

ヘッジファンド調査の概要とヘッジファンドをめぐる論点

要 旨

(はじめに)

- 近年、ヘッジファンドの成長は目覚ましく、その成長に伴う市場への影響について、規制当局等の関心が高まっている。このような背景を受け、金融庁は2004年12月に公表した「金融改革プログラム」の中で、「ヘッジファンドへの対応」を掲げ、2005年央に我が国におけるヘッジファンドの実態調査を行った。本報告書では、調査結果の概要を取りまとめるとともに、ヘッジファンドに係る国際的な法規制や議論の概要を紹介し、ヘッジファンドをめぐる論点を整理した。

(ヘッジファンドとは)

- ヘッジファンドは、一般に、私募、超富裕層向け、レバレッジ、多額のリスク、成功報酬等の要素を持つファンドと考えられているが、現状、ヘッジファンドの明確な定義はない。
- 今回、当庁が行ったヘッジファンド調査では、いわゆるヘッジファンドの実態を広く把握するため、ヘッジファンドを①レバレッジの活用、②成功報酬の徴収、③ヘッジファンド投資戦略の3要素を有するファンド(ファンド・オブ・ヘッジファンズを含む)と定義した。

(ヘッジファンド調査とその結果)

- 当庁所管の金融機関(銀行、保険会社、証券会社、投資信託委託業者及び投資顧問業者等)計1,251社に対し調査票を送付し、任意の回答を求めた。
- ①2000年度から2004年度の5年間に、調査対象会社又は調査対象会社の海外関係会社が設定したヘッジファンドで、調査対象会社が運用・販売に参与しているヘッジファンド、②2000年度から2004年度の5年間に、調査対象会社が販売したヘッジファンド、③2005年3月末時点で、調査対象会社又は調査対象会社の連結対象子会社が保有するヘッジファンドの金額等の調査を行った。
- 今回の調査では、調査対象会社がどのような金融商品をヘッジファンドとしてとらえているかも含めて我が国のヘッジファンドの実態を把握しようとの意図から、何がヘッジファンドなのか、その解釈は回答者である調査対象会社に委ねることとした。そのため、各調査対象会社の解釈が異なる可能性があることは否定できず、実際、当庁が定義した3要素のうち、レバレッジや成功報酬の要素を欠いているものも回答に含まれていた。したがって、今回の調査結果が我が国におけるヘッジファンドの実態を正確に表しているという保証はなく、今回の調査結果を分析するに当たり留意する必要がある。

- 5年間の調査対象期間中、57社が計735本のヘッジファンドを設定し、その金額は約2兆5千億円であった。同期間中販売されたヘッジファンドは、約5兆9千億円であった。また、2004年度末時点で保有されているヘッジファンドは、約6兆1千億円であった。
- 調査対象会社等が設定したヘッジファンドは、2003年度以降、設定本数及び設定金額ともに、それ以前に比べ飛躍的に増加している。その戦略は、ファンド・オブ・ヘッジファンズのほか、株式マーケット・ニュートラルや株式ロング・ショート等が全体の約7割を占め、表面的には必ずしもリスクの高い戦略のヘッジファンドが設定されているわけではないとの見方もできるかもしれない。しかし、各戦略の具体的な内容とそのリスクについては、注視していく必要がある。
- 海外では、ヘッジファンドの設定に当たって、株券貸借、有価証券担保融資及びヘッジファンド資産の保管業務等を総合的に行う「プライム・ブローカー」が利用されると言われているが、我が国には、海外で活動しているようなプライム・ブローカーは、少なくとも現時点においては存在しないものと思われる。
- ヘッジファンドの半数は、銀行、信用金庫、信用組合等の金融機関に販売されている。個人投資家に対する販売は、調査対象期間の5年間で、顕著な伸びを示し、全体の16%を占め、金融機関への販売に次ぐ規模となった。
- 調査対象会社等が設定したヘッジファンドの6割は日本籍だが、調査対象会社が販売したヘッジファンドのうち、日本籍は4割にとどまっている。これは、外国証券会社が、自社グループの海外運用会社が設定したヘッジファンドを、我が国の投資家に販売することが多いことによるものと思われる。
- 2004年度末時点で、調査対象会社全体の四分の一にあたる310社がヘッジファンドを保有している。保険会社が約1兆6千億円、都市銀行等が約1兆3千億円、信託銀行が約1兆2千億円、地方銀行が約9千億円、その他が約1兆円となっている。
- 調査結果から、ヘッジファンドへの投資残高の多い顧客ほど、ファンド・オブ・ヘッジファンズの保有比率が高いことが明らかになった。

