

# ヘッジファンドを巡る最近の動向

2005 年 7 月  
信用機構局\*  
金融市場局

## ■要 旨■

---

(ヘッジファンドとは何か)

ヘッジファンドが、国際金融市場において存在感を増してきている。ヘッジファンドは、同じ集団投資スキームである投資信託と比較すると、機関投資家や個人富裕層などに投資家を限定することによって各種規制等に伴う制約を弱めたり、投資家からの解約に制約を課すことにより、自由度の高い戦略をとることに特徴がある。

(ヘッジファンド市場の拡大・その背景とリスク特性の変化)

1990 年代以降、ヘッジファンドの資産規模およびファンド数は急激に拡大し、特に 2002 年以降は、機関投資家の投資規模拡大が顕著である。わが国においても、年金基金、金融機関等を中心にヘッジファンドへの投資が拡大している。こうしたヘッジファンド投資の拡大は、近年の主要国における低金利環境の継続や、投資家の運用多様化ニーズの強まりが主な背景と考えられる。データの制約はあるが、公表されている運用実績のデータからみると、近年、①株式や債券市場の動向に関らず正の収益率を確保したこと、②ボラティリティが株よりも低く推移したこと、③伝統的資産との相関が総じて小さく、ポートフォリオ分散のメリットがあったことなどが特徴として挙げられる。こうしたパフォーマンスは、投資家のニーズにも合致するものであったとみられる。

ヘッジファンドは、規模や投資家層の拡大に伴って、より多様な投資戦略の下に、広範な市場で活動するようになっており、国際金融市場全体の効率性や流動性を高める方向に作用している。こうした中で、ヘッジファンドのリスク特性も変化してきており、LTCM 危機前後(1990 年代終盤)と近年(2002 年以降)の運用実績のデータを比較してみると、全体としては、①ボラティリティ、収益率とも低下したほか、②バリュー・アット・リスクなどによって通常想定される最大損失を超えるような大きな損失が発生する頻度は低下した。また、投資家サイドのリスク管理意識が強まる中、過大なレバレッジをかけるファンドは投資家から敬遠される傾向があり、実際にファンドのレバレッジ水準は低下傾向にあるとも言われている。一方で、ヘッ

---

\* 現「金融機構局」。

ジファンドは優勝劣敗が速やかに決する傾向があるため、特定ファンドに集中して投資しないといった点には注意が払われている。

#### （ヘッジファンドを巡る規制について）

米国では、証券取引委員会（SEC）が投資マネージャー業務に関する規制を強化する方向で規則を改正した。英国では、ヘッジファンドの特徴を備えることの出来るビークルとして、機関投資家等向けの新たな集団投資スキームを導入した。また、欧州やアジアの中には近年、小口投資家への販売を可能とする法制度の整備を進める動きが見られる。このように、方向性は必ずしも一様でないが、様々な国において、ヘッジファンドを意識した規制改正が行われており、そこでは投資家にとっての多様な選択肢の確保と投資家保護のバランスが鍵となっている。

#### （ヘッジファンドを巡る最近の議論）

前述のように、ヘッジファンドは、近年、全体としてみればリスクを抑制する方向にあるように窺われるが、個別ファンドではリスクの高いものも存在するとみられるほか、国際金融経済環境が変われば、リスクをとって高い収益を追求する姿勢に変化する可能性もある。ヘッジファンドが国際金融市場における存在感を高めているだけに、ヘッジファンドの大規模な損失あるいは破綻は、直接的な取引相手や投資家に与える影響に加え、取引の手仕舞い等を通じて国際金融市場の流動性や価格形成に広範な「外部効果」を及ぼす可能性も否定できない。こうしたことから、ヘッジファンドの動向については、今後とも注意深く見守っていく必要がある。

ヘッジファンドを巡る最近の国際的な議論を整理すると、①取引相手や投資家のリスク管理のあり方、およびその前提となるヘッジファンドの情報開示の進め方、②ヘッジファンドの行動あるいは破綻が広く市場や金融システムに及ぼす影響の把握が主な論点として挙げられる。

ヘッジファンドの取引相手のリスク管理については、LTCM危機後の取組みの中で、課題を残しつつも着実な進展が確認されているところであるが、今後、競争環境の変化によりそのリスク管理が緩に流れる可能性がないか、引き続き検証していくことが必要である。ヘッジファンドの情報開示については、現在では、一律の情報開示規制を課すよりも、取引相手や投資家がリスク管理の一環として、それぞれのニーズにあった情報をファンドから取得することが、ファンドへの規律付けとして有効かつ効率的との考え方が有力である。

ヘッジファンドに関する情報が限定されている中で、どのようにその活動状況や影響を把握していくか、という点に関しては、特に、ヘッジファンドの収益機会が減少すること等により、取引手法の単純化や高リスク化が進み、市場を不安定化させるリスクはないか、ファンドの退出によって市場流動性が急激に低下する惧れはないか、といった視点からモニタリングしていくことが重要と考えられる。

こうした問題意識を踏まえ、各国の中央銀行を含む金融当局は、ヘッジファンドの取引相手や投資家である銀行・証券会社等のリスク管理のあり方を検証しているほか、国際的な会合での情報交換やデータベース整備に向けた検討など、的確な市場モニタリングのための取組みを進めている。

## 1. はじめに

ヘッジファンドと呼ばれる投資形態が、国際金融市場において存在感を増してきている。比較的よく用いられる定義は、「私的に組成され、プロの投資マネージャーによって運営される、一般投資家に広く購入されることのない、共同投資のための法的『器』（ビークル）」<sup>(注1)</sup> というものであるが、確立した定義がある訳ではなく、投資対象や投資手法も千差万別である。

ヘッジファンドの歴史は1949年まで遡ると言われるが、存在が広く知られるようになったのは、1992年の欧州通貨危機の際、ジョージ・ソロス氏が率いるヘッジファンドが英国ポンドを欧州為替相場メカニズム（ERM）からの離脱に追い込んだとされてからである。また、米国系のヘッジファンドであるロング・ターム・キャピタル・マネージメント（以下、LTCM）が1998年に大幅な損失を被り、破綻寸前まで追い込まれたことは、金融市場や金融システムの安定への影響を懸念させ、様々な議論を提起するきっかけとなった。

LTCMの経営危機の後、ヘッジファンドへの資金流入は、いったん沈静化したが、主要国で低金利政策が採られる中、利回り指向やリスク分散指向の強まりを背景に、近年急激に拡大している。

本稿の構成は以下の通りである。2. では、ヘッジファンドの特徴、商品特性等について述べる。3. では、LTCMの経営危機以降のヘッジファンド市場の拡大の現状を説明する。4. では、市場参加者としてのヘッジファンドの存在感の高まりを概観した後、リスク特性につい

て若干の分析を試みる。5. ・ 6. では、ヘッジファンドのリスク特性に影響を及ぼす要因やヘッジファンドが直面する競争環境について考察する。7. では、欧米主要国およびわが国における、ヘッジファンドを巡る規制について、最近の変化も含め概観する。最後に、8. は、最近の国際的な論調や、実証分析例を紹介するとともに、中央銀行を含む金融当局の取組みについて、論点整理を試みる。

## 2. ヘッジファンドとは何か

### (1) 基本的な特徴

ヘッジファンドは、多くの場合、特に、通常の投資信託（ミューチュアル・ファンド）との対比において、以下のような特徴を有する。

- ① 投資戦略の自由度が高いこと：ヘッジファンドは一般に、投資家保護の必要性の少ない、機関投資家や一部の富裕層などに投資家を限定する。投資家を広く公募せず私募形式を採ることにより、通常の投資信託などと比較して、株式等の売り持ちポジションの組成や金融派生商品の利用を弾力的に行うことができ、投資戦略の自由度を高められる。また、情報の開示義務が軽減されるなど、規制や監督をほとんど受けない。
- ② 「絶対リターン」追求型の投資手法：一般に投資信託は、株式市場や債券市場全体の動きを基準とし、それとの対比で収益を上げることが目標とする（投資成績が相対的に評価される）。これに対し、ヘッジファンドは、市場環境によらず一定の収益率を目

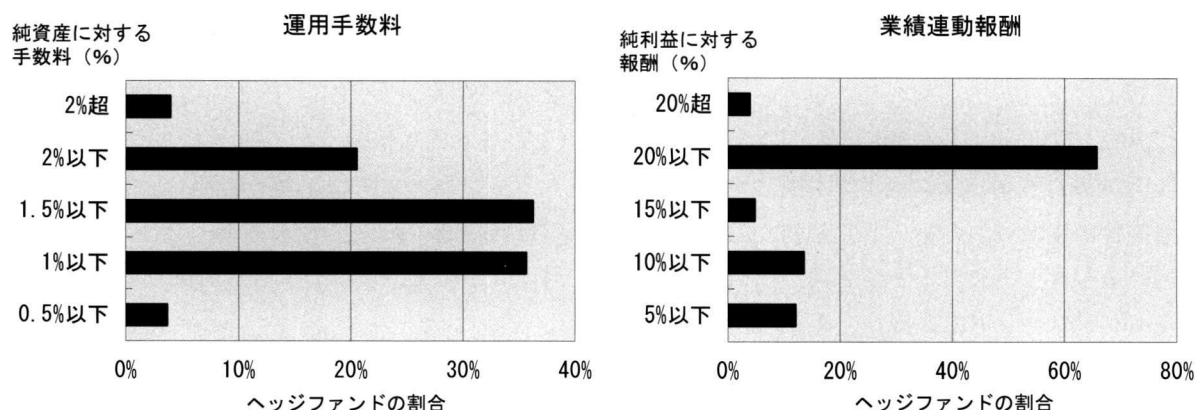
(注 1) The President's Working Group on Financial Markets (1999、以下、大統領報告書)からの引用。同ワーキンググループは、LTCMの経営危機の後、米国財務省、連邦準備制度理事会（FRB）、証券取引委員会（SEC）、商品先物取引委員会（CFTC）によって組成された。

指すという意味で、「絶対リターン」追求型と言われる。

- ③ 投資マネージャーの報酬体系が業績連動型であること：ヘッジファンドは、投資マネージャーによって運営されている。投資マネージャーは、典型的には、ファンド純資産の

1～2%の運用手数料に加え、ファンドの純利益の10～20%に相当する業績連動報酬を受け取る<sup>(注2)</sup>（図表1）。また、投資マネージャーは、個人資産を自ら運営するファンドに出資していることが多い。

（図表1）投資マネージャーの報酬体系（シェア：%）



（注）Lipper TASS Database に 2005 年 3 月時点で登録している 3071 のヘッジファンドが対象。

（出所）Lipper TASS Database

## （2）ヘッジファンドの商品特性、仕組み

### ① 商品特性

国毎の法制の違いや個別の商品設計などによって差異はあるが、ヘッジファンドの商品特性や購入・解約に至る手順は概ね以下の通りである。まず、ファンドの販売は、私募形式を採り、広く一般に広告募集は行われない。したがって、ヘッジファンドを購入する場合、投資家は自分のニーズに合致するファンドを見つけるため、個別ファンドのリスクや収益性を査定し、情報を提供するゲートキーパーと呼ばれるファン

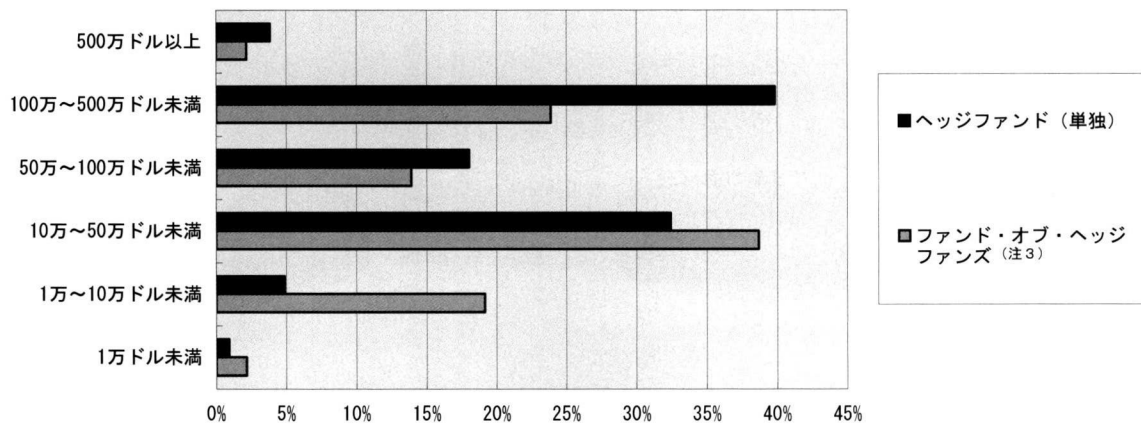
ド調査会社を利用することが多い。

投資家は、ファンドから目論見書を取り寄せ、その内容を吟味した上で、購入を決定すると、目論見書で指定された先に購入申込書を郵送するとともに、所定の銀行口座に入金する。購入日は、例えば毎月末など、月1回の特定日が指定されることが多く、購入申込や入金はその一定期間前になされる必要がある。最低投資金額は、10 万米ドル（およそ 1,000 万円）以上の額に設定するファンドが多い（図表2）。

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



(図表 2) ヘッジファンドの最低投資金額 (シェア : %)



(注) Lipper TASS Database に 2005 年 3 月時点で登録しており、米ドル建てでデータを報告している 2397 のヘッジファンドが対象。

(出所) Lipper TASS Database

投資回収の方法には、配当の受取りと解約がある。配当の有無は個別の投資家との契約内容に依存する。日本の投資家に対しては配当するケースが比較的多いようであるが、その他の投資家に対しては定期的な配当を行わず、利益は内部留保されることが通例である。次に、解約については、様々な制約がかかる。解約できるのは予め決められた月や四半期に一回の特定日のみである場合が多い(図表 3①)。投資家は、その特定日の一定期間前までに解約の申込みを行う必要があるほか、実際に資金の払込みを受けるのは特定日からさらに期間を要する。両者を合わせた、「資金化期間」は、60 日以上に及ぶことが多い(図表 3②)。また、ファンドに新たに投資する場合、契約に定められた期間が

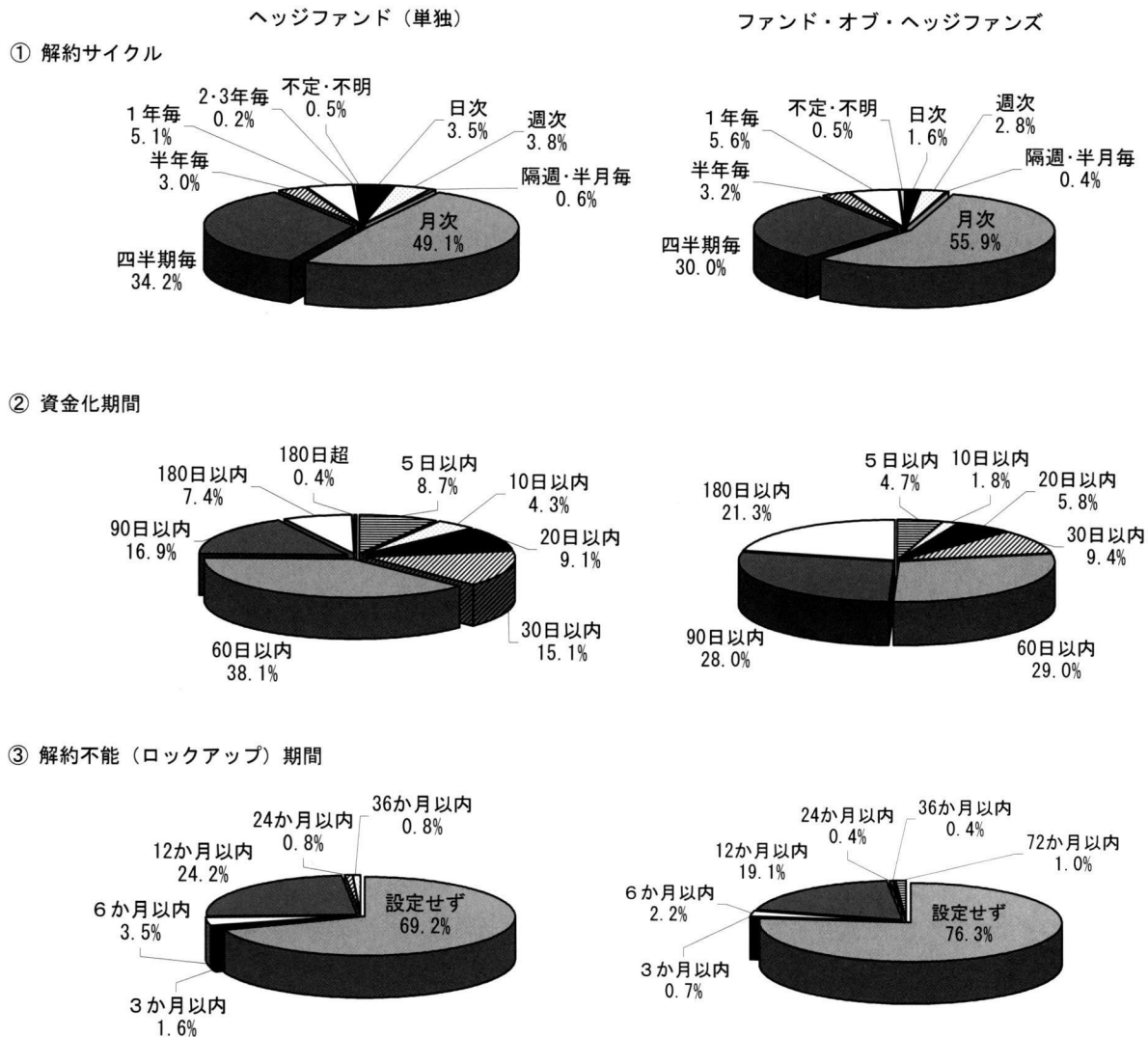
経過するまで解約できない場合がある(ロックアップ期間という、図表 3③)。ただ、その契約内容は、一定の手数料により短期間でも解約に応じたり、金融市場の混乱など例外的な事象が生じた場合には、解約を延期できる権利をファンドが留保するなど、ファンドによって、あるいはファンドと各投資家の間によって、様々なようである。

ヘッジファンドは、投資信託や国債などと比較して、購入および解約に大きな制約がかかるという意味で、投資家にとって流動性の低い金融商品である(注 4)。これは、ファンドにとっては資金を固定化できることを意味し、投資家から要求されるパフォーマンスを追求する上で重要な要素となる。

(注 3) 複数のヘッジファンドを束ねて投資を行うファンド。

(注 4) なお、ファンド・オブ・ヘッジファンズについては、通常の単独ヘッジファンドと比較して、最低投資金額が低い一方、資金化期間がやや長いなどの特徴がある(図表 2、3)。

(図表3) ヘッジファンドの解約条件 (シェア: %)



(注) 2005年3月時点でデータがLipper TASS Databaseに登録されている2256のヘッジファンド(単独)と817のファンド・オブ・ヘッジファンズが対象。

