



# スパークス東方投資見聞録

第14号

発行日:2008年12月18日

## 業界を揺るがす巨額詐欺事件

### ハイライト:

- マドフのヘッジファンド
- 詐欺を見抜けなかった機関投資家
- 損失の大きさとその影響
- デューデリジェンスの重要性

今回は金融業界を揺るがしているヘッジファンドによる巨額証券詐欺事件を取り上げてみたいと存じます。米連邦捜査局(FBI)は米国時間2008年12月11日に米国ナスダックの元会長バーナード・マドフ氏を詐欺の容疑で逮捕しました。バーナード・マドフ元ナスダック会長は1960年に創業したバーナード・マドフ・インベストメント・セキュリティーズLLC(BMIS社)を通じて1989年より年平均10%以上の高利回りをうたったヘッジファンドを運用していました。しかし、実際にはそれは虚偽の運用実績であり、新規の投資家から集めた資金を配当や解約資金に充てていたという疑いが持たれています。同氏によれば、投資家に対する被害総額は約500億ドルにのぼり、エンロン事件を凌ぐ史上最大の証券詐欺事件としてメディアでも大々的に取り上げられています。

### マドフのヘッジファンド

マドフ容疑者の運用するヘッジファンドは1989年の設定以来、年率10%以上という高利回りを2-3%という低いボラティリティで達成していました。運用手法は、いわゆるスプリット・ストライク・コンバージョン(SSC)戦略と呼ばれるオプション取引を利用した投資戦略です。具体的には株価指数(ここでは便宜的に日経平均株価を例とします)と高い相関を持つ個別株を数十銘柄購入し、その購入金額に相当する想定元本のアウト・オブ・ザ・マネーの(権利行使価格が原資産価格を上回っている)日経平均先物のコールオプション(原資産を買う権利)を売り、そしてその売却代金で日経平均プットオプション(原資産を売る権利)を買うというものです。この取引では、購入した個別銘柄の株価がコールオプションの権利行使価格まで上昇すると、コールオプションが行使されて利益が出ます。逆に、個別銘柄の株価が下落した場合には、プットオプションを行使して損失を回避できます。こう見ると非常に複雑な取引に思えますが、オプション取引の形態と

してはカラー戦略とも呼ばれる一般的なものであり、リターンが限定的な一方で下方リスクも限られる堅実な投資戦略です。

### 詐欺を見抜けなかった機関投資家

しかし、このSSC戦略によって10%以上の年率利回りを継続的に出すことはデリバティブのディーラーであっても不可能だという指摘は以前からありました。確かに、世の中にリスクをほとんど取らずに10%以上ものリターンを継続して得られるような投資機会が存在すれば、そこにはたくさんの投資家が押しかけることとなり、結果として需給のバランスが崩れ、高いリターンを出すことは困難になります。実際に、マドフ容疑者は、新しく募った投資家の資金を既存投資家の配当や解約資金にあてる「ねずみ講」的な手法で高利回りを偽装してきたとされています。このような偽装疑惑が指摘されていたにもかかわらず、世界中の名だたる金融機関がこの詐欺事件の被害者となっています。ヘッジファンド投資の専門家であるはずのファンド・オブ・ファンズもその例に漏れず、巨額の顧客資金をマドフ容疑者のヘッジファンドに投じていたことが明らかになっています。その被害総額は500億ドル(約4兆6000億円)に達すると言われていています。なぜ、このような詐欺を見抜けなかったのでしょうか。マドフ容疑者は米店頭市場ナスダックの運営会社会長をはじめ、証券業界の要職を務めたウォール街の重鎮でもあり、経歴などから同氏を信用して資産運用を任せていた投資家も多かったといわれます。また、変だと思っても彼の知名度の高さから不正はありえないと思いついてしまったのかもしれない。低いリスクで高利回りを長期に渡り稼ぎ出し、しかも報酬は成功報酬のみで運用報酬はゼロ、そしてファンドからは勧誘

