

# 独立系運用会社からみた 日本の資産運用業界

2013年3月4日

(株)GCIアセット・マネジメント

ファウンダー／代表取締役CEO 山内英貴

# 本日の議題

(自己紹介)GCIアセット・マネジメントについて

1. 創業の経緯とショート・ヒストリー
2. 現状認識
3. 問題意識
4. 懸念
5. キーワード

(参考資料)資産運用会社のvaluationとexit

# 1. 創業の経緯とショート・ヒストリー

✓グローバル化に伴う、絶対リターンへのコミットメント(1996-1999)

✓ヘッジファンド業界の機関化(2000-2003)

✓和製ヘッジファンド・ブームとシンガポール(2004-2006)

✓サブプライム/リーマン危機(2007-2008)

✓マドフ/AIJ事件(2009-2012)

## ヘッジファンドの機関化現象 (Institutionalization)

- ヘッジファンドの起源は投資ブティック
  - かつては「友人一人とBloomberg一台、それに愛犬一匹いれば、ヘッジファンドをスタートでき」た
  - 投資家は富裕個人層 (Family office)
- ヘッジファンドも運用機関 (Institution) に
  - 投資家層の変化 (機関投資家主体に)
  - 規制強化 (財務構成要件・人的構成要件・コンプラ)
  - プライム・ブローカー等サービス・プロバイダーによる選別の強化
  - ビジネスと運用の分業体制がパフォーマンスの鍵に

## 2. 現状認識

✓ 日本の資産運用業界は顧客に対していかなるバリューを提供してきたか？

- ✓ 投資家利益と運用者利益の潜在的相反
- ✓ リターンに対するコミットメントの強さ

✓ ガバナンス

✓ ファンド・ガバナンス

- 定型化
- Bayou、Madoff、AIJ・・・

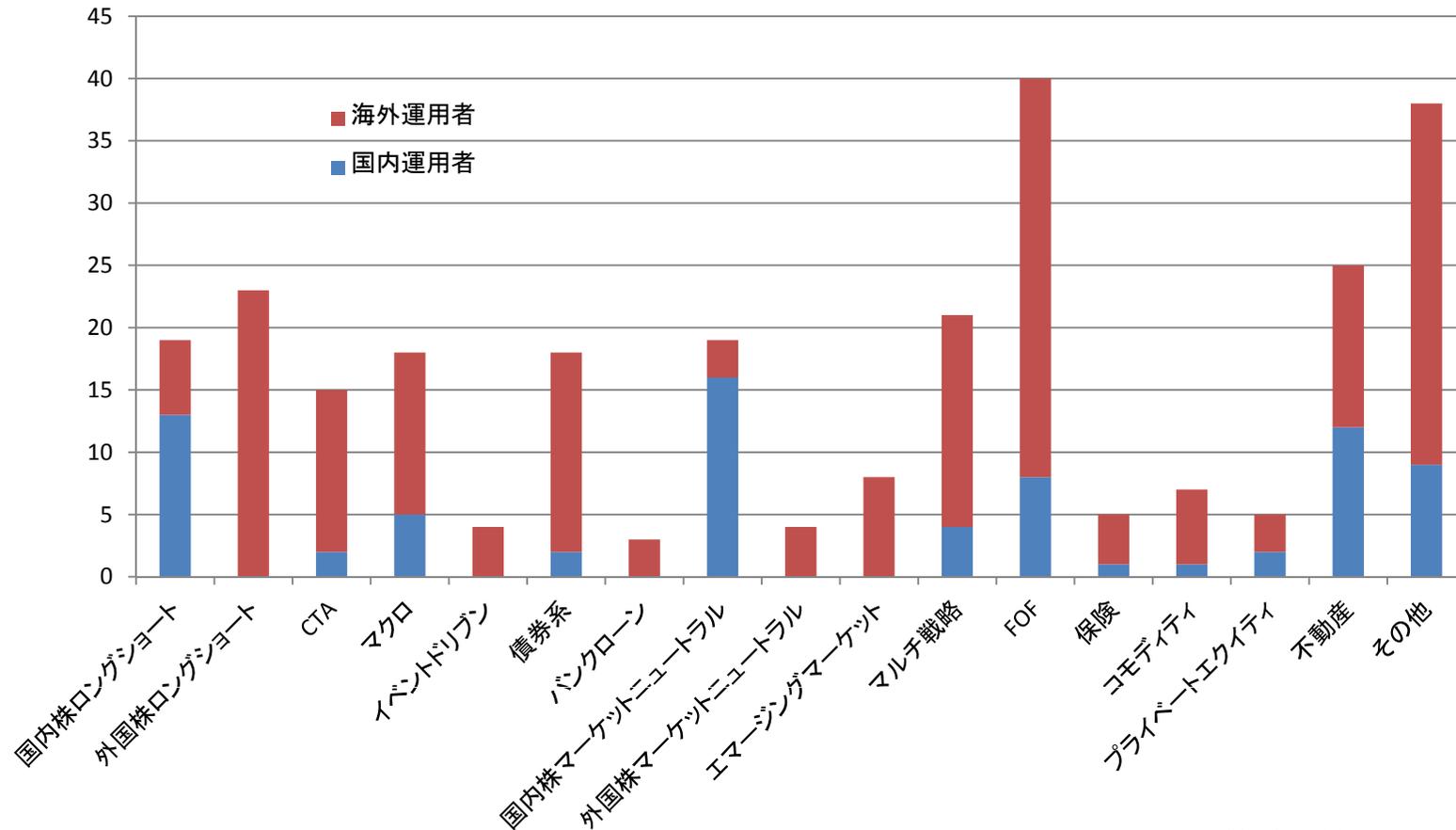
✓ コーポレート・ガバナンス(ex シンガポールの新規制)

- 優秀な運用者は一般的に経営者に向かない
- ビジネスと運用の分業(専念)がパフォーマンス・ドライバー

### 3. 現状に対する問題意識

- ✓ (ヘッジファンドの場合は特に) 輸入産業
- ✓ 営業ドリブン
- ✓ シードマネー/DAY1 インベスター
- ✓ 大手金融機関と離職者
- ✓ 規制監督と産業政策
- ✓ 成功報酬の輸出はブット売り

# 年金向けオルタナティブ戦略の‘国産’比率



(出所) : R&Iオルタナティブ投資年鑑2012

## (ケース・スタディ)トラックレコード<sup>®</sup>(2011年2月まで)

Fund A	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD
2008											0.75%	17.17%	18.04%
2009	9.87%	2.79%	9.61%	3.03%	4.17%	4.59%	2.63%	4.16%	2.21%	5.02%	0.77%	3.32%	66.00%
2010	1.64%	4.62%	1.79%	5.50%	-4.24%	-1.55%	2.88%	2.70%	2.95%	0.16%	1.45%	2.07%	21.45%
2011	1.52%	0.89%											2.42%

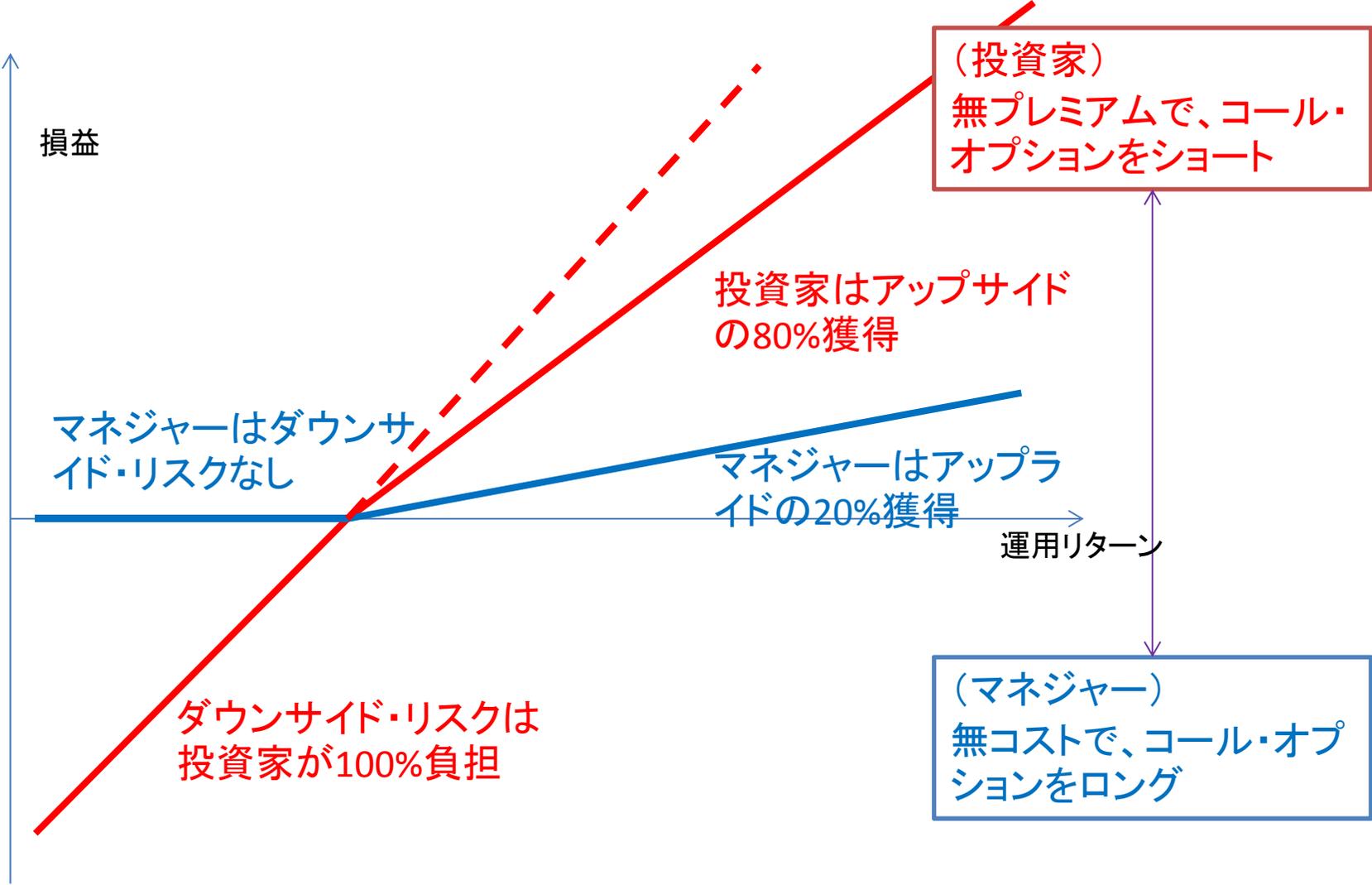
Fund B	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD
2008													
2009				2.60%	14.16%	0.69%	9.18%	-0.12%	5.11%	0.55%	-0.26%	0.47%	36.23%
2010	3.17%	-2.08%	2.94%	2.34%	-1.99%	0.89%	3.69%	-0.56%	0.99%	0.22%	0.13%	0.40%	10.40%
2011	-0.48%	1.97%											1.48%

## (ケース・スタディ)トラックレコード<sup>®</sup>(2011年4月まで)

Fund A	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD
2008											0.75%	17.17%	18.04%
2009	9.87%	2.79%	9.61%	3.03%	4.17%	4.59%	2.63%	4.16%	2.21%	5.02%	0.77%	3.32%	66.00%
2010	1.64%	4.62%	1.79%	5.50%	-4.24%	-1.55%	2.88%	2.70%	2.95%	0.16%	1.45%	2.07%	21.45%
2011	1.52%	0.89%	-43.10%	1.15%									-41.05%

Fund B	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD
2008											0.00%	0.00%	0.00%
2009	0.00%	0.00%	0.00%	2.60%	14.16%	0.69%	9.18%	-0.12%	5.11%	0.55%	-0.26%	0.47%	36.23%
2010	3.17%	-2.08%	2.94%	2.34%	-1.99%	0.89%	3.69%	-0.56%	0.99%	0.22%	0.13%	0.40%	10.40%
2011	-0.48%	1.97%	7.15%	-1.07%									7.57%

# 成功報酬のエコノミクス



## 4. 懸念-キャピタル・フライト

- ✓ 今後、配当重視の高齢層からグローバルな経験を有し、資産成長を望む投資家層に世代交代していく過程で、わが国運用機関に対する失望から、資本逃避が進む懸念
- ✓ インターネットの力は軽視できず

## 5. キーワード

1. 金融資本市場に国境はなく、資産運用業は最も厳しい競争にさらされる産業のひとつ
2. 産学連携を含めた基礎研究と人材育成の循環が必要
3. 高度に知識集約的で、人的資本が最も重要（特にヘッジファンドは属人的で、組織型運用で継続的に傑出することは不可能であるが故にキーマンリスクが甚大）
4. 資産運用業における差別化とは
5. 独立系運用会社の存在意義
6. 資産運用業における‘独立系’セクター成長に必要なこと

# 資産運用専業会社の時価総額 (2013年1月末時点)

主な投資対象	運用会社	時価総額 (billion)	運用資産額 (billion)	時価総額 ÷運用資産	PER (予想)	PBR (実績)
伝統的資産	BlackRock	41.2	3,673	1.1%	15.3	1.6
	Franklin Resources	19.1	750	2.5%	13.9	3.2
	T. Rowe Price	18.2	577	3.2%	18.9	4.7
	Invesco	12.1	683	1.8%	13.3	1.5
	Schroders	8.3	318	2.6%	19.6	2.8
	Aberdeen	7.6	304	2.5%	15.4	4.4
	Legg Mason	3.6	632	0.6%	45.0	0.7
	Alliance Bernstein	2.1	430	0.5%	16.9	1.3
	Janus	1.7	157	1.1%	15.2	1.3
		平均			1.8%	*16.04
オルタナティブ資産	Blackstone	20.6	210	9.8%	8.7	3.8
	KKR	11.6	66	17.5%	6.5	2.2
	Carlyle	9.5	157	6.0%	13.5	7.9
	Apollo Global	8.2	110	7.5%	7.8	1.1
	Oaktree	7.2	81	8.9%	13.3	25.7
	Partners Group	6.2	39	16.0%	22.1	10.2
	Och-Ziff	4.1	31	13.3%	8.8	-
	3i Group	4.0	18	22.5%	75.2	1.0
	GAM Holding	3.0	120	2.5%	17.1	1.3
	Henderson	2.7	100	2.7%	12.9	2.3
	Fortress	2.7	52	5.2%	12.0	4.9
	Man Group	2.5	60	4.2%	17.6	0.7
		平均			9.7%	*12.72

\*Legg Mason除  
く

\*3i Groupを除く

※時価総額・運用資産金額はUS\$換算  
(出所: Bloomberg、各社ホームページ)

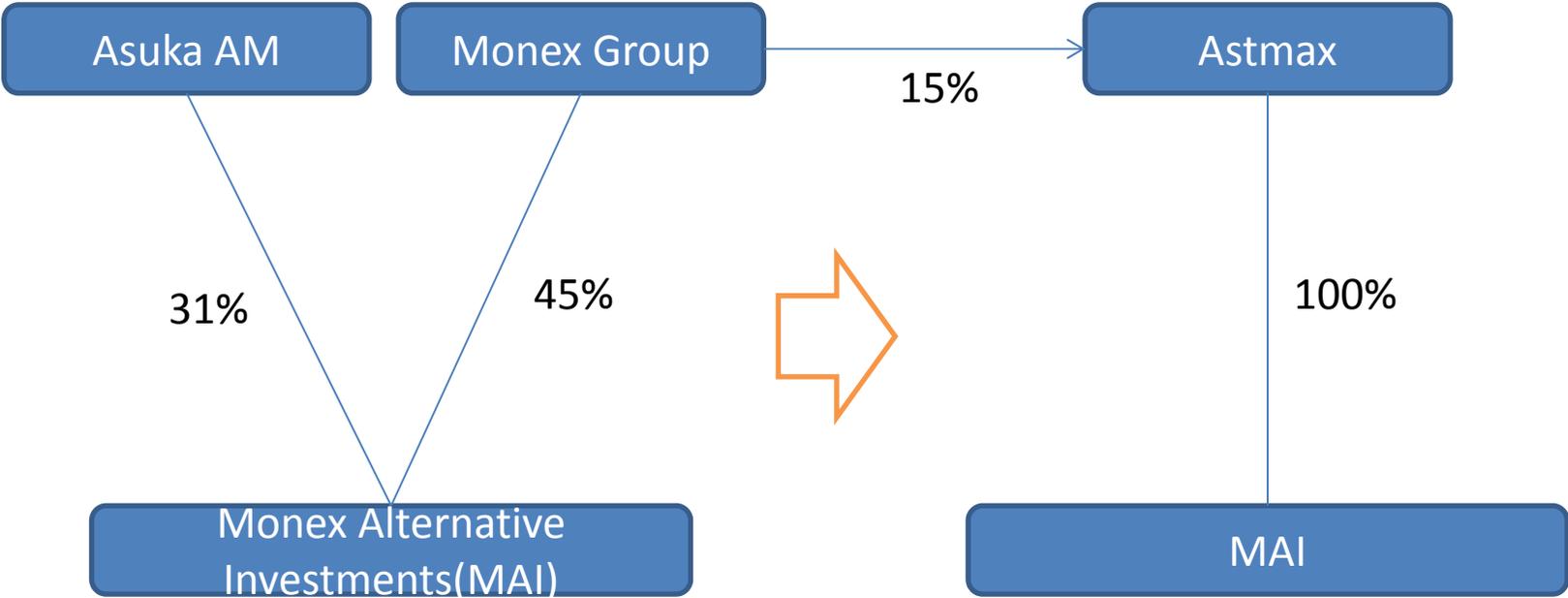
# 資産運用会社のValuation

- 主に伝統的資産に投資を行なう資産運用会社は、時価総額が運用資産の約1%~3%、PERで15倍前後として現在株式市場で評価されている。
- 一方で、大手PEファンドをはじめとして、オルタナティブ資産に投資を行なう資産運用会社の時価総額は運用資産の10%を超えるケースも多く、成功報酬に基づく収益性の高さなどを背景として相対的にバリュエーションは高い。
- 2006年以降のPERやEV/EVITDAのヒストリカル推移からは、リーマン危機での大きなバリュエーションの下落からは戻りつつあるものの、一時はPER25倍程度で評価をされていた従前の水準からは低下している傾向が見られる。
- オルタナティブ運用会社のM&Aにおいては、特にFOHF業界での案件が増加しており、そのバリュエーションも運用資産の1~2%程度とかつてよりも低い水準となっている。
- Man GroupがFRMを買収したケースでは、Manは買収費用を前払いすることはせずに3年間の純資産額の推移に従って支払い金額が変化する契約が結ばれている。AUMや収益の今後の右肩上がりでの伸びが見込みづらい環境の中で、バリュエーションを行なう際には、将来の事業計画を前提とするDCF法などよりも足元の運用資産や収益動向を重視する傾向が強くなっている。

