

# 個人投資家層に広がるヘッジファンド投資

米国を中心にヘッジファンド投資家層の拡大が進んでいる。株価下落の中で絶対リターンの獲得を目指すヘッジファンドの投資技術が認知・評価されてきたこと、大手金融機関がファンド・オブ・ファンズの販売代理人となったり、ヘッジファンドの投資戦略を採用する投資信託を組成したりすることで、従来以上に幅広い投資家層にヘッジファンド関連商品が販売されるようになってきていることが背景である。

本稿では、ヘッジファンド業界の直近動向、大手金融機関による顧客へのヘッジファンド関連商品の販売への取り組みとわが国への影響について概観する。

## 1. 市場情報の把握が容易になったヘッジファンド業界

### 1) 個人投資家にとってのヘッジファンド

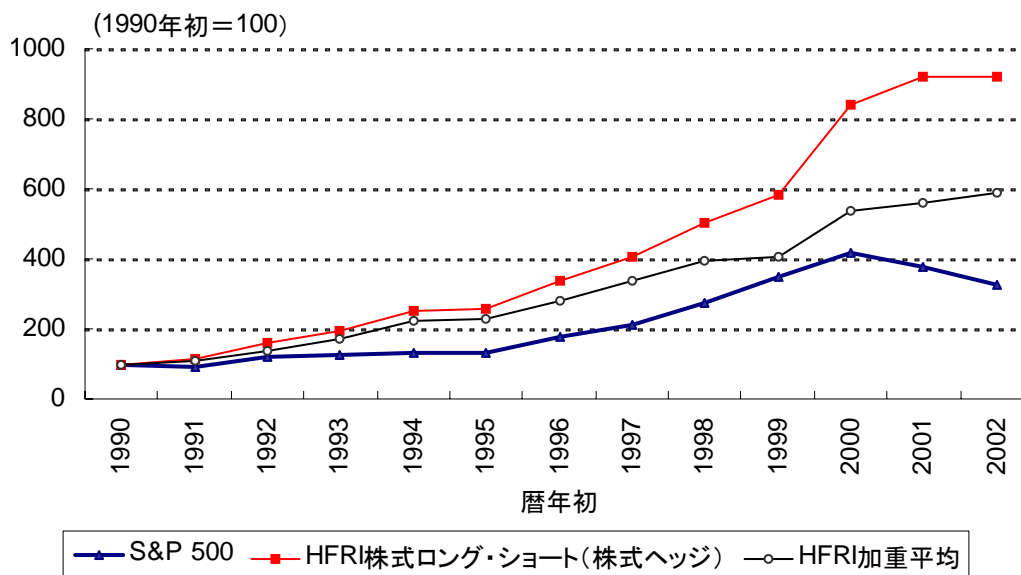
ヘッジファンドには、正式な定義があるわけではないが、本稿では、ヘッジファンド・リサーチ社にならい<sup>1</sup>、各種のオルタナティブ（代替的）投資戦略を活用して、①流動性のある資産およびそれに準ずる資産を対象とし、②私募による非登録の投資プールで資産運用する投資ファンド全般を指すものとする。ヘッジファンドの存在が注目されはじめた90年代前半のイメージとは異なり、デリバティブ（金融派生商品）やレバレッジ（負債性資金を活用して資本・純資産のリターンを高めようとする）をあまり用いないヘッジファンドもあると言われているが、多くのヘッジファンド・マネージャーは、空売り（ショート・セリング）やデリバティブを活用している。最近のヘッジファンド業界を理解するためには、互いにまったく関連性のない投資戦略を採用するファンドが、さまざまに混在していることを認識することが必要である。

個人投資家にとってのヘッジファンド投資の意義は、基本的に、①相場の動きに左右されない「絶対リターン」の獲得、②他のアセットとの相関が低いことによる資産運用全体の効率化、の2点に集約されよう。特に、絶対リターンの点については、90年代の米国株式市場のような長い上昇相場の中で、ヘッジファンドが平均で主要株価指数をも上回るリターンをあげたこと、さらに2000年以降の株価下落局面においても安定的な成績をあげた

<sup>1</sup> ジョセフ・ニコラス（今井激監訳／藤井真人訳）「ヘッジファンドのすべて」（東洋経済新報社）、同（三菱信託銀行受託財産運用部門訳）「マーケットニュートラルの世界～ヘッジファンドの投資戦略」（パンローリング）を参照。

