

# ヘッジファンド投資に関する調査研究

平成 25 年度 研究報告書

平成 26 (2014) 年 3 月

公益財団法人 年金シニアプラン総合研究機構

〒108-0074 東京都港区高輪 1 丁目 3 番 13 号 NBF 高輪ビル

TEL: 03-5793-9411

FAX: 03-5793-9413

URL: <http://www.nensoken.or.jp>



# 目次

はじめに

## 第1章 金融危機後のヘッジファンド投資

1 金融危機とヘッジファンド.....	1
2 金融危機後のヘッジファンド市場の変化.....	3
2.1 ヘッジファンド投資の機関化現象の進展.....	3
2.2 ファンド・オブ・ヘッジファンズから直接投資へのシフト.....	5
2.3 ヘッジファンド戦略のカテゴリライズ化.....	7
2.4 ヘッジファンドの資産クラスの変化.....	11
2.5 ヘッジファンドの報酬率.....	12
2.6 投資ヘッジファンド数の減少.....	16
2.7 コンサルタントの利用の増加.....	17
2.8 「規制」ヘッジファンド商品の増加.....	18
2.9 伝統的資産運用とヘッジファンドのコンバージェンス.....	19
3 ヘッジファンドのスキームと関係者.....	20
3.1 ヘッジファンドのファンド構造.....	20
3.2 ヘッジファンドの所在地.....	22
3.3 ヘッジファンド・スキームの関係者.....	24
3.4 ヘッジファンド投資家.....	28
3.5 主要ヘッジファンド運用会社.....	30

## 第2章 アルファとパフォーマンス

1 ヘッジファンドとアルファ.....	35
1.1 ヘッジファンドのアルファとベータ.....	35
1.2 ヘッジファンドの複製(Replication)手法.....	36
1.3 ヘッジファンド複製商品.....	39
2 ヘッジファンドのパフォーマンス.....	41
2.1 ヘッジファンドのパフォーマンス水準.....	41
2.2 ヘッジファンド・インデックスが持つバイアス.....	44
2.3 投資可能ヘッジファンド・インデックス.....	45
2.4 戦略別リターンの順位.....	45
2.5 ヘッジファンドと株式のリターンの相関.....	47

3	ヘッジファンドの戦略分類とパフォーマンス特性	52
3.1	Greenwich Global Hedge Fund Index	52
3.2	HFRI Fund Weighted Composite Index	55
3.3	Credit Suisse Hedge Fund Index	57
<b>第3章 国内投資家のヘッジファンド投資状況</b>		
1	国内におけるヘッジファンド投資の変化	63
2	ヘッジファンドの資産クラス	69
<b>第4章 海外投資家のヘッジファンド投資状況</b>		
1	米国公的年金	71
1.1	カリフォルニア州職員退職年金(CalPERS)	73
1.2	ミズーリ州職員退職年金(MOSERS)	81
1.3	マサチューセッツ州年金投資委員会(PRIM)	85
1.4	テキサス州カウンティ&ディストリクト年金基金(TCDRS)	87
1.5	ニューメキシコ州公務員退職協会(NM-PERA)	90
1.6	イリノイ州教職員退職年金(IL-TRS)	92
1.7	ニューヨーク州職員退職年金基金(NYSLRS)	93
1.8	オハイオ州教職員退職年金基金(OH-SERS)	95
1.9	サウスカロライナ州退職年金投資委員会(RSIC)	96
1.10	インディアナ州公的退職年金(INPRS)	97
2	米国大学財団・基金(Endowment & Foundation)	98
2.1	ハーバード大学	100
2.2	イエール大学	101
2.3	テキサス大学システム	102
2.4	スタンフォード大学	103
3	米国企業年金	104
	参考文献	107

調査研究体制

研究員	樺山 和也	主任研究員
	長野 誠治	主任研究員
アドバイザー	福山 圭一	専務理事
	早川 敦	審議役

## はじめに

金融危機発生時には、分散投資の効果を期待されていたオルタナティブ資産の多くが株式市場と連動して下落し、最も必要とされる局面において分散効果が得られなかった。ヘッジファンドに関しては、「市場の動向に左右されない絶対リターンの獲得」、「伝統的資産のパフォーマンスとの相関の低さ」といった期待を多くの投資家に持たれていただけに、失望した投資家も多かったものと思われる。

金融危機によってはヘッジファンドの「流動性」の問題も発生し、史上最大級の詐欺事件となった「マドフ事件」の発覚も加わったことから、ヘッジファンドやファンド・オブ・ヘッジファンズの解約へと動いた投資家も多かった。

しかしながら、ヘッジファンド投資から撤退した投資家は多くなく、金融危機後も日本の企業年金等にとってはオルタナティブ資産の中では最大のウェイトを占める重要な投資対象の一つであるとの位置付けには変化は無いものと見られている。

ヘッジファンドの資産運用残高は、金融危機前を超える水準へと回復しているが、投資家のヘッジファンドへの投資姿勢や投資手法は金融危機前と同じというわけではなく、ヘッジファンド市場自体にも変化が生じている。

日本の企業年金によるヘッジファンド投資は2000年代半ば以降急速に拡大したことから、多くの企業年金が10年程度のヘッジファンド投資の経験を既に積んでおり、他のオルタナティブ資産とは異なり日本の企業年金が海外の事例に学ぶところは少ない分野の一つと言えるかもしれない。そうした面からは、海外の流れに日本の投資家が追随する必要性は無いが、ヘッジファンド市場で金融危機後に生じている変化を把握しておくことは、日本の投資家にとっても有用なことと考えられる。

また、海外投資家が行ってきているヘッジファンドへの投資目的や位置付け、ポートフォリオ内における役割等の見直しの動きは、日本の投資家にとっても参考となる部分もあるものと思われる。

本報告書は、金融危機以降のヘッジファンド投資やヘッジファンド市場の変化を紹介することを通じ、投資家のヘッジファンド投資やポートフォリオ見直しの検討等の一助となる情報の提供を企図したものである。

# 第1章 金融危機後のヘッジファンド投資

## 1 金融危機とヘッジファンド

世界金融危機が発生した2008年のヘッジファンド収益率(US\$ベース)は、HFRIインデックス<sup>1</sup>で△19.0%、クレディ・スイス/トレモント・ヘッジファンド・インデックス<sup>2</sup>で△19.1%と大きなマイナス収益率を記録した。米国株式市場の下落率が△40%近かったこととの比較では健闘したとの見方も取れないことはないが、多くの投資家がヘッジファンド投資に対して抱いていた「市場の動向に左右されない絶対リターンを獲得」、「伝統的資産のパフォーマンスとの相関の低さ」といった期待を裏切る結果となった。

金融危機によってはヘッジファンドの「流動性」の問題も発生し、史上最大級の詐欺事件となった「マドフ事件」の発覚も加わり、ヘッジファンド解約の動きに拍車を掛けることとなった。その結果、パフォーマンスの悪化と資産流出により、閉鎖や清算に追い込まれたヘッジファンドも多かったとされている。

2009年にヘッジファンドの収益率が大きく回復しヘッジファンド投資家の痛手が和らいだこと、世界的な低金利と先進国の低成長という金融危機後の運用環境がヘッジファンドをはじめとするオルタナティブ資産への投資の必要性をむしろ高める結果ともなったこと等から、金融危機後も機関投資家のヘッジファンドへの投資意欲はさほど衰えてはいない。一方で初期のヘッジファンド投資の主たる担い手であった超富裕層の資金は大きく流出したまま戻ってはおらず、各種規制強化の影響も受け金融機関のヘッジファンド投資は縮小傾向にあり、ヘッジファンド投資の主たる担い手は年金基金やソブリンウェルスファンド(SWF)、財団・基金(Endowment & Foundation)などへと移り変わってきている。

2013年末のヘッジファンドの資産運用残高は、ヘッジファンド・リサーチ社の推計では2.63兆ドルに達し、世界金融危機の発生により資産運用残高が大きく減少した2008年末の水準の1.8倍を超えており、金融危機前の水準を大きく上回っている。

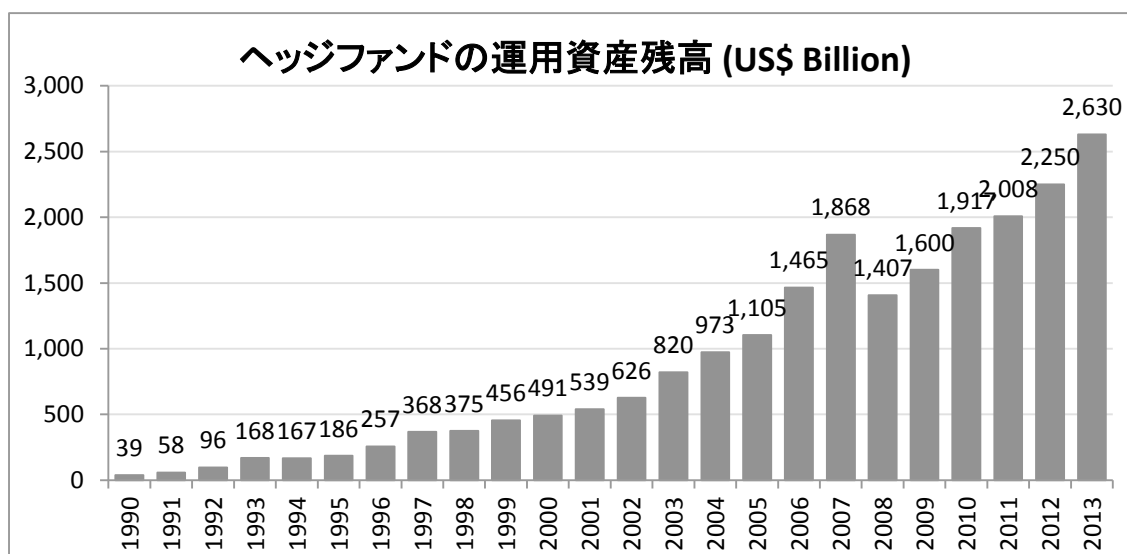
ヘッジファンド投資家は、一見、金融危機時の痛手を忘れ、再びハイリスクの投資へと無節操に回帰しているかのようにも見えるが、機関投資家のヘッジファンドへの投資姿勢や投資手法は金融危機前と同じというわけではなく、金融危機によって明らかとなった各種の課題や問題点を是正・克服しようとするさまざまな取組も見られている。こうした取り組みが可能となってきた背景には、金融危機を経て、投資家のヘッジファンドのリターン特性に対する理解が深まったことと、ヘッジファンド運用の透明性が過去と比較すれば高まってきていることも影響しているものと考えられる。

---

<sup>1</sup> HFRI Fund Weighted Composite Index、ヘッジファンド・リサーチ社が2,000以上のヘッジファンドのパフォーマンス・データを元に算出している。

<sup>2</sup> Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Indexを経て現在はCredit Suisse Hedge Fund Indexに改称。

[図表 1-1] ヘッジファンドの運用資産残高推移



出所 : Hedge Fund Research

[図表 1-2] 2008 年のヘッジファンド・インデックス収益率 (US\$ベース)

2008 CS/Tremont Hedge Fund Index ("Broad Index")	Commulative Return	Monthly Standard Deviation	Maximum Drawdown	No. of Positive Funds	No. of Negative Funds	Best Perform Fund	Worst Perform Fund
<b>Broad Index</b>	△19.1%	2.8%	△19.5%	106	390	93.0%	△100.0%
<b>Convertible Arbitrage</b>	△31.6%	4.8%	△31.6%	1	21	11.8%	△60.9%
<b>Dedicated Short Bias</b>	14.9%	5.6%	△10.3%	7	2	67.8%	△48.8%
<b>Emerging Markets</b>	△30.4%	4.5%	△30.6%	2	67	26.8%	△77.5%
<b>Equity Market Neutral</b>	△40.3%	11.7%	△42.7%	9	12	36.1%	△100.0%
<b>Event Driven</b>	△17.7%	2.3%	△17.7%	9	67	32.6%	△74.6%
<b>Fixed Income Arbitrage</b>	△28.8%	4.6%	△29.0%	8	24	13.9%	△65.2%
<b>Global Macro</b>	△4.6%	3.4%	△14.9%	19	18	66.3%	△68.3%
<b>Long/Short Equity</b>	△19.8%	3.5%	△21.3%	19	147	47.0%	△77.0%
<b>Managed Futures</b>	18.3%	3.4%	△7.1%	28	3	93.0%	△4.4%
<b>Multi- Strategy</b>	23.6%	2.8%	△23.6%	4	29	25.7%	△93.1%

出所 : クレディ・スイス<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Credit Suisse(2009), "One for the History Books: Hedge Fund Performance in 2008"

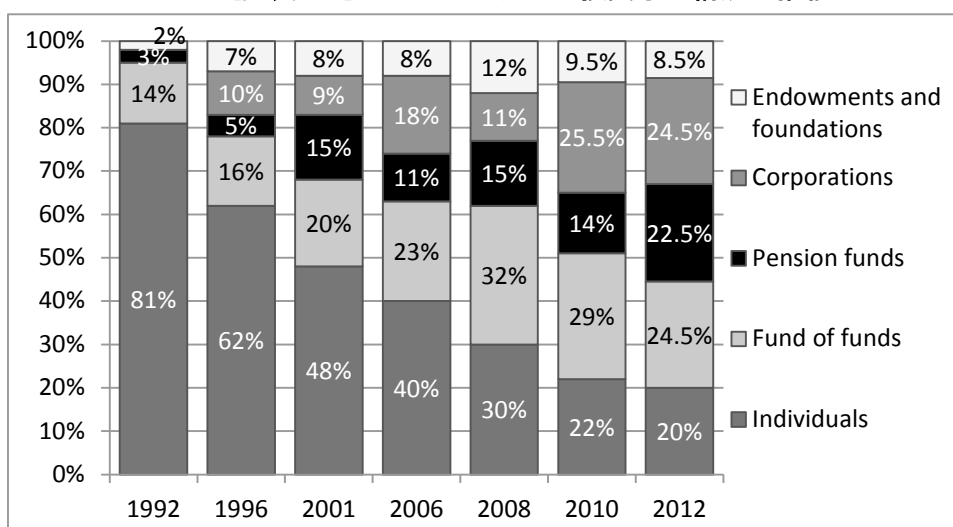


## 2 金融危機後のヘッジファンド市場の変化

### 2.1 ヘッジファンド投資の機関化現象の進展

金融危機以前から機関投資家によるヘッジファンドへの投資は活発化していたが、金融危機後はヘッジファンド投資の「機関化現象」と呼ばれる状況が加速している。

【図表 1-3】 ヘッジファンド投資家の構成比推移



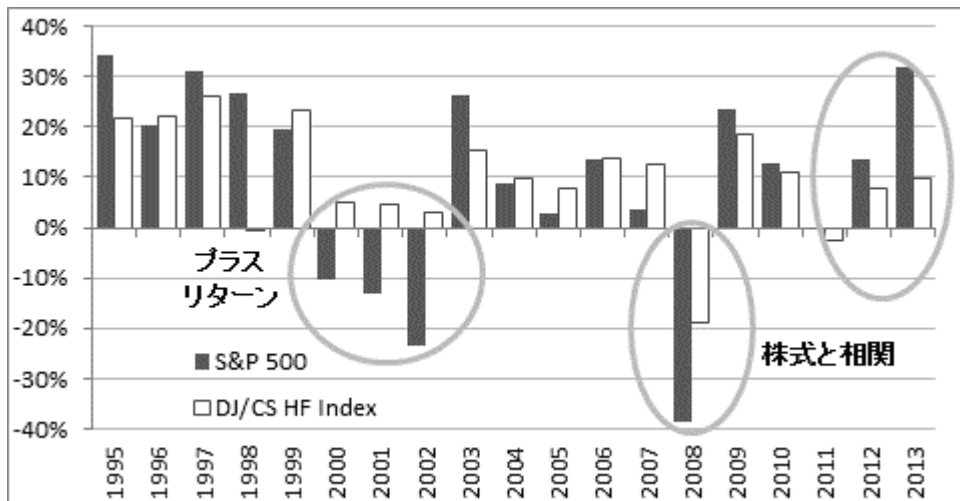
出所：TheCityUK より年金シニアプラン総合研究機構作成

1990年代までのヘッジファンドへの投資は個人の超富裕層やファミリー・オフィス(Family Office)<sup>4</sup>等が中心となっており、この時期のヘッジファンドの投資目的の中心は「超過リターンの獲得」にあったと考えられている。1990年代中ごろまでは機関投資家でヘッジファンド投資を行っているのは、一部の先進的な大学基金・財団(Endowment & Foundation)や企業年金に限られていた。