ロックアップ期間の「設定せず」の中には、解約はいつでもできるものの比較的割高な解約手数料を課すものも含まれる。

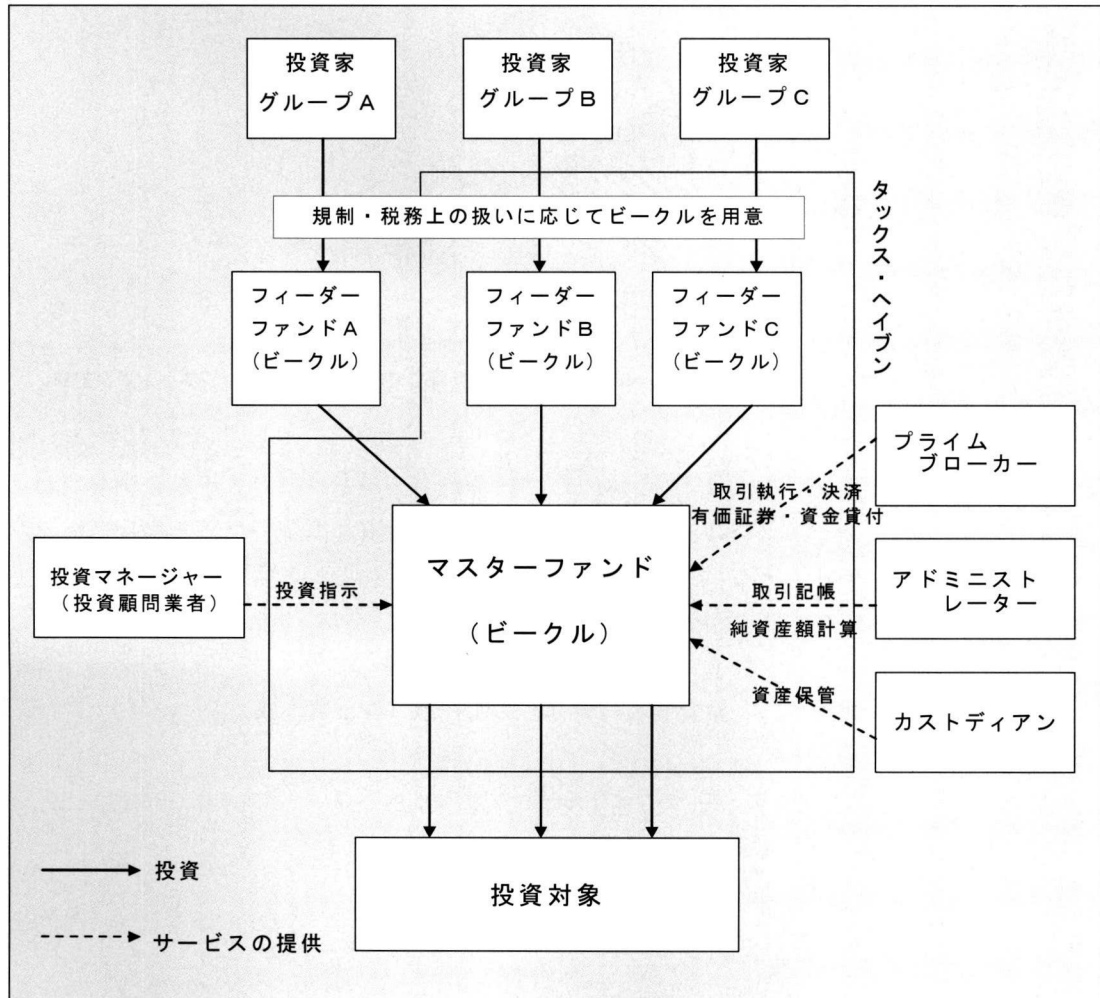
(出所) Lipper TASS Database

## ② ヘッジファンドの仕組み (図表4)

ヘッジファンドの基本的な構成要素は、投資資金が蓄積される法的「器」=ビークルと、ファンドから委託を受け、運用を指揮する投資マネー

ジャーである。「ヘッジファンド」という場合、ビークルを指すことが多いが、投資マネージャーを含めて用いることもある(本稿でも、特に誤解が生じるおそれがない限り、そうした慣用に従う)。

(図表 4) ヘッジファンドの仕組みの例

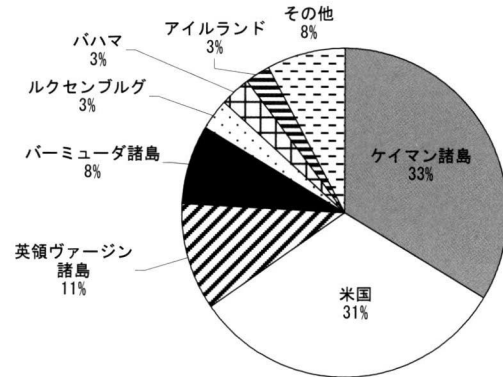


ピークルは、米国人投資家を対象とするファンドについては、通常、リミテッド・パートナーシップと呼ばれる法形式で米国に置かれる（図表 5）。日本を含め、その他の国の投資家を対象とする場合には、ケイマン諸島など免税措置のある国や地域（タックス・ヘイブンという）に

置かれる場合が多く、投資法人、信託、リミテッド・パートナーシップなどの法形式を採る。規制・税制面の扱いが異なる種類の投資家を受け入れるため、一つの親（マスター）ファンドの下に、フィーダー・ファンドと呼ばれる子ファンドを複数ぶら下げるケースもある<sup>（注 5）</sup>。

（注 5）類似のものとして、規制・税制上の扱いが異なる投資家のために、複数のファンドを設置するが、マスターファンドを設けずに、契約によって運用の結果を各ファンドに帰属させる方式もある（パラレル・ファンド方式という）。

(図表 5) ビークルの所在地 (シェア : %)



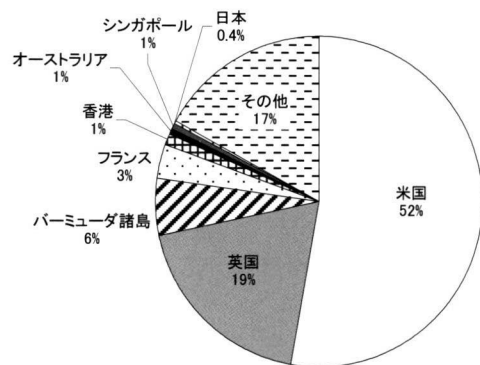
(注) Lipper TASS Database に 2005 年 3 月時点で登録している 3071 のヘッジファンドが対象。

(出所) Lipper TASS Database

投資マネージャーは、アジア・オセアニア地域では、日本、オーストラリア、香港、シンガポール等に拠点を置くケースもあるが、多くの場合、米国や英国に拠点を有する (図表 6)。

投資マネージャーは、大手の金融機関およびその系列の投資顧問業者である場合もあるが、しばしば、それらから独立した業者である。

(図表 6) 投資マネージャーの所在地 (シェア : %)



(注) Lipper TASS Database に 2005 年 3 月時点で登録している 3048 のヘッジファンドが対象。世界上位 4 地域とアジア・オセアニア上位 4 地域を図示。

(出所) Lipper TASS Database

このほか、ヘッジファンドに対してサービスを提供する業者には、以下のようなものがある。

(イ) 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、有価証券

および資金の貸付などのサービスを提供する。新たにヘッジファンドを立ち上げる際のノウハウの提供や、投資家の紹介を行うこともある。一つのヘッジファンドが、複数のプライムブローカーと取引

をすることもある。現状、数社の大手投資銀行によって、この業務のかかなりのシェアが占められている。

わが国の市場に限っても、ヘッジファンドに対するプライムブローカー業務は、外資系証券会社の在日支店のシェアが非常に大きく、邦銀・邦証では同業務の一部を取扱うに止まっている。

(ロ) アドミニストレーター(事務管理会社) :  
ヘッジファンドの取引を記帳し、また、保有資産の価値を算定した上で、ファンドの株価に相当する、出資一口あたりの純資産額を計算し、投資家等に通知を行うのが、アドミニストレーターの主な役割である。ヘッジファンドの保有資産には、市場流動性が低く、必ずしも時価が明確でないものもあり、純資産額の算定はファンドの業績や投資マネージャーの報酬を決定するだけに、極めて重要な作業となる。ファンドに

よっては、アドミニストレーターを置かず、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。

(ハ) カストディアン(資産管理会社) : ヘッジファンドの保有資産(有価証券、預金等)の保管業務を行う。やはり、プライムブローカーが当該業務を行うケースも多い。

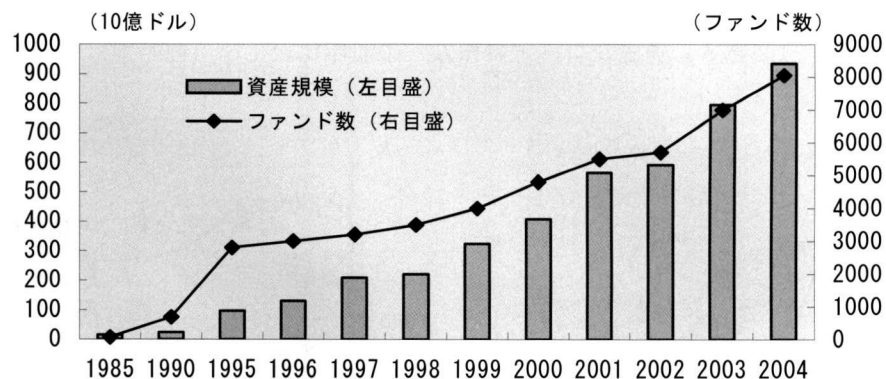
### 3. ヘッジファンド市場の拡大

#### (1) 拡大するヘッジファンド<sup>(注6)</sup>市場

世界的にみると、ヘッジファンド市場は、1990年以降、資産規模は約37倍、ファンド数は約12倍に拡大した(図表7)。また、2008年までに、資産規模で1.7兆ドル、ファンド数で11,700と、さらに6~7割増加するとの予想もある(Van Hedge Fund Advisors 社)。

ただし、世界全体の金融資産との比較ではヘッジファンドの運用資産額は、1%未満に止まっている。

(図表7) 世界のヘッジファンドの資産規模とファンド数の推移(推定値)



(出所) Hennessee Group LLC、Hedge Fund Research、  
International Financial Services, London

(注6) 以下、ヘッジファンド市場について記述する場合には、特に断らない限り、ヘッジファンドを投資対象とする「ファンド・オブ・ヘッジファンズ」も含めることとする。

ファンド・オブ・ヘッジファンドの資産規模およびファンド数は、2001年から2004年にかけて、ともに約3.5倍に増加している（Hedge Fund Research 社）。この背景には、ここ数年ヘッジファンド投資を活発化させてきた機関投資家にとって、ファンド・オブ・ヘッジファンドの方が、特定の単独ファンドに投資する場合と比較してリスク分散を図り易いこと、最低投資金額が単独ファンドと比較して低いこと（前掲図表2）等があると考えられる。

## （2）ヘッジファンドの運用方針別にみた資金フローの変化

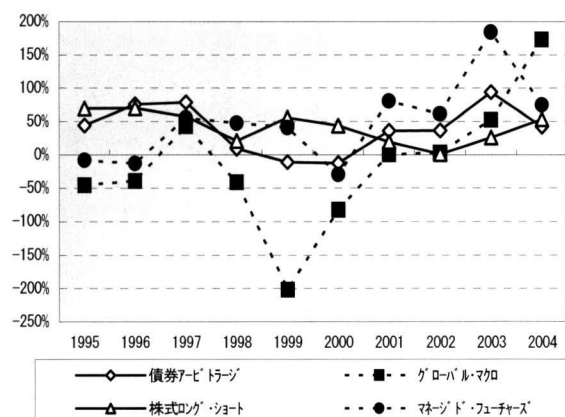
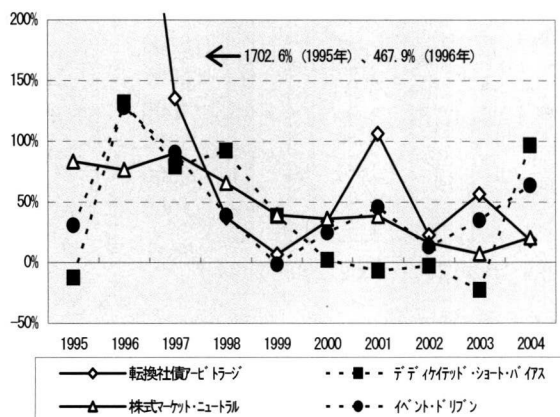
ヘッジファンドには、その運用方針に応じた戦略名が付されることが多い。例えば、株式市場で割安な銘柄を買い持ちし、割高な銘柄を売り持ちするような運用方針を掲げるファンドは、「株式ロング・ショート戦略型ファンド」と呼ばれる。また、転換社債（CB）とクレジット・デリバティブや株式を組み合わせ、裁定取引を行うファンドは「CBアービトラージ戦略型ファンド」と呼ばれる（BOX 1 参照）。ヘッ

ジファンドの資金流入状況をみると、多くの戦略で累積額が増加していることが確認できる（図表8）。

ただし、国際経済に関するマクロ・シナリオに基づいて運用を行う「グローバル・マクロ戦略」は、1990年代前半には約7割を占めていたものの、LTCM危機を契機に資金が流出し、全体に占めるウェイトは急速に低下した。他方で、市場全体には中立的なポジションを採りつつ、個別の銘柄で裁定機会を見つけるアービトラージ型戦略への資金流入の勢いが強く、これらのウェイトが高まってきている。

2005年3月時点で、CSFB/Tremont 指数に占める戦略別比率をみると（図表9）、株式ロング・ショート戦略やグローバル・マクロ戦略等、特定の相場の方向性に賭ける戦略が約1/3を占めている。また、債券アービトラージ戦略や株式マーケット・ニュートラル戦略等、個別銘柄の相対的な割安割高に賭ける戦略や、企業合併等の個別事象に賭ける戦略（イベント・ドリブン）がそれぞれ約2割を占めている。

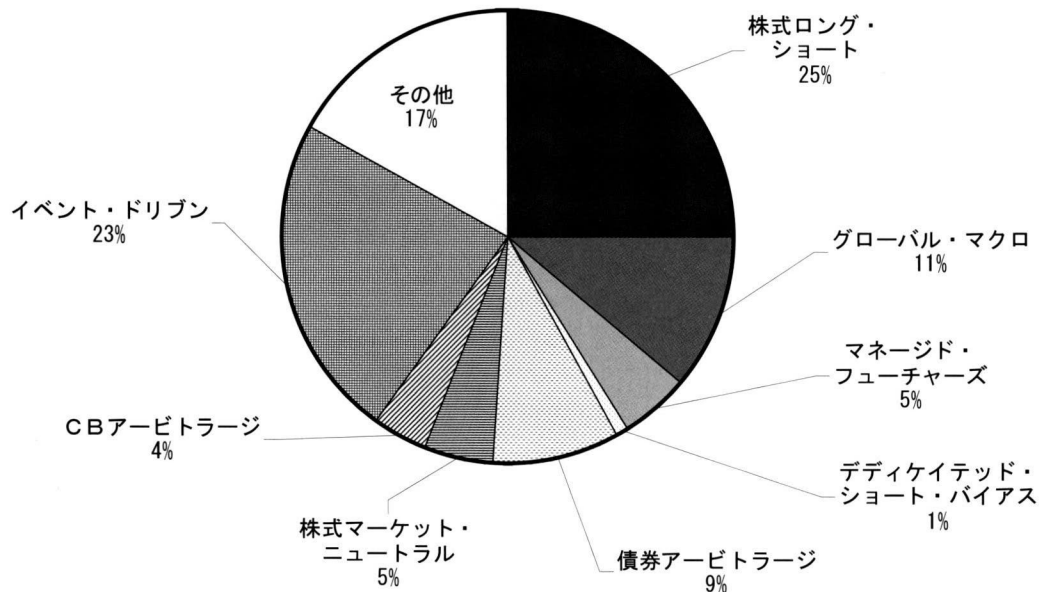
（図表8）資金フロー（累積額）の前年比変化率（戦略別）



（出所）Tremont Capital Management



(図表 9) CSFB/Tremont 指数におけるヘッジファンドの戦略別構成比 (2005 年 3 月)



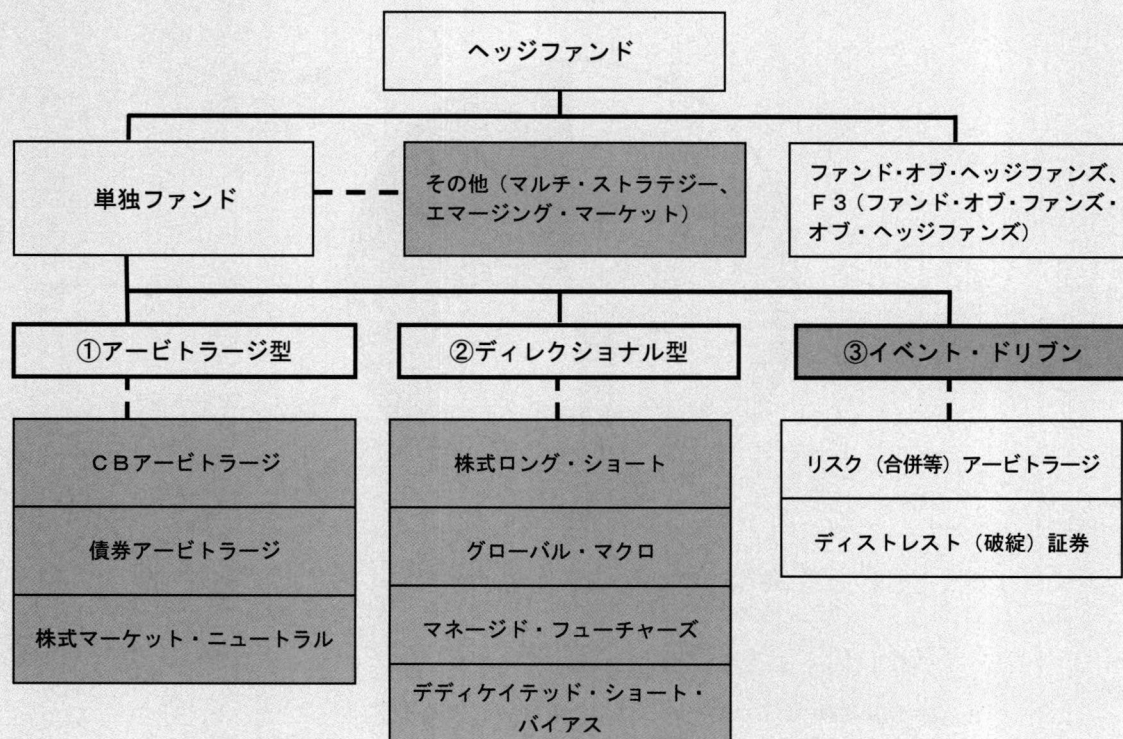
(注) 時価総額によるウェイト。また、その他には、エマージング・マーケット (4%)、マルチ・ストラテジー (13%) が含まれる。

(出所) CSFB/Tremont

## [BOX 1]

### ヘッジファンドの主な戦略

ヘッジファンドの戦略は、①市場での価格の歪みを捉えて裁定収益を追求するアービトラージ型、②市場動向の方向性に起因する収益を狙うディレクショナル型、③イベントに着目するイベント・ドリブン、その他（総合戦略型のマルチ・ストラテジー、地域特化型であるエマージング・マーケット等）に大別される（下図）。もっとも、ヘッジファンドは戦略が極めて多様である点が特徴的であり、戦略の区分方法はデータベースにより多様である上、どの戦略区分にも属さないファンドも存在する。本稿では便宜的に、CSFB/Tremont 社による戦略区分を採用した。



