンドをめぐる論点」（2005 年 12 月）p.14

⁴¹ 金融庁『ヘッジファンド調査の概要とヘッジファンドをめぐる論点』（2005 年 12 月）

4. 金融商品としての特徴

ヘッジファンドには、その購入方法や投資回収の方法等に関して以下に掲げるような独特の特徴がある。

(1) 購入方法

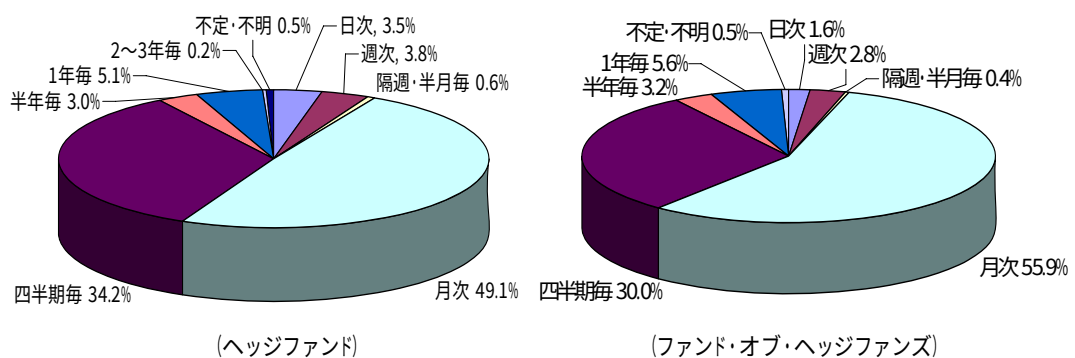
私募形態のヘッジファンドの場合、投資家は自分の投資ニーズに合ったファンドを見つけるための情報収集が必要となる。一般的には、個別のファンドのリスクや収益の分析を行うゲートキーパー⁴²から投資家は情報を収集し、投資先のファンドを選択することが多い。私募形態のヘッジファンドは流動性が低く、いつでも自由に購入出来る訳ではなく、月 1 回等の特定日を指定される場合が多い。最低投資金額は大きく、大半のファンドは 10 万ドル以上となっている。

(2) 解約における制約

ヘッジファンドは、一般的に投資家にとって資金化が困難な投資商品である。投資マネージャーが運用資金を固定化できる仕組みとなっており、このことが投資戦略の自由度を高め、絶対的な収益を追求するのに重要な要素となっている。

まず解約はファンドが指定する特定日にのみ可能である。特定日は、月 1 回や四半期に 1 回設けているファンドが多数を占めているが、中には 1～3 年に 1 回としているヘッジファンドもある。

【図表 2-6】ヘッジファンドの解約サイクル⁴³



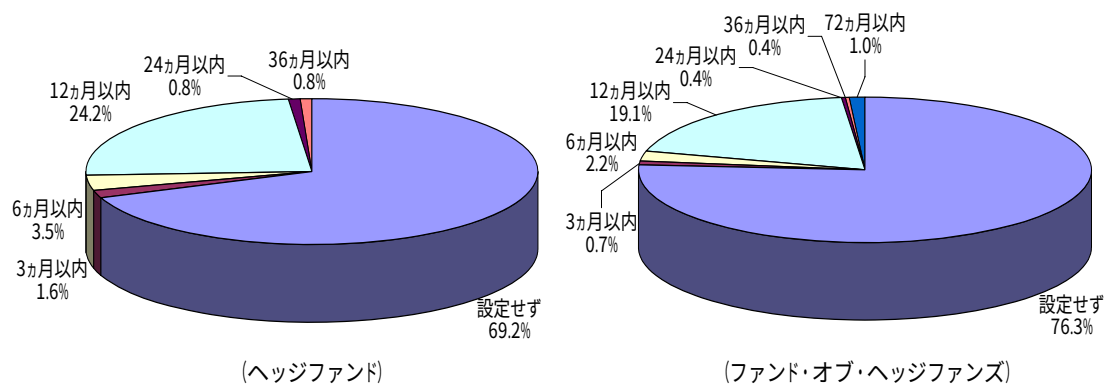
(出所) 日本銀行「ヘッジファンドを巡る最近の動向」(2005年7月) p.4

⁴² 特に私募形態のヘッジファンドの場合、投資判断に必要な情報の収集・分析は容易ではなく、年金基金や金融機関等の機関投資家であっても自らデューデリを行うことは現実的ではない。そこでゲートキーパーと呼ばれるヘッジファンド専門の投資顧問業者等を活用してファンドの選定、投資判断を行っている。

⁴³ このグラフは、Lipper Tass Database のデータを基に作成されている。2005年3月末時点で Lipper Tass Database に登録のあるヘッジファンドから集計されている。

また、新規投資後の一定期間は、解約による現金化を禁じているヘッジファンドが一定割合存在する。この資金が固定化される期間はロックアップ期間と呼ばれ、投資マネージャーの投資戦略における自由度の大きさに大きく影響している。

【図表 2-7】ヘッジファンドのロックアップ期間



(出所) 日本銀行「ヘッジファンドを巡る最近の動向」(2005年7月) p.4⁴⁴

さらに、こうした厳しい条件をクリアしても、実際に解約を申し出てから資金化が行われるまでに時間を要するファンドも多く、一般的な資金化期間は60～90日程度となっている。

⁴⁴ このグラフは、Lipper Tass Database のデータを基に作成されている。2005年3月末時点で Lipper Tass Database に登録のあるヘッジファンドから集計されている。「設定せず」の中には、解約はいつでもできるものの比較的高な解約手数料を課すものも含まれる。

第2節 ヘッジファンドの投資戦略

ヘッジファンドの投資戦略には様々なものがあり、分類方法についても諸説あるが、①アービトラージ（裁定）型、②ディレクショナル型、③イベント・ドリブン型等に分類することが出来る⁴⁵。各戦略の概要を簡単にまとめると、以下の通りである。

～ヘッジファンドの主な投資戦略～

<1>アービトラージ（裁定）型

⇒個別資産の相対的な割高・割安度の解消から収益を獲得。

⇒売りと買いを組み合わせ、市場動向に拠らない収益を追求。

- ・ 債券アービトラージ
- ・ CBアービトラージ
- ・ 株式マーケットニュートラル

<2>ディレクショナル型

⇒値上がり期待資産を買い、値下がり期待資産を売却（ショート）。

⇒市場動向に拠る収益も追求。

- ・ 株式ロング・ショート
- ・ エマージング・マーケット
- ・ ショートバイアス
- ・ グローバル・マクロ
- ・ マネージド・フューチャーズ

<3>イベント・ドリブン型

⇒特定のイベントから生じる証券価格の変化に拠る収益を追求。

- ・ ディストレスト証券
- ・ リスク（M&A）アービトラージ

<4>マルチ・ストラテジー

⇒複数の投資戦略の組み合わせ。

（注）市場動向とは、株式市場全体の動向や金利の動向などを指す。

⁴⁵ CSFB/Tremont 社による区分に従った。その他にも分類方法は様々あるが、内容について大きな差異は存在しない。例えば Tomas Garvaravicius and Frank Dierick, “Hedge Funds and Their Implications for Financial Stability” (ECB Occasional Paper Series, No.34, 2005) は、①ディレクショナル型、②イベント・ドリブン型、③マーケットニュートラル型、④マルチ型という大分類を行っているがやはり CSFB/Tremont 社が公表しているインデックスを参考に分類を行っている。

1. アービトラージ（裁定）型

アービトラージ（裁定）型とは、価格形成について歪み（ミスプライシング）があると思われる資産に着目し、その歪みが適正水準に収束することによって利益を獲得することを目指す投資戦略である。

資産価格は、様々なシステムティック・リスク要因⁴⁶（以下、リスクファクターと呼ぶ）の変化に影響を受けるが、アービトラージ戦略では「割安な資産を買う（ロング）と同時に、これと密接な関係がある割高な資産を空売り（ショート）する」ことによって、リスクファクターに対するファンドの収益率を中立化し、個々の証券間の価格の歪みのみをリスク・リターンの源泉とすることを試みる。

この類型に分類することが出来る主な投資戦略としては、以下の3つが挙げられる。

- ・ 債券アービトラージ
- ・ 転換社債（CB）アービトラージ
- ・ 株式マーケットニュートラル

（1）債券アービトラージ戦略

債券、金利関連の投資対象の価格形成の歪みに着目し、割高なものに対してショート、割安なものに対してロングのポジションを形成し、それぞれが本質的な価値に回帰することによって差益を狙う投資戦略である。

債券アービトラージ戦略は、スワップスプレッド（金利スワップレートと国債利回りとの差）、現物国債と国債先物との価格差、モデル等を用いて推計されたイールドカーブと現実のイールドカーブとの相違などに収益機会を見出す。投資対象としては、公社債やABSの他、スワップ等のデリバティブも含まれる場合が多い。

本戦略は、債券相対価値、債券リラティブ・バリュー（Fixed Income Relative Value）等といった名称で呼ばれることもある。

⁴⁶ 株式を主な投資対象とする戦略では、株式市場全体の動き（例：MSCI インデックス、S&P500 株価指数、TOPIX など）の他、業種要因、サイズ要因（大型株・小型株）、金利要因などをシステムティック・リスクと見なすことが多い。

(2) 転換社債 (CB) アービトラージ戦略

転換社債 (CB)⁴⁷の理論価格を計算し、市場価格との差異の解消によって収益を狙う投資戦略である。CB は、その企業が発行する株式コールオプションと社債とを組み合わせた性質を有しており⁴⁸、その価格は株価や金利、信用リスクの変動などリスクファクターの影響を受ける。そこで、株式や金利スワップ、クレジットデリバティブ等を用いてこれらの要因をヘッジしつつ、裁定利益を獲得する⁴⁹。

CB は現物の株式や社債と比較して、割安な水準で放置されていることが多いため⁵⁰、通常は CB をロング、その他の資産をショートのパポジションを形成することが一般的である。

(3) 株式マーケットニュートラル戦略

個別株式の価格形成の歪みに着目し、割高なものに対してショート、割安なものに対してロングのパポジションを形成し、それぞれが本質的な価値に回帰することによって差益を狙う投資戦略である。

高度な金融工学的・統計的手法に基づき、様々なヘッジツールを活用して株式市場全体の動向、業種要因、サイズ要因、金利要因など様々なリスクファクターを中立化させ、これらの動向に左右されずに絶対的収益の実現を目指すことが一般的である。

本戦略は、株式市場中立戦略と呼ばれることもあるが、同義である。

⁴⁷ 一定の条件のもとで株式に転換される社債。

⁴⁸ CB の価格は、上記以外にも発行会社による期限前償還リスク、M&A などのイベントリスクなどの影響を受けることが指摘されている (四塚利樹『ヘッジファンドの運用手法』(証券アナリストジャーナル 2003 年 4 月号) p.13)。

⁴⁹ 金利変動リスク、信用リスクについてヘッジを行うかどうかは、マネージャーの知見に基づき任意に選択される (Vikas Agarwal, William H. Fung, Yee Cheng Loon& Narayan Y. Naik, "Risk and Return in Convertible Arbitrage: Evidence from the Convertible Bond Market," 2006, p.4)。

⁵⁰ CB は株式と債券双方の性質を有していることから、機関投資家の株式運用部門と債券運用部門の双方にとって投資対象外となり、株価や債券価格が上昇しても転換社債が割安な水準で放置される場合があることが指摘されている (澁澤健「ヘッジファンドの実像」(日経金融新聞 2002 年 11 月 13 日))。

2. ディレクショナル型

ディレクショナル戦略とは、個別銘柄または指数に対するロングとショートのパポジションの双方を駆使しつつ、市場動向の方向性に起因する収益を狙う投資戦略をいう。投資対象は多岐にわたるが、通常はショート手段やヘッジ手段が十分に整備されている市場が主要な対象となる。

(1) 株式ロング・ショート戦略

個別銘柄に関する定性的・定量的な分析に基づき、値上がり期待銘柄をロングすると同時に、値下がり期待銘柄をショートし、双方のパポジションから収益の獲得を狙う。

株式ロング・ショート戦略の運用手法は、個別銘柄のロングとショートを組み合わせるという点で株式マーケットニュートラル戦略の運用手法と概念上は似ているが、実際は市場の状況を見極めながらリスクファクターを積極的に取るファンドが多く、そのパフォーマンスは株式市場全体の動きに左右される傾向が強い⁵¹。また、業種要因やサイズ要因などのリスクファクターにも影響を受けるロング・ショート型ファンドも多い。

本戦略はロング／ショート・エクイティ（Long／Short Equity）等とも呼ばれる。

(2) エマージング戦略

エマージング諸国（アジア、東欧、ロシア、ラテンアメリカ、アフリカ）の株式、債券に投資を行う。制度上、ショートポジションを取ることが困難な国が多いため、一般的にはロングオンリーのポートフォリオを構築する。

(3) ショート・バイアス戦略

価格下落が期待される銘柄をショートすることによって利益の獲得を狙う戦略。株式ロング・ショート戦略は株式市場全体の動きに対してロングポジションを取るファンドが多い一方、本戦略は名前の通り、ショート・バイアスがかかっているため、株式市場の先行きについて悲観的な投資家向けのファンドとすることができる。

本戦略は、ショートセリングとも呼ばれる。

⁵¹ 各種実証研究において、株式ロング・ショート戦略のパフォーマンスと株式市場全体のパフォーマンスとの相関の高さが指摘されている（四塚利樹「ヘッジファンドの運用手法」（証券アナリストジャーナル 2003 年 4 月号）p.8、Clifford Asness, “An Alternative Future: Part II – An exploration of the role of hedge funds,” Financial Engineering Practitioners Seminars, Columbia University, November 2005, p.13 等）。

(4) グローバル・マクロ戦略

ジョージ・ソロスやジュリアン・ロバートソンなど有名なマネージャーがメディア等で注目されたことで、1990年代において中心的となった戦略である。現在でも、マスメディアでは「ヘッジファンド」とグローバル・マクロ戦略を採用するファンドとを同一視した報道も多く見られる。

グローバル・マクロ戦略は、各国の政治動向や経済指標等の分析に基づき、グローバルに流れる大きな資本の方向性を見極めつつ、マネージャーの裁量で運用が行なわれる投資戦略である。各国の株式、債券、為替、商品、デリバティブ等、幅広い市場が投資対象となる。

マクロ判断→資産クラス判断→セクター判断→商品判断という「トップダウン方式」で運用が行われており、株式ロング・ショート戦略などのように個別銘柄に関する投資判断からポートフォリオを構築する「ボトムアップ方式」とは一線を画する。また、これらのファンドは機動的かつダイナミックに投資する自由裁量を与えられている場合が多く、あらゆる収益機会を捉えることが可能となる。

(5) マネージド・フューチャーズ戦略

マネージド・フューチャーズと呼ばれる戦略は、各国の株価指数・金利・商品など多種多様な先物市場において運用が行なわれる投資戦略である。商品取引顧問業者（Commodity Trading Advisor：CTA）⁵²が行っており、その多くはコンピュータ解析に基づく多種多様なテクニカル分析を活用する投資手法を採用している。

テクニカル分析に基づくマネージド・フューチャーズ戦略の基本的なスタンスは、市場動向の方向性そのものを予測しようとするものではなく、むしろ投資対象資産の値動きから発信されるシグナルを素早く察知し、発生したトレンドにいかにも素早く対応するか、という点が重視されるため、順張り（トレンド・フォロワー）と呼ばれることが多い⁵³。

⁵² CTA は本来アメリカにおいて CFTC に商品取引顧問業者登録（7U.S.C. § 6m）を行っている業者のことであるが、ヘッジファンドの世界ではしばしば世界各国における類似業者やマネージド・フューチャーズ戦略を採用するヘッジファンドにおける投資マネージャーのことを CTA と呼んでいる。

⁵³ マネージド・フューチャーズ戦略の中には、ファンダメンタル分析等により、相場が理論的な水準に回帰することによって収益を狙うタイプも存在する。

3. イベント・ドリブン型

M&Aを含む事業再編、再構築、破産等特殊な状況下で著しく価値が乖離した金融商品へ投資し、それが本質的な価値に戻ることによって差益の獲得を狙う投資戦略をいう。例えばデフォルト状態に近い債券や、財務、法務の理由から著しく値下がりした株式なども主要な投資対象となる。

(1) ディストレスト証券投資戦略

ディストレスト証券投資戦略は、破綻状態にある企業が発行する株式、社債などの証券に投資を行う戦略である。これらの証券は通常機関投資家から投資対象外とされ、割安な価格で売却される傾向が強い。同戦略を採用するファンドはこの特性に着目し、割安な価格で証券を購入した上で、実際に破綻した時の清算価格との差分を以って利益の源泉とする。ファンドによっては、当該企業の経営権を取得し企業再生に伴う価格上昇を狙うものもある⁵⁴。

投資先企業の株式や社債についてロングオンリーのポジションを形成することが通常であるが、近年では同一企業が発行する株式をロングし社債をショートする⁵⁵など投資手法は複雑化している。

本戦略は、その主要な投資対象等の特徴からジャンクボンド（Junk Bond）、ディストレスト（Distressed）、ハイイールド債（High Yield Bond）といった名称で呼ばれる場合もある。

(2) リスク・アービトラージ（M&A・アービトラージ）戦略

リスク・アービトラージ（M&A・アービトラージ）戦略は、企業の合併・買収（M&A）などのイベント発生に伴う証券価格の変化に着目し、収益の獲得を狙う。通常は M&A が発表された後に買収対象企業の株式を購入し⁵⁶、その購入価格と実際に M&A が成立した時における売却価格との差（アービトラージ・スプレッドと呼ばれる）を利益の源泉とする。

買収対象企業の株価は、M&A がアナウンスされた直後に大幅に上昇するが、買収企業との取引が必ずしも成立するとは限らないため、オファー価格から少し低い水準で推移する。このようにして発生したアービトラージ・スプレッドは、買収が成立する過程に伴いゼロに向けて収束し、ファンドは利益を得る。

⁵⁴ このようなファンドは、プライベート・エクイティに分類される企業再生ファンドに限りなく近い、もしくはほぼ同一の概念で語られることもある。

⁵⁵ このような手法は、「資本構成アービトラージ（Capital Structure Arbitrage）」と呼ばれている。

⁵⁶ 本文は現金による買収の場合の投資手法。株式交換の場合は、買収対象企業の株式を購入すると同時に、買収企業の株式をショートする手法を用いる。

4. マルチ・ストラテジー

マルチ・ストラテジーは、一つのファンドに複数の投資戦略を組み込む戦略である。投資戦略毎に担当者を配置し、市場環境の変化や担当者の能力等を勘案して有望なものに資源を重点的に配分する。

5. 各戦略のリスク・リターン特性

(1) アービトラージ型

アービトラージ型の戦略を採用するファンドは、投資対象の如何にかかわらず、市場における一時的な価格形成の歪みが本来の価値に収束する過程で収益を獲得する。これらのファンドは、高度な金融工学・統計モデルを活用しながら株式市場全体の動きや金利水準の変化などのリスクファクターを厳密にヘッジしているため、限られたリスクの範囲内で確実に収益を獲得するファンド、との見方が強い。

ただし、アービトラージ型のファンドは以下のような損失発生リスクを有することには十分留意する必要がある。

- ① 類似の戦略を採用するファンド数が増え、市場に厚みが増すと、価格形成の歪みが発生する機会が減少する。また、そうした状況下で高い収益を上げるために高レバレッジを活用せざるを得なくなる⁵⁷。
- ② マーケットの混乱などに伴い、価格形成の歪みが一時的に拡大する場合、プライムブローカーからの借入に対する追加担保差し入れ要求や、ファンドのパフォーマンスの一時的な悪化を懸念する投資家からの解約要求などに応じるため、損失を抱えたままポジションの縮小を余儀なくされる⁵⁸。
- ③ 大きな構造変化に伴い市場の価格形成メカニズムが変化した場合、現行のモデルを活用することができなくなる。

⁵⁷ LTCM は、損失の表面化前において、オンバランスシートの資産が 1,250 億ドルに対し資本が 50 億ドル未満と、バランスシート上のレバレッジだけでも 25 倍を超えるレバレッジを活用していたことが判明した（PWG, “Hedge Funds, Leverage, and the lessons of Long-Term Capital Management,” 1999, p.12）。

⁵⁸ サブプライムローン問題に端を発する 2007 年 8 月におけるマーケットの混乱時では、市場の歪みが拡大した結果、株式マーケットニュートラルファンドの運用成績が悪化したことが指摘されている（津金真理子「サブプライム問題に思う」（証券アナリストジャーナル、2007 年 10 月号））。

(2) ディレクショナル型

ディレクショナル型のファンドは市場の方向性に起因する収益を狙うため、当然ではあるが株式市場全体の動向や金利の動向など様々なリスクファクターにリスク・リターンが左右される傾向にある。特にロング・ショート戦略は、ショートを活用しつつも伝統的に株式市場全体の動きと正の相関が強く、投資家の主要な投資対象となっているが、十分なリスク分散効果を提供出来ていない可能性があるとの指摘もある。

一方、グローバル・マクロ戦略は一般的に株式市場全体の動向などリスクファクターとの相関性は低いと言われているが、同戦略はその性格上、市場コンセンサスと比較して大きく乖離したポジションを形成することもあり、しばしば「ハイリスク・ハイリターンで投機的なファンドである」見られることがある。

また、マネージド・フューチャーズ戦略については相場のトレンドが発生するシグナルを誤って読み取ってしまう、という固有のリスク・要因等が考えられる⁵⁹。

(3) イベント・ドリブン型

ディストレスト証券投資戦略を採用するファンドは、その性格上他のヘッジファンドと比較して、流動性の乏しい資産に投資を行う。このため、投資家に対してはロックアップ期間（解約禁止期間）を長期に設定することにより、ファンド資金の短期的な流出を防止することが多い⁶⁰。また、同戦略は、流動性の問題上、資産を希望する価格で売却できない可能性があることには留意する必要がある。

一方、リスク・アービトラージ戦略を採用するファンドは、前述の通り、M&A ディールが成立することに賭け、アービトラージ・スプレッドの縮小を狙う。逆に、取引が何らかの要因で不成立となった場合⁶¹は、アービトラージ・スプレッドは大幅に拡大することが多く、大きな損失を被る傾向がある。

⁵⁹ 山内英貴『オルタナティブ投資入門』（東洋経済新報社、2006年）p.119。

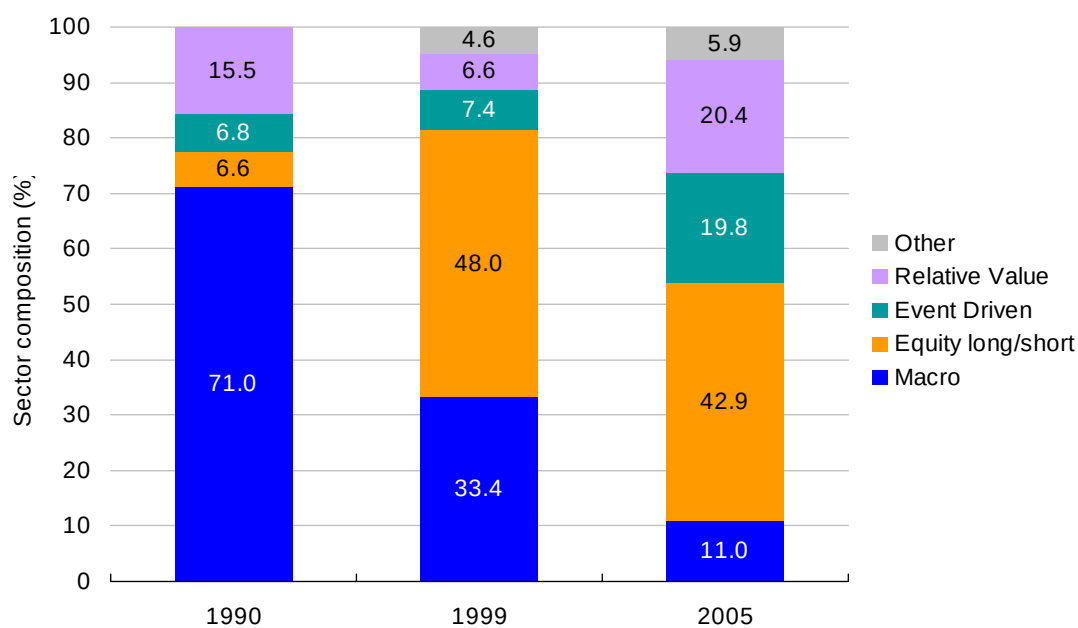
⁶⁰ 峰佳裕「ヘッジファンドの解約における留意点」（大和総研『年金レポート』、2006年1月）によると、2005年6月時点におけるディストレスト証券投資戦略を含むイベント・ドリブン型のファンドのロックアップ期間は平均6.1ヶ月とヘッジファンド全体の平均ロックアップ期間（3.6ヶ月）よりも長いことが指摘されている。

⁶¹ 買収側企業の財務力の悪化、買収側企業の株主からの反対、政府の規制等が、買収不成立の要因として挙げられる。

【BOX 2】投資戦略のトレンド

1990 年代初頭、ヘッジファンドと言えばグローバル・マクロ戦略を取るファンドと言っても良いほど、同戦略を採用するヘッジファンドの比率は高いものであった（1990 年時点で 71%）。しかし、グローバル・マクロ戦略を採用するファンドの比率は次第に低下し、1999 年には 33.4%、2005 年には 11%にまでその比率を下げている。一方、ヘッジファンドへ大量の資金が流入し、ファンド数も増加する中、投資戦略は多様化しており、株式ロング・ショート戦略、イベント・ドリブン型、アービトラージ（裁定）型⁶²などの比率が高まっている。

【図表 2-8】投資戦略のトレンド推移⁶³



（データソース）Alternative Investment Solutions (based on data from HFR)（山内英貴「ヘッジファンド業界の最近の動向と今後の方向性について」（経済産業省 ヘッジファンド研究会第 1 回資料、2007 年）より）

⁶² 図表 2-8 では Relative Value とあるが、ここではほぼ同義である。

⁶³ Equity long/short には、equity non-hedge, emerging markets, sector funds を含む。

第3節 ヘッジファンドのインデックス

1. 代表的なインデックスの概要

数多くのヘッジファンドが存在する中、投資家の投資判断や関連する市場関係者の業務上の要請に資する為、民間調査機関等によって、ヘッジファンドに関するインデックスが作成・公表されている。

各調査機関がカバーするファンドはそれぞれ異なっており、また、全てのヘッジファンドを対象とする機関は存在しないことから、通常、インデックスの数字は各社で一致しない。また、分析を行う上では、調査機関によってヘッジファンド投資戦略の定義が異なっていることにも留意する必要がある。

ここでは市場において代表的と言われているインデックスについて、その概要を整理する。

(1) Hedge Fund Research

Hedge Fund Research (HFR) 社は 7,000 を超えるファンドをデータベース化しているが、収集しているデータを活用してインデックスの公表を行っている。HFRX Indices と呼ばれているインデックス (12 種類) と HFRI Monthly Performance Index と呼ばれているインデックス (37 種類) が存在する⁶⁴。

① HFRX Indices

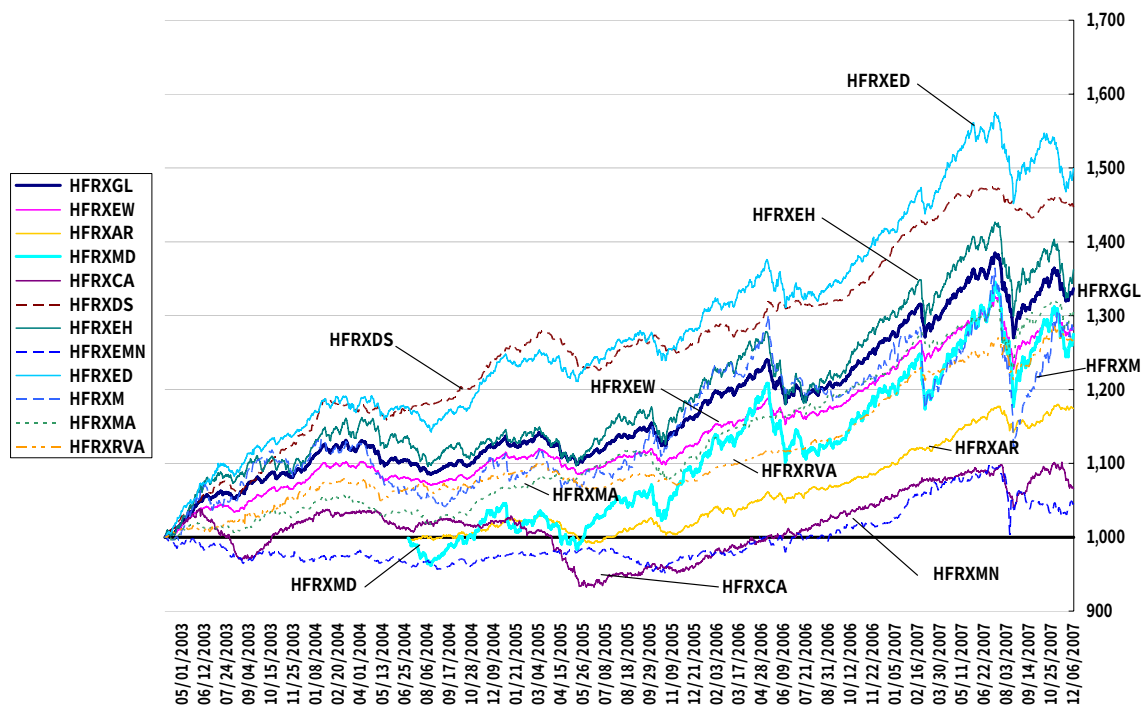
HFRX Indices は、ヘッジファンド業界のパフォーマンスを日次で参照することのできるインデックスとして 2003 年 4 月から算出が行われている、ファンド価値ベースのインデックスである⁶⁵。インデックスに組入れられるファンド (60 強) については、HFR 社に情報提供を行っているファンドの中から 2 年分のヒストリカルデータが参照できること、ファンド資産額 5,000 万ドル以上を維持出来ていること、といった条件で選別され、ファンドの戦略に関する分析やモンテ・カルロ分析、更に情報の透明性等一定のデューデリジェンスを通じて抽出される。