機関投資家の資金が大量にヘッジファンドへと振り向けられるようになったのは、ITバブルが崩壊し米国株式市場が3年連続でマイナスの収益率となった2000-2002年に、ヘッジファンドの収益率がプラスを維持したことが契機となったといわれている。ヘッジファンド投資に伝統的資産との相関の低さと、ヘッジファンドを組み入れることによるポートフォリオの分散効果に注目した機関投資家の資金の流入は、2000年末に4,910億ドルであったヘッジファンドの運用資産残高が、世界金融危機前の2007年末に1兆8,680億ドルにまで急増した大きな要因になったとみられている。

<sup>4</sup> 超富裕層が、一族や同族の資産運用、税務・財務管理等を行うための組織で、専属のファンド・マネージャーを雇用しているファミリー・オフィスもある。

【図表 1-4】 S&P500 とヘッジファンドの年別収益率



出所：Bloomberg

バンク・オブ・ニューヨーク・メロンとケーシー・クワークの調査<sup>5</sup>では、金融危機を受けてのヘッジファンドからの資金流出では、超富裕層からの解約が5,000億ドルを超え大きな割合を占めており、機関投資家の資金流出は相対的には大きくなかったとされている。その後の残高回復過程においても超富裕層等個人の資金はヘッジファンドには戻っていないのに対し、金融危機後も機関投資家のヘッジファンドへの投資意欲はさほど衰えなかったため、ヘッジファンドの機関化現象をさらに強める結果となっている。

先進国の低成長と低金利という市場環境が、伝統的資産である株式や債券の期待リターンを低下させ、ヘッジファンドを含むオルタナティブ資産への投資必要性をかえって高めたことも要因の一つであるが、Citi Prime Financeのレポート<sup>6</sup>では、機関投資家が「ポートフォリオのボラティリティ削減」という新たな投資目的をヘッジファンド投資に見出したことも、金融危機後の機関投資家からのヘッジファンドへの資金流入の要因となったとされている。

ヘッジファンドの主要投資家の中心が、個人の超富裕層から機関投資家へとシフトしてきたことに伴い、ヘッジファンドの運用姿勢も、高いリターンをひたすら追求するハイリスクの運用から、収益率のボラティリティを抑えながら安定的なリターンの獲得を目指す運用が主流となってきているとされている。こうした傾向は2005年に発表された日銀のレポート<sup>7</sup>でも既に指摘されていることであるが、金融危機を経て機関投資家がダウンサイドリスクにより敏感となったことによってさらに強まっているものと見られている。

<sup>5</sup> Bank of NY Mellon & Casey Quirk(2009) “The Hedge Fund Tomorrow: Building an Enduring Firm”

<sup>6</sup> Citi Prime Finance(2013),” The Rise of Liquid Alternatives & the Changing Dynamics of Alternative Product Manufacturing and Distribution”

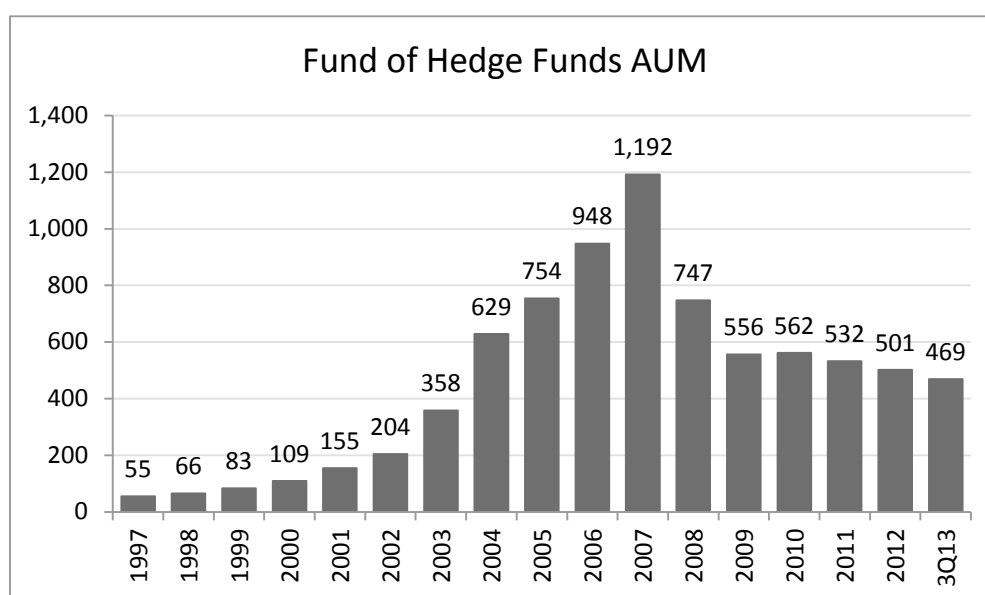
<sup>7</sup> 日本銀行(2005)、「ヘッジファンドを巡る最近の動向」

## 2.2 ファンド・オブ・ヘッジファンズから直接投資へのシフト

ヘッジファンドの残高が危機前の水準を超えてきている中、ファンド・オブ・ヘッジファンズ（以下 FoHF）の運用資産残高は回復を見せられておらず、2009 年以降も横ばいから小幅減と低迷を続けている。

FoHF の運用資産残高の低迷は、FoHF を利用していた超富裕層等の個人の資金がヘッジファンド市場に戻ってきていないことと、機関投資家のヘッジファンド投資が FoHF から個別ヘッジファンドへの直接投資へとシフトしていることが主因として考えられている。

【図表 1-5】 ファンド・オブ・ヘッジファンズの運用資産残高推移



出所：BarclayHedge

Pensions & Investments誌のデータによると、米国上位 200 の年金基金のヘッジファンドへの投資額は、金融危機の時期を挟みながら 2007 年 9 月の 763 億ドル<sup>8</sup>から 2013 年 9 月には 1,500 億ドル<sup>9</sup>へと約 2 倍に増加しているが、シングル・ヘッジファンドへの直接投資が 386 億ドルから 1,153 億ドルへと約 3 倍となったのに対して、FoHFへの投資額は 376 億ドルから 347 億ドルへと△10%の減少となっている。

金融危機の局面でFoHFはヘッジファンド・インデックスを上回るマイナス・リターン<sup>10</sup>を生み出してしまったこと、リーマンショック直後の 2008 年 12 月に発覚したバーナード・マドフの総額 650 億ドルの巨額詐欺事件<sup>11</sup>のファンドにいくつかのFoHFが投資を行っていたことから、FoHFのデューデリジェンス機能に疑問符がついてしまったこと、一部のFoHFでは投資家に約束していた解約条件と投資先のヘッジファンドの解約条件にミスマッチがあり、

<sup>8</sup> Pensions & Investments Jan 21, 2008

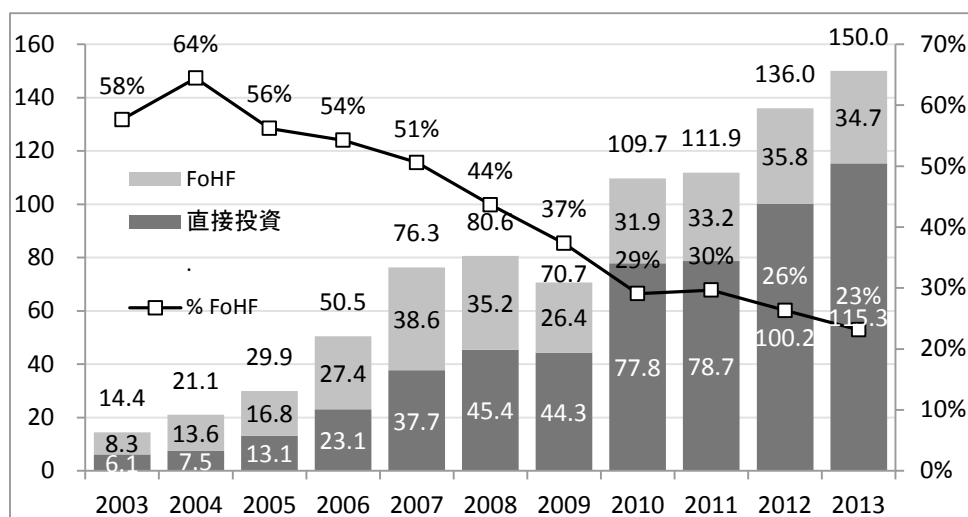
<sup>9</sup> Pensions & Investments Feb 3, 2014

<sup>10</sup> 2008 年収益率、HFRI FOF Index：△21.4%、HFRI Fund Weighted Composite Index：△19.0%

<sup>11</sup> 詐欺・資金洗浄などの罪で禁固 150 年の判決が下されている。

投資家の解約要請に応じることができなかつたFoHFが発生したこと等により、フィーの二重構造等FoHFの持つデメリットに焦点が当たり、ヘッジファンド投資の経験を積みヘッジファンドへの知見を高めていた機関投資家を中心に、個別ヘッジファンドへの直接投資へのシフトが進んでいる。

【図表 1-6】 トップ 200 米 DB 年金のヘッジファンド投資状況（単位:10 億ドル）



出所：Pensions & Investments 誌より年金シニアプラン総合研究機構作成

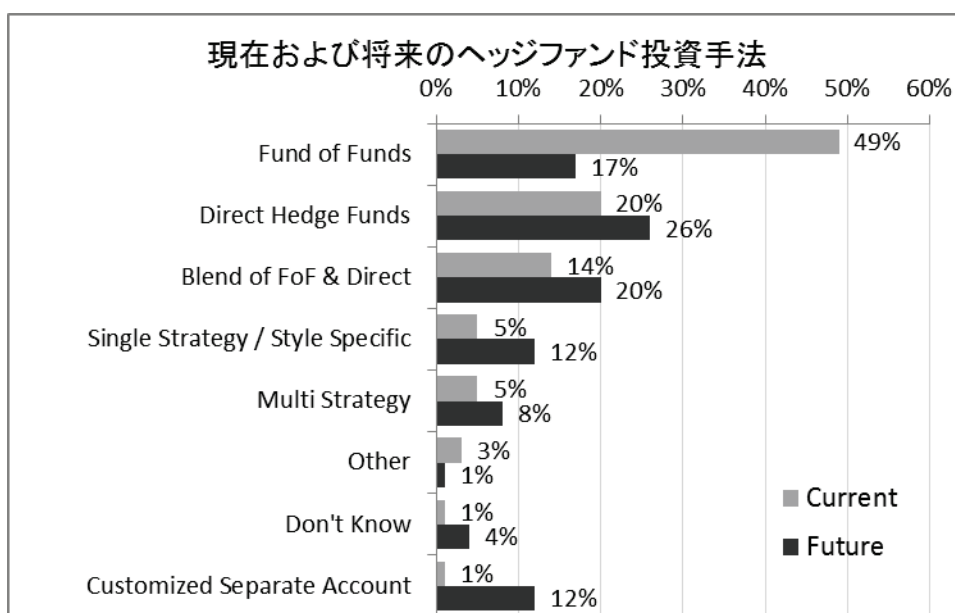
金融危機後に解約が増えその後もヘッジファンド投資に戻ってきていない個人の超富裕層からの資金受け入れ比率が高かった FoHF ほど運用資産残高の減少幅が大きい傾向にあり、運用資産残高の減少に悩む FoHF 同士の合併、FoHF によるヘッジファンド等の買収による事業多角化の動きなども活発化している。

また、ラッセル・インベストメンツ社のサーベイ<sup>12</sup>では、現在はヘッジファンドに投資を行っているサーベイ参加者のうち 49%がFoHFを通じてヘッジファンドへの投資を行っており調査時点では最大のウェイトを占めているが、将来の投資手法としての設問では 17%へと急減、ヘッジファンドへの直接投資やFoHFと直接投資の併用、カスタマイズされたセパレート・アカウント、マルチ・ストラテジー・ファンドなど他の投資手法へのシフトの意向が示されている。

ただし、すべての FoHF が残高を減少させているわけではなく、機関投資家を中心的な顧客基盤とし、マネージド・アカウントなどを活用し顧客毎のニーズを掬い上げカスタマイズしたソリューションを提供することによって運用資産残高を増加させることに成功している FoHF も存在している。

<sup>12</sup> Russell Investments'(2012)、"2012 Global Survey on Alternative Investing"

[図表 1-7] 現在および将来のヘッジファンド投資手法



出所：Russell Investments' 2012 Global Survey on Alternative Investing

FoHF 業界は事業モデルの見直しを迫られているといえるが、新規にヘッジファンド投資を開始する投資家、運用体制や人的資源あるいは地域的な問題から個別ヘッジファンドへの投資へのハードルが高い投資家、投資金額の制約から個別ヘッジファンドへの直接投資では戦略分散やファンドの分散が不可能な投資家にとっては、FoHF は引き続きヘッジファンドへの重要な投資手段の一つとなっている。

### 2.3 ヘッジファンド戦略のカテゴリライズ化

金融危機以前の機関投資家は、幅広いヘッジファンド戦略に分散されたヘッジファンド全体のリターンをとらえようとする指向が強かったが、金融危機後は、ヘッジファンドの各戦略が持つそれぞれのリスクファクターやリスク特性に応じて、ヘッジファンドを戦略別にカテゴリライズする動きが見られている。

金融危機において資産クラス間の相関は安定的ではないこと、資産クラスの分散をどれだけ図ったとしても異なる資産クラスの間には共通するリスクファクターが含まれていれば分散効果は得られず、リスクファクターの分散、リスクベース・アプローチが必要であるとの認識が機関投資家の間では高まっている。

ポートフォリオを構成する各資産クラスが持つリスクファクターを把握しようとする考え方は、ヘッジファンドにも適用されてきている。

リスクファクターという観点で考えると、ヘッジファンド全体に共通するリスクファクターは少なく、各戦略毎に異なるリスクファクターを含んでいることは明らかのため、比較的共通するリスクファクターを持つ戦略群を集めてカテゴリライズ化する動きとなってきた。

る。[図表 1-8]は、ヘッジファンドの戦略別リスクファクターの一例である。

[図表 1-8] ヘッジファンド戦略とリスクファクターの例

戦略 リスクファクター	Long/ Short Equity	Equity Market Neutral	Statistical Arbitrage	Merger Arbitrage	Fixed Income Arbitrage	Volatility Arbitrage
Equity risk	++			+		
Small firm risk	++	+	+	+		
Corporate event risk	++	++	+	++		
Hedging demand risk						
Short vol / option risk			+		+	++
Complexity or efficiency risk		+	+		++	+
Term structure risk					++	
Credit risk					++	
FX carry risk						
Convergence risk		+	++	+	++	++
Liquidity risk					+	