(注) シェドウは本文中での類型として使用した戦略区分。

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

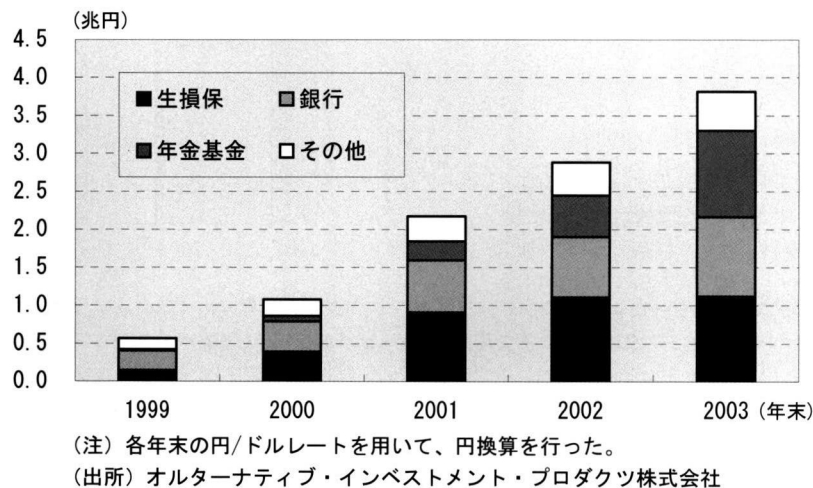
(出所) CSFB/Tremont

## (3) わが国におけるヘッジファンド投資の拡大

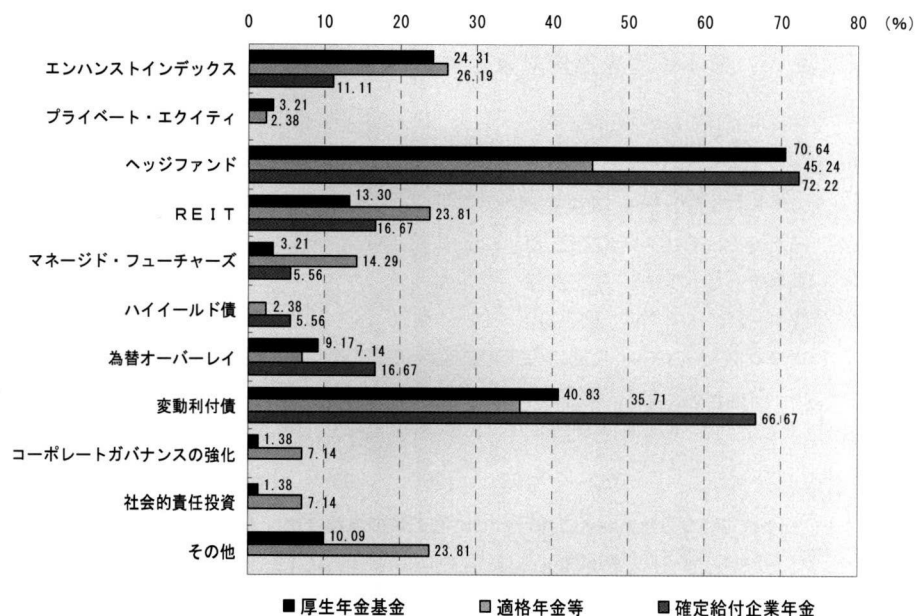
わが国でも、年金基金、金融機関等の機関投資家を中心に、株式、債券など伝統的資産からのリスク分散を狙った投資（オルタナティブ投資と呼ばれる）の一環として、ヘッジファンドへの投資が年々拡大している。2000 年以降、投

資額で約 7 倍、投資家数では 10 倍以上に拡大しているとの推計もある（図表 10）。年金基金に対して行ったアンケート調査によれば、新たに取り組みたい資産運用として、ヘッジファンドを挙げる基金が約 7 割に上っている（図表 11）。

(図表 10) わが国投資家のヘッジファンド投資の推移（推定値）



(図表 11) 年金基金の新たに取り組みたい資産運用（アンケート結果）

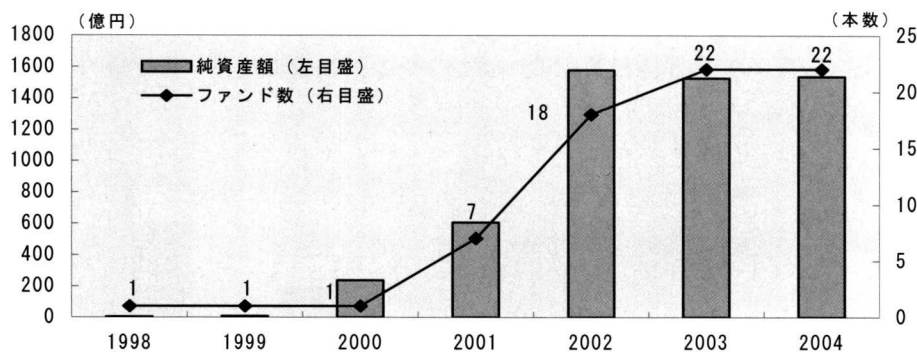


(出所) 2004 年日経企業年金実態調査 (R & I、日本経済新聞)

一般の個人投資家がヘッジファンド（単独ファンド）に直接投資することは、投資金額の大きさやリスク把握の難しさという面で、必ずしも容易でない。しかしながら、最近で

は、ヘッジファンドと類似した運用手法を採用する、ヘッジファンド型の投資信託に、小口の個人投資家の資金が流入しているとの指摘がある（図表 12）<sup>（注 7）</sup>。

（図表 12）わが国のヘッジファンド型投資信託



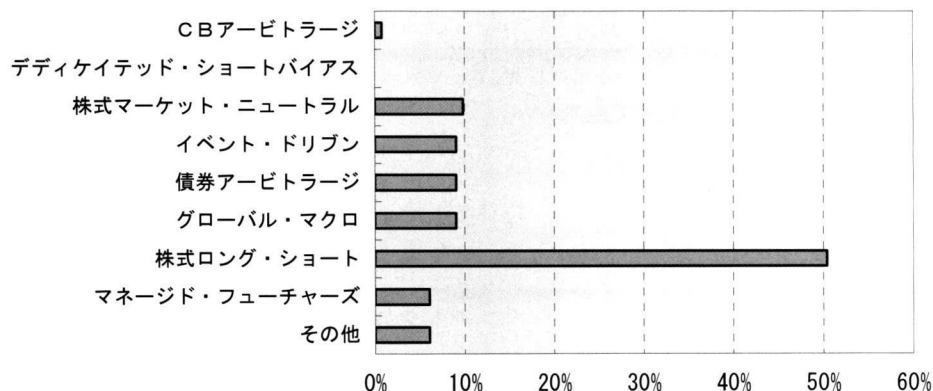
（注）ここでは、モーニングスターによるファンド分類において、2005 年 4 月現在「国内ハイブリッド・オルタナティブ運用」、「国際ハイブリッド・オルタナティブ運用（為替ヘッジあり）」、「国際ハイブリッド・オルタナティブ運用（為替ヘッジなし）」に分類されているファンドが対象（2005 年 4 月時点で 22 本）。当該ファンドは、国内で公募された追加型株式投信（ただし、外国投信は含まず）のうち、運用期間 1 年以上、純資産額 10 億円以上のもの。

（出所）Bloomberg

ちなみに、日本資産を投資対象とするヘッジファンドの戦略別内訳をみると、投資対象が株

式中心となっているという特徴がある（図表 13）。

（図表 13）日本資産を投資対象とするヘッジファンドの戦略



（注）Lipper TASS Database に登録している 133 の単独ファンドが対象。

（出所）Lipper TASS Database

（注 7）このほか、ヘッジファンド型の投資信託には、例えば、ヘッジファンドのパフォーマンスに連動して支払いが行われる債券を運用資産として組入れる投資信託が含まれる。

## [BOX 2]

## アジア危機、LTCM危機とヘッジファンド

ヘッジファンド市場はこの10年間大幅に拡大してきたが、必ずしも一本調子で成長を続けてきた訳ではない。特に1997年半ばから1998年秋にかけて、ヘッジファンドを巡る懸念がひととき強まる場面があった。

まず、1997年7月にタイ・バーツが切下げられると、続いて、韓国、香港、台湾など東アジア諸国、および、南米の新興市場に混乱が伝播した。このアジアを中心とする通貨危機において、ヘッジファンドの活動が、市場や経済に不安定化をもたらしたのではないかとの見方が台頭した。

続いて、翌年1998年8月に、ロシアのルーブル切下げと対外債務支払猶予宣言が行われると、それを契機に、世界中の市場において信用リスクへの見方が一気に慎重化し、「質への逃避」が生じた。その結果、多くの市場で流動性が枯渇し、LTCMが経営危機に瀕した。仮に同ファンドが破綻した場合、取引相手が債権保全のため、無秩序かつ一斉にポジションの清算や担保売却などに動くことで、市場環境の悪化に拍車がかかることが強く懸念された。こうした事態を受けて、ニューヨーク連邦準備銀行が、同ファンドの主要な取引先や投資家であった大手銀行・証券会社に対して、混乱をより小さくしうる方策の検討を要請した。結局、14先から計36億ドルの出資金が拠出され、同ファンドは破綻を免れた。

その後、1999年から2000年にかけて、米国当局や国際機関等によって多くの報告書が発表された<sup>(注)</sup>。これらの報告書はLTCM危機の教訓として、下記の点を政策的課題に掲げている。

- まずは、ヘッジファンドに規制を直接かけるのではなく、取引相手である銀行・証券会社等に対してリスク管理強化を求め、レバレッジの過剰な積み上げが見逃されることのないよう、市場規律が働くことを期待する。
- また、これを補強する手段として、ヘッジファンドに対して適切な情報開示の拡大を求め、場合によっては、そのための規制上の措置を講じる。
- 以上のような間接的な措置が十分な成果を上げない場合には、免許制や自己資本規制など、より直接的な規制・監督の措置を検討する。

(注) 例えば、大統領報告書、BCBS[1999a]、IOSCO[1999]、FSF[2000]。



## 4. 近年のヘッジファンド市場拡大の背景とリスク特性の変化

### (1) 市場参加者としての存在感の高まり

近年の国際金融市場では、金融市場における収益性が2000年以降の低金利環境下で低下する一方、リスク管理技術は大きく進展するという特徴的な動きがみられた。こうした金融環境の変化に加え、LTCMの経営危機の経緯（BOX2参照）も踏まえて、ヘッジファンドのリスク特性も変化しているように窺われる。すなわち、通貨制度の破綻など特定のマクロ・シナリオに賭け、巨大な資金を投じて高収益を狙う投機的主体という位置付けから、多様かつ高度な運用手法を駆使して、国際金融市場において網の目のようにリスクを分散し、一段と広範な市場で流動性を供給する主体に変わってきている。

ヘッジファンドは、幅広い市場を対象に多様な運用手法を駆使し、より効率的にリスクを取ってリターンを上げるところに運用戦略上の特徴がある。こうしたヘッジファンドの取引の多様性が、一方向に偏りがちな市場に対して、一定の流動性供給機能を果たしていると言える。

また、ヘッジファンドの広範かつ多様な取引行動は、従来観察されなかったような市場間の連動性を生んでいる。こうしたヘッジファンド取引の広がりや、市場間の裁定関係を強め、市場機能の向上に貢献しているとも言える。ヘッジファンドの影響範囲の広さを示す事例として、2005年5月の米国大手自動車会社格下げの影響がある。当該格下げは単に米国低格付債市場のスプレッド拡大を引き起こすに止まらず、クレ

ジット・デリバティブや証券化商品、転換社債を組み込んだヘッジファンドの取引戦略<sup>(注8)</sup>を背景に、株式市場やわが国銀行劣後債市場などにも影響を及ぼした。さらに、原油等商品取引市場や為替市場などで先物ポジションが縮小し、わが国株式市場への海外資金流入テンポも弱まるなど、ヘッジファンドの行動やそれを巡る思惑を通じて、国際金融市場全体に広がる影響が発生したと言われている。

このようにグローバルに連動性を高める今日の国際金融市場動向を理解する上では、網の目のように広がるヘッジファンドの取引行動・リスク特性を理解することが不可欠となっている。その意味で、ヘッジファンドの市場参加者としての存在感が高まっていると言えよう。

### (2) 機関投資家等によるヘッジファンド投資の拡大

ヘッジファンドへの投資主体は、従来は個人富裕層が中心であったが、近年、機関投資家の割合が拡大していると指摘されている。米国の約50の機関投資家およびヘッジファンドを対象に行った調査（2004年9月公表）によると、①2003年末時点で米国の機関投資家がヘッジファンドに直接投資している資金総額は約660億ドルであり、2008年末には3,000億ドルを超えると推測されているほか、②2003年末時点でヘッジファンドに対する投資資金のうち約30%を機関投資家が占めており、2008年末には50%を超えると推測されている（Bank of New York、Casey, Quirk & Acito 社調査）。

(注8) 米投資家によるGM株大量買付けを受けた株価急騰と、米S&P社による同社債の格下げにより、株式ショートとクレジットロングを組み合わせたCBアービトラージ戦略ファンドが悪影響を受け、その損失カバーのための益出し売りが劣後債市場やCDS市場等で観察された。また、CDSのトランシェを跨る相関取引を行っていたファンドにも損失が発生し、これらファンドのポジション・クローズの動きなどが、高格付資産担保証券市場の価格動向にも影響を与えたと言われている。



### (3) ヘッジファンド市場拡大の背景

機関投資家を中心に、ヘッジファンド投資が拡大した理由としては、近年の主要国における低金利環境の継続や、投資家の運用多様化ニーズの強まりが主な背景と考えられる。また、近年におけるヘッジファンドの運用実績も、投資家のニーズに合致したものであったとみられる。具体的には、ヘッジファンドは、収益率について株価下落時でもある程度の水準を確保し、低金利環境下でも債券を大きく超えていた一方、ボラティリティ<sup>(注9)</sup>は、近年、株式より小さく、債券とほぼ同様の水準となっている。さらに、一部に株式との相関が高いファンドもみられるものの、債券・株式との相関は概ね低いことから、リスク分散を図るためにヘッジファンドをポートフォリオに追加的に組み入れる動きが活発化している。

以下では、こうした点について、CSFB/Tremont 指数を用いて、収益率とボラティリティについてヘッジファンドと伝統的資産を比較すること

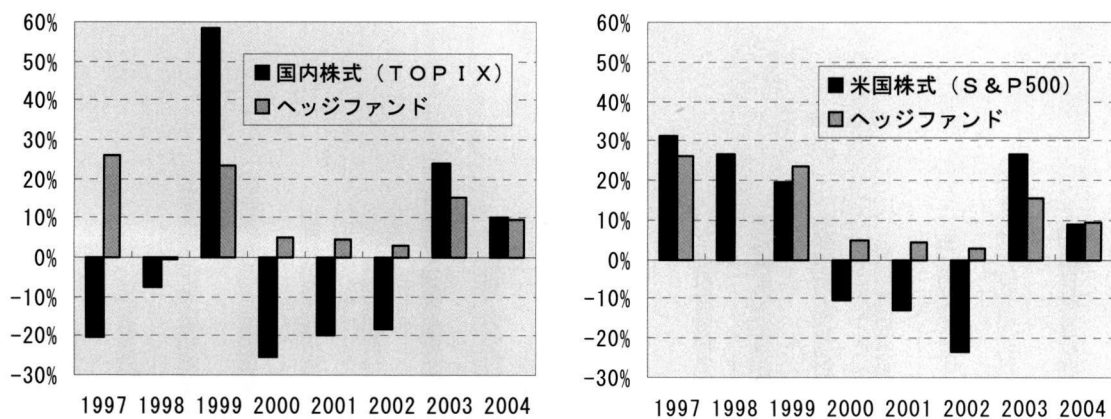
により確認する。

なお、指数を用いて分析を行う際には、いくつか留意しておくべき点がある。まず、当然のことながら平均値としての指数には、個々のファンドの多様性は反映されないほか、指数そのものが抱える歪みも認識しなければならない（BOX 3 参照）。さらに、データベースへの情報提供がファンドの自主性に委ねられていることもあり、データ収集頻度はせいぜい月次であるため、分析に用いるサンプル数が限られてしまう点は、分析結果を解釈する上で考慮する必要がある。

#### (伝統的資産との比較：収益率、ボラティリティ、相関係数)

ヘッジファンドの収益率を株式のそれと比較すると、株式の収益率が低迷した 2000 年から 2002 年の間、ヘッジファンドは安定的に正の収益率を確保していたことがわかる。ただし、2003 年以降は株式の収益率が上回っている(図表 14)。

(図表 14) ヘッジファンドと株式の収益率比較



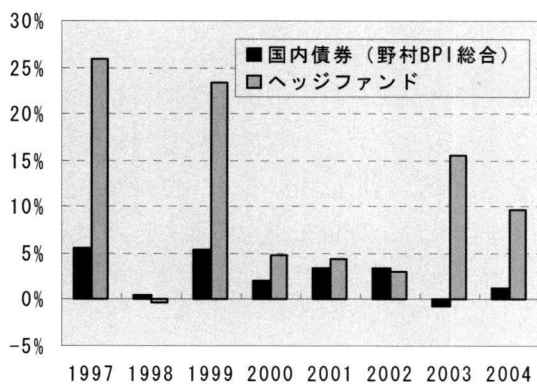
(出所) CSFB/Tremont、Bloomberg

(注 9) 「ボラティリティ」は各指数の月次収益率の標準偏差を指す。以下の分析においても同様。

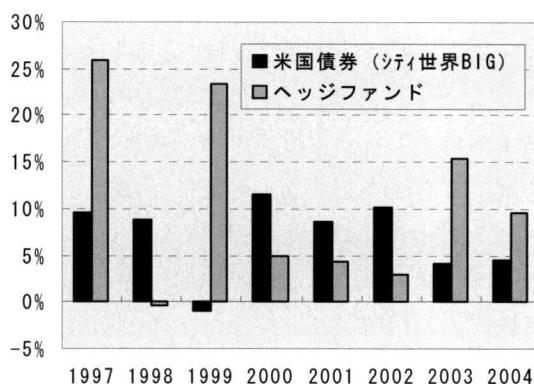
次に、債券の収益率と比較すると、株価が低迷した2000年から2002年を除き、ヘッジファン

ドの収益率は債券を上回っていたことがわかる（図表15）。

（図表15）ヘッジファンドと債券の収益率比較



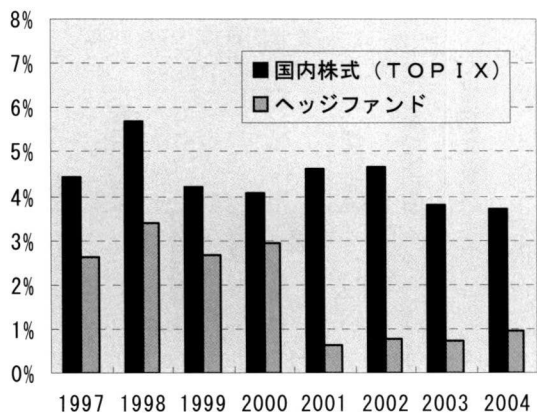
（出所）CSFB/Tremont、Bloomberg



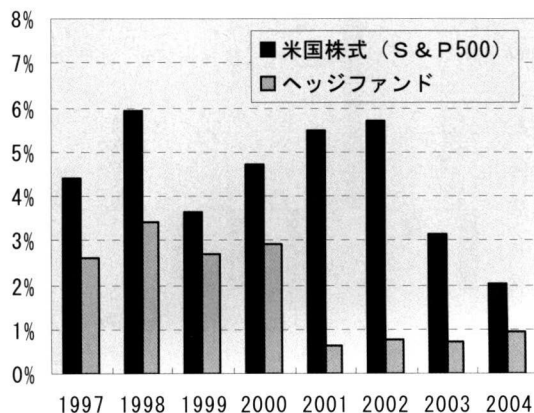
また、ヘッジファンドのボラティリティをみると、株式との比較では、近年、株式よりもボラティリティが低くなっていることが指摘でき