HFRX Indices は Global Index と、ヘッジファンドの戦略に応じた 11 種類のインデックスが公表されているが、それぞれの推移は次頁の通りである。インデックスは、2003 年 3 月末を 1,000 として計算されているが、Global Index の場合、2007 年 11 月末時点で約 1,332 となっている。また相対的にパフォーマンスが高いのが、HFRXED (Event-Driven) と HFRXDS (Distressed Securities) で、それぞれ 2007 年 11 月末時点で約 1,495、約 1,448 となっている。

⁶⁴ 2007 年 12 月 10 日時点。

⁶⁵ ファンド資産額による加重平均インデックスと、単純平均インデックスの双方が存在。

【図表 2-9】 HFRX Indices の推移



HFRXGL = Global Index	HFRXEH = Equity Hedge
HFRXEW = Equal Weighted Strategies	HFRXEMN = Equity Market Neutral
HFRXAR = Absolute Return	HFRXED = Event-Driven
HFRXMD = Market Directional	HFRXM = Macro
HFRXCA = Convertible Arbitrage	HFRXMA = Merger Arbitrage
HFRXDS = Distressed Securities	HFRXRVA = Relative Value Arbitrage

(出所) HFR 配信データより作成

② HFRI Monthly Performance Index

一方、HFRI Monthly Performance Index は、1 年以上のヒストリカルデータが参照できること、もしくは、ファンド資産額 5,000 万ドル以上といった要件を満たすファンド（2,000 強）の月次パフォーマンスを単純平均したものである。

投資戦略や投資対象によって分類されたカテゴリ毎のパフォーマンスを集計し、同一期間におけるカテゴリ間のパフォーマンス比較や、個別ファンドのパフォーマンスについて類似ファンドにおける標準的パフォーマンスと比較すること等が可能であり、ファンドの選定や評価等に活用されているものと考えられる。

(2) CSFB/Tremont

CSFB/Tremont もヘッジファンドのデータベースを構築しており、これを活用してインデックスの公表を行っている。Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index と呼ばれるインデックスシリーズは主としてファンド資産額やヒストリカルデータの参照できる年数などによって選定されたヘッジファンド（約 900 強）のパフォーマンス測定を目的としたもので、現在サブインデックスを含めて 14 種類のインデックスが公表されている。

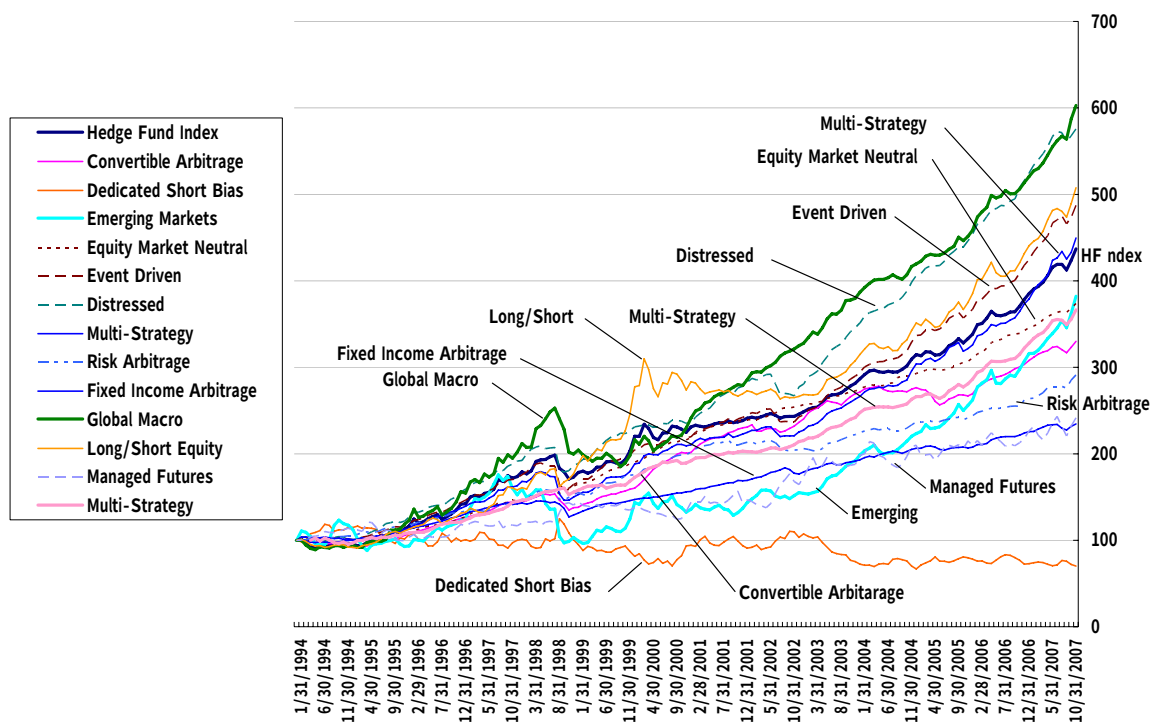
またインデックスファンド等による投資が可能なインデックスとして Credit Suisse/Tremont Investable Index と呼ばれるシリーズも公表されている（11 種類）。

なお、CSFB/Tremont 社のインデックスは、全てファンド価値ベースの資産額による加重平均指数となっている。

パフォーマンス・インデックスである Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index シリーズは、1993 年 12 月末時点を 100 とする指数として算出されており、2007 年 10 月末時点で総合指数 Hedge Fund Index は 437.08 となっている。ヘッジファンドの戦略別サブインデックスを見るとグローバル・マクロ戦略インデックスが 602.89、ディストレス戦略インデックスが 575.78 と、高いパフォーマンスを示している。

一方、デディケイテッド・ショート・バイアス戦略インデックスは 70.15 と低迷している。

【図表 2-10】 Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index の推移



(出所) Credit Suisse/Tremont 配信データより作成

(3) Hennessee Hedge Fund Indices

Hennessee 社では、3,500 を超えるファンドからパフォーマンスに関する情報等を収集しデータベースを整備している。インデックスに組入れるヘッジファンドはその内 1,000 強であり、組入れファンドは 12 ヶ月以上のヒストリカルデータが参照可能であること（資産規模が 100 億ドルを超える場合を除く）、資産規模が 10 億円以上であること、等の要件を満たす必要がある。同社の総合インデックスである Hennessee Hedge Fund Indices は 1987 年に誕生し、ヘッジファンドの戦略に応じた分類毎にサブインデックスを作成しており、それぞれ月次の単純平均パフォーマンスデータが公表されている。

(4) Greenwich Global Hedge Fund Index

Greenwich Global Hedge Fund Index は Greenwich Alternative Investments Research（以下、GAI）社が公表するインデックスであり、1995 年に誕生している⁶⁶。GAI 社のヘッジファンド・データベースは 2006 年 7 月時点で約 7,000 のファンドをカバーしており、インデックスにもこれが活用されており、この内 2,000 程度のファンドが組入れられている。なお GAI 社も投資可能なインデックスとして Greenwich Investable Hedge Fund Indices シリーズを公表しており、月次で単純平均パフォーマンスデータを公表している。

(5) Eurekahedge Hedge Fund Index

Eurekahedge Hedge Fund Index はシンガポールに本社を構える Eurekahedge が公表するインデックスであり、月次で単純平均パフォーマンスデータを公表している。総合インデックスや投資戦略インデックスの他、投資対象地域別やファンド資産額別の Index もある。中でも、投資対象地域別のインデックスでは、日本資産特化型、日本を含む（もしくは除く）アジア資産特化型、という分類でインデックスを参照することもできる。

なお、Eurekahedge 社のヘッジファンド・データベースは、アジア関連のヘッジファンドの情報が充実していると言われている。

⁶⁶ 同社では、1988 年から 1994 年までも四半期毎にファンドのリターンの計算を行ってきた。

2. ヘッジファンドのインデックスに内在するバイアス

ヘッジファンドの主要インデックスはいずれも各社が整備しているヘッジファンド・データベースを活用して算出・公表されているが、ヘッジファンド・データベースには一般の投資情報データベースとは異なる固有のバイアスが内在していることが指摘されている。

まずデータベースについて、十分な信頼が得られていないことが前提として指摘出来る。ヘッジファンドは公募規制を回避する形態で組成されていることが多く、一般の投資信託等のように法定開示書類が存在しない上、投資家（多くはプロ投資家）に対する情報開示も必ずしも十分ではない状況が問題視されている。このような状況の中、ヘッジファンド・データベースは、ヘッジファンドから自主的に提供される情報に頼っている為、情報の正確性について上場商品や投資信託等のデータベースと同一視することは適切でない。ヘッジファンドから提供される情報の正確性に関する懸念は、（ヘッジファンド全体に共通するわけではないが）会計監査を要求されていないことや、信頼性の置ける継続開示を行う内部統制体制が十分に担保されていないこと等からも指摘される所であろう。一方、データベースを構築している調査会社サイドも、ヘッジファンド側から提供される情報について必ずしも十分な検証や確認を行わずデータベース化を行っている場合もある。

具体的なバイアスについては様々指摘があるが、先行研究によれば、①Backfill Bias（遡及バイアス）、②Survivorship Bias（生存バイアス）等が指摘されている⁶⁷。Backfill Bias とは、投資マネージャーが新規で立ち上げたファンドの収益性が向上してから初めて情報の開示を行うようになる可能性があること、収益性が高いファンドのみを選択して情報の開示を行う可能性があること、等によるバイアスであり、同研究によれば 1994 年から 2003 年までの算術平均で 7.31%のバイアスが観測されている。また Survivorship Bias は、収益性の低いファンドが情報の開示を行わない可能性があること、ファンドが清算した場合や投資マネージャーが報酬を得ることが難しくなった場合等で情報開示が行なわれなくなったファンドのデータが勘案されない可能性があること、等によってデータベースに登録されているファンドの収益性が過大評価されるバイアスで、同研究によれば 1996 年から 2004 年までの算術平均で 4.42%のバイアスが観測されている⁶⁸。

この他、ヘッジファンドがデータベースに情報を開示する主要な目的がマーケティングないし宣伝公告にあることから、投資マネージャーが必要としている資金量を獲得してしまうと情報の開示をやめてしまう可能性に基づくバイアス（自己選択バイアス）、清算を予定しているヘッジファンドが清算までの間に情報開示を行わない可能性に基づくバイアス（清算バイアス）、1 つのヘッジファンドを複数のカテゴリに分類している可能性に基づくバイアス（二重計算バイアス）等も指摘されている⁶⁹。

⁶⁷ Burton G. Malkiel and Atanu Saha, Hedge Funds: Risk and Return, Financial Analysts Journal Volume 61 No.6, 2005.

⁶⁸ ミューチュアルファンドの場合、同時期の算術平均で 1.23%となっている。

⁶⁹ 日本銀行「ヘッジファンドを巡る最近の動向」（2005 年 7 月）p.19。

第3章 ヘッジファンド市場の概況

第1節 世界のヘッジファンド市場の概況

1. 運用資産残高及びファンド数の推移

(1) 運用資産残高の拡大

ヘッジファンドの運用資産規模は拡大を続けている。民間のヘッジファンド調査機関 Hedge Fund Research による推計では、ヘッジファンドの運用資産残高は 2007 年末時点で約 1 兆 8,684 億ドルに達している。

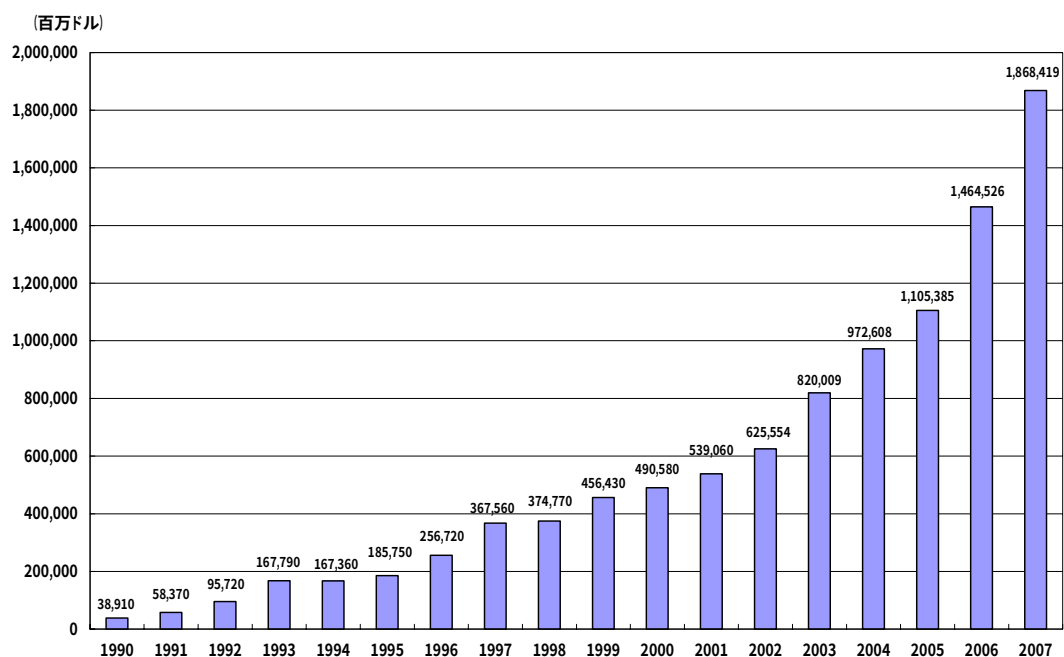
この資産規模は、10 年前（1997 年末）に比べて約 5 倍、3 年前（2004 年末）と比べても約 2 倍である。また資産規模の前年比伸び率は、2006 年が 32.5%、2003 年が 31.1%となっているのをはじめ、2002 年以降継続して 10%を超えており、ヘッジファンド投資が近年急速に拡大してきていることがうかがえる。

また、イギリスの金融業界団体 International Financial Services, London (IFSL) が各種の統計から集計した結果でも、2006 年末時点での世界のヘッジファンドの運用資産残高は 1 兆 5,000 億ドルに達している⁷⁰。

⁷⁰ IFSL, “Hedge Funds – City Business Series April 2007,” p.1 及び Chart 1。この他、別の民間のヘッジファンド調査機関である Lipper HedgeWorld が運営する Lipper Tass Database によると、同データベースに登録されているヘッジファンドの運用資産残高の合計は、2007 年 3 月末時点で約 1 兆 1,500 万ドルであるが、Lipper Tass Database 登録外のヘッジファンドも含めると、2006 年末時点で既に約 1 兆 4,900 億ドルに達していると推計されている（Lipper HedgeWorld と資本的な関係のある Tremont Capital Management の推計による）。日本銀行「ヘッジファンドと国際金融市場—日本ファイナンス学会第 15 回大会における岩田副総裁講演要旨」（2007 年）スライド 6 参照。Lipper HedgeWorld と Tremont Capital Management の関係については、About Lipper HedgeWorld 参照（<http://www.hedgeworld.com/marketing/>）

一方、マッキンゼーの試算によれば、2006 年時点での世界全体の金融資産は 167 兆ドルであり⁷¹、ヘッジファンドの運用資産残高が金融市場全体に占める割合は約 1%と依然として小さいとの指摘もある。ただし、成長のスピードという観点からは、金融資産全体が 1990 年比で約 4 倍であるのに対し、ヘッジファンドの資産運用高は約 38 倍と、その成長ぶりがうかがえる。また、ヘッジファンドは多くの場合、レバレッジをきかせた運用を行っており、実際の取引額は運用資産残高の 2.5～3.5 倍に及ぶとも言われている⁷²。

【図表 3-1】ヘッジファンド運用資産残高の推移（再掲）



(データソース) Hedge Fund Research, Inc., “HFR Industry Report – Year End 2007” (日興シティグループ証券株式会社「ヘッジファンド市場 2007 年」 p.6 より作成)

⁷¹ McKinsey Global Institute, “Mapping the Global Capital Markets Fourth Annual Report,” January 2008.

⁷² McKinsey Global Institute, “The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity Are Shaping Global Capital Markets,” October 2007.

(2) 資金フロー規模の推移

ヘッジファンドの資金フロー規模は、周期的に変動しながら全体的には拡大を続けており、Lipper Tass Database によると、2006 年末時点での資金の累積流入額は 4,500 億ドルを突破し、2007 年にかけて 5,000 億ドルに迫る水準となっている。

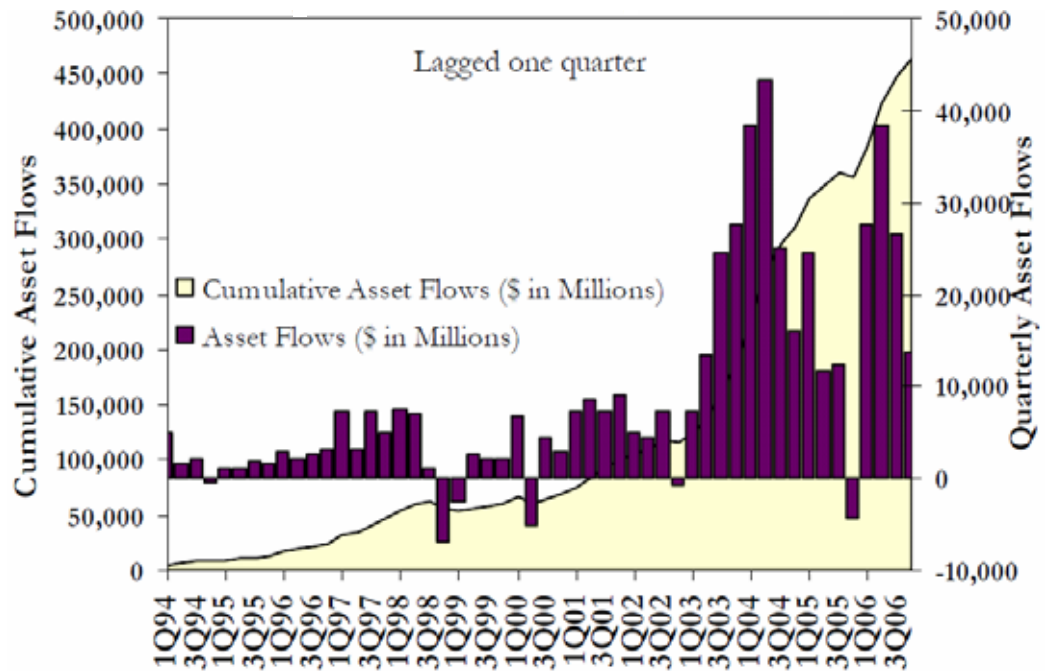
2005 年第 4 四半期に資金フローが一旦マイナスに転じたのは、アメリカの証券取引委員会（Securities and Exchange Commission：SEC）が投資マネージャーの顧客数の算出方法を変更し、実質的に投資マネージャーに SEC への登録を義務付ける規則改正⁷³を 2006 年 2 月に施行したため、ヘッジファンドへの投資が消極的となったことが影響している⁷⁴。その後 2006 年にかけて再び資金フローは大きく拡大に転じた。2007 年には一連のサブプライム問題の影響で流入額がやや縮小する局面があったものの、資金フローの累積額の拡大は続いている⁷⁵。

⁷³ 従来は、投資顧問契約先であるヘッジファンドを 1 名の顧客と判断していたが、これを改め、ヘッジファンドに投資している投資家を個々に顧客として数え、その結果 15 名以上となる場合は 2006 年 2 月までに SEC への登録を必要とする規則改正を行った。その後、2006 年 6 月にワシントン DC 高等裁判所は、ヘッジファンド規制を主眼とした SEC の規則改正は無効であるとの判決を出した。SEC はこの判決を受け入れている。

⁷⁴ 白木信一郎「ヘッジファンドのストラクチャーと資金フローの動向について」（財務省「最近の資金フローに関する研究会」、2006 年 2 月）p.207。

⁷⁵ Hedge Fund Research の統計では、2007 年のヘッジファンド市場への資金流入額は、1-3 月期、4-6 月期、7-9 月期、10-12 月期がそれぞれ 642 億ドル、587 億ドル、451 億ドル、265 億ドルと、サブプライム問題が顕在化した第 3 四半期以降、やや減少している。ただし、年間で見れば 1945 億ドルと過去最高を記録し、2007 年末時点の資産総額は 1.87 兆ドルとなっている（日経金融新聞 2007 年 10 月 26 日 9 面、同 2008 年 1 月 21 日 9 面）。なお、Eureka Hedge の調査によれば、日本を除くアジアに投資するヘッジファンドには 07 年に 224 億ドルの資金が流入したのに対し、日本資産に投資するヘッジファンドからは 77 億ドルの資金が純流出した（日本経済新聞 2008 年 2 月 5 日 7 面、ロイター 2008 年 2 月 5 日）。

【図表 3-2】 ヘッジファンド市場への資金フロー（右軸）と累積流入額の推移（左軸）



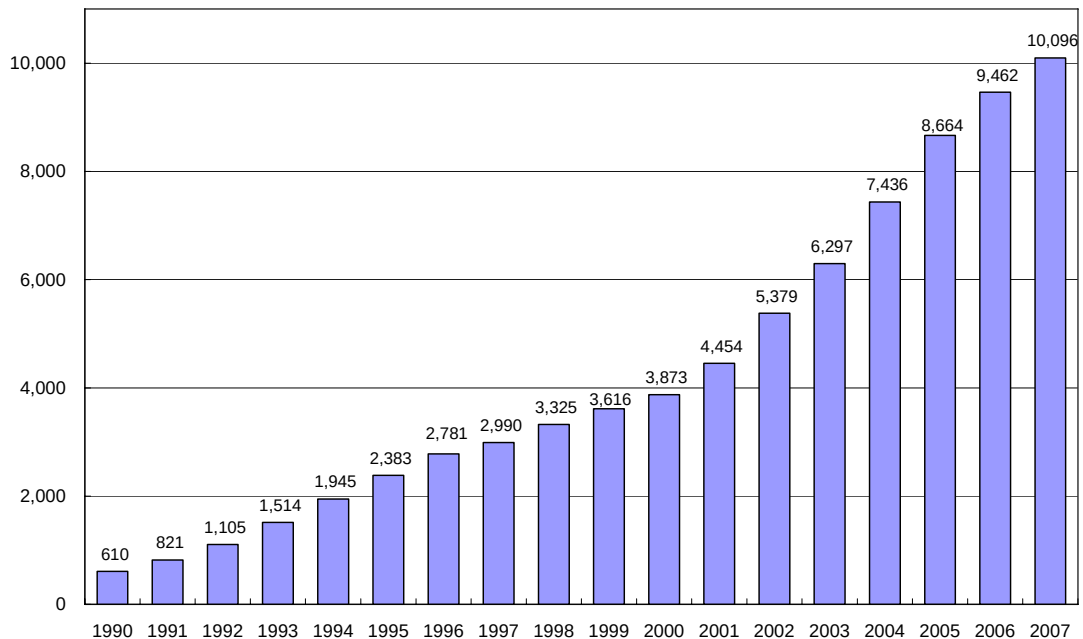
(データソース) Lipper Tass Database 及び Tremont Capital Management (Jeffrey Slocum & Associates⁷⁶,
 “The Market Environment – First Quarter 2007,” p.6 より)

⁷⁶ Jeffrey Slocum & Associates, Inc. (<http://www.jsa1.com/>) は、投資調査及び助言を行う民間機関。当資料は、Jeffrey Slocum & Associates の Web サイトの “Market Updates” で公開されている。

(3) ヘッジファンド数の推移

ヘッジファンドの総数も増え続けている。Hedge Fund Research による推計では、ヘッジファンドの総数は 2007 年末時点では 10,096 本となっている。この本数規模は、10 年前（1997 年末）に比べて約 3.4 倍、3 年前（2004 年末）と比べても約 1.4 倍である。総数の前年比伸び率が 2 桁に達する年も珍しくない。

【図表 3-3】ヘッジファンド総数の推移（ファンド・オブ・ファンズを含む）



（データソース）Hedge Fund Research, Inc., “HFR Industry Report – Year End 2007”（日興シティグループ証券株式会社「ヘッジファンド市場 2007 年」p.9 より作成）

(4) ヘッジファンドの新設・閉鎖の状況

ヘッジファンドの新設本数は、2001 年以降前年実績を上回り続け、2002 年以降は毎年 1,000 本を超えている。ヘッジファンド総数に占める新設本数の割合も、2001 年以降は毎年 15% 超となっており、2005 年には総本数の 4 分の 1 近くが新設ファンドで占められた。ただし、2006 年は新設本数が 2001 年以降で初めて前年割れし、ファンド総数の増加が一息つく形となった。

一方清算するファンドの割合が近年増加している。清算本数がファンド総数に占める割合は、2004 年に初めて 4% に乗り、その後 2005 年はファンド 10 本中ほぼ 1 本にあたる 9.8%、2006 年は 7.6% が清算に追い込まれている。収益機会に限りがある中で多数のファンドが新設されていることにより、近年ファンド間の生存競争は激しさを増していると言える。

【図表 3-4】ヘッジファンドの新設・清算本数の推移（ファンド・オブ・ファンズを含む）

	総数 (a)	(対前年比 伸び率)	新設本数 (b)	(対総数比) (b)/(a)	清算本数 (c)	(対総数比) (c)/(a)	清算本数の対新設 本数比* (c)/(b)
1996	2,781	(16.7%)	507	(18.2%)	109	(3.9%)	21.5%
1997	2,990	(7.5%)	261	(8.7%)	52	(1.7%)	19.9%
1998	3,325	(11.2%)	450	(13.5%)	115	(3.5%)	25.6%
1999	3,616	(8.8%)	348	(9.6%)	57	(1.6%)	16.4%
2000	3,873	(7.1%)	328	(8.5%)	71	(1.8%)	21.6%
2001	4,454	(15.0%)	673	(15.1%)	92	(2.1%)	13.7%
2002	5,379	(20.8%)	1,087	(20.2%)	162	(3.0%)	14.9%
2003	6,297	(17.1%)	1,094	(17.4%)	176	(2.8%)	16.1%
2004	7,436	(18.1%)	1,435	(19.3%)	296	(4.0%)	20.6%
2005	8,664	(16.5%)	2,073	(23.9%)	848	(9.8%)	40.9%
2006	9,462	(9.2%)	1,518	(16.0%)	717	(7.6%)	47.2%
2007 (Q1)	-	-	251	-	138	-	55.0%
2007 (Q2)	-	-	358	-	166	-	46.4%
2007 (Q3)	-	-	255	-	105	-	41.2%

* 清算本数の対新設本数比は、毎年の清算本数を単純に毎年の新設本数で割った値であり、その年に新設されたファンドが清算された割合を示すものではない。

（データソース）Hedge Fund Research, Inc., “HFR Industry Report – Year End 2007”（日興シティグループ証券株式会社「ヘッジファンド市場 2007 年」 p.9,10 より作成）

ヘッジファンド間の競争が激しさを増す中、ヘッジファンドの生存確率に関して日本銀行が分析を行っている。それによると、ヘッジファンドの清算リスクについては、以下の傾向が読み取れる⁷⁷。

- ・ 以下の特徴を持つファンドは、清算リスクが低い。
 - 平均リターンが高い
 - 運用資産規模が大きい
 - 直近の資金流入が大きい
 - 収益率・運用資産の分散が小さい
 - 投資マネージャーの報酬体系に関して、業績連動報酬比率が低い、またはハイ・ウォーターマーク方式⁷⁸を採用しているなど、投資マネージャーへの報酬が過大でない
 - 解約通知期間や解約サイクルが長いなど、投資家に一定の流動性制約を課している
- ・ ファンド総数が多くなると、清算リスクは高まる。
- ・ レバレッジの大きさは、清算リスクとは有意な関係がない。

⁷⁷ Naohiro Baba and Hiromichi Goko, “Survival Analysis of Hedge Funds,” Bank of Japan Working Paper Series, 2006. ヘッジファンドの生存確率について分析を行った英文レポート。専門的な手法を用いて行った統計を基に実証的な分析を試みている、第4章以降の内容をここではまとめた。なお、このレポートは Lipper Tass Database のデータを基に分析を行っているが、同データベースの過去10年ほどの統計では、ファンド総数に対して、「報告停止群」に移管したファンドの割合は例年8%前後、清算したファンドの割合は例年4%前後で推移している（同英文レポートの p.30）。

⁷⁸ ハイ・ウォーターマーク方式とは、ファンドの純資産価額が過去の最高値を上回った部分についてのみ業績と認識し、投資マネージャーに業績連動報酬を支払う方式。成功報酬は毎年計算されるが、損失が続いた後に利益が出て業績が若干戻ったという時に成功報酬を支払うと、投資家にとってはコストだけがかかることになるため、成功報酬に制限をつけるもの。7割のヘッジファンドでこの方式が採用されていると言われている（三浦・鉄田・清水、「ヘッジファンドのパフォーマンス特性～リスク・リターンの背景～」日銀レビュー、2006年2月）。

