

新たな収益機会の獲得が課題となるヘッジファンド

関 雄太

要 約

1. 2005 年もヘッジファンド業界の資産残高は増大しつづけ、ついに 1 兆ドルを突破したが、純流入額は 2002～04 年の実績を大きく下回った。最近のヘッジファンド人気を牽引してきたファンド・オブ・ファンズへの資金フローが鈍化していること、ヘッジファンド業界の運用成績が全体的・趨勢的に停滞していることなどが要因とみられる。
2. 混雑現象などが指摘される中で、ヘッジファンドが今後も新たな収益機会を発見・獲得しつづけられるかが、米国金融業界の大きな関心事となっている。ヘッジファンドが活動領域を拡大し、アクティビストとして企業に経営改革を迫ったり、サイドポケット条項を活用してプライベートエクイティや融資などに積極的に投資しはじめたのは、新たな収益機会の獲得を目指すヘッジファンドの動きの一環とも言える。
3. その他にも、登録制導入を巡る議論、金融機関とヘッジファンドの関係を巡る議論が注目されている。ヘッジファンドの存在感はいろいろな面で高まっているが、投資手法や性格は変化しつづけており、投資家にとってのヘッジファンドに投資する意義あるいは期待が変化していく可能性もある。

・ 資金流入のペースが落ちているファンド・オブ・ファンズ

やや動きに欠ける展開に終始した 2005 年の米国金融市場で、影響力のある投資家層として、また逆に、ショックをもたらす潜在的なリスク要因として、相変わらず注目を集めつづけたのはヘッジファンドであった。

ヘッジファンドの業界データベースやヘッジファンド指数を開発・発表しているヘッジファンドリサーチ (HFR) 社の調査を用いて、ヘッジファンド市場の投資家・資金フローの動きをみると、2005 年もヘッジファンド業界の資産残高は増大しつづけ、ついに 1 兆ド

ルを突破した (図表 1)。

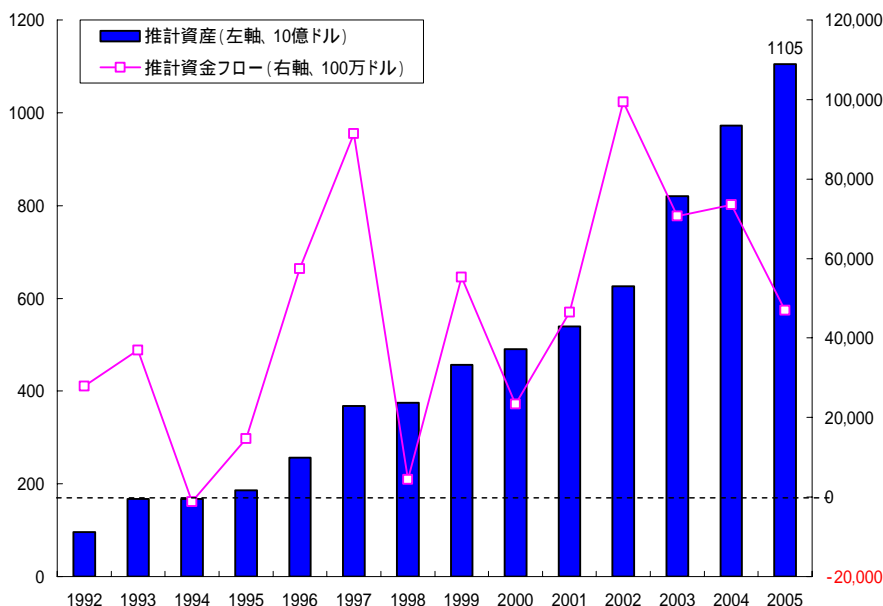
とはいえ、資金フローをみると 2005 年の業界全体の純流入額 (約 469 億ドル) は、2002～04 年の実績を下回り、2001 年とほぼ同水準となった。「転換社債アービトラージ」を除き、ほぼ全戦略で純流入となっているにも関わらず、全体的な流入鈍化が起きたのは、ファンド・オブ・ファンズへの流入が鈍っていることによるところが大きい。

ファンド・オブ・ファンズは、ヘッジファンドへの投資経験のなかった年金基金や、個人投資家を含む米国外の投資家に活用され、近年の世界的なヘッジファンド人気を牽引してきた¹。2002～04 年のヘッジファンド市場全体への資金流入のうち、ファンド・オブ・