ことから、かつてのリスクな投資手段というイメージから一転して、大きな人気を得る要因となっている（図表1）。

図表1 ヘッジファンドの長期的な収益性と米国株式市場

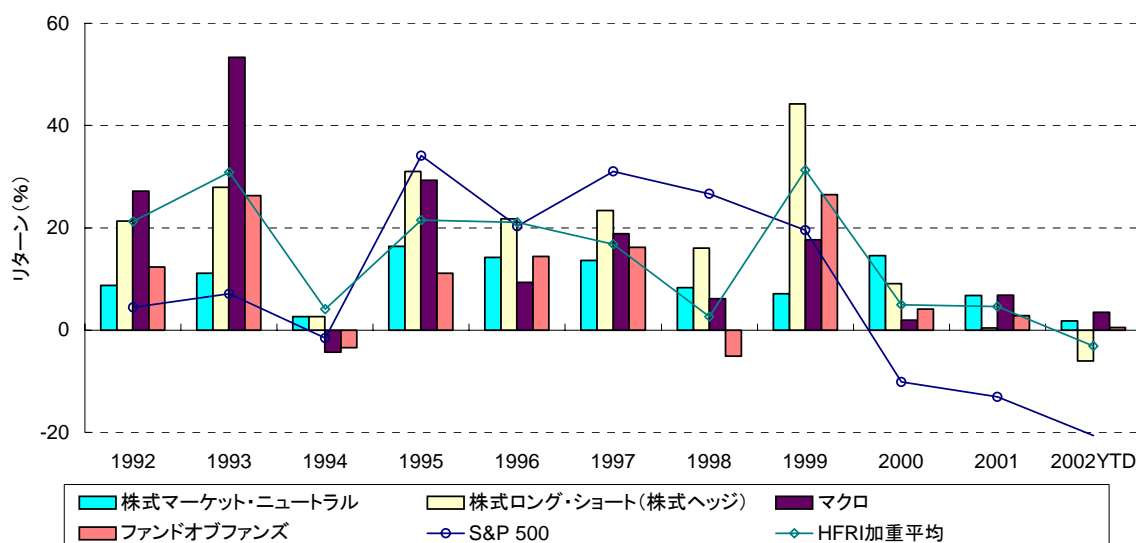


(注) HFRI インデックスは、後述のヘッジファンド・リサーチ社が開発したヘッジファンドの収益率指数。HFRI 加重平均は、すべての戦略を含めたヘッジファンド収益率のおよその平均を示す。HFRI 株式ロング・ショート (株式ヘッジ) 指数は、資産規模が大きく伝統的に個人投資家に人気がある株式ロング・ショート戦略 (核となる株式を買持ちし、株式オプションもしくは指数オプションのショート・セリングと両建てしてヘッジをかける手法) を採用するファンドの平均収益率を示す。

(出所) 野村総合研究所

一年ごとのリターンを見ると、最近3年余りの間、ヘッジファンドの平均収益率が株価指数を大きく上回ったことがわかる（図表2）。こうしたリターン状況を反映して、2002年に入ってもヘッジファンドへの資金流入は高水準で続いているが、今年に限ればヘッジファンドの平均収益率はマイナスであり、収益の振幅の少ないファンド・オブ・ファンズ商品が注目を集める要因になっていると考えられる。

図表2 主要戦略別に見たヘッジファンドの年次リターン推移



(注) 2002年のリターンは年初から7月末まで

(出所) ヘッジファンド・リサーチ社資料より野村総合研究所作成

歴史的には、米国において個人投資家によるヘッジファンド投資は、実は目新しいものではない。むしろ、多くのヘッジファンドの誕生と資産残高増大を支えたのは、ハイネットワースと呼ばれる超富裕層の個人投資家であったとされている。しかし、ヘッジファンドが、SECへの登録が免除されるようにした私募の投資スキームであり、少数の大口投資家のための運用に特化して情報開示を避けるようにしていたため、公開の情報や統計がほとんどなく、実態があまりわからなかったのである。

ちなみに、アメリカ国内で組成されるヘッジファンドでは、リミテッド・パートナーシップの形態をとるものが多いが、パートナーシップ持分のSEC登録を免除するためには、投資家の資格要件、投資家数の制限をクリアし、かつ投資家勧誘の方法などについて一定の条件を満たす必要がある。主な登録免除要件は、投資会社法第3条(c)(1)で、投資家はAccredited Investors (認定された投資家) 99名以下でなければならない、という制限である。Accredited Investorsとは、①過去2年間に年間20万ドル以上の所得があり、将来もそれが見込まれる、②配偶者との合算所得が年間30万ドル以上、③家屋・自動車を除く純資産総額が100万ドル以上のいずれかを満たすものである。また、1997年には、新たに投資会社法第3条(c)(7)の登録免除要件が追加された。これは、すべての投資家がQualified Purchasers (適格購入者) である場合には、その発行体を投資会社(投資信託)の定義からはずす、というものである。ここでQualified Purchasersとは、①500万ドル以上の投資を行っている自然人、②自己および他の適格購入者たちの勘定で2500万ドル以上の投資を裁量で行っているもの、などを指している。

## 2) 機関投資家への普及と市場情報の充実

90年代に入って、ヘッジファンドの投資手法と業績に関心を持ちはじめた年金等の機関投資家は、ヘッジファンド投資をオルタナティブ投資の一環として開始する一方で、運用会社に対して、詳細な運用内容や過去の成績について報告を求めるようになった。

また、ヘッジファンド市場の全体的な動きや金融市場への影響を測ろうと、資産規模や平均リターン、ファンド・マネージャーのプロフィールなどをまとめてデータベースを作成するといった、客観的な市場情報収集に取り組む会社がでてきた(図表3)。依然として、業界全体の正確な動向を示す公式な統計はなく、多くの場合、個別調査の積み上げや推計を活用しているものの、こうした調査機関のサービスによって、ヘッジファンドのマネージャーの履歴や戦略、平均リターン、資金流入の状況などが把握しやすくなったといえよう。