## The top 20 disclosed transactions based on deal size over the past five years

<b>Target Name</b>	<b>Geographic Region</b>	<b>Year Announced</b>	<b>Deal Value (\$M)</b>
BlackRock Institutional Trust Company, N.A.	United States and Canada	2009	13,344
Merrill Lynch Investment Managers LP	United States and Canada	2006	9,487
Nuveen Investments, Inc.	United States and Canada	2007	6,424
Caisse Centrale de Réescompte	Europe	2007	3,409
Citigroup Asset Management	United States and Canada	2005	3,150
CI Financial Corp (TSX:CIX)	United States and Canada	2008	1,788
BlueBay Asset Management plc	Europe	2010	1,531
Jupiter Asset Management Limited	Europe	2007	1,438
Phillips, Hager & North Investment Management Ltd.	United States and Canada	2008	1,360
Morgan Stanley Investment Management Inc., Retail Asset Management Business	United States and Canada	2009	1,344
Apollo Global Management, LLC (NYSE:APO)	United States and Canada	2008	1,200
Nikko Asset Management Co. Ltd.	Asia/Pacific	2009	1,175
Eurizon Investimenti SGR SpA	Europe	2007	1,063
BofA Global Capital Management Group, LLC, Certain Assets	United States and Canada	2009	927
Gartmore Group Limited	Latin America and Caribbean	2011	914
Bosera Asset Management Co., Ltd.	Asia/Pacific	2007	860
Natixis Global Asset Management	Europe	2009	857
American Century Investment Services, Inc.	United States and Canada	2011	848
CACEIS	Europe	2009	758

# 国内のオルタナティブ運用会社MA事例 (2012年8月)



(参考)  
取得価額 706百万円  
純資産 322百万円  
運用資産 約300億円

# GCI Asset Management

— GCIアセット・マネジメントのご紹介 —

2013年

株式会社GCIアセット・マネジメント

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第436号

一般社団法人日本投資顧問業協会 加入

〒101-0065  
東京都千代田区西神田3-8-1 千代田ファーストビル東館12階  
Phone:03-3556-5540 FAX:03-03556-4100

## 弊社概要と特色

# GCIアセット・マネジメントの概要

商号	: 株式会社 GCI アセット・マネジメント
代表者	: 代表取締役CEO 山内 英貴 : 代表取締役社長 末永 孝彦
設立	: 2000年4月13日
資本金	: 1億円
本社所在地	: 東京都千代田区西神田3-8-1 千代田ファーストビル東館12階
主要株主	: ストレイツ株式会社(100%) <u>※創業者である山内英貴の個人資産管理会社</u>
登録番号	: 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第436号
加入協会	: 一般社団法人日本投資顧問業協会
業務内容	: 投資助言・投資一任に係る業務、情報提供・コンサルティング業務、これに付随する業務
子会社	: GCI Investment Management Singapore Pte.Ltd. <u>※シンガポールの運用拠点(完全子会社)</u>
契約資産	: 600億円(2012年12月末現在)
形態別契約先	: 企業年金基金8件 総合型厚生年金基金13件 規約型年金1件 金融法人2件 その他2件
常勤役員数	: 27名(2013年1月現在:シンガポール含)

# GCIアセット・マネジメントの特色

- 2000年創業、日系・独立系の投資一任運用会社
- 日本におけるオルタナティブ投資の黎明期から、オルタナティブ投資専門に事業展開
- オルタナティブ投資に関わる外部専門家、東京大学を始めとするファイナンス関連学界などとの豊富なネットワーク
- インキュベーションを含むインハウスでのヘッジファンド運用に注力

2000年	・山内英貴により設立 ・投資助言登録
2001年	・丸紅株式会社と資本提携
2002年	・投資一任業務認可
2003年	・先進国金利裁定戦略運用開始
2004年	・グローバル新興マネジャーFoF戦略運用開始 ・GCI シンガポール設立
2005年	・持ち株会社設立
2006年	・GCIマルチ・マネジャー戦略運用開始
2007年	・東京大学との共同研究開始
2008年	
2009年	・日本ハイブリッド戦略運用開始 ・MBOによりストレイツ株が当社株主に(保有比率100%)
2010年	・オリックス株式会社と共同でCTAの運用開始
2011年	・GCIグローバルマルチ戦略 運用開始
2012年	・GCIレーツ(円金利)戦略 運用開始 ・GCI為替オーバーレイ戦略 運用開始

## 創業者 山内英貴のご紹介

1986年 東京大学経済学部卒

1986年 日本興業銀行(現みずほフィナンシャルグループ)入社  
為替金利トレーディング・デリバティブ関連業務に従事

2000年 当社設立

2007年 東京大学経済学部非常勤講師

### 著書に

『アジア発 金融 ドミノ』(東洋経済、1999)

『グローバル投資入門』(同友館、2000)

『LTCM伝説』(東洋経済、2001、共訳)

『オルタナティブ投資入門』(東洋経済、2002)



## 代表取締役CEO 山内 英貴

1986年4月日本興業銀行(現みずほフィナンシャルグループ)入社。為替金利トレーディング・デリバティブ関連業務等に従事。2000年3月退職し、2000年4月に当社設立。著書に「アジア発金融ドミノ」(東洋経済、1999)、「グローバル投資入門」(同友館、2000)、「LTCM伝説」(東洋経済、2001、共訳)、「オルタナティブ投資入門」(東洋経済、2002)。2007年より東京大学経済学部非常勤講師。東京大学経済学部卒。

## 代表取締役社長 末永 孝彦

1988年4月日本興業銀行(現みずほフィナンシャルグループ)入社。市場取引システムの開発業務に従事後、デリバティブ・トレーディングや外貨ALMにおける多通貨での金利スワップポートフォリオの運営を担当。その後、銀行自己勘定の内外金利為替複合トレーディングデスクを立ち上げ、ヘッドトレーダーとして運用を担当。2003年8月入社、2006年10月現職。東京大学工学部卒。

## 取締役会長 小池 雅治

野村證券にて金融法人、事業法人部門の要職を歴任し、1991年取締役、1996年常務取締役。1998年同社退任後、野村インベスター・リレーションズ執行役社長兼CEO。2007年\_\_\_\_月当社、2009年10月現職。上智大学法学部卒。

## 取締役 青木 哲也 (シンガポール駐在)

1982年4月丸紅入社。為替・債券・株式の自己運用、コーポレートファイナンス、ストラクチャードファイナンス、コーポレート・ソブリンのワークアウト業務等に従事。2000年から、オルタナティブ投資に特化した丸紅キャピタル・アメリカ・コーポレーション(ニューヨーク)社長。2003年1月当社出向、2006年8月転籍し現在に至る。GCI Investment Management Singapore Pte. Ltd. の代表者(CEO)。一橋大学社会学部卒。

## 監査役(非常勤) 藤井 睦久

日本興業銀行(現みずほフィナンシャルグループ)にて、主に国際資本市場関連業務の要職を歴任。95年同行取締役。96年より年金福祉事業団理事(運用執行)。2002年より国際石油開発株式会社常務取締役、その後代表取締役専務、代表取締役副社長を歴任。2010年6月より当社監査役(非常勤)。京都大学経済学部卒。

## アドバイザー(非常勤) 高橋 明彦 東京大学経済学部

1985年4月日本興業銀行(現みずほフィナンシャルグループ)入社。1998年1月Long Term Capital Management入社、Strategist。1999年4月東京大学大学院数理科学研究科助教授。2004年4月同経済学研究科助教授。2008年6月同教授(現職)。著書に、「数理ファイナンスの基礎」(東洋経済、2003、共著)等多数。東京大学経済学部卒、カリフォルニア大学バークレー校ビジネススクール(PhD)。

# インベストメント・チーム

## (インハンス運用／シングル戦略)

代表取締役社長 末永 孝彦 前述

チーフ・ポートフォリオ・マネジャー／マルチストラテジー 中川 成久

2001年4月よりゴールドマンサックス証券にて転換社債、クレジットデリバティブのトレーディング業務。2003年11月より、メリルリンチにてディレクターとして転換社債を含めた株式、債券、クレジットデリバティブの自己勘定投資業務。2009年1月現職。東京大学経済学部卒。

チーフ・ポートフォリオ・マネジャー／フィックスインカム 時岡 毅実

1994年4月より日本興業銀行にて、金利モデル及びエキゾチックデリバティブの商品開発業務に従事。1995年よりメリルリンチにて、株式エキゾチックデリバティブ、金利デリバティブ、日本国債のマーケットメイキング業務に従事。2007年1月から日本国債トレーディングデスクヘッド。2009年より東海東京証券にて、円金利商品の自己勘定取引業務に従事。2011年11月現職。早稲田大学理工学部物理学科卒。

ポートフォリオ・マネジャー／クオンツリサーチ&ストラテジー 山本 匡 博士(経済学)

2005年3月東京大学理学部数学科卒業。2007年3月東京大学大学院経済学研究科金融システム専攻修士課程修了。2010年3月東京大学大学院経済学研究科金融システム専攻博士号取得。2010年4月現職。

## (インハウス運用／マルチ・マネジャー戦略、アウトソース運用、カスタマイズ型運用)

代表取締役CEO 山内 英貴 前述

シニア・マネジャー 永井 晋一郎

1981年富士銀行入社。営業・市場関連業務等を経て、1999年より富士セキュリティーズ・インク(米国)副社長。2003年当社。2006年1月からFRM日本法人COO。2009年2月当社復帰し現職。1981年早稲田大学法学部卒。

シニア・ポートフォリオ・マネジャー 袴田 武志

1995年日本長期信用銀行(現新生銀行)入社。エキゾチック・デリバティブの商品・システム開発業務等に従事。2005年4月現職。東京大学大学院工学系研究科修士課程修了。

# 投資運用サービス

## ヘッジファンドのスペシャリスト

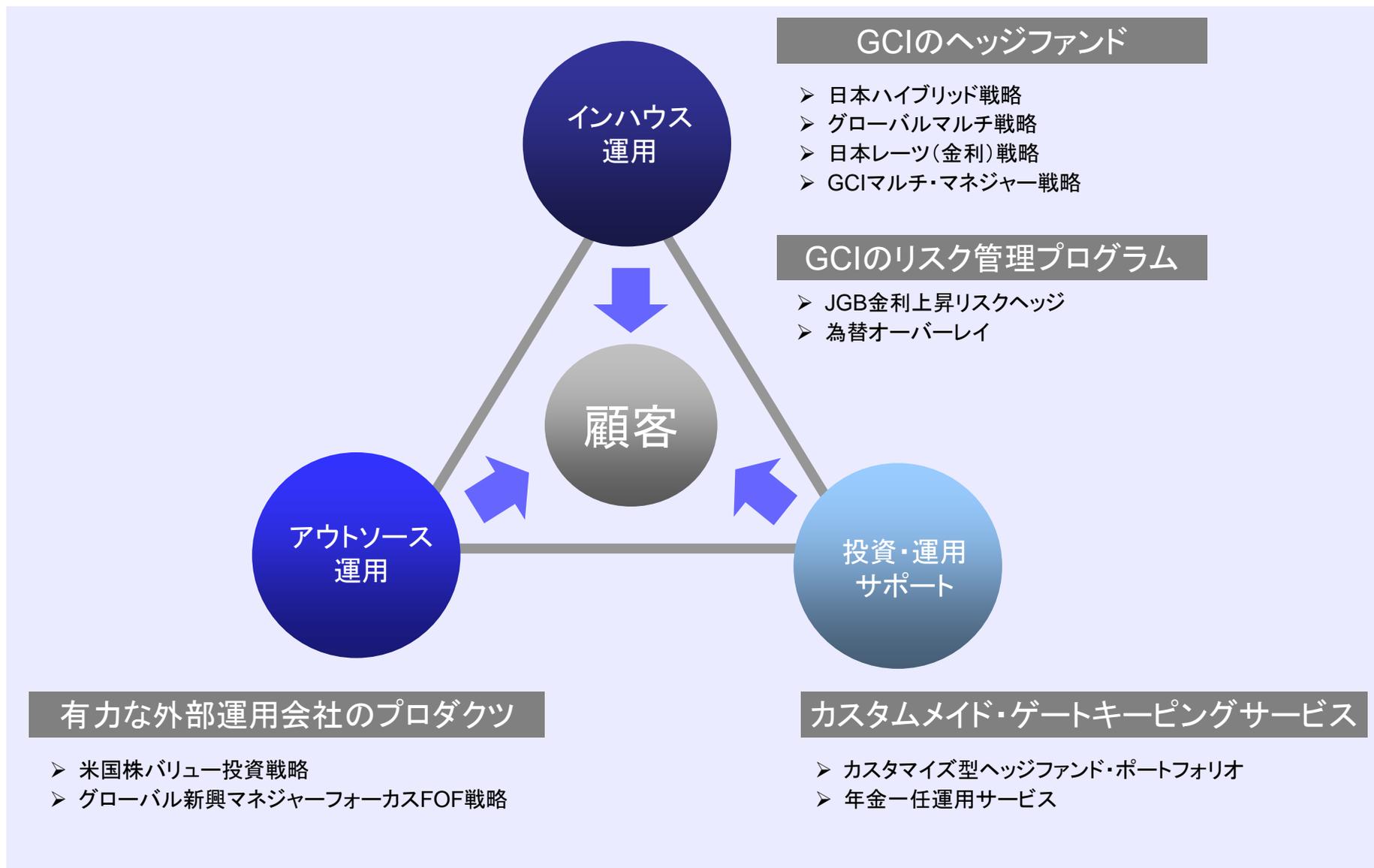
創業来、自社運用とゲートキーピングの両面からヘッジファンドを知り抜いてきた資産運用会社として、絶対リターンの極大化を目指します。

## 最先端技術と豊富な経験の実践的活用

東京大学との協同研究や人材育成などを通じて培った最先端の金融テクノロジーと創業来の豊富な経験をもとに蓄積した知見を融合し、実践的に活用します。

## 機関投資家のヘッジファンド投資をサポート

国内の資産運用会社として、その地の利を活かし、わが国機関投資家のみなさまに対する緊密なコミュニケーションと透明かつ豊富な情報提供を通じてヘッジファンド投資をサポートします。



