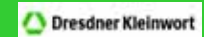


<http://www.mof.go.jp/singikai/kanzegaita/giziroku/gaic190615giziroku.htm>

最近の国際金融の動向に関する専門部会(第7回) 配布資料の一部

www.mof.go.jp/singikai/kanzegaita/siryu/gaic190615/190615f.pdf

ヘッジ・ファンド業界の現状そして論点



ヘッジ・ファンドの定義とは

正直、一言でヘッジ・ファンドを説明できる定義はありません。1999年にLTCM破綻を受けて立ち上げられた米大統領ワーキング・グループ（ルービン財務長官やグリーンズパンFED議長がメンバー）いわく、「ヘッジ・ファンドとは一般的にいくつかの似た特徴を持つ、様々な投資手段を持つ金融機関。」と抽象的な定義になっております。そのいくつかの特徴として：①プライベート（非上場・未公開）である、②投資対象となるのが機関投資家や富裕層などの適格投資家、③①と②のため、SEC登録を必要とせず、実質的な規制は無い、④報酬体形は収益の20%を貰う、そして⑤投資戦略・スタイルは様々で90年代に比べて現在は幅広い金融市場そして商品に投資しております。

ヘッジ・ファンドを取り巻く論議

近年ヘッジ・ファンドの存在が再び注目される中で様々な懸念・問題点が指摘されております。すべてはヘッジ・ファンドをより理解し、世界の金融市場への悪影響を抑制したいとの思惑に集約できますが、その観点から三つの論議が挙げられます：①世界金融市場での本当の役割と影響、②ヘッジ・ファンドの情報開示そして③ヘッジ・ファンドの規制強化。これらの論点を考えながら、このプレゼンテーションは近年のヘッジファンド業界の変化についてご紹介させていただきたいと思います。

ヘッジ・ファンドと日本

多くのヘッジ・ファンドは拠点をアメリカとイギリスに置いています。その理由として彼らがターゲットとする投資家の居住所がひとつの理由ですが、それ以上に重要な要因として税制度と規制体制が挙げられます。下記表はLipper TASS Database社の調べによるヘッジ・ファンドの各国の居住比率であります。これによると日本で設立されているヘッジ・ファンドは年々増えているものの、全体においてはかなり小さいものとなっております。ただ、機関投資家を筆頭に日本からオルタナティブ投資としてヘッジ・ファンドへ資本が流れております。この動向に関して一部では懸念視する声もありますが、日本投資家のポートフォリオのリスク分散の意味では賛同できる（投資比率が適正と仮定して）トレンドと思われます。

アメリカ	52%	オーストラリア	1%
イギリス	19%	シンガポール	1%
バミューダ	6%	日本	0.4%
フランス	3%	その他	16%
香港	1%		

出所：日本銀行、Lipper TASS Database(2005年3月時点)

ヘッジ・ファンドの一般的投資戦略

ヘッジ・ファンドが投資家から資金を集める際、通常はどのような投資目的あるいは投資戦略のファンドなのか説明いたします（鮮明な中身まで公表するファンドは少ないです）。近年は90年代一世風靡したGeorge SorosやJulian Robertsonに代表されるマクロ・ファンドが主流では無く、幅広い投資戦略を掲げるファンドが増えました。その主な取引戦略として下記の形態が挙げられます。しかし、こうした投資戦略を掲げていても、それに特化する強い規制は無く、時として個々のファンドの戦略が変わり、当初の目的とは違うケースがあります。

Equity Hedge	Short Selling	High Yield	Diversified	Convertible Bonds	CDS/CDO
Emerging Markets	Relative Value Arbitrage	Macro	Equity Market Neutral	Mortgage Backed Securities	Eco Fund
Distressed Securities	Merger Arbitrage	Event Driven	Regulation	Market Timing	Reinsuranceなど。。

