

ジョーンズファンドとブームの破綻 ～ロス以前のヘッジファンド～

伊豆 久

1 はじめに

本誌九月号では、ヘッジファンドに対する米国の連邦証券規制について紹介したが、では、そうしたヘッジファンドは実際にはどのようなものだろうか。本稿では、まずヘッジファンドの始まりから六〇年代末の破綻までを簡単に整理してみた。

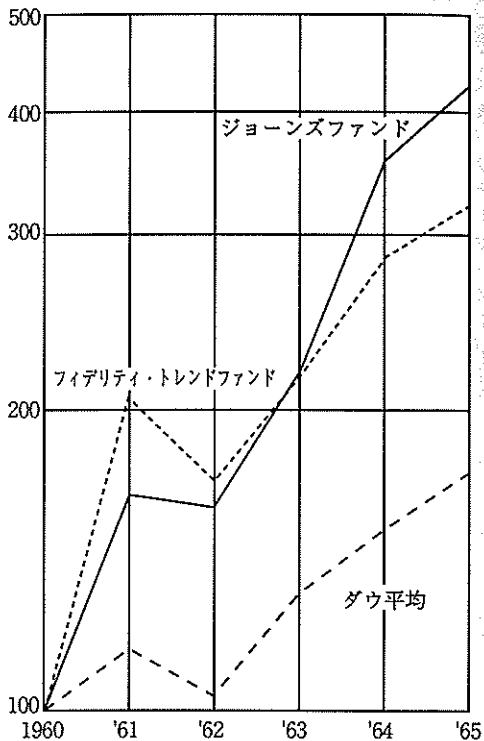
(13)

2 ヘッジファンド第一号とその特徴

はじめに、ヘッジファンドがどのようにして始まったのか見てみよう。

ヘッジファンド第一号は、社会学者で金融ジャーナリストだったA・W・ジョーンズ (Alfred Winslow Jones) が一九四九年に創設した投資ファンド (A.W. Jones and Company) だと言われている⁽¹⁾⁽²⁾。図1は、六〇年代前半のジョーンズファンドのパフォーマンスを、当該期間ミュチュアルファンドの中で最高の成績だったフィデリティのトレンド・ファンド、ダウ平均と比較したものである。ジョーンズファンドの運用成績は、六五年までの五年間で四・二五倍、五五年からの一〇年では七・七倍に達したと言う。

図1 ジョーンズファンドの運用成績



(注) 60年5月末を100とした各年5月末時点のパフォーマンス。ジョーンズファンドの会計年度が5月末であるため。
(出所) C. J. Loomis, "The Jones Nobody Keeps Up With", *Fortune*, April 1966.

このファンドの第一の特徴は、まず、空売りによってリスクヘッジするところにあった。通常、株式投資にともなうリスクは、ポートフォリオの一定額を債券ないしキャッシュでもつことで「ヘッジ」されている。最近、日本でも流行しはじめた資産管理においても、その基本は、株式と債券の比率をどうするかである。しかし、ジョ

(14)

ーンズは、割安と判断した銘柄をかうと同時に、割高と見なした銘柄を空売りすることで、より効率的なリスクヘッジが可能であると考えたのである。具体的には、買い総額と売り総額の差額を「リスク」ととらえていた。ジョーンズの運用方法は、現在なら、へ個別銘柄の買いとインデックスの売りへとへ個別銘柄の売りとインデックスの買いを同時に行うことに等しい。インデックスの売りと買いは同額部分が相殺されるというわけである。つまり、個別の銘柄のリスクは、銘柄固有のリスクと市場全体 (インデックス) のリスクが合成されたものとし、後者をヘッジ (正確には調節) していたのである。もちろん、これですべてのリスクがヘッジされるわけではなく、銘柄リスクに特化していた (売りと買いが同額でなければ市場全体のリスクもとることになる)⁽⁴⁾ のであり、ファンドの運用において銘柄の選択が決定的に重要となることは言うまでもない。そしてその選択が事後的に正

しかつた時にのみ、このファンドは成功するのである。⁽⁵⁾

ジョーンズファンドの第二の特徴は、その運用にレバレッジを利かせたことである。市場リスクを自在に調節しただけでなく、割安と判断した銘柄には空買いを、売り時と判断した銘柄には空売りかけることで、自らが引き受ける銘柄間格差を増幅させたのである。