る（図表16）。一方、債券との比較でも、ほぼ同程度のボラティリティ水準となっていることがわかる（図表17）。

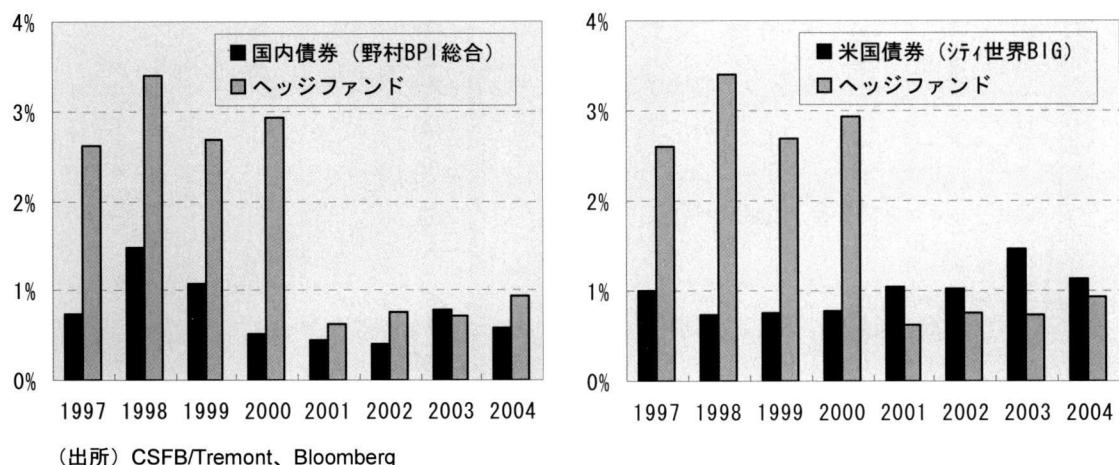
（図表16）ヘッジファンドと株式のボラティリティ比較



（出所）CSFB/Tremont、Bloomberg



(図表 17) ヘッジファンドと債券のボラティリティ比較



さらに、ヘッジファンド投資が株、債券など伝統的な資産への投資に対するリスク分散効果を有しているかどうかをみるため、これらの間の相関係数をみると、相関係数の水準は概ね低

いことが確認できる(図表 18)。ただし仔細にみると、ヘッジファンドは株式との相関が相対的に高く、特にファンド・オブ・ヘッジファンズは株式との相関が高い。

(図表 18) ヘッジファンドと伝統的資産との相関係数

	国内株式	米国株式	国内債券	米国債券
ヘッジファンド	0.32	0.48	-0.13	0.10
C Bアービトラージ	0.12	0.11	0.07	0.06
デディケイテッド・ショート・バイアス	-0.50	-0.78	0.22	0.09
株式マーケット・ニュートラル	0.20	0.46	0.06	0.17
イベント・ドリブン	0.47	0.55	-0.14	-0.10
債券アービトラージ	0.20	-0.03	-0.09	0.06
グローバル・マクロ	0.04	0.18	-0.06	0.20
株式ロング・ショート	0.39	0.57	-0.17	0.05
マネージド・フューチャーズ	-0.19	-0.21	0.12	0.43
ファンド・オブ・ヘッジファンズ	0.51	0.72	-0.14	-0.05

(注1) 相関係数は、1997年1月から2005年3月までの月次収益率を使用して計算。ただし、ファンド・オブ・ヘッジファンズとの相関係数については、2004年12月まで。

(注2) 国内株式はTOPIX、米国株式はS&P500、国内債券は野村BPI(総合)、米国債券はシティグループ米国BIG債券インデックスを使用。ヘッジファンドはCSFB/Tremont、ファンド・オブ・ヘッジファンズはHedge Fund Research社作成の指数を使用。

(出所) Bloomberg、CSFB/Tremont、Hedge Fund Research

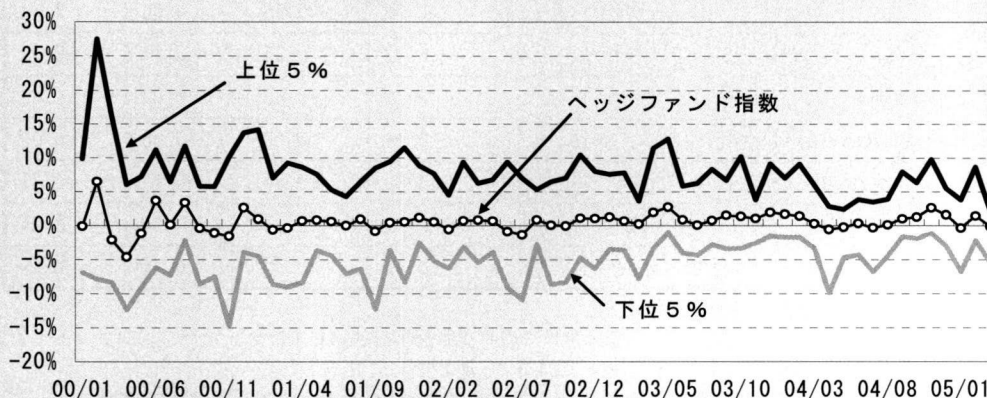
### [BOX 3]

#### ヘッジファンド指数およびデータベースの抱える問題

ヘッジファンド指数およびデータベースには、以下のような限界が存在するため、当該データを用いて分析する場合、こうした限界を十分認識する必要がある。

- 生き残りバイアス：データベース提供者は、投資可能なヘッジファンドのみの情報を提供する傾向にあることから、その時点で引き続き活動しているヘッジファンドのみが指数を算出する上で計算対象となる可能性がある。低収益率のため報告を行わないファンドや既に消滅したファンド、業績連動報酬の取得が困難となったこと等から活動を停止したヘッジファンドなどのデータが勘案されず、結果として指数が実際よりも過大評価されたものとなる。
- 自己選択バイアス：ヘッジファンドがデータベースに情報提供する目的が広告にあることから、高い収益率を達成し、投資マネージャーが必要としている規模の運用資産が集まると、データベースへの情報提供を停止する可能性がある。
- 遡及バイアス：新たなヘッジファンドが加わる場合、データベース提供者は過去の収益率を提供するように求めるが、その際に当該ヘッジファンドは、直近の最もよい収益率を達成した期間のみを報告することができる。
- 清算バイアス：消滅しようとしているヘッジファンドが、清算に至るまでの間、収益率等を報告しない可能性がある。
- 二重計算バイアス：指数が一つのヘッジファンドを複数のカテゴリーに分類していることから生じる。ファンド・オブ・ヘッジファンズとそれらが投資している単独ファンドがともに指数に含まれる場合もある。
- 独立した第三者のチェックがない：多くのデータベースの提供者は、投資マネージャーやその管理者から提供された情報を、独立した第三者によるチェックを経ずにデータベースに掲載している。

(参考図表) 指数と個別ヘッジファンドのパフォーマンス比較



(注1) 指数は、CSFB/Tremont 指数を使用。

(注2) 個別ヘッジファンドは、2000年1月から2005年3月まで継続して Lipper TASS Database に報告している 971 の単独ファンドが対象。当該単独ファンドの上下位 5% に当たるファンドの月次収益率を示している。

(出所) CSFB/Tremont、Lipper TASS Database

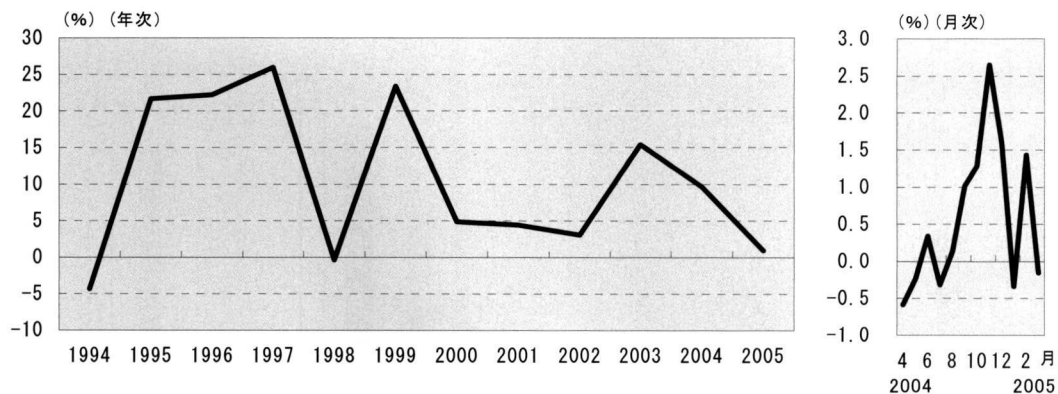
#### (4) ヘッジファンドのリスク特性の変化

ヘッジファンド市場が近年拡大を遂げた背景として、伝統的資産と比較して「相対的にリスクが低い一方で、ある程度の収益が稼げる」という特徴があることを前述した。しかしながら、こうした特徴は、LTCM危機等を通じた過去のヘッジファンドのイメージ、すなわち「高いリスクを取り、高収益を狙う投機的主体」というイメージとは乖離がある。そこで、本節では、1990年代後半のヘッジファンドと最近のヘッジファンドのリスク特性を比較して、この点を確認する。さらに、従来のリスク尺度では必ずしも認識できないリスクの所在について考察する。

分析には、CSFB/Tremont 社のヘッジファンド

指数および Hedge Fund Research 社のファンド・オブ・ヘッジファンズ指数を用いる（図表 19）。LTCM危機当時と現在のヘッジファンドの投資姿勢が変化した可能性を検証するため、LTCM危機当時の特徴を強く有する第 1 期（1997 年 1 月～2000 年 12 月）と、ファンド・オブ・ヘッジファンズを通じて機関投資家の資金が本格的に流入した第 2 期（2002 年 1 月～2005 年 3 月）の 2 時点のリスク特性を比較する。比較を行うリスク特性としては、収益率とボラティリティに加えて、極端に大きい損失の発生可能性や、複数の資産を保有することに伴うリスク増幅効果を取り上げる。

（図表 19）ヘッジファンド指数のパフォーマンス



（注 1）上図は、CSFB/Tremont・ヘッジファンド指数の収益率の推移を示したものの。なお、2005 年は 3 月末時点の収益率。

（注 2）当指数は、最低運用資産が 1,000 万米ドル以上、最低 1 年間の運用実績の記録を有し、かつ当事業年度についての監査済み財務諸表を有するファンド（現在は 900 以上のファンド）を対象としている。

（出所）CSFB/Tremont

#### ① 収益率、ボラティリティの変化

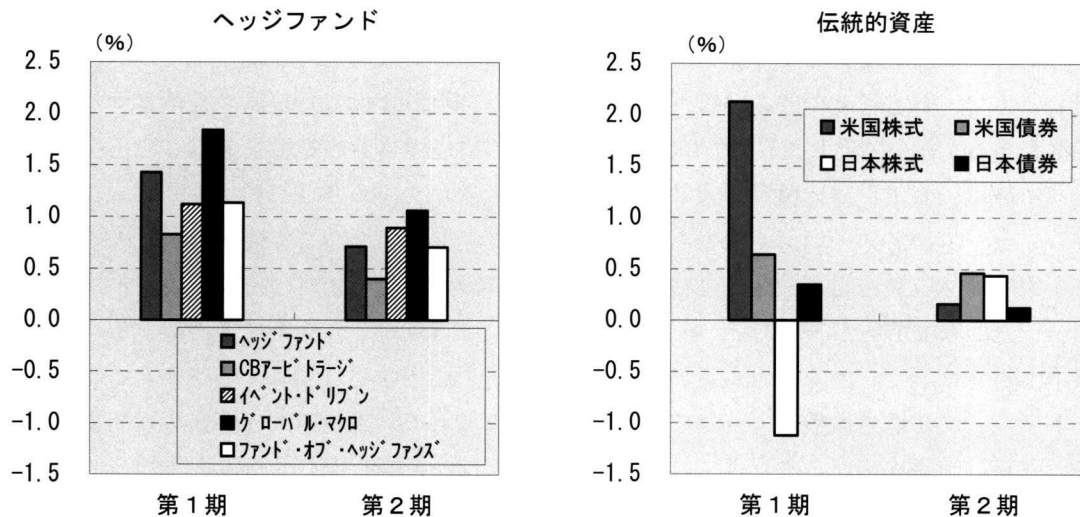
まず、第 1 期（1997 年 1 月～2000 年 12 月）と第 2 期（2002 年 1 月～2005 年 3 月）における

収益率とボラティリティの水準を比較すると、収益率、ボラティリティともに第 1 期から第 2 期にかけて低下した<sup>（注 10）</sup>（図表 20、21）。

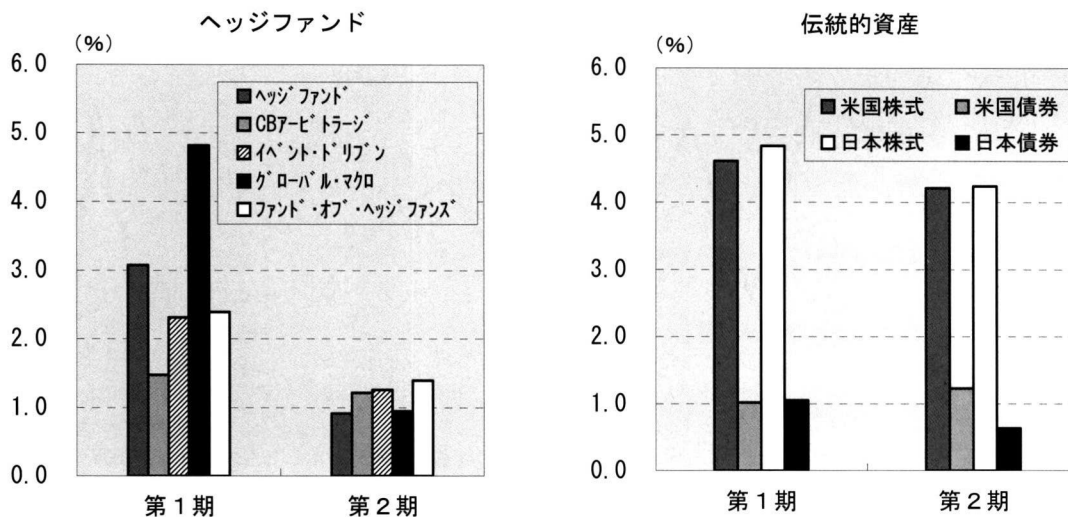
（注 10）ここでは、ヘッジファンド指数のうち、単独ファンド全体を示す指数（ヘッジファンド）、アービトラージ型の一つである CB アービトラージ、ディレクショナル型の一つであるグローバル・マクロ、そしてイベント・ドリブンを取り上げることとする。



(図表 20) ヘッジファンドと伝統的資産の期間別収益率



(図表 21) ヘッジファンドと伝統的資産の期間別ボラティリティ



(注) 米国株式はS & P 500、米国債券はシティグループ米国BIG債券インデックス、国内株式はTOPIX、国内債券は野村BPI総合を採用し、月次変化率を用いて期中の平均収益率、ボラティリティを計測した。  
 ファンド・オブ・ヘッジファンズのデータは2004年12月まで。以下の分析でも同様。

(出所) CSFB/Tremont, Hedge Fund Research, Bloomberg

このことは、1990年代後半と比べ、ヘッジファンドの運用姿勢が、全体としてみればボラティリティを抑えつつ、収益率も低下させる方向へと変化してきた可能性を示唆している。特

に、伝統的資産のボラティリティに大きな変化がみられない中で、ヘッジファンドのボラティリティが大きく低下した点は注目される。



## ② 大きな損失が発生するリスク

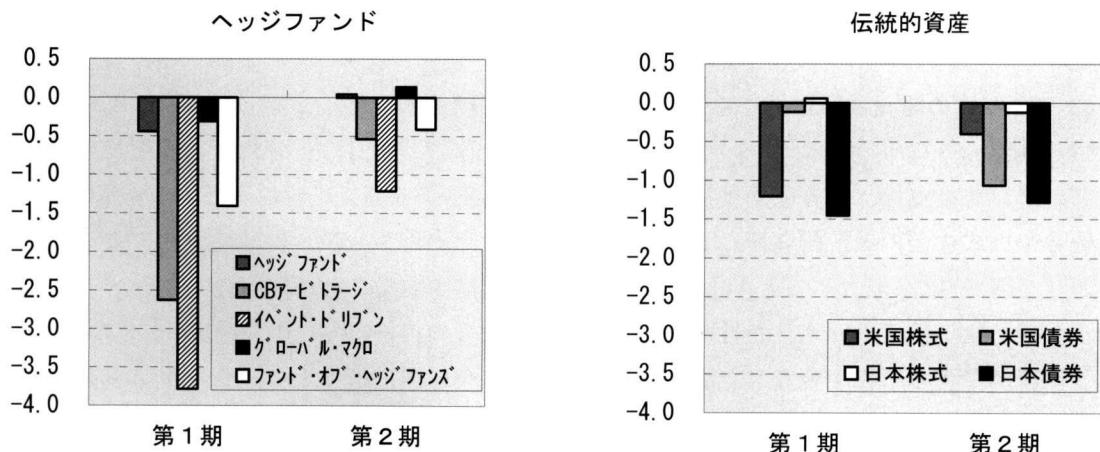
ヘッジファンドのリスク特性をみる上では、従来のように平均的な収益率とボラティリティを比較することだけでは十分でない可能性がある。具体的には、分布の歪み、すなわち歪度をみることで、収益率の分布の裾野が負の方向に長くなっている可能性、すなわち大きな損失が発生する可能性が高まっていないかについて、検証する必要がある（収益分布の歪度や尖度に関する説明は補論参照）。

ヘッジファンド指数の収益率の分布をみると、第1期には歪度が負であり、「大きな損失が発生するリスク」が高い状況であったものの、第2期には歪度がゼロに近づく、ないしは正の値

に転じ、「大きな損失が発生するリスク」が低下したことがわかる（図表 22）。伝統的資産の収益分布は、この間、米国株式を除き負の方向に拡大ないしはほぼ同水準であることから、ヘッジファンドの運用スタンスが相対的にみれば「大きな損失が発生するリスクを抑制する」方向に変化した可能性が示唆される。

なお、戦略別にみると、CBアービトラージ戦略は、そもそも投資対象とする債券の収益分布がデフォルトする可能性を含むために負の方向に歪んでいることから、指数全体と比較すると歪みが負の方向に大きい。また、イベント・ドリブン戦略も投資対象の特性から、負の方向への歪みが大きい。