戦略 リスクファクター	Convertible Arbitrage	Event Driven / Special Situation	Distressed Securities, Reg D.	Global Macro	Managed Futures
Equity risk		+	+	+	
Small firm risk		+	++		
Corporate event risk		++	++		
Hedging demand risk				+	++
Short vol / option risk					
Complexity or efficiency risk	++	++	+	++	
Term structure risk			+	++	++
Credit risk	++	+	++		
FX carry risk				++	++
Convergence risk					
Liquidity risk	+	+	++	+	

出所 : Lars Jaeger(2008), "Alternative Beta Strategy and Hedge Fund Replication" Wiley

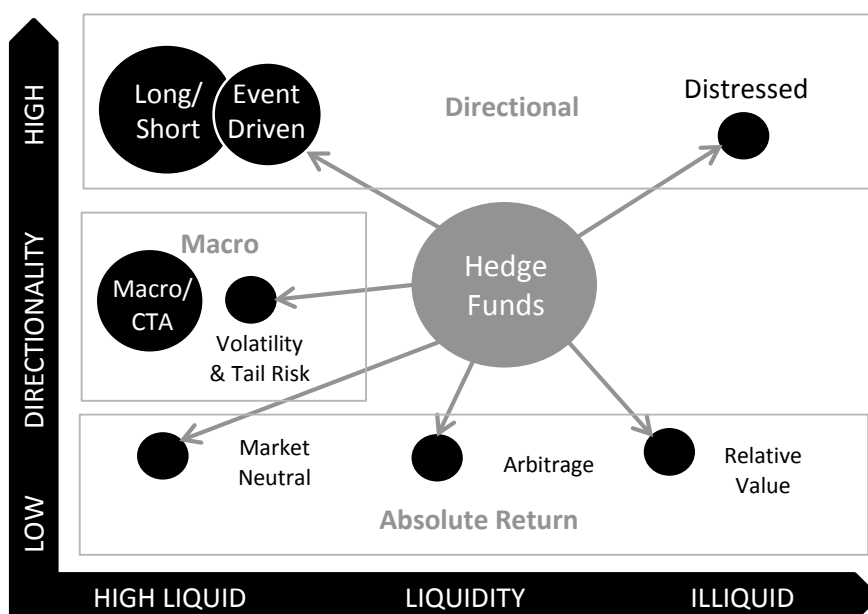
ヘッジファンド戦略のカテゴリライズ手法は定型化されているとはいえないが、以下のような区分が一例として挙げられる。

- ① ディレクショナル戦略・・・株式等伝統的資産の収益率に一定程度収益率が連動
- ② マクロ/トレーディング戦略・・・ポジションがロングにもショートにもなり、大きな相場下落時には伝統的資産と負の相関が期待できる
- ③ アブソリュート・リターン（レラティブバリュー）戦略・・・危機発生時にはファットテイルのリスクはあるものの、通常時には相場の方向性には左右されず安定的なリターンを稼ぐ

①のディレクショナル戦略は伝統的資産とのベータが 0.6 以上、③のアブソリュート・リターン戦略はベータが 0.2 以下のヘッジファンドとされることが多く、ベータが 0.2~0.6 のファンドやベータ値が定まらないヘッジファンドは、ヘッジファンドのカテゴリライズ化を指向する機関投資家の投資対象としてはなりづらくなってきているとの指摘も見られている。

Citi Prime Financeは、2012年<sup>13</sup>と2013年<sup>14</sup>のレポートにおいて、市場との連動性や流動性によるヘッジファンドのグルーピングの動きを、投資家やヘッジファンド運用者、コンサルティング会社等へのヒアリング調査をもとに解説している。

[図表 1-9] ヘッジファンドの戦略カテゴリライズ



出所：Citi Prime Finance(2012)

<sup>13</sup> Citi Prime Finance(2012)、"Institutional Investment in Hedge Funds : Evolving Investor Portfolio Construction Drives Product Convergence"

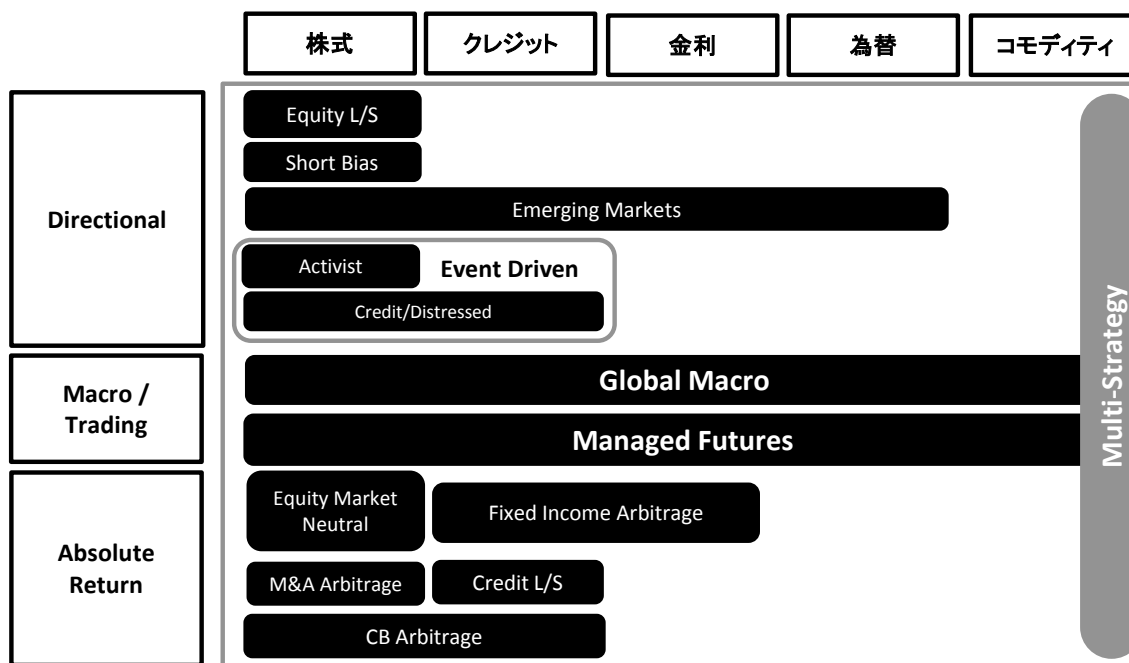
<sup>14</sup> Citi Prime Finance(2013)、"The Ride of Liquid Alternatives & the Changing Dynamics of Alternative Product Manufacturing and Distribution"

ヘッジファンドの戦略分類には、市場の共通認識として確立された分類手法は無く、ヘッジファンド・インデックスを公表している各インデックス・プロバイダーの戦略分類手法や戦略名称にも統一性は無いのが現状である。また、ヘッジファンドは制約の少ない運用手法が特徴の一つであるため戦略区分に分類しづらい独自の運用戦略を取るヘッジファンドが多数存在することも、ヘッジファンドの戦略分類を困難なものとしている。

[図表 1-10]は、ヘッジファンドの戦略分類を主たる投資対象領域とヘッジファンド戦略の持つ主たるリスク特性により分類例の一つをイメージ図化したものである。イベントドリブン戦略に関しては、戦略としてベータ・エクスポージャーをヘッジすることが多いM&Aアービトラージはアブソリュート・リターンに、アクティビストやクレジット/ディストレストなどはディレクショナルへと便宜的に区分している。イベントドリブン戦略に関しては、4つ目の独立した戦略カテゴリー<sup>15</sup>として取り扱われることも多い。また、クレジットL/Sは他のアービトラージ系戦略に近い特性が見られるためアブソリュート・リターンに区分している。

尚、ヘッジファンドは戦略自由度の高い運用であることから、個別のファンドレベルでは、どの戦略分類にもなじまないタイプのファンドも多く存在する。また、標榜するファンドの戦略とパフォーマンスやリスク特性が適合しないファンドも見られるため注意が必要である。

[図表 1-10] ヘッジファンドの戦略分類のイメージ図



出所：年金シニアプラン総合研究機構作成

<sup>15</sup> CAIA 協会(Chartered Alternative Investment Analyst Association)では、①ディレクショナル、②ノン・ディレクショナル、③イベント・ドリブン、④オポチュニスティックの4つに分類している。



## 2.4 ヘッジファンドの資産クラスの変化

ヘッジファンドは、株式・債券等の資産クラスとは異なり、幅広い資産クラスを投資対象とする運用手法であり、厳密に言えば「資産クラス」ではない。しかしながら、個々の資産クラスに対して目標ウェイトを定め投資資金を配分するというポートフォリオの枠組みを取っていることの多い機関投資家においては、ヘッジファンドに資金を配分するためには、ヘッジファンドを独立した「資産クラス」として扱うか、「株式」や「債券」といった伝統的資産クラスの内訳として取り扱うかとされている。

ヘッジファンドを資産クラスとしてどう位置づけるかは投資家によって様々であるが、ヘッジファンドを一つの独立した資産クラスとして扱う場合には、海外の財団・基金(Endowment & Foundation)では、定まった長期的な目標ウェイトを持たせずに、市況や期待リターンの状況に合わせてウェイトを0%~X%の間で変動させる「オポチュニク」資産とするところが多く、海外の年金基金では、プライベート・エクイティや不動産などと共に「オルタナティブ」資産のうちの一つとすることが多かったとされている。

しかしながら、前節で紹介したヘッジファンドを戦略別にカテゴライズする動きが進むと、戦略によってリスクファクターやリスク特性が異なるヘッジファンドを、一つの「資産クラス」としてまとめて考えることが難しくなり、ヘッジファンドの資産クラスの区分にも変化が見られてきている。

海外の財団・基金(Endowment & Foundation)や保険会社では、ヘッジファンドは従来の独立した資産クラスとの位置付けから、主たる投資対象領域を基準に、株式ロング/ショートは「株式」に、クレジット・ファンドは「債券」へと移す、「リスクベース・アプローチ」が増加しているとドイツ銀行の調査<sup>16</sup>では指摘されている。

同調査によると「リスクベース・アプローチ」を採用しているのは、財団・基金(Endowment & Foundation)では46%、保険会社では29%とウェイトを高めてきているが、年金基金では6%と限定的であり、地域別では北米が28%、欧州が22%であるのに対してアジアは0%となっている。年金基金では「リスクベース・アプローチ」の採用は限定的で「その他」が31%となっており、市場との連動性や流動性によるヘッジファンドのグルーピングを指向する動きが見られているとしており、前項でみたヘッジファンドの戦略別カテゴライズの動きは主として年金基金での動きと考えられる。

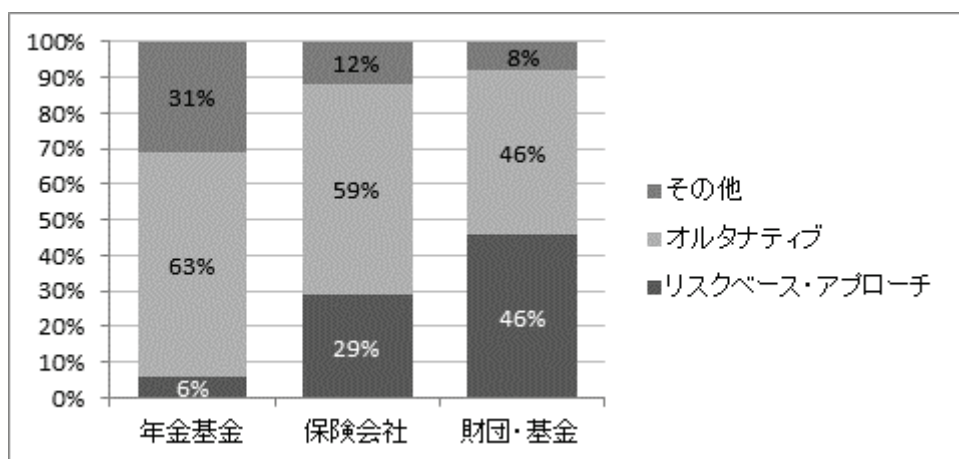
こうした動きは、金融危機後にヘッジファンドを「国内債券代替資産」から「独立した資産クラス」へとシフトさせている国内企業年金の動きとは異なったものとなっている。

ヘッジファンドを一つの資産クラスとせず戦略別のリスク特性に応じてさまざまな資産クラスの一部とする動きの背景には、「ヘッジファンド」の中で戦略分散を図るという考え方から、ポートフォリオ全体のボラティリティの削減にヘッジファンドをどう活用していくかという方向へのポートフォリオ内でのヘッジファンドの位置づけの変化があるともされている。

---

<sup>16</sup> Deutsche Bank(2013)、"2013 Alternative Investment Survey – Hedge fund investor insights and expectations"

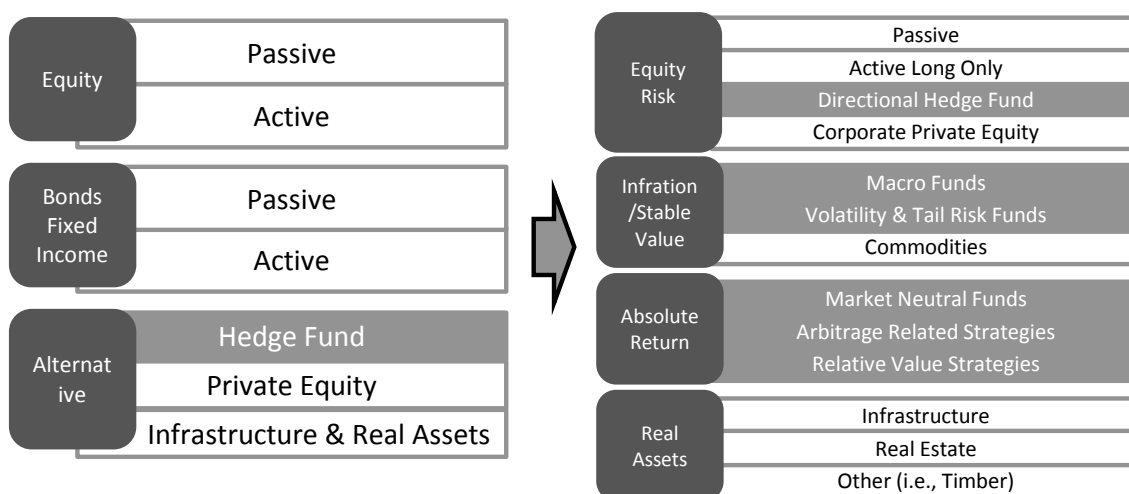
[図表 1-11] ヘッジファンドの投資家タイプ別資産区分



出所 : Deutsche Bank (2013)

Citi Prime Finance のレポートでは、従来の「株式」、「債券」、「オルタナティブ」という資産クラスの枠組みを、リスクファクターやリスク特性に応じた資産クラス分類へと切り替えるとともに、ヘッジファンドを一つの資産クラスとはせず、戦略特性に応じて各資産クラスへと振り分ける動きが見られるとしている。

[図表 1-12] ヘッジファンドの資産クラス変化



出所 : Citi Prime Finance(2012)から年金シニアプラン総合研究機構作成

## 2.5 ヘッジファンドの報酬率

ヘッジファンド運用会社がファンドから受け取る報酬には、管理報酬(Management Fee)と成功報酬(Performance Fee)とがある。かつては「2-20」と呼ばれ、管理報酬 2%、成功報酬 20%がヘッジファンドの標準とみなされていた。金融危機後ヘッジファンドの報酬率には投