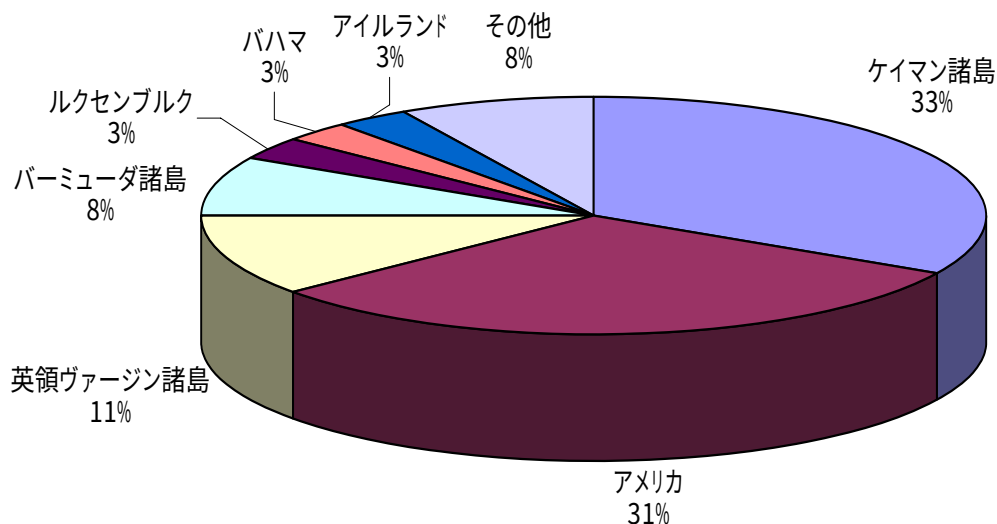
2. ヘッジファンドの所在地

(1) ビークルの所在地

ヘッジファンド調査機関である Lipper HedgeWorld が運営する Lipper Tass Database によると、同データベースに登録されているビークルの所在地別の割合は、2005 年 3 月末時点でケイマン諸島が 33%、アメリカが 31%となっており、この両者で全体の 3 分の 2 近くを占めている。

また、全体の 3 分の 2 程度がオフショアのファンドであるが、このうち、ケイマン諸島と英領ヴァージン諸島の割合を合わせただけでも全体の半数近くに及ぶ。これらの地域においては免税措置が存在する（タックス・ヘイブンである）ほか、設立登録だけでファンドの立ち上げが可能であり、組織としても代表者が 1 名指名されていればよいなど、ファンド設立が非常に容易であることが、数多くのファンドを引き付ける要因になっている⁷⁹。

【図表 3-5】ビークルの所在地別割合（再掲）



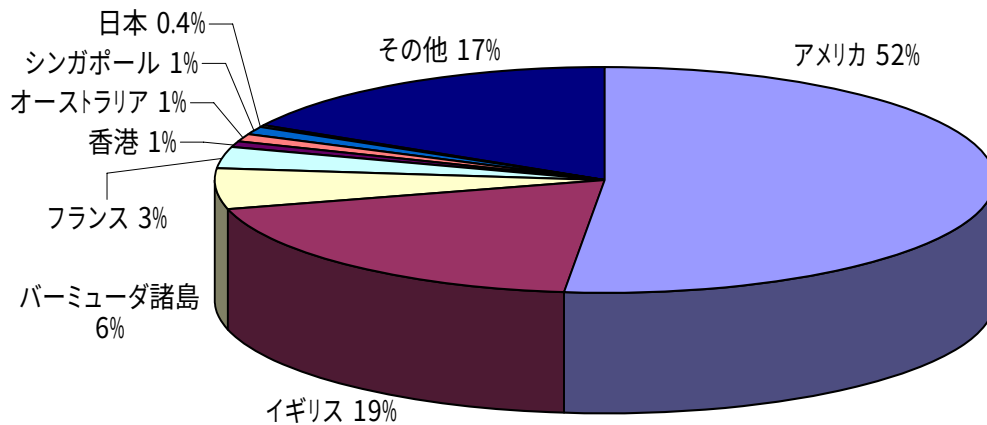
（出所）日本銀行「ヘッジファンドを巡る最近の動向」（2005 年 7 月）p.6

⁷⁹ 白木信一郎「ヘッジファンドのストラクチャーと資金フローの動向について」（財務省「最近の資金フローに関する研究会」、2006 年 2 月）p.200。

(2) 投資マネージャーの所在地

一方投資マネージャーは、世界的に規模の大きい取引所が存在する英米に拠点を置くケースが多く、この両国で全体の 7 割超を占めている。これにオフショアのバーミューダ諸島が続いており、その他の国に投資マネージャーを置いているケースは、全体から見ると一部にとどまっている。

【図表 3-6】 投資マネージャーの所在地別割合（再掲）



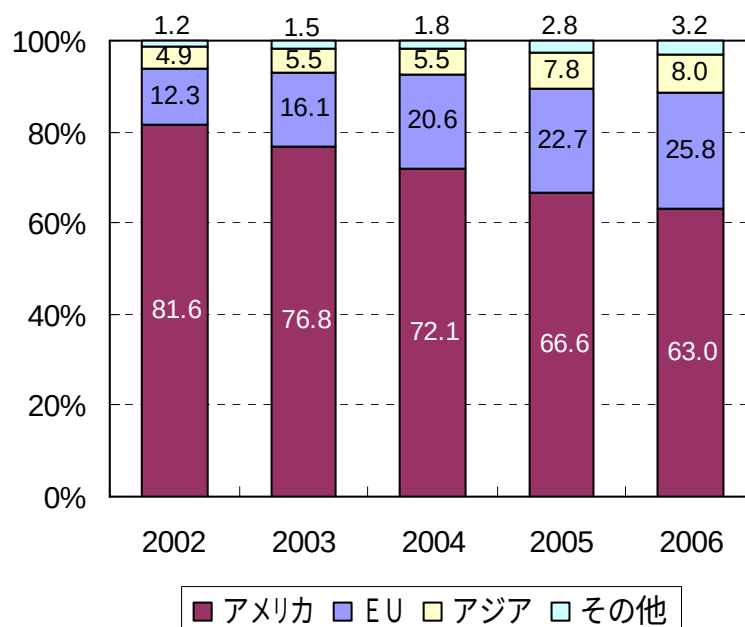
(出所) 日本銀行「ヘッジファンドを巡る最近の動向」(2005年7月) p.6

3. 地域別の運用資産残高の変遷

ヘッジファンドの運用資産残高を投資マネージャーの所在地別にみると、アメリカの占める割合が群を抜いて大きい。前項で見た通り、投資マネージャーの半数以上がアメリカを活動拠点にしていることが大きな理由であると考えられる。

一方、直近 5 年間では、EU 及びアジアの割合も拡大している⁸⁰。EU でのヘッジファンド投資が伸展している背景には、リスクの分散や投資手法の一層の柔軟性を図る機関投資家による投資拡大があるが、中でも、域内の金融センターであるロンドンでの投資拡大が大きく寄与している。EU には 2006 年末時点で 1,400 のヘッジファンドがあるが、その 3 分の 2 がロンドンを拠点にしている⁸¹。

【図表 3-7】 投資マネージャーによる運用資産残高の地域別割合⁸²



(データソース) HedgeFund Intelligence 及び Eureka Hedge (IFSL, “Hedge Funds – City Business Series April 2007”, Chart 3 より)

⁸⁰ Eureka Hedge のデータを基に HSBC が分析したところによると、アジア、及び日本の運用資産残高は以下の通り推移している。

[2005 年末] 1,010 億ドル (うち日本 290 億ドル) / [2006 年末] 1,320 億ドル (うち日本 310 億ドル)

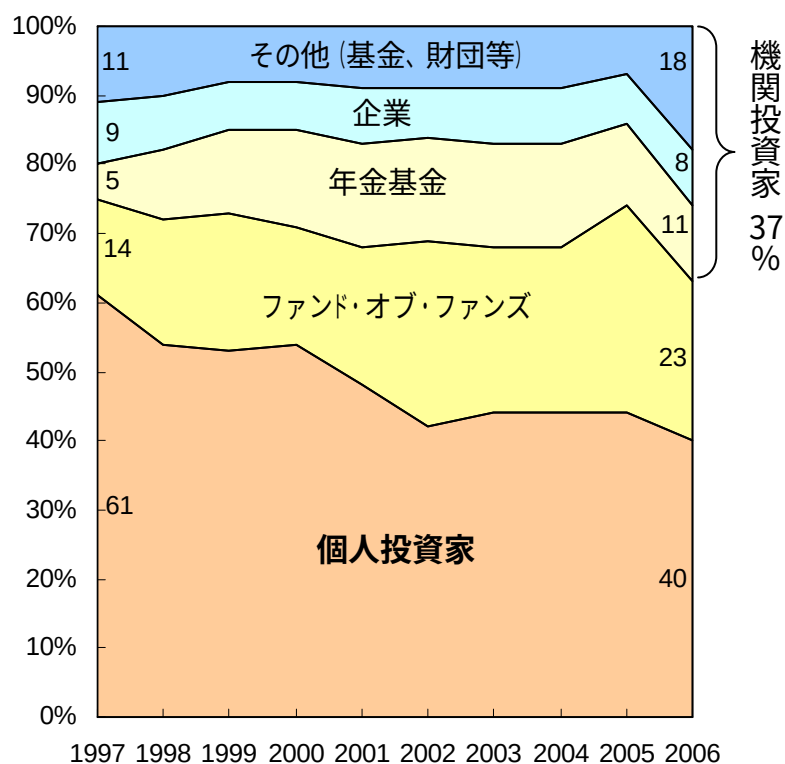
⁸¹ IFSL, “Hedge Funds – City Business Series April 2007,” p.2.

⁸² ビークルの所在がアメリカ以外でも、投資マネージャーがアメリカを拠点にしていれば、アメリカの運用資産残高として計上されている。

4. ヘッジファンドの投資主体の変遷

1990年代のヘッジファンドの投資主体は、豊富な資産を有する個人投資家であった。しかし、直近10年で投資家の機関化が進み、2006年には、年金基金や企業、大学といった機関がヘッジファンドの投資総額の37%を占めている。10年前に6割超の投資占率を有していた個人投資家は、投資総額自体はこの10年で拡大させたものの、ヘッジファンド投資総額に占める割合は、2007年には40%にまで縮小している。

【図表 3-8】 ヘッジファンド投資の資金源



(データソース) Hennessee Group LLC (IFSL, “Hedge Funds – City Business Series April 2007”, Chart 6 より)

第2節 日本のヘッジファンド市場の概況

1. 金融機関によるヘッジファンド設定状況

(1) ヘッジファンドの設定状況

日本におけるヘッジファンドの設定数について網羅的な統計はないが、金融庁が2005年に、金融庁所管の金融機関が国内外において設定・運用しているヘッジファンドの状況に関する調査を行っている⁸³。

それによると、2004年までの5年間に合計735本のヘッジファンドが設定されているが、年度別に見ると2000年度に81本だったものが年々増加し、2004年度には231本に達している。また設定金額も、2000年度の2,474億円以降拡大を続け、2004年度には2000年の3倍以上である7,766億円となっている。設定金額の2004年度までの合計は2兆5,097億円である。

【図表 3-9】年度別の設定本数及び設定金額の推移

(単位: 本、億円)

	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	合計
設定本数	81	92	129	202	231	735
設定金額	2,474	3,431	3,718	7,709	7,766	25,097

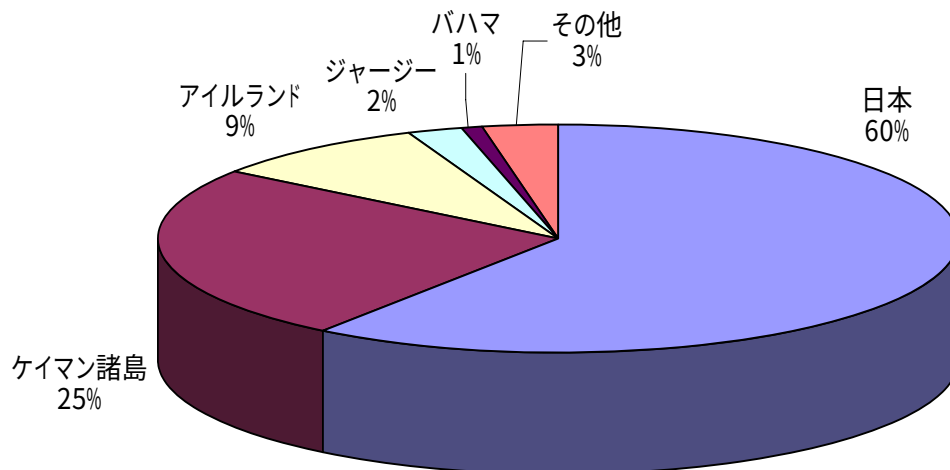
(出所) 金融庁「ヘッジファンド調査の概要とヘッジファンドをめぐる論点」(2005年12月) p.7

⁸³ 金融庁「ヘッジファンド調査の概要とヘッジファンドをめぐる論点」(2005年12月)。

(2) 設定ヘッジファンドの所在地

次に、金融庁所管の金融機関が設定したヘッジファンドについて、ピークルの所在地別に設定金額の大きさを比較すると、日本が1兆5,080億円（331本）で全体の60%を占めているが、ケイマン諸島も6,222億円（286本）で25%を占めている。この他設定先としてアイルランド、ジャージー、バハマ等があり、回答した金融機関はこれら海外に設定する理由として、設立コストが低いこと、弁護士等のインフラが整備されていること、政情が安定していること等を挙げている⁸⁴。

【図表 3-10】 設定ヘッジファンドの所在国別金額の割合



（出所）金融庁「ヘッジファンド調査の概要とヘッジファンドをめぐる論点」（2005年12月）p.9

⁸⁴ supra note 83, p.9.

2. 機関投資家によるヘッジファンド投資状況

日本におけるヘッジファンドへの投資規模に関する網羅的な統計はないが、ここでは先行調査から、日本におけるヘッジファンド投資の主な担い手である金融機関及び年金基金による投資状況を見ることとする。

（１）金融機関によるヘッジファンド投資

① 金融機関によるヘッジファンド投資状況

金融庁が 2006 年に行ったヘッジファンドに関する実態調査⁸⁵によると、金融庁所管の金融機関によるヘッジファンドへの投資残高は、2006 年 3 月末時点で 7 兆 4,381 億円であり、2005 年 3 月末時点（6 兆 832 億円）に比べて 22%程度増加している。

ヘッジファンドに投資していると回答した金融機関は、調査対象の金融機関（1,252 社）の 27.8%にあたる 348 社であった。2005 年の調査⁸⁶において 310 社（24.8%）であったのに比べ、増加している。

【図表 3-11】金融機関によるヘッジファンド投資残高及び投資実施金融機関数

	2005年3月末	2006年3月末
残高	6兆832億円	7兆4,381億円
金融機関数	310 (24.8%)	348 (27.8%)

（出所）金融庁「ヘッジファンド調査の概要とヘッジファンドをめぐる論点」（2005 年 12 月）p.15
金融庁「ヘッジファンド調査（2006）の結果」（2007 年 3 月）p.2

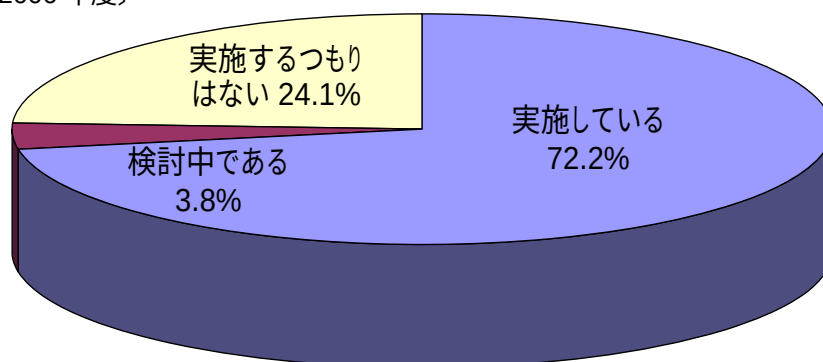
⁸⁵ 調査結果は「ヘッジファンド調査（2006）の結果」（金融庁、2007 年 3 月）にまとめられている。

⁸⁶ 2005 年の調査対象は 1,251 社。2005 年の調査の結果は、「ヘッジファンド調査の概要とヘッジファンドをめぐる論点」（金融庁、2005 年 12 月）にまとめられている。

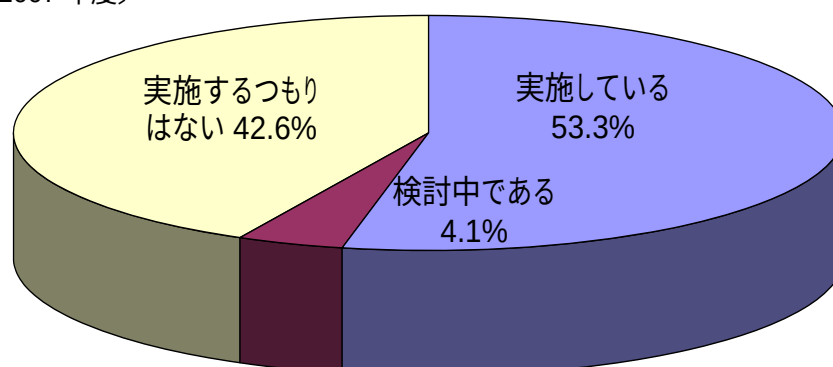
一方、大和総研が金融法人を対象に 2007 年に実施したオルタナティブ投資に関するアンケート調査⁸⁷では、ヘッジファンドに投資していると回答している企業は 53.3%となっている。標本数が金融庁の調査よりも大幅に少なく、回答率が低いことから、金融庁の調査との単純な比較は困難であるが、注目すべきは、ヘッジファンドに投資していると回答している企業が前年度の調査（72.2%）⁸⁸に比べて大幅に減少していることである。この要因は新 BIS 規制（バーゼルⅡ）の導入によるものと考えられるが、詳細は本項③にて触れることとする。

【図表 3-12】 金融機関によるヘッジファンド投資の実施状況

〔2006 年度〕



〔2007 年度〕



（出所）菅野泰夫「年金基金及び金融法人におけるオルタナティブ投資アンケート集計結果」（大和総研年金ニュースレター、2006 年 9 月 オルタナティブ投資特別増刊号）p.27

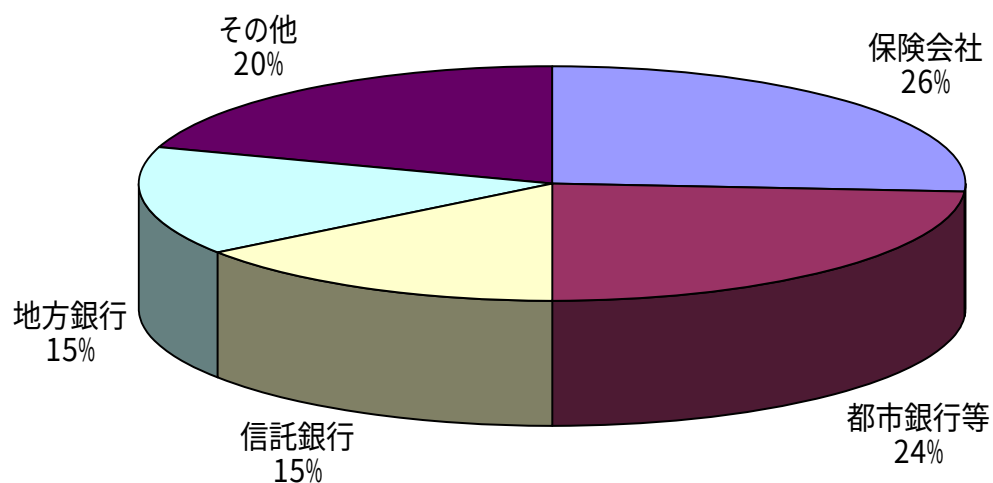
菅野泰夫「金融法人対象のオルタナティブ投資調査 アンケート集計結果（2007 年度）」（大和総研コンサルティングレビュー、2007 年 10 月）p.35

⁸⁷ 調査結果は、菅野泰夫「金融法人対象のオルタナティブ投資調査 アンケート集計結果（2007 年度）」（大和総研コンサルティングレビュー、2007 年 10 月）にまとめられている。アンケートは都銀、地銀、信託、系統上部、信金、信組、労金、生損保等を対象に実施。調査対象となった金融法人 374 社のうち、回答した金融法人は 126 社（回答率 33.7%）である。

⁸⁸ 調査結果は、菅野泰夫「年金基金及び金融法人におけるオルタナティブ投資アンケート集計結果」（大和総研年金ニュースレター、2006 年 9 月 オルタナティブ投資特別増刊号）にまとめられている。このときに調査対象となった金融法人は 248 社、回答した金融法人は 81 社（回答率 32.7%）である。

なお、金融庁の調査では、ヘッジファンド投資の状況を金融機関の業態別に整理している。保険会社と都市銀行等がそれぞれ約 25%、信託銀行と地方銀行がそれぞれ約 15% を占めており、業態を問わずヘッジファンド投資が行われていることがうかがえる。

【図表 3-13】金融機関業態別のヘッジファンド投資残高割合（2006 年 3 月末）



（出所）金融庁「ヘッジファンド調査（2006）の結果」（2007 年 3 月） p.2

② 各金融機関の投資規模

金融庁の調査によると、投資額の規模は10～100億円の金融機関が38.8%（135社）を占め最も多いが、500億円以上を投資している金融機関が約1割（35社）あり、これらの金融機関による投資総額が全体の4分の3超、6兆円近くを占めている⁸⁹。

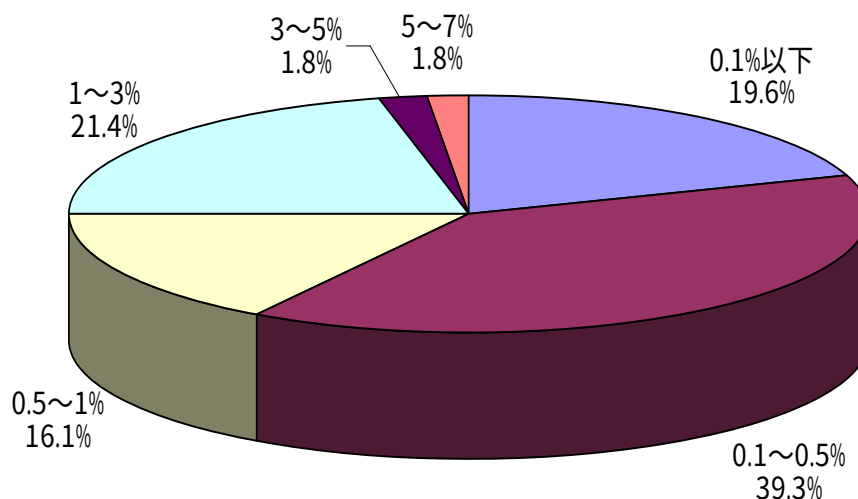
【図表 3-14】ヘッジファンド投資規模別の金融機関数（2006年3月末）

投資規模	金融機関数
1,000億円以上	17
500億円以上 1,000億円未満	18
100億円以上 500億円未満	53
10億円以上 100億円未満	135
10億円未満	125
合計	348

（出所）金融庁「ヘッジファンド調査（2006）の結果」（2007年3月）p.3

一方、大和総研の調査によると、ヘッジファンドに投資していると回答した金融法人の75%において、その投資比率は資産全体の1%以下に過ぎないという結果が出ている。

【図表 3-15】ヘッジファンド投資実施金融法人における資産（B/S）全体に占める投資比率



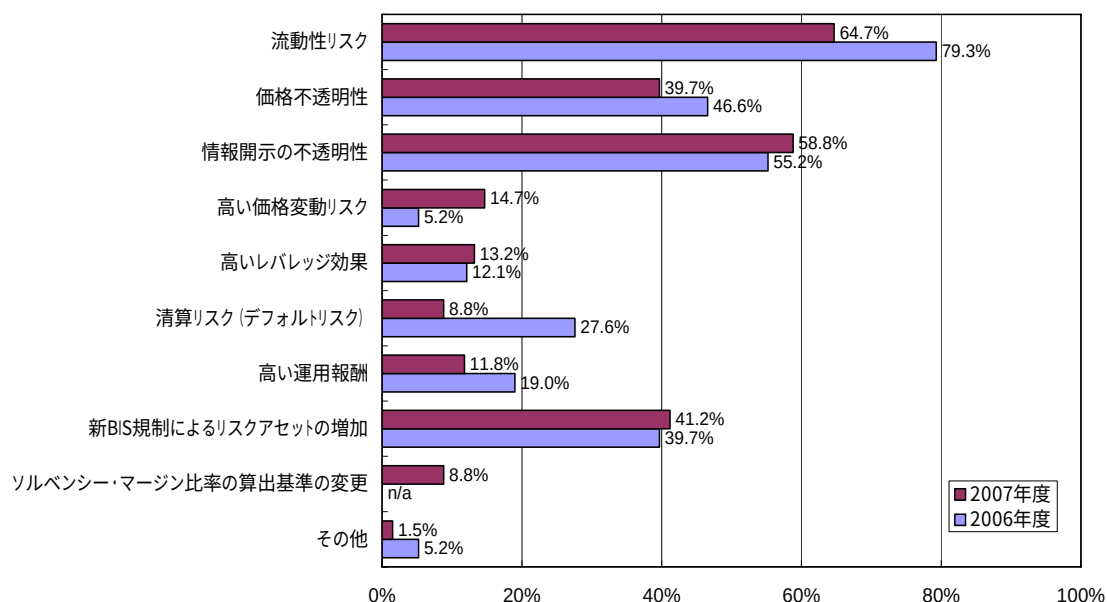
（出所）菅野泰夫「金融法人対象のオルタナティブ投資調査 アンケート集計結果（2007年度）」（大和総研コンサルティングレビュー、2007年10月）p.35

⁸⁹ 金融庁「ヘッジファンド調査（2006）の結果」（2007年3月）p.3

③ ヘッジファンド投資における懸念材料

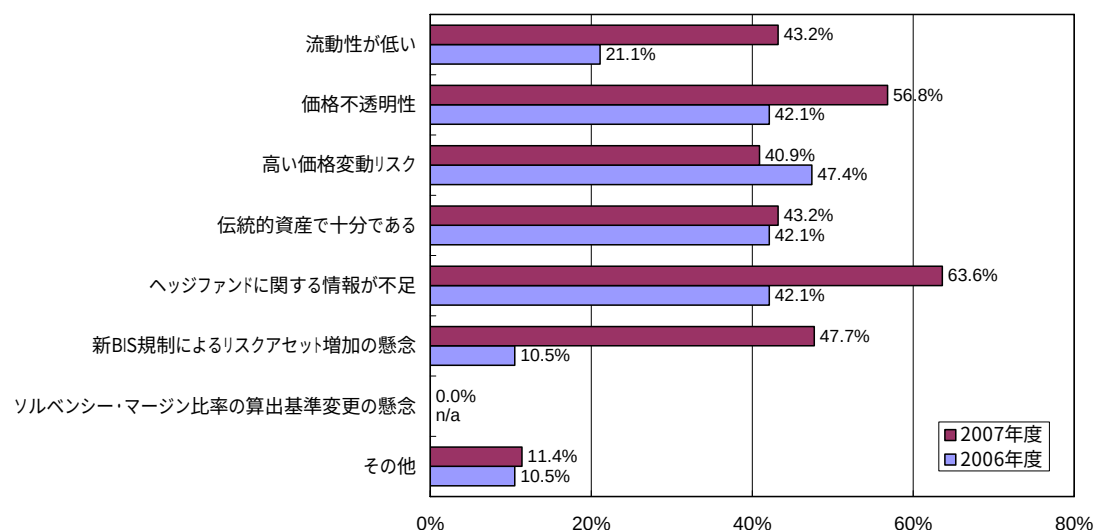
大和総研の調査では、金融法人がヘッジファンド投資に対して抱いている懸念についてのアンケートも行われている。それによると、主な懸念要素として、流動性リスク、価格不透明性、情報開示の不透明性、が挙げられている。

【図表 3-16】金融法人のヘッジファンド投資に対する懸念（複数回答）



(出所) 菅野泰夫「金融法人対象のオルタナティブ投資調査 アンケート集計結果 (2007 年度)」(大和総研コンサルティングレビュー、2007 年 10 月) p.39

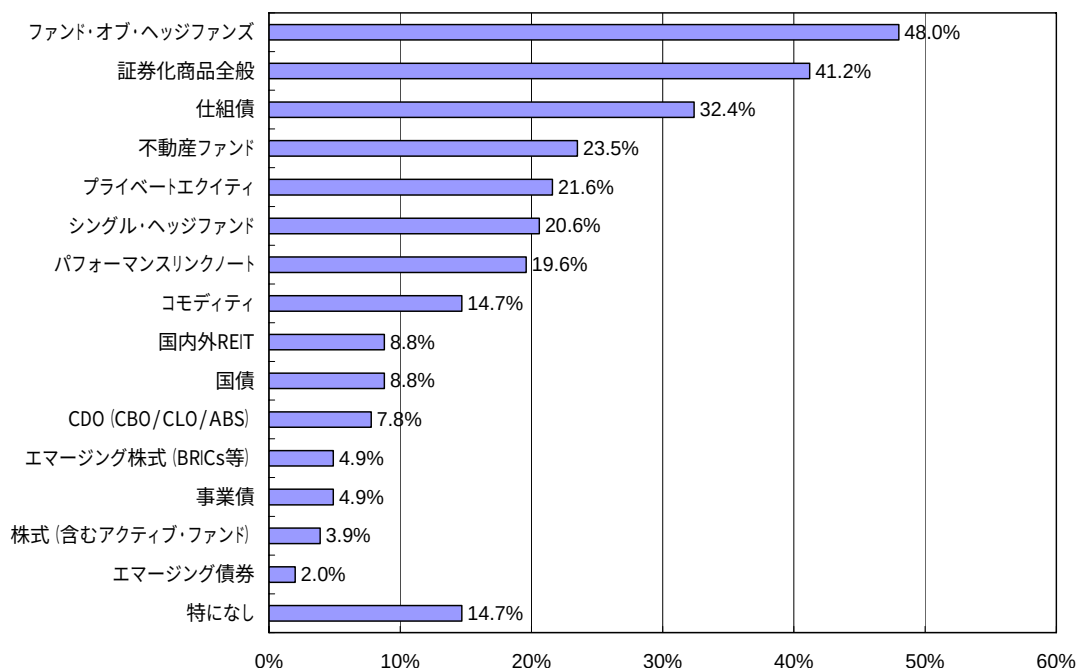
【図表 3-17】金融法人がヘッジファンド投資を予定しない理由（複数回答）



(出所) 菅野泰夫「金融法人対象のオルタナティブ投資調査 アンケート集計結果 (2007 年度)」(大和総研コンサルティングレビュー、2007 年 10 月) p.39