（図表 22）ヘッジファンドと伝統的資産の期間別歪度



（出所）CSFB/Tremont、Hedge Fund Research、Bloomberg

## ③ 損益が大きく振れる可能性

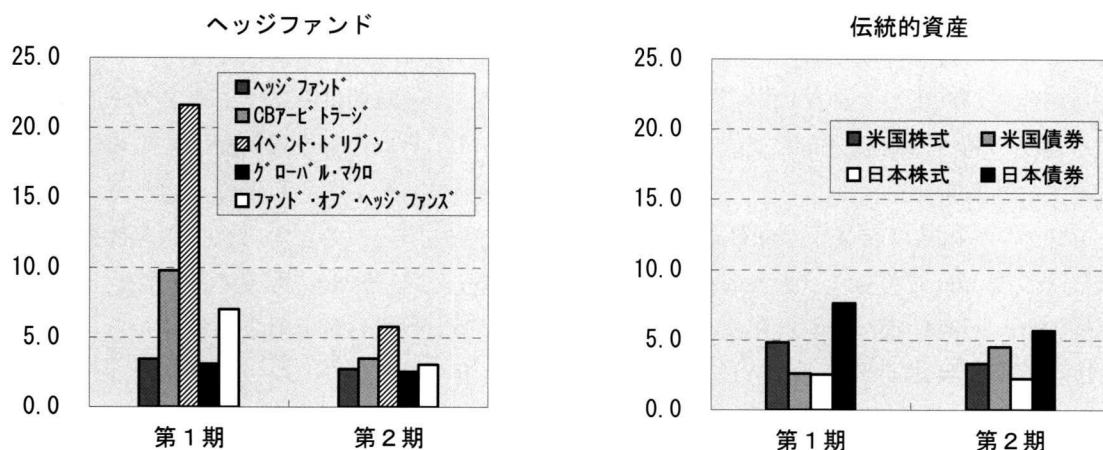
ヘッジファンドのリスク特性をみる上では、分布の歪みとともに、その裾野の厚さにも注目する必要がある。分布の裾野が厚い分布とは、分布の尖り、すなわち尖度が大きく、平均値から大きく乖離した損益が発生する可能性が高いことを意味する。

ヘッジファンド指数の収益率の分布における尖度をみると、CBアービトラージ、イベント・ドリブン、ファンド・オブ・ヘッジファンズは、第1期から第2期にかけて低下した（図表 23）。すなわち、これらの戦略については、1990 年代後半の L T C M 危機前後の期間の分布と比較して、第2期には裾野の厚みが減少したことがわか

る。尖度の低下が必ずしも観察されない戦略もあり、直ちに結論付けることはできないが、「平均から大きく離れた損益が生じるリスクを抑制する」

方向に運用姿勢が変化したファンドも少なくないことを示唆していると考えられる。

(図表 23) ヘッジファンドと伝統的資産の期間別尖度



(出所) CSFB/Tremont, Hedge Fund Research, Bloomberg

#### ④ ポートフォリオの組み合わせがリスクを拡大させる可能性

ヘッジファンド投資は、投資家が従来保有していた債券や株式などの伝統的資産に対する分散投資として選好され、拡大してきた。したがって、ヘッジファンド投資のリスク特性を考える上では、伝統的な資産と組み合わせた場合にリスクが増幅される可能性についても検証する必要がある。

前述した通り、ヘッジファンドと他の伝統的資産との相関係数は概ね低く、伝統的な平均・分散アプローチに基づけば、適切なウェイトのもとヘッジファンドと伝統的資産を組み合わせ、ポートフォリオを構築することで、リスクの軽

減が期待できる。しかしながら、ポートフォリオ全体のリスクは、各資産の歪度及び資産間の共歪度(ある資産の収益率と他の資産のボラティリティとの共分散)の値の大小によって増加ないし減少することが知られている<sup>(注11)</sup>。そこで、共歪度の推移をみたのが図表 24 である。すなわち、特に国内債券とヘッジファンドを組み合わせることで、共歪度が正の値をとるケースが多くみられた(表中シャドウ表示)。図表 24 において、第1期から第2期にかけて歪度が負の値からゼロに近づいたことを踏まえると、歪度・共歪度を考慮した場合においても、第1期から第2期にかけて、ポートフォリオ全体のリスク増幅効果が抑制された可能性が示唆される。

(注 11) 詳細は、西岡・馬場[2004]参照。歪度、共歪度が負の値をとる場合、ポートフォリオ全体のリスクは、平均・分散アプローチを用いて計るリスクよりも増幅するものとなる。同分析を参考にヘッジファンドと日本株式・日本債券間の共歪度を計算。

(図表 24) 共歪度（ヘッジファンドー国内株式・国内債券）によるリスク増幅効果の検証

		国内株式		国内債券	
		収益率	ボラティリティ	収益率	ボラティリティ
ヘッジファンド	収益率	負→負	負→負	負→正	負→正
	ボラティリティ	負→正	負→正	負→正	負→正
CBアービトラージ	収益率	負→負	負→負	負→正	負→正
	ボラティリティ	負→負	負→正	負→正	負→正
イベント・ドリブン	収益率	負→負	負→負	負→正	負→正
	ボラティリティ	負→負	負→正	負→正	負→正
グローバル・マクロ	収益率	負→負	負→負	負→正	負→正
	ボラティリティ	負→正	負→負	負→正	負→正
ファンド・オブ・ヘッジファンズ	収益率	負→負	負→負	負→正	負→正
	ボラティリティ	負→負	負→正	負→正	負→正

(注) 矢印は、(第1期→第2期)を意味する。

#### ⑤ 分析の限界と留意点

これまでの分析から、近年におけるヘッジファンドのリスク特性は、全体としてみれば、LTCM時との比較において、大きな損失が発生するリスクが低下した可能性を示唆する結果が得られた。

分析結果を解釈する上では、前述した指数利用上の留意点があり、個別ファンドではリスクが高いものも存在するとみられるほか、分析の前提となるその時点での金融経済環境も考慮する必要がある。LTCM危機の際には、流動性が広範な市場で一斉に枯渇し、ヘッジファンドが想定していた相関が崩れたために、期待したポートフォリオの分散効果は得られなかった。近年、ヘッジファンドは、網の目のように様々な市場にポジションを有する傾向を強めており、大きなショックが市場に加わった時の影響の広がりについては、通常の分析で捉えられないリスクを包含している可能性がある。

#### 5. ヘッジファンドの収益に影響を及ぼす要因

次に、ヘッジファンドの収益率に影響を及ぼす要因についても分析してみよう(図表 25)。伝統的資産との相関関係でも指摘した通り、ヘッジファンドの収益率は、株価動向の影響を相対的に強く受けることがわかる。一方、債券価格との関係では、影響を受ける度合いは強くないが、方向としては、金利上昇時にヘッジファンドが損失を被る可能性が高い。

また、過去の収益変動の大きさ、すなわちあるファンドの収益率のボラティリティの大きさが、将来の当該ファンドの収益率のボラティリティに影響を与える可能性が示唆された点は興味深い(図表 26)。こうした収益変動の特性については、ヘッジファンドの活動が多様な市場に広がっていることを勘案すると、リスクの伝播という意味で、今後分析を深めるべき点の一つと考えられる。

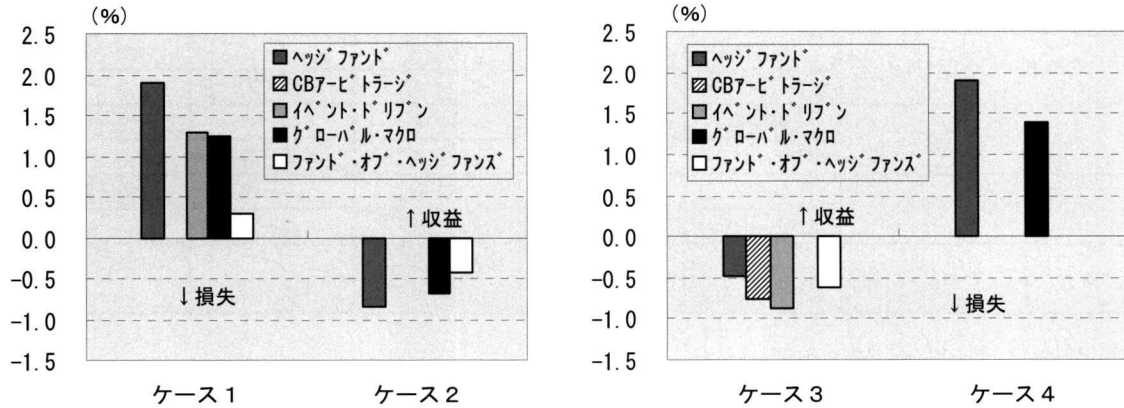
(図表 25) ヘッジファンドの期待収益率と伝統的資産との関係

【ケース 1】 株価（S & P500）が 10% 上昇した場合

【ケース 2】 金利（米 10 年債）が 10%（変化率）上昇した場合

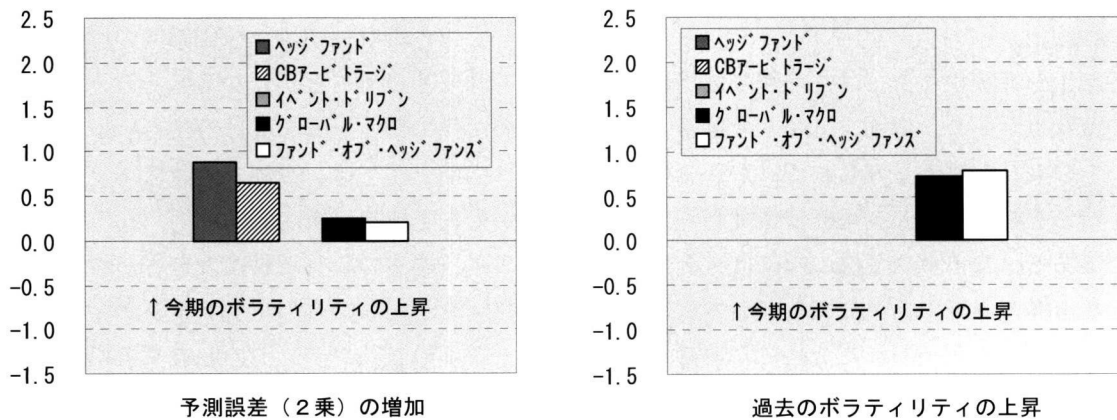
【ケース 3】 クレジットスプレッド（米 BBB 格社債）が 10%（変化率）拡大した場合

【ケース 4】 円/ドルレートが 10% 上昇した場合



(注) 株又は金利を説明変数としていない戦略、又は検定の結果有意とならなかった戦略については、棒グラフを表示していない。詳細は補論参照。

(図表 26) 過去の誤差・ボラティリティと今期のボラティリティとの関係



(注) 詳細は補論参照。なお、ARCH、GARCHが成立しなかったイベント・ドリブンについては棒グラフを表示していない。また、ARCH効果はみられたがGARCH効果がみられなかったヘッジファンド、CBアービトラージについては、上図（左）でのみ表示。

## 6. 厳しい生き残り競争に直面するヘッジファンド

### (1) ヘッジファンドの破綻リスク

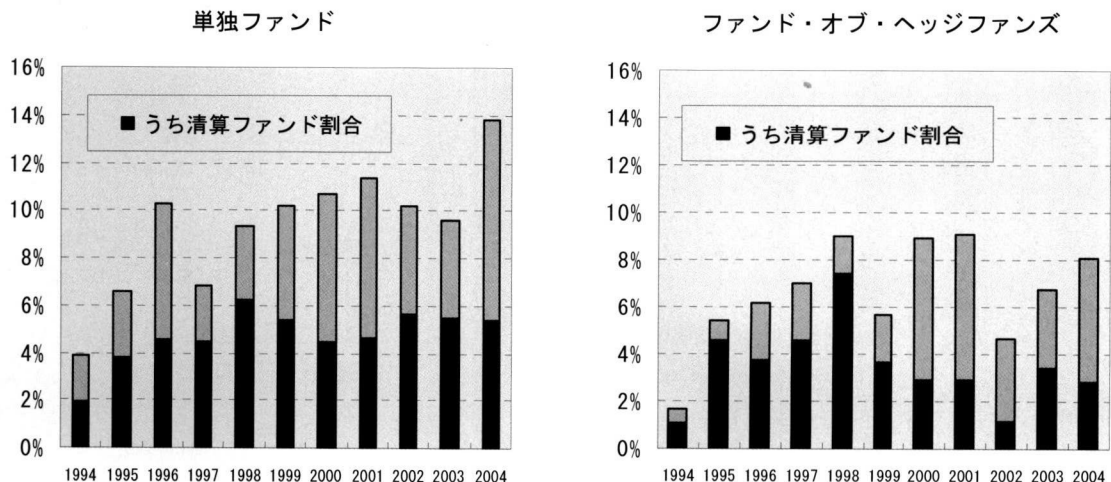
Lipper TASS Database においては、現在活動を行っているヘッジファンドのほか、何らかの理由によって活動を停止したヘッジファンドもデータベースに登録されている。この報告停止データ群<sup>(注12)</sup>を用いて、ある年の期初に存在したヘッジファンドのうち、どの程度がこのデータ群に移管され、さらに移管されたファンドのうちどの程度が「清算」を理由としていたかを示したのが図表 27 である<sup>(注13)</sup>。

登録されていた単独ファンドのうち、1994 年においては 4 % のファンドが報告停止データ群に移され、2 % のファンドが清算している。一方、2004 年においては 14 % のファンドが報告停

止群に移され、5 % 強のファンドが清算している。ファンド・オブ・ヘッジファンズについても、清算ファンドの比率は、1994 年当時よりも高くなっている。

「年初に存在していた単独ファンドの 5 % 以上が、年末までに清算されている」ことは、市場自体がまだ拡大期にあることを考慮しても、ヘッジファンド投資に伴うリスクとして十分認識されるべきであろう。ヘッジファンド自身やヘッジファンドに投資している投資家への聞き取り調査などでも、ヘッジファンドの特徴として、「優勝劣敗が速やかに決する」ことを指摘する声が聞かれる。これは、投資家には一つのファンドへの集中投資の回避を促し、ファンド運営主体には、厳しい競争環境への適応力の高さが不可欠であることを示唆している。

(図表 27) 報告停止群に移管したヘッジファンドの割合



(出所) Lipper TASS Database, Lipper TASS Graveyard Database

(注 12) 清算等による運用の停止、データベースへの報告が一定期間なされなかった場合、他ファンドにより買収された場合、データベースからのコンタクトが不可能になった場合等において、ヘッジファンドのデータは Lipper TASS Graveyard Database に移管されることとなっている。

(注 13) 本節では、Chan et al.[2005]における類似の分析を参考に分析を行った。

もともと、新規参入と退出の頻度が高く、優劣が短い期間に明らかになる環境の中で、ヘッジファンドへの取引相手によるリスク管理手法にも近年工夫が重ねられてきている。具体的には、個々のファンドへのエクスポージャーを時価評価した上でネットティング後の評価を行う、高流動性資産を担保として差し入れさせ、常にエクスポージャーをカバーするといった事例が指摘できる。このため、個々のヘッジファンドの破綻の影響が広く市場全体に伝播する可能性は抑制されているとの指摘もある。

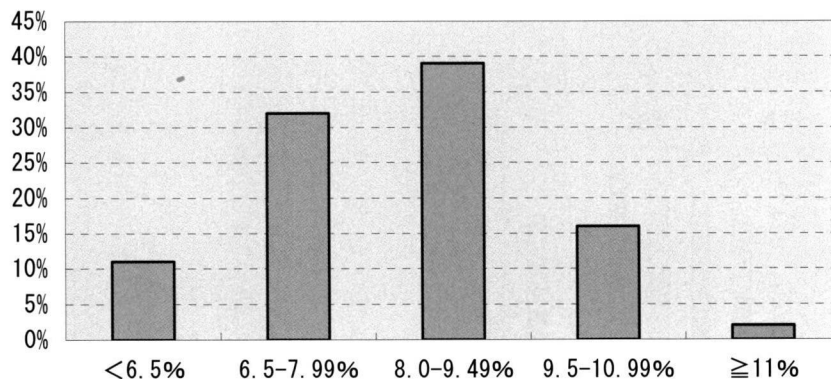
## (2) レバレッジの高さ

各ヘッジファンドは競争の中で生き残るため、市場環境や投資家ニーズの変化への高い適応力が求められる。投資家から非常に高い収益性を

期待されるような場合には、元手となる資金にレバレッジ<sup>(注14)</sup>をかけて、投資資産規模を拡大させることが考えられる。以下では、最近のヘッジファンドのレバレッジの水準を確認するとともに、報酬体系等が実際にレバレッジ水準に影響を及ぼしているかどうか分析を試みる。

近年、投資家のヘッジファンドに対する期待収益率が、株式の収益性を下回る水準まで低下する中（図表 28）、ヘッジファンドが過大なレバレッジをかけて高い収益率を追求する環境にはないと言われている。また、ヘッジファンド投資はリスク分散手段としての位置付けが強まっていることもあって、過大なレバレッジをとるファンドは投資家から敬遠される傾向も強まっている。

(図表 28) 米国機関投資家による期待リターン（手数料除く）



(注) 調査は 2004 年 9 月に公表。

(出所) Bank of New York、Casey, Quirk & Acito

(注 14) 本節では、Lipper TASS Database において用いられているレバレッジを用いる。同データベースにおいて集計されているレバレッジは、「顧客等から集めた資金量に対する、当該ヘッジファンドのポートフォリオ全体の価値の比率」であり、ヘッジファンド・マネージャーの自己申告によるものである。ただし、この定義では、貸借対照表に計上されないデリバティブなどのリスクが反映されないおそれがある。適切なレバレッジの算定方法は、それ自体が課題である。



実際に、ヘッジファンドのレバレッジ水準をみると（図表 29）、レバレッジが高い戦略は主としてアービトラージ型であり、株式ロング・ショート型といったディレクショナル型の戦略のレバレッジは相対的に低いことが窺われる。理由としては、アービトラージ型のヘッジファンドは債券や株式の価格形成の歪みを捉える裁定

取引を基本戦略とすることから、ディレクショナル型に比べて市場リスクを取らない代わりに、一定のリターンを確保するために相応のレバレッジを必要とすることが考えられる。例えば、債券アービトラージ、特に歴史的な低金利下にある日本債券を対象とする戦略にその傾向が強くなっている可能性がある。

（図表 29）ヘッジファンドの戦略別レバレッジ

	平均レバレッジ	
		日本資産投資型
CBアービトラージ	167.1%	120.0%
デディケイテッド・ショートバイアス	59.1%	N.A.
株式マーケット・ニュートラル	91.5%	137.3%
イベント・ドリブン	61.2%	45.0%
債券アービトラージ	408.8%	843.4%
グローバル・マクロ	112.5%	135.0%
株式ロング・ショート	39.4%	47.1%
マネージド・フューチャーズ	62.9%	35.8%
ファンド・オブ・ヘッジファンズ	26.52%	47.88%

（注 1）2005 年 3 月時点において Lipper TASS Database にデータを報告しているヘッジファンドが対象。なお、「日本資産投資型」とは、日本資産を投資対象の一つとするヘッジファンドに係るデータ。

（注 2）上表で示されているレバレッジは、Average Leverage と分類されており、それは「各ヘッジファンドが設立（ないしはデータを Lipper TASS Database に報告を開始）してから足許までのレバレッジの平均水準」とされている。