ヘッジ・ファンドの歴史 ～ ヘッジファンド業界は四つの時期に分けられる

ヘッジ・ファンド第一期 ～ 誕生

Fortune雑誌の記者だったAlfred Winslow Jonesが1949年に最初のヘッジ・ファンドを立ち上げたとされております。ジョーンズ氏は投資家が「ヘッジ」～ 買い持ちの株に対して他の株を同時に売り越し ～ をかければ予想出来ないマーケットの下落(マーケット・リスク)に対して投資を防御、結果的にリターンを向上するとの理論を紹介しました。この会社はA.W. Jones & Co.として今も存在しています。「ヘッジ・ファンド」の由来はFortune誌が1966年にこのジョーンズ氏のファンドを大々的に取り上げ、「The Jones That Nobody Can Keep Up With」と名づけた記事の中で「ヘッジ・ファンド」という言葉を表現したからです。その2年後には約150社のヘッジ・ファンドが創設され、その中には若きWarren BuffetやGeorge Sorosがおりました。ジョーンズ氏は投資に関して二つの理論～ 「Long/Shortでのヘッジ」と「レバレッジを聞かせて投資力を増やす」～ を紹介しましたが、それ以上に重要で且つ、現存しているイノベーション(制度)を残しました：①1940年の投資会社法を分析、プライベートな仕組みで投資家が適格(企業あるいは富裕層)であればSECへの登録そして規制が無いこと、そして②ファンドが設けた利益の20%を報酬としてもらうことです。

ヘッジ・ファンド第二期 ～ 暗黒時代

1960年後半に多くのファンドが創設されましたが、当時の株式市場は右肩上がりでヘッジをかけることは従来の買い持ち手法に比べ利益が少なかったため、多くのファンドがヘッジを止め、買い一辺倒に乗り換えました。しかし1972年末以降に長期的なベアマーケットに突入、多くのファンドが淘汰されることとなりました。その後長きに渡りヘッジ・ファンド業界は低迷、ある調査によれば1984年には60社程度のファンドしか存在しませんでした。

ヘッジ・ファンド第三期 ～ 復活

1990年以降、ソロスの「Quantum」ファンドやジュリアン・ロバートソンの「タイガー」ファンドに代表されるファンドが再び注目され始めました。70年そして80年前半の教訓を生かしてか、これらのファンドは株式市場以外の為替や債券市場にも参入、先物やオプションなどのデリバティブ商品も取り扱うようになりました。もっとも特徴的だったのが、ひとつの国に特化せずに世界の大きな景気変化に沿った投資をする「マクロ・ファンド」の出現であります。こうしたファンドはボンドの固定相場制の崩壊に乗じて大きく設けたり、円キャリートレードで一躍有名となり、ソロスやロバートソンは時の人となります。しかしこの黄金時代もLong-Term Capital Management (LTCM) の倒産(ロシア危機がきっかけ)やアジア危機(ソロスはマレーシア政府のPariah(追放人)と認定)によって投資行動がだいぶ縮小されました。

ヘッジ・ファンド現在 ～ 金余りによって再びスポットライトが当たる

空前の流動性(金余り)からオルタナティブ投資として2003年以降ヘッジ・ファンドに多額の資金が流れるようになります。ただ90年代と現在のヘッジ・ファンド業界はいくつかの点で大きく異なると思われます。90年代を一極集中型(数社の大きなファンドが同じようなポジションを取る)として位置づければ、現状は数多くのファンドがそれぞれ違ったリスクを取る「分散型」と言えるかと思います。LTCMの教訓を生かし、運用金額に上限を設けたり、レバレッジ調整したり、市場の流動性に合わせた投資をコントロールしているファンドが多いです。更に機関投資家が増えたことによって、情報開示が要求されるようになり、過剰投資が以前よりできなくなったと思われます。そしてこれらのファンドは良い意味でも悪い意味でも金融市場に重要な役割を担うようになり、注目が集まっております。そのため、最近ではヘッジ・ファンドの規制や情報開示の議論が高まっております。

1968年SEC調査によればパートナーシップによる投資は215を数えており、そのうち140がヘッジファンド・・・ヘッジファンドはタイガー・ファンド³(Tiger Fund)及びオフショアのカウンターパーティーであるジャガー・ファンド(Jaguar Fund)に対して、マスコミが好意的評価をした1986年を機にポピュラーとなった。IMF(松崎信寿訳)『ヘッジファンドの素顔、IMF報告書』(シグマベストキャピタル、1999年)27頁。