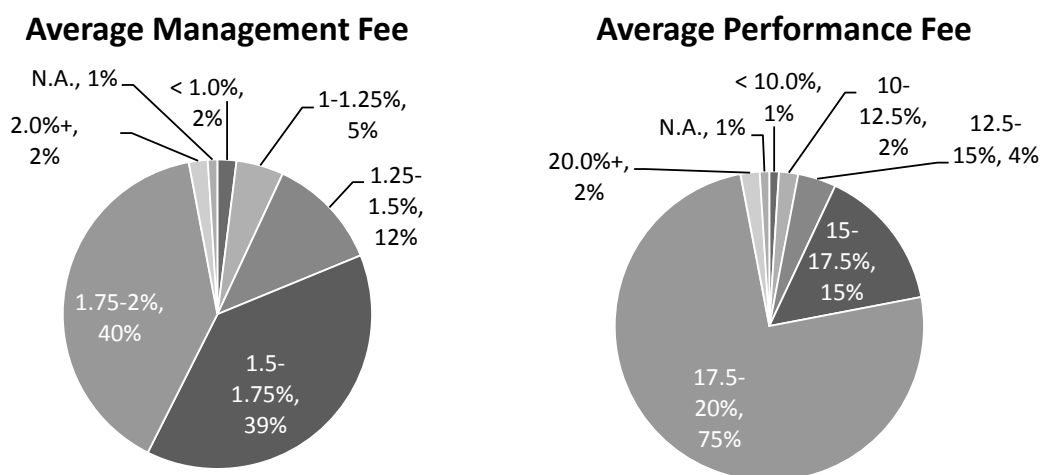
資家からの引き下げ圧力が掛かっているが、大幅な低下とまでは至っていないものと見られる。

[図表 1-13] ファンド・タイプ／戦略別管理報酬・成功報酬水準

	Mean Management Fee (%)	Mean Performance Fee (%)	Mean Lock-up Period (Months)
Single-Manager Funds	1.61	19.14	6.0
CTAs	1.72	19.81	2.2
Event Driven Strategies	1.57	18.56	10.0
Macro Strategies	1.65	18.59	3.1
Long/Short	1.56	17.45	6.1
Relative Value	1.47	18.50	4.5
Other Strategies	1.50	16.88	10.1
Multi-Strategy	1.39	12.19	6.0
Funds of Hedge Funds	1.29	8.57	6.2
UCITS Funds	1.42	16.72	0.0

出所：Preqin, “Hedge Fund Spotlight August 2013”

[図表 1-14] ヘッジファンドの管理報酬と成功報酬水準

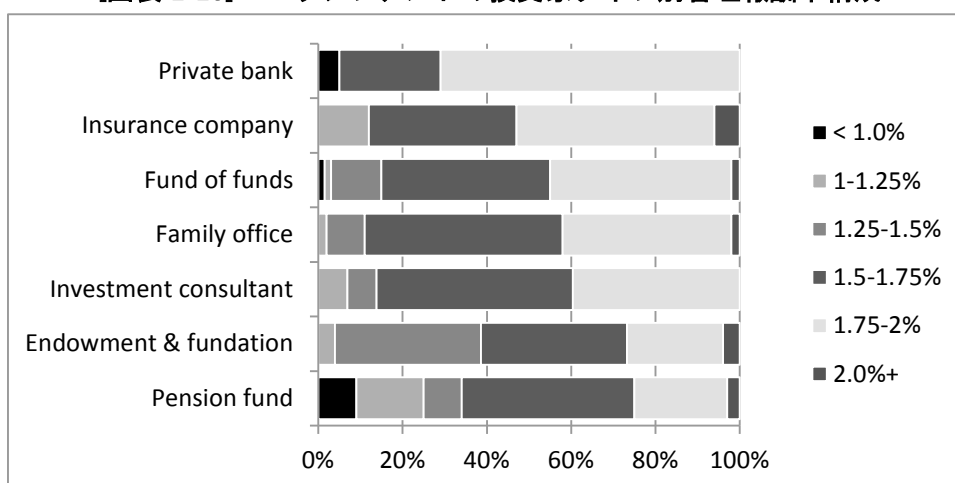


出所：Deutsche Bank

Preqin社のデータ<sup>17</sup>では、個別ファンドの平均では管理報酬が1.61%、成功報酬が19.14%となっており、管理報酬はやや下がっているように見えるが、成功報酬は引き続き20%近い水準となっている。

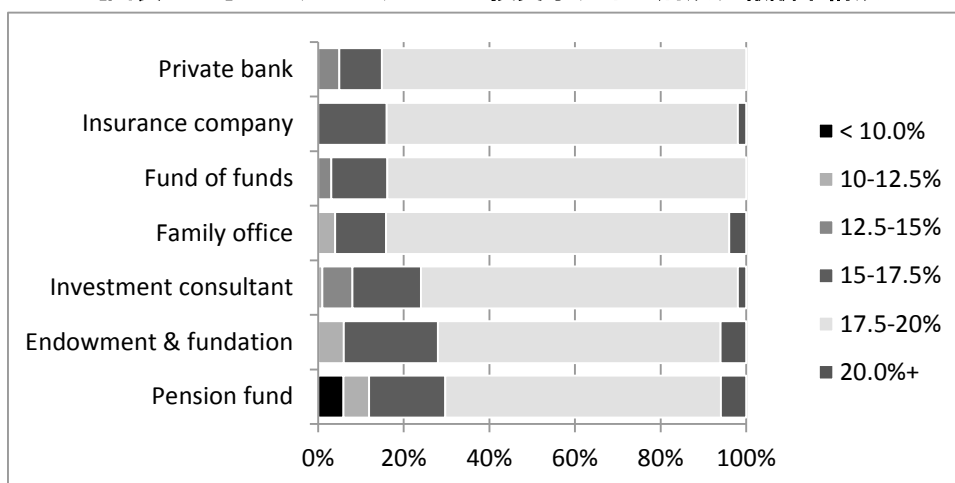
ドイツ銀行の調査<sup>18</sup>で見ると、投資家タイプ別では年金基金で低報酬率の構成比が高いが、1ファンドあたりの投資金額が大きく交渉力が相対的に強いと見られることに加え、高いリターンを求めない一方報酬率も低く抑えられていることが多い絶対収益型やリスクパリティ・ファンドの組み入れ比率が高い影響もあるものと考えられる。

**【図表 1-15】 ヘッジファンドの投資家タイプ別管理報酬率構成**



出所：Deutsche Bank

**【図表 1-16】 ヘッジファンドの投資家タイプ別成功報酬率構成**



出所：Deutsche Bank

<sup>17</sup> Preqin(2013), "Hedge Fund Spotlight August 2013"

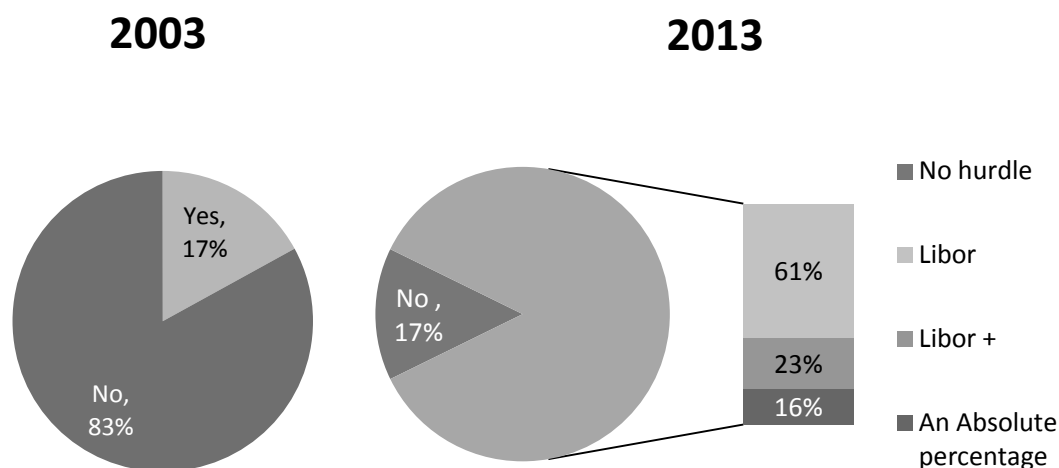
<sup>18</sup> Deutsche Bank(2013), "Eleventh Annual Alternative Investment Survey"

ファンド・オブ・ヘッジファンズから個別ヘッジファンド直接投資へという機関投資家の動きには、ファンド・オブ・ヘッジファンズの持つフィーの二重構造を嫌ってのシフトという側面もあるが、投資可能資金額等の理由から直接投資では、ファンドおよび戦略の分散が難しい投資家が、マルチ・ストラテジー・ファンドを利用する動きも見られている。

ヘッジファンドでは、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成功報酬を支払う「ハイ・ウォーターマーク」方式が一般的であるが、それと合わせて「ハードル・レート」の導入を求める動きも強まっている。

ドイツ銀行の調査では、ヘッジファンド・マネージャーは成功報酬にハードル・レートを設定すべきかとの問いに対する”Yes”の回答は 2003 年の 17%から 83%へと急増しており、ハードル・レートの種類としては Libor または Libor + が望ましいとの回答が大宗を占めている。

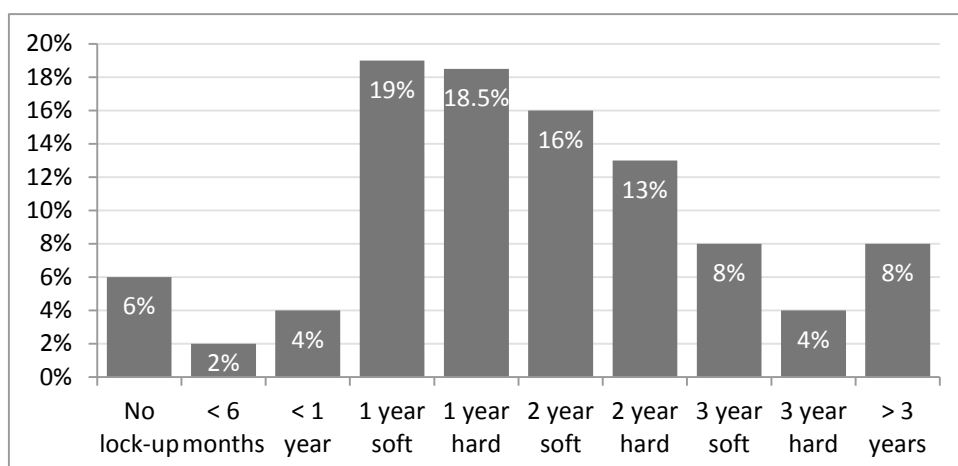
【図表 1-17】 「ハードル・レートを設定すべきか」との問いに対する回答



出所：Deutsche Bank

ファンドのロックアップ（解約不能）期間に関しては、ロックアップ期間があるヘッジファンドには投資しないという回答は 6%と極めて少ないものとなっている。金融危機直後には、ロックアップ期間の存在やゲート条項、サイドポケット条項の存在を忌避する投資家が多かったが、ヘッジファンドが投資する投資対象資産の流動性やヘッジファンドが獲得を狙うアルファの種類等と整合性のあるロックアップ期間の設定は問題ないとの考え方が強まっている状況となってきている。ただし、欧州の投資家には流動性の高い UCITS 適合ファンドに投資をシフトする動きも見られている。

【図表 1-18】 新規のヘッジファンド投資時に受容可能なロックアップ期間<sup>19</sup>



出所：Deutsche Bank

## 2.6 投資ヘッジファンド数の減少

従来海外の投資家には100を超えるヘッジファンドに分散投資する投資家も相応の数存在していたが、このところ投資するヘッジファンドの数は減少傾向にあり、より少数のヘッジファンドに資金を集中させる動きが見られている。

ドイツ銀行の調査<sup>20</sup>では、投資ヘッジファンド数が25以下の投資家の比率は2011年の19%から2013年には40%へと増加する一方、50以上のヘッジファンドに投資している投資家は2011年の41%から29%へと低下している。

同調査では、機関投資家の投資ヘッジファンド数の平均は22であるのに対して、ファミリーオフィスは29、ファンド・オブ・ファンズは56、プライベートバンクは79とされており、機関投資家の投資ファンド数は少ない傾向にある。

一部の機関投資家は、デューデリジェンスへの負担削減と、ヘッジファンド運用会社とのリレーションシップを強化しヘッジファンド投資の透明性を高めようとする意図から、投資するヘッジファンド数を削減する動きを強めている。

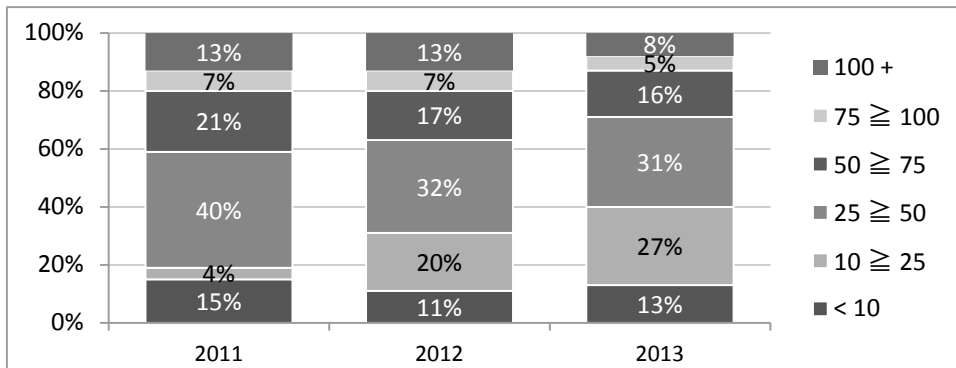
また、機関投資家は1ファンドあたりの投資金額が大きいため、投資対象となるヘッジファンドは運用資産残高が一定以上の規模を持ち、トラックレコードが確立した比較的大手のヘッジファンドに投資が集中する傾向がある。

その一方で一部の機関投資家には、新興ヘッジファンド・マネージャーへの投資を行うプログラムを作り、新たなアルファの源泉や新たな運用手法・才能を発掘しようという動きも見られている。

<sup>19</sup> 図表内の”soft”は高めに設定された解約手数料を支払えば解約可能な契約を示す。

<sup>20</sup> Deutsche Bank(2013)、“Eleventh Annual Alternative Investment Survey”

[図表 1-19] 投資ヘッジファンド数



出所：Deutsche Bank

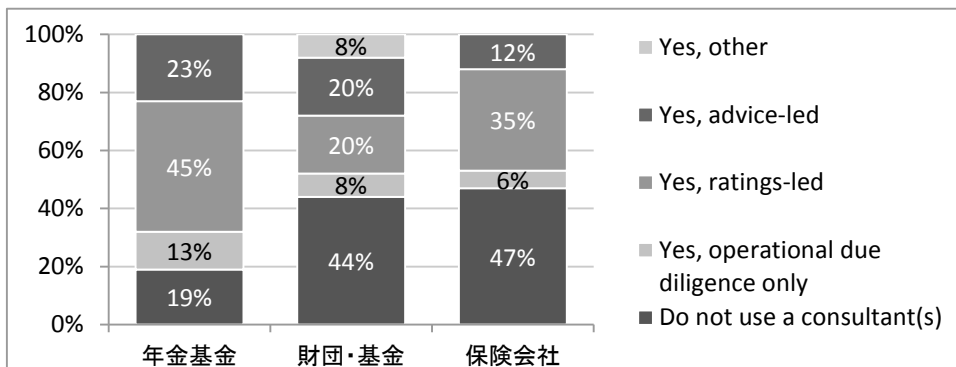
## 2.7 コンサルタンの利用の増加

個別ヘッジファンドへの直接投資に切り替えることにより、従来はファンド・オブ・ヘッジファンズが受け持っていたデューデリジェンスやファンド選択を投資家自身が行う必要性がでてくるが、体制・人員・ノウハウの各側面で十分な対応を取ることが可能な投資家は限られていることから、ヘッジファンド投資へのコンサルタンの利用が大幅に増えている。