第三の特徴は、リミテッドパートナーシップの形態をとっていたことである。最初は、五人のジェネラルパートナーから成るジェネラルパートナーシップ（出資金一〇万ドル、内ジョーンズが四万ドルを出資）として設立されたが、参加希望者が増えたため、五二年にリミテッドパートナーシップに変更された。リミテッドパートナーの増資・償還は年に一度しか認められず、また、ジェネラルパートナーが運用益の二〇%を運用報酬として受け取ることとなった。ジェネラルパートナーは五人で、それぞれがファンドの一定割合を任されていたが、外部のアドバイザーとして、証券会社のブローカーとアナリスト、投資顧問も数人利用していた。そして、発注前には、ジョーンズとナンバー・ツーにあたるもう一人が、最終チェックをしていたという。

以上の三つの特徴、①自らが選択した特定のリスクのみを取り、他のリスクはヘッジすること、②レバレッジを利かせること、③リミテッドパートナーシップ形態をとり成功報酬制をとっていること、のそれぞれは、なにもジョーンズのオリジナルではなかったが、この三つの性格をすべて備えたファンドは、ジョーンズファンドが最初とされている。そして、こうした特徴は、本誌九月号拙稿で確認したように、現在においてもヘッジファンドの基本的特徴となっているのである。

設立以来、ジョーンズファンドが一般に知られることはなかったが、六六年にフォーチュン誌（注1参照）がその驚くべきパフォーマンスを紹介すると、折からの株価上昇とあいまって、ヘッジファンド・ブームが到来す

るのである。では、そのブーム期のヘッジファンドはどのようなものだったのだろうか。

3 一九六〇年代末のヘッジファンド

一九六〇年代末のヘッジファンドについては、七一年にSECが発表した機関投資家報告書⁽⁶⁾から、その一端を知ることができる。以下、同報告書に依つて六〇年代末のヘッジファンド・ブームとその破綻について見てみよう。

六八年末時点で二一五のプライベート・インベストメント・パートナーシップが存在したが、SECは、そのうちの二四〇本をヘッジファンドに分類している。⁽⁷⁾当時のミューチュアルファンドの総資産が三八一億ドル（一本平均九六〇〇万ドル）だったのに対して、ヘッジファンドの総資産合計は二三億ドル（一本平均九〇〇万ドル、ただし後述のように少数のファンドへの集中度が高い）でミューチュアルファンドの三・四%に相当する規模である。⁽⁸⁾

それを資産規模別に見ると（表1）、総資産一億以上のファンド三本で、一四〇本の資産全体の二六・一%を占めており、二五〇〇万ドル以上の一三本（本数として全体の九%）になると、六三・一%を占めていることが

表1 資産規模別の設立年と資産額

総資産 (100万ドル)	設立年							合計(%)	総資産合計(%) (1000ドル)
	1964年以前	64年	65年	66年	67年	68年			
～ 1	3	0	0	2	8	36	49(35)	18,873(1.5)	
1～ 4.9	8	1	2	1	8	30	50(36)	123,550(9.5)	
5～ 9.9	0	1	0	3	2	7	13(9)	90,052(7.0)	
10～ 24.9	0	2	0	1	7	5	15(11)	244,550(18.9)	
25～ 99	0	1	3	4	2	0	10(7)	478,470(37.0)	
100～	3	0	0	0	0	0	3(2)	338,439(26.1)	
合計	14	5	5	11	27	78	140(100)	1,293,934(100.0)	

(出所) Institutional Investor Study Report of the Securities and Exchange Commission, vol.2(92nd Congress, 1st Session: House Document No.92-64, Part 2), 1971.

表2 リミテッドパートナーの数の

総資産 (100万ドル)	リミテッドパートナーの数					合計
	~ 14	15 ~ 29	30 ~ 49	50 ~ 74	75 ~ 99	
~ 1	31	4	3	0	1	39
1 ~ 4.9	19	19	5	4	1	48
5 ~ 9.9	3	6	4	0	0	13
10 ~ 24.9	1	6	6	1	0	14
25 ~ 99	0	0	3	6	1	10
100 ~	0	0	0	2	1	3
合計	54	35	21	13	4	127