ファンズへのフローは約 80%にも達していたが、2005 年のファンド・オブ・ファンズへの推計資金流入は約 95 億ドルと、2004 年の 3 分の 1 以下、これまでのピークだった 2002 年の 10 分の 1 以下の量にとどまった（図表 2）。しかも、2005 年後半は 2 四半期

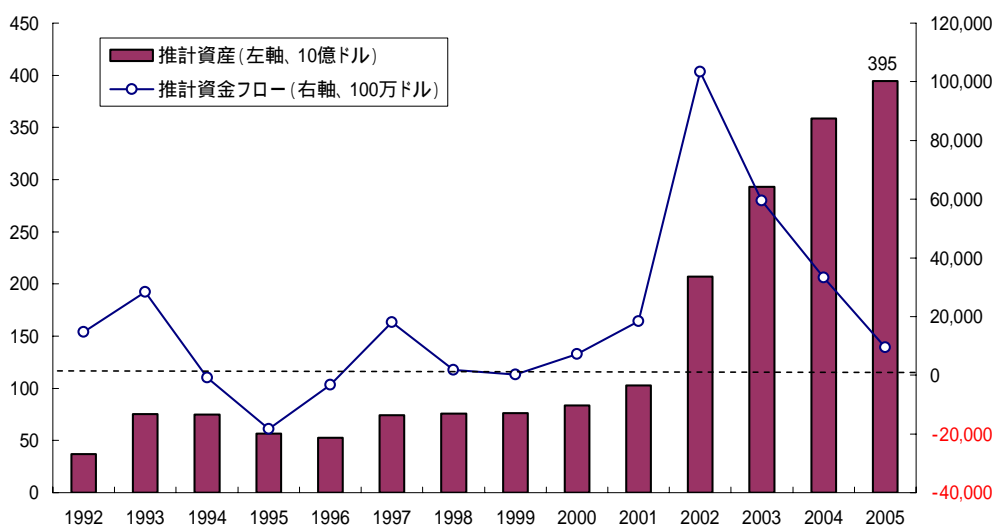
連続で純流出を記録している。新規にヘッジファンド投資を始める投資家が、ファンド・オブ・ファンズを積極的に活用してきたことを考えれば、ヘッジファンド市場のすそ野の拡大はついに鈍化してきたといえるのかも知れない。

図表 1 ヘッジファンド業界：推計資産残高および推計資金流入の推移



(出所) Hedge Fund Research, Industry Report より野村資本市場研究所作成

図表 2 ファンド・オブ・ファンズの推計残高・推計資金流入の推移



(出所) Hedge Fund Research, Industry Report より野村資本市場研究所作成

・パフォーマンスの動向と収益機会

また、停滞する運用成績が、資金流入の鈍化と表裏一体となっている可能性もある。図表 3 は、HFR 社の調査から「株式ロング・ショート」「イベント・ドリブン」「リラティブ・バリュー」「マクロ」という資産残高で最も大きい 4 カテゴリーとファンド・オブ・ファンズについて、毎年の収益率をプロットするとともに、トレンド線（一次近似直線）をひいたものである²。4 カテゴリーの運用資産残高合計は、2005 年 12 月末時点で、ヘッジファンド業界全体の資産の約 66%に相当する。