ドイツ銀行の調査では、コンサルタンツを利用している投資家の比率は、2011年調査の30%から2012年調査では60%に急上昇し、2013年調査では67%となっている。中でも年金基金は81%がヘッジファンド投資にコンサルタンツを利用している。

オルタナティブ投資を専門とするコンサルティング会社の利用が多いが、大手の資産運用コンサルティング会社も人員や体制を整備してきている。また、ファンド・オブ・ヘッジファンズ運用会社の中にもコンサルティング機能を拡充しているところもある。

[図表 1-20] コンサルティング会社の利用状況



出所：Deutsche Bank

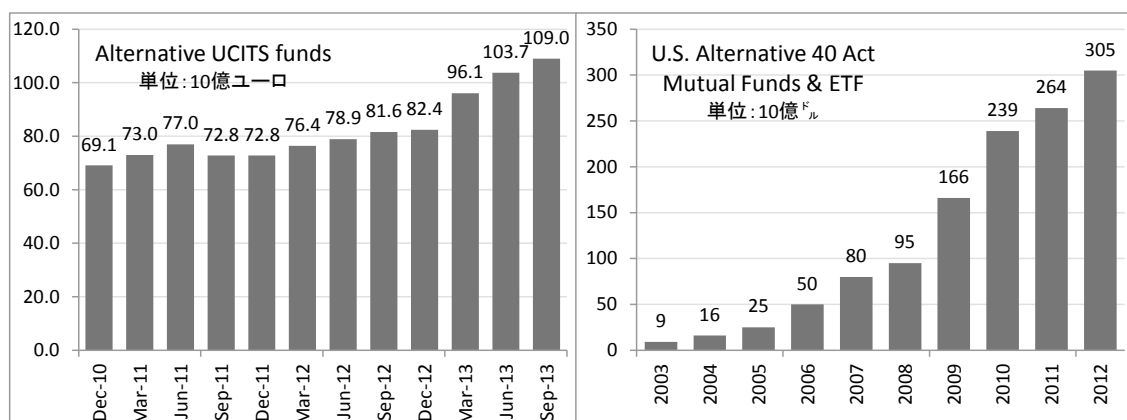
## 2.8 「規制」ヘッジファンド商品の増加

ヘッジファンドは運用制約が少なく規制の適用をほとんど受けないことが特徴の一つであったが、当局の規制に従って運用される「公募」型のヘッジファンドの設立が増加している。欧州における UCITS (Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities) 規制に適合するオルタナティブ UCITS ファンド、米国の 1940 年投資会社法 (The 1940 Investment Company Act) に基づくオルタナティブ 40 Act ファンドの設立がともに増加しており、運用資産残高も増加してきている。

こうした「規制」ヘッジファンド商品は、高い流動性と透明性を持ち報酬率も低いというメリットを持つ。一方で規制で要求される流動性を確保するため非流動性資産への投資が限定され、空売りやレバレッジにも制限が加わることから、パフォーマンス面では同じヘッジファンド運用会社が運用する従来型のヘッジファンドとの比較では見劣りすることが多い<sup>21</sup>ともされている。

尚、米国税制上の手続き等から米国の 40 Act ファンドは非居住者には購入しづらいが、欧州の UCITS ファンドについては欧州以外の投資家からの投資も増加している。

【図表 1-21】 オルタナティブ UCITS とオルタナティブ 40 Act ファンドの残高推移



出所：MondeAlternative<sup>22</sup>、Citi Prime Finance

<sup>21</sup> Cliffwater(2013)、「Performance of Private versus Liquid Alternatives:How Big a Difference?」

<sup>22</sup> Alternative UCITS Funds, 3rd Quarter 2013 Update, all rights reserved in favour of MondoHedge S.p.a.



[図表 1-22] オルタナティブ UCITS の主要ファンド

Fund Name	Manager	Core Strategy	Fund AUM (\$mn)	AUM Date
Standard Life Global Absolute Return Strategies Fund	Standard Life Investments	Multi Strategy	25,694	Mar-13
JPMIF Income Opportunity Fund	JP Morgan Asset Management	Fixed Income	7,667	Mar-13
Amundi Funds Absolute Volatility Euro Equities	Amundi Alternative Investments	Statistical Arbitrage	3,060	Mar-13
Amundi Funds Absolute Volatility World Equities	Amundi Alternative Investments	Statistical Arbitrage	2,586	Mar-13
GAM Star Global Rates	GAM	Macro	1,541	Mar-13

出所：Preqin(2013)、“Preqin Special Report: UCITS Hedge Funds Growing in Prominence”

## 2.9 伝統的資産運用とヘッジファンドのコンバージェンス

伝統的資産運用会社とヘッジファンドは、運用手法が大きく異なることから運用商品が直接に重なり合って競合することは少なかったが、金融危機以降は、お互いの分野に相互侵食する動きも見られ始めてきている。

ヘッジファンド運用会社は、前節で紹介したオルタナティブ UCITS やオルタナティブ 40 Act ファンド等、流動性が高く従来ヘッジファンドへと投資することが不可能であったリテール顧客層にも販売可能な分野に進出するだけでなく、既存ヘッジファンド顧客からの要請等もあり、伝統的資産運用会社の主戦場であるロングオンリーのファンドを設立する動きも一部で見られている。一部のヘッジファンド運用会社は、報酬率はヘッジファンドと比較すると大きく下がるものの、圧倒的に大きな市場規模を持つ株式市場や債券市場を対象とするロングオンリーの運用商品に参入することで、プロダクトの多様化と顧客基盤の拡大を図り、運用機関としての永続性を高めようとしている。

一方、伝統的資産運用会社の側でも「ヘッジファンド的」な運用手法を取り入れた運用商品を開発・販売する動きが一部で強まっている。伝統的なアクティブ運用会社は、既存プロダクトの報酬率への低下圧力を強く受けており、高い報酬率の獲得が可能な運用商品分野への進出と、顧客が従来のベンチマーク対比での運用から絶対収益志向を高めつつあることへの対応を図ろうとしているものと考えられている。

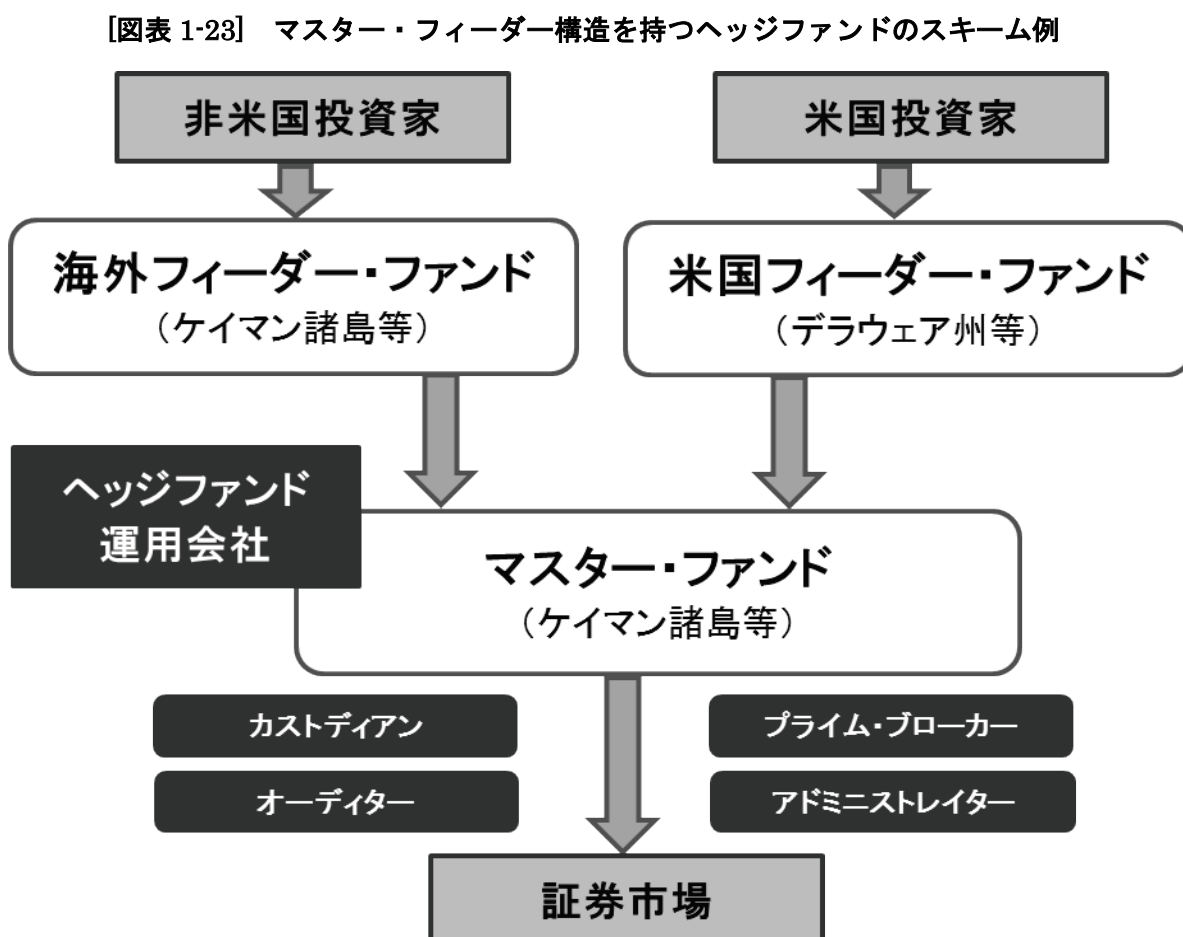
### 3 ヘッジファンドのスキームと関係者

#### 3.1 ヘッジファンドのファンド構造

様々な国や地域の投資家から資金を集めるヘッジファンドの場合、マスター・フィーダー・ファンド構造が取られることが多い。これは投資家の所在地によって規制や税制が異なることに対応することを主たる目的としており、投資家からの資金を受け入れたフィーダー・ファンドは、大半の資金をマスター・ファンドへと投資し、個別証券の購入等の実際のヘッジファンド運用はマスター・ファンドで行われる。

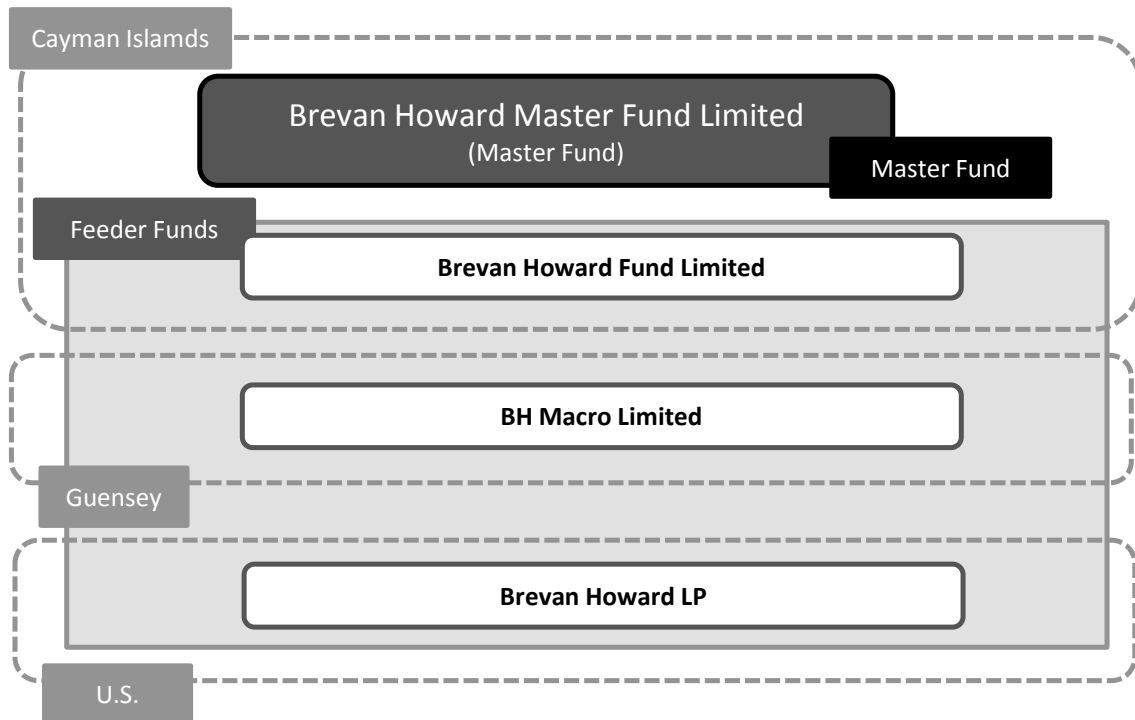
マスター・ファンドは、ケイマン諸島や英領バージン諸島などのタックス・ヘイブンにおかれることが多く、米国投資家向けのファンドはデラウェア州に置かれることが多い。

マスター・フィーダー・ファンド構造を持つヘッジファンドのスキーム例を図示すると[図表 1-23]のようになっている。



出所：各種資料より年金シニアプラン総合研究機構作成

【図表 1-24】 Brevan Howard マスター・ファンドのファンド構造



出所：Brevan Howard Capital Management の Form ADV より年金シニアプラン総合研究機構作成

【図表 1-24】は、大手ヘッジファンドの Brevan Howard Capital Management が運用する主要ファンドである Brevan Howard Master Fund のファンド構造を、米 SEC 向け提出資料である Form ADV への記載内容を元に図示したものである。このファンドの場合、ケイマン諸島におかれたマスター・ファンドである Brevan Howard Master Fund Limited の下に 3 つのフィーダー・ファンドが、ケイマン諸島、英領ガーンジー、米国のデラウェア州にそれぞれ置かれている。

米国デラウェア州に置かれたファンドが米国籍の投資家を、ケイマン諸島に置かれたファンドが非米国籍の投資家のためのフィーダー・ファンドとして設定されているものと考えられる。英領ガーンジーの BH Macro Limited は、クローズドエンド型の投資会社であり、ロンドン証券取引所に米ドル、ユーロ、英ポンドの 3 通貨建てで上場されている。

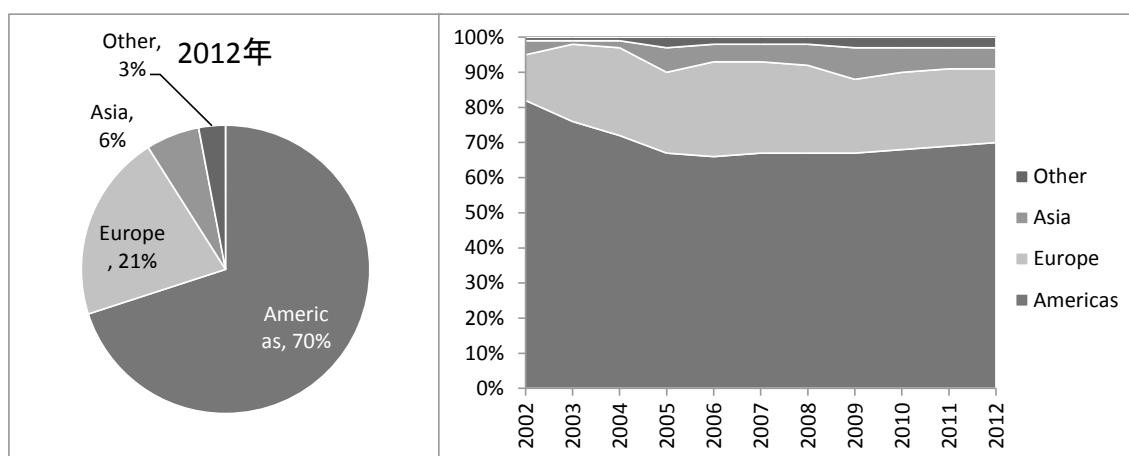
BH Macro Limited は 2007 年 3 月の上場。尚、Brevan Howard Capital Management は、BH Macro の他にも、Brevan Howard が運用する各種戦略ヘッジファンドに投資するマルチ・ストラテジー戦略ヘッジファンドの Brevan Howard Global Opportunity Master Fund Limited のフィーダー・ファンドである BH Global Limited および、社債、ABS、MBS など各種クレジット商品に投資する Brevan Howard Credit Catalysts Master Fund Limited のフィーダー・ファンドである BH Credit Catalysts Limited もロンドン証券取引所に上場している。