図表3 ヘッジファンド市場に関する主な調査・情報サービス会社

会社名	データベースのカバレッジ等
ヘッジファンド・リサーチ ( <a href="http://www.hfr.com/">http://www.hfr.com/</a> )	1,950本以上のファンドを調査。戦略別に全部で33種類のインデックス(HFRIインデックス)を毎月公表している。創業者のジョセフ・ニコラスは、ヘッジファンドに関して複数の著書も著わし、一部は日本語にも翻訳されている(脚注1参照)。
ヴァン・ヘッジファンド・アドバイザーズ・インターナショナル ( <a href="http://www.vanhedge.com/">http://www.vanhedge.com/</a> )	約5,000本のファンドを調査。(さらに約900本の中止・消滅したファンド情報も維持)
トレモント・アドバイザーズ ( <a href="http://www.tremontadvisers.com/">http://www.tremontadvisers.com/</a> )	2,600本以上のファンドを調査。オープンハイマー・ファンズ社の傘下にある。系列にタス・リサーチ社、ヘッジワールド社を持つ。クレディスイスと提携し、CSFB/トレモント・ヘッジファンド・インデックスを開発・発表している。
ヘネシー・ヘッジファンド・アドバイザーズ・グループ ( <a href="http://www.hedgefund.com/">http://www.hedgefund.com/</a> )	独立の専門コンサルティング会社。1987年にヘッジファンド指数を開発。ヘッジファンド・マネージャーのみならず、投資家に関するサーベイも行っている。
MAR/ヘッジ ( <a href="http://www.marhedge.com/">http://www.marhedge.com/</a> )	独立の出版・情報サービス会社。1,500本以上のヘッジファンドを定期的にフォローし、ニュースレターを発刊している。
フィナンシャル・リスク・マネジメント ( <a href="http://www.frmhedge.com/">http://www.frmhedge.com/</a> )	ロンドンに本社を持つ。ヘッジファンドの調査・データベース作成の他、ポートフォリオ構築の支援コンサルティングやファンド・オブ・ファンズの組成を行う。MSCI社のヘッジファンド・インデックス開発に対して、データおよび分析手法に関する協力をおこなった。
ユーレカヘッジ・アドバイザーズ ( <a href="http://monthly.eurekahedge.com/">http://monthly.eurekahedge.com/</a> )	シンガポール・香港に拠点をもち、アジアのヘッジファンドをカバーするデータベース、ディレクトリを持つ。ABNアムロと共同で、アジアを拠点とするヘッジファンドの収益インデックスを開発・発表している。

(出所) 野村総合研究所

例えば、ヘッジファンド専門調査・コンサルティング会社のひとつであるヴァン・ヘッジファンド・アドバイザーズ社の推計によれば、2001年のヘッジファンドの運用資産総額は、世界中で6,000億ドル(約72兆円)に達した模様であり、ファンド数は7,000本に達した。そのうち52.5%にあたる3,150億ドルが、米国籍のヘッジファンドである(図表4)。

ただし、一方でヘッジファンド・リサーチ社は、2002年第1四半期時点のヘッジファンド業界総資産は約5,592億ドルとするなど、業界全体の実像に関しては、いまだに機関によってまちまちである。

図表4 ヘッジファンド業界の規模（推計）

	グローバル		米国		オフショア	
	運用資産 (10億ドル)	ファンド数	運用資産 (10億ドル)	ファンド数	運用資産 (10億ドル)	ファンド数
1999	480	6,200	255	4,150	225	2,050
2000	520	6,500	280	4,250	240	2,250
2001	600	7,000	315	4,400	285	2,600

(出所) Van Hedge Fund Advisors International

また、インスティテューショナル・インベスターズ誌は、2002年6月に初めてヘッジファンド・マネージャー（運用会社）の資産規模ランキングを発表した（図表5）。さらに2002年7月、モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル（MSCI）は、フィナンシャル・リスク・マネジメント社の協力を得て、350本以上のヘッジファンドの収益に連動する新しい指数「MSCI Hedge Fund Composite Index」の顧客への提供を開始し、機関投資家を中心に注目を集めている。

図表5 ヘッジファンド運用会社上位20社（一部推計含む）

	ファンドマネジメント会社	所在都市 (州)	総資本 (百万ドル)	主要ファンド	純資産 (百万ドル)
1	ムーア・キャピタル・マネジメント	ニューヨーク	8,000	ムーア・グローバル・インベストメンツ	3,750
2	ファラロン・キャピタル・マネジメント	サンフランシスコ	7,794	ファラロン・キャピタル・オフショア	2,000
3	アンドール・キャピタル・マネジメント	スタムフォード(CT)	7,500	アンドール・テクノロジー・ファンド	3,600
3	マーベリック・キャピタル	ダラス(TX)	7,500	マーベリック・キャピタル	7,500
5	シタデル・インベストメント・グループ	シカゴ(IL)	7,150	ケンジントン・グローバル・ストラテジーズ	4,200
6	アンジェロ・ゴードン	ニューヨーク	7,000	ラファエル2	455
6	ソロス・ファンド・マネジメント	ニューヨーク	7,000	クオンタム基金	7,000
8	ピコー・キャピタル・マネジメント	ウエストポート(CT)	6,500	テレコム・メディア・オフショア	NA
9	オック・ジフ・キャピタル・マネジメント	ニューヨーク	6,050	OZ・マスター・ファンド	5,000
10	ルネッサンス・テクノロジー・グループ	イーストセタウケット(NY)	5,570	メダリオン	5,200
11	キャクストン	ニューヨーク	5,500	キャクストン・グローバル・インベストメンツ	2,600
12	HBKインベストメンツ	ダラス(TX)	5,491	HBKオフショア・ファンド	3,667
13	チルトン・インベストメント	スタムフォード(CT)	5,000	USストラテジー	3,500
13	デュークエス・キャピタル・マネジメント	ピッツバーグ(PA)	5,000	レパレジット	1,500
13	ESLインベストメンツ	グリニッチ(CT)	5,000	NA	NA
13	ハイフィールズ・キャピタル・マネジメント	ボストン(MA)	5,000	NA	NA
17	チューダー・インベストメント	ニューヨーク	4,946	チューダー・BVIグローバル・ファンド	2,109
18	ハイブリッジ・キャピタル・マネジメント	ニューヨーク	4,200	ハイブリッジ・キャピタル・コープ	3,858
19	ベリー・キャピタル	ニューヨーク	4,137	ベリー・パートナーズ・インターナショナル	2,400
20	マン・インベストメント・プロダクツ	ロンドン	4,000	マン-AHL・ディバースファイド・プログラム	4,000