1) 2人以上のリミテッドパートナーのいるファンドのみ。
(出所) 表1に同じ。

わかる。著しい寡占状態が生じており、これは現在のヘッジファンドにもあてはまる現象である。また、設立年を見ると、設立後五年以上経過しているものはわずかに一四本(一割)にすぎず、二七本が六七年に、七八本が六八年にされており、調査時点(六八年末)直前二年間にヘッジファンド全体の七五%が設立されていることになる。また、設立年とファンドの大きさを見ると、総資産一億ドル以上のファンド三本は五六年、六一年、四九年といずれも他に比べて飛び抜けて古く(表3)、規模の小さいファンドの設立が六七、八年に集中している。そして、小さなファンドは、出資者(リミテッドパートナー)の数も当然に少ない(表2)。フォーチュン誌がジョーンズを紹介したのが六六年、そして六七、八年と株価が上昇した時期に、小規模のヘッジファンドが多数設立されたことがわかる。

表3は、総資産一〇〇万ドル以上の大手ファンド二八本の概略を示したものである(ジョーンズファンドはCと表記されている)。この二八本のマネージャー(ジェネラルパートナー)への報酬は、二三本がパフォーマンス報酬で、うち一九本でその比率が二〇%に定められている(この慣習も現在に続いている)。残りの二本は純資産額ベース、二本は固定給プラスボーナス、もう一本は固定給のみであった。パフォーマンス報酬制をとっているファンドの中にはそれまでの損失を補填してさらに六%以上の利回りが出た場合のみ、報酬を払うというものもあつた。ジェネラルパートナーは、報酬以外に、もちろん、出資額に応じた分け前を得る。

では、こうしたヘッジファンドは、どのような取引をおこなっていたのだろうか。ファンドの資産・負債の構成を示した表4・5と、空売りとオプション取引についての表6から見よう。ミューチュアルファンドと比較したヘッジファンドの資産構成の特徴は、普通株の比率が低く多様な証券に投資されていることである。しかし、現金と証券で資産の九六・四%を占めており、現在のヘッジファンドが積極的にこなっている商品や外国為替などへの投資はほとんど見られない。

総資産に対する負債の比率は約三割となっており、空売りと銀行借入がそのほとんどを占めている。空売りと銀行借入を大手ファンド二八本について見たものが表6である。買持ちに対する売り持ちの比率が、六八年一年間の一二回の月末時で最大いくらになったか、を見ると、七・六%(ファンドD)のようにほとんど空売りをおこなっていないファンドから、一〇〇%を超えるファンド(GとA)や買持ちなしの空売りのみの月もあつたというファンド(W)までばらばらである。また、資産に対する負債の比率の最大値を、単純に銀行借入と対証券会社債務の合計として見ると、五・九%のファンド(M)から五七・五%のファンド(Z)まで分散している。また、株式オプションについても、オプションは七三年にシカゴボードオプション取引所(CBOE)に上場されるまで店頭でのみ取引されていたが、ファンドによってはそれを比較的積極的に利用していたことがわかる。

4 ブームの破綻

しかし、ニューヨーク株式市場(ダウ平均)が六九年五月の高値九六八ドルから七〇年五月の六三二ドルまで三五%下落する過程で、ヘッジファンドは壊滅的な打撃を受ける。六八年末時点で一〇億ドル余りあつた大手二

表5 ヘッジファンドの負債構成¹⁾²⁾

ショートポジション	11.6
マージン取引	4.5
その他証券会社借入	0.0
銀行借入	0.3
(レギュレーションU枠)	
その他銀行借入	9.8
その他の借入(担保付)	0.0
その他の借入(無担保)	0.0
その他負債	1.0
買入証券未払い金	4.5
負債合計	31.7

- 1) 回答ファンド数74本。
 2) 総資産に対する比率。回答ファンド数が異なるため、表4とは対応していない。
 (出所) 表1に同じ。

表4 ヘッジファンド¹⁾とミューチュアルファンド²⁾の資産構成

(%・100万ドル)

	ヘッジファンド	ミューチュアルファンド
現金	9.5	6.1
受取り証券	7.9	—
普通株	61.2	84.3
転換優先株	6.7 ³⁾	3.2 ⁴⁾
非転換優先株	2.0 ³⁾	—
社債	—	6.5
ワラント	4.2	—
その他証券	4.8	—
その他資産	3.6	—
総資産	100.0(1,245)	100.0(52,677)
純資産	70.5	
負債	29.5	

- 1) 回答ファンド数129本。
 2) ICI (投信協会) 会員。会員の報告は、現金、普通株、優先株、社債、総資産のみ。
 3) 社債を含む。
 4) 非転換優先株を含む。
 (出所) 表1に同じ。