### マーケット:

| 騰落率           | 11月    | 年初来     |
|---------------|--------|---------|
| TOPIX         | -3.72% | -43.43% |
| 日経225         | -0.75% | -44.39% |
| 香港            | -0.58% | -50.07% |
| 上海            | 8.24%  | -64.44% |
| 台湾            | -8.42% | -47.56% |
| 韓国            | -3.32% | -43.28% |
| ベトナム          | -9.31% | -66.05% |
| オーストラリア       | -6.86% | -40.97% |
| インド           | -7.10% | -55.18% |
| シンガポール        | -3.43% | -50.01% |
| マレーシア         | 0.29%  | -40.06% |
| タイ            | -3.53% | -53.17% |
| インドネシア        | -1.21% | -54.78% |
| フィリピン         | 1.05%  | -45.56% |
| MSCIアジア       | -3.79% | -47.61% |
| MSCIアジア(日本除く) | -3.79% | -57.06% |

\*上記マーケット騰落率に使用している株価指数の詳細については次頁注書きをご参照下さい。

## 業界を揺るがす巨額詐欺事件（つづき）

がないと投資できないという高級クラブ的な排他性といった点も、このような投資家の心理を助長したようです。

### 損失の大きさとその影響

これまでもヘッジファンドが絡む詐欺は幾つかありました。金額の大きなケースでは、マイケル・バーガーの運用するマンハッタン・ファンドによる4億ドルの詐欺(2000年に検挙)、サミュエル・イスラエルの運用するバイユー・ファンドによる3億ドルの詐欺(2005年に検挙)といった事件が有名ですが、今回はこれらのケースとは2桁も違う500億ドルという巨額な詐欺事件です。また、運用の失敗により破綻したヘッジファンドの代表例であるLTCM(1998年に破綻、46億ドルの損失)やアマランス(2006年に破綻、65億ドルの損失)と比べても今回の事件の大きさは際立ちます。ただ、マドフ事件では実際に資金が市場に投下されていた訳ではないので、市場の混乱という事態には至らなかったことが不幸中の幸いでしたが、その損失額の大きさを鑑みると今後ヘッジファンドに対する規制の強化が叫ばれることは必至です。また、ヘッジファンド業界も大きな再編の波にさらわれることは間違いありません。金融危機を発端にヘッジファンドの運用成績が低迷する中、10月と11月の2ヶ月で約1兆ドルもの資金がヘッジファンドやファンド・オブ・ヘッジファンドから流出したと言われていています。この流れに、今回のマドフ事件が更なる拍車をかけることは避けられないと思われまます。これまで急速に拡大してきたヘッジファンド業界がこのような業界再編にさらされることによって膿を出すことも、投資家にとっては好ましいことなかもしれませんが、タイの国家予算(2007年の歳出ベース)に匹敵する500億ドルという代償はあまりに大きいと言えます。

### デューデリジェンスの重要性

投資家から資産運用を託されているファンド・オブ・ファンズ等の機関投資家がこの様な不正を見抜けなかったのは、とても残念なことです。マドフ容疑者の運用するヘッジファンドには、危険を知らせる赤信号が幾つか灯っていました。独立したプライム・ブローカーやカストディアンを使っていなかった点、無名の小規模な監査法人を使っていた点など、数多くの問題点がありながら、マドフ容疑者の知名度を過度に信用して巨額の損失を出してしまったことは、デューデリジェンスが軽視されていたことの表れかもしれません。

### スパークスでは開示に消極的なファンドを排除

弊社では、デューデリジェンスを通じてファンドの構造上の問題やオペレーション上の問題(無名の監査法人、独立したカストディアンやアドミニストレーター不在、利益相反など)があることが分かったヘッジファンドは、投資対象から外すプロセスを厳格に実行しています。また、構造上の問題がなくても、成績は良いがどのようにそのリターンを出しているのか理解できないファンドや運用手法の開示に応じないファンドも投資対象から排除するという措置をとります。運用を開始して間もなく運用残高が小さかったときは開示に積極的でも、その後運用資産が拡大すると開示に消極的になるようなファンドも要注意です。実際、投資したもののその後開示に消極的に転じたファンドを、今年に入り解約するという措置をとりました。投資環境の悪い中、パフォーマンスの良いファンドを解約することは、ある意味勇気のいることですが受託者責任の観点からこのような措置は当然のことだと考えています。業界に対する信頼が揺らぐ中、スパークスとしては、ご投資家の皆様より更なる信頼をいただけるよう、出来る限り透明性を追求し、厳格なデューデリジェンスを行うことによって満足して頂ける運用を目指して参ります。