# 投資運用サービス 詳細

インハウス運用	アウトソース運用
<p><b>日本ハイブリッド戦略(2009年4月)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>日本企業の資本負債構造を横断的に捉え、市場間に跨って生じる価格の歪み、ミスプライシングの収益化を狙う投資戦略</li> <li>ガンマロングを堅持することで、ドローダウンを極小化しながら、イベント時や市場変動時のアップサイドを追及</li> <li>Asia Hedge Awards 2012 でファンドオブザイヤー受賞(マルチ戦略)</li> </ul>	<p><b>米国株バリュー投資戦略</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>在ニューヨークのブティックハウスが運用する米国株バリュー・アップ投資戦略</li> <li>透明性、流動性、投資先との建設的な対話を重視</li> </ul>
<p><b>グローバルマルチ戦略(2011年9月)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>「日本ハイブリッド戦略」運用チームによるグローバル版</li> </ul>	<p><b>グローバル新興FOF戦略(2004年11月)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>在ニューヨークの有カゲートキーパーが運用する新興スペシャリストにフォーカスしたファンドオブヘジファンズ</li> </ul>
<p><b>日本レーツ(金利)戦略(2012年10月)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>国債入札や大口売買等、円金利市場の構造要因によって生じる円イールドカーブの一時的な歪みを捕捉して安定的リターンを創出</li> <li>テールイベントによるJGB金利上昇リスクヘッジも組入れ</li> </ul>	<p><b>投資・運用サポート</b></p>
<p><b>オーバーレイ型ダウンサイドプロテクション(2012年11月)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>JGB金利上昇リスクヘッジ</li> <li>JGBの潜在的なテールリスクを低コスト・低資本でヘッジするプログラム</li> <li>為替オーバーレイヘッジ</li> <li>円安局面でのコストを極小化することを目指した自社開発モデル</li> </ul>	<p><b>カスタムメイド ゲートキーピング サービス</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>カスタマイズ型ポートフォリオ運用</li> <li>投資家の個別にニーズに合わせた専用ヘッジファンドポートフォリオの運用</li> <li>年金一任運用</li> <li>ヘッジファンドの評価選定、デューデリジェンス、モニタリング、業界動向フォロー、事務オペレーションなど年金基金向け投資一任運用サービス</li> </ul>
<p><b>GCIマルチ・マネジャー戦略(2006年4月)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>GCIのシングル戦略群を核に、補完的な日本／アジアの新興マネジャーをサテライトに配したマルチ・マネジャー・ポートフォリオ</li> <li>シード投資も積極的に実施</li> </ul>	

# 組織体制

# シンガポール運用子会社 概要

## 法的地位 :

GCI IMSはシンガポールの会社法(the Companies Act)に基づき2004年11月22日に会社企業規制庁(ACRA: Accounting & Corporate Regulatory Authority)に登録された非公開有限責任会社(Private limited company)であり、かつシンガポール通貨庁(MAS : Monetary Authority of Singapore)にファイルされたExempt Fund Manager

(2012年8月にMASより公表された新たな規制ガイドラインに対応し、Fund Management Companyとしての認可を受ける予定)

株主構成 : 株式会社GCIアセット・マネジメント:100%保有

監督官庁 : Monetary Authority of Singapore

根拠法 : the Companies Act the Securities and Futures Act

取締役 : Managing Director 青木 哲也

Director 末永 孝彦

# シンガポール運用子会社 設立の経緯

## 2004年11月設立

2004年11月、シンガポールに運用子会社を設立し、自社ファンドの運用機能を東京からシンガポールに移転

## 設立理由

当時、海外の投資家が日本国内ファンドへ投資する場合、ファンドレベルでの日本の課税のあり方が不透明であり、そのリスクを嫌って日本国内の運用会社が運用するファンドへの投資を躊躇する海外投資家の声に対応するために設立(※)

## 現在の状況

2008年度の税制改正大綱により、運用会社など「独立の地位を有する代理人等」を「恒久的施設」から除外することが明記されたことから、上記リスクは排除された。しかし、弊社では、上記リスクが排除された後も、シンガポールに集積する業界関係者とのネットワークや、優秀な現地スタッフによる安定した運用体制の維持継続を選択

※具体的には日本国内の運用会社が運用し、日本株など国内の有価証券に投資する外国籍ファンドに海外の投資家が投資する場合に、国内の運用会社が、恒久的施設(Permanent Establishment: PE)としての海外投資家の代理人とみなされてしまい、ファンドの運用益に対して本邦で居住者並みの課税をされるリスクが潜在的に存在した(株の譲渡益など非居住者は本来原則非課税)。

## 外部との連携

## 2003年9月 高橋明彦 東京大学大学院教授が弊社アドバイザーに就任

従事内容: 資産運用、リスク管理、派生商品評価に関わる調査研究及び基礎技術開発に対しての指導

## 2007年2月 論文“アジア太平洋地域のヘッジファンドのリスク分析”発表

GCIアセット・マネジメント袴田武志、東京大学大学院山本匡の共同論文  
『証券アナリストジャーナル2007年2月号』に掲載

## 2007年4月 東京大学大学院経済学研究科との協力、共同研究を開始

## 2007年4月 東京大学にGCIによる講座『オルタナティブ・インベストメント』を設置

東京大学経済学部の金融学科創設に際し、金融教育・研究支援を目的として「金融学研究振興基金」に寄付を行うとともに、オルタナティブ投資を含めた多様な金融投資活動に関する教育・研究について協力

## 2007年11月 論文“Selection and Performance Analysis of Asia-Pacific Hedge Funds”発表

GCIアセット・マネジメント袴田武志、東京大学高橋明彦教授、東京大学大学院山本匡の共同論文  
海外学術誌 “*The Journal of Alternative Investments*” に掲載

## 2010年9月 論文“Hedge Fund Replication”発表

GCIアセット・マネジメント山本匡、東京大学高橋明彦教授の共同論文  
専門書 “*The Recent Trend of Hedge Fund Strategies*” に掲載

# 高橋明彦 東京大学大学院教授 ご紹介

- ・ 旧日本興業銀行在籍時より、当社創業者山内英貴、及び代表取締役社長の末永孝彦両名と懇意
- ・ 1999年 東京大学大学院数理科学研究科助教授(2003年より経済学研究科)
- ・ 2003年 GCIアセット・マネジメント アドバイザー就任

## <略歴>

東京大学経済学部卒業

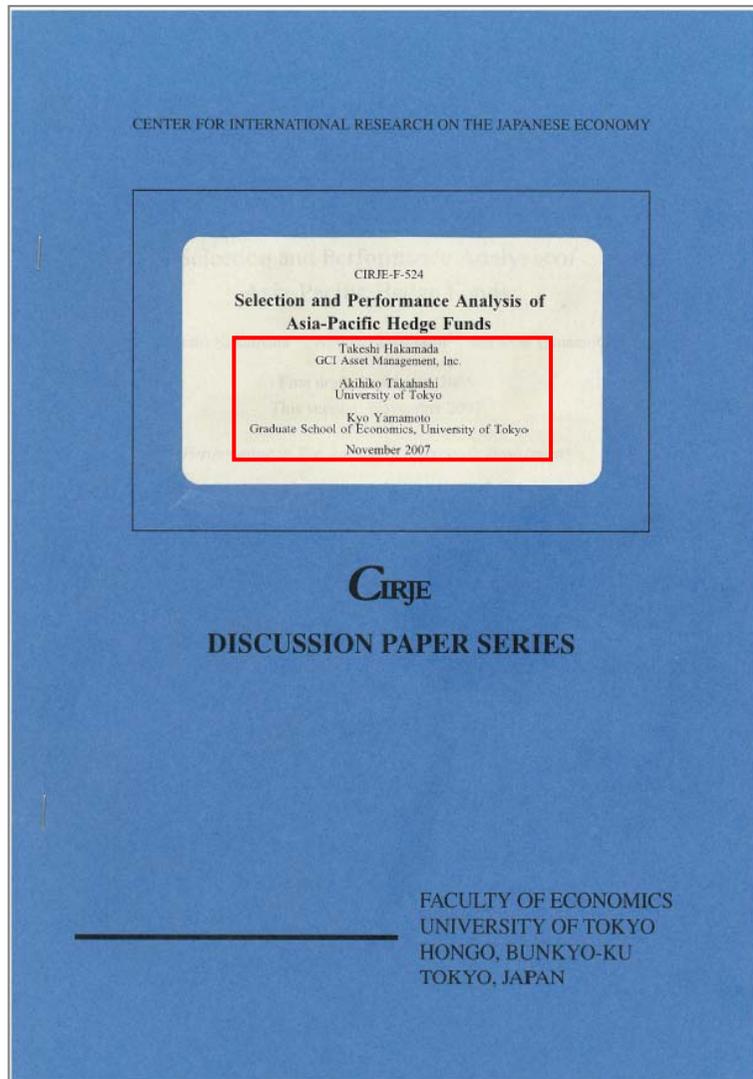
カリフォルニア大学バークレー校ビジネススクール博士課程卒業(Ph.D.)

日本興業銀行、Long Term Capital Management、1999年東京大学大学院数理科学研究科助教授、2003年同大学大学院経済学研究科助教授、2007年4月同准教授、6月同教授に就任、現在に至る

## <著書・編著>

- ・ "Hedge Fund Replication," in *The Recent Trend of Hedge Fund Strategies* (with Kyo Yamamoto)
- ・ 『モンテカルロフィルタを用いた金利モデルの推定』シリーズ統計科学のフロンティア:第12巻「計算統計Ⅱ」所収, 岩波書店, 2005年10月(佐藤整尚と共著)
- ・ 『数理ファイナンスの基礎-マリアバン解析と漸近展開の応用-』東洋経済新報社, 2003年7月(国友直人と共著)

## Selection and Performance Analysis of Asia-Pacific Hedge Funds



## Selection and Performance Analysis of Asia-Pacific Hedge Funds

TAKESHI HAKAMADA, AKIHIKO TAKAHASHI, AND KYO YAMAMOTO

TAKESHI HAKAMADA is a portfolio manager at GCI Asset Management, Inc. in Tokyo, Japan. [takeshi.hakamada@gci.jp](mailto:takeshi.hakamada@gci.jp)

AKIHIKO TAKAHASHI is a professor at the University of Tokyo in Tokyo, Japan.

KYO YAMAMOTO is a graduate student at the University of Tokyo in Tokyo, Japan. [ee077031@mail.ecc.u-tokyo.ac.jp](mailto:ee077031@mail.ecc.u-tokyo.ac.jp)

Hedge funds that invest in Asia-Pacific markets have grown rapidly during the past decade. Eurekahedge estimates that the management capital of these funds reached \$132 billion as of the end of 2006, increasing at a rate of 35% per year. Asia-Pacific focused hedge funds are poised to play a bigger role as important investment vehicles.

Many researchers and practitioners have investigated hedge fund performances in response to the explosive growth of hedge funds within the U.S. and Europe during the 1990s. For example, Fung and Hsieh [1999]; Ackermann, McEnally, and Ravenscraft [1999]; Agarwal and Naik [2000a, 2000b, 2004]; Brown, Goetzmann, and Ibbotson [1999]; Liang [1999, 2000, 2001]; Edwards and Caglayan [2001]; Kao [2002]; Amin and Kat [2003a, 2003b]; Brooks and Kat [2002]; Schneeweis [1998], and Brunnermeier and Nagel [2004] studied historical hedge fund performance using various hedge fund databases such as TASS, HFR and CISDM (formerly MARHedge). This article makes use of Eurekahedge's Asia-Pacific hedge fund database for its analysis.

Hedge fund returns have different characteristics from those of traditional asset classes. Amin and Kat [2002]; Brooks and Kat [2002], and Markiel and Saha [2005] reported that hedge fund returns exhibited negative skew and relatively high kurtosis. Agarwal and Naik [2004] emphasized the negative tail risks. This

article investigates the skew and kurtosis of Asia-Pacific hedge fund returns, and tests the hypothesis that they are normally distributed. The result indicates that they do not necessarily follow Gaussian distributions but, instead, follow so-called fat tail distributions. In this case, standard deviation is insufficient to capture the full risks inherent within these hedge funds.

Many researchers have tried to measure the risk involved in hedge funds. Davies, Kat, and Lu [2003, 2004] examined the skew and kurtosis of fund of hedge funds returns which was then used to recommend portfolio optimization methods. Other researchers proposed several kinds of risk measures that capture negative tail risk. Artzner, Delbaen, Eber, and Heath [1999] present and justify a set of four desirable properties for measures, and call the measures satisfying these properties "coherent." Value-at-risk (VaR) is a popular risk measure, but it is not coherent. Moreover, Lo [2001] shows that VaR cannot fully capture the spectrum of risks that hedge funds exhibit. Conditional value-at-risk (CVaR) is an example of coherent measures of risk. CVaR with the confidence level of 90% reflects the average of loss which occurs with a 10% probability. Another popular risk measure is maximum drawdown. Cherkhov, Uryasev, and Zabarankin [2000] proposed conditional drawdown (CDD). CDD with the confidence level 90% reflects the average of the worst 10% drawdown. In particular, maximum drawdown can

Copyright © 2007

THE JOURNAL OF ALTERNATIVE INVESTMENTS

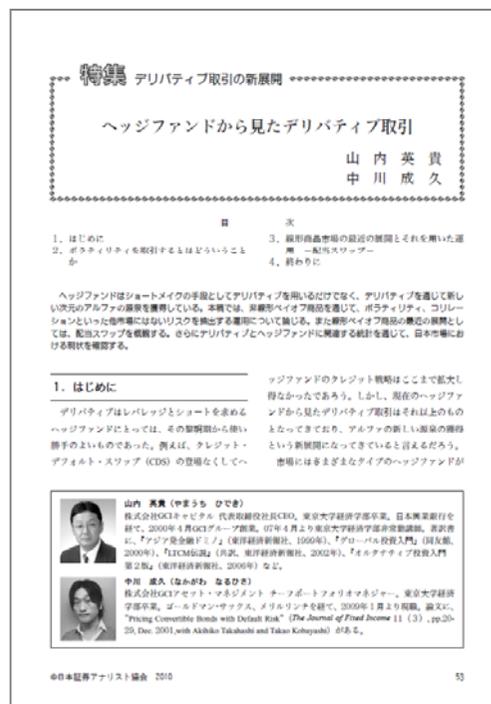
**3B** Bharat Book Bureau  
207, Hermes Atrium,  
PO Box 54, CBD Belapur,  
Navi Mumbai - 400 614, India  
Phones: +91 022 2757 0800  
Fax: +91 022 2757 9131  
E-mail: [info@bharatbook.com](mailto:info@bharatbook.com)

## 2010年2月 『証券アナリストジャーナル』2010年2月号

当社創業者山内英貴とチーフポートフォリオマネジャー中川成久が、ヘッジファンドの視点からデリバティブ取引を俯瞰し、特に非線形ペイオフ商品を通じて、ボラティリティ、コリレーションといった他市場にはないリスクを抽出する運用をテーマとした論文「ヘッジファンドから見たデリバティブ取引」が証券アナリストジャーナル2010年2月号に掲載

## 2009年3月 『証券アナリストジャーナル』2009年3月号

当社創業者山内英貴が、この10年急成長をとげたヘッジファンド業界が2008年に過去最悪の運用成績と運用残高の急減に直面し、大きな転機を迎えた状況を分析し今後の課題をまとめた論文「ヘッジファンド市場の現状と課題」が証券アナリストジャーナル2009年3月号に掲載



## 2009年9月 東京証券取引所にて講演

チーフポートフォリオマネージャー中川成久が東京証券取引所からの要請を受け、セミナー「運用者向けオプション取引戦略と上場オプション市場の改革」にて「運用者から見るオプション取引」と題し、日本における先進的運用者の代表として講演・提言を行った



**AIMA Japan・日本CFA協会・東証共催セミナー**  
**「運用者向けオプション取引戦略と上場オプション市場の改革」**  
**2009年9月30日(水)開催**

平素はご高配を賜り、誠にありがとうございます。  
この度、東京証券取引所では、AIMA Japan教育委員会と日本CFA協会と共同で、運用者にとって有効な投資ツールであるオプション取引についてのセミナーを実施いたします。昨年の金融危機にもかかわらず世界のオプション市場が拡大している背景として、オプション取引の持つ投資ツールとしての有効性が言われております。しかしながら、現状日本のオプション市場は海外と比べて取引高が多いとは言えません。そこで、今回のセミナーでは、日本のオプション市場活性化に向け、バイサイド、セルサイドの両者の視点から見たオプション取引の魅力と東証の上場オプション市場改革に向けた取り組みについてお伝えいたします。

**■ 開催日時・会場**

日付: 2009年9月30日(水)  
時間: 16:20~18:30(受付16:00)  
会場: 東京証券取引所(東京・茅場町)  
<http://www.tse.or.jp/about/tse/map/index.html#>  
アクセス:  
東西線地下鉄茅場町駅(出口11)徒歩5分  
日比谷線茅場町駅(出口7)徒歩7分