表3 大手ヘッジファンドのパートナー数・出資額

ファンド	設立年	総資産 (88年・100万ドル)	パートナー数 (68年末)		設立時のパートナー1人 あたり平均出資額(ドル)		新加入パートナー の最低出資額 ²⁾ (ドル)
			(ジェネラル)	(リミテッド)	(ジェネラル)	(リミテッド) ¹⁾	
A	1956	118.3	1	85	100	15,000	—
B	1961	113.6	8	55	119,000	145,000	—
C	1949	106.6	8	70	20,000	—	—
D	1964	89.6	5	77	112,000	101,000	500,000
E	1965	75.1	3	73	303,000	158,000	—
F	1965	63.1	5	69	371,000	208,000	300,000
G	1966	50.5	4	32	1	100,000	—
H	1967	47.3	3	47	213,000	153,000	250,000
I	1966	37.4	4	50	112,000	106,000	—
J	1967	33.5	3	46	47,000	366,000	200,000
K	1966	29.4	2	50	284,000	142,000	500,000
L	1966	26.7	1	67	2,000	1,000	200,000
M	1965	26.0	3	41	100	238,000	—
N	1967	23.9	3	62	46,000	74,000	200,000
O	1968	19.8	3	34	425,000	280,000	250,000
P	1968	19.4	2	31	100,000	318,000	—
Q	1967	19.0	3	27	246,000	381,000	500,000
R	1967	18.9	1	11	1,000,000	800,000	—
S	1968	18.2	1	24	50,000	141,000	100,000
T	1967	17.4	1	43	100,000	63,000	500,000
U	1968	14.8	2	25	250,000	342,000	250,000
V	1966	14.7	4	36	34,000	63,000	—
W	1964	14.5	5	36	25,000	33,000	—
X	1964	13.3	2	36	60,000	36,000	—
Y	1967	13.2	2	20	102,000	330,000	250,000
Z	1967	13.0	6	1	1,027,000	—	—
AA	1967	12.5	2	27	36,000	212,000	—
BB	1968	12.1	1	26	10,000	317,000	200,000

- 1) 空欄は、最低出資額を定めていないか、新規リミテッドパートナーを募集していないため。
 2) 空欄は、設立時はジェネラルパートナーシップだったため。
 (出所) 表1に同じ。

八本の資産総額は、七〇年九月にはわずか三億ドル余りと七割が吹き飛んでしまったのである(表7)。マイナス七〇%という数字は、出資者への償還にともなうファンド資産の減少分を含むため、必ずしもパフォーマンスを示すものではないが、この時に多くのヘッジファンドが事実上破綻・解散したのである。¹⁰⁾

六六年一〇月から六九年五月への相場上昇期に現れたヘッジファンドは、買持ち比率を高めることで市場リスクに対するエクスポージャーを高めてゆき、結局、株価下落期には、そのレバレッジの分だけインデックスの動きよりも大きな損失を被ったものと思われる。そして、この後、わずかなファンドを除いてヘッジファンドが大きな注目を集めることは八〇年代までなかった。株式相場が低迷を続けた七〇年代に二度目のヘッジファンド・ブームは訪れなかったのである。