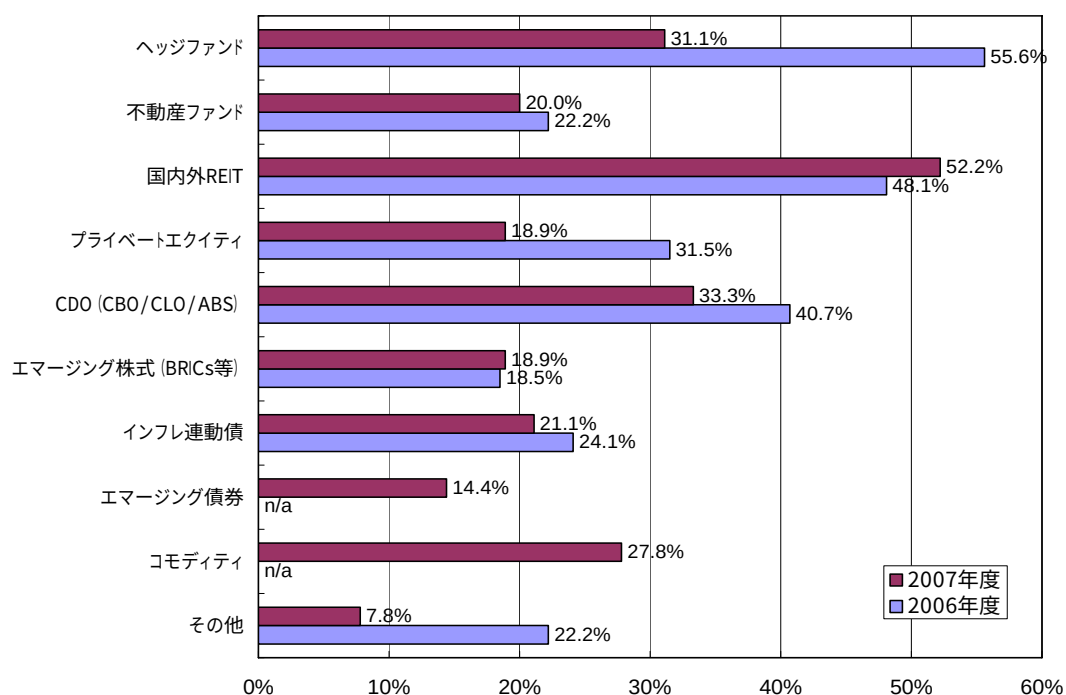
またこの調査では、銀行、信金等の間で、新 BIS 規制の施行に伴ってヘッジファンドへの投資選好が低下する傾向が示されている。新 BIS 規制の採用により投資を懸念しているオルタナティブ商品としてファンド・オブ・ヘッジファンズを挙げる者が最も多く、今後投資を検討する商品としてヘッジファンドを挙げる者も 2006 年度の前回調査の半分近くに減少している。また、新 BIS 規制の影響により解約したオルタナティブ商品についても、ファンド・オブ・ヘッジファンズ及びヘッジファンドが、他の商品を大きく引き離して多くなっている。

【図表 3-18】金融法人が新 BIS 規制の影響により投資を懸念しているオルタナティブ商品 (複数回答)



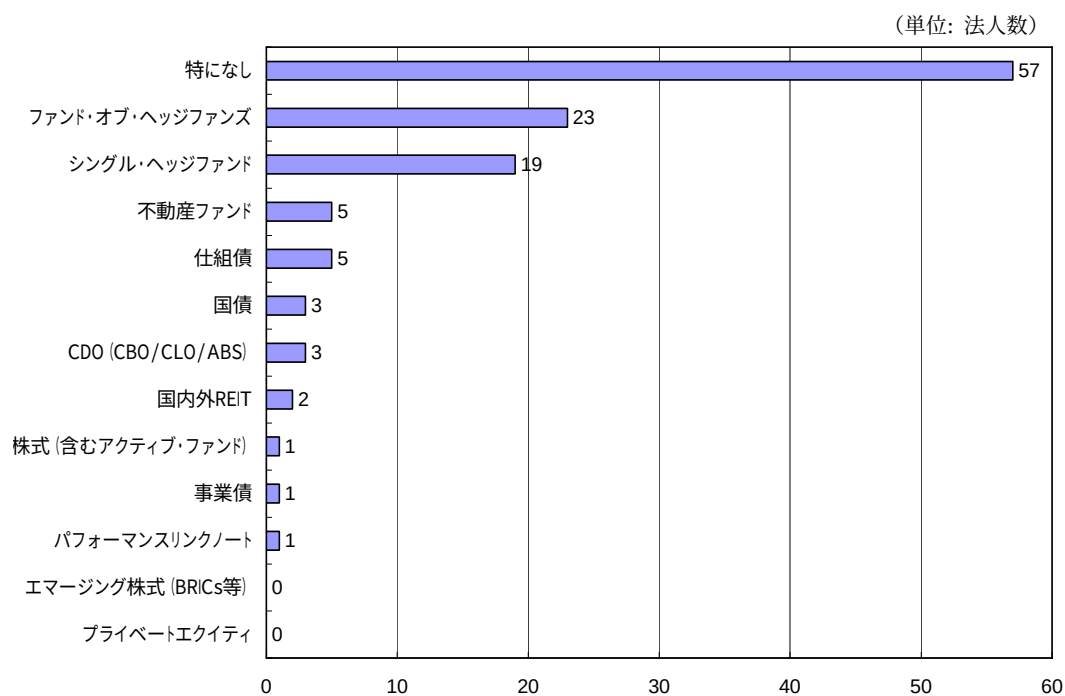
(出所) 菅野泰夫「金融法人対象のオルタナティブ投資調査 アンケート集計結果 (2007 年度)」(大和総研コンサルティングレビュー、2007 年 10 月) p.32

【図表 3-19】金融法人が今後投資を検討しているオルタナティブ商品（複数回答）



（出所）菅野泰夫「金融法人対象のオルタナティブ投資調査 アンケート集計結果（2007 年度）」（大和総研コンサルティングレビュー、2007 年 10 月）p.31

【図表 3-20】金融法人が新 BIS 規制の影響により解約したオルタナティブ商品（複数回答）



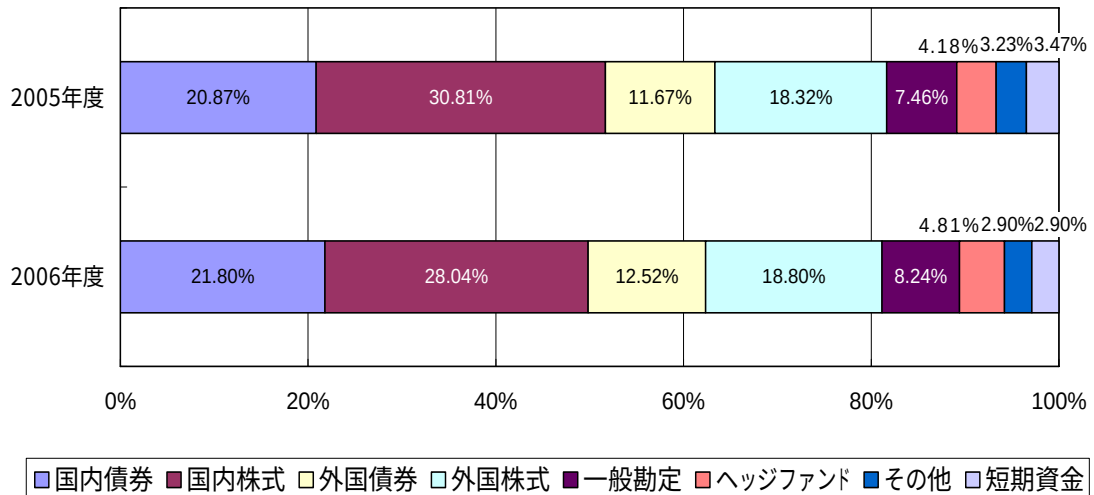
（出所）菅野泰夫「金融法人対象のオルタナティブ投資調査 アンケート集計結果（2007 年度）」（大和総研コンサルティングレビュー、2007 年 10 月）p.34

(2) 年金基金等による投資

① 年金基金によるヘッジファンド投資状況

企業年金連合会が毎年行っている「資産運用実態調査」によれば、年金基金のヘッジファンドへの投資実績は近年増加傾向にあり、2005 年度末が 2 兆 4,835 億円、2006 年度末には 2 兆 7,684 億円となっている⁹⁰。また、年金基金の資産に占めるヘッジファンド投資の割合も、2005 年度末が 4.18%、2006 年度末では 4.81%と、徐々に拡大している。この背景には、歴史的な低金利環境による国債利回りの低下や、IT バブルの崩壊による世界的な株式市場の低迷といった市場環境の変化の中で、2000 年以降、年金基金が絶対的収益の獲得や分散投資効果を求めるようになったことがある⁹¹。これについては、本項③も参照されたい。

【図表 3-21】年金基金の資産構成割合



* 「その他」は、不動産、転換社債、貸付金、プライベート・エクイティ等である。

(出所) 企業年金連合会年金運用部「企業年金資産運用実態調査結果（2005 年度）の概要」（2006 年）p.3、
企業年金連合会年金運用部「企業年金資産運用実態調査結果（2006 年度）の概要」（2007 年）p.3

⁹⁰ この数値は、厚生年金基金と確定給付企業年金によるヘッジファンド投資額の合計である。ここで記載した数値は、全資産に対する運用資産残高の総額に、報告書で公表されているヘッジファンド投資割合を乗じて算出したものである。

⁹¹ 井戸照喜「投資家から見たヘッジファンド ～年金基金を中心に～」(経済産業省 ヘッジファンド研究会第 2 回資料、2007 年) p.4。

大和ファンド・コンサルティングが年金基金を対象に毎年実施しているオルタナティブ投資に関するアンケート調査⁹²でも、年金基金によるヘッジファンド投資の拡大傾向が読み取れる。2007 年の調査では、回答を寄せた年金基金の 69.6%がヘッジファンドに対する投資を行っていると答えており、この割合は調査ごとに大きくなっている。

【図表 3-22】年金基金によるヘッジファンド投資の実施状況

	2005年		2006年		2007年	
	件数	構成比	件数	構成比	件数	構成比
実施中	132	49.8%	200	62.3%	160	69.6%
検討中	67	25.3%	48	15.0%	22	9.6%
実施予定なし	66	24.9%	73	22.7%	48	20.9%
合計	265	100.0%	321	100.0%	230	100.0%

(出所) 俊野雅司「日本の年金スポンサーにおけるオルタナティブ投資状況」(大和ファンド・コンサルティング『年金ニュースレター』2007 年 10 月号 オルタナティブ投資特集特別増刊号) p.7

② 各年金基金の投資規模

大和ファンド・コンサルティングの 2007 年の調査では、ヘッジファンドへの投資比率が 5～10%の年金基金が 39.1%で最も多く、次いで 10%以上の年金基金が 26.1%を占めている。2005 年以降一貫して、資産の 5%以上をヘッジファンドに振り分けている年金基金が 6 割以上を占めている。金融機関とは資産の性質が異なるので単純な比較は難しいが、年金基金の資産全体に占める投資比率は、金融機関のそれと比べると大きくなっている。

【図表 3-23】ヘッジファンド投資実施年金基金における資産全体に占める投資比率

	2005年		2006年		2007年	
	件数	構成比	件数	構成比	件数	構成比
1%未満	3	2.3%	4	2.0%	2	1.3%
1～3%	16	12.4%	25	12.6%	20	12.8%
3～5%	19	14.7%	42	21.2%	30	19.2%
5～10%	47	36.4%	73	36.9%	60	38.5%
10%以上	44	34.1%	54	27.3%	44	28.2%
合計	129	100.0%	198	100.0%	156	100.0%

(出所) 俊野雅司「日本の年金スポンサーにおけるオルタナティブ投資状況」(大和ファンド・コンサルティング『年金ニュースレター』2007 年 10 月号 オルタナティブ投資特集特別増刊号) p.8

⁹² 中間調査結果は俊野雅司「日本の年金スポンサーにおけるオルタナティブ投資状況」(大和ファンド・コンサルティング『年金ニュースレター』2007 年 10 月号 オルタナティブ投資特集特別増刊号) にまとめられている。1,122 の年金スポンサーを対象に実施。回答を寄せた年金スポンサーは 231 (回答率 20.6%)。

③ ヘッジファンド投資における期待と懸念

大和ファンド・コンサルティングの調査では、年金基金がヘッジファンド投資に対して抱いている期待と懸念のアンケートも行われている。それによると、期待要素としては、分散投資効果及び絶対収益の獲得を挙げる者が圧倒的に多く、次いで市場リスクの抑制が続いている。一方懸念材料としては、情報開示の不透明性、流動性リスク、高い運用報酬を挙げる者が、いずれも全体の半数あまりに上っている。

【図表 3-24】年金基金のヘッジファンド投資に対する期待（複数回答）

	2005年		2006年		2007年	
	件数	構成比	件数	構成比	件数	構成比
分散投資効果	148	77.1%	189	80.4%	147	81.2%
絶対収益の獲得	146	76.0%	159	67.7%	119	65.7%
高いリターンの獲得	11	5.7%	14	6.0%	11	6.1%
低いリスクによる投資	58	30.2%	63	26.8%	43	23.8%
市場リスクの抑制	-	-	95	40.4%	79	43.6%
その他	3	1.6%	1	0.4%	1	0.6%
合計	192		235		181	

（出所）俊野雅司「日本の年金スポンサーにおけるオルタナティブ投資状況」（大和ファンド・コンサルティング『年金ニュースレター』2007年10月号 オルタナティブ投資特集特別増刊号）p.14

【図表 3-25】年金基金がヘッジファンド投資に期待するリターン水準

	2005年		2006年		2007年	
	件数	構成比	件数	構成比	件数	構成比
5%未満	-	-	-	-	72	40.4%
5%程度	116	59.8%	146	60.6%	-	-
5～10%	67	34.5%	80	33.2%	89	50.0%
10～20%	1	0.5%	2	0.8%	6	3.4%
20%以上	0	0.0%	1	0.4%	0	0.0%
定めていない	10	5.2%	12	5.0%	11	6.2%
合計	194	100.0%	241	100.0%	178	100.0%

（出所）俊野雅司「日本の年金スポンサーにおけるオルタナティブ投資状況」（大和ファンド・コンサルティング『年金ニュースレター』2007年10月号 オルタナティブ投資特集特別増刊号）p.13

【図表 3-26】年金基金のヘッジファンド投資に対する懸念（複数回答）

	2005年		2006年		2007年	
	件数	構成比	件数	構成比	件数	構成比
流動性リスク	116	61.4%	127	52.7%	97	54.5%
価格不透明性	79	41.8%	77	32.0%	60	33.7%
情報開示の不透明性	119	63.0%	155	64.3%	99	55.6%
高いリスク水準	21	11.1%	20	8.3%	22	12.4%
高いレバレッジ効果	-	-	11	4.6%	14	7.9%
清算リスク	-	-	45	18.7%	30	16.9%
高い運用報酬	-	-	125	51.9%	106	59.6%
その他	21	11.1%	4	1.7%	6	3.4%
合計	189		241		178	

（出所）俊野雅司「日本の年金スポンサーにおけるオルタナティブ投資状況」（大和ファンド・コンサルティング『年金ニュースレター』2007年10月号 オルタナティブ投資特集特別増刊号）p.14

3. 金融機関によるヘッジファンド販売状況

(1) ヘッジファンドの販売状況

金融庁が2006年に行った調査では、2006年3月末までの1年間に、金融庁所管の金融機関が販売したヘッジファンドの総額は約3兆円であり、2000年度来の累計額は約8兆8,000億円となっている。下表の通り、ヘッジファンドの販売額は年々増加を続けており、特に2003年度以降の伸びが大きくなっている。

【図表 3-27】 金融機関による年度別ヘッジファンド販売金額の推移

(単位：兆円)

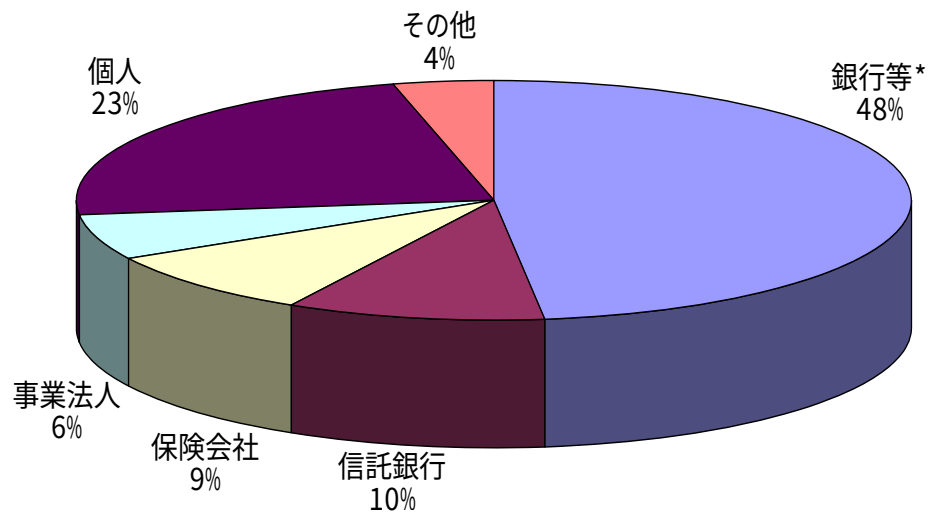
2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	2000年度来の累計額
0.5	0.7	0.8	1.9	2.1	3.0	8.8

(出所) 金融庁「ヘッジファンド調査(2006)の結果」(2007年3月) p.4

(2) ヘッジファンドの販売対象

ヘッジファンドの販売対象を業態別に見ると、銀行、信用金庫、信用組合等の金融機関が半数近くとなっているのに続いて、個人に対する販売額が 2 割超を占めている。個人に対する販売が全体に占める割合は拡大を続けており、2004 年度の 16%から比べても大幅な増加となっている。

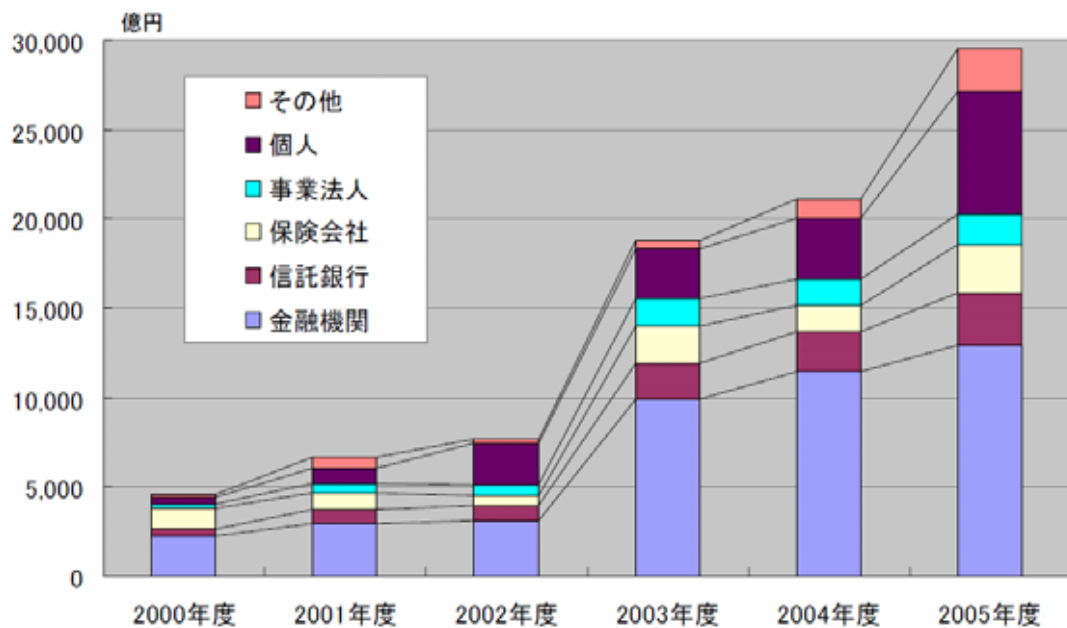
【図表 3-28】ヘッジファンド販売対象の業態別割合（2005 年度）



* 「銀行等」は、銀行、信用金庫、信用組合等である。

（出所）金融庁「ヘッジファンド調査（2006）の結果」（2007 年 3 月）p.4 より作成

【図表 3-29】ヘッジファンド業態別販売状況の推移



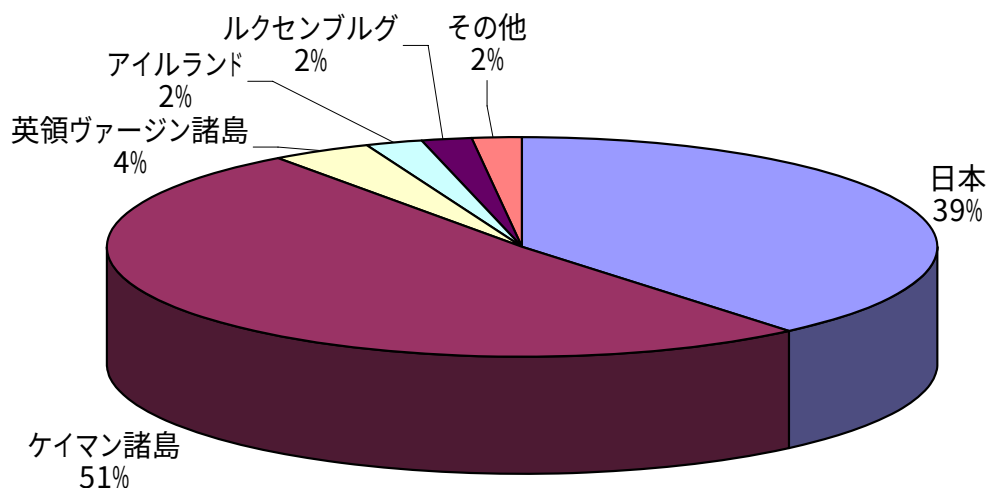
（出所）金融庁「ヘッジファンド調査（2006）の結果」（2007 年 3 月）p.5

(3) 販売されたヘッジファンドの所在地

金融庁所管の金融機関が発売したヘッジファンドのうち、日本籍のもの（ビークルが日本にあるもの）は2004年度が39%、2005年度が47%であり、半数超は外国籍となっている。外国籍の内訳ではケイマン諸島が圧倒的に多く、内訳の詳細が公表されている2004年度のデータでは全体の51%を占めている。ケイマン諸島で設定されたファンドが好まれる理由として、金融庁の調査報告書は以下の点を指摘している⁹³。

- ・ 運用規制が緩やかなこと
- ・ ファンド設定手続が早いこと
- ・ 法人税等を含めてファンドを設定するコストが低いこと
- ・ 弁護士や会計士などの専門家が揃っていること
- ・ 公募のファンドについては、2003年、ケイマン当局が日本向けの公募販売に係る規則 “The Retail Mutual Funds (Japan) Regulations 2003”⁹⁴を整備したこと

【図表 3-30】販売されたヘッジファンドの設定国（2004年度）

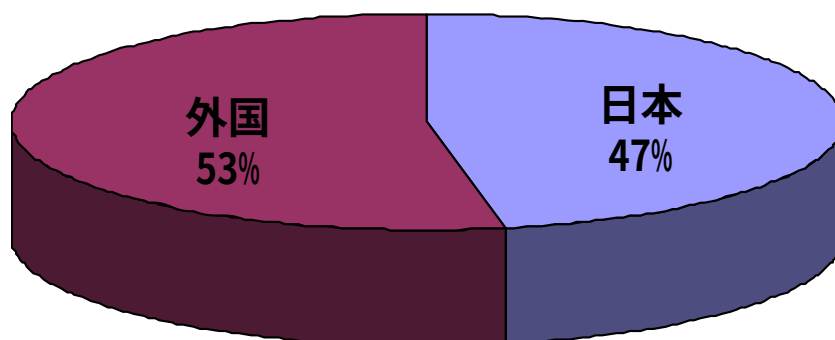


（出所）金融庁「ヘッジファンド調査の概要とヘッジファンドをめぐる論点」（2005年12月）p.13

⁹³ 金融庁「ヘッジファンド調査（2006）の結果」（2007年）p.5-6。

⁹⁴ この規則の改訂版 “Retail Mutual Funds (Japan) Regulations 2007” が、2007年に発出されている。

【図表 3-31】販売されたヘッジファンドの設定国（2005 年度）



（出所）金融庁「ヘッジファンド調査（2006）の結果」（2007 年 3 月）p.5

第4章 個別のヘッジファンドの実態

第1節 世界の主なヘッジファンド・マネージャー

当節では、世界の主なヘッジファンドについて整理を行う。ここでは、世界の投資マネージャーのうち資産残高上位 20 社に関して、以下の項目を入手可能な情報から整理した。

- ① 名称
- ② 所在地（投資マネージャーが拠点を置く都市を記載）
- ③ 資産残高（2006 年末現在）
- ④ 運用する主なファンド及びその残高（公表がある場合のみ記載）
 - － 運用するファンド名称のみ公表され、ファンド別の残高が公表されていない場合がある。
- ⑤ 投資戦略
- ⑥ 2006 年の運用実績
 - － ファンド別に実績が公表されている場合、また全体の実績は未公表だが特定のファンドの実績のみ公表されている場合は、その旨記載した。
- ⑦ ファンドの特徴

／ 等

<掲載データの出所について>

当節で掲載する情報は、原則として以下のデータに基づいている。

- － Institutional Investors Alpha 誌⁹⁵が 2007 年 5 月号において発表した、資産残高の大きな世界の投資マネージャー 100 社のランキング⁹⁶
- － Financial Times が 2007 年 4 月に発表した、注目すべき投資マネージャー 100 社のリスト⁹⁷

⁹⁵ ヘッジファンド業界の最新ニュースやランキング等を掲載するアメリカの代表的なヘッジファンド専門誌である。ヘッジファンド投資家や投資マネージャー、ブローカー、投資コンサルタント、プライムブローカー等が主な読者となっている。

⁹⁶ “Cover Story – Hedge Fund 100,” *Institutional Investors Alpha*, May 2007, p.39-46.

⁹⁷ Financial Times, 100 Hedge funds to watch. このリストは、ファンドの資産規模や市場へのインパクトのみならず「ニュース性」（newsworthiness）も重視しており、Financial Times はリストに主観的な要素が含まれていることを認めている（“HEDGE FUNDS: How and why they are in the list,” *FT*

【図表 4-1】世界の主な投資マネージャー

名称	所在地	資産残高 (単位: 百万ドル)
JP Morgan/Highbridge	New York	33,087
Goldman Sachs Asset Mgmt.	New York	32,531
Bridgewater	Westport (Connecticut)	30,210
DE Shaw	New York	27,300
Farallon	San Francisco	26,200
Renaissance Technologies	East Setauket (New York)	26,000
Och-Ziff	New York	21,000
Barclays Global Investors	London	18,953
Man Group/AHL	London	18,800
ESL Investments	Greenwich (Connecticut)	17,500
GLG Partners	London	15,833
Tudor	Greenwich (Connecticut)	14,850
Citigroup/Tribeca	New York	14,081
Lansdowne Partners	London	14,000
Campbell & Composite	Towson (Maryland)	13,600
Atticus Capital	New York	13,500
Caxton Associates	New York	13,500
Citadel	Chicago	13,400
Cerberus Capital	New York	12,800
Moore Capital	New York	12,500

(注) 掲載順序は、投資マネージャーの資産残高総計の順である。

REPORT, April 27, 2007)。なお、このリストは以下 URL で入手可能である。
<http://media.ft.com/cms/02fd5a42-f338-11db-9845-000b5df10621.pdf>

JP Morgan/Highbridge

[所在地]	New York
[資産残高]	33,087 百万ドル (2006 年末現在) (うち JP Morgan…17,300 百万ドル、Highbridge…15,700 百万ドル)
[投資戦略]	Multi-strategy
[2006 年の運用実績]	21.17%
[特徴]	2004 年 9 月に JP Morgan が Highbridge の過半数の株を取得して傘下に置き、2006 年度の資産運用残高首位となった。

Goldman Sachs Asset Mgmt.