### 3.2 ヘッジファンドの所在地

ヘッジファンドの運用会社の所在地としては米国が圧倒的に多く、欧州では英国に本拠を置くヘッジファンド運用会社が多くなっている。

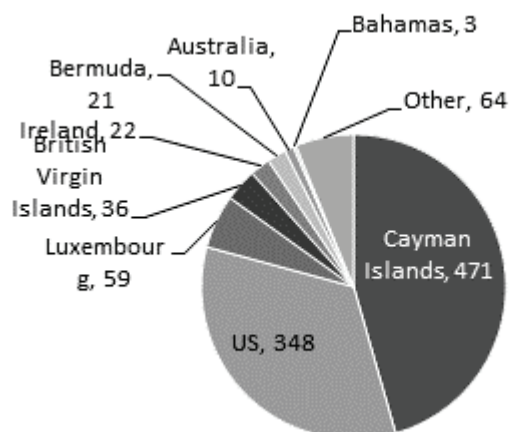
個別のファンドレベルとなると税制上の問題等からケイマン諸島などタックスヘイブンと呼ばれるオフショアに設定されているヘッジファンドが多くなっているが、米国のデラウェア州に設立されているファンドも多く、北米に運用会社が所在するヘッジファンドでは、ケイマン諸島を上回る数のヘッジファンドがデラウェア州で設立されている。

【図表 1-25】 ヘッジファンド運用会社の所在地



出所：TheCityUK

【図表 1-26】 ヘッジファンドの所在地

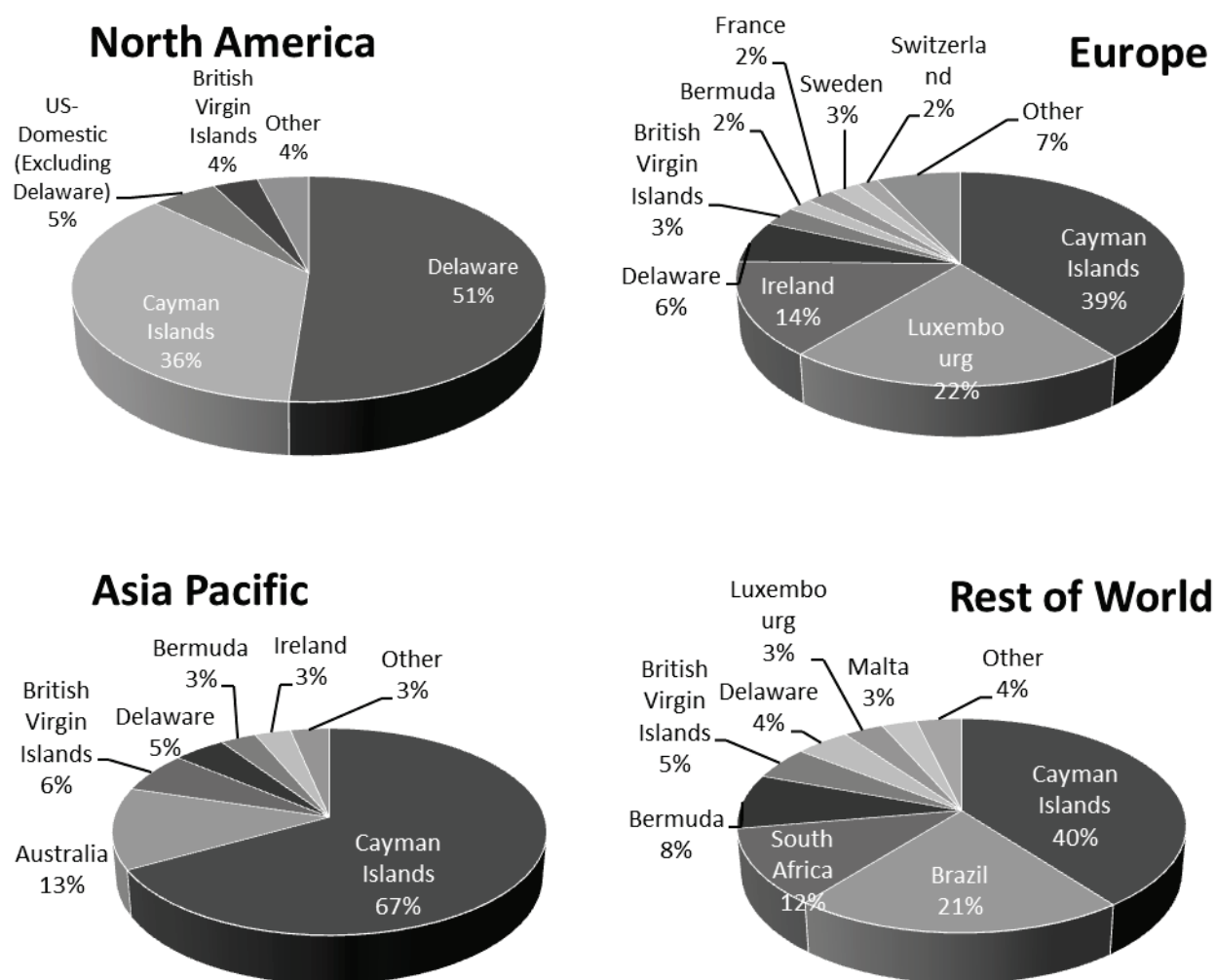


出所：IOSCO(2013)、「Report on the second IOSCO hedge fund survey」

欧州に本拠を置くヘッジファンド運用会社においてもケイマン諸島の利用は多いが、ルクセンブルグやアイルランドの利用も多くなっている。ルクセンブルグやアイルランドに関してはUCITS規制に適合するオルタナティブUCITSファンドの設立地として多く利用されている。

アジア太平洋地域のヘッジファンド運用会社は、約3分の2がケイマン諸島をファンドの設立地として利用している。日本を主たる投資対象とするヘッジファンド運用会社は、税制上の問題等から、ファンド所在地だけではなく、運用会社の所在地としても日本を利用することは少ないのが実情である。

【図表 1-27】 ヘッジファンド運用会社所在地別ヘッジファンド設立国



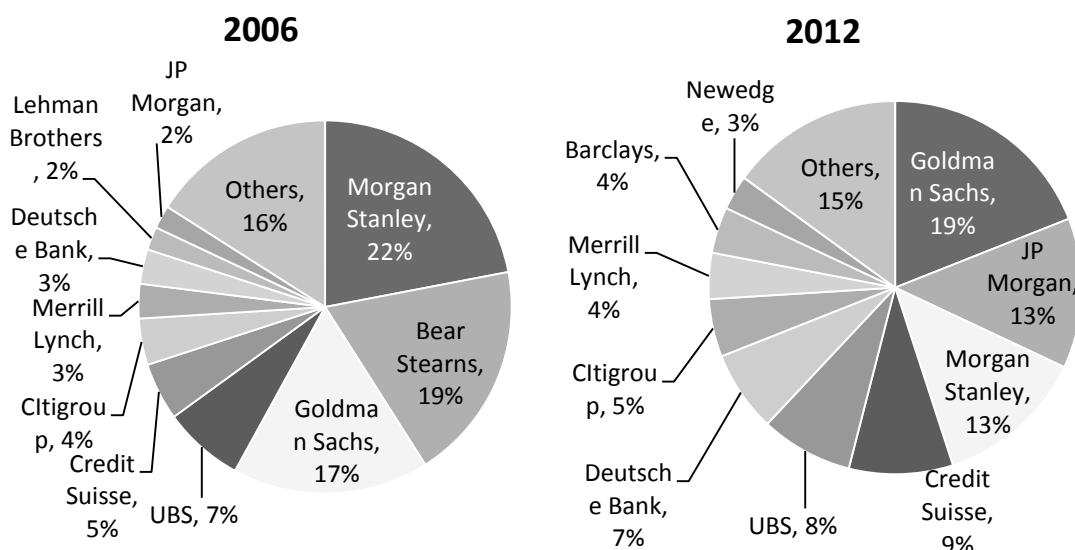
出所：Preqin Hedge Fund Analyst

### 3.3 ヘッジファンド・スキームの関係者

#### ① プライム・ブローカー

- ・ プライム・ブローカーは、証券売買の執行、精算・決済、空売りのための証券レンディング、レバレッジ取引に用いられる資金のファイナンス等を行っている。最近では、リスク・モニタリング等のサービスを提供することも増えている。
- ・ また、ファンドの立ち上げ時に必要な各種事務手続きの代行、オフィス・スペースの紹介、トレーディングに必要な情報端末や IT 機器の準備等も付随的なサービスとして行っているところが増えている。
- ・ プライム・ブローカーは、活発に売買を行うヘッジファンドの取引の多くを獲得できるため大手投資銀行にとっての大きな収益源となっていたが、リーマン・ブラザーズ破綻時に、リーマン・ブラザーズをプライム・ブローカーとして利用していたヘッジファンドの運用資産が凍結され動かせなくなってしまうこと等から、複数のプライム・ブローカーを持つヘッジファンドが増加している。
- ・ 2006 年時点ではモルガンスタンレー、ベアスターンズ、ゴールドマンサックスの 3 社が高いシェアを占めていたが、ベアスターンズはサブプライム問題の影響を受け JP モルガンに救済され、モルガンスタンレーもややシェアを落としている。
- ・ 尚、2012 年の第 10 位に入っているニューエッジは、仏ソシエテ・ジェネラルと仏クレディ・アグリコルのブローカレッジ事業が 2008 年に統合されてできた会社である。

【図表 1-28】 プライム・ブローカーのシェア構成比



出所：TheCityUK

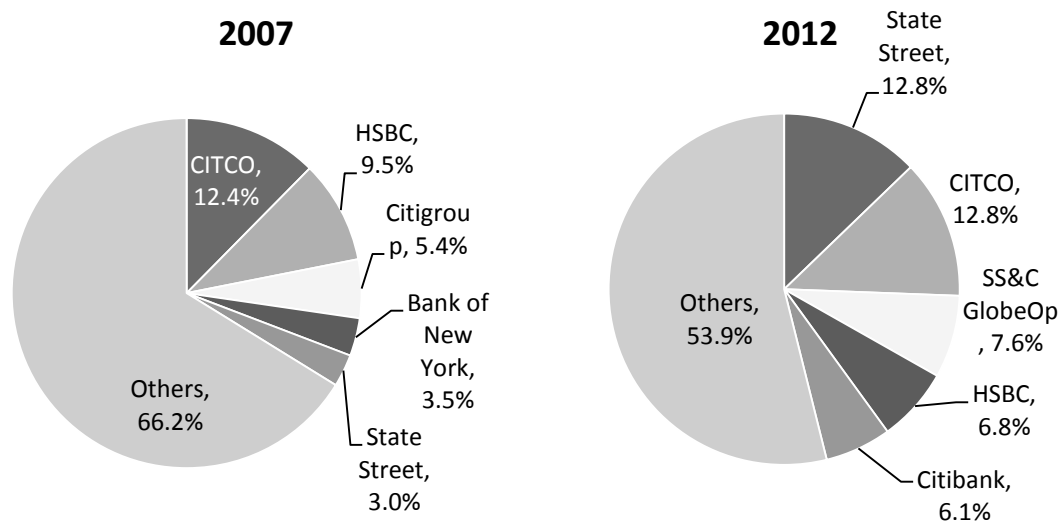
② カストディアン（資産管理会社）

- ・ カストディアンは、ファンドが保有する現金や有価証券を保全管理している。
- ・ 通常、プライム・ブローカーも自社を通じて売買した有価証券等を保管するためカストディアンを兼務することが通常であるが、別途大手資産管理銀行なども併せてカストディアンとして設置しているファンドも多い。
- ・ ファンド資産の保全管理や分別管理にカストディアンは重要な役割を果たすが、カストディアンがファンド運営者と無関係な有力資産管理銀行等であっても、実際の有価証券等がファンド関係者のサブ・カストディに保管されている場合や、カストディが保管する有価証券が私募投信等の受益証券等である場合には、詐欺の抑制効果は限られたものとなるため注意が必要である。

③ アドミニストレーター（事務管理会社）

- ・ アドミニストレーターは、ヘッジファンドの取引を記帳し、ファンドの純資産価額や収益率の算出等を行っている。
- ・ 2012年にゴールドマンサックスがヘッジファンド・アドミニストレーター業務をステート・ストリートに売却したことから、ステート・ストリートが CITCO 社と並ぶシェアを占めるようになっている。また、SS&C が GlobeOp を買収しシェアを高めている。
- ・ かつてはヘッジファンド運用会社が事務管理も自ら行うことも多かったが、詐欺事件の発生等を受け、第三社のアドミニストレーターの設置を投資家やファンド・オブ・ヘッジファンズが求めた結果、大半のヘッジファンドが第三者のアドミニストレーターを設置している。
- ・ 過去の詐欺事件では、アドミニストレーターが第三者ではなくファンドの関係者であった、アドミニストレーターからの報告書が直接投資家には送付されずファンド関係者によって改ざんを受けていた、ファンド関係者が算出した時価を元に純資産価格の算出が行われていた等が原因となっていたケースも多い。

[図表 1-29] ヘッジファンド・アドミニストレーターのシェア構成比



出所：TheCityUK

#### ④ オーディター（監査法人）

- ・ ヘッジファンドはファンド監査を必要としない形態で設立されていることが多かったが、投資家の要望の高まりにより、監査法人から年1回のファンド監査を受けるヘッジファンドが多くなっている。
- ・ ヘッジファンドの監査においてもグローバルな大手監査法人のシェアが高い。
- ・ 尚、バハマやケイマン諸島では従来からヘッジファンドは会計監査を要求されている。

米金融規制改革法（ドッド・フランク法）により、資産が1.5億ドル以上のヘッジファンドに対しSECへの登録が義務付けられるようになり、それらのヘッジファンドはForm ADVをSECに提出している。

Form ADVには、ヘッジファンド運用会社の住所・連絡先から主要メンバーや関係会社、過去の金融犯罪の有無、投資家の構成など多くの情報が記載されており、以下のホームページ[http://www.adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Search/iapd\\_Search.aspx](http://www.adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Search/iapd_Search.aspx)からヘッジファンド運用会社名を検索することにより閲覧が可能となっている。Form ADVには、個別ファンド毎のオーディター、プライム・ブローカー、カストディアン、アドミニストレーター等の名称や、それらがファンド関係者であるか等の情報も記載されている。

尚、グリニッジ・ラウンドテーブルからヘッジファンドの破綻・清算の原因を22のケース・スタディーと共にまとめたレポート<sup>23</sup>が出状されているので、ヘッジファンド投資家は一度参照されておくと良いと思われる。

<sup>23</sup> Greenwich Roundtable(2012)、"Best Practices in Alternative Investing : Avoiding Mistakes"