表7 1970年の大手ヘッジファンドの状況¹⁾

ファンド	68年12月末の	70年9月末の	68年末からの	ジェネラルパートナー		リミテッドパートナー	
	総資産 (100万ドル)	総資産 (100万ドル)	変化率 ²⁾	(68年12月末)	(70年9月末)	(68年12月末)	(70年9月末)
A ³⁾	118.3	5.4	(95.4)	1	1	85	85
B	113.6	12.5	(89.0)	8	7	55	30
C	106.6	18.2	(82.9)	8	7	70	46
D	89.6	20.0	(77.7)	5	3	77	39
E	75.1	15.0	(80.0)	3	4	73	73
F	63.1	27.6	(56.3)	5	5	69	50
G	50.5	23.0	(54.5)	4	3	32	27
H	47.3	49.7	5.1	3	3	47	50
I	37.4	12.5	(66.6)	4	4	50	41
J	33.5	33.1	(1.2)	3	3	46	50
K	29.4	8.0	(72.8)	2	3	50	35
L ⁴⁾	26.7		(100.0)	1		67	
M	26.0	5.9	(77.3)	3	3	41	22
N ⁵⁾	23.9		(100.0)	3		62	
O	19.8	5.3	(73.2)	3	4	34	36
P ⁶⁾	19.4	6.7	(66.5)	2	0 ⁶⁾	31	12 ⁶⁾
Q	19.0	12.1 ⁷⁾	(36.3)	3	3	27	26
R	18.9	11.7	(38.1)	1	1	11	17
S	18.2	6.5	(64.3)	1	1	24	26
T	17.4	1.0	(94.3)	1	1	43	12
U	14.8	10.5	(29.1)	2	2	25	22
V	14.7	1.0 ⁸⁾	(93.2)	4	3	36	21
W	14.5	1.9	(86.9)	5		36	18 ⁹⁾
X ⁹⁾	13.3	1.7	(87.2)	2		36	22 ⁹⁾
Y ⁹⁾	13.2	11.3	(14.4)	2	2	20	18
Z	13.0	7.8	(40.0)	6	5	1	1
AA ¹⁰⁾	12.5		(100.0)	2		27	
BB	12.1	6.0	(50.4)	1	1	26	16
合計	1,061.8	314.4	(70.4)	88	69	1,201	795

- 1) ファンドは月次の試算表を作成していないため、概数を含む。
 - 2) () はマイナス。変化率は、投資パフォーマンスではない。解散、払い戻し、各種借入を含む。
 - 3) 69年末に解散。70年1月に9,800万ドル(パートナーシップ資本の95%)を配分した。
 - 4) 確認できず。
 - 5) 69年末に解散。
 - 6) 最後のジェネラルパートナー死亡のため、70年9月25日現在清算中。
 - 7) 70年8月末の数値。
 - 8) 未公開株の評価額により概算。
 - 9) パートナーシップから株式会社へ転換したため、株主数。
 - 10) 70年9月末に解散。
- (出所) 表1に同じ。

表6 1968年中の大手ヘッジファンドの空売り・オプション取引

ファンド	月末時での <ショートポジション/ ロングポジション>の 最大値 ¹⁾	月末時での <負債/総資産>の 最大値		<オプション保有額/ 普通株保有額> ³⁾
		(対銀行)	(対証券会社) ²⁾	
A	30.1	39.6	—	—
B	54.6	4.2	12.4	0.8
C	23.8	8.3	—	1.2
D	7.6	5.5	0.8	—
E	72.1	11.9	13.6	—
F	84.4	17.1	—	— ⁴⁾
G	117.1	14.5	9.6	1.2 ⁵⁾
H	54.8	22.6	15.2	—
I	79.1	12.1	10.9	— ⁴⁾
J	49.2	19.7	—	4.9
K	97.3	13.1	3.1	20.6 ⁶⁾
L	14.7	15.0	31.7	4.5
M	38.4	2.0	3.9	0.4
N ⁶⁾	—	—	—	—
O	40.0	15.4	20.1	0.8
P	67.4	17.4	6.6	1.6
Q	70.5	17.2	10.8	0.1 ⁵⁾
R	94.1	14.7	13.3	0.1
S	41.6	9.6	—	—
T	54.7	20.2	33.8	—
U	—	15.6	—	—
V	67.3	18.2	32.3	1.6 ⁵⁾
W	— ⁷⁾	22.7	10.9	0.2
X	27.4	29.1	6.0	—
Y	23.6	21.5	13.2	1.6 ⁵⁾
Z	30.1	19.3	38.2	2.5
AA	127.9	4.8	24.2	—
BB	35.5	19.2	18.3	—

- 1) 金額ベース。ファンドにより該当月は異なる。
 - 2) マージン取引分。
 - 3) 四半期末での、保有普通株に対するオプション保有額比率の最大値。オプションの保有額はプレミアムベース。コール・プット合計。
 - 4) 0.05%以下。
 - 5) 68年中にオプションの売りも行われた。
 - 6) ファンドの設立が68年11月のためデータなし。
 - 7) ショートポジションが最大となった月には買持ち額ゼロ。
- (出所) 表1に同じ。