[所在地]	New York
[資産残高]	32,531 百万ドル (2006 年末現在)
[投資戦略]	Multi-strategy
[2006 年の運用実績]	-10% (主力ファンドの Global Alpha の実績)
[特徴]	主力ファンドの Global Alpha は、2005 年は 40% のプラスとなるなど好業績を維持してきたが、2006 年度の運用実績はマイナスに転じた。

Bridgewater

[所在地]	Westport (Connecticut)
[資産残高]	30,210 百万ドル (2006 年末現在)
[投資戦略]	Currency overlay, credit and emerging market debt
[2006 年の運用実績]	n/a
[特徴]	投資マネージャーの Dalio 氏は、ヘッジファンド業界で最も長く投資マネージャー業務を務めている者の一人である。

DE Shaw

[所在地]	New York
[資産残高]	27,300 百万ドル (2006 年末現在)
[運用する主なファンドとその残高]	
• Macro strategies	9,400 百万ドル
• Equity & equity-linked strategies	6,100 百万ドル
• Futures & currency-related strategies	1,300 百万ドル
[投資戦略]	Multi-strategy
[2006 年の運用実績]	17.3%
[特徴]	1988 年創設。資産残高では常に世界の上位 5 件に入っている。

Farallon

[所在地]	San Francisco
[資産残高]	26,200 百万ドル（2006 年末現在）
[投資戦略]	Merger arbitrage, Multi-strategy
[2006 年の運用実績]	20%
[特徴]	1986 年創設。長年サブプライムのモーゲージに投資を行っていることで有名である。

Renaissance Technologies

[所在地]	East Setauket (New York)
[資産残高]	26,000 百万ドル（2006 年末現在）
[運用する主なファンドとその残高]	
・ Renaissance Equity International Fund	20,000 百万ドル
・ Medallion	6,000 百万ドル
[投資戦略]	Quant
[2006 年の運用実績]	40%（Medallion の実績）
[特徴]	主力の Medallion は、株式、債券、為替、商品の各分野で定量分析を行い、長年にわたりヘッジファンド業界で顕著な実績を示している。

Och-Ziff

[所在地]	East Setauket (New York)
[資産残高]	21,000 百万ドル（2006 年末現在）
[運用する主なファンドとその残高]	
・ Och-Ziff Master	15,000 百万ドル
・ Och-Ziff Europe	3,500 百万ドル
・ Och-Ziff Asia	2,500 百万ドル
[投資戦略]	Multi-strategy
[2006 年の運用実績]	15.86%
[特徴]	1994 年創設。ヨーロッパとアジアに特化したファンドが成功している。

Barclays Global Investors

[所在地]	London
[資産残高]	18,953 百万ドル (2006 年末現在)
[運用する主なファンドとその残高]	
・ Equity long-short	10,914 百万ドル
・ Global macro and currency	6,618 百万ドル
・ Fixed-income long-short	1,421 百万ドル
[投資戦略]	Quantitative
[2006 年の運用実績]	n/a
[特徴]	2001 年からヘッジファンドを手掛けている。株式、為替、債券において、コンピュータを用いた定量的な分析を行い、世界における資産残高の上位に安定してランクしている。

Man Group/AHL

[所在地]	London
[資産残高]	18,800 百万ドル (2006 年末現在)
[運用する主なファンドとその残高]	
・ Man AHL Diversified	2,530 百万ドル
・ Man AHL Alpha	397 百万ドル
・ Athena Guaranteed Futures	28 百万ドル
[投資戦略]	Managed futures
[2006 年の運用実績]	6.4% (Man AHL Diversified の実績)
[特徴]	20 年以上オルタナティブ投資を手掛けており、コンピュータープログラムを用いて世界の株式、債券、為替、商品の先物取引に分散投資する。AHL は Man Group の旗艦部門であり、FTSE 100 Index にも登録されている。

ESL Investments

[所在地]	Greenwich (Connecticut)
[資産残高]	17,500 百万ドル (2006 年末現在)
[投資戦略]	Activist, distressed
[2006 年度の運用実績]	40%超
[特徴]	1988 年創設。創設以来の平均リターンが 30%近くに達する。

GLG Partners

[所在地]	London
[資産残高]	15,833 百万ドル (2006 年末現在)
[投資戦略]	Multi-strategy
[2006 年度の運用実績]	(全体としての実績は n/a)
	• Market Neutral 25.6% • European Long-Short 17.1% • Emerging Markets 59.9%
[特徴]	1995 年にリーマン・ブラザーズから分離する形で創設された。ヨーロッパ最大規模のオルタナティブ投資マネージャーで、30 以上のファンドを運用している。現在もリーマン・ブラザーズが 15% 株式を保有している。

Tudor

[所在地]	Greenwich (Connecticut)
[資産残高]	14,850 百万ドル (2006 年末現在)
[運用する主なファンドとその残高]	• Raptor Global Portfolio 7,309 百万ドル • Tudor BVI Global Portfolio 5,953 百万ドル • Tudor Tensor Portfolio 694 百万ドル • Witches Rock Portfolio 503 百万ドル • Tudor Futures Fund 324 百万ドル
[投資戦略]	Multi-strategy
[2006 年度の運用実績]	18%
[特徴]	投資マネージャーの Tudor Jones 氏は、ヘッジファンド業界で最も長く投資マネージャー業務を務めている者の一人である。

Citigroup/Tribeca

[所在地]	New York
[資産残高]	14,081 百万ドル (2006 年末現在) (うち Tribeca 2,300 百万ドル)
[投資戦略]	Multi-strategy
[2006 年度の運用実績]	8.5%
[特徴]	Tribeca は、Citigroup 内部に自前のファンドを設立することで、ヘッジファンドビジネスにおいて Goldman Sachs に追随しようという意図の下誕生した。

Lansdowne Partners

[所在地]	London
[資産残高]	14,000 百万ドル（2006 年末現在）
[運用する主なファンド]	European Equity、UK Equity
[投資戦略]	Long-short and macro
[2006 年度の運用実績]	（全体としての実績は n/a）
	・ European Equity 15.82% ・ UK Equity 23.24%
[特徴]	1998 年創設。EU 域内を中心に投資している。モルガン・スタンレーが 3 億ドルを投じて、Lansdowne Partners の株式を 19%保有することとなった。

Campbell & Company⁹⁸

[所在地]	Towson (Maryland)
[資産残高]	13,600 百万ドル（2006 年末現在）
[運用する主なファンド]	Financial, Metal & Energy Large Portfolio、 Global Diversified Large Portfolio
[投資戦略]	Multi-strategy
[2006 年度の運用実績]	
	・ 全体 5.57% ・ Financial, Metal & Energy Large Portfolio 5.48% ・ Global Diversified Large Portfolio 6.30%
[特徴]	1972 年よりファンドを運営している。Campbell & Company 全体として、過去 10 年以上年間の運用実績がプラスで推移しており、安定した実績を残している。

Atticus Capital

[所在地]	New York
[資産残高]	13,500 百万ドル（2006 年末現在）
[運用する主なファンド]	Atticus European、Atticus Global
[投資戦略]	Event-driven
[2006 年度の運用実績]	（全体としての実績は n/a）
	・ Atticus European 44% ・ Atticus Global 36%
[特徴]	1995 年創設。イベント・ドリブン戦略を柱としており、合併アービトラージ等にも取り組んでいる。

⁹⁸ Financial Times 作成の注目すべきヘッジファンド運用会社 100 社のリストには掲載されていないが、同社の Web サイトからはファンドに関する基本的な情報を入手することができる。

Caxton Associates

[所在地]	New York
[資産残高]	13,500 百万ドル (2006 年末現在)
[運用する主なファンドとその資産残高]	• Caxton Global Investments 11,000 百万ドル • Caxton Alpha Equity 1,100 百万ドル
[投資戦略]	Managed futures, global macro
[2006 年度の運用実績]	13%
[特徴]	1983 年創設。世界の幅広い商品先物市場に投資を行っているほか、当初よりグローバル・マクロ戦略も手掛けている。

Citadel

[所在地]	Chicago
[資産残高]	13,400 百万ドル (2006 年末現在)
[運用する主なファンドとその資産残高]	• Citadel Kensington Global Strategies Fund 10,100 百万ドル • Citadel Wellington 3,300 百万ドル
[投資戦略]	Multi-strategy
[2006 年度の運用実績]	n/a
[特徴]	1990 年創設。2006 年には、公共債 (private debt) 市場にヘッジファンド業界で初めて参加した。

Cerberus Capital

[所在地]	New York
[資産残高]	12,800 百万ドル (2006 年末現在)
[運用する主なファンドとその資産残高]	• Cerberus International 5,300 百万ドル • Styx International 3,600 百万ドル • Cerberus Partners 2,100 百万ドル • Black Acre 200 百万ドル
[投資戦略]	Distressed
[2006 年度の運用実績]	21%
[特徴]	ディストレスト戦略を専門に手掛けている。世界各地の株式に投資しており、年間で 600 億ドルの利益を生み出している。

Moore Capital

[所在地]	New York
[資産残高]	12,500 百万ドル（2006 年末現在）
[運用する主なファンドとその資産残高]	
• Moore Global Investments	6,000 百万ドル
• Moore Fixed Income	4,100 百万ドル
• Moore Emerging Markets	900 百万ドル
• Moore Credit	400 百万ドル
[投資戦略]	Global macro
[2006 年度の運用実績]	8%（Moore Global Investments の実績）
[特徴]	1980 年代以来、古典的なグローバル・マクロ戦略で現在まで利益を挙げている。

第2節 日本の主なヘッジファンド・マネージャー

日本のヘッジファンドの実態について整理した資料はほとんどないが、当節では、日経金融新聞の報道⁹⁹及び日本証券投資顧問業協会発行の『投資顧問要覧（平成 19 年版）』を基に、以下の項目に関して整理を行った。

- ① 名称
- ② 設立年月
- ③ ファンド数
- ④ 運用残高（2006 年 12 月末現在）
- ⑤ 役職員数（2007 年 6 月末現在）
- ⑥ 投資マネージャー数（2007 年 6 月末現在、ここでは「FM 数」（ファンド・マネージャー数）と略記した）
- ⑦ 投資マネージャーの平均経験年数（2007 年 6 月末現在、ここでは「FM 平均経験年数」と略記した）
- ⑧ 投資戦略
- ⑨ 契約資産残高の状況（2007 年 3 月末現在）
- ⑩ ファンド種類別契約資産状況（2007 年 3 月末現在）
- ⑪ 契約規模別分布状況（2007 年 3 月末現在）

このうち、①～④及び⑧は、日経金融新聞の記事より掲載した。⑤～⑦及び⑨～⑪は『投資顧問要覧（平成 19 年版）』¹⁰⁰に基づいており、日経金融新聞に掲載されたヘッジファンドのうち、『投資顧問要覧（平成 19 年版）』にデータが収録されているものについて整理を行った¹⁰¹。

当節では、まずファンドの概要に関するデータである①～⑧を一覧にし、日本の主なヘッジファンドについての俯瞰を行った上で、⑨～⑪に関してデータのあるヘッジファンドについて別途紹介するという構成としている。

なお、③・④と⑨～⑪の間では、ファンド数や運用残高に関してずれが生じているが、これは日経金融新聞と『投資顧問要覧（平成 19 年版）』ではデータの収集方法が異なるためであり、当節では各々の資料が掲載したデータをそのまま利用した。

⁹⁹ 日経金融新聞 2007 年 1 月 24 日 1 面。

¹⁰⁰ 『投資顧問要覧』でも契約資産残高は記載されているが、ヘッジファンド運用残高に限定されているとは限らない。

¹⁰¹ スパークス・アセット・マネジメントは、日経金融新聞の記事では紹介されていないが、国内有数の運用残高を有しており、また、世界の主なヘッジファンドをまとめた当章第 1 節で参考にした、Institutional Investors Alpha 誌（2007 年 5 月号）による資産残高ランキング（脚注 96 参照）及び Financial Times が選んだ注目すべき投資マネージャー 100 社リスト（脚注 97 参照）にいずれも登場していることから、当節で取り扱うこととした。なお、スパークス・アセット・マネジメントのデータのうち②・④・⑧は、Financial Times 作成のリストを基に記載した。

【図表 4-2】日本の主な投資マネージャー

名称	設立年月	ファンド数	運用残高 (億円)	役職員 数	FM 数	FM 平均 経験年数	投資戦略
アクシーズ投資顧問	1996 年 10 月	2	55	7	2	21.0	ロング・ショート
シンプレクス・アセット・マネジメント	1999 年 11 月	43	1,191	25	6	4.4	金利裁定取引、アクティビスト、マーケットニュートラル
GCI アセット・マネジメント	2000 年 4 月	4	100	14	3	9.1	ロング・ショート、金利裁定取引
あすかアセットマネジメント	2002 年 7 月	3	n/a	27	13	15.6	ロング・ショート、アクティビスト
ムーンライトキャピタル	2003 年 1 月	7	640	13	2	13.6	ロング・ショート
ミョウジョウ・アセット・マネジメント	2003 年 4 月	2	900	n/a	n/a	n/a	ロング・ショート
アルフェックス・インベストメンツ	2004 年 7 月	3	50	n/a	n/a	n/a	ロング・ショート
プラウド投資顧問	2004 年 8 月	2	n/a	n/a	n/a	n/a	マーケットニュートラル
ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパン	2004 年 12 月	7	700	12	n/a	n/a	ロング・ショート、アクティビスト、クオンツ、為替トレーディング
21 世紀アセットマネジメント	2005 年 2 月	2	42	n/a	n/a	n/a	グローバル・マクロ (日米欧の債券や株、為替の先物に投資)
エピック・パートナーズ・インベストメンツ	2005 年 4 月	1	70	8	2	9.0	マーケットニュートラル
スタッツインベストメントマネジメント	2005 年 4 月	2	50	n/a	n/a	n/a	マーケットニュートラル、ロング・ショート (サービス業種に特化)
フィノウェイブインベストメンツ	2005 年 9 月	1	48	n/a	n/a	n/a	ロング・ショート
ガイア・キャピタル・マネジメント	2005 年 9 月	1	n/a	n/a	n/a	n/a	マルチ・ストラテジー (株・債券・転換社債・金融派生商品に投資)
モントレイ・アセット・マネジメント	2006 年 3 月	1	n/a	n/a	n/a	n/a	ロング・ショート
ルート・アセット・マネジメント	2006 年 4 月	1	n/a	n/a	n/a	n/a	ロング・ショート
スパークス・アセット・マネジメント	2006 年 10 月	n/a	5,430	79	8	10.56	マルチ・ストラテジー

(注) 掲載順序は、投資マネージャーの設立の古い順である。

以下に、『投資顧問要覧』から日本の主な投資マネージャーの契約資産残高、ファンド種類別契約資産状況、契約規模別分布状況をまとめる。なお、契約資産残高は契約している資産全体の残高である。ヘッジファンド運用に限定されているとは限らないが、参考として掲載する。

アクシース投資顧問

＜契約資産残高の状況（2007年3月末現在）＞

（単位：件、百万円）

			投資一任		投資助言	
			件数	金額	件数	金額
国内	法人	公的年金	-	-	-	-
		私的年金	8	8,695	-	-
		その他	2	5,430	-	-
		計	10	14,125	-	-
	個人		-	-	-	-
	国内計		10	14,125	-	-

（契約資産は国内のみで、海外のものはない）

＜ファンド種類別契約資産状況（2007年3月末現在）＞

（単位：件、百万円）

	国内			海外			グローバル		
	株式特化	債券特化	その他	株式特化	債券特化	その他	株式特化	債券特化	その他
件数	8	-	-	-	-	2	-	-	-
金額	14,068	-	-	-	-	57	-	-	-

＜契約規模別分布状況（2007年3月末現在）＞

（単位：件、百万円、%）

	10億円未満	10-50億円	50-100億円	100-150億円	500-1,000億円	1,000億円以上
件数	3	7	-	-	-	-
（構成比）	30.0%	70.0%	-	-	-	-
金額	631	13,494	-	-	-	-
（構成比）	4.5%	95.5%	-	-	-	-

シンプレクス・アセット・マネジメント

＜契約資産残高の状況（2007年3月末現在）＞

（単位：件、百万円）

			投資一任		投資助言	
			件数	金額	件数	金額
国内	法人	公的年金	-	-	-	-
		私的年金	6	3,479	-	-
		その他	-	-	-	-
		計	6	3,479	-	-
	個人	-	-	-	-	
国内計		6	3,479	-	-	
海外	法人	年金	-	-	-	-
		その他	10	16,400	-	-
		計	10	16,400	-	-
		個人	-	-	-	-
	海外計		10	16,400	-	-
総合計			16	19,879	-	-

<ファンド種類別契約資産状況（2007年3月末現在）>

（単位：件、百万円）

	国 内			海 外			グローバル		
	株式特化	債券特化	その他	株式特化	債券特化	その他	株式特化	債券特化	その他
件数	-	-	3	-	-	3	-	-	10
金額	-	-	1,063	-	-	2,416	-	-	16,400

<契約規模別分布状況（2007年3月末現在）>

（単位：件、百万円、%）

	10億円未満	10-50億円	50-100億円	100-150億円	500-1,000億円	1,000億円以上
件数	5	1	-	10	-	-
（構成比）	31.3%	6.3%	-	62.4%	-	-
金額	2,478	1,001	-	16,400	-	-
（構成比）	12.5%	5.0%	-	82.5%	-	-

GCI アセット・マネジメント

<契約資産残高の状況（2007年3月末現在）>

（単位：件、百万円）

			投資一任		投資助言	
			件数	金額	件数	金額
国内	法人	公的年金	-	-	-	-
		私的年金	13	16,822	-	-
		その他	-	-	1	360
		計	13	16,822	1	360
	個 人		-	-	-	-
国内 計		13	16,822	1	360	
海外	法人	年金	-	-	-	-
		その他	1	10,821	8	17,571
		計	1	10,821	8	17,571
	個 人		-	-	-	-
	海外 計		1	10,821	8	17,571
総合計			14	27,644	9	17,931

<ファンド種類別契約資産状況（2007年3月末現在）>

（単位：件、百万円）

	国 内			海 外			グローバル		
	株式特化	債券特化	その他	株式特化	債券特化	その他	株式特化	債券特化	その他
件数	-	-	-	-	-	13	-	-	1
金額	-	-	-	-	-	16,822	-	-	10,821

<契約規模別分布状況（2007年3月末現在）>

（単位：件、百万円、%）

	10億円未満	10-50億円	50-100億円	100-150億円	500-1,000億円	1,000億円以上
件数	5	8	-	1	-	-
（構成比）	35.7%	57.2%	-	7.1%	-	-
金額	2,655	14,167	-	10,821	-	-
（構成比）	9.6%	51.3%	-	39.1%	-	-

あすかアセットマネジメント

＜契約資産残高の状況（2007 年 3 月末現在）＞

（単位：件、百万円）

			投資一任		投資助言	
			件数	金額	件数	金額
国内	法人	公的年金	-	-	-	-
		私的年金	10	34,801	-	-
		その他	2	1,261	-	-
		計	12	36,062	-	-
	個人		-	-	-	-
国内 計		12	36,062	-	-	
海外	法人	年金	-	-	-	-
		その他	11	121,519	2	111
		計	11	121,519	2	111
	個人		-	-	-	-
	海外 計		11	121,519	2	111
総合計			23	157,580	2	111

＜ファンド種類別契約資産状況（2007 年 3 月末現在）＞

（単位：件、百万円）

	国内			海外			グローバル		
	株式特化	債券特化	その他	株式特化	債券特化	その他	株式特化	債券特化	その他
件数	5	-	-	-	-	-	-	-	18
金額	79,891	-	-	-	-	-	-	-	77,689

＜契約規模別分布状況（2007 年 3 月末現在）＞

（単位：件、百万円、%）

	10億円未満	10-50億円	50-100億円	100-150億円	500-1,000億円	1,000億円以上
件数	7	6	5	5	-	-
（構成比）	30.5%	26.1%	21.7%	21.7%	-	-
金額	2,714	15,713	36,446	102,707	-	-
（構成比）	1.7%	10.0%	23.1%	65.2%	-	-

ムーンライトキャピタル

＜契約資産残高の状況（2007 年 3 月末現在）＞

（単位：件、百万円）

			投資一任		投資助言	
			件数	金額	件数	金額
国内	法人	公的年金	-	-	-	-
		私的年金	3	13,031	-	-
		その他	3	1,825	-	-
		計	6	14,856	-	-
	個人		-	-	-	-
国内計		6	14,856	-	-	
海外	法人	年金	-	-	-	-
		その他	7	28,240	-	-
		計	7	28,240	-	-
	個人		-	-	-	-
	海外計		7	28,240	-	-
総合計			13	43,096	-	-

<ファンド種類別契約資産状況（2007 年 3 月末現在）>

（単位：件、百万円）

	国 内			海 外			グローバル		
	株式特化	債券特化	その他	株式特化	債券特化	その他	株式特化	債券特化	その他
件数	13	-	-	-	-	-	-	-	-
金額	43,096	-	-	-	-	-	-	-	-

<契約規模別分布状況（2007 年 3 月末現在）>

（単位：件、百万円、%）

	10億円未満	10-50億円	50-100億円	100-150億円	500-1,000億円	1,000億円以上
件数	7	3	1	2	-	-
（構成比）	53.8%	23.1%	7.7%	15.4%	-	-
金額	3,074	5,190	5,400	29,432	-	-
（構成比）	7.1%	12.0%	12.5%	68.3%	-	-

エピック・パートナーズ・インベストメンツ

<契約資産残高の状況（2007 年 3 月末現在）>

（単位：件、百万円）

			投資一任		投資助言	
			件数	金額	件数	金額
国内	法人	公的年金	-	-	-	-
		私的年金	1	1,438	-	-
		その他	2	2,136	2	4,181
		計	3	3,574	2	4,181
	個人	-	-	-	-	
国内計		3	3,574	2	4,181	
海外	法人	年金	-	-	-	-
		その他	1	8,906	-	-
		計	1	8,906	-	-
	個人	-	-	-	-	
	海外計		1	8,906	-	-
総合計		4	12,480	2	4,181	

<ファンド種類別契約資産状況（2007 年 3 月末現在）>

（単位：件、百万円）

	国 内			海 外			グローバル		
	株式特化	債券特化	その他	株式特化	債券特化	その他	株式特化	債券特化	その他
件数	4	-	-	-	-	-	-	-	-
金額	12,480	-	-	-	-	-	-	-	-

<契約規模別分布状況（2007 年 3 月末現在）>

（単位：件、百万円、%）

	10億円未満	10-50億円	50-100億円	100-150億円	500-1,000億円	1,000億円以上
件数	1	2	1	-	-	-
（構成比）	25.0%	50.0%	25.0%	-	-	-
金額	81	3,493	8,906	-	-	-
（構成比）	0.7%	27.99%	71.36%	-	-	-

スパークス・アセット・マネジメント

＜契約資産残高の状況（2007年3月末現在）＞

（単位：件、百万円）

			投資一任		投資助言	
			件数	金額	件数	金額
国内	法人	公的年金	-	-	-	-
		私的年金	43	166,735	-	-
		その他	1	81,390	-	-
		計	44	248,124	-	-
	個人	-	-	-	-	
国内計		44	248,124	-	-	
海外	法人	年金	-	-	-	-
		その他	32	618,157	20	275,807
		計	32	618,157	20	275,807
	個人	-	-	-	-	
	海外計		32	618,157	20	275,807
総合計		76	866,282	20	275,807	

＜ファンド種類別契約資産状況（2007年3月末現在）＞

（単位：件、百万円）

	国内			海外			グローバル		
	株式特化	債券特化	その他	株式特化	債券特化	その他	株式特化	債券特化	その他
件数	75	-	-	-	-	1	-	-	-
金額	863,029	-	-	-	-	3,253	-	-	-

＜契約規模別分布状況（2007年3月末現在）＞

（単位：件、百万円、%）

	10億円未満	10-50億円	50-100億円	100-150億円	500-1,000億円	1,000億円以上
件数	8	34	12	20	1	1
（構成比）	10.53%	44.74%	15.79%	26.32%	1.32%	1.32%
金額	5,595	83,394	91,021	433,693	81,390	171,189
（構成比）	0.65%	9.63%	10.51%	50.06%	9.40%	19.76%

第5章 ヘッジファンドが 金融市場に与える影響

第1節 欧州通貨危機

1992年、ヘッジファンドが世界に広く認知される契機となる出来事が起きた。ジョージ・ソロスの Quantum Fund は、欧州通貨制度 (European Monetary System: EMS) の中でイギリスポンドが本来の価値以上に高止まりしていると判断し、大規模なポンドの空売りを仕掛けたが、これが欧州通貨危機の引き金となり、ポンドが EMS からの脱退を余儀なくされる事態に発展したのである¹⁰²。

この一連の事件の経緯は、次の通りである。

- ・ 当時ヨーロッパ共同体 (European Community: EC) 各国は、通貨統合へ向けて EMS に参加していた。
- ・ EMS に基づき、各国の通貨は、変動幅が年±2.25%以内となるよう各中央銀行間で管理を行う、欧州為替相場メカニズム (European Exchange Rate Mechanism: ERM) の下に置かれていた。ある通貨が±2.25%の範囲を逸脱しそうになると、各中央銀行は金利調整や為替介入を行って相場を維持していた。1990年、イギリス政府は EMS に参加、ポンドも ERM の下各国通貨と連動するようになった。
- ・ 1990年東西ドイツが統一され、旧東ドイツへの多額の資金流入によるインフレへの対策からドイツは高金利政策を採用する。EMS に加盟したイギリスも、国内景気が悪化しているにも関わらずドイツに合わせて高金利政策を取らざるを得なくなったため、国内の財界や学者等を中心に EMS 離脱論やポンド切り下げ論が噴出した。
- ・ ソロスは、当時のポンドが本来の価値以上に高止まりしており、今後下落すると判断、1992年8月、90億ドル規模とも言われる巨額のポンドを売り浴びせた。
- ・ イギリス政府やイングランド銀行は、ポンド買いや1日に2度にわたる公定歩合の引き上げ (10%→12%→15%) 等で防戦したものの、ポンド相場を維持することができず、9月17日 EMS からの脱退を余儀なくされた。

この事件を契機に、ヘッジファンドは経済に大きな影響を与える潜在力を持つ存在として、世界的に認知されるようになった¹⁰³。しかし、国際社会としてヘッジファンドへの対応策について活発に議論するようになるのは、1998年の LTCM 危機後であった。

¹⁰² Quantum Fund の創設は最初のヘッジファンドブームの只中の 1969 年であり、このポンド売りで注目を集めるまではヘッジファンドに関する世間的関心が高くなかったことがうかがえる。

¹⁰³ 学説の中には、ソロスが欧州通貨危機に対して実際に与えた影響力は限定的とする見方もある (Richard E. Baldwin, "Policy Making in a Globalising World," Richard E. Baldwin, Graduate

第2節 LTCM 危機

1. LTCM 危機

アメリカの有力投資マネージャーであった Long-Term Capital Management (LTCM) は、1994 年、ソロモン・ブラザーズの副会長で債券トレーダーであったジョン・メリウェザーによって設立された。LTCM には、アメリカの連邦準備制度理事会 (Federal Reserve Board : FRB) の副議長であったデビッド・マリンズや、1997 年にノーベル経済学賞を受賞した経済学者であるマイロン・ショールズとロバート・マートンが参画、設立当初より 12 億 5,000 万ドルの資金を集めるなど「ドリーム・チームの運用」と呼ばれ、注目を集めていた。

設立以降、順調な成長を続けていた LTCM だが、過大なレバレッジが災いして 1998 年に経営危機に陥った¹⁰⁴。その影響は多数の投資会社等に波及、損害額も甚大となり、金融市場に大きな衝撃をもたらした。その危機の概要は次の通りである。

- ・ LTCM は、市場の歪みによって生じたと考えられるミスプライシングが将来的に収斂する方向に向かうことを前提にして、その過程での利益を見込んで割高な債券を売り割安な債券を買う、アービトラージ戦略を用いていた。具体的には、アメリカ財務省証券を売りモーゲージ担保証券を買う、あるいはドイツ国債を売り他の欧州諸国の債券を買うといった投資行動を、何十倍という高レバレッジをかけて行っていた。
- ・ 当時、ヨーロッパの通貨統合の進展によるドイツと他の欧州諸国との金利差の縮小をはじめ、世界的にミスプライシングは縮小傾向に向かっていた。また、90 年代後半には先進国におけるインフレ率が低下していた。こうした環境下において市場では、LTCM の投資戦略はリスクが低いと考えられていた。
- ・ しかし、1998 年 8 月にロシアルーブルが切り下げられると、世界各地の市場で信用リスクに対して一気に慎重な姿勢に傾き「質への逃避」が発生、逆にアメリカ財務省証券やドイツ国債に資金が集中する事態となり、各市場とも流動性が大きく低下した。
- ・ LTCM は、債券のポジションを解消できないまま含み損が拡大し、高いレバレッジの影響で自己資本が急減する事態に至った。
- ・ 危機は金融市場全体に拡大し、9 月から 10 月にかけて多くの投資銀行やファンドが多額の損失の発生を公表した。
- ・ ニューヨーク連邦準備銀行は、市場の混乱が一層悪化するのを回避するため、LTCM の主要取引先であった大手銀行・証券会社 14 社から総額 36 億ドルの出資金を募って LTCM の破綻を防ぎ、危機は終息に向かった。

Institute of International Studies, Geneva, 1998, p.4-5)。また、1994～1995 年のメキシコ危機や 1997 年のアジア危機等においては、ヘッジファンドは市場支配力のある主体ではないとの論文もある（日本銀行信用機構局、金融市場局『ヘッジファンドを巡る最近の動向』（2005 年）p.42）。

¹⁰⁴ LTCM 危機の経緯については、以下に詳しい。PWG, “Hedge Funds, Leverage, and the lessons of Long-Term Capital Management,” 1999, 「ヘッジファンドを巡る最近の動向」（日本銀行信用機構局・金融市場局、2005 年）p.14、白川方明「市場流動性の低下：国際金融危機の教訓」（日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ 99-J-6 [1999 年 International Swaps and Derivatives Association 東京会合講演]）、淵田康之「ヘッジファンド問題の行方」（野村資本市場研究所『資本市場クォータリー』1998 年秋号）等。

2. LTCM 危機における問題点

LTCM 危機は、ヘッジファンドが場合によっては金融市場を著しく不安定化させかねない強い影響力を有していることを明らかにした。この危機では、LTCM のレバレッジ比率の異常な高さが事態を悪化させたが、当時の金融市場が全体として、ヘッジファンドに関するリスクに対して鈍感であったことが挙げられる。

① モニタリング機能の欠如

この当時、LTCM のカウンターパーティー¹⁰⁵には、LTCM の継続的な高い実績を過信する動きが広がっていた。例えば、本来であれば、相手先の信用状態に対する厳密な審査に基づいて与信の限度額を決めるべきものが、LTCM のカウンターパーティーの多くは LTCM から十分な情報を収集せず、ほとんどリスクの実態を把握しないまま、信用供与を安易に行っていた¹⁰⁶。この結果、危機前夜の LTCM は、負債が資本の 25 倍に上る異常なレバレッジとなっていた¹⁰⁷。

レバレッジ自体はヘッジファンドの運用にとって重要な要素であり、市場に流動性を与えるなど金融システムに対して積極的な役割を果たすとの評価もある。しかし、カウンターパーティーによるモニタリング機能が十分に果たされなかったことによって LTCM の行き過ぎたレバレッジの拡大を止められず、流動性リスクに対して極めて脆弱的な状態を生み出すに至った。

② 投資手法の安易な模倣

LTCM の投資手法に対しても市場に過信が広がっていた。当時 LTCM の手法を模倣したヘッジファンドが多数組成されていた¹⁰⁸他、銀行や証券会社の自己勘定においても LTCM 同様のポジションが広がっており¹⁰⁹、市場全体に損失が拡大した。LTCM が前提としていた市場のゆがみの収束が進展すると、本来であればアービトラージ機会が減少する方向に向かうため、将来を合理的に予測すれば期待リターンが低下すると考えられる¹¹⁰が、好業績を継続していた LTCM の手法に対する過信の前に、こうした合理的な判断が困難になっていた。

¹⁰⁵ (ヘッジファンドが、融資、借株、デリバティブ取引等の信用供与を受ける際の) 取引相手のこと。金融機関がその役割を担っている。

¹⁰⁶ 白川方明「市場流動性の低下：国際金融危機の教訓」（日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ 99-J-6 [1999 年 International Swaps and Derivatives Association 東京会合講演]）p.3-4。

¹⁰⁷ PWG, “Hedge Funds, Leverage, and the lessons of Long-Term Capital Management,” 1999. 損失の表面化前において、LTCM は自己資本 50 億ドル未満に対し総資産が 1,250 億ドルに達していた。

¹⁰⁸ 四塚利樹「ヘッジファンドの運用戦略と国際金融危機の教訓」（財務省 国際収支に関する研究会報告書、2005 年）p.52。

¹⁰⁹ supra note 106, p.10.