### 当 資 料 は

スパークス・アセット・マネジメント株式会社がアジアの経済やヘッジファンド業界の情報を提供するために、スパークス・インターナショナル(香港)リミテッドの協力により作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。この資料は特定のファンドもしくは個別銘柄への投資勧誘を目的としたものではありません。当社およびスパークス・インターナショナル(香港)リミテッドとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものでなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・インターナショナル(香港)リミテッドに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。

ホームページもご覧下さい。  
<http://www.sparxgroup.com>

© 2008 SPARX International (Hong Kong) Limited

\*前頁のマーケット騰落率に使用している株価指数の詳細は次の通り。TOPIX:東証株価指数、日経225:日経平均株価、香港:HANG SENG INDEX、上海:SHANGHAI STOCK EXCHANGE COMPOSITE INDEX、台湾:TAIEX INDEX、韓国:KOSPI INDEX、オーストラリア:S&P/ASX 200 INDEX、インド:NSE S&P CNX NIFTY INDEX、シンガポール:STRAITS TIMES INDEX、マレーシア:KUALA LUMPUR COMPOSITE INDEX、タイ:STOCK EXCHANGE OF THAI INDEX、インドネシア:JAKARTA COMPOSITE INDEX、ニュージーランド:NZX 50 FF GROSS INDEX、フィリピン:PSEI - PHILIPPINE STOCK EXCHANGE INDEX、パキスタン:KARACHI 100 INDEX、スリランカ:SRI LANKA COLOMBO ALL SHARES、ベトナム:VN INDEX、MSCIアジア:MSCI AC ASIA PACIFIC、MSCIアジア(除く日本):MSCI AC ASIA PACIFIC EX-JAPAN

## 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式、公社債および不動産投資信託証券などの値動きのある証券等に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本が保証されているものではなく、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等を要因として、基準価額の下落により損失が生じ、投資元本を割り込むことがあります。

ロング・ショート戦略のファンドは売建て(ショート・ポジション)取引を行いますので、売建てた株式が値上がりした場合、基準価額が下落する要因となります。また、ロング・ポジションおよびショート・ポジションの双方が誤っていた場合、双方に損失が発生するために、通常の株式投資信託における損失よりも大きくなる可能性があります。

また、ファンドオブファンズ戦略のファンドは、パフォーマンス連動債の発行体に対する信用リスクや、新興国市場への投資リスク、レバレッジの利用によるリスク等、ファンドオブファンズ戦略に特有のリスクも伴います。

上記は投資信託に係るリスクの一部を記載したものであり、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、お申込みの際は投資信託説明書(目論見書)および目論見書補完書面の内容をよくお読みください。投資信託は、預金商品、保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。登録金融機関は、投資者保護基金には加入しておりません。投資信託の設定・運用は、投資信託委託会社が行います。

## 追加型公募投資信託に係る費用について

スパークス・アセット・マネジメント株式会社における追加型公募投資信託に係る費用の上限は以下のとおりです。

### ●直接ご負担いただく費用

|         |               |
|---------|---------------|
| 申込手数料   | : 上限3.15%(税込) |
| 解約手数料   | : なし          |
| 信託財産留保額 | : 上限0.5%      |

### ●投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

|         |                            |
|---------|----------------------------|
| 信託報酬    | : 上限1.995%(税込)             |
| 実績報酬(※) | : ファンドにより、実績報酬がかかる場合があります。 |

※実績報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

## ご留意事項

上記に記載しているリスクや費用の項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、スパークス・アセット・マネジメント株式会社が設定・運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なります。

投資信託の取得のお申込みをする場合には、販売会社から投資信託説明書(目論見書)および目論見書補完書面をあらかじめお渡ししますので、必ずお受取りになり、投資信託説明書(目論見書)等の内容をよくお読みいただいた上、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

スパークス・アセット・マネジメント株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第346号  
(社)投資信託協会会員 (社)日本証券投資顧問業協会会員