では、以上のような六〇年代末までのヘッジファンドをどのように考えるべきなのだろうか。一つの見方は、株価上昇期においていつの時代にもどの国でも見られる、ハイリスク運用の広がりとその破綻にすぎないというものである。ヘッジファンドと言っても、他のファンドや投資家と同様に、結局は、株価が上昇している間は大きな利益を得るものの、相場が反転すると大きな損失をこうむっただけと言えるだろう。六〇年代末のヘッジファンド急増とその破綻は、当時の株式市場をリードしたミューチュアルファンドブーム（ゴーゴーフアンドブーム）の限界の象徴であった。ジョーンズの高収益も、彼個人の運用能力以上に五〇年代の株価の高騰を反映したものであったかもしれない。こうした見方は今日のLTCMの破綻においても妥当する、時代を越えた普遍的な真理でもあろう。しかし、こうした見方だけでは、今日に至るヘッジファンドのもつ意味を十分には理解できないのではないだろうか。

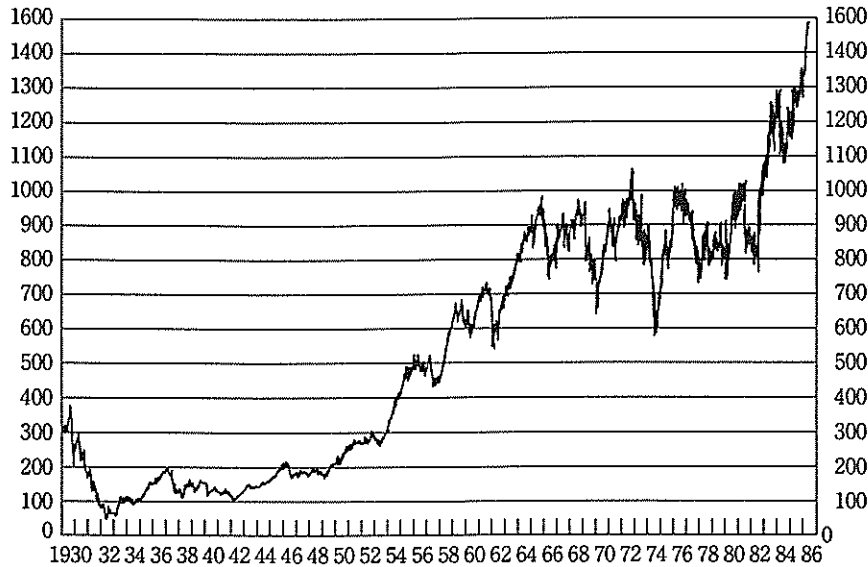
ジョーンズがおこなった空売りと空買い、これも特異な売買手法とは言えず、むしろプロの投資家にとって一般的でさえある。しかし、それを単に割安銘柄を買い割高銘柄を売るという別々の投資と考えるのではなく、先に述べたようにマーケットリスクの調節手段と認識する時、株式投資にとまなうリスクをマーケットリスクと銘柄固有のリスクに分解し、そこから自分が選択的にリスクテイクするという特殊な投資手法とみなすことができる。つまり、既存金融商品のリスクの分解とその上での選択的リスクテイク（＝選択的リスクヘッジ）がなされており、それは、デリバティブの基本的機能につながる。既存の金融商品の一体化されたヘリスク・リターンを、複数のより単純なヘリスク・リターンに分解し、その一つ一つを「市場」の観点から切り刻みながらスペキュレート（評価＝投機）していくこと、そこにデリバティブの最も重要な機能があるからである。

そして、そのように金融商品を分解していく時には、多種類のヘリスク・リターンを一体化して含みこんでいた時にはわからなかった「歪み」が明らかになりやすい。それがデリバティブを利用するヘッジファンドにとって最大のビジネスチャンスとなるのである。

ところが、株式相場が低迷しつづけた七〇年代、反対に市場に流行したのはインデックス運用であり、それを理論づけたのが効率的市場仮説であった。市場の完全性が強調され、その「歪み」をつく、あるいは割安に放置された銘柄を発掘するといった株式市場の「伝統的な投資スタイル」までが相対的に軽視されるようになる。それは、機関投資家が成長し、米国の株式市場が確かに一定の「完全性」を備えるに至ったことを反映していたとも言えるであろう。そこにヘッジファンドが活躍の場を見つけられなかったとしても不思議ではない。

しかし、七〇年代は、次のヘッジファンド・ブ

図2 ダウ平均の推移



(資料) *Moody's Handbook*.