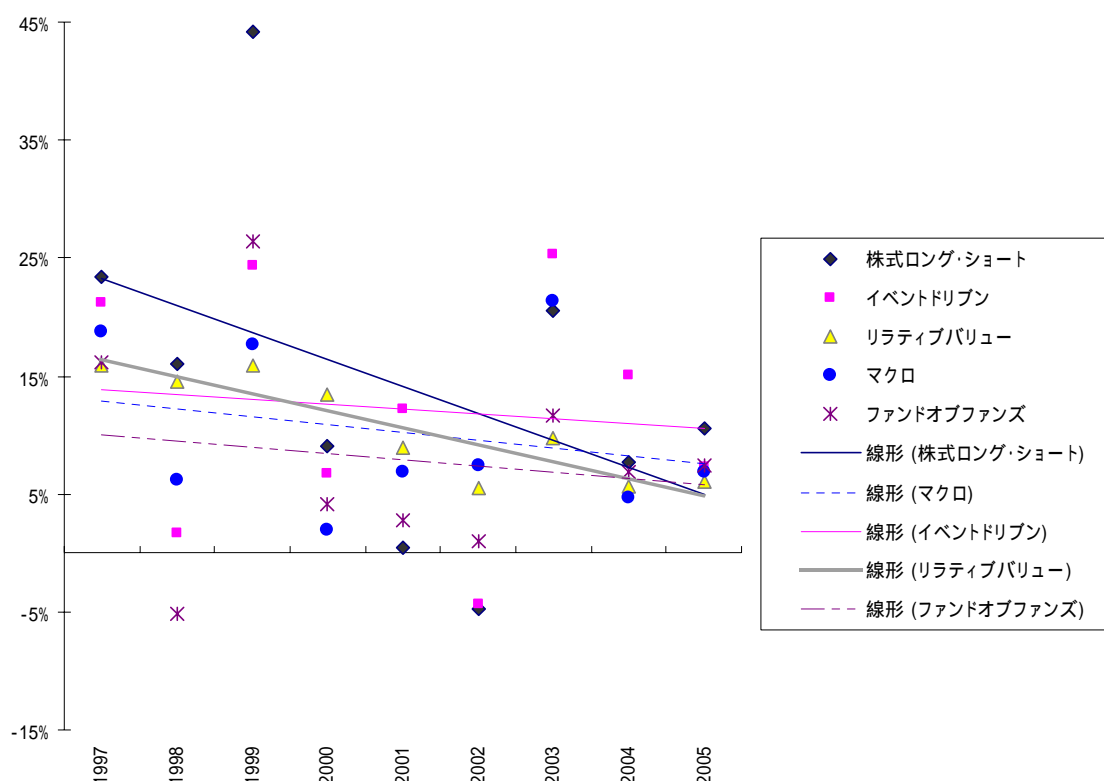
図表 3 をみると、いずれの主要戦略においても、プラスの収益率を確保した年が多いとはいえ、トレンド線は右肩下がりに描かれる。

必然的に、こうした主要戦略に多くの資金を配分するファンド・オブ・ファンズの平均リターンも、ゆるやかな低下傾向となっている。

相場の動きに左右されずに絶対収益の獲得を狙うというヘッジファンドの投資戦略は、ある程度成功しているとはいえ、名目リターンの水準はかつてほど魅力的ではなくなってきている可能性がある。また、2004 年と 2005 年については、戦略別の収益率のばらつきが小さく、どの戦略の収益率も、同じような水準に落ちついているように見えることも注目される。

このように、似たようなヘッジファンドが数多く組成されてしまうことで、投資戦略・手法の独自性が失われたり、ユニークな投資機会を見つけることができなくなることを、米国ではヘッジファンドの「混雑」現象などと表現しているが、目下のヘッジファンド市

図表 3 ヘッジファンド 4 大戦略の収益率（年次）とトレンド



(出所) HFR 資料より野村資本市場研究所作成

場では、こうした状態が継続するのか、それとも何らかの調整や変化があるのかが、最大の注目点となっている。

実際、2005年の場合には、4月から5月初旬の時期に注目されたGM・フォードの長期価格下げとそれに続いたCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）のスプレッド上昇、10月の株安・債券安などが、ヘッジファンド市場での混乱あるいはファンドの破綻の引き金になるのではないかなどとも指摘された³。現実には、そうした混乱や破綻は発生せず、近年、絶対リターン追求型の投資戦略を採用するヘッジファンドが増加していたこと、ヘッジファンドのレバレッジが低下していたことなどが改めて確認されたわけだが、逆に奇妙な安定感が残ってしまったともいえる。

そして、2006年に入ってからのヘッジファンドのパフォーマンスは、特に1月と3月に株式市況が好調に推移したことなどから、短期的な明るさを取り戻している（図表4）。また、エマージング市場に投資するヘッジファンドが好調な成績を上げ続けて人気を高めており、新ファンドの設定も相次いでいる。しかし、一時期高い人気を有した転換社債アービトラージの成績は低迷、マクロ、リラティブ・バリュエーションのリターン回復もそれほど目覚しくないため、ファンド・オブ・ファン

ズの成績も伸び悩み気味である。

このように見てくると、現在のヘッジファンド市場における最大の関心は、ヘッジファンドが今後も、投資家の期待に見合うだけの収益機会を発見・獲得しつづけられるのかという点に集まってきたといえるかも知れない。その一方で、米国の財団・基金や富裕層個人投資家、彼らにヘッジファンド関連商品を販売しているフィナンシャル・アドバイザーの立場からは、ヘッジファンド投資の位置づけやヘッジファンドへの期待自体、かつてとは変化してきたという指摘もでてきている。すなわち、ヘッジファンド投資の意義は、リターン水準やリスク特性だけでなく、他資産との相関の低さによる分散投資効果などの利点を含めて、総合的に評価されるようになってきた点に、留意すべきであろう⁴。