注 CT:コネチカット州, TX:テキサス州, IL:イリノイ州, NY:ニューヨーク州, PA:ペンシルバニア州, MA:マサチューセッツ州  
(出所) “The Hedge Fund 100” Institutional Investor (2002年6月)

90年代後半には、米国内外の機関投資家の多くが、ヘッジファンド投資を手がけるようになった。例えば、米国最大の公的年金であるカルパース（カリフォルニア公職員退職年金）は、1999年8月にヘッジファンドへの投資開始を決定した。カルパースは、それまでプライベート・エクイティを中心にオルタナティブ投資を実施していたが、アクティブ運用株式ポートフォリオ（当時450億ドル）の25%（約110億ドル）をヘッジファンドに投資することを決定し、Pivotal Partners Fundなどへのコミットメントを行った。その後の見直しで投資目標額を大幅に縮小し、総額15億ドル程度にいったん配分額を下げたものの、カルパースによるヘッジファンド投資開始は、その他の北米地域の年金基金・財団などに影響を与えたとみられる。また、その他の年金スポンサーの間でも銀行・証券会社の子会社が運用する、もしくは独立系のファンドマネジメント会社が運用するファンド・オブ・ファンズ商品を中心に、ヘッジファンド投資が注目を集めている<sup>2</sup>。

1998年のLTCM（ロングターム・キャピタル・マネジメント）の破綻や2000年春以降の米国の株価下落に際して提示された、ヘッジファンド市場の成長が止まるに違いないという憶測にも関わらず、むしろヘッジファンドの運用資産が急成長した背景には、こうした投資家の堅調な広がりがあったことは注目されるべきであろう<sup>3</sup>。

### 3) ヘッジファンド戦略への理解

ヘッジファンドの投資戦略には多種多様なものがあり、分類方法に特定の決まりはない。図表6は、収益インデックスの計測に活用されている戦略分類の一例を示しているが、すべての戦略が一様に資産を集めているわけではない。注目されるのは、90年代に、マクロ（グローバル・マクロ）と呼ばれる戦略を代表とするディレクショナル・トレーディング、すなわち金融市場の方向性を定量モデルなどによって予測し、市場トレンドと同じ方向にポジションを形成する投資戦略が影をひそめ、代わって企業のファンダメンタルズ分析に基づく株式の買い持ち（ロング）と空売り（ショート・セリング）を組合せ市場の変動に左右されずにリターンを確保を狙うロング・ショート型戦略、もしくはセクターファンドのように市場のすき間を狙う戦略が増大しているということである（図表7）。最近のヘッジファンド投資家層の拡大は、マーケット・ニュートラル、株式ヘッジなど、相場環境の変動に関係なくリターン獲得を目指す戦略への理解が広がったためと考えられている。

<sup>2</sup> B. Leib, "Sorting goats (the fund-of-funds) from the sheep" 『フランススポンサー』2002年6月号などを参照。

<sup>3</sup> LTCM破綻前後のヘッジファンド業界の状況について、淵田康之「ヘッジファンド問題の行方」『資本市場クォーターリー』1998年秋号参照。

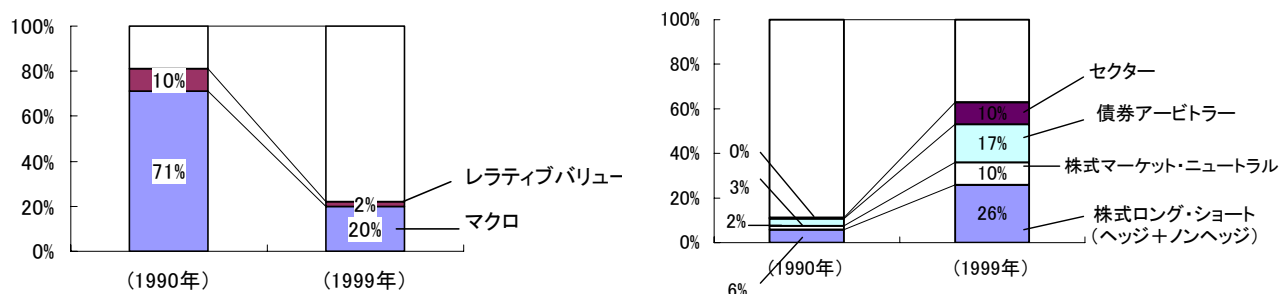
図表6 戦略によるヘッジファンド分類の例

セキュリティ・セレクション／レティブ・バリュー（株式）	転換社債アービトラージ エマージング市場 株式マーケット・ニュートラル イベント主導	破綻証券 株式ロング・ショート（株式ヘッジ） 株式ノンヘッジ
セキュリティ・セレクション／レティブ・バリュー（債券）	債券（アービトラージ） 債券（複合） 債券（モーゲージ担保証券）	債券（転換社債） 債券（ハイイールド）
ディレクショナル・トレーディング	マクロ 合併アービトラージ レティブ・バリュー・アービトラージ	マーケット・タイミング レギュレーションD
セクター	エネルギー ヘルスケア／バイオテクノロジー 不動産	金融 金属・鉱業 テクノロジー
その他の戦略	スタティスティカル・アービトラージ ファンド・オブ・ファンズ	ショート・セリング