(出所) 日本証券経済研究所『図説アメリカの証券市場1998年版』

ムのための舞台を用意していたのである。七一年のニクソンショックに始まるグローバル化の時代こそ、市場経済のフロンティアが拡大する、すなわち市場としての外見をとりながらも「市場」としては「歪んでいる」経済が拡大する時代であり、ヘッジファンドにとって絶好のビジネスチャンス到来を意味するからである。そこで、当初から証券の国際取引に注力していたジョージ・ソロスが注目を集めるのは不思議なことではない。そして、インスチチュートショナルインベスター誌は、八一年六月号でソロスを、八六年五月号ではプラザ合意前後のドル安で巨額の利益をあげたジュリアン・ロバートソン(タイガーファンド)をカバーストーリーに取り上げ、二度目のヘッジファンド・ブームの到来を告げるのである。その後のヘッジファンドについては稿を改めて検討することとしたい。

(1) A・W・ジョーンズとそのファンダメンタルは、C.J.Loomis, "The Jones Nobody Keeps Up With", *Fortune*, April 1966; Brooks, *The Go-Go Years*, Weybright and Talley, 1993, pp.141-144; T.Caldwell, "Introduction: The Model for Superior Performance" in *Hedge Funds*, eds. by J.Lederman and R.A.Klein, MacGraw-Hill, 1995.

(2) ジョーンズは、カリフォルニア大学で社会学の学位を取った後、フォーチュン誌やタイム誌で、農業協同組合や大学準備校など金融とは関係のないテーマを扱うライターとして活躍していた。が、証券市場に関する記事を執筆することがきっかけになり、四八歳の時にファンドを設立した。ちなみにその記事は、当時流行した各種のテクニカル分析を批判的に紹介するものであった。A.W.Jones, "Fashion in Forecasting", *Fortune*, March 1949.

(3) 実際の計算では、銘柄別に流動性のウェイトが掛けられていた。

(4) 相場動向の予想に応じて、ポジションはショート、ロングを機動的に変更されていた。

(5) ジョーンズが運用に成功した本当の理由を知ることができないが、ジョーンズファンドを紹介したフォーチュン誌(注1

参照)はミューチュアルファンドとの比較で興味深い指摘をしている。同誌によると、当時「ミューチュアルファンドは、ファンドを販売してくれた証券会社に報いるため、注文を出す証券会社に対して委託手数料のかなりの部分をファンド販売会社に回すよう指示していた。いわゆるギブアップである。これに対してジョーンズファンドは、ファンドの販売努力がいらぬため、銘柄選択上の情報を提供してくれた証券会社に手数料の一部を分け与えていたという。ギブアップをファンド販売ではなく、情報収集に利用していたのである。固定手数料下におけるギブアップについては、佐賀卓雄「アメリカの証券業」東洋経済新報社、一九九一年、五一―五三頁参照。

(6) *Institutional Investor Study Report of the Securities and Exchange Commission, vol.2(2)nd Congress, 1st Session: House Document No.92-64, Part(2), 1971.*

(7) 残り七五本がヘッジファンドに分類されなかった理由は、休眠状態である、投資クラブである、ファミリー・パートナーシップである、など。

(8) 現在のヘッジファンド(米国外のものを含む)の純資産は三〇〇―四〇〇億ドルと推定されており、米国のミューチュアルファンド残高約五兆ドルの六―八%に相当する。

(9) 例えば、資産額トップのファンドAは、七〇年九月までに資産の九五・四%を流出させているが、表7の注3が述べているように、そのほとんどすべては出資者への償還によるものである。ジョーンズファンド(C)もこの間八二・九%の資産を失っているが、それが損失によるものか償還によるものかは不明。いずれにせよ、ジョーンズファンドはその後も存続し、七七年の雑誌記事でも高いパフォーマンスを上げている八本の中の本として(そしてヘッジファンドの生みの親と(16))取り上げられている(J.Thackray, "Whatever happened to the hedge funds?", *Institutional Investor*, May 1977)。

(10) こうした状況下でも、もちろん、高パフォーマンスをあげるヘッジファンドが皆無だったわけではなす。D.O.Tyson, "Joe

Pikul:How to succeed with a hedge fund without hedging", *Institutional Investor* June 1970.

- (11) その例外の一つがジョージ・ソロスであった。彼は、誰もがヘッジファンドのことを忘れていた七五年に、早くもウォールストリートジャーナル紙(五月二十八日付)の一面に登場している(ただし、ロバート・レスター(三上義一訳)「ソロス」一九九五年、早川書房、二二九頁よりの孫引き)。