¹¹⁰ supra note 108, p.52.

3. ヘッジファンド規制に関する議論の始まり

LTCM 危機が発生するまで、ヘッジファンドに対する国際社会の問題意識はそれほど高くなかった¹¹¹。しかし、LTCM 危機が金融市場に与えた影響が極めて大きかったことから、これを契機として国際社会がヘッジファンド規制に関して議論を行うようになった。以下では、LTCM 危機直後の政府・当局による議論内容を整理する（最新の動向については、第 8 章を参照）。

① アメリカ・大統領ワーキンググループ

1999 年 4 月にまとめられたアメリカの大統領ワーキンググループ（President's Working Group on Financial Markets : PWG）の報告書¹¹²は、LTCM 危機で明らかになったのは、高レバレッジ機関（Highly Leveraged Institutions : HLIs）の規律を欠いた行動であり、リスク管理の弱さであると指摘している¹¹³。その上で、LTCM 危機の教訓として以下の項目について政策提言を行っている¹¹⁴。

¹¹¹ 例えば、B.J.Eichengreen, D.J.Mathieson, S.Sharma, B.Chadha, L.E.Kodres, A.Jansen, “Hedge Funds and Financial Market Dynamics,” *Occasional Paper* (International Monetary Fund: IMF, May 1998) では、「ヘッジファンドの資産は機関投資家の総資産に比べて見劣りがする」「市場の変動に対して柔軟に対応できるため、“安定的投機”という機能を果たす」といった文言が並び、高レバレッジを用いたその取引の影響についてはあまり深く論じられていない（中尾武彦（大蔵省国際局国際機構課長 [当時]）「ヘッジファンドと国際金融市場」、大蔵省広報誌『ファイナンス』1999 年 7 月号）。

¹¹² PWG, “Hedge Funds, Leverage, and the lessons of Long-Term Capital Management,” 1999. PWG は、2007 年 2 月に発表した “Agreement among PWG and U.S. agency principals on principles and guidelines regarding private pools of capital” にて再度ヘッジファンド規制に対する姿勢をまとめているが、その内容はこの 1999 年の報告書に沿ったものであり、ヘッジファンドの破綻をすべて防ぐのは不可能なので、それに対応できるだけの与信リスク体制の強化を行うべきであると提言している。

¹¹³ 飯村慎一「ヘッジファンド規制を巡る論議について—ケルン・サミットまでの成果—」（野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』1999 年夏号）p.3。この資料は、PWG の報告書の内容を詳細に紹介しているほか、金融安定化フォーラムや 1999 年のワシントン G7 における議論についても解説している。

¹¹⁴ 財務省「ヘッジ・ファンド業界の現状そして論点」（関税・外国為替等審議会 外国為替等分科会 第 7 回最近の国際金融の動向に関する専門部会資料、2007 年）p.12、飯村慎一「ヘッジファンド規制を巡る論議について—ケルン・サミットまでの成果—」（野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』1999 年夏号）。

- ・ ヘッジファンドは、より頻繁に有効な財務情報を開示すべきである。
- ・ 上場企業（金融機関を含む）は、ヘッジファンドに対しての自社のエクスポージャー（特にレバレッジの大きいもの）をより鮮明に開示すべきである。
- ・ 金融機関はカウンターパーティーに対する与信リスク体制を強化すべきである。
- ・ 金融当局は管轄である規制対象機関に対してリスクマネジメントのシステム強化を推進すべきである。
- ・ 金融当局はよりリスク感応的な自己資本比率規制モデルの構築を推進すべきである。
- ・ 金融当局はブローカー・ディーラーそして先物業者に対してより高いリスク・アセスメント権限・監視力を持つべきである。
- ・ 議会は PWG の推進項目にある金融商品・契約のネットィングをサポートすべきである¹¹⁵。
- ・ 金融当局はオフショアセンター（ケイマンなど）を国際的基準で監視すべきである。

報告書は、ヘッジファンドに対する直接的規制（自己資本規制等）は世界の投資フローを変化させ、かえって悪影響を及ぼす可能性があることから、基本的には間接的な規制を通じたシステムック・リスクの減殺を検討することが望ましい、と述べている。ただし、間接的な規制が有効でないと判明した場合には、直接的規制も検討されるべきとしている。

② IOSCO

IOSCO（International Organization of Securities Commissions：証券監督者国際機構）は世界の証券監督当局や証券取引所等によって構成される国際機構で、公正かつ効率的な証券市場の育成・整備を目的とし、証券監督に関する原則・指針等の国際的なルールの策定等を行なっている。1999 年 11 月に公表した報告書¹¹⁶では、ヘッジファンドをはじめとした HLIIs 及び HLIIs と取引を行う市場参加者が一層の情報開示を追求することが、HLIIs によって引き起こされるシステムック・リスクや市場不安に対する懸念を払拭する最も効果的な手段であるとしており、以下の対応がなされるよう勧告している。

- ・ 監督当局の適切な支援の下、市場参加者がセクターを超えて一層自主規律に則った行動を取ることを。
- ・ ヘッジファンド等を含む HLIIs は、現時点の自身の活動を正確かつ適時に提供し透明性を一層高めること。
- ・ 監督当局側は金融機関及びヘッジファンド等を含む HLIIs の情報開示が促進されるよう万全の配慮を行うこと。

¹¹⁵ スワップ契約、証券契約、レボ取引、先物取引といった異なる契約間・商品間の一括精算ネットィングを可能とすることで、カウンターパーティーの破綻がシステムック・リスクに波及するのを防ぐ。

supra note 113, p.5.

¹¹⁶ Technical Committee of IOSCO, “Hedge Funds and Other Highly Leveraged Institutions,” 1999.

③ 金融安定化フォーラム、バーゼル

金融安定化フォーラム（Financial Stability Forum：FSF）は、LTCM 危機後の 1999 年 2 月にボンにおける G7 合意で設立が決定されたもので、各国の財務省、中央銀行、金融監督当局間の国際協力強化による、金融の安定と市場機能の改善、システミック・リスクの減殺を目的としている¹¹⁷。1999 年 4 月にヘッジファンド等に対する規制問題に関する議論を開始、2000 年 4 月に報告書をまとめた¹¹⁸。報告書では、PWG や IOSCO と同様の提言がなされている。

また、バーゼル銀行監督委員会（Basel Committee on Banking Supervision）は、HLIs が持つリスクや HLIs に対して取りうる規制について、1999 年 1 月に報告書を公表している¹¹⁹。ここでも、監督プロセスを通じた健全な取引環境の促進や HLIs に関する情報開示の強化等が取り上げられ、HLIs への直接的規制は、これらの間接的規制では不十分であることが判明した場合に導入しようとしており、原則としては市場規律に委ねる姿勢を示している。BCBS は、この報告書で示した HLIs に対する規制案に関して 2000 年にレビューを行っており、レビューまでの間に IOSCO が発表した報告書について、これを歓迎し趣旨に賛同している¹²⁰。

¹¹⁷ 飯村慎一「ヘッジファンド規制と OTC デリバティブ規制を巡る論議について」（野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』1999 年春号）p.2。

¹¹⁸ Financial Stability Forum, “Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions,” 2000.

¹¹⁹ Basel Committee on Banking Supervision, “Banks’ Interactions with Highly Leveraged Institutions,” 1999.

¹²⁰ Basel Committee on Banking Supervision, “Banks’ Interactions with Highly Leveraged Institutions: Implementation of the Basel Committee’s Sound Practices Paper,” 2000.

第3節 アマランスの破綻

1. アマランスの破綻

アマランス・アドバイザーズ（以下、アマランス）は、2000年にアメリカ・コネチカット州の Greenwich で設立された投資マネージャーである。当初は転換社債アービトラージ戦略が中心だったが、資産規模の拡大に伴い複数の戦略を用いるマルチ・ストラテジーのファンドへと変化し、特に後期にはエネルギー取引の占める割合が大きくなっていった¹²¹。

アマランスは2005年夏、ハリケーン被害で天然ガス相場が高騰した際に巨額の利益を計上、2006年に入っても強気の取引を続けた。2006年6月末時点では、エネルギー取引がファンドの利益の75%を占め¹²²、天然ガス先物の限月間スプレッド¹²³の拡大を見込んだ多額のポジションを構築していたとみられている¹²⁴。

しかし、流動性の低い天然ガス市場でこのような過大なリスクを取っていたため、2006年9月に入ってから発生した天然ガス相場の急落に際してポジションを精算することができず、巨額損失を計上するに至った。アマランスは、エネルギー関連の運用資産をJPモルガン・チェースやシタデルに売却し、エネルギー取引から事実上撤退、運用資産はピーク時の約92億ドルから35億ドル未満まで激減した¹²⁵。

¹²¹ H.Till, “EDHEC Comments on the Amaranth Case: Early Lessons from the Debacle” (October, 2006) p.4.

¹²² Burton, Katherine and Matthew Leising, “Amaranth Says Funds Lost 50% on Gas Trades This Month,” Bloomberg News, September 18, 2006.

¹²³ 先物市場において、「同一商品」の「異なる限月間」の価格差のこと。商品先物における限月間スプレッドは、一般に、現物の需給、現物の保管費用、短期金利などによって決まるとされている。

¹²⁴ 日本銀行金融機構局調査論文「ヘッジファンドに投資する場合のリスク管理について」、2007年、p.8-9。

¹²⁵ ブルームバーグ、2006年9月21日。各種資料によると、アマランスの運用資産はピーク時で約92億ドル、2006年初で75億ドルであり、損失額はLTCMの46億ドルを上回る60億ドルに達した。なお、損失発生の際の経緯は、H.Till, “EDHEC Comments on the Amaranth Case: Early Lessons from the Debacle,” (October, 2006)、菅野泰夫「アマランス巨額損失による邦人投資家への影響」（大和ファンド・コンサルティング『年金ニュースレター』2007年1月号）等に詳しい。

2. アマランス破綻の影響

アマランスが破綻に追い込まれた背景には、巨大な資産を抱えながら大きな利益を出し続けるためには、ファンド発足当初から知見のある戦略とは異なる戦略へと大胆な変更を行わざるを得なかったことに加え、2006 年春に離脱した主要トレーダーから引き継いだばかりのトレーダーに、ファンドの本拠があるコネチカットから遠く離れた故郷のカルガリーで、ファンドの 1/3 以上の運用を独自に行う権限を与えるなど、リスク管理が不十分だったことが指摘されている¹²⁶。

LTCM を上回る損失を計上したアマランスの破綻に対して、市場の反応は冷静であった。これは、アマランスのケースが、天然ガスという流動性の低い小規模なセクターにポジションを集中させるという運用上の失敗だったことにあり、会計操作や詐欺が絡んでいなかったこと¹²⁷に加え、LTCM 危機当時に比べ市場全体の流動性が拡大したこと、そして LTCM 危機以降金融機関が与信リスク体制を強化してきたことが挙げられる。

特にアメリカの金融機関は、2005 年に連邦政府より信用デリバティブのドキュメンテーションと決済手続きの強化を求められ、信用リスクの把握が進んだ。その結果、金融機関はアマランスの過剰なリスクを事前に把握することができ、リスクのヘッジ及び引当金の積増等の対応を事前に行うことができた¹²⁸。このことが、大規模な破綻であったにも関わらず LTCM 危機のようなシステミック・リスクを引き起こすことなく、市場への影響が限定的にとどまった最大の要因と言える。

¹²⁶ 山地博樹「大手ファンド破綻からの教訓」（『丸紅レポート』2006 年 10 月）。

¹²⁷ 菅野泰夫「アマランス巨額損失による邦人投資家への影響」大和ファンド・コンサルティング『年金ニュースレター』2007 年 1 月号、p.5。

¹²⁸ ジョセフ・クラフト「ヘッジ・ファンド業界の現状そして論点」（財務省 関税・外国為替等審議会 外国為替等分科会 第 7 回最近の国際金融の動向に関する専門部会 資料、2007 年）p.11。

3. アマランスの破綻に関する考察

アマランスの破綻が金融市場に与えた影響が限定的であったため、この事件を巡っては、規制当局や学者等からのヘッジファンド規制に関する提言は特段出されていない。もっとも、アマランスがアメリカの天然ガス市場に与えた影響は甚大であったため、上院国土安全保障政府問題委員会（Senate Committee on Homeland Security and Governmental Affairs）が、アマランスの関係者への喚問や問題の分析を通じて明らかになった問題点と、その後の天然ガス市場における投機的な取引の抑止策に関して、報告書を作成している¹²⁹。その主な内容は以下の通りである。

【問題点】

- ・ アマランスはニューヨーク商業取引所（New York Mercantile Exchange：NYMEX）とインターコンチネンタル取引所（IntercontinentalExchange：ICE）の双方で極めて投機的なポジションを構築した。その結果、アマランスが行う取引がアメリカの天然ガス市場に直接大きな影響を与え、市場全体のボラティリティを増幅させていた。2006年の春から夏にかけて、冬と夏の先物価格差が通常より拡大していたのは、アマランスの巨大な規模の取引に大きく起因している。
- ・ 今回のアマランスの行動を通じ、行き過ぎた投機によって価格が歪み、ボラティリティが拡大し、電力・ガス会社等公益企業の費用とリスクが増大することが明らかになった。公益企業の費用増大分の多くは、一般消費者に転嫁された。
- ・ アマランスは自身の取引戦略の一部について、ICEを活用することで規制当局の目から隠すことができた。その原因として、NYMEXにはICEの情報を参照する仕組みがないこと、また、監督当局である商品先物取引委員会（Commodity Futures Trading Commission：CFTC）は、予算面、人員面、及び技術面において、エネルギー市場を投機的取引及び価格操作の観点からモニタリングする機能が不十分であり、ICEを監督する権限もないこと等が挙げられる。

【投機的取引の抑止策】

- ・ ICE等の電子取引プラットフォームは連邦政府の監督対象から除外されているが、NYMEX等の規制市場と同等の監督対象とすべきである。
- ・ CFTCは、NYMEXとICEを合わせた業者のポジションを監視できるよう、モニタリング権限を強化すべきである。
- ・ CFTCの人員面・技術面等の不足を補うため、予算を拡充すべきである。

¹²⁹ Senate Committee on Homeland Security and Governmental Affairs, Permanent Subcommittee on Investigations, “The Role of Market Speculation in Rising Oil and Gas Prices: A Need to Put the Cop Back on the Beat – Staff Report,” 2006.

第4節 サブプライム問題

1. サブプライム問題とヘッジファンド

2007年夏以降、サブプライム問題が顕在化する中、世界的な株安など金融市場の動揺が今日まで続いている。この間、ヘッジファンドの巨額損失や破綻といったイベントが各種報道で紹介されるなど、ヘッジファンドが金融市場に与えた影響に高い注目が寄せられている。以下では、サブプライム問題について若干の説明を加えた後、同問題とヘッジファンドとの関係について解説を行う。

サブプライムとは、アメリカにおける主に信用力の低い借り手向けの高金利の住宅ローンである。2001年春のITバブルの崩壊以降住宅価格の上昇が続いていたが、2006年に入りこの値上がり傾向が一服した。また、2006年まで3年続けて政策金利が引き上げられたことによってサブプライムローンの金利が上昇した。これらの要因を背景に、サブプライムローンの延滞率・差押率が当初の想定を大きく超える水準まで上昇、不良債権化が拡大することとなり、住宅ローンを提供する金融機関の経営環境が大きく悪化した¹³⁰。

また、これらの金融機関は、この住宅ローンの債権を証券化し、市場で広く売却し信用リスクを拡散させた。このため、問題はこれらの金融機関の経営悪化にとどまらず、この証券化商品に投資していた金融機関、保険会社、そしてヘッジファンドなどの投資家を通じて、金融システム全体に広く悪影響が波及することとなった。

ヘッジファンドの場合は、この住宅ローン証券化商品に出資を行うために、金融機関から運用資金を借り入れ、レバレッジをかけて運用を行っている。サブプライムローンの焦げ付きが拡大すると、一部のヘッジファンドは、投資家の解約請求に対応するために、流動性の高い株式のポジション解消を進め資金繰りを確保した。一方、証券化商品以外の資産残高が乏しかったヘッジファンドの中には、一部閉鎖に追い込まれるものもあった。

¹³⁰ サブプライム問題については連日多数の報道がなされているが、ここでは主に、これまでの状況を整理した資料として、佐賀卓雄「サブプライム問題について」（『証券レビュー』第47巻第11号、2007年11月）、二上季代司「サブプライムローン問題と市場型金融システム」（『証研レポート』1644号、2007年10月）を参考になっている。

【図表 5-1】アメリカにおけるサブプライム問題と損失見込み

規模	
アメリカ住宅ローン残高	10兆ドル
・うちサブプライムローン残高	1.3兆ドル
・損失額(米財務省集計、08年3月3日時点)	約2,000億ドル
損失額の対GDP比率	1%台半ば
サブプライムローンの延滞率	16.31%(2007年7-9月期)
過去の危機との比較	
アメリカのS&L危機(1980年代後半)	整理信託後者(RTC)の損失処理などで 総額1,500億ドルの直接コスト (GDPの約2%)
日本の不良債権問題(1990年代)	公的資金注入額10兆円超 (GDPの約3%)
アメリカのLTCM危機(1998年)	破綻したLTCMの損失40億ドル超、 アメリカ系大手金融機関の損失が最大300億ドル (合計でGDPの0.4%)

※アメリカ抵当銀行協会、アメリカ商務省・財務省、FRB、各種報道などによる

【図表 5-2】サブプライム問題による主要金融機関の損失内容

(単位：億ドル)

シティグループ	299
メリルリンチ	258
UBS (スイス)	175
AIG	144
モルガン・スタンレー	109
バンク・オブ・アメリカ	78
JPモルガン・チェース	49
ワコビア	29
ベアー・スターンズ	28

※各種報道等より集計(08年3月3日時点)
金融機関によってはトレーディング損益等も含む

2. ヘッジファンド側の対応

サブプライム問題では、債権の証券化によって信用リスクが拡散していたことが、事態悪化の要因となっている。具体的には、住宅ローン債権がストラクチャード・インベストメント・ビークル(SIV)に譲渡され、そこで住宅ローン証券(Residential Mortgage Backed Securities: RMBS)が組成されて投資家に販売されていた。さらに、RMBSの一部は、他の債券と一緒にプールされ、債務担保証券(Collateralized Debt Obligations: CDO)が組成されて投資家に販売されていた¹³¹。

¹³¹ 佐賀卓雄「サブプライム問題について」(『証券レビュー』第47巻第11号、2007年11月) p.94-95。

ヘッジファンドの中にも、借り入れた資金を元に、RMBS や CDO を保有するものがあつた。サブプライムローンの不良債権化が拡大すると、これら証券化商品の価値が大きく下がり多額の評価損が発生、資金の貸手に対する担保の価値も急落した。追加担保を要求されたヘッジファンドは、証券化商品のポジション解消に迫られ、元々流動性の低い市場で大量の売りが発生することとなった。このことにより証券化商品の価値は一層下落、ヘッジファンドは追加的なポジション解消を迫られ、手元流動性不足に陥るといふ、LTCM 危機と似た連鎖が発生していた。

多様な運用手法を採るマルチ・ストラテジーのヘッジファンドの場合、この状況を打開するために、株式市場でポジション解消を急速に進めた。この影響を受けて 2007 年 8 月第 2 週には、各地の株式市場で多くのヘッジファンドが割安と見ていた銘柄が売られ、割高と見ていた銘柄がさらに買われるといった、「フェアバリュー」に基づかない動きが顕著化した、と見られている。

しかし、株式市場においてマーケットニュートラル戦略を採るファンドの動きを見ると、このような状況が発生した 8 月第 2 週には大きな損失を出したものの、低レバレッジのファンドの中には、これを一時的な状況とみなし自らのポジション解消を行わなかった結果、8 月全体でプラスを確保したところもあった。十分なリスク資本を有しレバレッジを抑制するこのようなファンドの存在が、システミック・リスクの回避につながっているという指摘もあり¹³²、今回の危機に関しては、ヘッジファンド業界全体が構造的問題を抱えているとする論調はそれほどみられない。

その後の報道においても、一部の例外を除いて、ヘッジファンドは急速に勢いを取り戻し、かつてない規模の資金を集めていると報じられている。個別銘柄を選択して投資する伝統的な手法のファンドでは、サブプライムローン問題を予期し、金融株や格付の低い債券の価格が下落すると踏んだポジションで成果を収めており、不安定な相場の動きも追い風となっているという¹³³。

一方、サブプライム問題を発端に一部の市場関係者の間でヘッジファンドの投資行動に対する不信感が募ったことを受けて、投資マネージャー14 社の幹部（うち 12 社はイギリスが拠点）は、2007 年 6 月に Hedge Fund Working Group (HFWP) を立ち上げ、2008 年 1 月に情報開示、資産評価、リスク管理、統治（ガバナンス）等に関する行動規範を策定した¹³⁴（詳細は第 8 章を参照）。

¹³² 四塚利樹「ヘッジファンド 過剰な規制は市場を不安定化させる」（毎日新聞社『週刊エコノミスト』2007 年 11 月 12 日臨時増刊号）p.30-31。

¹³³ Wall Street Journal, Heard on the Street, November 19, 2007. この記事及びその他報道によると、Hedge Fund Research の統計では、2007 年のヘッジファンドの新規資産は、9 月末時点で既に 1,640 億ドルに達し、2006 年 1 年間の 1,260 億ドルを上回って、年間の新規資産額の過去最高を更新した。市場が最も乱高下した 7-9 月期には、450 億ドルがヘッジファンドに投資されている。

¹³⁴ HFWG, Hedge Fund Standards: Final Report, January 2008

【補論】ヘッジファンドが市場に与える影響に関する 先行研究

欧州通貨危機以降、ヘッジファンドが市場に与える影響、とりわけポジションとボラティリティの関係に関する多くの実証研究が、専門家及び規制当局・中央銀行等によって行われている。その大半は、ヘッジファンドが市場に与える影響力は限定的であるという分析を行っている。

一方、2005年の日本銀行の報告書¹³⁵は、1990年代のアジア通貨危機やLTCM危機において、ヘッジファンドの活動や破綻が、直接の取引相手や投資家のみならず、金融市場・金融システムの他の参加者、ひいては経済活動全般に影響を及ぼす「外部効果」が懸念されたことを指摘している。1990年代と比較すると、近年のヘッジファンドは投資戦略における相関が高まるなど、環境が変化しているが、ここでは主に2005年の日本銀行による報告書を基にして、この「外部効果」とは何かについてみた上で、「外部効果」が近時の市場にどう影響しているのかについて考察する。

（１）大規模なヘッジファンドの破綻による市場混乱の増幅

日本銀行（2005）では、2つの「外部効果」について指摘しており、その1つが、大規模なヘッジファンドの破綻が市場混乱の増幅要因となることである。

近時の大規模なヘッジファンドの破綻例としては、2006年のアマランスの破綻が挙げられるが、この際市場に大きな混乱が発生しなかったのは、アマランスが主に活動していた市場が天然ガス市場に限られていたためである。また、LTCM危機当時に比べ市場全体の流動性が拡大したこと、ならびに、LTCM危機以降金融機関が与信リスク管理体制を強化し信用リスクの把握が進んでいたことも、アマランスの破綻による市場の混乱を抑制することに寄与した。しかし日本銀行（2005）は、破綻したファンドが主たる流動性供給者となっているような市場については、ポジションの手仕舞い等を通じて無視し得ない影響が生じる可能性は引き続き排除できないとしている¹³⁶。

（２）ヘッジファンドが広範な市場に与える影響力

日本銀行（2005）は、もう1点の「外部効果」について、ヘッジファンドの活動が広範な市場における変動の原因となることを挙げている。日本銀行はこの研究報告書において、市場で大きな存在感を示すヘッジファンドが新興国市場やコモディティ市場など広範な市場で裁定取引を行うことにより、一般に予期しにくい市場間の連動性を高めたり、世界規模で見た投資家のリスクテイク行動に変化を生じさせたりするなど、価格変動の伝播範囲が広がっていること、また、ヘッジファンドがレバレッジを利かせることにより、大規模で一方向的な投資行動を採る場合には、そうした影響が増幅される可能性があることを指摘している¹³⁷。

¹³⁵ 日本銀行「ヘッジファンドを巡る最近の動向」（2005年7月）p.38-40。

¹³⁶ *supra* note 135, p.38-39.

¹³⁷ *supra* note 135, p.39.

実際に過去の通貨危機や市場の急変においてこの「外部効果」があったか否かに関する分析について、日本銀行（2005）では、欧州通貨危機ではヘッジファンドが主導的な役割を果たしたものの、それ以外の事例ではヘッジファンドの影響は限定的であったとの見方が多いことを、1998 年の Eichengreen and Mathieson の論文¹³⁸や 2000 年の Fung and Hsieh の論文¹³⁹等を挙げて紹介している¹⁴⁰。

一方、2006 年 5 月から 6 月にかけて、世界各地の株式市場及びコモディティ市場において、ほぼ同時期に急速な価格の下落が発生した。これについては、日本銀行（2006）¹⁴¹が考察を行っている¹⁴²が、それによると、新興国市場やコモディティ市場等幅広い市場に対する横断的な投資を行うヘッジファンドが増大する中、価格の下落を受けて、その幅広い市場におけるポジションが短期間で急激に巻き戻されたことが背景にあると分析している。そして、新興国市場やコモディティ市場が主要国株式・債券市場等と比較して流動性が低いことが、この市場の不安定化が拡大した一因であることを示唆している。この事例は、日本銀行（2005）が指摘した「外部効果」が実際に形となって現れたケースであるといえる。

同じ 2006 年の 9 月には、アマランスの破綻原因となった天然ガス市場の急激な価格下落が発生したが、2006 年 5 月から 6 月の事例と異なり価格下落が他市場に伝播しなかったのは、アマランスが行った資産の売却が、比較的流動性の高い市場で行われたためであると、日本銀行（2006）は分析している¹⁴³。

以上の通り、ヘッジファンドが広範な市場に与える影響力は、場合によっては市場の混乱を招き、金融市場の安定性を損なわせる可能性を孕んでいる。ヘッジファンドが市場に与える影響について明快な結論は出ていないが、各国金融当局や学会の現状認識や対応方針等について以下に簡単に紹介する。

① FRB

アメリカ FRB のバーナンキ議長は 2006 年 5 月に行った講演¹⁴⁴において、LTCM 危機後に取りまとめられた 1999 年の大統領ワーキンググループの提言内容（ヘッジファンドを巡るシステミック・リスクに対してはヘッジファンドの基本的には直接規制よりも間接規制の方が望ましい、等）は、一定の効果があったものと評価しつつ、今後の課題等について以下の通り述べている。

¹³⁸ Eichengreen, Barry and Donald Mathieson, “Hedge Fund and Financial Markets: Implications for Policy,” *Hedge Funds and Financial Market Dynamics, International Monetary Fund Occasional Paper*, 166, 1998. なお、当論文ではブラックマンデーは分析対象外となっている。

¹³⁹ Fung, William and David A. Hsieh, “Measuring the Market Impact of Hedge Funds,” *Journal of Empirical Finance*, 7, 2000.