**■ 参加対象**

年金基金、保険会社、アセットマネジメント、ヘッジファンド、証券会社、金融機関等の機関投資家



**■ プログラム** ※プログラムは予告なく変更となる場合がございます。

16:20-16:25	開会の辞 AIMA Japan 副会長 ご挨拶 あすかアセットマネジメントリミテッド エグゼクティブディレクター 白木 信一郎 氏
16:25-16:30	日本CFA協会副会長 ご挨拶 みずほ第一フィナンシャルテクノロジー株式会社 投資技術開発部長 伊藤 敬介 氏
16:30- 17:00	第1章「オプション取引戦略について」(予定) 様々な投資スタイルを持つ運用者向けにオプションの活用方法やボラティリティについてお話しします。 ゴールドマン・サックス証券株式会社(予定) マイクロファイナリティ・転機社兼トレーディング部長兼マクロボラティリティトレーディング部長 宇根 尚秀 氏
17:05- 17:35	第2章 「運用者から見るオプション取引」 実際にどのようにオプションを使って運用しているのか、バイサイドの観点からお話しします。 株式会社GCIアセット・マネジメント インベストメント・グループ チーフポートフォリオマネージャー 中川 成久 氏
17:35- 17:55	第3章 「上場オプション取引の新たな幕開け~Tdex+」 上場オプション市場活性化のため、東証にて新オプションシステム(Tdex+システム)の稼働を予定しています。その全貌をお話しします。 株式会社東京証券取引所 派生商品部 総括リーダー 兼 新商品推進室長 飯村 修也
17:55- 18:00	閉会の辞 株式会社東京証券取引所 派生商品部長 関沢 雅士
18:00- 18:30	レセプション

当社は、顧客を相手方として有価証券関連業を行いません。  
当社は、顧客に対し金銭若しくは有価証券を貸し付け、又は顧客への第三者による金銭若しくは有価証券の貸付けにつき媒介、取次ぎ若しくは代理を致しません。  
当社は、いかなる名目によるかを問わず、顧客から金銭若しくは有価証券の預託を受け又は当社と密接な関係を有する者に金銭若しくは有価証券を預託させません。

本資料は当社の概要に関する情報の提供を目的とし、株式会社GCIアセット・マネジメントが作成したものです。従って、特定の投資戦略の勧誘や申込みの誘引を構成するものではなく特定の投資戦略の採用を公式又は非公式に確認するものでもありません。  
当社の事前の承諾なしに、本資料の内容の全部又は一部を転載することを禁じます。

Asian Multi-Strategy Hedge Funds Annualized Return\*\* (since Jan, 2003)

Source: EurekaHedge (as of 17-Jan, 2013)

#	Fund Name	Close d	Curre ncy	Ann. Return	Dec -12 Return( %)	Nov -12 Return( %)	Oct -12 Return( %)	2012 Return( %)	2013 Return( %)	Main Investment Strategy	Geographical Mandate	Fund Size (US\$)	Inceptio n Date
1	Phalanx Japan-AustralAsia Multi-Strategy Fund	No	USD	38.94	n/a	3.01	-1.87	7.65	n/a	Multi-Strategy	Asia inc Japan	44	Apr-05
2	<b>Aleutian Fund</b>	<b>No</b>	<b>JPY</b>	<b>34.69</b>	<b>9.03</b>	<b>2.96</b>	<b>0.33</b>	<b>43.64</b>	<b>n/a</b>	<b>Multi-Strategy Global</b>		<b>24</b>	<b>Sep-11</b>
3	AccessTurkey Opportunities Fund LLC	No	USD	23.33	14.55	5.72	1.87	77.55	n/a	Multi-Strategy	Middle East & A	41	Apr-99
4	<b>GCI Japan Hybrids</b>	<b>No</b>	<b>JPY</b>	<b>21.72</b>	<b>7.01</b>	<b>-0.27</b>	<b>2.34</b>	<b>26.46</b>	<b>n/a</b>	<b>Multi-Strategy Japan</b>		<b>223</b>	<b>Apr-09</b>
5	India Capital Fund Ltd - A Share	No	USD	21.51	5.25	4.95	-3.17	26.41	n/a	Multi-Strategy	India	254	Sep-94
6	CAI Global Fund	No	USD	20.18	5.00	0.63	2.75	14.89	n/a	Multi-Strategy	Asia inc Japan	n/a	Sep-05
7	Theoria Multi-Strategy Fund - JPY	No	JPY	17.56	n/a	-1.90	-0.88	-0.08	n/a	Multi-Strategy	Japan	202	Oct-09
8	Segantii Asia-Pacific Equity Multi-Strategy Fund	Yes	USD	16.77	5.05	-0.42	-2.28	4.80	n/a	Multi-Strategy	Asia ex Japan	639	Dec-07
9	Hudson Bay Fund LP	No	USD	16.67	n/a	0.12	0.17	10.01	n/a	Multi-Strategy	Global	622	Jan-06
10	Spinnaker Global Emerging Markets Fund Ltd	No	USD	14.18	3.01	3.26	1.62	20.91	n/a	Multi-Strategy	Global	1508	Dec-00
11	DV01 Mechelle Ltd	No	AUD	13.38	4.32	-0.70	5.40	9.66	n/a	Multi-Strategy	Australia/New Z	16	Jul-05
12	Areca Real Estate Partners Ltd	No	USD	13.32	n/a	6.55	-0.43	59.23	n/a	Multi-Strategy	Asia inc Japan	n/a	Oct-05
13	UG Greater China Multi-Strategy Fund	Yes	USD	12.92	4.40	-0.81	-1.21	1.98	n/a	Multi-Strategy	Greater China	318	May-03
14	Hudson Bay International Fund Ltd	No	USD	12.74	n/a	0.18	0.11	10.80	n/a	Multi-Strategy	Global	990	Jun-06
15	Everest Capital China Opportunity	No	USD	12.73	n/a	-0.49	2.58	-4.30	n/a	Multi-Strategy	Greater China	240	Jun-03
16	AnchorInvest Absolute Return Fund Ltd - AUD	No	AUD	12.50	n/a	4.08	0.93	32.01	n/a	Multi-Strategy	Global	12	Feb-05
17	LG Asian Natural Resources Fund	No	USD	12.19	n/a	0.18	1.26	-1.71	n/a	Multi-Strategy	Asia inc Japan	35	Dec-03
18	Pine River Fund Ltd	No	USD	11.88	n/a	0.08	1.94	18.55	n/a	Multi-Strategy	Global	1648	Jun-02
19	InnoFusion Asia Multi-Strategy Fund	No	USD	11.82	8.71	-1.19	-4.48	9.77	n/a	Multi-Strategy	Asia ex Japan	n/a	Nov-05
20	Guoyuan Multi-Strategy China Opportunities Fund	No	USD	11.14	22.09	9.16	7.33	47.26	n/a	Multi-Strategy	Greater China	7	Jul-08
21	India Max Growth Fund	No	USD	10.73	1.07	7.47	-1.69	21.15	n/a	Multi-Strategy	India	n/a	Oct-06
22	LH Asian Arbitrage Fund	No	USD	10.16	n/a	1.52	2.15	16.94	n/a	Multi-Strategy	Asia inc Japan	n/a	Nov-02
23	Marathon Asia Fund	No	USD	10.01	0.72	0.64	0.45	3.34	n/a	Multi-Strategy	Asia inc Japan	n/a	Nov-08
24	AnchorInvest Absolute Return Fund Ltd - GBP	No	GBP	9.98	n/a	3.80	0.65	27.96	n/a	Multi-Strategy	Global	12	Feb-05
25	KS Asia Absolute Return Fund IC	No	USD	9.97	0.59	1.22	1.07	11.39	n/a	Multi-Strategy	Asia inc Japan	115	Jan-10
26	Finisterre Global Opportunity Fund	No	USD	9.28	2.30	1.12	2.05	7.77	n/a	Multi-Strategy	Emerging Marke	380	Mar-06
27	Asian Strategic Orient Fund	No	USD	9.16	0.65	0.69	0.65	10.40	n/a	Multi-Strategy	Asia inc Japan	14	Jan-09
28	Everest Capital Asia	No	USD	8.71	n/a	0.55	-0.44	-6.84	n/a	Multi-Strategy	Asia ex Japan	185	Jan-06
29	Insparo Africa and Middle East Fund	No	USD	8.68	1.37	0.77	1.15	18.57	n/a	Multi-Strategy	Middle East & A	169	Jun-08
30	Pinpoint Multi-Strategy Fund	No	USD	8.61	1.79	1.03	1.76	6.19	n/a	Multi-Strategy	Asia ex Japan	137	Mar-08
31	JF Greater China Absolute Return Fund	No	USD	8.51	1.05	2.14	-0.63	11.86	n/a	Multi-Strategy	Greater China	8	Dec-02
32	SAC Global Energy and Mining Fund	No	USD	8.34	-6.34	-5.04	0.41	-5.16	n/a	Multi-Strategy	Global	40	May-02
33	E.I.P. Overlay Fund	No	USD	8.26	2.48	-3.21	-0.63	2.13	n/a	Multi-Strategy	Asia ex Japan	21	May-02
34	Aurora Fortitude Absolute Return Fund	No	AUD	8.24	0.02	0.54	-0.23	4.26	n/a	Multi-Strategy	Australia/New Z	93	Mar-05
35	Global Developing Markets Partnership LP	No	USD	8.23	1.50	0.25	-0.40	6.77	n/a	Multi-Strategy	Emerging Marke	2	Mar-02
36	Metage Emerging Market Opportunities Fund	Yes	USD	7.83	3.06	2.57	3.82	10.79	n/a	Multi-Strategy	Emerging Marke	29	Sep-00
37	Axiom Absolute Growth Fund	No	USD	7.66	n/a	-0.11	0.90	5.79	n/a	Multi-Strategy	Global	14	Apr-96
38	JF Asia Absolute Return Fund	No	USD	7.33	0.39	1.51	0.45	7.82	n/a	Multi-Strategy	Asia inc Japan	88	Oct-98
39	LIM Asia Multi-Strategy Fund - Class A	Yes	USD	7.01	0.68	1.50	0.76	3.54	n/a	Multi-Strategy	Asia inc Japan	1244	Jan-96
40	The Cambridge Strategy - Asian Markets Alpha	No	USD	6.87	1.05	-0.82	0.70	0.86	n/a	Multi-Strategy	Asia inc Japan	131	Feb-06
41	PM CAPITAL Enhanced Yield Fund	No	AUD	6.59	0.59	0.55	0.74	6.73	n/a	Multi-Strategy	Global	289	Mar-02
42	Prodigal Absolute Cayman Fund	No	USD	6.47	n/a	-0.25	-1.78	-8.82	n/a	Multi-Strategy	Asia inc Japan	14	Jun-07
43	Metage Global Strategies Fund I	Yes	USD	6.33	-0.67	-0.23	1.23	-1.48	n/a	Multi-Strategy	Global	37	Jul-02
44	HCAP Diversified Fund - USD	No	USD	6.32	1.79	1.22	1.37	10.82	n/a	Multi-Strategy	Asia ex Japan	7	Nov-09
45	LIM Japan Fund - JPY	No	JPY	5.93	1.54	0.80	1.34	5.69	n/a	Multi-Strategy	Japan	150	May-02
46	Lazard Emerging Income Plus Ltd - Class A4	No	USD	4.99	n/a	1.01	0.96	9.58	n/a	Multi-Strategy	Emerging Marke	390	Feb-07
47	Fujiyama Fund	No	JPY	4.52	2.79	0.72	-0.21	9.40	n/a	Multi-Strategy	Global	37	May-10
48	Rohatyn Group Asia Opportunity Fund	No	USD	4.06	1.77	1.31	0.47	-3.61	n/a	Multi-Strategy	Asia ex Japan	17	Dec-04
49	Asuka Opportunities Fund JPY	No	JPY	3.32	n/a	0.72	0.18	-0.85	n/a	Multi-Strategy	Japan	142	Oct-02
50	Infield Asian Opportunities Fund	No	USD	3.03	5.48	3.31	2.79	24.42	n/a	Multi-Strategy	Asia ex Japan	23	Apr-11
51	MacroValue Fund	No	USD	2.81	-2.09	2.35	-2.74	-5.82	n/a	Multi-Strategy	Global	118	Jun-08
52	VisionGain China Absolute Return Offshore Feeder Fund	No	USD	2.45	n/a	2.29	8.62	3.12	n/a	Multi-Strategy	Greater China	12	Mar-08
53	Sigma Asia Equity VA Fund	No	USD	1.72	n/a	-1.10	-0.88	-10.53	n/a	Multi-Strategy	Asia inc Japan	19	Aug-08
54	Crown One Absolute Return Fund SP Class A	No	USD	0.01	n/a	3.27	-0.59	12.54	n/a	Multi-Strategy	Global	n/a	Dec-09
55	Sturgeon Central Asia Fund - Class A	No	USD	-2.77	n/a	-3.69	-5.66	-33.19	n/a	Multi-Strategy	Central Asia	19	Dec-06
56	Perspective Asset Management Global Rotational Strategy - Class I	No	USD	-4.81	2.43	0.05	-0.98	-1.45	n/a	Multi-Strategy	Global	5	Aug-11
57	Swiss-Asia Marco Polo Fund Ltd - USD	No	USD	-5.77	n/a	-0.34	2.35	14.39	n/a	Multi-Strategy	Asia ex Japan	n/a	Oct-07
58	LAVA Fund	No	USD	-17.95	n/a	-7.51	-2.41	-29.71	n/a	Multi-Strategy	Asia inc Japan	25	May-11

\*\* Flagship: Yes, Dead: No, Nov-12 Returns: Neither "n/a" nor blank, Track Record: Over 1y, Investment Style: Multi-Strategy

Japan Hedge Funds Annualized Return\* (since Jan, 2003)

Source: Eurekahedge (as of 17-Jan, 2013)