（出所）Lipper TASS Database

さらに、報酬体系やパフォーマンスがレバレッジに与える影響を分析したところ（分析結果の詳細は補論参照）、成功報酬とレバレッジの間には、多くの戦略で有意な関係はみられなかった。なお、ハイ・ウォーターマーク（脚注 2 参照）の採用は、投資マネージャーにパフォーマンスを平準化させるインセンティブを与えるため、レバレッジを低下させる傾向があるとの指摘が聞かれるものの、一部の戦略では、むしろレバレッジを高める方向に寄与することが示唆された。

また、運用実績とレバレッジの間においても

多くの戦略で有意な関係はみられなかったが、一部有意な関係がみられた戦略でも、「成績が低下（上昇）するとレバレッジが低下（上昇）する」傾向が観察され、「成績の低下を補うためにレバレッジを上げて高収益を狙う」という見方を裏付ける結果は得られなかった。

## 7. ヘッジファンドを巡る規制について

次に、ヘッジファンドを巡る規制について、投資マネージャーの多くが所在する米国および

英国と、わが国を対象として、①投資マネージャー、②投資資金の器であるビークル、③販売、の3つの側面から概観する(付属資料参照)。

ヘッジファンドは、規制対象とならない形態で存在することが多いため、以下では、規制の対象外となるための要件を中心に記述する。基本的には、公募とするか私募とするか、あるいは、投資家の数やプロかどうかで規制上の扱いが異なることが多いようである。

## (1) 米国

### ① 投資マネージャーに関する規制

投資マネージャー業務は、投資顧問法(Investment Advisors Act of 1940)で定める投資顧問業務に該当するため、証券取引委員会(SEC)に対して登録することが原則として必要となる。しかし、投資顧問法では、(ア)直近12ヶ月で顧客(投資顧問契約先)が15人未満<sup>(注15)</sup>であること、(イ)投資顧問の名称を用いて顧客を募集していないこと、(ウ)登録投資会社(②参照)を顧客としていないことの全ての条件を満たす場合は、SECに対する登録は不要となる<sup>(注16)</sup>。この場合、投資マネージャーは、投資家・SECに対する

情報開示、書類保存、SECによる検査の受入等の義務を負わなくなる。

また、商品先物取引等を行う場合には、商品取引所法(Commodity Exchange Act)により商品先物取引委員会(CFTC)への登録が必要となるが、この登録義務も顧客が15人以下であること等の一定の条件を満たすことにより免除される。

登録投資マネージャーが顧客から受け取る報酬を業績連動型とすることは、投資顧問法により原則禁止される<sup>(注17)</sup>。現在、多くの投資マネージャーは上記の登録免除要件を満たすことで、業績連動型報酬を可能にしている。

従来は以上の規制内容であったが、2004年10月、SECはヘッジファンドの資産規模の著しい増加、個人投資家の増大、ヘッジファンドに係る不正の増加等を背景として、不正防止のために投資マネージャーに対する規制を強化するための規則改正を決定した<sup>(注18、19)</sup>。

今回の規則改正では、投資顧問法の登録免除規定(上記(ア))に関する既存の解釈が変更され、SECへの登録対象が拡大された<sup>(注20)</sup>。これにより、ヘッジファンドの投資マネージャーが登録対象となるケースが増加すると見込ま

(注15) 米国内の投資顧問業者は、米国非居住者も含めて人数を算定。国外の投資顧問業者は米国居住者のみを人数算定の対象とする。

(注16) 投資マネージャー業務は投資顧問法の登録が不要となるように運営されるのが一般的であるが、実際には大手の投資マネージャーを中心に投資家の要請に基づいて自主的にSECに登録している先も少なくない。

(注17) ただし、登録投資マネージャーであっても、当該マネージャーが運用しているビークルに対する投資家が適格投資家(Qualified Client=当該投資マネージャーに向けられた投資額が75万ドル以上、又は純金融資産が1.5百万ドル超の個人等)のみであれば、そのマネージャーに対する報酬体系は業績連動型とすることができる。

(注18) 施行は2006年2月から。

(注19) なお、本改正規則の中で、①投資会社法に基づき登録が免除されている投資会社で、②出資から2年以内に投資家が出資を回収することが認められており、③ファンドの収益が専ら投資マネージャーの技術等によっているものを「プライベートファンド」と規定しており、事実上、ヘッジファンド(という用語は用いていないが)を米国法令上で定義したと言える。

(注20) SECでは従来一つの運用ファンドを顧客1先と勘定することを認めていたのに対し、新規則では一定の条件を満たす運用ファンドを構成する個々の投資家をそれぞれ顧客として算定。

れるが、その場合、コンプライアンス体制の整備やSEC検査の受入れなどが求められるとともに、小口個人投資家の出資を受け入れたファンドの投資マネージャーについては業績連動型の報酬体系が禁止されることになる。

もともと、FRB等からはこうした規制では不正防止等の所期の効果が見込まれない上、将来の更なる規制強化に繋がり、ヘッジファンドの市場流動性供給機能に悪影響が生じかねないとして懸念する声も出ている。

## ② ビークルに関する規制

米国内で又は米国人を対象としてファンドを運営する場合には、投資会社法（Investment Company Act of 1940）により、ビークル<sup>（注21）</sup>は投資会社としてSECへの登録が原則必要となる。しかしながら、同法においては、投資家が100人以下で私募の場合、又は、投資家が適格購入者（Qualified Purchaser）<sup>（注22）</sup>のみで私募の場合にはSECへの登録が不要となる。

私募の要件は、証券法（Securities Act of 1933）に関するSEC規則で定められており、投資家が自衛力認定投資家（Accredited Investor）<sup>（注23）</sup>に限定される（あるいはそれ以外の投資家で金融および事業に関する知識・経験を有する投資家が35人以下、又はそう信じるに足りる理由がある）場合は、実務上、私募とみなされる。

また、証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）には、投資家500人以上かつ資産1,000万

ドル超の投資会社等はSECへの登録が必要となるとの規定が置かれている。

このため、ヘッジファンドが登録投資会社としないための要件は、投資会社法、証券法、証券取引所法の規定を合わせ、（ア）私募形式で出資者が100人以下の自衛力認定投資家に限定されている、（イ）私募形式で出資者が499人以下の適格購入者に限定されている、のいずれかとなる。

登録免除要件に該当せずSECへの登録が必要となる投資会社（登録投資会社）には、同法により空売り等の投資手法や資金調達的手法に様々な規制が課される。また、投資家に対し半年毎に財務状況を期末から60日以内に開示する義務を負う。

## ③ 投資家への販売に関する規制

米国内において、あるいはオフショアで米国人投資家を対象として販売する場合は、投資会社法等の規制に服することになるのが原則<sup>（注24）</sup>である。ただし、上記の通り、ヘッジファンドは登録投資会社ではないことが通常であるため、情報開示等の規制が直接及ばないことが多い。

### （2）英国

#### ① 投資マネージャーに関する規制

英国において投資マネージャー業務を行う際には、金融サービス市場法（Financial Services and Markets Act）により金融サービス庁（FSA）

（注21）米国内では、リミテッド・パートナーシップと呼ばれる法形式で置かれることが多い。

（注22）投資資産が5百万ドル以上の個人、資産管理会社等。

（注23）純資産1百万ドル又は過去2年間の年収20万ドル（夫婦の場合30万ドル）超の個人、資産5百万ドル超の機関投資家等。

（注24）米国における証券規制が法文上は全世界における証券取引を規制し（杉山[2003]、p. 165）、免除規定に該当しない限り米国証券規制が適用されることから、オフショアで米国居住者が取引を行った場合も米国の証券規制は適用される。

の認可が必要となる。また、集団投資スキーム（Collective Investment Scheme）<sup>（注 25）</sup> の設定を行う場合も、同様に F S A の認可が必要である。

## ② ビークルに関する規制

英国内で投資のためのビークルを設置するためには、一定の要件<sup>（注 26）</sup>を満たして F S A の認可を取得する必要があるが、ヘッジファンドは、通常、その要件を満たさないため、英国内においてビークルを設置できなかった。

しかしながら、2004 年、機関投資家、経験豊富な投資家向けに新たな集団投資スキーム（Qualified Investor Schemes）が導入され、従来の条件を必ずしも満たさなくても英国内でのビークルの設置が可能となり、投資マネージャーの成功報酬制、ショートポジションの造成などヘッジファンドの特徴を備えることができるようになった。

## ③ 投資家への販売に関する規制

業務規範（Conduct of Business）によって、金融業者には、投資家を金融機関（market counterparty）、法人顧客（intermediate customer）、一般投資家（private customer）という分類のもとで、それぞれの投資家層に適した勧誘・販売を

行うことが求められている。

英国内においてヘッジファンドが投資家に対して販売するに際し、当該ファンドが上述②の F S A 認可のための要件を満たさない場合には、規制対象外集団投資スキーム（Unregulated Collective Investment Scheme）に分類され、一般投資家を公募することはできない。この場合、投資家を金融機関、法人顧客に限定して私募で販売することになる（新たな集団投資スキーム＜Q I S＞の場合は、上述のように、機関投資家、経験豊富な投資家向けに限られる）。

なお、投資家が直接オフショアファンドに対して投資を行った場合は、金融サービス市場法による規制は及ばないこととなる。

## （3）日本

### ① 投資マネージャーに関する規制

わが国において、ヘッジファンドの投資マネージャー業務を行う場合、原則として投資顧問業法<sup>（注 27）</sup>の規制に服することとなるものと解されている。

具体的には、投資マネージャーが自ら投資判断を行う場合は、同法に定める投資一任業務に該当し、内閣総理大臣による認可が必要となる。これに対し、例えば海外に所在する

（注 25）金銭を含むあらゆる種類の財産に関する取決めであって、その目的・効力が、財産の取得・保有・管理・処分等から生じる利益・収入の分配に預かりまたはそれを収受する取決めに誰もが参加することを可能とするものであり、（ア）参加者の出資額および参加者に対して支払われる利益等がプールされること、（イ）財産は全体として運営者等により運営されていることのいずれかまたは両方の特徴を有するもの（金融サービス市場法 235 条）。

（注 26）認可取得には、（ア）ファンドの財産がプールされ、投資家はファンドに投資した金額に応じて運用収益を受け取る権利を有していること、（イ）適切なリスク分散が図られていること、（ウ）ファンドの資産を管理し投資マネージャーを監督する独立した受託者が存在すること、（エ）純資産額を毎日算定していること、（オ）投資家に最低月 2 回の換金請求権が認められていること、（カ）ファンド価額の 10% 相当額に借入制限額が設定されていること、（キ）運用方針と運用実績に関する情報を含む目論見書や財務情報が発行されていること、などの条件を満たすことが必要である（野村・平松[2002]）。

（注 27）正式名称は、「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」。なお、わが国においては、商品投資を実施する場合には「商品投資に係る事業の規制に関する法律」により商品投資顧問業者としての規制に服する。

ファンドの主たる投資マネージャーに助言を行うのみの場合は、金融庁に対する登録で足りる。この場合、認可業者に求められる株式会社という要件が課されないほか、届出内容、兼業規制<sup>(注 28)</sup>等で規制が軽減される。

また、国内にビークルとして投資信託を設置する場合には、その投資マネージャーは、投資信託および投資法人に関する法律（投信法）に基づき投資信託委託業の認可が必要となる。

## ② ビークルに関する規制

国内にヘッジファンドのビークルを組成する場合、投資信託を利用することが考えられる<sup>(注 29)</sup>。この場合、有価証券、不動産、デリバティブ等の法律で定められた特定資産に主として投資することが必要である。投資信託のうち、有価証券等への投資が投資信託財産の2分の1超であるときには、証券投資信託となる。

証券投資信託は、私募の場合は公募の場合に比べて投資手法、投資対象先等についての制約は少なく、例えば、空売り、レポ取引についての制約は課されない。ただし、公募投信と同様、ファンド・オブ・ヘッジファンズへの投資が禁止されるほか、資金借入は解約代金・特定の投資信託における分配金支払目的のみ可能、といった制約がある。

## ③ 投資家への販売に関する規制

国内において投資家に対して販売する場合、証券取引法による開示規制が及ぶこととなるが、投資信託あるいは外国投資信託・投資法人に該当する場合は、投信法による届出義務も課されることとなる。

ただ、わが国の証券取引法等は国内において適用される法律であるため、オフショアファンドが国内投資家に販売する際に、国内において有価証券の取得等に関する申込みの勧誘（証券取引法2条3項本文、4項）に係る行為が行われなければ、証券取引法等の規制は及ばないこととなる。

## （４）その他の論点

### ① 情報開示

投資家への販売時に必要な情報開示という面では投資家の所在地での規制が問題となる。一方、その後の継続的な情報開示は原則的にはビークルの設立地の規制に従うことが多い。

しかしながら、いずれも実際には、前述の通り規制の対象とならないようビークルが設計・運営されていたり、規制が緩やかな法域にビークルが設立されたりすることが多い。このため、情報開示については、規制によるよりも、ファンドと投資家との間の契約に依拠して行われるのが通例である<sup>(注 30)</sup>。

（注 28）認可投資顧問業者については、投資信託委託業、投資法人資産運用業、証券業、信託業以外の業務は、投資顧問業・投資一任契約に関する業務に関連し、個別の承認を受けた場合を除き、兼業禁止（投資顧問業法31条1項）であるのに対して、登録投資顧問業者については、投資信託委託業、投資法人資産運用業、証券業、信託業を営む際には届出が必要であるが、その他の兼業規制はない（同法23条）。

（注 29）匿名組合など投資信託以外のビークルを利用して、投資顧問業や投資信託委託業の認可を得ずにヘッジファンドの運営を行うことは、投資マネージャーの行為が投資一任業務にあたり、不適切ではないか、との見解がある。

（注 30）ただし、例えば日本において外国私募投信としてヘッジファンドを販売した場合は、投信法上特定の要件を満たす場合以外は運用報告書を作成・交付することが必要となる（投信法33条）。

## ② 投資家の小口化

米国では規制当局が一般の個人投資家の資金を受け入れた場合には投資マネージャーの業績連動報酬を認めておらず、規制当局は、小口個人投資家へのヘッジファンドの販売について消極的であると受け止められている。また、英国でも小口個人投資家に対するヘッジファンドの販売を認めていない。日本においても、小口個人投資家に販売するため公募投信となる場合には、投信法等の規制が私募との比較でより厳格なものとなる。

もっとも、欧州・アジアにおいて近年の法制度の整備の中で、小口個人投資家への販売を認める動きがあることは注目に値する。

例えば、ドイツでは2004年にドイツ国内におけるヘッジファンドのビークルの設立および私募による販売が機関投資家、小口個人投資家向け双方に可能となり、また、一定の基準を満たすファンド・オブ・ヘッジファンズは国内籍・外国籍問わず公募可能とされた<sup>(注31)</sup>。フランスでは、2003年になってファンド・オブ・ヘッジファンズによるヘッジファンド投資が可能となった。

シンガポールおよび香港<sup>(注32)</sup>では、2002年に制度改正が行われ、最低投資金額<sup>(注33)</sup>の制限はあるものの、ヘッジファンドを小口個人投資家に対して販売することが可能となっている。

以上のように、ヘッジファンドを巡る各国の

規制は様々であり、規則改正についても、投資マネージャーに関する規制強化（米国）とビークルの国内設置に関する緩和（英国）の両方向の動きがある。小口化についても、各国により評価や対応が異なり、欧州やアジアの国の中には小口化に積極的な動きがあることは上述の通りである。

しかしながら、ヘッジファンド投資への関心の高まりを受けて、こうした新しい投資形態を意識した規制改正が各国で進められていることは、新たな潮流と捉えることもできよう。また、具体的な規制改正の内容は様々ではあっても、いずれも投資家にとっての多様な選択肢の確保と投資家保護のバランスを各国の実情に応じて選択した結果であり、投資家の観点に立った動きである点には共通性を見出すことができる。

## 8. ヘッジファンドを巡る最近の議論

4. では、近年、ヘッジファンドに大量の資金が流入し、その存在感が金融市場・金融システムの中で益々高まっていることをみた。また、ヘッジファンドのリスク特性は、あくまでも事後的な評価ではあるものの、全体としてみれば大きな損失が発生しにくい方向に変化している可能性があることを述べた。

しかしながら、ファンド毎にリスクのばらつきは大きいとも考えられる。また、国際金融経済環境が変われば、リスクを取って高い収益を

(注31) ケイマン籍のファンド・オブ・ヘッジファンズは基準を満たさないため、私募のみで販売可能。

(注32) シンガポールでは、オフショアファンドの投資マネージャーが投資マネージャー業務を行う場合、運用するファンド数が30以下であれば認可が不要であるのに対して、香港では、投資マネージャー業務を行う際に認可取得を免除する規定はない。

(注33) シンガポールでは、元本保証型：最低投資金額なし、ファンド・オブ・ヘッジファンズ：2万シンガポールドル（日本円で約130万円）、単独ファンド：10万シンガポールドル（約650万円）。（1シンガポールドル約65円）。香港では、元本保証型：最低投資金額なし、ファンド・オブ・ヘッジファンズ：1万米ドル、単独ファンド：5万米ドル（現在、3万米ドルへの引き下げを検討中）。



追求する姿勢に変化しないとも限らない。情報収集に一定の制約がある中で、今後どのような視点から、ヘッジファンドに対応していくことが適当であろうか。本章では、この点について、金融市場・金融システムの安定性確保の観点から国際的な議論や実証分析例などを紹介する。

#### (1) 取引相手のリスク管理、情報開示について

LTCM問題が発生したときに政策的課題として指摘された、ヘッジファンドに対する市場規律を巡る論点の、その後の展開からみてみよう。まず、プライムブローカーなど、与信・デリバティブ取引において、ヘッジファンドの相手方となる銀行・証券会社等によるリスク管理を通じた規律付けについては、強化、改善の方向にあると言える。

具体的には、バーゼル銀行監督委員会(BCBS[1999b])、証券監督者国際機構(IOSCO[1999])などの当局者や、関連業界(大手銀行・証券12社が形成するCRMPG[1999])では、それぞれ1999年に相次いでリスク管理改善策についての提言を取り纏めた。そうした改善策の実施状況に関する調査結果によれば、依然として多くの課題を残しつつも、取引開始時点でのデューディリジェンスの充実、担保の徴求、取引相手のヘッジファンドが抱えるエクスポージャーの総額の把握、などの点で着実な進展があるとされる(BCBS/IOSCO[2001]、IMF[2004]、Geithner[2004]、Greenspan[2005])。これらに関しては、ヘッジファンドに対する規

律付けが適切に働くための条件が整ってきているものと評価できよう。

他方、市場規律のもうひとつの要素である一般投資家向けの情報開示については、目立った進展がみられていない。情報開示のあり方については、国際的な当局者のグループであるMWGED[2001]<sup>(注34)</sup>が、ヘッジファンドに限らず、幅広い金融機関の開示充実を目的として、2001年に提言をまとめた報告書を公表し、その中で行われた試験的アンケートには主要なヘッジファンド5先が参加した。しかし、2003年に、提言内容の実現状況をJoint Forum[2004]<sup>(注35)</sup>が調査した際には、ヘッジファンドからは十分な先数の協力が得られなかったとして、結果が公表されていない。また、いずれの国においても、規制によって開示を義務付けることは行われていない。