¹⁴⁰ *supra* note 135, p.42.

¹⁴¹ 東尾直人、寺田泰、清水季子「ヘッジファンドの投資行動変化と金融市場への影響」（日銀レビュー、2006 年 11 月）。

¹⁴² 清水季子「ヘッジファンドの変遷と金融システムに及ぼす影響」（経済産業省ヘッジファンド研究会第 3 回資料、2007 年 11 月）p.19-23 も参照。

¹⁴³ *supra* note 141, p.4-5.

¹⁴⁴ Chairman Ben S. Bernanke, “Hedge Funds and Systemic Risk,” *Speech at the Federal Reserve Bank of Atlanta's 2006 Financial Markets Conference*, Sea Island, Georgia, May 16 2006

- ・ LTCM 危機時に比べ、カウンターパーティーのリスク管理は改善されているが、金融商品や金融取引について複雑性が増大していること、ヘッジファンドを巡る金融機関の競争が激化していること等を考えると、不安がなくなったわけではない。
- ・ 金融機関による個々のヘッジファンドに対するストレステスト¹⁴⁵は浸透しつつあるが、ヘッジファンド全体に対するストレステスト（aggregate stress test）は不十分な可能性があり、もっと利用されるべきである。
- ・ 金融機関はヘッジファンドへの信用供与のかわりに、ヘッジファンド側に情報開示を求め、リスク管理の質を高めるべきである。

② ECB

2007 年 4 月にヘッジファンド特集として発行されたフランス中央銀行のレビューに、欧州中央銀行（European Central Bank：ECB）のパパデモス副総裁が寄せたレポートは、集中したポジションをヘッジファンドが急激に巻き戻した場合、他の市場参加者も巻き込んで、幅広い市場に深刻な影響を与える可能性を示唆しており¹⁴⁶、その上で、金融市場の安定化のために有効なアプローチとして、以下の 3 点を指摘した¹⁴⁷。

- ・ 流動性リスクやレバレッジ、市場リスク要因等の計測を通じて、ヘッジファンドが孕んでいる脆弱性を把握する。
- ・ 銀行のヘッジファンドに対するエクスポージャーを注視する。
- ・ ヘッジファンドによる同時期の一方向に集中した取引について注視する。

③ 学会

Chan, Getmansky, Haas, and Lo¹⁴⁸は、ヘッジファンド間の破綻の相関性や運用成績の変動の確率に関する実証分析を行い、過去に比べるとヘッジファンドの破綻や運用成績低迷の確率が高まっていることを示し、ヘッジファンドがもたらすシステム・リスクが高まっていることを指摘している。また、こうした状況に対しては、ヘッジファンド業界（あるいは広く金融業界）が引き起こす破綻事案につき、調査、報告、記録を行う独立機関（Capital Markets Safety Board（資本市場安全委員会））の設置を提案している。これは、National Transportation Safety Board（米国運輸安全委員会）をモデルとしている。

¹⁴⁵ 極端な環境を想定し、そうした状況下におけるファンドのポートフォリオの頑健性を確認するリスク分析手法。

¹⁴⁶ Lucas D. Papademos, “Monitoring hedge funds: a financial stability perspective,” *Banque de France Financial Stability Review*, No.10, 2007, p.116.

¹⁴⁷ supra note 146, p.119.

¹⁴⁸ Nicholas Chan, Mila Getmansky, Shane M.Haas, and Andrew W.Lo, “Do Hedge Funds Increase Systemic Risk?” *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, Fourth Quarter, 2006, p.74-77.

(3) ヘッジファンドによる流動性の提供

日本銀行（2005）は、この 2 つの「外部効果」に加えて、ヘッジファンドが市場に対して流動性を提供する機能も「外部効果」として指摘している¹⁴⁹。この中で日本銀行（2005）は、コモディティ市場におけるヘッジファンドの投資行動に関して考察した 2005 年の NYMEX¹⁵⁰及び Haigh et al.¹⁵¹の研究を紹介している。それによると、これらの論文は主に以下の点を指摘しており、ヘッジファンドは相場混乱をもたらすものではなく市場に流動性を与える存在であると分析している。

- ・ ヘッジファンドのポジションが市場全体に占める割合は大きくなく、またそのポジションは、他の市場参加者と逆相関にある。
- ・ ポジションの変更については、他の市場参加者に比べてその頻度が低く、他の市場参加者がポジション変更した際にそれに反応する形で行われている。
- ・ ヘッジファンドのポジションと価格のボラティリティは無相関または逆相関である。

規制当局や中央銀行は、ヘッジファンドが市場に与える影響について継続的に注視しているが、公表されるレポートは、ヘッジファンドの行動が市場攪乱の要因にはなっておらず、流動性の提供等によって市場の効率化に寄与する側面もあるという見解で概ね一致している。例えば、ヘッジファンドを特集した先述のフランス中央銀行のレビューに FRB の銀行監督規制部が寄せたレポート¹⁵²によれば、ヘッジファンドは金融市場の流動性を高めており、投資戦略の多様化が進んだことによって、金融危機が発生した際に市場を混乱させる可能性は低いと指摘している。また、サブプライム問題を受けて FSF が 2007 年 10 月 15 日に公表したレポート¹⁵³では、ヘッジファンドが今般の市場混乱期間中、市場不安定化の主な要因にはなっていないという見解が示されている。

また、学会においてもヘッジファンドが市場に与える影響についての関心は高い。2007 年の Khandani and Lo¹⁵⁴（マサチューセッツ工科大学）の研究では、2007 年 8 月第 2 週における株式市場の事例¹⁵⁵を取り上げつつ、ヘッジファンドによる流動性供給機能が失われた場合、価格変動（ボラティリティ）の増大を通じて金融システムに悲惨な結果をもたらす可能性があること、ヘッジファンドは流動性供給・価格発見機能・リスクの移転・非伝統的リターンの発掘を通じて経済的・社会的に便益をもたらしていること等を指摘している。

¹⁴⁹ supra note 135, p.39, p.42-43.

¹⁵⁰ NYMEX, “A Review of Recent Hedge Fund Participation in NYMEX Natural gas and Crude oil Futures Market,” 2005.

¹⁵¹ Michael S. Haigh, , Jana Hranaiova and James A. Overdahl, “Price Dynamics, Price Discovery and Large Futures Trader Interactions in the Energy Complex,” *CFTC Working Paper (Staff Official Report)*, 2005. この論文については、全国商品取引所連合会「エネルギー市場における価格変動、価格発見機能および大口トレーダー間の相互関係」（『全商連先物時報』第 12 号、2007 年 4 月）で詳しく解説されている。

¹⁵² Roger T. Cole, Greg Feldberg, David Lynch (Division of Banking Supervision and Regulation, FRB), “Hedge funds, credit risk transfer and financial stability,” *Banque de France Financial Stability Review*, No.10, 2007.

Senior Supervisory Financial Analyst

¹⁵³ FSF, “Progress in implementing the Recommendation of the FSF – Update Report on Highly Leveraged Institutions,” 2007.

¹⁵⁴ Amir E Khandani and Andrew W. Lo, “What Happened To The Quants In August 2007?”

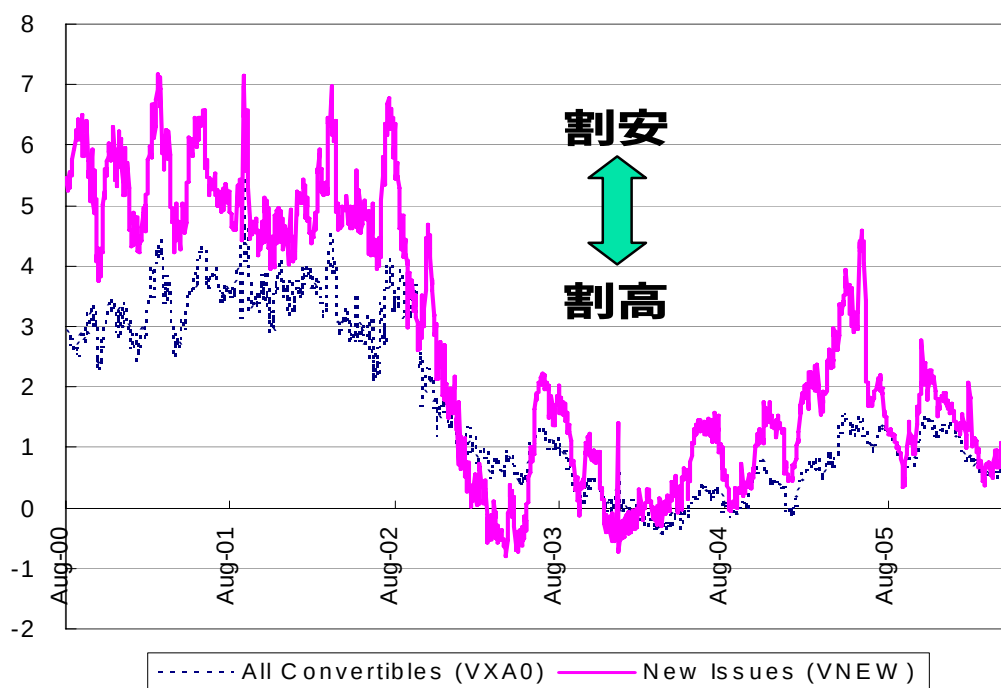
¹⁵⁵ 第 5 章第 4 節「2. ヘッジファンド側の対応」参照。

ヘッジファンドが金融市場に流動性を提供していることを示す一つの事例としては、「転換社債の割安度の低下」が挙げられる。転換社債は、一定の条件の下で株式に転換することのできる権利の付いた社債のことであり、株式と社債の両方の要素を持った商品である、とすることができる。

ただし、伝統的な機関投資家は債券運用担当もしくは株式運用担当に分かれており、区分け上の問題から転換社債のような商品は投資対象外とされ、転換社債は流動性を失い割安な価格で放置されてしまう傾向が強い。転換社債アービトラージ戦略を手掛けるヘッジファンドはこの格差に着目し、割安な転換社債へ投資を行い、その割安度が解消される過程で利益を獲得した。このような投資行動を採るヘッジファンドが増えた結果、近年では転換社債の割安度は低下している。別の表現を用いれば、ヘッジファンドは転換社債市場に流動性を供給し企業の資金調達手段の多様化を側面から支援している、ということもできよう。

【図表 5-3】 転換社債市場の「割安度」の推移

US Convertible Bond Cheapness (%)



(出所) 四塚利樹「金融安定性と効率性の観点から見たヘッジファンドのリスクと規制—サブプライム危機を例にとって—」(経済産業省 ヘッジファンド研究会第4回資料、2007年) p5

第6章 ヘッジファンドの今後の展開

第1節 リターン特性が変化するヘッジファンド

ヘッジファンドは、近年、その投資行動を変化させてきている。日本銀行の分析¹⁵⁶によると、ヘッジファンドの投資行動の変化として、①株式ロングポジションの拡大、②新興国市場・コモディティ市場に対する投資の増加、③ヘッジファンド戦略間の相関の高まりなどが観察されている、と指摘している。

この背景としては、近年ヘッジファンド市場に大量の資金が流入した結果、割安な証券が割安な価格のまま放置されるといったいわゆる「アルファ」の獲得機会が減少したことなどが考えられる。野村総合研究所（2007）のレポート¹⁵⁷では、ヘッジファンドの絶対リターンのうちアルファが占める割合が、1995～1999年の間は48%だったのが、2000～2005年には35%にまで低下したという分析が紹介されている。

また、先の日本銀行の分析によると、ヘッジファンドは近年株式インデックスとの連動性（いわゆる「ベータ」）が高まっていることを指摘しており、ヘッジファンドの収益の源泉が一定程度「ベータ」に依存していることが示唆される。

¹⁵⁶ 東尾直人、寺田泰、清水季子「ヘッジファンドの投資行動変化と金融市場への影響」（日銀レビュー、2006年11月）。

¹⁵⁷ 末吉英範「ヘッジファンド複製—伝統的ヘッジファンドへの挑戦者—」（野村総合研究所『Financial Information Technology Focus』2007年10月号）p.10.

第2節 ヘッジファンドの複製商品

近年、ヘッジファンドの収益構造に関する研究成果を活用してヘッジファンドの平均リターンを再現しようとするヘッジファンドの複製商品が、大手の投資銀行や運用会社から販売されている。複製は、一般的に市場流動性が高く容易に投資できる商品を用いて行われるため、通常のヘッジファンド投資と比較して低いコストでの投資を可能にする商品として注目されている。

複製商品が本格的に市場に登場するようになったのは2006年末以降と言われており¹⁵⁸、複製商品への投資規模に関する十分な情報は存在しないが、2007年7月時点の報道では、日本での投資規模は数十億円程度とみられている¹⁵⁹。

ここでは、ヘッジファンドの複製商品について、誕生の背景と商品の類型及び特徴、活用方法を紹介し、今後の市場に与える影響を考察する。

1. 複製商品組成の背景

複製商品が組成される背景としてまず挙げられるのは、ヘッジファンドのアルファが縮小し、ベータが占める部分が拡大していることである。この結果、高い報酬を払って投資を行うヘッジファンドの機能自体に対する、投資家側の疑問が高まっている。Fung and Hsieh (2007)¹⁶⁰は、投資マネージャーはアルファを獲得することはできるが、そのアルファによる利益は、投資マネージャーへ支払う報酬によって費やされてしまっているとする Berk and Green の分析¹⁶¹を紹介しつつ、アルファが低下しているにもかかわらず、報酬が高止まりしていることが、従来のヘッジファンド投資の代替となる低コストの複製商品へのニーズを高めていると指摘している。

また実際に、伝統的資産の組み合わせによってヘッジファンドのリターンの再現を試みる研究が近年数多く発表されており¹⁶²、ヘッジファンド複製の可能性が広く認知されることとなったことも背景として挙げられる。

ただし、ヘッジファンドのリターンについてベータが占める部分が拡大しているため、複製商品の複製対象は本来アルファ獲得を目指すことに大きな存在理由のある「ヘッジファンド」ではないという見方もある。

¹⁵⁸ supra note 157, p.10.

¹⁵⁹ 日経金融新聞 2007年7月5日20面。

¹⁶⁰ Fung and Hsieh, “Hedge fund replication strategies: implications for investors and regulators,” *Banque de France Financial Stability Review*, No.10, 2007, p.56.

¹⁶¹ Berk J. and Green R., “Mutual fund flows and performance in rational markets”, *Journal of Political Economy*, 2004.

¹⁶² 例えば William Fung and David A. Hsieh, “Hedge Fund Benchmarks: A Risk-Based Approach,” *Financial Analysts Journal*, Vol.60 No.5, 2004; Fung and Hsieh (2007) . Fung and Hsieh (2007) p.62によれば、複製の手法は10年あまり前から研究が重ねられている。

2. 複製商品の類型と特徴

(1) 複製商品の概要

自らもヘッジファンドの複製商品を手掛けるメリルリンチが2007年に作成した投資家向けの説明資料¹⁶³では、複製商品の2つの類型を示している。

1つは“Factor Approach”と呼ばれるものである。これは、市場流動性が高く容易に投資できる商品を組み合わせて、過去のヘッジファンドの平均的なリターンを複製することを目指すものである。統計的な分析によりヘッジファンドの今後のパフォーマンスに関する見積もりを行った上で、投資対象となる商品や戦略がより幅広くなるよう留意しつつ最善のポートフォリオを構築する¹⁶⁴。

具体的な複製方法としては、株式ロング・ショート戦略は、歴史的にみてアメリカの株式相場との相関が高いため、株式インデックスを組入れることで代替する。また、イベント・ドリブン戦略や金利アービトラージ戦略の代替としては、高利回り債券の組入れや、スワップスプレッドへの投資を行う¹⁶⁵。

もう1つの類型は、“Mechanical Trade Replication”と呼ばれるものである。これは、流動性が高い商品を代用してヘッジファンドのリターンを複製することを目指すのではなく、実際のヘッジファンドと同じ商品や戦略への投資を試みるものである。投資は投資マネージャーの判断ではなくあらかじめ定められたルールに則って機械的に行い、極力特化した戦略の複製となることを志向する。リターンの複製が目的ではないため、主なヘッジファンドのベンチマークよりも高いリターンを得る可能性を有している¹⁶⁶。

野村総合研究所の資料¹⁶⁷では、これらの類型をそれぞれ「リターン複製」「戦略複製」と呼んでいるほか、「統計複製」という手法についても触れており、ボラティリティ、歪度、尖度、他資産との相関等、ヘッジファンドとして望ましい収益率分布の統計的特性を規定し、その特性を一般的な金融商品のダイナミックトレーディングによって再現しようとする手法として紹介している。

¹⁶³ Merrill Lynch, “The Emergence of Synthetic Hedge Funds”（パシフィック・プロスペクト社主催「2007年ジャパン・ストラクチャード商品フォーラム」資料）。

¹⁶⁴ *supra* note 163, p.5. メリルリンチは、自身で複製商品の販売も行っている。日経金融新聞 2007年7月5日20面の記事では、アメリカの大型株および小型株、他の先進国株、新興国株、アメリカドル、アメリカの短期金利の6つの指数を用い、過去24ヶ月間のヘッジファンド市場全体の複製を試みる商品が紹介されている。

¹⁶⁵ 白木信一郎「機関投資家に関心を持ち始めたヘッジファンド」（マネックス・オルタナティブ・インベストメンツ Web サイト「白木信一郎の「投資運用苦楽」」第48回、2007年9月）。

¹⁶⁶ *supra* note 163, p.5.

¹⁶⁷ *supra* note 157.

(2) 複製商品の特徴

複製商品の最大の特徴は、コストの低さである。一度複製手法が開発されれば、その後の運営コストは低く抑えられる¹⁶⁸。また複製商品は、投資マネージャーを置かず、事前に決定したモデルに従って取引を行い、“Factor Approach”においては一般的な金融資産・派生商品を使うため、運用報酬を伝統的運用に近い水準に収めることができる¹⁶⁹。

この他にも、複製商品にはいくつかの特徴を指摘できる。例えば、一般的なヘッジファンドは、ポジションを全て開示することは稀であるが、複製商品では何に投資をしているかを知ることが容易であり、透明性が高い¹⁷⁰。また、多くのヘッジファンドでは解約の機会が極めて限られているのに対し、複製商品では解約の自由度が大幅に高まる可能性がある¹⁷¹。

ただし、複製商品は、長期にわたってヘッジファンドの収益と類似の動きをするかどうかは未だに確認されていない¹⁷²。複製商品は過去の結果を統計的に説明しただけであり、特に、LTCM 危機が起きた 1998 年のように急激に市場が変化し、過去の基調と異なる動きを見せたときにどのような結果を残すことができるかは分かっていない¹⁷³。

¹⁶⁸ 白木信一郎「米国出張報告(2)」(マネックス・オルタナティブ・インベストメンツ Web サイト「白木信一郎の「投資運用苦楽」」第 43 回、2007 年 7 月)

¹⁶⁹ *supra* note 157.

¹⁷⁰ *supra* note 165.

¹⁷¹ 先述の日経金融新聞が取り上げたメリルリンチの商品では、顧客は日々での解約が可能であるとの担当者のコメントが紹介されている。*supra* note 159.

¹⁷² *supra* note 165.

¹⁷³ *supra* note 159

3. 複製商品の活用方法

複製商品を活用することで、ヘッジファンドに対する投資方法に変化が出てくることが予想される。複製商品が真にヘッジファンドインデックスのリターンを複製することができるのであれば、例えば、機関投資家の資産配分計画においてこれをベンチマークとすることで、ヘッジファンドを株式や債券と同様に取扱うことが可能になるとの指摘がある¹⁷⁴。「投資可能なヘッジファンドインデックス」も存在しているが、これは、組入れられるヘッジファンド数の制限や、ヘッジファンドへの直接投資と同様の流動性の制限がかかることが多く、ベンチマークとして利用することができない¹⁷⁵。複製商品は、これを低いコストで解決し、幅広いヘッジファンドへの投資と類似する効果を得られるツールとしてニーズが高まる可能性がある。

また、ヘッジファンドの平均的なリスク／リターンは可能な限り複製商品で確保し、複製が難しい純粋なアルファの獲得を期待できるシングルファンドにのみ、高い報酬を払って投資を行うといった手法も可能になる¹⁷⁶。

4. 複製商品による影響

複製商品の登場による大きな影響は、従来のヘッジファンドのリターンが分解され、アルファとベータの内訳が明らかになることである¹⁷⁷。これは、ヘッジファンドにおいて投資マネージャーの経験や知識を通してのみ獲得できる純粋なアルファを、複製商品では考慮に入れていないためである¹⁷⁸。

純粋なアルファの規模が明らかになることで、ヘッジファンドに投資を行う投資家は、自身の投資の質を測ることができるようになり、支払う報酬が適切なものかどうかの評価も可能になる¹⁷⁹。アルファの価値と希少性が再認識されるとともに、複製商品と同等のリターンしか提供できないヘッジファンドは評価が低下し、ヘッジファンドの二極化が進むことが考えられる¹⁸⁰。

また、複製商品がヘッジファンドにおけるベンチマークのような役割を果たすことで、ヘッジファンドの新設ペースが鈍化し、それによりヘッジファンドの清算比率も低下するのではないかととの指摘もある¹⁸¹。

¹⁷⁴ supra note 165.

¹⁷⁵ supra note 165.

¹⁷⁶ supra note 157, p.11.

¹⁷⁷ 堀江貞之「進化するアルファとベータ概念と資産運用への意味」（野村総合研究所『金融 IT フォークス』2007年5月）p.5。堀江氏は、日経金融新聞2007年7月5日付20面の記事において、「優れたヘッジファンドは強さがより浮き彫りになる半面、そうでないところは淘汰される」とコメントしている。

¹⁷⁸ supra note 165, note 168.

¹⁷⁹ supra note 160, p.61.

¹⁸⁰ supra note 177, p.5.

¹⁸¹ supra note 160, p.62.

第3節 ヘッジファンドの上場

近年、ヘッジファンドが主要取引所に上場される、という事例が多く見られる。

ヘッジファンドの上場については、①ファンド（ビークル）自体が上場するケース、②投資マネージャーが上場するケース、の2点が考えられる。②投資マネージャーが上場するケースでは、例えば、2007年2月9日に Fortress 社がニューヨーク証券取引所に上場、また Och-Ziff 社も SEC に申請書を提出して現在上場を準備中と報じられている¹⁸²。

以下ではそれぞれについて、大和ファンド・コンサルティングのレポート（2007）¹⁸³ 内容を中心にそのメリット等を簡単に紹介する。

1. ファンド（ビークル）自体が上場するケース

ファンド（ビークル）の上場は NYSE ユーロネクストやロンドン証券取引所に多いとされており、例えばロンドン証取ではガーンジー島籍のビークルである Dexion Absolute Limited など 57 のファンド・オブ・ヘッジファンズが上場されている（2007年12月時点）¹⁸⁴。

私募形態で募集されることの多い通常のヘッジファンドと比較すると、上場ヘッジファンド（ビークル）は、①投資家からの解約要求等で自己資金が急に減額され、ファンドの投資活動に支障が出るリスクが無くなる、②例えば、取引所上場証券への投資しか認められていない投資家からの資金を集めることができるなど、投資家層の広がりが期待できる、などのメリットを享受することができる、との指摘がある。

¹⁸² 記事になることの多いケースは、ほぼ投資マネージャーが上場するケースであると言える。

¹⁸³ 田中道生「取引所上場クローズドエンド・ファンド経由のヘッジファンド投資」（大和ファンド・コンサルティング『年金ニュースレター』2007年7月号）

¹⁸⁴ Pascal Roduit, “Investment in Listed Hedge Funds”（日本証券アナリスト協会セミナー 資料、2007年12月）p.17.

2. 投資マネージャーが上場するケース

投資マネージャーが上場する目的は、下表の具体例でも示されている通り、主に、①資金調達、②信用や名声の獲得、③上場株式の有効活用の3点があると考えられる。

第一の資金調達については、ファンド（ピークル）の上場と同様、投資マネージャーが安定資金を確保することによって、ファンドの資金需給に左右されることなく、自らの運用戦略を駆使することができる。第二の信用や名声の獲得については、取引所による上場審査、上場後の継続的なチェックを経ているという安心感を提供する効果や、話題性・認知度の向上といった投資マネージャーのブランド価値向上効果も期待できる。第三の上場株式の有効活用については、自社株式を他社の買収や従業員向けのストックオプションで利用できるという効果が期待されている。現在、ヘッジファンドは運用会社本体の M&A による規模拡大が検討課題となっているが、株式交換が課題達成のための処方箋となり得る。また、ヘッジファンド業界内での人材獲得競争も熾烈なものとなっており、優秀な人材の引き抜きや引き留めのためにストックオプション制度を整備することは、投資マネージャーにとって有効な手段となり得る。

【図表 6-1】各ファンドの上場目的

フォートレス	オクジフ
・ストックオプションの採用 ・投資家としての持続性の確保 ・新たな資金の調達 ・買収のための上場証券の利用	・優秀な人材の獲得 ・新規投資の継続 ・役員社員と投資家の利害の一致 ・新たな資金の調達

（出所）伊豆久「ファンドが上場を始めた本当の理由」（毎日新聞社『週刊エコノミスト』2007年11月12日臨時増刊号）p.93

3. 投資家にとっての上場ヘッジファンド

投資家にとって上場ヘッジファンドに投資することのメリットとしては、①少額の単位でヘッジファンド投資に参加可能、②取引所取引により日次での売買が可能、③取引所上場基準の下での情報開示・ガバナンスの向上といった点が挙げられる。

一方、留意点としては、これらは上場商品であり、その売買価格は市場で売り買いがマッチすることにより決定されるため、その価格がファンドの NAV（純資産価値）から乖離してしまうことが挙げられる。ファンドによっては取引所価格が NAV を一定程度下回った場合、ファンドに NAV での買取を請求することを認めた条項（バイ・バック条項）を導入するケースも見られるが、投資家は取引所での流動性等も十分に考慮した上で投資を行うことが望まれる。

第7章 ヘッジファンド規制に関する最新の議論の動向

第3章でも触れたように、機関投資家等によるヘッジファンド投資が活発化する中、ヘッジファンドの資産運用界における影響力が無視できないものとなりつつある。政府・当局の間では、1998年のLTCM危機をきっかけにして金融資本市場の安定性確保や投資家保護の観点からヘッジファンド規制を巡る議論が活発になり（詳細は第5章を参照）、最近はそれに反応する形で業界団体も積極的に議論に参画している。第7章で整理した主要国の規制実態についても今後何らかの見直しが行われる可能性がある。そこで第8章では、今後の議論の方向性を考察する際に有用となる国際的な政策議論の動向等について整理・分析を行なう。

【図表 7-1】ヘッジファンド規制に関する議論を行っている主な政府・当局

金融安定化フォーラム FSF：Financial Stability Forum	LTCM危機を受け、1999年2月にボンにおけるG7財務省・中央銀行総裁会議にて設立が決定された政策フォーラム。各国の財務省、中央銀行、金融監督当局間の国際協力強化を通じた金融の安定と市場機能の改善、システミック・リスクの減殺を目的としている。
証券監督者国際機構 IOSCO：International Organization of Securities Commissions	世界の証券監督当局や証券取引所等によって構成される国際機関。米州証券監督者協会（Interamerican Association of Securities Commissions）を改名し、1986年に現在の名称になった。公正かつ効率的な証券市場の育成・整備を目的とし、証券監督に関する原則・指針等の国際的なルールの策定等を行なっている。1998年のLTCM危機以降、「投資管理に関する委員会」（IOSCO理事会の下に設けられている常設専門委員会）にてヘッジファンドに係る議論を行っている。
【アメリカ】 大統領ワーキンググループ （金融市場作業部会） PWG：President's Working Group on Financial Market	アメリカ大統領の直属機関。財務長官を議長とし、財務省、FRB、SEC（証券取引委員会）、CFTC（商品先物取引委員会）により構成される。LTCM危機後に報告書を発表したほか、2007年9月には、当該部会の下に運用担当者と投資家が別々に参加する2種類の民間委員会を設置して、ヘッジファンドの情報開示やリスク管理の改善策の協議を進めている。

【図表 7-2】 ヘッジファンド規制を巡る議論において注目すべき主な業界団体

[イギリス] HFWG; Hedge Fund Working Group	FSFがヘッジファンドに関する市場規律強化の必要性を提言（2007年5月）したことを受け、2007年6月に大手ヘッジファンドマネージャー14社（うち12社はイギリスに拠点をおく）の幹部が組織した作業部会。会長は、ラージ元英中銀イングランド銀行副総裁。AIMAからもオブザーバーが出席している。2008年1月に、ヘッジファンドが守るべき行動規範を策定した。
[イギリス] HFSB; Hedge Fund Standards Board Ltd	HFWGの自主行動規範を管理する機関。
[アメリカ] MFA; Managed Funds Association	1991年に設立されたオルタナティブ投資運用の業界団体。アメリカを中心に世界に1300以上の会員を有する。PWGにおけるヘッジファンド議論を受けて自主的に行動規範を策定した他、アメリカ政府へのロビー活動も積極的に行っている。
AIMA; Alternative Investment Management Association	1990年に設立された世界のオルタナティブ投資運用業界を代表する非営利団体。世界の業界に対する理解を深め、業界の成長を促進することを目的とする。業界情報の発信や、市場関係者に対する啓蒙活動を行っている。

第1節 金融安定化フォーラム

金融安定化フォーラム（Financial Stability Forum：FSF）は、7ヶ国財務大臣・中央銀行総裁会議のイニシアティブで1999年に設置された政策フォーラムであり、主要国の金融監督当局者¹⁸⁵によって組織されている。

1. 7ヶ国財務大臣・中央銀行総裁会議

2007年2月にドイツで開催された7ヶ国財務大臣・中央銀行総裁会議において、ヘッジファンドに関する議論が議題として取り上げられ注目された。声明文¹⁸⁶においては、ヘッジファンドを含む先端金融技術の隆盛が金融システムの効率性に大きく貢献しているとの認識を示しつつも、ヘッジファンドの活動に伴う潜在的なシステム・リスク及びオペレーショナル・リスクの評価が一層複雑・困難化しており、ヘッジファンド業界及び商品の急速な成長を踏まえ、警戒が必要であるとの認識が示された。またヘッジファンドを巡る問題について、より深く探求するために民間部門との意見交換を行う一方、FSFに対して高レバレッジ機関（Highly Leveraged Institutions：HLIs）に関する2000年報告（以下、2000年報告）¹⁸⁷を今日の状況を踏まえて改訂するよう要請した。

¹⁸⁵ 日本からは財務省、金融庁、日本銀行が参加している。

¹⁸⁶ 声明文は、次のURLに掲載されている。<http://www.g7.utoronto.ca/finance/fm070210.pdf>

¹⁸⁷ FSF, Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions, April 2000を指すが、同報告書はアジア通貨危機やLTCMの破綻に端を発した一連の混乱を踏まえてFSFによって作成されたものである。

2. FSF 報告

7ヶ国財務大臣・中央銀行総裁会議の要請を受けた FSF は、2000 年報告の改訂作業を行い、2007 年 5 月に行われたサミット財務大臣会合¹⁸⁸に改訂版（以下、改定報告）¹⁸⁹を提出した。

（1）改訂報告の概要

改訂報告は、2000 年報告以降の HLI 業界における変化について述べている。改訂報告は、ヘッジファンドの活動が急激に拡大し、取引シェアを伸ばしている点を指摘した上で、2006 年にはヘッジファンドビジネスが投資銀行収入全体の 15－20%を占めているという推計を紹介し、主要仲介業者における取引金額ないし取引収入をヘッジファンドが増大させている点を強調している¹⁹⁰。また主要仲介業者及びヘッジファンドのリスク管理能力は LTCM 危機当時と比べれば格段に向上したとしながらも、ヘッジファンドが生じさせるシステムミック・リスクについて、十分なストレステストが行われておらず、ストレス時における相互作用、ボラティリティ、流動性は不確実なまとなっており、ヘッジファンド投資を行っている者は、それらのシステムミック・リスクについて高いエクスポージャーを有していると指摘している¹⁹¹。

改訂報告は近年の変化に鑑み、市場規律を一段と強化する重要性が増しているとの認識に立ち、以下の 5 項目を提言している¹⁹²。

- ① 監督当局は、主要金融機関が取引相手に対するリスク管理を継続的に強化していけるよう方策を講じるべきである。
- ② 監督当局は、主要金融機関が市場流動性の低下に対する抵抗力を強化できるよう、主要金融機関と協働すべきである。
- ③ 監督当局は、主要金融機関のヘッジファンドに対するエクスポージャーについて、システマチック且つ継続的なデータを整備することが、現在の監督活動をどの程度補完するかを検討すべきである。
- ④ ヘッジファンドのカウンターパーティー及び投資家は、資産配分に関する正確且つタイムリーな評価やリスク情報を入手する等、市場規律を高めるよう行動すべきである。
- ⑤ 世界のヘッジファンド業界は、公的セクター及び民間セクターの期待に照らし合わせながら、既存の投資マネージャーの業務慣行を見直し、改善すべきである。

¹⁸⁸ 2007 年 6 月の G8 首脳会議（G8 サミット）の準備会合の位置付けで開催されている。

¹⁸⁹ FSF, “Update of FSF Report on Highly Leveraged Institutions,” May 2007.