資料

#	Fund Name	Closed	Currency	Ann. Return	Dec-12 Return(%)	Nov-12 Return(%)	Oct-12 Return(%)	2012 Return(%)	2013 Return(%)	Main Investment Strategy	Geographical Mandat	Fund Size (US\$)	Inception Date
1	<b>GCI Japan Hybrids</b>	No	JPY	21.72	7.01	-0.27	2.34	26.46	n/a	<b>Multi-Strategy</b>	<b>Japan</b>	223	<b>Apr-09</b>
2	Akito Fund JPY	No	JPY	19.07	1.43	0.17	1.20	7.52	n/a	Long Short Equities	Japan	243	Jul-09
3	Azzy Fund	Yes	JPY	18.24	2.37	1.82	2.86	10.73	n/a	Event Driven	Japan	272	Oct-09
4	Theoria Multi-Strategy Fund - JPY	No	JPY	17.56	n/a	-1.90	-0.88	-0.08	n/a	Multi-Strategy	Japan	202	Oct-09
5	Yaraka Fund	Yes	USD	16.96	5.71	0.59	-0.31	5.20	n/a	Long Short Equities	Japan	n/a	Mar-04
6	Ginga Explorer Fund	No	JPY	16.51	4.97	2.68	2.13	23.21	n/a	Long Short Equities	Japan	15	Jun-10
7	Credit Investment I LLC	No	JPY	15.35	n/a	5.16	1.32	5.35	n/a	Others	Japan	6	Oct-09
8	Hadoh V1 Fund Ltd	No	JPY	13.39	7.30	2.65	0.95	9.25	n/a	Long Short Equities	Japan	19	Jun-08
9	Monterey Japan Equity Fund	No	JPY	12.13	n/a	2.63	-0.15	-3.25	n/a	Long Short Equities	Japan	n/a	Jun-06
10	Nezu Japan Fund	Yes	USD	11.75	n/a	3.52	3.70	8.67	n/a	Long Short Equities	Japan	362	Feb-09
11	Rockhampton Fund - USD	No	USD	11.29	4.47	0.02	1.12	3.63	n/a	Long Short Equities	Japan	n/a	Jul-03
12	Wada Capital Japan Trust	No	JPY	10.99	0.00	-0.70	2.20	13.72	n/a	Long Short Equities	Japan	13	Aug-07
13	Simplex J Flag Fund - USD	No	USD	10.73	3.53	0.63	6.88	26.96	n/a	Long Short Equities	Japan	5	May-10
14	Ginga Service Sector Fund - Japan Equity Sector Focus - JPY	No	JPY	10.73	1.19	1.83	-0.57	6.48	n/a	Long Short Equities	Japan	59	Jun-06
15	Alithion Japan Fund - Class JPY	No	JPY	9.95	6.22	2.93	-0.09	10.44	n/a	Long Short Equities	Japan	66	Jul-10
16	Platinum Japan Fund Limited - USD	No	USD	9.51	6.14	3.64	-0.54	17.28	n/a	Long Short Equities	Japan	43	Apr-99
17	Nezu Kuma Fund	No	JPY	9.40	n/a	-0.91	-1.59	-2.64	n/a	Long Short Equities	Japan	n/a	Aug-08
18	Sector Zen Fund - Class A USD	No	USD	9.15	11.40	2.72	0.94	20.19	n/a	Long Short Equities	Japan	37	Apr-06
19	Asset Design Limited Partnership	No	JPY	9.10	0.65	1.81	-1.18	6.24	n/a	Long Short Equities	Japan	10	Sep-05
20	Arcus Zensen Fund - USD	No	USD	8.85	4.64	1.66	4.17	11.47	n/a	Long Short Equities	Japan	99	Dec-01
21	AlphaGen Tenro Fund - Class A USD	Yes	USD	8.73	2.74	1.24	0.08	2.33	n/a	Long Short Equities	Japan	60	Feb-06
22	R-SQUARED Fund - Class B JPY	No	JPY	8.70	n/a	0.38	2.78	8.31	n/a	Arbitrage	Japan	94	Apr-10
23	Simplex Value Up Trust - USD Unhedged	No	USD	8.60	2.48	-1.29	-2.77	5.93	n/a	Event Driven	Japan	125	Nov-06
24	Prowess of Japan Fund - JPY	Yes	JPY	8.40	0.63	0.00	0.12	-3.53	n/a	Long Short Equities	Japan	74	Oct-06
25	The SFP Value Realization Fund Ltd USD	No	USD	7.51	9.46	5.35	2.72	44.52	n/a	Event Driven	Japan	n/a	Oct-03
26	Arcus Japan Long Short Fund	No	JPY	7.44	7.10	3.88	5.91	19.15	n/a	Long Short Equities	Japan	31	Apr-99
27	UMJ Kotoshiro Fund - USD	No	USD	7.10	-0.95	0.50	1.32	17.83	n/a	Long Short Equities	Japan	25	Nov-08
28	MWG Japan Gekirin Fund - Class A USD	No	USD	6.62	3.78	1.25	1.69	6.70	n/a	Long Short Equities	Japan	n/a	Dec-08
29	Platinum Japan Fund - AUD	No	AUD	6.14	7.31	3.31	-0.40	16.80	n/a	Long Short Equities	Japan	230	Jun-98
30	AlphaGen Hokuto Fund - USD	No	USD	6.09	0.71	-0.14	0.34	-1.01	n/a	Long Short Equities	Japan	351	Nov-00
31	Hadoh Fund Ltd - Class A JPY	No	JPY	5.93	-0.54	0.68	-1.04	-2.56	n/a	Long Short Equities	Japan	330	Dec-05
32	LIM Japan Fund - JPY	No	JPY	5.93	1.54	0.80	1.34	5.69	n/a	Multi-Strategy	Japan	150	May-02
33	Hayate Japan Equity Long Short Fund - JPY	No	JPY	5.73	-1.54	2.31	0.41	12.27	n/a	Long Short Equities	Japan	n/a	Mar-06
34	Akamatsu Fund - Class B USD	No	USD	5.70	2.13	0.75	-0.64	-3.54	n/a	Long Short Equities	Japan	79	Jan-05
35	Equilibria Japan Fund - JPY	Yes	JPY	5.63	-1.35	-1.41	0.53	-3.38	n/a	Long Short Equities	Japan	439	Oct-00
36	Optimal Japan Trust	No	AUD	5.57	6.05	1.73	0.39	8.42	n/a	Long Short Equities	Japan	28	Dec-99
37	Pelargos Japan Alpha Fund - Class B	No	EUR	5.49	4.06	2.50	0.58	10.95	n/a	Long Short Equities	Japan	129	Jul-08
38	Henderson Japan Absolute Return Fund - USD	No	USD	5.48	5.78	0.22	0.65	-0.59	n/a	Long Short Equities	Japan	194	Jul-00
39	MWG Japan Market Neutral Fund - Class A JPY	No	JPY	4.95	0.11	-0.28	0.62	3.76	n/a	Long Short Equities	Japan	n/a	Dec-08
40	Longreach Fund	No	JPY	4.74	6.66	0.80	0.32	7.68	n/a	Long Short Equities	Japan	n/a	Nov-04
41	Stratton Street Himeji Fund USD - Class A	No	USD	4.23	4.96	-1.55	0.18	-4.20	n/a	Long Short Equities	Japan	5	Jun-00
42	Martin Currie Absolute Return Funds Ltd - Japan Fund (USD)	No	USD	3.73	4.54	3.46	-0.72	4.23	n/a	Long Short Equities	Japan	86	Jul-00
43	STB Japan Long-Short Fund I USD	No	USD	3.46	-1.97	1.67	-0.02	-2.13	n/a	Long Short Equities	Japan	139	Mar-04
44	Optimal Japan Fund USD	No	USD	3.39	6.14	1.44	0.18	4.71	n/a	Long Short Equities	Japan	13	Oct-99
45	Asuka Opportunities Fund JPY	No	JPY	3.32	n/a	0.72	0.18	-0.85	n/a	Multi-Strategy	Japan	142	Oct-02
46	Nikko Japanese Stock Market Neutral	No	JPY	2.04	2.81	1.93	0.61	5.59	n/a	Long Short Equities	Japan	63	Nov-04
47	STB Japan Long-Short Fund I Alpha - JPY	No	JPY	1.86	-4.01	3.34	-0.09	-5.67	n/a	Long Short Equities	Japan	34	Jun-07
48	Asuka Value Up Fund Class A JPY	No	JPY	1.82	n/a	-0.20	-0.37	-1.60	n/a	Event Driven	Japan	453	Apr-05
49	Wisdom of Japan Fund - JPY	No	JPY	1.68	0.43	-0.04	0.08	-10.23	n/a	Long Short Equities	Japan	43	Mar-09
50	SPARX Long-Short Fund Ltd - USD	No	USD	1.61	n/a	1.75	-0.57	-0.21	n/a	Long Short Equities	Japan	19	Jun-97
51	SR Global Fund (Class H) Japan Portfolio	No	USD	1.60	16.56	8.22	0.92	31.23	n/a	Long Short Equities	Japan	15	Oct-03
52	Strategic Evarich Japan Fund Limited - JPY	No	JPY	1.39	n/a	3.81	5.92	5.37	n/a	Long Short Equities	Japan	30	Feb-04
53	VistaMax Japan Equity Long Short Feeder fund	No	JPY	1.20	n/a	0.02	-1.16	-0.49	n/a	Long Short Equities	Japan	6	Jun-06
54	Optimal Japan Absolute Long Fund	No	USD	1.11	5.68	-0.57	-1.42	0.37	n/a	Long Short Equities	Japan	14	Sep-04
55	Four Seasons Fund Spring - Class A JPY	No	JPY	1.00	3.12	-1.39	0.69	10.18	n/a	Long Short Equities	Japan	10	Mar-07
56	Hadoh High Tech Fund Ltd	No	JPY	0.84	-1.78	2.98	-1.10	5.31	n/a	Long Short Equities	Japan	17	Sep-09
57	Henderson Gartmore Japan Absolute Return Fund - I EUR Acc (Hed	No	EUR	0.47	n/a	-0.06	0.35	-1.25	n/a	Long Short Equities	Japan	40	May-10
58	Wisdom Advanced Fund - JPY S Class	Yes	JPY	0.35	2.61	0.38	0.07	-19.30	n/a	Long Short Equities	Japan	34	Dec-09
59	Henderson Japan Select Absolute Return Fund - USD	No	USD	0.23	5.81	0.13	0.57	-2.05	n/a	Long Short Equities	Japan	55	Jul-06
60	Super Cycle Long Short Fund	No	JPY	0.18	n/a	0.42	-2.90	-1.23	n/a	Long Short Equities	Japan	2	Mar-09
61	Sompo Japan Japanese Equity Long Short Fund	No	JPY	0.08	0.12	1.63	0.82	-8.08	n/a	Long Short Equities	Japan	33	Jan-04
62	Nikko Japan Equity Quantitative Neutral	No	JPY	-0.05	0.64	-1.07	1.14	0.71	n/a	Long Short Equities	Japan	15	Apr-06
63	Sompo Japan Japanese Equity Market Neutral Fund	No	JPY	-0.38	-0.09	0.24	-1.68	-2.76	n/a	Long Short Equities	Japan	11	May-07
64	Lazard Japan Focus Fund LP	No	USD	-0.70	n/a	0.61	0.66	2.57	n/a	Long Short Equities	Japan	23	Feb-06
65	Vivace Japan Equity Multi-Alpha Fund	No	JPY	-0.99	-0.33	-0.31	0.20	-1.41	n/a	Long Short Equities	Japan	11	Aug-09
66	VistaMax Prometheus JLS Fund - JPY (JPY Hedged)	No	JPY	-1.21	n/a	0.18	-1.17	-0.81	n/a	Long Short Equities	Japan	3	Jun-06
67	NewSmith Japan New Horizons Fund - JPY	No	JPY	-2.17	1.09	-1.04	0.19	-2.02	n/a	Long Short Equities	Japan	109	Apr-08
68	PLUGA AI Fund	No	JPY	-2.22	0.18	0.01	-0.52	-18.13	n/a	CTA/Managed Futures	Japan	7	Nov-11
69	Martin Currie Global Funds - Japan Absolute Alpha Fund - USD	No	USD	-3.64	n/a	3.37	-0.67	0.33	n/a	Long Short Equities	Japan	8	Sep-10
70	Resolution of Japan Fund Class JPY - S	No	JPY	-3.80	2.06	-3.32	0.44	-5.55	n/a	Long Short Equities	Japan	23	Feb-11
71	Stratton Street PPC Ltd Japan Synthetic Warrant Fund USD	No	USD	-39.95	59.37	11.89	-8.92	80.85	n/a	Others	Japan	6	Nov-05

\* Flagship: Yes, Dead: No, Nov-12 Returns: Neither "n/a" nor blank, TR: >1y, Investment Geography: Japan  
Investment Style: (Long / Short Equities, CTA / Managed Futures, Event Driven, Fixed Income, Multi-Strategy, Relative Value, Others)

# GCI Global View

2013年2月18日

## 【目次】

● Too big to survive, too big to thrive	P.1
● Global Markets	
1. オーバービュー	P.3

## 【連絡先】

株式会社 GCI アセット・マネジメント

○住所：〒101 - 0065 東京都千代田区西神田 3 - 8 - 1

○電話番号： 03 - 3556 - 5540(代表)

○電子メール： [administration@gci.jp](mailto:administration@gci.jp)

金融商品取引業者

関東財務局長(金商) 第 436 号

一般社団法人 日本投資顧問業協会 加入

当資料は、株式会社 GCI アセット・マネジメントが情報提供を目的として作成したもので、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。当資料は、当社が信頼できると判断した情報データに基づき作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、当社が保証するものではありません。当資料における見解は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

## 巻頭レポート

### Too big to survive, too big to thrive

三寒四温のリズムで春の到来を感じるようになりました。

本稿では、季節と同じようにリズムを奏でる金融資本市場と投資環境を俯瞰し、視野に入る事象をヘッジファンド業界の視点から思いつくまま列記します。

#### 金融危機対応が総仕上げの段階に

2008年の金融危機後、多様な金融規制が議論され、実行に移されてきましたが、バーゼルⅢの施行をはじめとして、仕上げ段階に入ってきました。

・大手銀行に対する‘Too big to fail’政策見直しの結果、金融機関の資本コスト上昇、自己勘定投資規制、高額報酬規制などが次々に実行に移されます。ヘッジファンドは、リスク資本供給機能の担い手として、また、人材の受け皿としての役割を担っていくものと思われれます。

・大手銀行の自己勘定投資の縮小は、ヘッジファンドの運用機会・運用キャパシティにとって追い風となりそうです。

・EUにおける運用業者規制(AIFMD)やシンガポールにおける新規制(Exempted statusの廃止)、日本ではAIJ事件対応(昨年来の資産運用業者に対する一斉検査の総括等)が一斉に動き出しそうです。投資家やサービス・プロバイダーの求める基準が上がっていることも含めて、ヘッジファンドもなにか特別なブティック的存在ではなく、‘運用会社(金融機関)’になっていくものと考えます。ヘッジファンドの機関化(Institutionalization)の仕上げです。ヘッジファンド立上げのハードルが上がり、運用会社としての企業統治が全体として改善される結果、ヘッジファンド運用会社の数は減少傾向が続くのではないかと思います。‘金融機関’としての質はさらに向上するということです。同時に、欧州におけるロンドンへの集中や、小規模運用者のシンガポールから香港への移動など、‘規制アービトラージ’も進みそうです。

#### αとオルタナティブβ

オランダ最大の年金ATPが、‘α’から‘オルタナティブβ’へのヘッジファンド戦略転換を行うと今朝のFT紙が報じています。αを否定している訳ではなく、規模の大きさ、流動性・透明性への要求、煩雑さ・困難さを含めた管理コストの大きさ等からの決断のようです。ヘッジファンド業界全体の運用資産規模は、2008年6月頃のピーク2兆ドルを回復しましたが、運用規模が拡大し続ける中で、今後も全体として線型に優れたリスクリターンを維持し続けると期待するのには無理があると考えています。いくつかの仮定を置いて業界全体のレベニューを概算すると、年間10兆円という試算になります。

(仮定) 運用規模 200兆円 (1ドル=100円換算)、管理報酬=サービサー・コスト=1.5%、  
成功報酬 20%、リターン (管理報酬ネット後) 10%

(管理報酬) 200兆円×1.5%=3兆円

(サービサー・コスト) 200兆円×1.5%=3兆円

(成功報酬) 200兆円×10%×20%=4兆円

伝統的運用との比較感からも、運用規模が2倍になると業界全体の営業キャッシュフローも比例して倍増するというにはなり得ないでしょう。

$\alpha$ とオルタナティブ $\beta$ をめぐる議論の整理にはまだまだ時間がかかりそうですが、運用キャパシティには一定の壁があり、大規模ファンドへの資金集中には‘財政の崖’のごとき弊害もあります。その典型例がLTCMでした。

そして、ヘッジファンド全体の平均リターン（インデックス）が低下するとしたら、同一戦略内のマネジャー間格差が拡大する形で平均リターンが下方に引っ張られる（全体が同じように悪化するのではなくて、悪いところが増えることで平均が下がる）のではないかと考えています。逆の言い方をすると、 $\alpha$ は消えず、 $\alpha$ を獲得できるマネジャーの希少価値は相対的に向上すると思われれます。

#### リフレ政策が誘発するリスク

グレート・ローテーションや通貨戦争という流行語ほどは目立たないものの、このところ、‘金利上昇リスク’が話題に上ります。金融機関・機関投資家・事業法人に共通のテーマであり、日本円・米ドルはじめ主要通貨にも共通します。前回の金利上昇局面は1994年。市場参加者の経験を含む金利上昇耐性は低下しているものと思われれます。

それと並んで、外貨エクスポージャーのリスク。円高リスクのヘッジ・ポジションのコスト、機会コストの問題です。

株式とともに債券・為替運用に特色を有する弊社に固有の現象かもしれませんが、最も話題にならないのが、株高局面での株式エクスポージャーをどうするかという話です。

円投型の本邦投資家にとってのベスト・シナリオは債券安定・円安・株高ですが、いずれも逆方向へは早い動きになりがちです。この追い風をエンジョイしながら、いかに潜在リスクをヘッジするかは、ヘッジ・コスト（ネガティブ・キャリー）との戦いです。

ポートフォリオ全体をどう持っていくのか。

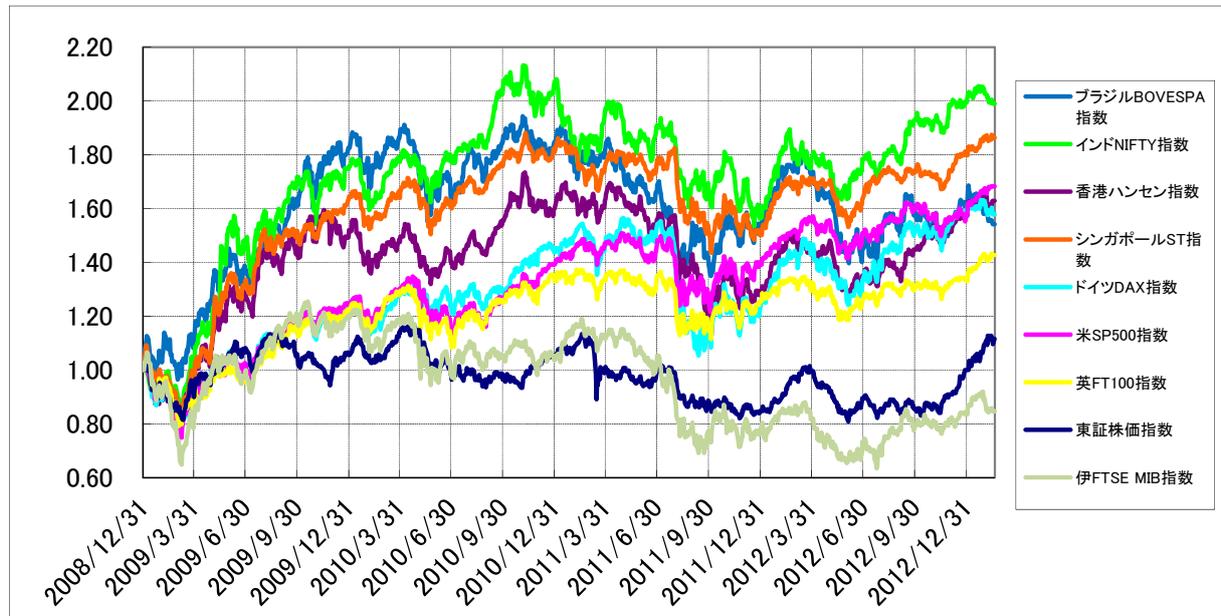
新年度に向けて、かつてないほど、この単純かつ大きなテーマの重要性が増す中、債券・為替・株式と資産クラスを制限しないヘッジファンド運用に取り組んできた弊社にとっては、今年は真価を問われる一年であり、機動力と専門性を活かして、投資家のみなさまに貢献したいと考えています。（文責：山内）