- 転換社債アービトラージ：転換社債の買い持ちのポートフォリオを、それぞれの転換社債に対応する普通株の空売りでヘッジする戦略
- 株式マーケット・ニュートラル：市場平均以上のパフォーマンスが予想される銘柄を買い持ち、平均以下と予想される銘柄を空売りし、かつ売り／買いのポジションを平均させることによって、市場リスクからポートフォリオを守りリターンを確保する手法
- イベント主導：グループ再編、破産、合併など会社のライフサイクルの中で起こる重要なイベントがもたらす結果を予測して投資する戦略
- 合併アービトラージ：買収合併に関係している会社に投資する戦略（一般的には、被買収側の普通株を買い、買い手側の株を空売りする）
- レティブ・バリュー・アービトラージ：配当、オプション、イールドカーブなどを定量的に分析して市場が非合理的な価格を付けている証券を発見し、裁定機会を狙う戦略
- マーケット・タイミング：上昇・下落トレンドが転換しようとしている時に、主として短期金融市場と投資信託との間で資金を移動させて裁定機会を獲得しようとする戦略
- レギュレーションD：1933年証券法の下での登録を行わない証券（私募証券）に投資し、将来、登録や公募が行われるまでの間、発行体の普通株でヘッジする投資手法
- スタティスティカル・アービトラージ：株式市場で価格形成が非合理的になっている証券を定量モデルを用いて発見し投資する手法

（出所）ヘッジファンド・リサーチ社資料を基に野村総合研究所作成

図表7 ヘッジファンド資産残高における戦略別の構成比の変化



（出所）ジョセフ・ニコラス「マーケット・ニュートラルの世界」を基に野村総合研究所作成

## 2. 大手金融機関によるヘッジファンド関連商品の販売

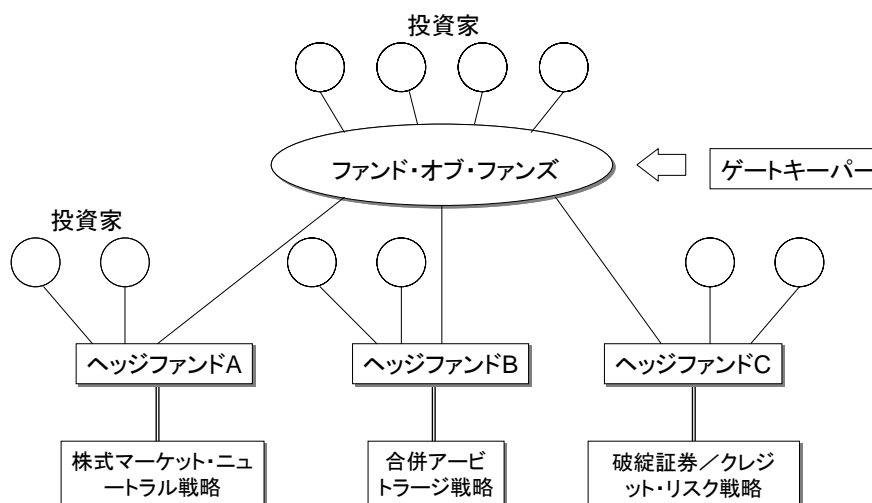
### 1) ファンド・オブ・ファンズの活用

最近では、欧米の大手金融機関が、ヘッジファンドを金融商品として強く意識しはじめており、これまで有力ヘッジファンドにアクセスできなかつたり、関心が低かった投資家層（超富裕層を一段下回る階層が中心）に対して、ヘッジファンドの販売を強化している。

最近の投資家層拡大に合わせて、盛んに活用されているのが「ファンド・オブ・ファンズ」である。ファンド・オブ・ファンズとは「ファンドに投資するファンド」のことであり、ヘッジファンドだけではなく、プライベート・エクイティ、投資信託にもファンド・オブ・ファンズがある。ファンド・オブ・ファンズは、ファンド選択に関わるコストを節減し、かつ相関の少ない複数のファンドに投資することによって投下資本の喪失可能性を軽減できると考えられている。

ヘッジファンドのファンド・オブ・ファンズは、従来は他のヘッジファンド同様、リミテッド・パートナーシップで組成されることが多かったが、後述するように最近ではクローズド・エンド型の投資信託など別の形態で組成されることもある。ゲートキーパーと呼ばれる運用責任者が、各種のヘッジファンドの投資技術・ポジション変化などを巧みに把握して、最適と思われるポートフォリオを組む（図表8）。また、多くの場合、大手金融機関がディストリビューターとしてファンド・マネージャーと投資家の間に立つ。エージェンツなどと呼ばれるこれらの金融機関は、ゲートキーパーに対して一種の交渉力を発揮すると同時に、投資家には利便性と比較的充実した情報を提供しており、ファンド・オブ・ファンズの商品性向上に貢献しているといえよう。

図表8 ファンド・オブ・ファンズ概念図（例）



（出所）野村総合研究所



ちなみに、ファンド・オブ・ファンズ商品をつくるために、各金融機関は、主として規制上の理由から伝統的なヘッジファンドとは若干異なる仕組みを採用し、ヘッジファンドに投資するクローズド・エンド型の投資信託を組成している。