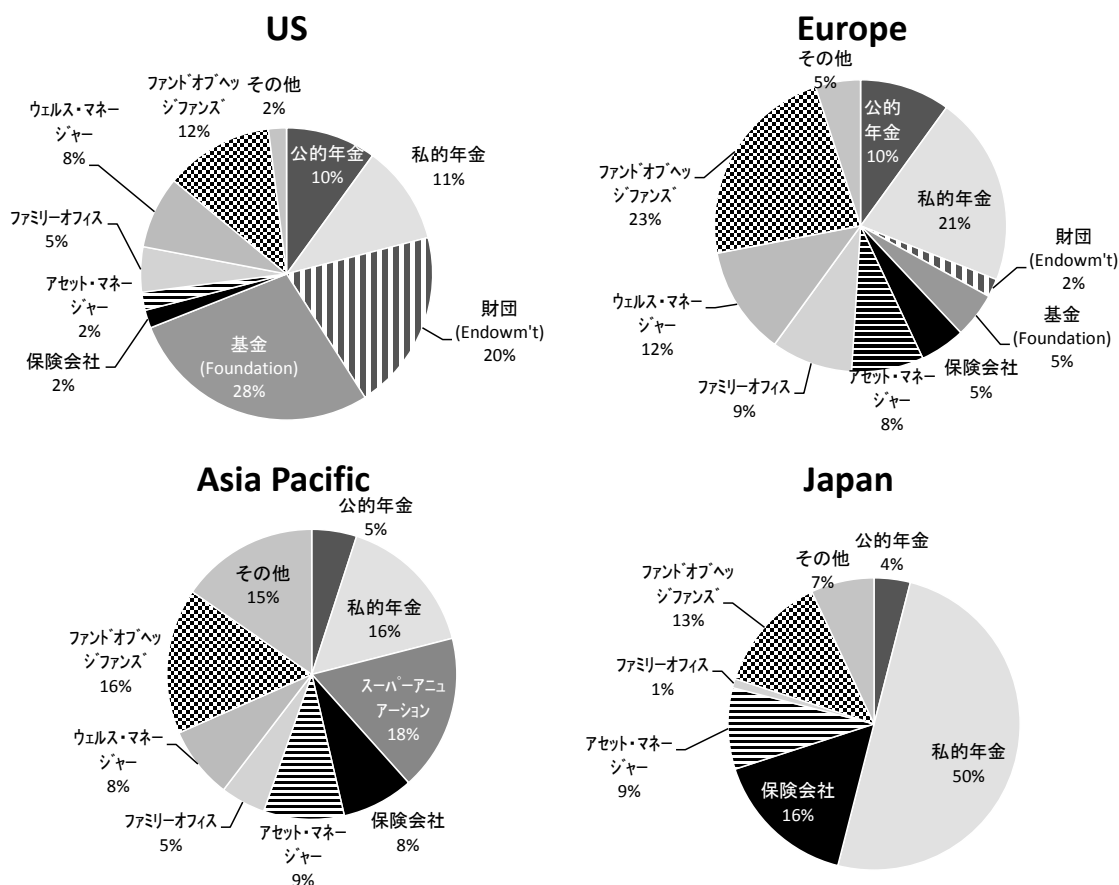
[図表 1-30] ヘッジファンドの破綻原因の分類

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q	R	S	T	U	V
詐欺	×	×		×			×		×													×
その他			×		×	×		×		×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	
バックグラウンド・チェック									×													×
不適切なトラックレコード		×				×		×	×													
時価評価の独立性欠如																				×	×	
サービス・プロバイダーのレビュー	×			×			×		×	×												×
独立したリスクマネジメント	×	×										×	×									
押し売り販売							×		×		×											
戦略の理解			×				×							×								
キーマン条項の欠如								×														
過大なレバレッジ		×				×				×	×		×	×	×	×	×	×	×	×		
流動性プロブレム				×						×		×	×		×	×	×	×	×	×	×	
不適切なリスクマネジメント			×			×		×		×	×	×		×		×			×			×
過度な投資の集中			×						×			×			×							
不合理なボラティリティ		×							×	×					×		×					×
不適切な透明性	×		×				×			×		×		×						×		
マネージャーの傲慢			×									×			×							
不可解なパフォーマンス							×														×	×
戦略ドリフト					×					×			×				×					
過度な運用資産の成長										×		×									×	
LP 解約の危険								×														
バックグラウンド・チェックの継続				×			×															
バックオフィスの問題	×			×			×														×	×
内部スタッフのダイナミズム					×		×															

出所：Greenwich Roundtable(2012)、「Best Practices in Alternative Investing : Avoiding Mistakes」

### 3.4 ヘッジファンド投資家

[図表 1-31] 地域別構成比ヘッジファンド投資家数構成比

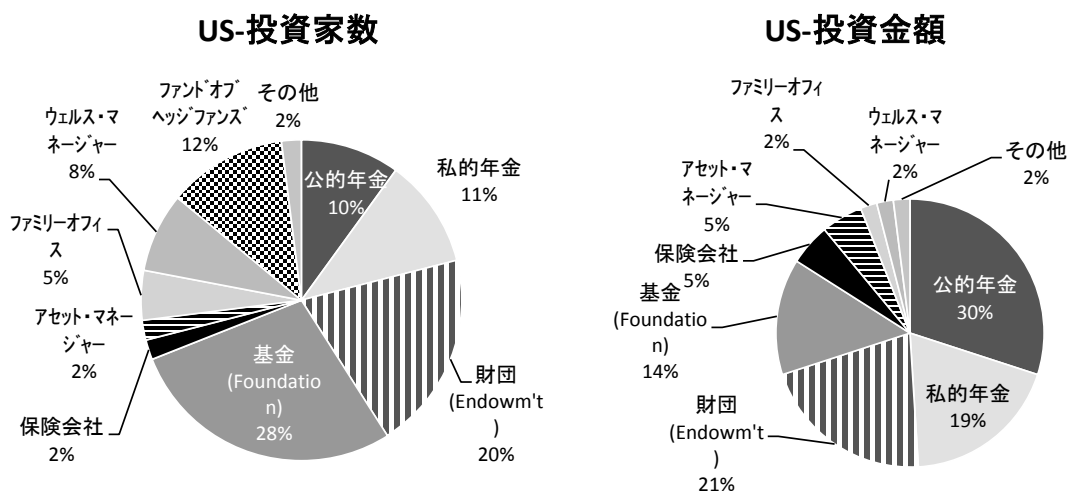


出所：Preqin

地域別にヘッジファンド投資家の構成をみると、米国では財団(Endowment)や基金(Foundation)の構成比が高く、欧州ではファンド・オブ・ヘッジファンズやウエルス・マネージャー、ファミリー・オフィスの比率が高い。アジア太平洋では、スーパー・アニエーション<sup>24</sup>のウェイトが目立ち、日本では企業年金のウェイトが極めて高くなっている。

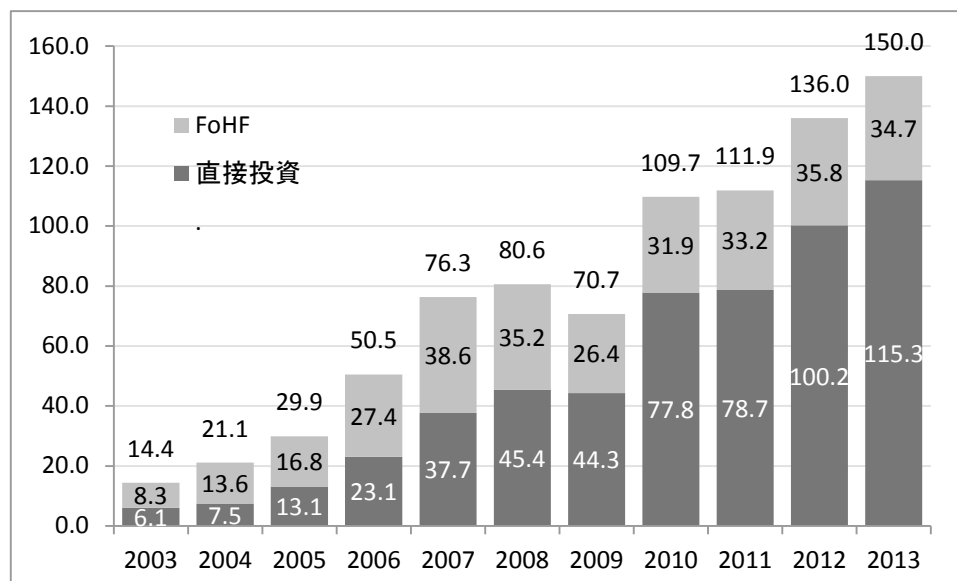
<sup>24</sup> オーストラリアやニュージーランド、イギリス等における年金スキーム。

[図表 1-32] 米国のヘッジファンド投資家数と投資金額構成比



出所：Preqin

[図表 1-33] トップ 200 米DB<sup>25</sup>年金のヘッジファンド投資状況 (単位:10 億ドル)



出所：Pensions & Investments 誌より年金シニアプラン総合研究機構

<sup>25</sup> Defined Benefit Plan、確定給付年金

### 3.5 主要ヘッジファンド運用会社<sup>26</sup>

Preqin社のデータ<sup>27</sup>によるヘッジファンドの運用資産残高上位20社は以下のとおりである。ヘッジファンド運用会社の所在地は圧倒的に米国が多いが、上位10社のうち6社が英国に所在している。また、3位のMan Group、4位のOch-Ziffは、株式市場に上場しているヘッジファンド運用会社である。

**【図表 1-34】 Top20 ヘッジファンド・マネージャー**

Manager	Location	運用資産残高(10億 <sup>ドル</sup> )	AUM as at
Bridgewater Associates	US	144.5	Aug-13
Brevan Howard Asset Management	UK	39.9	Jun-13
Man Group	UK	38.5	Jun-13
Och-Ziff Capital Management	US	37.0	Sep-13
BlueCrest Capital	UK	34.0	Jun-13
Standard Life Investments	UK	29.1	Aug-13
Baupost Group	US	28.1	Dec-12
BlackRock Proprietary Alpha Strategies	US	26.6	Jun-13
GAM	UK	24.1	Jun-13
Winton Capital Management	UK	23.6	Aug-13
Renaissance Technologies	US	23.0	Aug-13
Elliott Management	US	22.4	Aug-13
AQR Capital Management	US	20.3	Jun-13
D. E. Shaw & Co	US	19.3	Jun-13
Platinum Asset Management	Australia	18.9	Aug-13
Davidson Kempner Capital Management	US	18.7	Jun-13
Farallon Capital Management	US	18.6	Jun-13
King Street Capital Management	US	18.6	Mar-13
Adage Capital Management	US	18.4	Dec-12
Viking Global Investors	US	18.2	Dec-12

出所：Preqin(2013)、“Q32013 The Preqin Quarterly Update : Hedge Funds”

【図表 1-35】は、SECに提出されたForm ADVの内容からファンド関係者を抜き出しているが、ファンドによって利用する社数には大きな差が見られている。

<sup>26</sup> ヘッジファンド運用会社の中には運用資産残高やその内訳を開示していないところも多いことから、大手ヘッジファンドの順位や顔ぶれは、公表機関によって大きく異なることが多い。

<sup>27</sup> Preqin(2013)、“Q32013 The Preqin Quarterly Update : Hedge Funds”

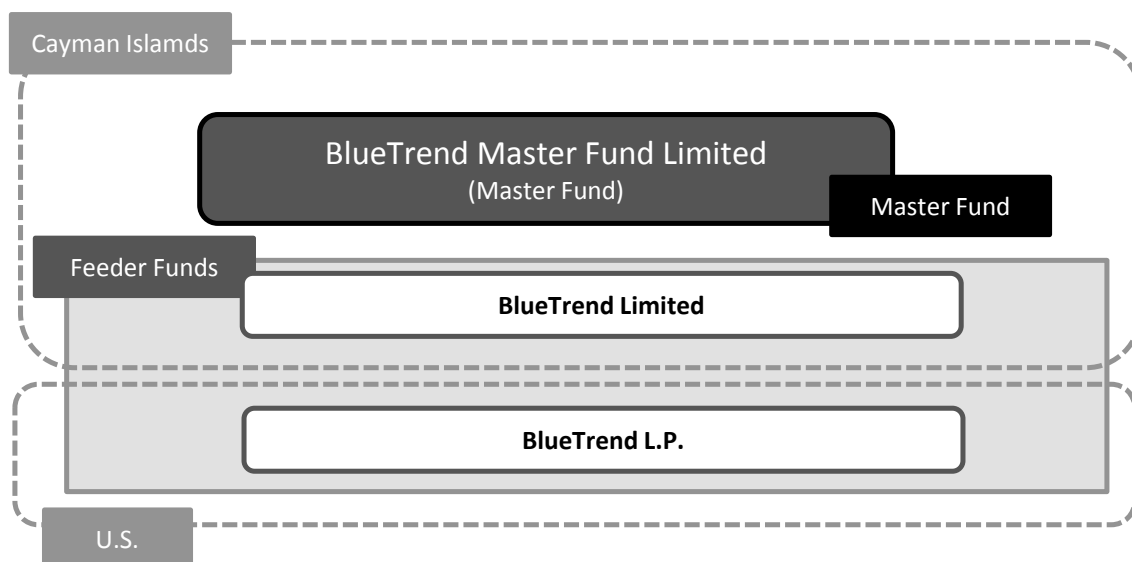
[図表 1-35] ヘッジファンドの関係者の例

Manager	BlueCrest Capital	Brevan Howard Asset Management	Och-Ziff Capital Management	Bridgewater Associates
Fund	BlueTrend Master Fund Limited	Brevan Howard Master Fund Limited	OZ Master Fund Limited	All Weather Portfolio Trading, LLC
Current Asset Value	\$10,779,828,975	\$80,196,040,000	\$28,220,379,160	\$34,003,131,853
Auditors	Ernst & Young	KPMG	Ernst & Young	KPMG
Prime Broker	J.P. Morgan	Credit Suisse Deutsche Bank Morgan Stanley UBS	Barclays BNP Paribas Citigroup Credit Suisse Deutsche Bank Goldman Sachs J.P.Morgan Merril Lynch Morgan Stanley National FS UBS	-
Custodian	Credit Suisse HSBC J.P.Morgan BoNY Mellon UBS	BNP Paribas Credit Suisse Deutsche Bank Morgan Stanley State Street BoNY Mellon UBS	Bank of NY Barclays BNP Paribas Citigroup Credit Suisse Deutsche Bank Goldman Sachs J.P.Morgan Merril Lynch Morgan Stanley National FS State Street UBS	Barclays BoNY Mellon
Administrator	Globeop Financial Services	International Fund Services	Citco, State Street	BoNY Mellon