## Global Markets (2月11日～2月15日)

### 1. オーバービュー

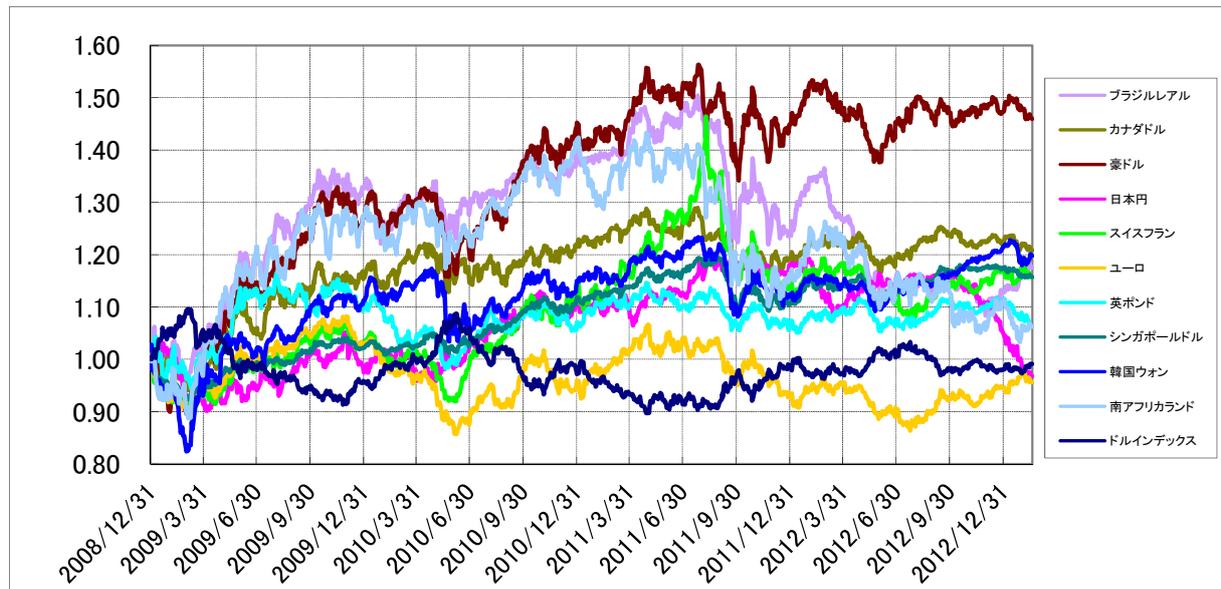
世界株式市場は、高値圏での利益確定の動きに押され上値の重い展開となる中、企業決算内容や経済指標が強弱材料入り混じり小幅な値動きに終始。日本株式は、円相場の現状に対する見方に関する当局の発言が注目材料となり、週末開催のG20を控えた円安一服を背景に方向感に乏しい展開。

【各国株価インデックスの2008年末からの変化率の推移】

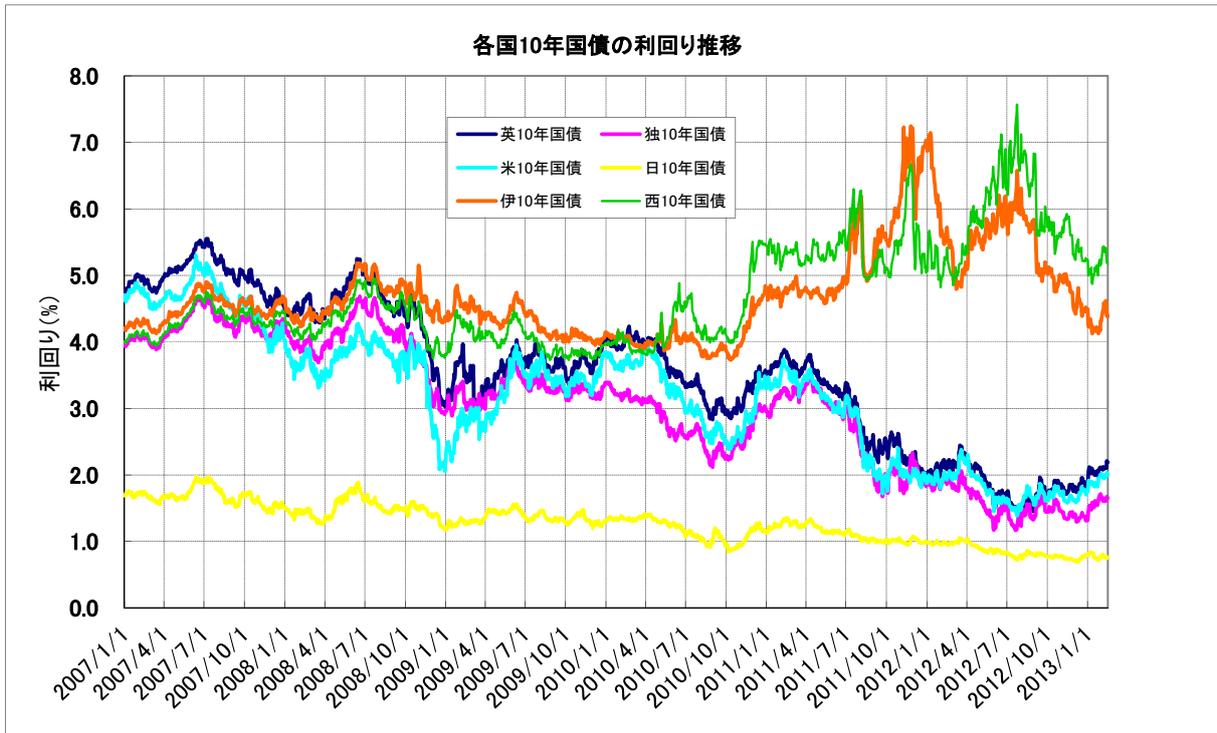


日本円は、各国当局要人の発言やG7の結果を受け現状の為替水準に対する見方が交錯したことに加え、週末に控えたG20の結果を見極めたいとの慎重姿勢も見られ、週を通じて方向感に乏しいボラティルな値動き。ユーロも当局の発言や概ね軟調な経済指標を睨みつつ一進一退の展開。英ポンドはインフレ観測など材料に対米ドルで下落。

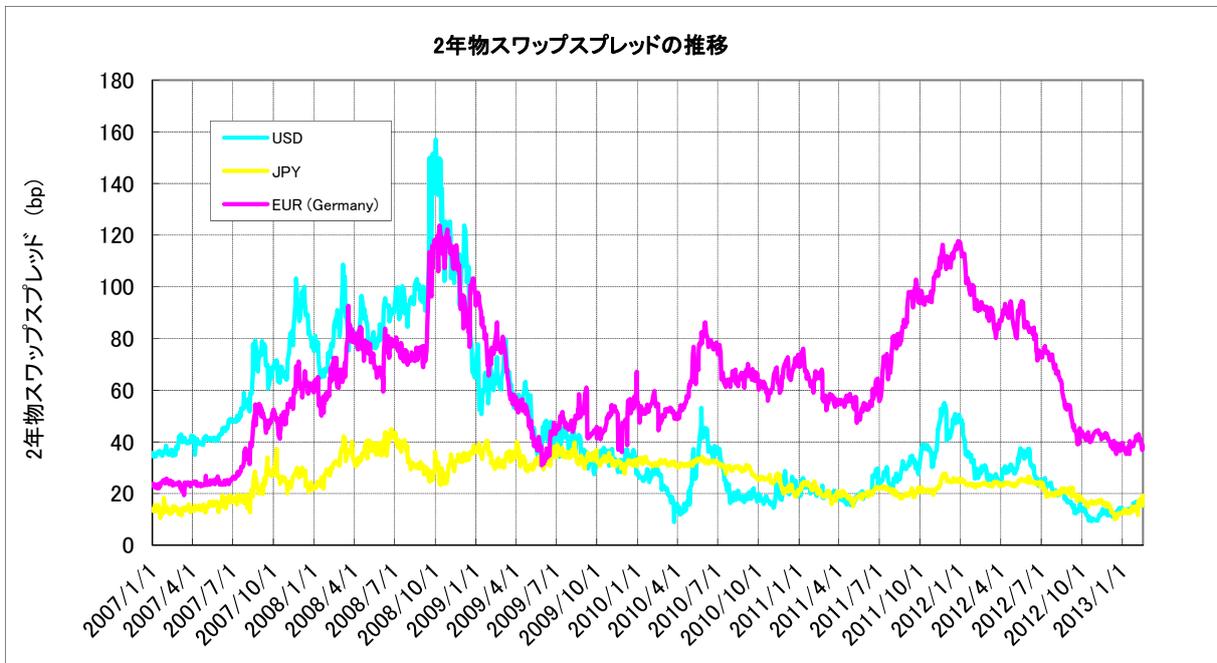
【各国通貨の2008年末からの対ドルでの変化率の推移】



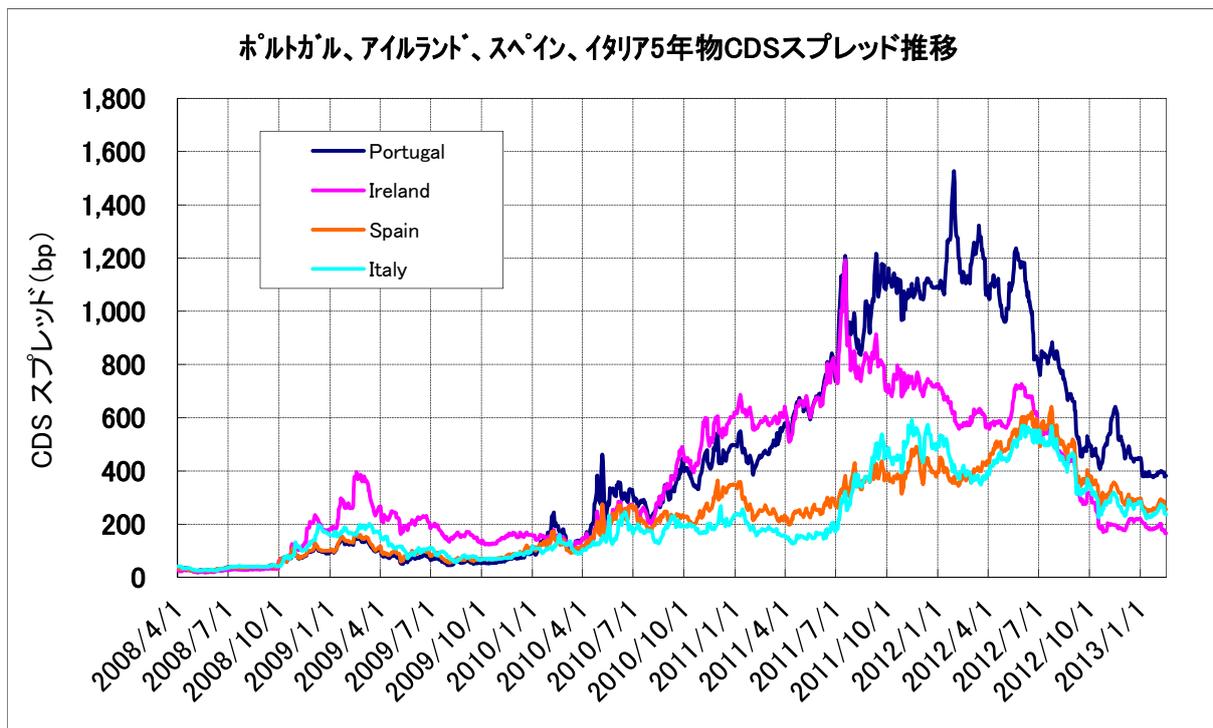
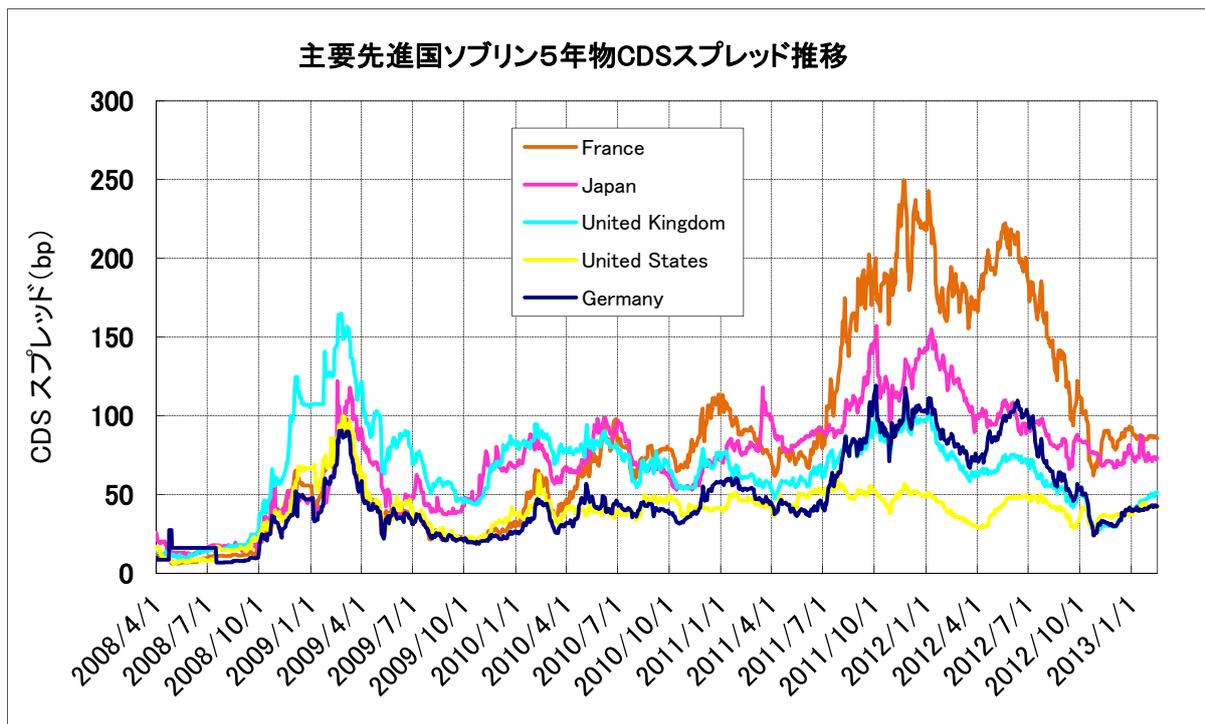
イタリア・スペインにおける政情不安材料が依然燃り続けるものの、これらの国債市場は堅調な入札結果を材料に利回り低下。米国債は南欧諸国の堅調な入札を受け利回りやや上昇となった一方、日本国債は金融政策決定会合の結果や次期日銀総裁人事に関する思惑を巡り方向感に乏しい相場展開。