ヘッジ・ファンドの運用資産(AUM)状況

ヘッジファンド投資は加速している

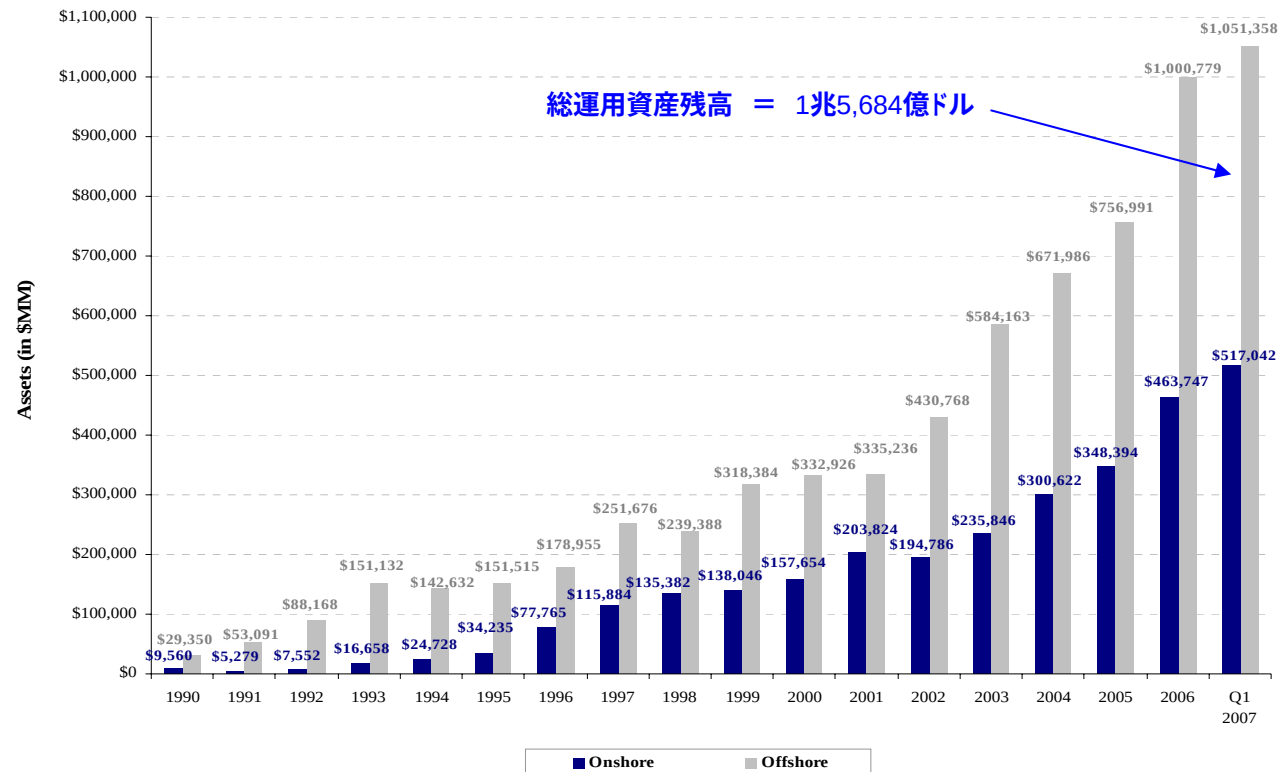
• Hedge Fund Research社(民間調査会社)の資産によれば2007年3月末時点でのヘッジ・ファンド総運用資産残高は1兆5,684億ドル(約188兆円)に上ります。これは10年前の水準から約4.5倍に膨れ上がっており、2003年から見ても1.9倍の大きさとなります。

• さらに2002年以降の資産伸び率は二桁となっており、2006年はさらに増加基調が強まっております：

資産伸び率	2002年	16%
	2003年	31%
	2004年	19%
	2005年	14%
	2006年	29%
	2007年Q1	7% (年率28%)

• 近年ヘッジ・ファンドの存在が目立っているものの、金融市場全体に対する比率は依然小さいです。1998年時点で商業銀行の総資産が4.1兆ドル、Mutual Fundが5兆ドル、Private年金が4.3兆ドル、州・自治体年金が2.3兆ドル、そして生保が3.7兆ドルとヘッジ・ファンドは全体の1.9%に過ぎず、金融市場全体も伸びていることを考えると現在はこの比率が幾分増えたとしても大きく変わっていないと思われます。

推定されるヘッジ・ファンドの運用資産(AUM)残高 (1990～2007年,Q1)