このように、ヘッジファンドの透明性を、広く一般市場参加者向けに高めることについて、これまでのところ、必ずしも積極的な動きがみられない。その背景としては、以下のような理由が考えられる。

まず、取引のポジションを明らかにすることは、ヘッジファンドの収益の源である高度な投資戦略の手の内を明かすこととなり、ビジネスを大きく阻害するという懸念がありうる。一方、ポジション自体でなく、リスク量の報告を求める場合には、依拠する手法やデータなどのほか、個別ファンドのリスク量をどのように集計するかの問題も容易でない。また、いずれにせよ、

(注34) Multidisciplinary Working Group on Enhanced Disclosure。バーゼル銀行監督委員会(BCBS)、証券監督者国際機構(IOSCO)、保険監督者国際機構(IAIS)、国際金融システム委員会(CGFS)の共同により、金融機関の一般市場参加者向け情報開示のあり方を検討するために設立された部会。

(注35) 金融コングロマリットに関する監督上の諸問題を検討していた前身グループである「三者会合」(Tripartite Group of Bank, Securities and Insurance Regulators)の作業を前進させるために、1996年初にバーゼル銀行監督委員会、証券監督者国際機構および保険監督者国際機構により設立された。

ポジションの内容が短期間のうちに変化する場合も多いので、報告までに要する時間次第では、情報価値そのものが失われかねない。

こうした中で、現在では当局者や有識者の間でも、取引相手や投資家が、自らのリスク管理の一環として、それぞれのニーズにあった情報をヘッジファンドから取得することが、一律の情報開示規制を課すよりも有効かつ効率的であるとの考えが有力であるように窺われる（例えば、Geithner[2004]、Edwards[2004]）。取引相手や投資家が、情報の取得状況に応じて取引条件や投資額を変えるなど、リスク管理を適切に行うことを通じて、ヘッジファンドに対する規律付けを実現することもできよう。この場合、情報の範囲や量だけでなく、例えば監査を受けたものであるかなど、情報の「質」も取引相手や投資家にとって重要な要素となろう。

現実には、対取引相手の情報開示はある程度進んでいるほか、機関投資家の比率が高まっていることも、対投資家の情報開示の進展に寄与しているとみられる（F S F[2002]<sup>（注36）</sup>、BOX 4参照）。これは、機関投資家はしばしば投資に関する指針を有しており、他の投資商品と対比可能な情報の取得が指針を遵守するための内部手続きの中で要求されるためである。4. でみたような、ヘッジファンドのリスク特性の変化は、こうした取引相手や投資家からの規律付けが作用した可能性がある。

## （2）「外部効果」をどう考えるか

ここまでみてきたように、ヘッジファンドがもたらしうる問題への対処の方法としては、取引相手や投資家などによる市場規律をできるだ

け活用することが重要である。もっとも、1990年代末のアジア通貨危機やLTCM危機において懸念されたのは、ヘッジファンドの活動や破綻によって、直接の取引相手や投資家に影響が及ぶのみならず、それが金融市場・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」であったことは留意を要する。

「外部効果」は、①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、②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、の2つのケースに分類できる。このうち、①については、各取引相手へのエクスポージャーに上限を設けるなどのリスク管理手法の定着により、デリバティブ取引の相手方が破綻した場合の悪影響を抑えるといった効果が期待できる。ただし、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。

②については、市場で大きな存在感を示すに至ったヘッジファンドが、高度かつ多様な運用手法を用いて、広範な市場で裁定取引等を行うことは、市場機能の向上に寄与すると同時に、一般に予期しにくい市場間での連動性を高めたため、世界規模でみ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を広げている。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ことも考えられる。過去の通貨危機などの事例についての実証研究では、1992

（注36）Financial Stability Forum。G7各国の財務省・中央銀行・金融監督当局、およびIMF、世界銀行、OECD、BISなどの国際機関で構成され、1999年に設立。

年に英国ポンドがE R M離脱に追い込まれた際にヘッジファンドが主導的な役割を演じたとする見方がある以外には、アジア危機などでのヘッジファンドの影響は、あったとしても限定的とするものが多い。ただ、データの制約もあり、各種の調査結果が必ずしも明確な結論で一致している訳ではない（BOX 5 参照）。

このほか、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」の一つである。商品先物取引のデータを用いた、最近の2つの実証分析は、それぞれ別の分析手法を用いながらも、ヘッジファンドのポジションが他の参加者と異なる特徴を有していることから、市場の厚みや流動性を増すものと共通に評価している。

これらの「外部効果」の存在を考慮すれば、ヘッジファンドへの直接的な規制に慎重な立場を採るかどうにかかわらず、ヘッジファンドが金融市場・金融システムに与える影響について、中央銀行を含む当局者は十分な関心を払っていく必要がある。

### （3）最近の国際的な関心事と当面の政策対応

近年におけるヘッジファンドの動向を踏まえ、国際的には、次のような点が、最近の関心事となっている。

第一に、ヘッジファンド自身の取引増加もあって市場での収益機会が減少する中で高収益率を狙った高リスクの投資戦略が再び拡大したり、投資マネージャーの質が低下することによって、市場に対する不安定要因となることはないか。

第二にヘッジファンド間の競争と淘汰が激しくなり、退出するファンドが増加して、特に流動性の低い市場において余りに急激な価格変動などの影響を及ぼさないか。

第三に、プライムブローカー業務の競争環境が過度に厳しくなることで、取引相手であるヘッジファンドに対するリスク管理が甘くなる面はないか。

いずれの点も、ヘッジファンドに関するリスク分析手法やデータの制約など、情報が限定されていることによって見逃されているリスクはないか、という共通の問題意識が底流に存在している。各国の中央銀行を含む金融当局は、こうした問題意識を踏まえ、以下のような取組みを行っているところである。日本銀行としても、そうした各国の動向を注視しつつ、国際的な会合の場などにおいて他国当局と連携し、ヘッジファンドの影響も考慮した価格形成メカニズムに関する理解を深めることを通じ、国際金融市場のモニタリング機能を拡充することを含め、今後とも必要な対応を図っていきたいと考えている。

ひとつには、銀行・証券会社などの金融機関等が、ヘッジファンドの取引相手や投資家となっている場合、それらのリスク管理のあり方を当局が検証することである。これまで述べてきたように、取引相手や投資家によるリスク管理は、ファンドに対する規律付けが働く重要なルートである。当局による検証の過程で、ヘッジファンドとの取引や投資の特性を踏まえたリスク管理の高度化が促されれば、規律付けがより適切に作用することを期待しうる。また、銀行・証券会社は、資金決済や証券決済の主要な担い手であり、それらが適切なリスク管理に基づき健全性を維持することは、大きなショックに直面しても、金融市場や金融システムが機能不全に陥らないための重要な前提条件となる。

もうひとつは、ヘッジファンドの活動に関する確かな市場モニタリングを行うための国際的な取組みである。中央銀行を含む金融当局は、

様々なレベルの国際的な会合で各国市場における観察についての情報交換を行っている。また、ヘッジファンドの行動やリスク特性を正確に理解するためには、定量的分析を行うことが必要

との認識のもと、ヘッジファンドに関する現在のデータベースには一段の改善余地があるとして、その整備に向けた取組みを後押しすることも課題の一つとされている。

#### [BOX 4]

##### 投資家への情報開示

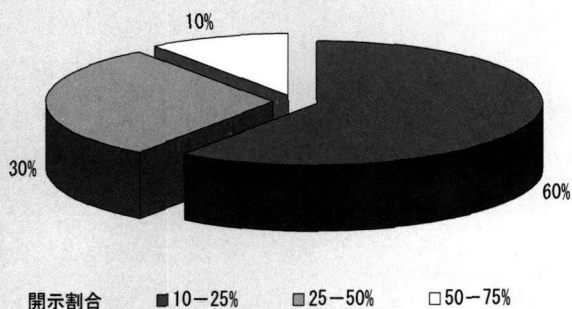
投資家が、どのような情報開示をヘッジファンドに対して求めるかは様々である。投資家の中には、月次の純資産額のほか、一定の前提に基づいたリスク指標の報告などで十分とするケースもみられる一方、ファンドの投資内容の詳細な報告を頻繁に受け取り高度な分析を行っているケースもある。

特に、①他のポートフォリオと統合したリスク管理や、②投資マネージャーの戦略や投資手段が想定外に変化していないかを把握するためには、ファンドが保有するポジションの内容についての個別情報が必要となる。

より具体的には、①については、他のポートフォリオとの間の相関性や、株式や債券等の特定の銘柄や業種への集中度をチェックするためである。また、②は、契約上、大まかな投資戦略や、例えば、「借入は純資産額の範囲内とする」、「非上場株式への投資を純資産額の〇%以下とする」など投資手段のガイドラインは明らかにされているが、投資マネージャーが投資家の想定以上にリスクの高い投資戦略や手法を採っていないかをチェックするためである。

投資家への個別ポジションの詳細な開示については、下図のように必ずしも十分ではないことを示唆する調査もある。ただし、大きなエクスポージャーに限定して個別銘柄やポジションを明らかにするなど、投資家とファンドの間で工夫する動きもみられている。

##### ▽ 機関投資家が保有するヘッジファンドのうち、ポジションの詳細を開示している割合



(出所) The Investor Risk Committee による調査 (2002 年 6 月実施)  
Rahl [2003, p. 158] より引用。



## [BOX 5]

## ヘッジファンドに関する実証研究例

ヘッジファンドの取引が市場混乱の原因となるかについては、いくつかの定量的な分析が存在している。Fung and Hsieh[2000]は、1987年のブラックマンデー（世界的な同時株安）、1992年のERM危機、1993年の債券相場の急騰とそれに続く1994年の急落、1994～1995年のメキシコ危機および1997年のアジア危機の各ケースについて、ヘッジファンドの保有ポジションを推計し、相場の急変への影響の有無を検証した。ヘッジファンドのポジションは公表されていないため、データが入手できる純資産規模および月次収益率などから、大まかなポジションの額を推計している。

結論としては、①ERM危機と1993～1994年の債券相場急変動については、ヘッジファンドは影響を及ぼしたが、ブラックマンデー、メキシコ危機およびアジア危機においては、ヘッジファンドは市場規模や他の市場参加者対比で大きなポジションを有しておらず、相場の変動にはほぼ影響を与えていなかった。また、②相場変動を増幅させる惧れが強いポジティブ・フィードバック（順張り）戦略は、1993年の債券相場の急騰時以外には観察されなかったほか、③ヘッジファンドが相場の変動に影響を与えていた場合でも、ファンダメンタルズ（経済実態）から離れる方向に相場を変動させていた事例は観察されなかった。

これらの結論は、Eichengreen and Mathieson[1998]と、1993～1994年の債券相場急変動以外については概ね同じである（ブラックマンデーは分析対象外）。すなわち、同論文は、ERM危機ではヘッジファンドが主導的な役割を果たしたが、それ以外の債券相場急変動、メキシコ危機、アジア危機では、市場支配力のある主体ではなかったとした。このほか、ヘッジファンドは投資戦略の手の内を明かすことが少ないため、群集的な行動を採ることは考えにくいこと、順張り戦略を採用している証拠は見当たらないこと、を説明した。

Brown et al. [1998]は、アジア危機のケースを取り上げ、推計されたヘッジファンドのポジションが相当に積みあがった局面はあるが、それが為替相場を変動させたとは言えない、と結論付けている。

本年に入って、商品先物取引（原油、天然ガス）におけるヘッジファンドの投資行動に関する実証研究が相次いで公表された。NYMEX[2005、ニューヨーク先物取引所]は、大口取引者に関する非公表データから、①ヘッジファンドの取引量やポジションを計測し、いずれも市場全体に占める割合は大きくない、②他の市場参加者に比べてポジションを変える頻度が低い、③価格のボラティリティは、ヘッジファンドのポジションと逆相関にある、ことを示した。また、Haigh et al. [2005]は、上記と同様の非公表データを用い、①ヘッジファンドのポジションは、他の市場参加者と逆相関していること、②多変量統計解析の結果、ヘッジファンドのポジション変更は、他の市場参加者のポジション変更に反応して生じており、その逆ではない、③価格の変化は、ヘッジファンドのポジションと無相関（天然ガス）、あるいは、逆相関（原油）である、とした。これら2つの実証研究は、これらの結果を、ヘッジファンドは相場混乱をもたらすものでなく、市場に流動性を与える存在であるとの見方と整合的であると解釈している。

## [補 論]

### 統計分析のバックグラウンド

#### (1) 収益分布の歪度と尖度

本稿4. (4) ②、③にて、歪度、尖度を用いて分析を行っているが、以下、歪度、尖度について説明する。

ある確率変数  $x_i$  の歪度 (skewness) とは、以下のように定義される。これは、分布の歪みを表現する指標であり、正規分布のように左右対称の場合はゼロとなる。なお、 $\sigma_i$  は資産  $i$  の標準偏差を示す。

$$Skewness = \frac{E[x_i - E(x_i)]^3}{\sigma_i^3}$$

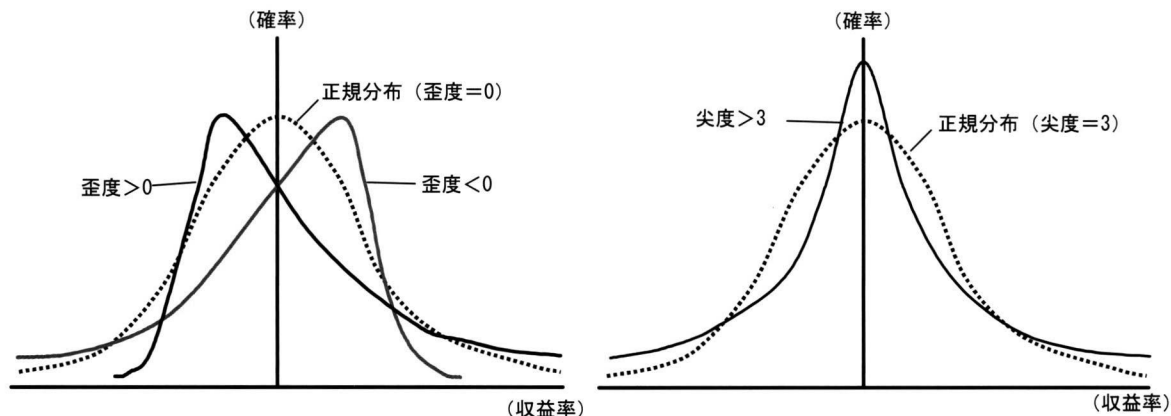
歪度が正負それぞれの値をとる時のイメージは、補論図表1 (左) の通りとなる。歪度が正の場合には右に、負の場合には左にテールが長い分布となっている。すなわち、歪度が正 (負) の分布は、高い確率で小さな損失 (利益) が生じるとともに、低い確率ではあるが大きな利益 (損失) が生じる場合を示している。

また、ある確率変数  $x_i$  の尖度 (kurtosis) とは、以下のように定義される。これは、分布の尖りを表現する指標であり、正規分布の場合は3となる。

$$Kurtosis = \frac{E[x_i - E(x_i)]^4}{\sigma_i^4}$$

尖度が大きい値をとる時のイメージは、補論図表1 (右) の通りとなる。尖度が大きくなるほど、分布の裾野が厚くなり (ファット・テール)、平均値から大きく乖離した損益が発生する可能性が高くなる。

(補論図表1) 歪度、尖度と確率分布



#### (2) 共歪度とリスクプレミアム<sup>(注1)</sup>

本稿4. (4) ④において、共歪度を用いてポートフォリオ全体のリスクについて考察を加えているが、以下、共歪度について説明する。

(注1) 当解説は、西岡・馬場[2004]を引用している。詳細は、同論文を参照のこと。



資産Aの収益率を $r_A$ 、資産Bの収益率を $r_B$ とすると、 $r_A$ と $r_B$ の間で、共歪度 (co-skewness) は以下の通り定義される。

$$co-skew_{ABB} \equiv E[(r_A - E[r_A])(r_B - E[r_B])^2] = \text{cov}(r_A, \sigma_B^2) \quad (1)$$

なお、 $\sigma_i^2$ は資産 $i$  ( $i=A, B$ )の分散を、 $\text{cov}(X, Y)$ は $X$ と $Y$ の共分散を示す。

次に、歪度・共歪度とポートフォリオ全体のリスクについて概観したい。まず、投資家の $t+1$ 期末の総資産額 $W_{t+1}$ と、ポートフォリオ・リターン $r_p$ の関係は、以下の通り示すことができる。

$$W_{t+1} = (1 + r_p)W_t \quad (2)$$

$$r_p = r_f + w_A(r_A - r_f) + w_B(r_B - r_f) \quad (3)$$

ここで、 $r_f$ はリスクフリー・レート、 $w_A$ ( $w_B$ )は資産A (B)の保有比率である。(2)、(3)式から、投資家の効用関数を $u(W_{t+1})$ とすると、投資家にとっての期待効用最適化問題は、

$$\begin{aligned} \text{Max} \quad & E[u(W_{t+1})] \\ \text{s.t} \quad & (2), (3) \text{ 式} \end{aligned}$$

となり、一階の条件は、

$$E_i[u'(W_{t+1})(r_i - r_f)] = 0 \quad , \quad i=A, B \quad (4)$$

と書くことができる。ここで、期待効用関数を以下のとおり定める。

$$E[u(W_{t+1})] \equiv E[W_{t+1}] - \frac{\lambda}{2} E[W_{t+1} - E[W_{t+1}]]^2 + \frac{\delta}{3} E[W_{t+1} - E[W_{t+1}]]^3 \quad (5)$$

2 資産を仮定すると、一般に、3次モーメントは

$$\begin{aligned} E[W_{t+1} - E[W_{t+1}]]^3 &= E[\{w_A(r_A - E[r_A]) + w_B(r_B - E[r_B])\} \cdot W_t]^3 \\ &= [w_A^3 \sigma_A^3 skew_A + w_B^3 \sigma_B^3 skew_B + 3w_A^2 w_B \text{cov}(\sigma_A^2, r_B) + 3w_B^2 w_A \text{cov}(r_A, \sigma_B^2)] \cdot W_t^3 \end{aligned}$$

$$\ast \quad skew_i = \frac{E[r_i - E[r_i]]^3}{\sigma_i^3} \quad i=A, B \quad (\text{資産 } i \text{ の歪度})$$

となることを踏まえると、(5)式より、一階の条件から、以下の(6)、(7)式が成り立つ。

$$\begin{aligned} \frac{\partial E[u(W_{t+1})]}{\partial w_A} &= E[r_A] - r_f - \lambda[w_A \sigma_A^2 + w_B \rho \sigma_A \sigma_B] \\ &\quad + \delta[w_A^2 \sigma_A^3 skew_A + 2w_A w_B \text{cov}(\sigma_A^2, r_B) + w_B^2 \text{cov}(r_A, \sigma_B^2)] = 0 \end{aligned} \quad (6)$$

$$\begin{aligned} \frac{\partial E[u(W_{t+1})]}{\partial w_B} &= E[r_B] - r_f - \lambda[w_B \sigma_B^2 + w_A \rho \sigma_A \sigma_B] \\ &\quad + \delta[w_B^2 \sigma_B^3 skew_B + 2w_A w_B \text{cov}(r_A, \sigma_B^2) + w_A^2 \text{cov}(\sigma_A^2, r_B)] = 0 \end{aligned} \quad (7)$$