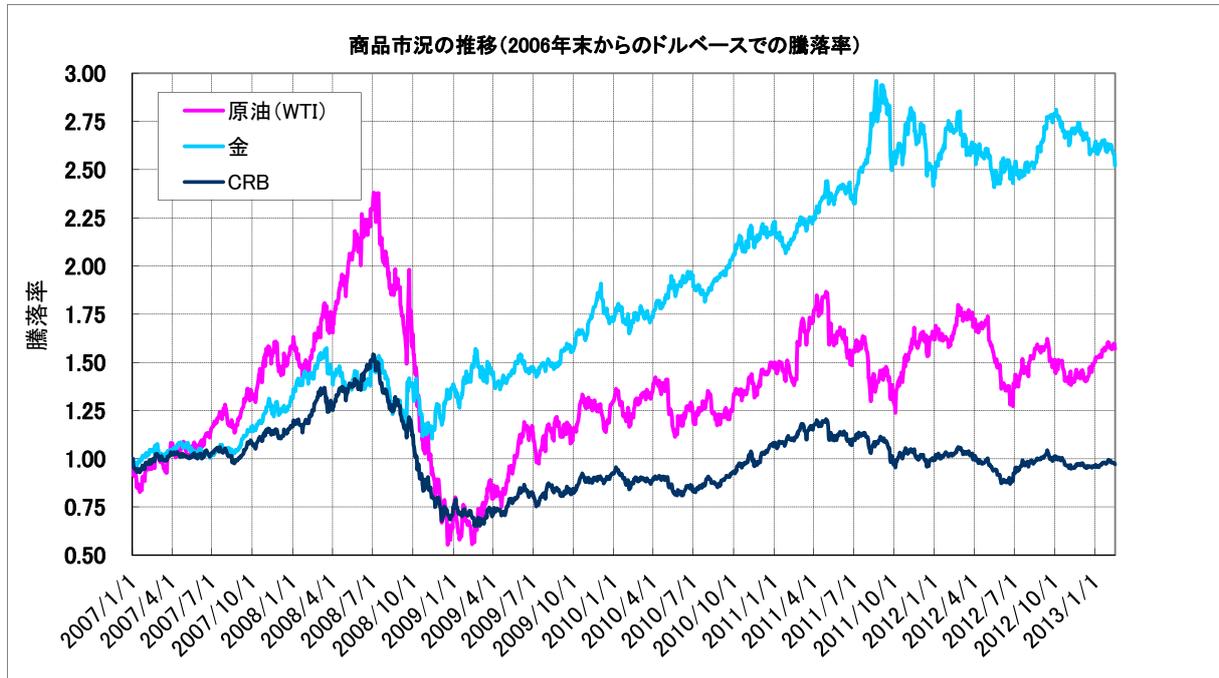
スワップスプレッドはもみあい。



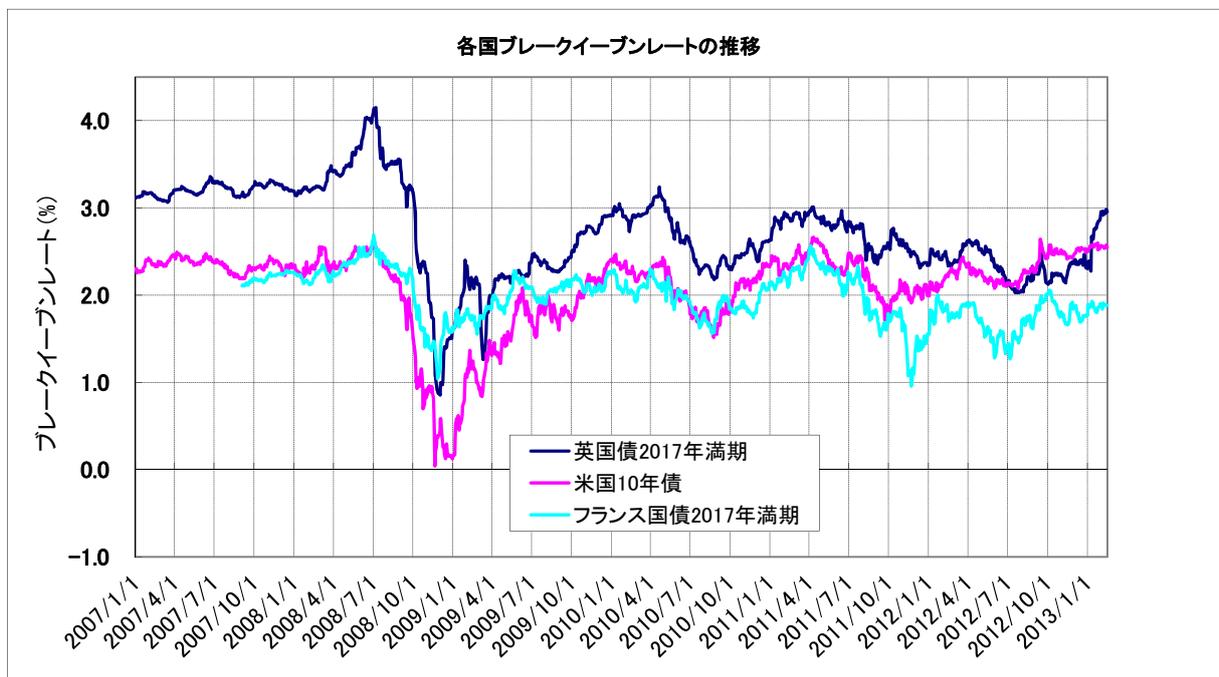
CDS スプレッドはおおむねもみあい。



ゴールドは米ドル相場を眺めつつ中国による需要減退観測など材料に売りが優勢となった一方、原油は OPEC による需要見通し引き上げなど受け買いが優勢に。コーンや大豆は、良好な収穫見通しを背景に軟調な地合いを継続。



ブレイクイーブンレートはもみあい。



(インベストメント・グループ)

として、一定の審査にパスしたヘッジファンドがそれぞれ運用する口座を設け、そのリターンをトータル・リターン・スワップ等で投資家に還元するものである。

投資家からみると、ヘッジファンドのビジネス・リスクを投資銀行の信用リスクに転嫁できる。また、ポートフォリオは投資銀行が常時管理しているため、リスク管理の質も高まるし、より高い頻度で詳細な情報開示を受けられる。流動性も週次ないし日次など、同一マネジャーの運用するファンド投資よりも改善している場合が多い。

一方、まだまだユニバースが限定的であることや、プラットフォームを提供する投資銀行に対して手数料を支払う必要があることには留意が必要である。

## 第 9 章

# これからのヘッジファンド

本章では、金融業に対するグローバルな規制強化の影響を整理し、ヘッジファンド業界の今後を展望する。そのうえで、日本におけるオルタナティブ投資の現況と、黎明期から成長期に移行しつつあるわが国およびアジア圏のヘッジファンド業界の現状と課題、将来像について考察する。

## ヘッジファンド業界の将来展望

2008年の金融危機は、ヘッジファンドを含む金融業に対する規制の在り方に広範な議論を巻き起こした。バーゼルⅢや米国・欧州における銀行規制強化は、大手金融機関内部での自己勘定トレーディング業務（ブロップ・デスク）の縮小を通じて、ヘッジファンド業界への資源移動を促す一方、いわゆる“シャドー・バンキング”と称されるヘッジファンドに対するグリッブ強化の動きもある。

### 間接金融機関（銀行・保険）に対する 規制強化の影響

金融危機の渦中、ヘッジファンドはレバレッジを利用することから、その投機性を批判されることも多かったが、蓋を開けてみると、最も厳格に監督されている銀行（特に投資銀行）のバランスシートにははるかに高いレバレッジがかかっていた。当時の財務報告によると、実質破綻したベア・スターンズで40倍近く、リーマン・ブラザーズで30倍程度と、英国FT紙が“大手銀行に比べれば、ヘッジファンドのバランスシートは教会の資金運用のように保守的に見える”と皮肉ったほどだ。

グローバルな金融規制の目標として、バーゼルⅢが実行に移されることになった。

- ① グローバルに重要な巨大金融機関を中心とする自己資本の充実
- ② 金融危機でたびたび顕在化する流動性不足への十分な準備
- ③ 万が一の場合に公的資金投入を行わずに破綻処理するための、解体プロセスの自己策定（リビン

グ・ウイル)

さらに、ボルカー・ルールなど、危機時の公的資金依存を暗黙の前提とした過度の収益偏重主義の是正が広範に議論された。

自己勘定による投資・トレーディング業務の見直しが進んだ結果、人材のファンド業界への移動と当該業務のスピンオフが進行している。市場におけるリスク・マネーの供給機能のバトン・タッチは、ヘッジファンド業界にとっては人的資源・資本の移動、運用キャパシティの拡大（ブロップ・デスクという有力な競合相手の縮小・撤退）という点でポジティブな材料である。

一方、ヘッジファンドに対する信用供与者であるプライム・ブローカレッジ部門は、ヘッジファンドとの取引にあたって、マネジャーの適格性と取引の収益性の両面で、従前よりはるかに高い基準を置くようになった。この結果、大規模ヘッジファンドに資金が集中する一方、機関投資家の投資検討対象にすらならない“ゾンビ・ファンド”と呼ばれる小規模ファンドに対しては、収益性と将来性を勘案して取引打ち切りの通告も行うようになってきた。また、銀行の資本コストの上昇がヘッジファンドに転嫁されることが予想されるため、特に高いレバレッジを利用する戦略には負担となる可能性がある。

また、大規模ファンドへの資金集中は、運用キャパシティの問題もあり、ヘッジファンド全体（平均）のリターン低迷をもたらしている可能性もある。

### ヘッジファンドに対する規制監督

オフショアを本籍とするヘッジファンドは、厳しくない規制下で自由な活動を謳歌してきたが、銀行規制とともに、“シャドー・バンキング”の代表格として規制監視を求める声が強まった。ヘッジファンドに対する規制の手段としては、間接的に影響を受けるものを含めると以下のように類型化できる。

- ①ファンド所在国におけるピークル規制（主としてオフショア）
- ②マネジャー所在国における運用会社規制
- ③投資家所在国における販売規制
- ④ファンド投資対象国における投資規制
- ⑤一部の金融取引に対する規制

ヘッジファンド運用会社に対する直接規制は、日本における金融商品取引法がそれに該当するが、日本の運用会社であっても、たとえば米国の投資家を受け入れる場合は米国SECやCFTCへの登録が必要になる。また、規制強化の象徴的例としては、シンガポールを挙げることができる。シンガポールは日本に比べると（シンガポールの）国外投資家を対象とする投資運用業の場合、会社の設立が容易だったことから、日本からも多くの運用者が進出していたが、2013年2月に導入される新規制によって、財務構成要件（自己資本）、人的構成要件、コンプライアンスの順守体制、当局が監査法人に委託する形での定期的な検査などを盛り込んだ免許制に移行する。

また、EUによるソブリン・クレジットのnaked short sellingに対する規制と報告義務のように、投資対象国政府・中央銀行や取引所が適宜打ち出す諸規制

を注意深くフォローしながら適切に対応する態勢を構築しなければならない。

さらに、マネーロンダリング防止のためのKYCにも十分な留意が求められており、たとえば、ファンド購入契約の名義人の向こう側にいる真の投資家（end investor）の適格性を担保する必要もある。

ヘッジファンドの組織体制は、従前よりも格段に堅牢な態勢が求められるようになった。こうした基準を充足した組織運営を可能にするには、一定の運用規模に基づく売上が不可欠であることから、今後、小規模なシングル・ブティック型のヘッジファンドは機関投資家のユニバースに入りづらくなろう。一方、低金利など厳しい運用環境と大規模ファンドの膨張による運用成果の低迷が続くと、ヘッジファンド投資のスイートスポットである新興マネジャーへの投資家からの期待はむしろ高まる可能性がある。運用者が安心して運用に専念できるようなヘッジファンド専門のマルチ・マネジャー型ブティックが、今後のヘッジファンド業界のひとつのモデルとなるかもしれない。

### マクロ環境とビッグ・ピクチャー

20世紀末に起こったグローバル化とそれに伴う市場経済化（規制緩和）とIT化は、新興国経済の本格的成長を促した。この経済構造の変革は、デイスインフレーション環境の長期化を招く。市場経済はレバレッジをフル活用しながらグローバル化の恩恵を享受し、世界の計算上の富（未実現の時価により算出する資産価格）は膨張を続けたが、2008年にそのバブルが弾ける。

このショックを吸収して、民間部門のデレバレッジを円滑に進めるために、主要国はあらゆる政策対応に努めたが、その結果、先進国の財政悪化と中国経済の民間資本ストックの過剰な集積という深刻な潜在リスクに直面することになった。この2つの大問題が制御不能に陥る前に、各国が民間経済の成長を取り戻すことができるかどうか焦点である。

以下は私見だが、グローバル化を起点とした経済の振幅が非常に大きかったことから、低成長・低金利のデスインフレ環境が長期化する可能性は高いと考える。株式市場の時価総額など資産価格に表象されるストック経済が拡大する環境での資産運用は、伝統的ロング・オンリー型投資が十分に機能し、経済学の教科書が教えるポートフォリオ理論が有効な世界である。そこには、「成長」という名目リターンの源泉がしっかりと存在している。ところが、デスインフレ的な、ストック経済が拡大しない（あるいは縮小する）環境での資産運用は、市場参加者全体でみるとゼロサムないしマイナスサム・ゲームであり、リターンを得ることは容易でない。

絶対リターンを標榜するヘッジファンドもその例外ではなく、潤沢な待機資金が同じ $\alpha$ を狙う類似戦略に流れ込んで過度に混雑すると、運用成績は全体として振るわなくなる。2000年代半のCBアーブやリスク・アーブ、2010年以降のCTAなどがその例だ。グローバルなデスインフレ環境下、成長や値動きのよさ（ボラティリティ）からのキャピタル・ゲインを狙うような運用は苦戦しがちで、配当やクーポンなど一定の安定収益源を持つ資産を活用して、安定的なリターンを上げる戦略が注目を集めることになる。

もっとも、こうした戦略間の栄枯盛衰は循環的でもあり、特定の戦略や金融商品への資金集中は次なるイベント・リスクを育むことにもなる点には留意しておきたい。

### ヘッジファンドの存在意義

ヘッジファンドは、絶対リターン戦略として機関投資家のポートフォリオに根付いた。伝統的投資戦略との垣根が低くなっていることも指摘できる。たとえば、機関投資家のポートフォリオにおいて、従来はオルタナティブという独立した資産クラスを設けて投資していたものが、株式や債券など伝統資産の中で利用する投資家が増えている。また、ロング・オンリー型戦略でも成功報酬を取り入れた絶対リターン型運用が出てきている。

金融業に対する規制強化は、公正な市場を成立させるために不可欠なリスク・マネーの供給者として、ヘッジファンドの存在価値と影響力を高める可能性がある。とくに、経済学用語でいうところの、“裁定者”・“投機家”として市場に流動性を供給する機能を中心的に担っていくだろう。

要約すると、厳しい運用環境がヘッジファンド・マネジャー間の運用力格差を拡大させるとともに、規制強化がヘッジファンド運用会社の経営力格差を際立たせるだろう。

少し長い目でみると、乱立気味だったヘッジファンド業界は、引き続き全体としての成長を続けながらも、運用の不振・規模の不足・規制に準拠した業務態勢の

## わが国のオルタナティブ投資

### 機関投資家の動向

わが国において、オルタナティブ投資が本格的に利用され始めたのは2001年以降である。それまでは、大手銀行や総合商社・一部ノンバンクが1990年代に自己勘定投資の一環として手がけてはいたものの、1998年のLTCM破綻で一時的に手控えられていた。しかし、資金需要の低迷による貸出業務の不振と低金利環境に悩む保険会社・地方銀行などの金融機関が、絶対リターンを志向してヘッジファンド投資を本格化した。金融機関のALM上、貸出需要が落ち込む景気低迷期に収益をカバーするのは通常は債券だが、ゼロ金利時代突入によって債券運用利回りも大きく低下したことから、代替的な収益源を持つことが課題となったのである。多くの金融機関は仕組債や証券化商品などとともに、絶対リターン型運用の外部委託としてヘッジファンド（とくにFOF）にも向かったのである。

2000年から3年間連続して日本株が大幅なマイナスリターンを計上するにおよび、2003年以降、 $\beta$ を抑制する狙いからヘッジファンド投資を採用する年金基金が急増した。2000年以降導入された退職給付年金会計と時価会計の影響から、代行返上や基金の解散、キャッシュバランスプランへの移行などが相次ぎ、年金基金の契約資産が減少する中で、オルタナティブ投資は例外的に配分額が増加した資産クラスであった。年金基金にとって最大のニーズは、ポートフォリオの分散効果によるリスク・リターンの改善である。したがって、ヘッジファンドをリスク性の高い資産と認識して高リターンを狙って投資するのではなく、他の伝統的資産にヘッジファンドをミックスすることによ

不備などによる淘汰が進むとともに、新規参入が減少する結果、全体の質は底上げされるのではないかとと思われる。

ヘッジファンド業界の一段の機関化に伴い、マネジャーの質が改善していけば、公共性を自覚し、専門性の高い金融サービスを提供する事業者として、顧客である投資家のニーズに応えながら金融資本市場に大いに貢献していくことが可能だと思われる。

## わが国のオルタナティブ投資

てポートフォリオとしてのリスク軽減を図ることが主たる目的であった。

しかし、急増したタイミングからみても明らかなように、金融機関同様に絶対リターンを志向する資産クラスである点が、株式市場の下落リスクに悩まされてきた年金基金にとっても重要なポイントであったことは明らかである。1990年代に一世を風靡したリスク・リターンの最適化手法によるアセット・アロケーションは、純粋に市場リスク（ $\beta$ ）に依存するインデックス運用・パッシブ運用の急成長を促したが、2000年のITバブル崩壊を機に、デイスインフレ環境で有効なリターンを創出できないことが明らかになった結果、絶対リターン型戦略へのシフトが本格化したのである。