1940年投資会社法に適合する形でSECにファンドを登録することで、ファンド持分を100名以上の投資家（Accredited Investors 以外を含む）に提供することが可能となる。これらのファンドは、さらに1933年証券法の下で登録すれば公募も可能となるが、登録に係るコストを避けるため私募（プライベート・プレースメント）にすることが多い。また、クローズド・エンド型の投資信託は、取引所に上場して投資証券（share）の取引・換金を可能にするものも多いが、ファンド・オブ・ファンズ商品は取引所に上場せず、四半期もしくは半年に一回、投資家に持分を売却する機会を与える形式のものが多い。

また、ファンド・オブ・ファンズの投資家に成り得る人の要件は、パフォーマンス・フィー（成功報酬）の問題と若干関係している。すなわち、通常のヘッジファンドは投資収益の20%程度のパフォーマンス・フィーを投資家に求めることから、ファンド・オブ・ファンズもパフォーマンス・フィーを徴収しようとする人が多い<sup>4</sup>。その際、法令によれば①パフォーマンス・フィーを投資家に課さない場合、②投資先となるヘッジファンドが登録投資顧問会社によって運用されない場合、③投資会社法第3条(c)(7)の例外に属するヘッジファンドにのみ投資する場合、のいずれかであれば「すべての投資家は純資産150万ドル以上のQualified Clientでなければならない」という制限は適用されない（投資顧問法第205条(a)(1)、規則205-3）。逆に言うと、上記の要件に当てはまらない場合には投資家は純資産150万ドル以上のものでなければならないため、多くの関連商品は、従来のヘッジファンド同様、一定の富裕層顧客に限って販売することが一般的となっている<sup>5</sup>。

図表9は、米国において最近販売されているヘッジファンドのファンド・オブ・ファンズ商品の例である。マスマチュアル保険の子会社であるオープンハイマーファンドや、ドイツ銀行、コメルツ銀行の系列に属するモンゴメリ・アセットマネジメント、UBSのアセットマネジメント部門であるGAMなど、欧米の大手金融機関が参入していることがわかる。いずれも、伝統的なヘッジファンド投資家よりも幅広い顧客層、特に「準富裕層 semi-affluent」「大衆富裕層 mass-affluent」などと呼ばれる新興の富裕層顧客への販売を意図しており、大手金融機関の間でこの層の資産取り込みに対する競争が激化している状況がうかがえる。

<sup>4</sup> ただし、ファンド・オブ・ファンズが投資家に求めるパフォーマンス・フィーは、投資収益の5~10%程度が一般的とされる。

<sup>5</sup> プライベート・プレースメントにおける投資家 Accredited Investors にも要件があり（Rule 501, General Rules and Regulations promulgated under the Securities Act of 1933）、(1)資産500万ドル以上の法人か、(2)最近2年間の年間収入が20万ドルを超える、もしくは純資産100万ドル超の個人、などとなっている。しかし、ファンド・オブ・ファンズがパフォーマンス・フィーを課す場合には、本節でいう純資産150万ドル以上のQualified Clientに販売することが必要なため、Accredited Investorsの要件はそれほど問題にならないと言われている。R. Rosenblum & L. Freund, "A primer on structuring registered funds of hedge funds." *The Investment Lawyer*, Apr. 2002 参照。

図表 9 最低投資金額の低いファンド・オブ・ファンズ商品の例

ファンド・オブ・ファンズの名称	最低投資金額 (ドル)	手数料
AXA New Horizons Fund	50,000	2.50% + 2%販売手数料
DB Hedge Strategies Fund	50,000	2.00% + 利益の 10-25% (成功報酬) + 2-3.5%販売手数料
GAM Avalon Multi-Global	50,000	2.00% + 5%販売手数料
Montgomery Partners Absolute Return	25,000	1.00% + 利益の 10% (成功報酬) + 販売手数料 (非開示)
Oppenheimer Tremont Opportunity Fund	50,000	2.50% + 利益の 10% (成功報酬) + 2.5%販売手数料
Oppenheimer Tremont Market Neutral Fund	50,000	2.15% + 利益の 5% (成功報酬) + 2.5%販売手数料
Whistler Fund	150,000	1.00% + 利益の 10% (成功報酬) + 3%販売手数料

(出所) Business Week, 2002 年 1 月 21 日号などを基に野村総合研究所作成

上記の他の例としては、ソロモン・スミス・バーニーの 100%子会社であるコンサルティング・グループ社が、1999 年から運用開始している「マルチ・ストラテジー・マーケット・ニュートラル・インベストメント・ファンド」がある。当ファンド（パフォーマンス・フィーは課されない）は、TRAK プログラムと呼ばれるラップ口座を持つ顧客のみに提供される。最低投資金額を 1 万ドルとある程度低く設定し、資金は転換社債アービトラージ、合併アービトラージ、株式市場中立の 3 つの戦略をとるヘッジファンド（ファンド・マネージャーとしては 4 社：株式市場中立に 2 社を選定、あとは 1 戦略に 1 社）に等配分する。投資家への換金は、基準価額を示して、証券ブローカー経由で行われる。2002 年 3 月末現在、約 9,543 万ドルの純資産がある。