¹⁹⁰ *supra* note 189, p.8.

¹⁹¹ *supra* note 189, p.9-10.

¹⁹² *supra* note 189, p.5-7.

この改訂報告はサミット財務大臣会合において支持され、提言内容が実行に移されることとなった。またサミット財務大臣会合は、FSF に対して提言の履行状況を 2007 年 10 月以降に報告するよう要請した¹⁹³。同年 6 月にドイツで開催された G8 首脳会議においても同様に FSF の提言に対する支持が表明され、FSF のその後の報告に対する期待が示された¹⁹⁴。

(2) 追加報告の概要

FSF は、サミット財務大臣会合及び G8 首脳会議における改訂報告への支持表明、及び提言の履行状況に関する報告要請を踏まえ、2007 年 10 月に追加の報告（以下、追加報告）¹⁹⁵を公表している。

まず提言①及び②に関しては、監督当局はインタビューを通じて主要金融機関のリスク管理状況の把握・検証を進展させたとし、その履行状況に一定の評価を示した上で、今後は以下の様な各論について掘り下げて議論をする段階にあるとしている。

- ・ 上級経営陣によるリスク管理手続の監視
- ・ 複雑なエクスポージャーを把握する為のモデルないし方法
- ・ ストレステストを実施する体制
- ・ テールリスク¹⁹⁶に関するエクスポージャー、類似のリスク要因に関するエクスポージャー、流動性リスクの計測
- ・ 個々のリスク要因や取引相手のリスクを統合して、企業全体のエクスポージャーを把握する能力
- ・ ストレスシナリオを考慮した、支払余力や受忍限度
- ・ 一貫した手続の運営

また、提言③についてはワーキンググループのレベルでデータの入手可能性に関する議論を行なっている段階であると報告している。

提言④及び⑤については、後述するヘッジファンドワーキンググループ（Hedge Fund Working Group）が公表した報告書の内容に沿ったものとなっている。

¹⁹³ 声明文は、次の URL に掲載されている。

<http://www.g8.utoronto.ca/finance/g8finance-statement.pdf>

¹⁹⁴ 議長声明文は、以下の URL に掲載されている。

http://www.g-8.de/Content/EN/Artikel/_g8-summit/anlagen/chairs-summary,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/chairs-summary

¹⁹⁵ FSF, Progress in Implementing the Recommendations of the FSF Update report on Highly Leveraged Institutions, October 2007.

¹⁹⁶ 確率は低いものの、極端な損失が発現するリスク。

第2節 IOSCO

証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions：IOSCO）は、1974年に発足した米州証券監督者協会（Interamerican Association of Securities Commissions）を前身として1986年に現在の名称となった国際機関である。IOSCOでは証券監督上の様々なテーマに関する原理・原則を策定しており、各国の監督制度や監督姿勢に大きな影響を与えている¹⁹⁷。

IOSCO理事会の下に設けられている専門委員会は分野によって5つの常設委員会が組織されているが、投資管理に関する委員会（第5委員会、SC5）が2007年3月に「ヘッジファンドの資産評価に関する原則」に向けた市中協議文書¹⁹⁸を公表し、同11月には最終文書¹⁹⁹を公表している。また同じく第5委員会は、2007年4月にファンド・オブ・ヘッジファンズ（以下、FoHF）に関する問題提起を目的とした市中協議文書²⁰⁰も公表しており、注目されている。

1. ヘッジファンドの資産評価に関する原則

「ヘッジファンドの資産評価に関する原則」の最終文書（以下、最終文書）は、IOSCOがヘッジファンドの資産評価を注視する要因として、①世界の資本市場におけるヘッジファンドの重要性が増していること、②ヘッジファンドのポートフォリオ戦略や保有資産が複雑であること、③ヘッジファンドの金融商品としての評価が重要であること、④当事者間の利益相反が評価の困難性を高める可能性があること、⑤ヘッジファンドを構成する事業主体の適用法令がヘッジファンドの構造に影響を与えること、の5点を指摘している²⁰¹。

最終文書は、このような認識を前提に、ヘッジファンド運営者²⁰²が留意すべき以下の9つの原則を定めている。

¹⁹⁷ バーゼル銀行監督委員会のそれと異なり、IOSCOが策定する原理・原則は、各国の監督当局を法的拘束するものではないが、各国に監督上の指針やガイドラインを示す性格のものであると理解されており、各国の制度にも影響を与えている。例えば証券会社等の顧客に対する誠実義務（金商法第36条）は、IOSCOが1990年に提起した行為規範原則を取り込んだものである。IOSCOが言う誠実義務は、どちらかというと英米法上の信認関係論ないし看板理論を根拠としている概念に近いが、日本では従来、判例及び学説によって民事上、契約上の付随義務、契約締結上の過失、不法行為、等の概念で捉えられていた領域である。

¹⁹⁸ IOSCO, “Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolios (Consultation Report),” March 2007.

¹⁹⁹ IOSCO, “Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolios (Final Report),” November 2007.

²⁰⁰ IOSCO, “Call for Views on issue that could be Addressed by IOSCO on Funds of Hedge Funds (Consultation Report),” April 2007.

²⁰¹ *supra* note 199, p.8-11.

²⁰² 最終文書では、ファンドのジェネラルパートナーや取締役会等、実質的ファンド運営者を *Governing Body* と読んでいるが、ここではヘッジファンド運営者と訳す。

- ① 包括的且つ文書化された資産評価の方針及び手続を確立する。
- ② 評価方針には、保有する全ての金融商品について、タイプ別に評価手法を明記する。
- ③ 保有する金融商品は、特定の評価方針及び手続に従って、継続的に評価がなされなければならない。
- ④ 評価方針及び手続は定期的に見直しを行い、妥当性を維持する。
- ⑤ 評価方針及び手続の採択又は見直しは、ヘッジファンド運営者の高度な独立性を確保した上で、実施しなければならない。
- ⑥ 評価方針及び手続に沿って算出された値は、適切な独立性を確保した評価・検証が行われなければならない（特に投資マネージャーの影響を受けやすい値の評価について）。
- ⑦ 評価方針及び手続には、評価方針と異なる評価が行われた場合（独立した者が行った場合も含む）の対応方法を記載すべきである。
- ⑧ ファンド運営者は、評価業務を行なわせるために指名した第三者について、契約前及び継続的にデューデリジェンスを行うべきである。
- ⑨ 資産評価に関する取り決めは、投資家に対して透明性を有するべきである。

2. FoHF に関する問題提起

FoHF に関する問題提起を目的とした市中協議文書（以下、FoHF 協議文書）は、冒頭で、FoHF の規模が急速に拡大していること、FoHF がオルタナティブ投資に個人投資家の資金を呼び込むための有力な手段となっていること、等から各国の間には FoHF 規制の問題が優先的に取扱われるべきとの共通認識があると述べている²⁰³。このような認識は 2003 年 2 月に公表された報告²⁰⁴の中でも既に示されており、FoHF については、①投資先ファンドに関する情報収集とその選定方法、②投資先ファンドに対するデューデリジェンス、③投資先ファンドの多様性、④手数料の重複賦課、⑤投資先ファンドのオーバーレイを行う（FoHF が全体のポートフォリオ管理の観点から投資先ヘッジファンド以外のポジションを独自に保有する）際の情報開示、という FoHF 特有の論点が指摘されていた。

FoHF 協議文書は、以上を踏まえ、FoHF 規制に関する事項、FoHF の投資マネージャーとそのデューデリジェンスに関する事項について、関係者への問題提起（質問）をしている。その概要は次の通りである。

【FoHF の規制に関する事項】

- ・ 情報開示規制のあり方 : FoHF の運営者によるリスクの監視について、どのような情報開示基準を設けるべきか？ FoHF の投資戦略（投資先ファンドの戦略も含む）について、どのような情報開示基準を設けるべきか？
- ・ 販売後の投資家に対する情報開示の内容、及びその頻度 : FoHF の投資家に対してどのような継続開示を行うべきか？
- ・ 組入ファンドの選定基準のあり方 : ルール・ベース²⁰⁵を採用する場合、FoHF に組み入れるファンドについてどのような基準を設けることが適当又は必要か？プリン

²⁰³ supra note 200, p.2.

²⁰⁴ IOSCO, “Regulatory and Investor Protection Issue Arising from the Participation by Retail Investors in (Funds-of) Hedge Funds,” February 2003.

²⁰⁵ 政策を通じて達成しようとする結果を、詳細な規則を制定することにより実現する手法。ファンド側にとっては、何をすべきか（してはいけない）が分かりやすい反面、経営の自由度は限られる。

シブル・ベース²⁰⁶を採用する場合は、監督当局は FoHF の投資マネージャーのデューデリジェンス手続について何を考慮すべきか（監督当局はどのような方法で関わるべきか）？またどのような場合に適格と判断すべきか？

- ・ 運用成績に関する情報開示のあり方：監督当局は、FoHF が目標成績を設定することどのように考えるべきか（特に、特定のインデックスをベンチマークとして採用するような目標設定の場合）？
- ・ 手数料、及びコストの規制のあり方：FoHF の経費構造が重疊的となる可能性に鑑み、監督当局は手数料問題をどのように取扱うべきか？FoHF と投資先ファンドとの間に手数料共有契約が存在する場合の利益相反問題に対して監督当局はどのように対応すべきか？
- ・ 分散投資等の投資制限のあり方：FoHF のオーバーレイ（FoHF が全体のポートフォリオ管理の観点から投資先ヘッジファンド以外のポジションを独自に保有すること）について制限や条件が必要か？必要であるとすればどのような内容か？FoHF の分散投資や集中投資について何らかの最低基準を設けるべきか？設けるとすればどのような内容か？
- ・ ロックアップ期間、及び流動性のあり方：FoHF の投資マネージャーに解約請求に応じるための手段を備えることを要求していくべきか？
- ・ 資産評価のあり方：FoHF に組み入れられているファンドの資産評価を頻繁に行うように求めることは、適切か？適切であるとすれば、どのくらいの頻度が望ましいか？FoHF と組入ファンドの資産評価の時期が違うことを、どのように取り扱えばいいか？FoHF の投資マネージャーは、組入ファンドの資産額計算をどのようにデューデリジェンスすべきか？
- ・ レバレッジ運用に関する規制のあり方：FoHF に対してレバレッジ規制は必要か？
- ・ 個人投資家に対する販売のあり方：個人投資家への販売勧誘についてどのような規則が必要か？

【FoHF の投資マネージャーとそのデューデリジェンスに関する事項】

- ・ 組入ファンドのデューデリジェンスのあり方：FoHF の投資マネージャーが行う組入ファンドのデューデリジェンスにはどのような基準が策定できるか？
- ・ 組入ファンドの透明性のあり方：適切なデューデリジェンスを行うためには、組入ファンドの透明性はどの程度必要か？
- ・ サイドレター²⁰⁷が投資マネージャーや投資家に与える影響：サイドレターは新たな問題を生じさせるか？生じさせるとすればどのような対応が必要か？
- ・ 外部委託のあり方：どのような業務が外部に委託されることが多いのか？特定の外部委託を禁止する必要があるか？

²⁰⁶ 政策を通じて達成しようとする結果を「基本原則（プリンシプル）」として示し、その結果を達成する方法は各主体に任せる手法。各ファンドは、実効性のある方法を選択・実行する責任を負うと同時に、結果が達成される限りで経営の自由が認められる。

²⁰⁷ ヘッジファンドと特定の投資家との間で締結される特約のことである（特定の時期に解約できる権利を認める等）。

第3節 業界の対応

国際的な諮問機関である FSF と国際機関 IOSCO における議論等を背景としつつ、市場関係者等の間でも検討が行なわれていることから、注目に値する議論の概要を整理する。ここでは Hedge Fund Working Group (HFWG) と Managed Funds Association (MFA) が公表している提言、行動規範を取り上げるが、業界における自主規律を促進し、市場や関係当局が示している懸念等に対応しようとする内容が中心となっている。

またヘッジファンドを含むオルタナティブ投資に関係する市場関係者らが組織する Alternative Investment Management Association (AIMA) も様々な啓蒙・ロビー活動を行っており、例えばデューデリジェンスのサンプル質問表を示す等の方法で、市場規律を促している²⁰⁸。

こうした業界団体の活動には、政府・当局による規制強化を牽制する目的があるとの見方が強いが、政府・当局側もこうした活動を歓迎しており、2007 年 10 月に開催された 7 ヶ国財務大臣・中央銀行総裁会議の声明文²⁰⁹においても、歓迎の意が表されている。

1. Hedge Fund Working Group

Hedge Fund Working Group (HFWG) は、FSF の提言（2007 年 5 月）を受けて 2007 年 6 月にイギリスの投資マネージャーの経営者を中心として組織された作業部会である²¹⁰。市場規律を通じたヘッジファンド業界の発展を実現するため、2007 年 10 月に投資マネージャーの行動規範に関する市中協議文書²¹¹を公表し、2008 年 3 月に最終報告書²¹²として取りまとめた。HFWG が策定した自主行動規範のポイントは、以下の通りである。

²⁰⁸ AIMA の発表物としては、“AIMA’s Illustrative Questionnaires for Due Diligence”, “AIMA Guide to Sound Practices for European Hedge Fund Managers”, “AIMA’s Guide to Sound Practices for Hedge Fund Valuation”, “AIMA’s Offshore Alternative Fund Director’s Guide”, “AIMA Guidance Notes: Market Ethics” 等がある。これらは、実践的かつ詳細な指針であり、会員以外には公表されていないものもあることから、内容についてはここでは取り上げない。

²⁰⁹ 声明文は、次の URL に掲載されている。 http://www.mof.go.jp/english/if/g7_071019.pdf

²¹⁰ 大手投資マネージャー14社の幹部で構成される。会長は、ラージ元英中銀イングランド銀行総裁。AIMA からオブザーバーが出席している。

²¹¹ HFWG, “Hedge Fund Standards: Consultation Paper PART 1: Approach to best practice in context,” October 2007 ならびに HFWG, “Hedge Fund Standards: Consultation Paper PART 2: The best practice standards,” October 2007.

²¹² HFWG, “Hedge Fund Standards: Final Report,” January 2008.

① 情報開示

項目	論点	提言
投資方針の開示	投資マネージャーは投資方針及び投資に係るリスクを十分詳細に説明しているか？	・ 投資家が十分な情報に基づく投資判断をできるよう、投資方針及びリスクについて、適切なレベルの情報開示・説明を行うべきである。
取引条件の開示	投資マネージャーは投資家に対して適切な取引条件の開示を行っているか？	・ 手数料やロックアップ条項等の取引条件について、募集資料等に十分詳細且つ目立つように開示すべきである。 ・ サイドレター発行時には、他の投資家にもその存在を開示すべきである。
パフォーマンス評価	投資マネージャーは自らのパフォーマンス計算方法の頑健性について十分な開示を行っているか？	・ 価格評価が困難な資産の割合やその評価方法、サイドポケット ²¹³ の利用等、パフォーマンス計算方法の頑健性に影響を与える事項について示すべきである。
信用供与者／ブライムブローカー／ディーラーに対する開示	投資マネージャーはリスクの適切性を評価するのに十分な情報を信用供与者に提供しているか？	・ 取引相手がファンドのリスク評価を行うのに十分な情報を提供すべきである。

② 評価（Valuation）

項目	論点	提言
評価と資産管理機能の分離	投資マネージャーは潜在的な利益相反を適切に軽減させ、評価プロセスに関する重要な情報を投資家に提供しているか？	・ 資産評価は、独立した第三者機関に任せるか、運用部門とは分離された内部の評価部門で行うべきである。 ・ 投資家の要求に基づいて、資産評価のプロセス・手順・統制を記した「評価政策規定（Valuation Policy Document）」を開示すべきである。
評価が困難な資産	投資マネージャーは信頼できる市場データが存在しない資産の評価について努力を怠っていないか？	・ 価格評価が困難な資産について一貫性がある評価方法を有するべきである。 ・ サイドポケットを用いる場合は、特段の統制メカニズムを設けるべきである（総資産に占めるサイドポケットの上限割合を明文化する、損益が発生するまではサイドポケットの投資に対して成功報酬を発生させない、等）。 ・ 価格評価が困難な資産の割合、内部価格モデルや価格推定の前提条件を開示すべきである。

²¹³ 別勘定、別ポートフォリオの意。流動性の低い資産に投資を行う際に用いられる、投資家からの解約請求に応じないファンド資産。サイドポケットに入れられた流動性の低い運用資産は、売却等によって収益が発生した時点で本体のファンドに戻され、その利益を計上するという仕組みになっている。

③ 健全性とリスク

項目	論点	提言
リスクのフレームワーク	投資マネージャーは既に一貫性のあるフレームワークを有し、自らのリスク管理アプローチを適切に開示しているか？	リスク管理のための統治構造、報告系統、責任・コントロールのメカニズムを規定し、文書で説明すべきである。
ポートフォリオ・リスク ²¹⁴	HF はポートフォリオリスクを適切に監視しているか？	- 市場流動性や取引相手の信用リスクを評価するため、適切なリスク計測手法を取り入れるべきである。特に想定外の事態やストレス時については、市場と流動性リスク、資産価格の関係を含め、特段の注意が払われるべきである。 - 投資方針やリスク管理アプローチを文書で説明すべきである。リスク計測の結果については、年次（あるいは四半期）で報告すべきである。
オペレーショナル・リスク ²¹⁵	HF は適切なオペレーショナル・リスク管理をしているか？	- 内部統制の機能停止を防ぐため、取引と執行、不正・金融犯罪の防止、災害復旧、情報セキュリティ、法律・規制リスクに関して、適切な統治メカニズムと手続を定めるべきである。 - オペレーショナル・リスク管理の手続や統制の概要を開示し、投資家や信用供与者に安心を与えると共に、デューデリジェンスに資するべきである。
アウトソーシング・リスク ²¹⁶	投資マネージャーは外部委託先の選定に際して十分な注意を払い、適切なデューデリジェンスを行っているか？	- 外部委託先の選定前に注意深いデューデリジェンスを行うべきである。 - 活用する第三者機関に関する情報（名前や関係等）を投資家に開示すべきである。

④ ガバナンス

項目	論点	提言
ファンド・ガバナンス	投資マネージャーは、自分達自身と投資家との間の潜在的な利益相反を統制するための十分なメカニズムや仕組みを有しているか？	- ファンド・ガバナンスの構造が利益相反を回避するための適切な仕組みを有しているか評価をすべきである。また、与えられた役割を果たしうる十分な経験をもつ者を採用すべきである。但し、これらの原則は個々のファンドの実態（投資家の性質や HF の大きさ等）に沿ったものであることが必要である。 - ガバナンス機関に対してファンドの実態に沿った適切なプロセスを助言すべきである。

²¹⁴ 資産運用による損失発生リスク。supra note 212, p.57-63.

²¹⁵ 内部統制やシステムの機能停止による損失発生リスク。supra note 212, p.64-69.

²¹⁶ 第三者機関によるサービスが滞るリスク。supra note 212, p.69-71.

⑤ アクティビズム

項目	論点	提言
市場阻害行為	投資マネージャーは市場阻害行為に関して適用される法令を遵守しているか？	・ 最低限、市場阻害行為規制に対する違反を発見・調査・予防する為の内部コンプライアンス体制を構築し、その存在を投資家に開示すべきである。
株主行動：所有株式の委任投票	投資マネージャーは資本市場において重要な参加者となっているが、投資家の最善の利益に沿った株主行動を取っているか？	・ 投資家が委任投票の手順を評価できるよう、委任投票方針を策定すべきである。
株主行動：デリバティブポジションの開示	投資マネージャーは企業に対するポジション開示を避ける為にデリバティブを用いているのか？ HF は、企業の株式を保有していることを開示すべきか？	・ 企業には、誰が株主で投票権を有しているのかを知る権利がある。 ・ 監督当局は、ヘッジファンドを含む全ての投資家が企業に対して情報開示を行うよう、体制を整えるべきである。
株主行動：借株の投票	HF が議決権を行使するために借株を保有することは適切か？	・ 借株の議決権行使等の株主行動を取ることは適切でない。

なお、今後は、この自主行動規範を管理する機関として **Hedge Fund Standards Board Ltd (HFSB)** が設置され、規範の見直しや実践情報の確認、AIMA やアメリカの大統領ワーキンググループとの連携促進が図られることになっている。

2. Managed Funds Association

Managed Funds Association (MFA) は、1991 年に設立されたオルタナティブ資産運用の業界団体である。アメリカを中心に世界中に会員を有する。

2007 年 11 月に投資マネージャーの為の行動規範を公表しており、以下の 7 つの分野について勧告を行っている²¹⁷。論点の取扱い方に差異はあるもの、HFWG の提言と類似点が多い。

- ① 投資マネージャーが構築すべき経営管理、内部取引、IT 統制に関する勧告
- ② 投資家に対する責任と投資マネージャーがこの責任に対応するために求められる行動に関する勧告
- ③ NAV（資産、負債）の定義、資産評価の方針と手続に関する勧告
- ④ 投資マネージャーのリスク方針を保証するためのリスク評価及びリスク管理に関する勧告
- ⑤ 規制による統制と投資家へのコンプライアンスに関する勧告
- ⑥ 投資マネージャーと取引機関との関係を規律する為の、取引関係、モニタリング、文書化方針も含む情報開示、最良執行等に関する勧告
- ⑦ 事業の継続性、災害復旧、危機管理に関する勧告

²¹⁷ MFA, “Sound Practices for Hedge Fund Managers,” November 2007.

図表一覧

【図表 1-1】ヘッジファンド運用資産残高の推移.....	8
【図表 1-2】ヘッジファンドと伝統的資産のリスク・リターン比較.....	9
【図表 1-3】ヘッジファンドの特徴と伝統的資産との相違.....	12
【図表 1-4】機関投資家のヘッジファンド投資に対する期待.....	13
【図表 1-5】主要当局によるヘッジファンドに対する見解 (IOSCO によるアンケート調査) ..	17
【図表 1-6】業界団体、学会等によるヘッジファンドの見解・定義.....	18
【図表 2-1】ヘッジファンドの基本的なスキームとプレーヤ.....	19
【図表 2-2】ビークルの所在地別割合.....	20
【図表 2-3】投資マネージャーの所在地別割合.....	20
【図表 2-4】設定されたヘッジファンドの募集形態.....	23
【図表 2-5】販売されたヘッジファンドの募集形態.....	23
【図表 2-6】ヘッジファンドの解約サイクル.....	24
【図表 2-7】ヘッジファンドのロックアップ期間.....	25
【図表 2-8】投資戦略のトレンド推移.....	34
【図表 2-9】HFRX Indices の推移.....	36
【図表 2-10】Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index の推移.....	37
【図表 3-1】ヘッジファンド運用資産残高の推移（再掲）.....	41
【図表 3-2】ヘッジファンド市場への資金フローと累積流入額の推移.....	43
【図表 3-3】ヘッジファンド総数の推移.....	44
【図表 3-4】ヘッジファンドの新設・清算本数の推移.....	45
【図表 3-5】ビークルの所在地別割合（再掲）.....	46
【図表 3-6】投資マネージャーの所在地別割合（再掲）.....	47
【図表 3-7】投資マネージャーによる運用資産残高の地域別割合.....	48
【図表 3-8】ヘッジファンド投資の資金源.....	49
【図表 3-9】年度別の設定本数及び設定金額の推移.....	50
【図表 3-10】設定ヘッジファンドの所在国別金額の割合.....	51
【図表 3-11】金融機関によるヘッジファンド投資残高及び投資実施金融機関数.....	52
【図表 3-12】金融機関によるヘッジファンド投資の実施状況.....	53
【図表 3-13】金融機関業態別のヘッジファンド投資残高割合.....	54
【図表 3-14】ヘッジファンド投資規模別の金融機関数.....	55
【図表 3-15】ヘッジファンド投資実施金融法人における資産 (B/S) 全体に占める投資比率..	55
【図表 3-16】金融法人のヘッジファンド投資に対する懸念.....	56
【図表 3-17】金融法人がヘッジファンド投資を予定しない理由.....	56
【図表 3-18】金融法人が新 BIS 規制の影響により投資を懸念しているオルタナティブ商品..	57
【図表 3-19】金融法人が今後投資を検討しているオルタナティブ商品.....	58
【図表 3-20】金融法人が新 BIS 規制の影響により解約したオルタナティブ商品.....	58
【図表 3-21】年金基金の資産構成割合.....	59
【図表 3-22】年金基金によるヘッジファンド投資の実施状況.....	60
【図表 3-23】ヘッジファンド投資実施年金基金における資産全体に占める投資比率....	60
【図表 3-24】年金基金のヘッジファンド投資に対する期待.....	61
【図表 3-25】年金基金がヘッジファンド投資に期待するリターン水準.....	61

【図表 3-26】 年金基金のヘッジファンド投資に対する懸念	61
【図表 3-27】 金融機関による年度別ヘッジファンド販売金額の推移	62
【図表 3-28】 ヘッジファンド販売対象の業態別割合	63
【図表 3-29】 ヘッジファンド業態別販売状況の推移	63
【図表 3-30】 販売されたヘッジファンドの設定国（2004 年度）	64
【図表 3-31】 販売されたヘッジファンドの設定国（2005 年度）	65
【図表 4-1】 世界の主な投資マネージャー	67
【図表 4-2】 日本の主な投資マネージャー	76
【図表 5-1】 アメリカにおけるサブプライム問題と損失見込み	92
【図表 5-2】 サブプライム問題による主要金融機関の損失内容	92
【図表 5-3】 転換社債市場の「割安度」の推移	98
【図表 6-1】 各ファンドの上場目的	105
【図表 7-1】 ヘッジファンド規制に関する議論を行っている主な政府・当局	106
【図表 7-2】 ヘッジファンド規制を巡る議論において注目すべき主な業界団体	107