・活動領域を拡大するヘッジファンドと「サイドポケット」

新たな収益機会を探りつづけるヘッジファンドの具体的な行動ともいえるべき現象として、ヘッジファンドの活動領域の拡大・投資先の多様化が目立つようになっている。

たびたび指摘されているのは、企業買収や非公開化取引にヘッジファンドが参画するケースであり、いわばヘッジファンドとプラ

図表4 HFRヘッジファンド指数の動向

戦略	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	05年 10月	11月	12月	06年 1月	2月	3月	最近 6ヶ月累積
HFR総合指数 (HFR)	4.62%	-1.45%	19.55%	9.03%	9.28%	-1.41%	1.65%	1.82%	3.46%	0.43%	1.87%	8.01%
ファンド・オブ・ファンズ(総合)	2.80%	1.02%	11.61%	6.86%	7.47%	-1.45%	1.68%	1.96%	2.88%	0.34%	1.45%	7.00%
株式ロング・ショート(株式ヘッジ)	0.40%	-4.71%	20.54%	7.68%	10.61%	-1.87%	2.13%	2.33%	3.93%	-0.04%	2.47%	9.17%
イベント・ドリブン	12.18%	-4.30%	25.33%	15.01%	7.28%	-1.80%	1.29%	1.55%	3.23%	0.68%	2.17%	7.26%
リラティブ・バリュエーション	8.92%	5.44%	9.72%	5.58%	6.04%	-0.36%	0.82%	1.49%	2.13%	0.64%	1.68%	6.55%
マクロ	6.87%	7.44%	21.42%	4.63%	6.80%	-0.63%	1.46%	1.29%	2.32%	-0.42%	0.71%	4.79%
セクター(合計)	-4.90%	-12.85%	27.93%	11.34%	9.14%	-2.10%	1.64%	2.32%	4.79%	0.56%	3.07%	10.58%
破綻証券	13.28%	5.28%	29.56%	18.89%	8.27%	-0.49%	0.91%	0.94%	2.33%	0.64%	1.70%	6.16%
株式ノンヘッジ	1.36%	-8.50%	37.53%	13.32%	9.92%	-2.88%	3.34%	1.72%	5.91%	-0.50%	2.64%	10.42%
エマージング市場(合計)	10.36%	3.70%	39.36%	18.42%	21.07%	-2.59%	3.27%	3.76%	5.69%	2.23%	1.28%	14.22%
転換社債アービトラージ	13.37%	9.05%	9.93%	1.18%	-2.00%	-0.07%	0.04%	0.77%	2.32%	1.02%	1.45%	5.64%
合併アービトラージ	2.76%	-0.87%	7.47%	4.08%	6.25%	-1.57%	1.20%	1.82%	3.12%	1.22%	2.38%	8.38%

(出所) HFR 資料より野村資本市場研究所作成

イベントエクイティファンドの活動領域が似通っていく現象（コンバージェンス）である。具体的には、ESL インベストメントが K マートとシアーズを買収した例（2004 年 11 月発表、2005 年 3 月実施）や、2006 年 4 月にサーベラス・キャピタルを中心とする投資家連合が GMAC の買収で合意した例などが挙げられる⁵。

また最近では、ヘッジファンドがアクティブな株主として株主総会やマスメディアを通じて発言したり、企業経営者に改革を迫るケースも、注目されている。2005 年の例でいえば、タイム・ワーナーに経営陣の交代、タイム・ワーナー・ケーブルの分離、自社株買い枠の拡大などの経営改革を迫ったカール・アイカーン氏のファンド（アイカーン・パートナーズ LP）や、マクドナルドに対して 8,000 店の直営店の 65% を分離するよう求めたパーシング・スクエア・キャピタル・マネジメントなどが注目を集めた⁶。

投資対象となるアセットクラスの多様化も目立っている。ヘッジファンドがクレジット・デリバティブや CDO（債務担保証券）の市場拡大を牽引したといわれているほか、最近ではコマーシャル・ローンや不動産ファイナンスの供給、シンジケート・ローンのプライマリー案件など、融資の資金源としてのヘッジファンドも注目されている⁷。

また、実務上、ヘッジファンドがこうした「自由な」投資活動を行うことを可能にしている「サイドポケット条項（Side Pocket Agreement）」にも、注目が集まりつつある。サイドポケットとは、別勘定、別ポートフォリオを意味する言葉で、流動性の低い資産に対する投資機会が発生したときに用い、投資家からの解約請求に応じないと定めたファンド資産（クラスシェアとして構成されることが多い）のことを指す。通常は、ファンド募集の際に、総資産の 10～30% までといった上限が設定されており、サイドポケットに入