ファンド・オブ・ファンズ形態によるヘッジファンドにも、二重に課される運用報酬や正確な運用内容の把握の難しさといった課題がないわけではない。しかし、いかなる相場環境においてもリターンを狙うというヘッジファンドの投資技術が、多くの投資家にメリットを与え得る一方で、優れたファンドへのアクセス、複数のファンドへの小口分散投資が困難な以上、金融機関が媒介するファンド・オブ・ファンズが普及しやすいのは当然ともいえ、当面こうした金融商品の拡大が注目されよう。

## 2) ヘッジファンドの「ミューチュアル・ファンド化」

金融機関によるヘッジファンド関連商品の取り組みには、もう 1 つの方向がある。この取り組みは、要するにヘッジファンドの投資手法を取り入れた投資信託ができないか、というものであり、典型的な商品は、割安と評価される現物株式を買い持ちする一方、割高な銘柄を信用取引で空売りする「ロング・ショート型」と呼ばれる運用を行う公募株式投資信託である。これらの投資信託と前項のファンド・オブ・ファンズとの違いは、ヘッジ

ファンドに投資するのではなく、直接、株式に投資するという点である。

例えば、2002年8月、チャールズ・シュワブは、ヘッジファンド投資の考え方をを用いた新たな投資信託「シュワブ・ヘッジド・エクイティ・ファンド」を組成することを発表した（9月11日に設定された）。最低投資金額が2万5千ドルに設定された当ファンドは、同社が先般導入した株価付けシステム<sup>6</sup>を利用して、高格付け銘柄を買い持ちし、アンダーパフォームが予想される低格付け銘柄を空売りするという戦略を採用する。ただし、空売りで運用する資産の比率は20~25%で、資産の多くは買い持ちのポジションとなる。サービス・フィーは、通常の投資信託のおよそ倍となる2%である。米国で投資信託のパフォーマンスが低下し、株式投信からの資金流出も目立つようになった現在、定量的かつ公平な（買い・売りの銘柄数の分布をおよそ正規分布になるように格付ける）株式リサーチを打ち出したシュワブが、投資商品の企画にも同じ発想を取り入れようとしていることがうかがえる。シュワブの取り組むようなロング・ショート型のミューチュアル・ファンドは、200本程度販売されているとの調査もあり<sup>7</sup>、ヘッジファンドの投資手法が投資信託業界に浸透しつつあるといえよう。

### 3) ヘッジファンドの普及に伴う懸念

一方、ヘッジファンド人気の過熱が新たな問題を生まないのか、という懸念もないわけではない。

例えば、ヘッジファンドの設立・閉鎖があまりに安易に起こっているのではないかとこの懸念がある。拡大する資金流入をあてに、一年の間に800~1000本ともいわれる新たなヘッジファンドが組成される一方で、ファンド・マネージャーの運営コスト・報酬は通常パフォーマンス・フィーでまかなわれるため、相場環境の悪化により存続が困難化するファンドも出る。元来が非登録で情報開示が少ない上に、経験不足のマネージャーが続々と新たなファンドを開設し、プレイヤーの顔ぶれが激しく変わるような業界構造になると、無理な運用による大規模な損失や、不慣れな投資家に対して詐欺的行為・不正行為が行われる温床になるのではないかと、この懸念も出てくる<sup>8</sup>。

また、大手金融機関のヘッジファンド商品への取り組みが、こうした動きを加速させるとの声もある。すなわち、ディストリビューターとなる大手金融機関は、投資家数の増えるのを嫌うトップクラスのヘッジファンド・マネージャーに対してではなく、新興ヘッジファンド（もしくは新興ファンド・オブ・ファンズ）マネージャーのファンド組成・媒介を手伝おうという姿勢をとりやすい。こうした新たなプレイヤーの登場が投資家層の拡大

<sup>6</sup> シュワブ・エクイティ・レーティングス。飯村慎一「歴史的な戦略転換で攻勢を仕掛けるチャールズ・シュワブ」『資本市場クォーターリー』2002年夏号参照。

<sup>7</sup> “Charles Schwab to Offer New Hedged Mutual Fund” *The Boston Globe*, 2002年8月8日

<sup>8</sup> “Hedge Fund Go the Way of the Sub-Zero Fridge” *Wall Street Journal*, 2002年6月24日, “Hedge Funds Grew Madly; Now, the Shakeout Looms” *Wall Street Journal*, 2002年8月26日など

に貢献している一方で、証券会社・金融機関にとっては、ヘッジファンドが融資やブローカレッジなどの業務における重要な顧客になりつつあり、その観点からのモチベーション（将来の顧客づくり）があることも、留意されなければならないだろう<sup>9</sup>。最近では、大手金融機関の一部は、ヘッジファンド・マネージャーもしくはファンド・オブ・ファンズのゲートキーパーをサーチ（選定）する際に、デューデリジェンス（詳細調査）などを行い、運用するヘッジファンドや提携相手の発掘に、独立性・客観性を持たせようとする試みを行っている。

また、学界からは、ヘッジファンドのパフォーマンスに関する誤解が生じやすくなっている点が指摘されている。誤解を招きやすい要因の代表的な例は「サバイバーシップ・バイアス」である。すなわち、途中で廃止になったり、データを調査機関に提供しなくなったファンドには、パフォーマンスが悪かったものも多いことが予想され、この影響を考慮しないでサンプル期間の最後まで残ったヘッジファンドの成績だけを計測すると、過大評価となる恐れがある。参考例としては、ある時点で評価機関に運用成績を提出していたヘッジファンドの中で、5年後（60ヶ月後）まで報告を続けたファンドの割合（サバイバル率）は約60～75%しかないとした調査などがある<sup>10</sup>。