出所：各社の Form ADV から年金シニアプラン総合研究機構作成

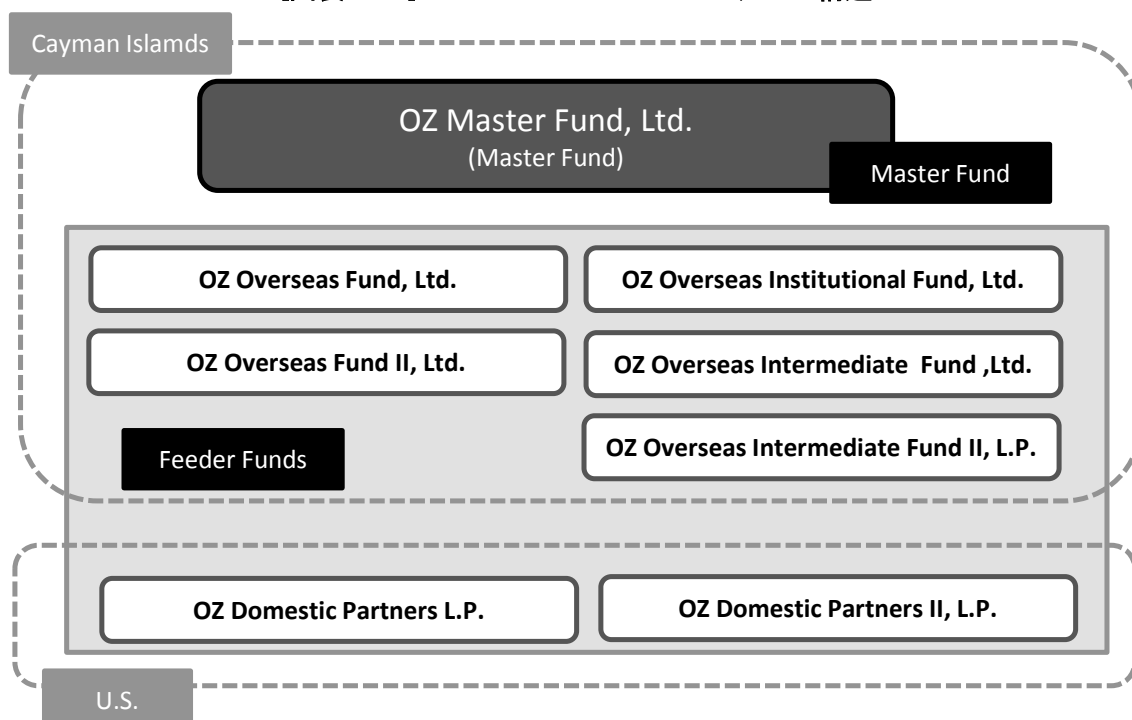
SEC に提出された Form ADV の内容を元に一部のファンドのファンド構造を[図表 1-36~39]に示しているが、米国規制上の登録義務が無いファンド等も存在するため必ずしも全容が把握可能なわけではない。

**[図表 1-36] BlueTrend Master Fund のファンド構造**



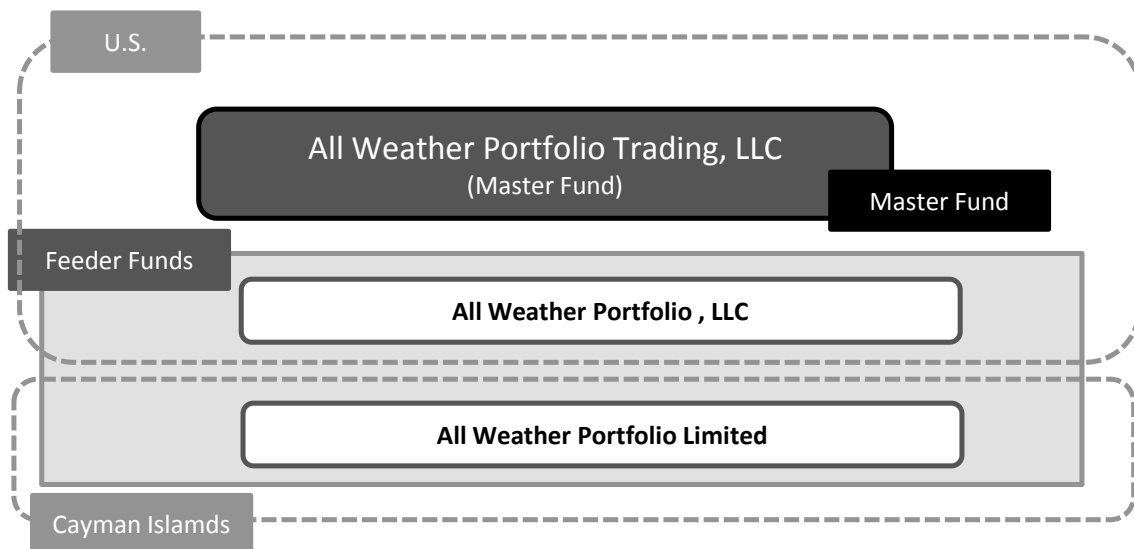
出所：BlueCrestCapital の Form ADV から年金シニアプラン総合研究機構作成

**[図表 1-37] OZ Master Fund のファンド構造**



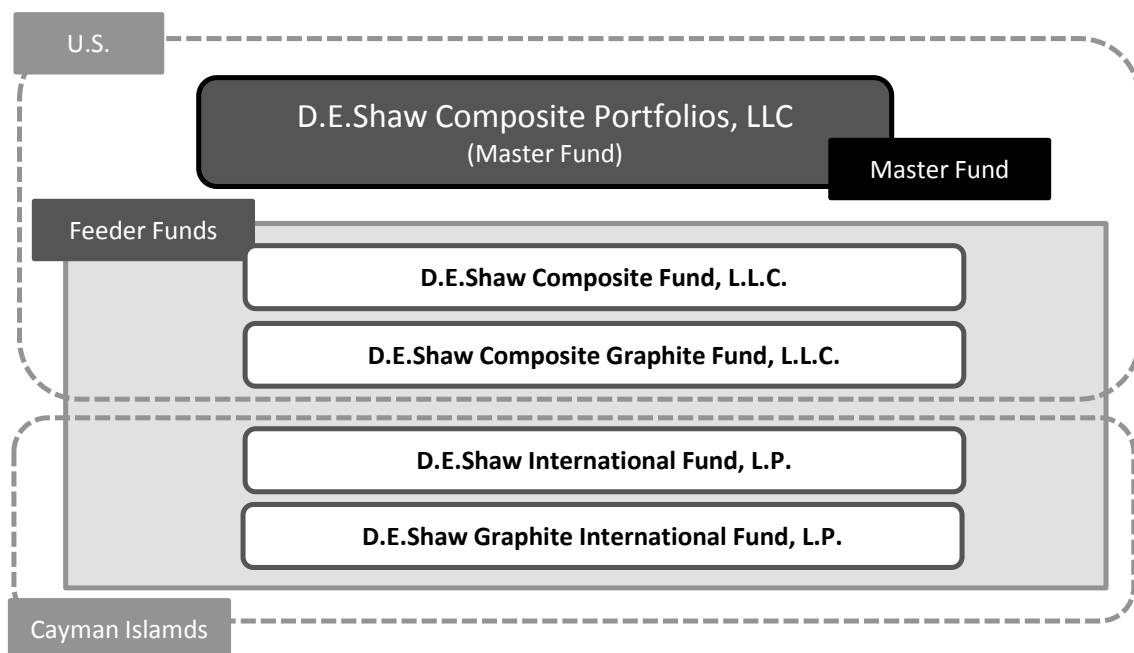
出所：Och-Ziff Capital Management の Form ADV から年金シニアプラン総合研究機構作成

【図表 1-38】 All Weather Portfolio Trading のファンド構造



出所：Bridgewater Associates の Form ADV から年金シニアプラン総合研究機構作成

【図表 1-39】 D.E.Shaw Composite Portfolios, LLC のファンド構造



出所：D.E.Shaw & Co.の Form ADV から年金シニアプラン総合研究機構作成

マスター・ファンドは、米国（デラウェア州）に置かれる場合もあれば、ケイマン諸島等のオフショア地域に置かれる場合もある。

[図表 1-40] Top20 ファンド・オブ・ヘッジファンド・マネージャー

Manager	Location	運用資産残高(10 億 <sup>ドル</sup> )	AUM as at
Blackstone Alternative Asset Management	US	49.0	Jun-13
UBS Alternative Investment Solutions	US	25.4	Sep-13
HSBC Alternative Investments	UK	25.1	Dec-12
Grosvenor Capital Management	US	23.5	Aug-13
GSAM	US	23.3	Jun-13
Permal Group	US	22.6	Jun-13
BlackRock Alternative Advisors	US	18.1	Jun-13
Financial Risk Management (FRM)	UK	15.1	Jun-13
Mesirow Advanced Strategies	US	13.1	Jun-13
UBP Alternative Investments	Switzerland	10.8	Jun-13
Aetos Capital	US	10.5	Jun-13
Morgan Stanley Alternative Investment Partners	US	10.0	Jun-13
JP Morgan Alternative Asset Management	US	9.9	Aug-13
K2 Advisors	US	9.5	Aug-13
Aurora Investment Management	US	9.3	Sep-13
Prisma Capital Partners	US	9.1	Jun-13
Lyxor Asset Management	France	9.0	Jun-13
Rock Creek Group	US	9.0	Aug-13
Pacific Alternative Asset Management Company	US	8.8	Aug-13
SkyBridge Capital II	US	8.5	Jul-13

出所：Preqin(2013)、“Q32013 The Preqin Quarterly Update : Hedge Funds”



## 参考文献

- 山内英貴(2013)、「オルタナティブ投資入門（第3版）」東洋経済新報社
- 高橋誠、浅岡泰史(2010)、「ヘッジファンド投資ガイドブック」東洋経済新報社
- あらた監査法人編(2013)、「ファンド投資のモニタリング手法」中央経済社
- 志賀勝則、志賀祥子(2012)、「ヘッジファンドの投資戦略」中央経済社
- Lars Jaeger(2008)、“Alternative Beta Strategies and Hedge Fund Replication”  
Wiley
- 日本銀行(2005)、「ヘッジファンドを巡る最近の動向」
- 経済産業省(2008)、「国内外で存在感を高めるヘッジファンドの実態調査」
- 大和総研(2012)『金融法人及び年金基金におけるオルタナティブ投資・バーゼルⅢ実態調査(2012年度オルタナティブ投資アンケート結果)』.
- ———(2013)『金融法人及び年金基金におけるオルタナティブ投資・バーゼルⅢ実態調査(2013年度オルタナティブ投資アンケート結果)』.
- 企業年金連合会(2013)、「企業年金資産運用実態調査結果(2012年度)の概要」
- 格付投資情報センター、『年金情報』『日経企業年金実態調査』
- AIMA(2012)、“Roadmap to Hedge Funds (2012 Edition)”
- AQR Capital Management(2008)、“Is Alpha Just Beta Waiting To Be Discovered?”
- Asness, Krail & Liew(2001)、“Do Hedge Funds Hedge?”
- Asness(2004a)、“An Alternative Future - An exploration of the role of hedge funds.”  
The Journal of Portfolio Management
- Asness(2004b)、“An Alternative Future II - An exploration of the role of hedge funds.”  
The Journal of Portfolio Management
- Asness, Moskowitz & Pedersen(2009)、“Value and Momentum Everywhere”
- Bank of NY Mellon & Casey Quirk(2009) “The Hedge Fund Tomorrow: Building an Enduring Firm”
- Citi Prime Finance(2012)、“Institutional Investment in Hedge Funds : Evolving Investor Portfolio Construction Drives Product Convergence”
- Citi Prime Finance(2013)、“The Rise of Liquid Alternatives & the Changing Dynamics of Alternative Product Manufacturing and Distribution”
- Cliffwater(2012)、“Survey of State Pension Fund Investments in Hedge Funds”
- Cliffwater(2013)、“Cliffwater 2013 Report on State Pension Performance and Trends”
- Credit Suisse(2009)、“One for the History Books: Hedge Fund Performance in 2008”
- Deutsche Bank(2013)、“Eleventh Annual Alternative Investment Survey – Hedge fund investor insights and expectations”

- Greenwich Roundtable(2012)、”Best Practices in Alternative Investing : Avoiding Mistakes”
- Hewitt EnnisKnupp(2013)、” Hedge Fund Replication”
- Hocquard et (2009)、” The Payoff Distribution Model: An Application to Dynamic Portfolio Insurance”
- IOSCO(2013)、” Report on the second IOSCO hedge fund survey”
- MondoHedge S.p.a.(2013)、” Alternative UCITS Funds, 3rd Quarter 2013 Update”
- NEPC(2013)、”Hedge Fund Replication: Traditional Beta, Alternative Beta, and Alpha”
- Pensions & Investments, Jan 21, 2008 号
- ———Feb 3, 2014 号
- Preqin(2013)、”Hedge Fund Spotlight March 2013”
- Preqin(2013)、”Preqin Special Report: UCITS Hedge Funds Growing in Prominence”
- Preqin(2013)、”Hedge Fund Spotlight August 2013”
- Preqin(2013)、”Q32013 The Preqin Quarterly Update : Hedge Funds”
- Preqin(2014)、”Preqin Investor Outlook : Alternative Assets H1 2014”
- Towers Watson(2012)、”Hedge Fund Investing – Opportunities and challenges”
- Pension Consulting Alliance, Inc.(2012)、”Hedge Funds in an Institutional Portfolio”
- Milliman, Inc. (2013)、”Milliman 2013 Pension Funding Study”
- CalPERS(2010)、”Role of Asset Classes in Strategic Allocation”
- Russell Investments(2012)、” 2012 Global Survey on Alternative Investing”
- TheCityUK(2013)、”Hedge Funds, Financial Markets Series May 2013”

《雑誌等》

- 格付投資情報センター 「年金情報」
- 企業年金連合会 「月刊・企業年金」
- Crain Communications, Inc. “Pensions & Investments”

## 参照ホームページ

### 《米国公的年金》

- イリノイ州教職員退職年金(IL-TRS) <http://trs.illinois.gov/>
- インディアナ州公的退職年金(INPRS) <http://www.in.gov/inprs/>
- オハイオ州教職員退職年金基金(OH-SERS) <http://www.ohsers.org/home>
- カリフォルニア州退職年金基金(CalPERS) <http://www.calpers.ca.gov/>
- サウスカロライナ州退職年金投資委員会(RSIC) <http://www.ic.sc.gov/>
- テキサス州カウンティ&ディストリクト年金基金(TCDRS)  
<https://www.tcdrs.org/Employer/Pages/Home.aspx>
- ニューメキシコ州公務員退職協会(NM-PERA)  
<http://www.pera.state.nm.us/index.html>
- ニューヨーク州職員退職年金基金(NYSLRS)  
<http://www.osc.state.ny.us/retire/index.php>
- マサチューセッツ州年金投資委員会(PRIM) <http://www.mapension.com/>
- ミズーリ州職員退職年金(MOSERS) <https://www.mosers.org/en.aspx>

### 《その他》

- 企業年金連合会 <http://www.pfa.or.jp/>
- NACUBO <http://www.nacubo.org/>
- ハーバード大学 <http://www.hmc.harvard.edu/investment-management/index.html>
- イェール大学 <http://investments.yale.edu/>
- テキサス大学システム <http://www.utimco.org/scripts/internet/index.asp>
- スタンフォード大学 <http://www.smc.stanford.edu/>
- Hedge Fund Research, Inc. <https://www.hedgefundresearch.com/>
- Credit Suisse Hedge Index LLC.  
[http://www.hedgeindex.com/hedgeindex/ja/IndexOverView.aspx?indexname=HEDG  
&cy=USD](http://www.hedgeindex.com/hedgeindex/ja/IndexOverView.aspx?indexname=HEDG&cy=USD)
- Geenwich Alternative Investments <http://www.greenwichai.com/>
- BarclayHedge <http://www.barclayhedge.com/>
- EurekaHedge <https://www.eurekahedge.com/>
- TheCityUK <http://www.thecityuk.com/>
- Alternative Investment Management Association(AIMA) <http://www.aima.org/>
- CAIA Association <https://caia.org/>
- SEC : Investment Adviser Public Disclosure (IAPD)  
[http://www.adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Search/iapd\\_Search.aspx](http://www.adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Search/iapd_Search.aspx)

「ヘッジファンド投資に関する調査研究」 (H25-4)

平成 26 年 3 月

---

(編集・発行) 公益財団法人 年金シニアプラン総合研究機構  
〒108-0074 東京都港区高輪 1 丁目 3 番 13 号 NBF 高輪ビル 4 階  
電話 : 03-5793-9411 (年金シニアプラン総合研究機構 総務企画部 代表)  
FAX : 03-5793-9413  
URL : <http://www.nensoken.or.jp/>

本書の全部または一部の複写・複製・転記載および磁気または光記録媒体への入力等を禁じます。  
これらの許諾につきましては年金シニアプラン総合研究機構までご照会ください。