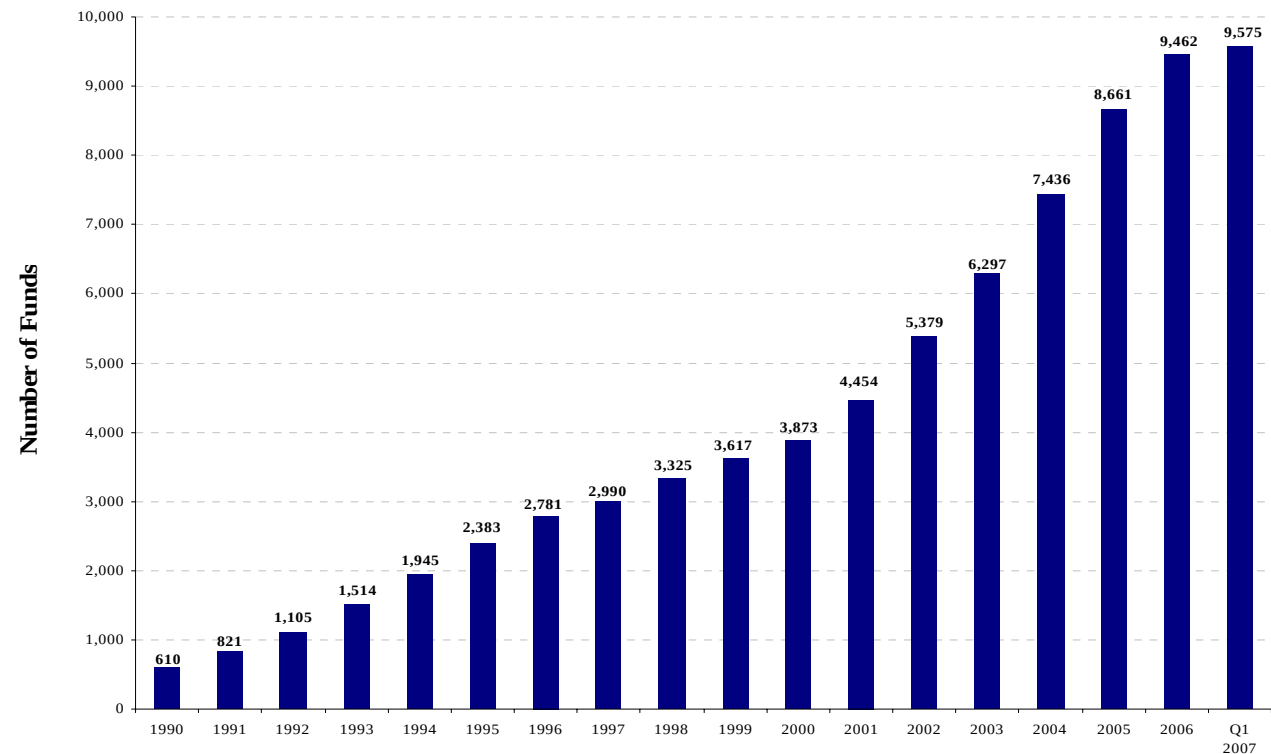
出所：HFR Industry Reports, HFR, Inc. (2007 Q1). www.hedgefundresearch.com

ヘッジ・ファンド会社数の状況

ヘッジファンドはもうじき1万社を突破する

- ・ 同じくHFRの調査によれば2007年3月末でのヘッジファンドの数は9,575社で10年前の3.2倍となっております。
- ・ この背景には空前とも言えるリクイディティー（金余り）が急速に伸びがあると思われます。
- ・ その兆候は特に富裕層に見られますが、一般企業からの投資も増えております。近年は日本企業（生保・銀行・年金等を含む）によるオルタナティブ投資も増えて来ております。
- ・ 新しく設立されるファンドの最近の特徴として証券・銀行からの転職者が立ち上げるケースが目立っております。
- ・ **この急速な伸びは経験の少ないファンドの増加も意味します。** たとえばこの9,575社のうち61%が5年以内に設立されたもので、2年以内だけで21%となります。

推定されるヘッジ・ファンド会社の数（1990～2006年）



出所：HFR Industry Reports, HFR, Inc. (2007 Q1). www.hedgefundresearch.com

IMF調査によれば1980年代のヘッジファンドの数(ファンドオブファンドを含む)は、1980年1、1985年22、1990年127、1991年170、1992年245、1993年361、1994年526、1995年698、1996年904、1997年1115（IMF(松崎信寿訳)『ヘッジファンドの素顔、IMF報告書』（シグマベストキャピタル、1999年)30頁）となっている。いずれにしても1990年代以降その動向が国際金融に大きな影響を与えたのであろう。