#### 4) 注目される規制当局の動き

SEC（米国証券取引委員会）を中心とする米国の規制当局は、ヘッジファンド業界に対して、この数年間で何度も規制強化の動きをみせている<sup>11</sup>。

最近でも2001年9月の同時多発テロ事件後には、FBI（連邦捜査局）が、ヘッジファンドがテロリストの資金源を預かったり、洗浄に加担していないか、多数の運用会社に対してヒアリング調査を行うなど、ヘッジファンドの投資家の匿名性や情報開示に関する議論が起きた。また、2001年末には、SECのポール・ロイ投資マネジメント局長が、ヘッジファンドの運用会社に対しては「受託者責任を負っていることを考慮すべきだ」、投資家に対しては「ヘッジファンドはミニ・ブーム化してしまっている」と発言したことが注目を集めた。さらに、2002年5月には、SECのハーベイ・ピット委員長が、ヘッジファンドに関して従来のハンズ・オフ（放任）アプローチが正しいかどうか、公式の調査を開始する

<sup>9</sup> “Who wants to be a billionaire?” *Institutional Investor*, 2002年6月号などを参照。

<sup>10</sup> G. Amin & H. Kat, “Welcome to the Dark Side: Hedge Fund Attrition and Survivorship Bias Over the Period 1994-2001.” University of Reading ISMA Discussion Paper (Recent version, Jan. 2002) 参照。日経金融新聞 2002年2月4日号に同論文が紹介されている。関連して国見和史「ヘッジファンドのパフォーマンス評価（1）（2）」『キャピタルリサーチネット』アカデミックレポート (<http://crn2000.nri.com>) は、ヘッジファンドの運用成績評価に関するさまざまな近年の調査論文を紹介している。

<sup>11</sup> LTCM 破綻後の米国および国際機関で展開されたヘッジファンド規制の議論については、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」『資本市場クォーターリー』1999年春号、同「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」『資本市場クォーターリー』1999年夏号参照。

と公表しており、エンロン事件やその他の企業不祥事問題に関する活動に目途がつき次第、ヘッジファンドに対して何らかの規制改革を行うのではないかという予測がでている<sup>12</sup>。その際には、ファンド・マネージャーの SEC 登録を義務づける、資産内容や運用成績について詳細な情報開示を求める、ヘッジファンドへの過剰融資を未然に防ぐ国際的な監視体制の導入、といった措置が検討される可能性がある。

### 3. 日本での状況と課題

急速に投資家層を拡大しているヘッジファンド投資は、わが国の金融機関にも影響を与えはじめています。具体的には、1) ヘッジファンドのファンド・オブ・ファンズを富裕層等に販売しようとする動き、2) ロング・ショート型投資戦略を採用する公募株式投資信託を個人投資家に販売しようとする動きが相次いでいます。

前者の動きに属するヘッジファンド関連商品は、私募・外貨建て・外国のゲートキーパー（マネージャー）による外国の証券市場での運用が、主な特徴と考えられる。1998年12月からわが国でも組成可能となった私募投資信託のストラクチャーなどが活用されるため、販売状況、投資家構成等について正確な動向を知ることはできないが、はじめは生保・地域金融機関・年金など金融機関の資金・証券運用部門を対象に販売していたヘッジファンド関連商品を、徐々に富裕層個人投資家に対しても販売するというのが、大手金融機関の次の戦略になる可能性がある。公募投資信託によるファンド・オブ・ファンズ商品は、まだ数本しかないようで、今後の動向が注目される。

また、2) の動きとしては、日本の株式市場においてロング・ショート型の運用を行うと標榜した投資信託が登場している。2002年8月時点で、公募株式投信は11本、純資産残高の合計はすでに700億円を超えている<sup>13</sup>。この中で、純資産残高350億円超と最大のファンドである「ロング・ショート・ストラテジー・ファンド」（運用会社：スパークス・アセット・マネジメント投信）の場合には最低投資額500万円だが、中には最低販売金額を10万円に設定しているようなものや、元本保証を付与するものもあるなど、幅広い個人投資家にターゲットを絞った商品設計が特徴である。一方で、買増しを不可としたり、売却可能日を限定したりするなど、さまざまな条件が付与されるのが一般的である。

このように見てくると、米国の超富裕層の運用先として生れ育ったヘッジファンド投資が、機関投資家の目や金融機関の手を経由して、リスク分散の道具となる商品となり、いまやわが国の個人投資家にも購入可能なものとなりつつあるといえそうである。中長期的には、欧米とは異なる経路ながら、わが国にもヘッジファンド投資が徐々に普及していくのではないかと期待される。しかし、一方で、ヘッジファンド関連商品の背後にある投資

<sup>12</sup> “SEC Mulls Increasing Its Scrutiny of Growing Hedge-Fund Industry” *Wall Street Journal*, 2002年5月7日など

<sup>13</sup> QUICK 調べ。日経金融新聞 2002年8月22日

## ■ 資本市場クォーターリー 2002年 秋

戦略やリスクに対するわが国投資家の認知度・経験は、まだまだ不足気味といえよう。また、運用者ということでも、日本国内で資金調達し、運用実績を上げたというマネージャーのサクセス・ストーリーは、まだあまり聞かれない状況である。さらに、ヘッジファンドのとり裁決定行動の結果、わが国の証券市場が効率化した、あるいは非効率になった、というような影響もまだ観察されていない。今後、わが国におけるヘッジファンド投資の本格化と金融市場への影響が注目されよう。

(関 雄太)