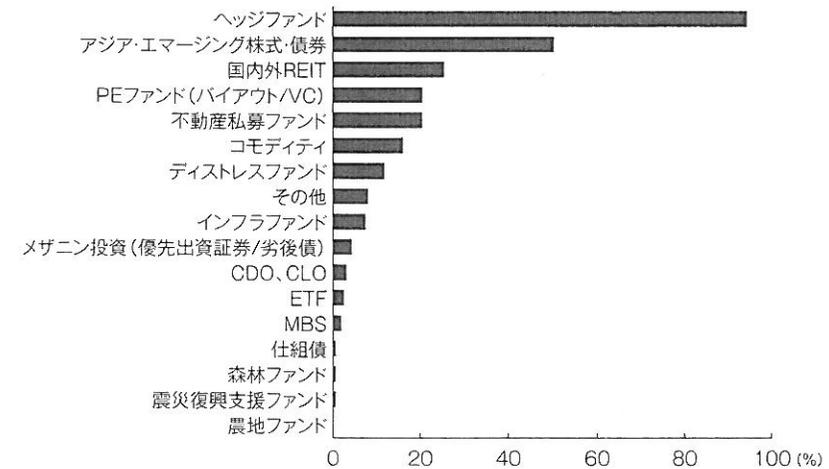
こうした背景もあり、わが国機関投資家の場合、オルタナティブ投資におけるヘッジファンドの比重が高いことが大きな特徴である。

しかし、2006年頃から、バーゼルⅡなどの影響もあって、地域金融機関はヘッジファンド投資を縮小する。その傍ら、ヘッジファンド投資を積極的に積み増したのが年金基金だったが、2007～2008年の金融危機を機に、従来のFOF投資からシングルファンド投資に向かっているとみられる。別表にみるとおり、国内年金基金のヘッジファンドへの期待はいまも非常に大きい。

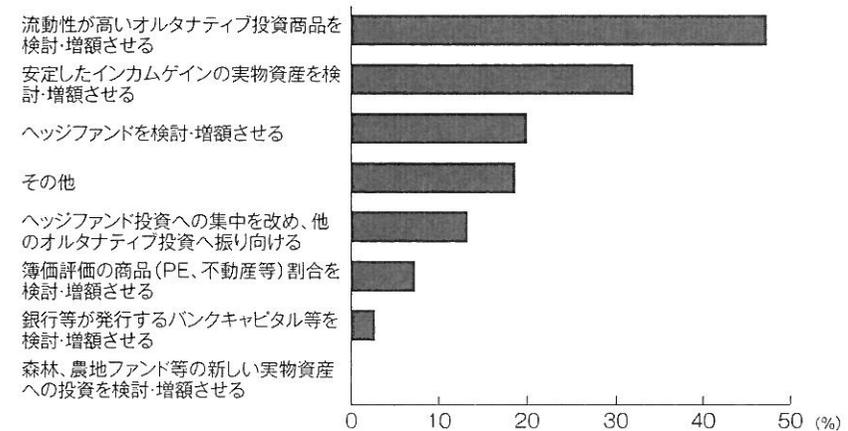
実物資産投資の一環であるREITやいわゆる仕組商品・証券化商品などと異なり、ヘッジファンド投資は運用の外部委託である。ヘッジファンドを金融商品と考えるのは適切でない。CDOや仕組債などをオルタナティブと呼ぶのを聞いたことがあるが、これらは満期のある単品の金融商品である。ヘッジファンドに代

表されるオルタナティブ投資の本質を理解するうえで、この相違は非常に重要であることを指摘しておく。

年金基金のオルタナティブ商品の選択状況



年金基金のオルタナティブ商品の投資戦略



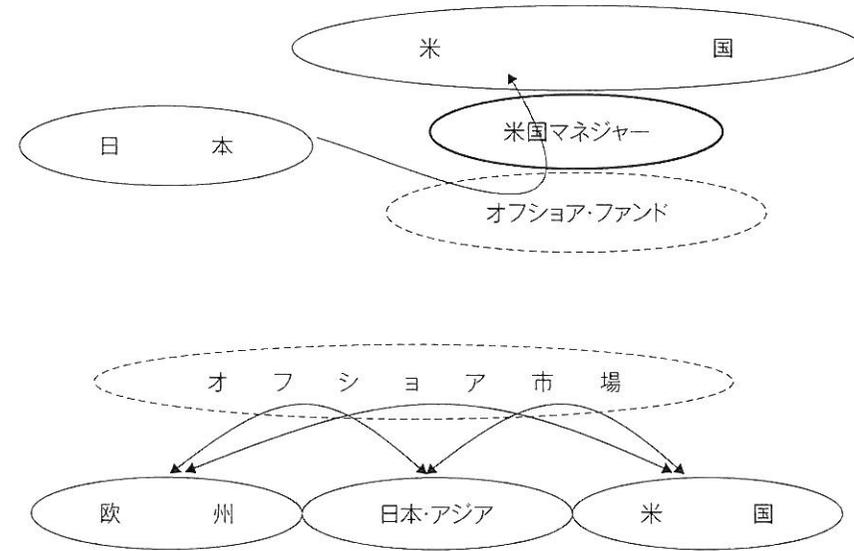
(注) 2012年11月。  
(出所) 大和証券。

### アジア太平洋圏のヘッジファンド

この市場をカバーするデータベースを運営しているシンガポールのEurekahedgeの推計によると、2012年時点で確認できるアジアのヘッジファンドの数は1300あまり、運用資産規模は1250億ドル（1ドル=80円換算で10兆円）程度である。2000年から2007年の間にファンド数、運用資産ともに約10倍となる急激な成長を遂げたが、2008年以降は頭打ちで運用資産も金融危機前のピーク時を上回ることができていない。

アジア圏では、新興国を中心に市場の整備が進んでおり取引対象となる資産が増えていることや、同様の運用戦略を採るマネジャーの数が欧米と比較して少ないこともあり、引き続き新たなヘッジファンドの設立は多いが、一方で主に資金不足を理由として運用を停止するファンドの数も金融危機以降高止まりしている。この地域のヘッジファンドの4割強は資産規模2000万ドル未満の小規模なもので、ごく一部の投資家の動きに影響を受けてファンドを清算しなければならなくなることも多い。とはいえ、アジア圏の市場時価総額がグローバル市場の15～20%を占めているのに対し、ヘッジファンドの資産規模は全体の10%以下に過ぎないことを考えると、アジア圏のヘッジファンドの成長ポテンシャルは非常に高いといえよう。

投資戦略の面では、市場の発展に歩を合わせる形で多様化が進んでいる。2005年時点ではアジア圏のヘッジファンド資産の約3分の2が株式ロング・ショート戦略に投じられていたが、現在ではその比率は約3分

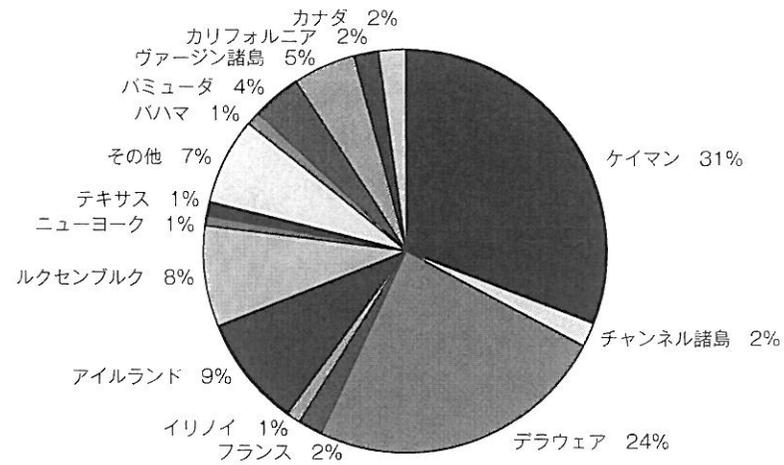


の1まで低下しておりイベント・ドリブンやマルチ戦略が比率を高めている。これには、市場の整備により多様な運用戦略を実行する環境が整ったことに加え、金融危機後、金融機関のプロップ・デスクで経験を積みヘッジファンドへ転じたマネジャーが先進的な運用手法を持ち込んだことも大きく影響している。

マネジャーの地理的な分散状況を見ると、以前はアジア市場にエクスポージャーを有するファンドでも、主たる拠点を欧米に置くものが多かったが、近年は香港やシンガポールを中心にアジア地域をベースにしてアジアの資産を運用するマネジャーが増えている。プライム・ブローカーなどのサービス・プロバイダーも

## わが国のオルタナティブ投資

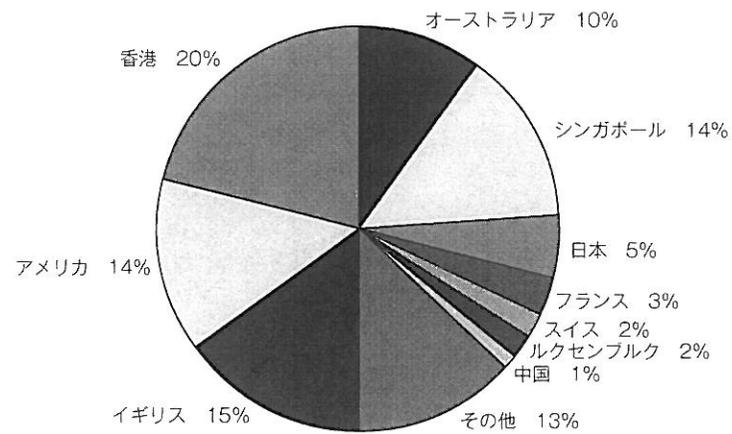
ビークルの所在地(シェア%)



(注) 2012年9月時点  
(出所) HFR.

アジアでの業務に力を入れており、ヘッジファンド運用に対するサポート体制も欧米の水準に近づきつつある。一方、日本株ロング・ショート戦略以外のマネジャーで、日本を拠点に選ぶケースは稀である。

投資マネジャーの所在地(シェア%)



(注) 2012年7月時点  
(出所) Eurekahedge

# 日本のヘッジファンド

## 日本のヘッジファンド業界

運用者としての日本のヘッジファンド業界は残念ながらグローバルな存在感に乏しい。ヘッジファンドへの投資家としてのジャパン・マネーの存在感とは比較にならない。

短い歴史を振り返ると、2000年代前半のヘッジファンドの機関化初期、日本の独立系ヘッジファンドは指で数えられるほどごく少数だったが、日本株相場が底打ちした2003年から2006年にかけて、日本株ロング・ショート・ファンドが続々と誕生し、和製ヘッジファンドと呼ばれるようになった。CBアープの低迷など欧米ヘッジファンドの運用キャパシティが懸念され始めたこともあり、ヘッジファンド業界の新たなフロンティアとして日本が期待を集めた。和製ヘッジファンドのいくつかはFOFなど海外投資家からの資金配分を原動力に急成長したのである。戦略的にはファンダメンタルな銘柄選択を行うオーソドックスなロング・ショート戦略やイベント・ドリブン系がほとんどで、結果的に‘中小型株ロング・大型株あるいはインデックス・ショート’というエクスポージャーを有していた。

ところが、2006年のいわゆるライブドア・ショックを契機に多くのファンドのパフォーマンスが悪化した。アジア圏の台頭はめざましく、世界の投資家は日本をパスしてアジアexジャパン（日本を除くアジア）に向かった。アジアのヘッジファンド業界を草創期から支えてきた有力プライム・ブローカーは、毎年秋に東京で大規模なキャップ・イントロのイベントを開催してきたが、2012年からついに会場をシンガポールに移

している。

しかしながら、リーマン危機後、新たな胎動もある。金融危機後に縮小・撤退したプロップ・デスクで経験を積んだ“第三世代”と呼ばれる新興運用者である。大手投資銀行などのプロップ・デスクに勤務してきた人材には公式のトラックレコードはない。だが、そうしたポジションで長期間にわたって資本を与えられてトレードを続け、キャリアアップしてきたという経歴が実績を物語る。その多くは、クオンツとしての高い素養を持ち、なおかつトレーディング能力に優れ、パフォーマンスに厳しいという点で、従来の典型的なストック・ピッカーとは異質といえるかもしれない。たしかに、大手投資銀行のトレーディング・フロアとはまったく異なる環境で運用を行うため、かつて成功してきた手法が必ずしも成果を生まない可能性もあるが、こうした若い世代から、グローバルに活躍する人材が台頭してくることが、これからの日本のヘッジファンド盛衰のカギを握っているといっても過言ではないだろう。

## わが国資産運用業の国際競争力と投資立国日本

年金基金などわが国機関投資家の間でも、ヘッジファンドを中心としたオルタナティブ投資が着実に浸透してきた。しかし、相変わらず国内の販売会社・運用会社が持ち込んでくる国外マネジャーへの運用委託が一般的であり、国内の潤沢な待機資金のためにさまざまなファンドが輸入されているのが実態だ。

専門性の高いオルタナティブ投資は、金融商品というよりも運用のアウトソーシングであり、なおかつマネジャーに成功報酬が支払われる点に特徴がある。マネジャーが顧客である投資家に対して絶対リターンを提供したときにはじめてマネジャーも成功報酬を獲得することから、運用規模拡大に対する経営インセンティブが働きがちな伝統的投資と比べて、投資家利益とマネジャーの利益が合致する優れた仕組みであることは前述した。

だが、輸入中心の日本のマクロ・ポジションをよくよくみると、グローバル市場に対する最大規模の流動性供給者・リスク負担者となっていると考えられる。日本からの資金を運用する海外のヘッジファンド・マネジャーたちは本邦投資家のリスクテイクのおかげで、成功報酬を目指した運用をすることができる。運用リターンに対するポジションとしては、マネジャーはコール・オプションをロングし、投資家はそれをショートしている（しかもプレミアムなしに）に等しい。さらに、ヘッジファンド投資家が負担する運用報酬以外の経費の受け手となるサービス提供者はすべからず海外のプレイヤーであるし、それらの収益に対して日本国政府は課税できない。

わが国は、世界最大規模の債権国として、グローバル市場にリスク資本を供給する立場にある。資本をグローバルに投資して、良質な対外資産を運用しながら国内経済に還元することはわが国の将来にとって不可欠の課題である。

ことあるごとに金融再生が叫ばれるものの、議論の主役は相変わらず銀行・保険・証券であり、資産運用業は置き去りの感が否めない。そもそも日本の大手資

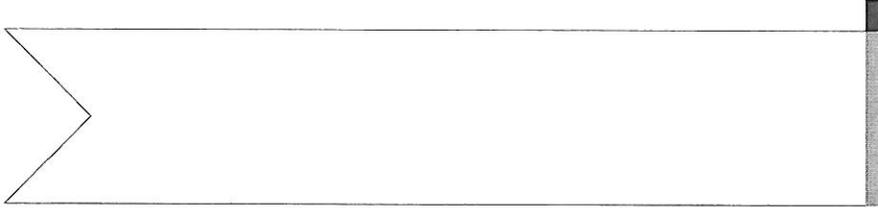
産運用会社は、外資系を除けば銀行・保険・証券の子会社であり、運用リターンにこだわる企業文化を確立しているとは言い難い。

資産運用産業は、過去のストックが積みあがった成熟経済の金融インフラとしては重要であり、金融規制が間接金融機関によるリスク・マネー供給機能を制約する環境ではなおさらである。

ヘッジファンドをはじめとする専門的な資産運用事業を育てていくためには、グローバルな枠組みと整合性のとれた規制・税制などの事業環境整備が大切であることは論を待たない。結果が数字で明確に出る資産運用業はグローバルな競争力がないと勝負にならないのは明らかである。しかし、それは野球にたとえるなら、いいプレー・いい試合をするためにルール・ブックとグラウンドの整備が必要という類の議論である。わが国資産運用業界をより活性化させて、国際競争力を向上させるための主役はあくまでも運用会社と投資家であることを強調しておきたい。いかにすばらしい環境が用意されても、そこでプレーするのは運用会社と投資家なのである。

運用会社がグローバル基準で遜色ない運用サービスを提供するために一層の努力を続ける必要があることはいうまでもない。しかも、出遅れを取り戻すためにはそれだけでは足りず、将来を見通して近道を選んでいくようなセンスというか“something”が必要だ。

そして、そうした胎動を結実させるためには、わが国投資家による意識改革と、各自の判断に自信を持った行動こそが、どうしても必要だと思う。米国の大学財団は資産の大半をオルタナティブに配分しているが、投資先マネジャーとの取引期間は長い。あるトッ



ブクラスの財団は平均投資期間が17年だという。顔が見えて、意思疎通が十分にはかれるのだろう。長く深い信頼関係に裏打ちされたプロフェッショナルな対話は、双方にとって、運用パフォーマンスだけでなく、さまざまな副次的効果をもたらすことだろう。マネジャー・スキルに依存するオルタナティブ投資は、巷にあふれる“旬の金融商品”ではない。

終わることのないマーケットとの勝負と一緒に臨むパートナーなのである。