れられた流動性の低い運用資産は、株式上場や売却などによって収益が実現した時点で、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となっている。

サイドポケットは、ヘッジファンドマネージャーのファンド運営にフレキシビリティを与え、プライベートエクイティや不動産などへの投資を可能にしている。投資機会の獲得、トータルリターンの追求という意味では投資家にプラスになる面も多いと考えられるが、一方で、サイドポケットの運用資産は通常、ファンドの月次リターンの計算から除外されるなど、ファンドの運用内容・パフォーマンス・経理を不透明にしまい、場合によっては、損失を抱えた資産をサイドポケットに移す可能性などもあるとして、監査法人等からの懸念も表明されている。正確な統計は存在しないものの、最近では、より多くのヘッジファンドがサイドポケットの設定と活用を行うようになったといわれており、今後のヘッジファンドの活動領域の拡大を予測するうえで、サイドポケットが鍵を握る可能性が高い⁸。

・ヘッジファンド規制の影響

米国において、別の観点から注目されているのは、ヘッジファンド規制の動向である。証券取引委員会（SEC）が 2005 年 2 月 10 日に施行した投資顧問会社の登録制度の改正により、米国では、15 人以上の投資家を顧客として有するヘッジファンドの運用会社（運用資産 3000 万ドル以上）は、2006 年 2 月までに登録することを義務づけられた⁹。

新規制は、ヘッジファンドに記録の保存を求め、同時に SEC が定期的に検査を行えるようにするもので、SEC が、どちらかという放任と言われていた従来のヘッジファンドへの姿勢を転換したと注目を集めた一方で、規制導入に際しては、ヘッジファンド業界が

らの反発はもちろん、SEC 内部にも強い反対意見があったほどで、ヘッジファンドをどの程度実効的に規制できるのか、副作用を生まないかといった問題提起も見られた。

登録制に対するヘッジファンド業界の反応はさまざまだが、SEC によれば、2005 年に新規に投資顧問業者登録を行った会社は、毎月 100 社程度で推移していたとのことで、その中にはヘッジファンドの運用会社も多いと見られている。SEC が当初予測していたヘッジファンド運用会社の新規登録件数は 700~1200 社程度であったから、多くの運用会社が登録に応じたとも考えられる。

一方で、登録を避ける動きも少なくない。例えば、2 年間のロックアップ（解約停止）期間を設定すると、ファンドの投資主を顧客数にカウントせず、登録義務を免れることができるため、これを投資家に要請するファンドが増えており、シタデル、SAC キャピタル、イートンパークなど一部の有名ファンドが実施しているという¹⁰。また、オフショアでのファンド設立も増えている。一方で、欧州やアジアのヘッジファンドからは、米国からの投資家数が多いと、実効性はともかくとして、今般の登録義務や SEC の検査に服さなければならなくなる可能性があるため、米国人投資家からの出資を断るような動きも出ている。

さらなる規制強化を視野にいれると、ヘッジファンド運用会社も、コンプライアンス体制などの整備を意識せざるをえない。当然、これはファンド運営コストの増加を意味する。十分に資産規模の大きいファンドであれば、規制遵守コストを飲み込めるだけの対応が可能であり、チーフ・コンプライアンス・オフィサーなどの専門家を採用する会社も増えているが、一方で運用資産が 1 億ドルに満たないような中小の運用会社の場合、運営コストやリターンにも影響が大きく、反発も強い。中には、オポチュニティ・パートナーズ（運

用資産 8200 万ドル）を運用するキンバール & ウィンスロップのように、SEC にヘッジファンドを規制する権限はないとして法廷論争を挑もうという会社も出ており、まだ決着はついていないものの、審理の行方が注目されている¹¹。

業界からの批判を受けている SEC では、2005 年 8 月に就任したクリストファー・コックス委員長が、今後 SEC に集まってくる運用会社の情報を活用して、適切な規制改革を検討していくとして、ヘッジファンド規制にある程度積極的な姿勢を見せている¹²。2005 年夏に表面化したベイヨウ・グループによる詐欺（4.5 億ドルの資金が紛失）、同 12 月 1 日に処罰が公表されたミレニアム・パートナーズによる投信を活用した不正な短期売買（マーケットタイミング）など、ヘッジファンドが関係した不正行為などが、今後の規制にどのような影響を与えていくかも注目される。