したがって、資産A、Bの需要関数は、

$$E[r_A] - r_f = \lambda \rho \sigma_A \sigma_B w_B - \delta w_B^2 \text{cov}(r_A, \sigma_B^2) + [\lambda \sigma_A^2 - 2\delta w_B \text{cov}(\sigma_A^2, r_B)] w_A - \delta \sigma_A^3 skew_A w_A^2 \quad (8)$$

$$E[r_B] - r_f = \lambda \rho \sigma_A \sigma_B w_A - \delta w_A^2 \text{cov}(\sigma_A^2, r_B) + [\lambda \sigma_B^2 - 2\delta w_A \text{cov}(r_A, \sigma_B^2)] w_B - \delta \sigma_B^3 skew_B w_B^2 \quad (9)$$

となる。

(8)、(9) から、歪度・共歪度が負の値をとる場合には、投資が要求するリスクプレミアムは、一般的な平均・分散アプローチによるリスクプレミアム (8)、(9) 式それぞれにおける第1項と第3項の和) よりも高くなる。

### (3) ヘッジファンド収益率の推定方法

本稿 5. に関連して、被説明変数をヘッジファンドのパフォーマンスとして、ヘッジファンド指数 (CSFB/Tremont, Hedge Fund Research) の収益率を用い、これに影響を与えた説明変数として、米国株価 (S & P 500)、インプライド・ボラティリティ (S & P 500)、米国金利 (10 年債利回り)、クレジットスプレッド (米国 BBB 格社債)、為替レート (円/ドル) を採用し、各々対数差分 (月次変化率) をとり、回帰分析を行った (ドル/ユーロや商品 (DJ-AIG) と有意な関係がみられた戦略もあるが、本稿では割愛した)。

戦略によっては一定の期間において尖度が大きく (分布がファット・テールであり) 分散が可変である可能性があることから、回帰モデルの誤差項の条件付分散が過去の誤差に依存する ARCH (Autoregressive Conditional Heteroscedasticity)、過去の誤差のみならず過去の条件付分散にも依存する GARCH (Generalized ARCH) を考慮し、分析を行った。具体的には、ARCH、GARCH が成立したヘッジファンド、CB アービトラージ、グローバル・マクロ、ファンド・オブ・ヘッジファンズについては、収益変動のボラティリティがいったん上昇すると、将来に渡りボラティリティが高止まる可能性が示唆された。

(補論図表 2) ヘッジファンドの収益率の推定結果

	ヘッジファンド	CB アービ トラージ	イベント・ ドリブン	グローバル・ マクロ	ファンド・ オブ・ヘッジ ファンズ
定数項	0.007 (0.000)	0.007 (0.000)	0.009 (0.000)	0.012 (0.000)	0.005 (0.000)
S & P 500	0.189 (0.000)	-0.001 (0.963)	0.130 (0.000)	0.125 (0.011)	0.280 (0.000)
インプライド・ ボラティリティ	-	-	-	0.025 (0.023)	-
米 10 年 金 利	-0.085 (0.001)	-	-	-0.068 (0.010)	-0.042 (0.018)
米 BBB 社 債 スプレッド	-0.048 (0.004)	-0.076 (0.000)	-0.088 (0.000)	-	-0.061 (0.000)
円/ドル	0.191 (0.000)	-	-	0.139 (0.023)	-
商品 (DJ-AIG)	0.093 (0.001)	-	-	-	-
	ARCH (1)	ARCH (1)		GARCH (1, 1)	GARCH (1, 1)
定数項	0.000 (0.006)	0.000 (0.004)		0.000 (0.354)	0.000 (0.559)
1 期 前 誤 差 項 (2 乗)	0.876 (0.018)	0.654 (0.051)		0.255 (0.048)	0.200 (0.016)
1 期 前 分 散	-	-		0.729 (0.000)	0.775 (0.000)

(注) 計測期間は 1997 年 1 月から 2005 年 3 月、ファンド・オブ・ヘッジファンズについては 2004 年 12 月までであり、最尤法を用いて推定した。シャドウは有意ではないと検定された計数 (有意水準 10%)。括弧内は P 値。

## (4) ガバナンス構造とヘッジファンドのレバレッジ

本稿6. (2)に関連して、報酬体系等ヘッジファンドのガバナンス構造がレバレッジに影響を与えるかについて分析を行った。ここでは、被説明変数を平均レバレッジ(%)、説明変数を業績連動報酬比率(%)、ハイ・ウォーターマーク(ダミー変数)<sup>(注2)</sup>、年次収益率(ダミー変数)<sup>(注3)</sup>とし、トービット・モデル(途中打ち切り回帰モデル)を用いて回帰分析を行った。Lipper TASS Databaseに登録されているレバレッジの性質上、ゼロ未満の数字はとらない(被説明変数に非負の制約がある)ことから、トービット・モデルを採用した。しかしながら、トービット・モデルは大標本を前提としたものであり、当分析においては多くの戦略においてサンプル数が少ないことから、必ずしも適切な結論が推計されたとは限らないことに注意されたい。

(補論図表3) トービット・モデルの推計結果

	ヘッジファンド(単独)							ファンド・オブ・ヘッジ・ファンズ
	CBアービトラージ	株式マーケット・ニュートラル	イベント・ドリブン	債券アービトラージ	グローバル・マクロ	株式ロング・ショート	マネーゼド・フューチャーズ	
定数項	-1.139 (0.565)	-1.658 (0.115)	0.460 (0.753)	-9.076 (0.072)	-1.012 (0.340)	-0.617 (0.086)	-0.594 (0.297)	-1.375 (0.000)
業績連動報酬比率	15.600 (0.125)	2.739 (0.608)	-13.445 (0.078)	41.151 (0.052)	7.509 (0.155)	-1.157 (0.517)	4.235 (0.141)	2.576 (0.065)
ハイ・ウォーターマーク	-0.654 (0.196)	1.535 (0.004)	1.290 (0.026)	4.171 (0.105)	0.161 (0.787)	0.521 (0.002)	-0.240 (0.478)	0.488 (0.009)
年次収益率	-0.709 (0.295)	0.889 (0.151)	0.658 (0.350)	-2.678 (0.466)	-2.145 (0.035)	-0.485 (0.045)	-0.612 (0.282)	0.075 (0.784)
保有サンプル	73	60	72	78	57	249	97	138
サンプル数	99	117	194	104	102	680	170	476

(注) 括弧内はP値。

(注2) ハイ・ウォーターマーク方式を採用するヘッジファンドについては“1”、不採用のファンドについては“0”とした。

(注3) 2004年における年次収益率が下位10%以下のファンドについては“1”、それ以外のファンドについては“0”とした。

[付属資料]

米国・英国・日本におけるヘッジファンド関連法制度

	米 国	英 国	日 本
投資マネージャー 投資マネージャー業務を行うための必要事項	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 米国人向けに投資マネージャー業務を行う場合、原則、証券取引委員会（SEC）への登録が必要。              一 例外規定：下記の条件を全て満たす場合登録免除。              [投資顧問法 section203(b)]              ・直近 12 ヶ月以内に顧客 15 人未満              ・顧客を募集せず              ・非登録投資会社の顧問のみ              →登録会社の投資顧問は登録必要。</li> <li>○ 商品先物を取り扱う場合、商品プール運用者（CPO）又は商品取引顧問業者（CTA）として商品先物取引委員会（CFTC）に原則登録必要。              一 例外規定：顧客 15 人以下等</li> <li>○ 米国内において集団投資スキームであるリミテッド・パートナーシップを設置する場合、特段の認可等不要。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 英国内で投資マネージャー業務を行う場合、金融サービス庁（FSA）の認可が必要。（金融サービス市場法 section19、section22、schedule2）</li> <li>○ 英国内で集団投資スキームの設定を行う場合、FSAの認可が必要。（金融サービス市場法 section19、section22、schedule2）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 日本国内で投資マネージャー業務を行う場合、投資顧問業法の規制に服する。              ・一任業務：内閣総理大臣の認可              ・助言業務：金融庁への登録              ・外国投資顧問業者の駐在員事務所：金融庁への届出</li> <li>○ ビークル（投資信託）を自ら国内に設置・運用するためには、投資信託委託業者として内閣総理大臣の認可を取得する必要。</li> <li>○ 商品投資を実施する場合は、「商品投資に係る事業の規制に関する法律」の規制に服する。              ・商品投資顧問業：主務大臣の許可              ・商品投資販売業：主務大臣の許可</li> </ul>
投資マネージャーが存在することによるオフショアファンドに対する課税の特例措置	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ オフショアファンドの米国内での投資活動による利益に対する米国内での課税を免除。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 投資マネージャーが一定の要件を満たす場合、オフショアファンドの英国内での投資活動による利益に対する英国内での課税を免除。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 投資マネージャーが日本にいる場合のオフショアファンド課税免除規定なし。              一 投資マネージャーの活動実態で判断。</li> </ul>
投資マネージャーへの業績連動報酬	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 原則禁止。[投資顧問法 section205(a)(1)]              一 但し、投資家が適格投資家（Qualified Client）のみの場合可能。[投資顧問法 Rule205-3]</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 可能。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 可能。</li> </ul>

		米 国	英 国	日 本
ビークル	ビークルとして利用 されうる国内法制	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ リミテッド・パートナーシップまたはリミテッド・ライアビリティ・カンパニー (LLC) 等</li> <li>— 米国内でファンドが投資家を募集する場合、下記の条件を満たさない限り、投資会社としてSECへの登録が必要。 <ul style="list-style-type: none"> <li>・投資家 100 人以下かつ私募の場合 [投資会社法 section3(c)(1)]</li> <li>・投資家が適格購入者 (Qualified Purchaser) のみかつ私募の場合 [投資会社法 section3(c)(7)]</li> </ul> </li> <li>— 投資家 500 人以上かつ資産規模 1 千万ドル超の投資会社はSECへの登録必要。[証券取引所法 Section12(g)]</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 適格投資家向け集団投資スキーム (QIS)。</li> <li>— 機関投資家・経験豊富な投資家向けスキーム</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 投資信託 (証券投資信託)。</li> <li>— 証券投資信託は 50% 超の有価証券への投資が必要。</li> <li>— 不動産、金融デリバティブ取引等も 50% 未満の範囲で可能。</li> </ul>
	空売り等	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 可能。</li> <li>— 但し、登録会社の場合、空売りに関する目論見書、その他ディスクロージャー資料の作成必要。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 可能。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 可能。</li> <li>— 但し、公募の場合、信用取引・株式借入は純資産総額の範囲内。</li> </ul>
	レバレッジ	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 非登録会社は制限なし。</li> <li>— 借入・先物・オプション、その他デリバティブによるレバレッジ可能。</li> <li>○ 登録会社は制限あり。</li> <li>— オープン型投資会社は、銀行借入のみ。</li> <li>— クローズ型投資会社は、銀行借入の他、債券等による資金借入可能。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 純資産額 (NAV) の 100% まで借入可能。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 私募 (プロ・少人数) の場合: 資金借入は解約代金・特定の投信の分配金支払目的のみ可能。その他は制限なし。</li> <li>— 公募の場合: 資金借入は解約代金・特定の投信の分配金支払目的のみ可能。信用取引 (売付)・株式借入・レボ取引・債券借入・債券空売り・現先取引は純資産総額の範囲内。デリバティブは評価損が純資産総額の 50% 以内に制限。</li> </ul>



		米 国	英 国	日 本
販売規制	販売規制 (私募と公募)	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 公募の場合、証券法による規制対象。 <ul style="list-style-type: none"> <li>— SECへの登録、目論見書の交付が必要。</li> </ul> </li> <li>○ 私募で投資家が自衛力認定投資家 (Accredited Investor) に限定される (あるいは特定の条件を満たす購入者が35人以下、又はそう信じるに足りる理由がある) 場合、私募とみなされ、SECへの登録、目論見書の交付不要。[証券法のRegulation DのRule506]</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 顧客を、金融機関 (Market counterparty)、法人顧客 (Intermediate customer)、一般顧客 (Private customer) に分類。 (COB4.1) <ul style="list-style-type: none"> <li>— 規制対象外スキーム (ヘッジファンド含む) は金融機関、法人顧客、一般顧客のうち証券投資について十分な知識経験を有する理由で法人顧客に格上げされた者に限定。 (COB3.11 アネックス5R) <ul style="list-style-type: none"> <li>— 一般顧客に対するヘッジファンドの販売禁止。</li> </ul> </li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 証券取引法による発行時開示。 <ul style="list-style-type: none"> <li>— 公募の場合、有価証券届出書の提出義務、目論見書の作成及び交付義務。</li> <li>— 私募の場合、有価証券通知書の提出義務。</li> </ul> </li> <li>○ 投信法による届出義務。 <ul style="list-style-type: none"> <li>— 公募・私募問わず適用。</li> </ul> </li> </ul>
	オフショアから持ち込む場合の規制の有無	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 特段の持ち込み規制なし。 <ul style="list-style-type: none"> <li>— 国内ファンドと同様の法制に服する。</li> </ul> </li> <li>○ オフショアファンドはSECの認可の下で登録投資会社にならないと公募禁止。 [投資会社法 section7(d)]</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 特段の持ち込み規制なし。 <ul style="list-style-type: none"> <li>— 国内の集団投資スキームと同様のスキームであれば規制対象スキーム。異なれば規制対象外スキーム。</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ ファンドの法律構成により、証券取引法・投信法のいずれか又は双方が適用。</li> <li>○ 公募可能な投信について持ち込み規制あり。 <ul style="list-style-type: none"> <li>— 日本証券業協会の規則 (公正慣習規則第4号) により規定。</li> </ul> </li> </ul>
	投資家が国外においてファンドを購入する場合	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 米国外においても米国人投資家保護のため米国の証券取引関連の規制が及ぶ。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 英国外においては英国の証券関連の規制が及ばない。 <ul style="list-style-type: none"> <li>— 英国の投資家が直接オフショアファンドを購入した場合、金融サービス市場法の規制対象外。</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 日本国外においては日本の証券関連の規制が及ばない。 <ul style="list-style-type: none"> <li>— 国内において「勧誘」を行わない限り、日本の証券取引法等の規制の対象外。</li> </ul> </li> </ul>



	米 国	英 国	日 本
情報開示規制	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 非登録会社の場合、法令上規制なし。 <ul style="list-style-type: none"> <li>— 目 論 見 書 ( Private Placement Memorandum ) は慣習上投資家に配布。</li> <li>— 契約により投資家との間の基本的事項規定。</li> </ul> </li> <li>○ 登録会社の場合、半年毎に期末 60 日以内に財務諸表等を投資家に開示。[投資会社法 section30(e)] <ul style="list-style-type: none"> <li>— S E C にも届出必要。</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ オフショアファンドについて法令上規制なし。 <ul style="list-style-type: none"> <li>— 目論見書は慣習上投資家に配布。</li> <li>— 契約により投資家との間の基本的事項規定。</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ ファンドが、証券取引法・投信法の規制に服する場合は、当該法律上の開示義務を負う。 <ul style="list-style-type: none"> <li>— その他の場合、法令上規制なし。</li> </ul> </li> </ul>
ファンド・オブ・ヘッジファンズ	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 登録ファンド・オブ・ヘッジファンズはクローズエンド型投資会社として設立されたものが多い。</li> <li>○ 小口個人投資家への販売可能。 <ul style="list-style-type: none"> <li>— 投資マネージャーの業績連動報酬を導入するため、現状では最低投資金額が大きい。</li> </ul> </li> <li>○ 投資先のファンドに投資制限等は生じない。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ クローズエンド型投資会社として設立。</li> <li>○ 小口個人投資家への販売可能。 <ul style="list-style-type: none"> <li>— 投資先の分散が効いている場合は、上場基準を満たすものも存在。</li> </ul> </li> <li>○ 投資先のファンドに投資制限等は生じない。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 証券投資信託として組成。 <ul style="list-style-type: none"> <li>— 投資先は、全投資先合計でファンド・オブ・ヘッジファンズの資産の 50% 超の有価証券投資を行っていることが必要。</li> </ul> </li> <li>○ 小口個人投資家への販売可能。</li> </ul>

## [参考文献]

- 杉山泰成、「米国における証券取引規制」、西村総合法律事務所編『ファイナンス法大全（上）』、商事法務、2003年、165～205頁
- 西岡慎一・馬場直彦、「わが国投資家のクレジット・リスクテイク：社債リターンの歪度と債券ポートフォリオ選択問題」、『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』2004-J-9、2004年6月
- 野村亜紀子・平松那須加、「英国におけるヘッジファンドの販売規制をめぐる議論—金融サービス庁の提案—」、『資本市場クォーターリー』2002年秋号、野村総合研究所、107～116頁
- Basel Committee on Banking Supervision, “Banks’ Interactions with Highly Leveraged Institutions”, January 1999 [1999a]
- , “Sound Practices for Banks’ Interactions with Highly Leveraged Institutions”, January 1999 [1999b]
- Basel Committee on Banking Supervision and the International Organization of Securities Commissions, “Review of issues relating to Highly Leveraged Institutions (HLIs)”, March 2001
- Brown, Stephen J., William N. Goetzmann and James Park, “Hedge Funds and The Asian Currency Crisis of 1997”, *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No.6427, February 1998
- Counterparty Risk Management Policy Group, “Improving Counterparty Risk Management Practices”, June 1999
- Chan, Nicholas, Mila Getmansky, Shane M. Haas and Andrew W. Lo, “Systemic Risk and Hedge Funds”, *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No.11200, March 2005
- Edwards, Franklin R., “The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and Investor Protection”, *Hedge Funds: Risks and Regulation*, Theodor Baums and Andreas Cahn, ed., Sonderdruck, 2004, pp.30-51
- Eichengreen, Barry and Donald Mthieson, “Hedge Fund and Financial Markets: Implications for Policy”, *Hedge Funds and Financial Market Dynamics, International Monetary Fund Occasional Paper*, 166, May 1998, pp.2-26
- Financial Stability Forum, “Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions”, April 2000
- , “The FSF Recommendations and Concerns Raised by Highly Leveraged Institutions (HLIs) An Assessment”, March 2002
- Fung, William and David A. Hsieh, “Measuring the Market Impact of Hedge Funds”, *Journal of Empirical Finance*, 7, 2000, pp.1-36
- Geithner, Timothy F., “Hedge Funds and Their Implications for the Financial System”, November 2004
- Greenspan, Alan, “Risk Transfer and Financial Stability”, May 2005
- Haigh, Michael S., Jana Hranaiova and James A. Overdahl, “Price Dynamics, Price Discovery and Large Futures Trader Interactions in the Energy Complex”, *Commodity Futures Trading Commission Working Paper*, April 2005
- International Monetary Fund, “Global Financial Stability Report”, September 2004

International Organization of Securities Commissions, “Hedge Funds and Other Highly Leveraged Institutions”, November 1999

Joint Forum, “Financial Disclosure in the Banking , Insurance and Securities Sectors: Issues and Analysis”, May 2004

Multidisciplinary Working Group on Enhanced Disclosure, “Final Report of the Multidisciplinary Working Group on Enhanced Disclosure”, April 2001

New York Mercantile Exchange, “A Review of Recent Hedge Fund Participation in NYMEX Natural Gas and Crude Oil Futures Markets”, March 2005

The President’s Working Group on Financial Markets, “Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management”, April 1999

Rahl, Leslie, “Hedge Fund Risk Transparency”, Risk Books, 2003