・金融機関との関係

さらなる注目点は、金融機関とヘッジファンドの関係である。言うまでもなく、ヘッジファンド業界が強大になるにつれ、金融機関におけるヘッジファンド関連ビジネスは重要性を増している。アライアンス・バーンスタインのアナリスト、ブラッド・ヒンツ氏によれば、大手証券会社が、トレーディング、レンディング（貸株およびキャッシュ）、リスク分析ソフトウェアの提供などによってヘッジファンドから得た手数料の総額は、2005 年の年間で約 75 億ドルと推計され、2009 年には 99 億ドルに達するという¹³。上記のようなヘッジファンド向けサービスを包括的に行うプライムブローカレッジ業務が相変わらず証券会社の関心を惹き、またヘッジファンド向けの投資情報システムやリスク分析システムが次々と開発されている。

金融機関の顧客としてのヘッジファンドは重要性を増す一方だが、前述のように、ヘッジファンドがアグレッシブに活動領域を拡張している上に、若く優秀な人材も集めるとなると、大手商業銀行・投資銀行など伝統的な金融機関にとって、ヘッジファンドは、優良顧客という側面だけではなく、ライバル・脅威という側面も持ち始めるようになる。すなわち、ヘッジファンドと金融機関の「密接な関係」は、必ずしも「親密な関係」と呼べるものではないという議論が出てくることになる。今後、商業銀行・投資銀行の中でも、ヘッジファンドとの関係の見直しあるいは再定義が行われるのかどうか注目されよう。

funds,” *Euromoney*, November 2005 など参照。

⁸ “Has Eight Ball Slipped Into the ‘Side Pocket’?”, *Wall Street Journal*, 11/7/2005, “More Hedge Funds Aim For Sider Pockets’ Use of Device Increases Alongside Allocations to Less Liquid Investments,” *Investment Dealers’ Digest*, 10/17/2005 など参照。

⁹ 瀧俊雄「米国におけるヘッジファンド規制の動き」『資本市場クォーターリー』2004年秋号参照。

¹⁰ “Hedge Funds Avoid SEC Registration Rule”, *Wall Street Journal*, 11/10/2005

¹¹ “Hedge funds register scorn at SEC ruling,” *Euromoney*, March 2005, “Court Questions SEC Regulation For Hedge Funds,” *Wall Street Journal*, 12/10/2005 など参照。

¹² “New SEC Chief Plans to Enforce Hedge-Fund Rule,” *Wall Street Journal*, 9/19/2005

¹³ “Hedge Fund Services May Bring Wall Street Record \$7.5 Billion,” Bloomberg, “UBS’s Prime Brokerage Bet,” *Investment Dealers’ Digest*, 4/10/2006 など参照。

¹ 関雄太「個人投資家層に広がるヘッジファンド投資」『資本市場クォーターリー』2002年秋号など参照。

² 株式ロング・ショート戦略は、核となる株式銘柄のロング・ポジションと、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（空売り）を両建てする戦略（HFR の分類では株式ヘッジ戦略と呼ばれる。類似の戦略カテゴリーとしてショート・セリングを常時は使わない株式ノンヘッジ戦略もある）。イベント・ドリブン戦略は、コーポレート・ライフ・サイクル投資戦略としても知られ、スピンオフ、M&A、破綻再生、再資本化、自社株買いなどによって創出される取引機会に投資する戦略。マクロ戦略は、経済的・政治的事件がさまざまな投資対象の価値にどのように影響するかを、世界的な規模で予想し、価値が著しく不均衡となっている市場を見つけてレバレッジをかけた資金を投ずる。リラティブ・バリュエーション戦略は、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。

³ 関雄太「CDS・CDO 市場の急拡大と信用リスク取引をめぐる議論」『資本市場クォーターリー』2005年秋号参照。

⁴ 関雄太「米国の富裕層と財団：オルタナティブ投資に対する見方」『資本市場クォーターリー』2005年秋号参照。

⁵ 関雄太「米国における企業再生プロセスの特徴と日本の課題」『証券アナリストジャーナル』2005年4月号参照。

⁶ “Shark on Shark,” *Investment Dealers’ Digest*, 11/28/2005, “Meet Mr. Pressure”, *Barron’s*, 12/05/2005 など参照。

⁷ “Hedges: The New Corporate ATMs,” *BusinessWeek*, 10/31/2005, “Why CFOs should stop mistrusting hedge