(各国のヘッジファンド規制)

- 我が国では、現時点において、ヘッジファンドは法令上定義されていない。
- アメリカでは、2004年に1940年投資顧問法が改正され、登録義務の生じる顧客数の定義を見直し、一定のヘッジファンド投資顧問に対しSECへの登録が義務付けられた。

- イギリスでは、ヘッジファンドそのものに対する規制はない。英FSAの認可を受けていないファンド(ヘッジファンド等)は、原則、一般投資家への販売が禁止されている。2004年、法人顧客等への販売に限定した適格投資家スキームが導入された。
- ドイツでは、2004年に投資法が改正され、ヘッジファンドが新たに定義された。その結果、ファンド・オブ・ヘッジファンズの一般投資家への販売と、シングル・ヘッジファンドの私募形式での販売が認められた。
- 香港では、ヘッジファンドを一般投資家に販売する場合、当該ヘッジファンド運用者を当局に登録させることが義務付けられている。その際、適切なリスク管理と内部管理を行う十分な人員配置を行っているかどうかを当局が評価している。また、シングル・ヘッジファンドには5万米ドル相当、また、ファンド・オブ・ヘッジファンズには1万米ドル相当の最低投資金額が定められている。

(ヘッジファンド規制をめぐる最近の動き)

- 証券監督者国際機構(IOSCO)では、2003年にヘッジファンドに関する報告書を公表した。また、それ以降のヘッジファンド市場の成長に鑑み、2005年、メンバー各国の規制枠組みと検討すべき課題に関する事実把握調査を開始した。
- イギリスでは、2005年6月、ヘッジファンド資産評価の脆弱性や利益相反等、検討が必要なヘッジファンドのリスクや、一般投資家へのヘッジファンド販売の取扱いに関するディスカッション・ペーパーを公表した。
- 香港では、2005年5月、ヘッジファンド規則改正のための市中協議文書を公表。市場関係者の意見も踏まえ、ヘッジファンド運用担当者の運用経験要件の緩和や目論見書による開示の強化を実施した。個人投資家のヘッジファンドへの最低投資金額引下げ案については、個人投資家のリスクに対する理解が十分でないとの販売サイドからの意見を踏まえ、時期尚早として見送った。
- 欧州委員会は、2005年7月、ヘッジファンドを含む「投資ファンドの枠組みの強化に関するグリーン・ペーパー」を公表した。欧州連合における現在の投資信託規制の根本的な修正は不要だが、ヘッジファンドが市場に与える影響を引き続き注視し、今後、関係者との意見交換を踏まえ、最終的に現行の規制を強化すべきかどうかを検討、2006年前半にその結論を公表する予定としている。
- 国際通貨基金は、当局が行うべきことは、ヘッジファンドの運用とシステムック・リスクに対する、ヘッジファンドの潜在的な影響をより良く理解することであり、必ずしもヘッジファンドを規制することではないと指摘している。

- 民間団体であるカウンターパーティー・リスク・マネジメント・ポリシー・グループIIは、ヘッジファンドそのものの規制ではなく、当局の監督下にある金融機関を通じた間接的な情報収集により、多くのものが得られると指摘している。

(ヘッジファンドをめぐる論点)

- **ヘッジファンド規制の必要性**: 投資家保護等が規制・監督上の重要な柱である証券規制当局にとって、システミック・リスクのみに着目した規制・監督だけで本当に十分か、また、ヘッジファンドを取り扱う業者を、より直接的に規制する方法が必要かどうかについて、議論が重ねられている。
- **投資家保護**: 当庁の調査結果から、ヘッジファンドは必ずしもハイ・リスク／ハイ・リターンな投資商品であるとは考えられていないところもあることが明らかになった。しかし、今回の調査では、個別の投資家のリスク管理状況について、明らかにされていないため、今後、投資家の管理状況を把握すると共に、投資家のリスク管理能力をどのように高めたらよいか、検討していく必要もあろう。また、ヘッジファンドのリスク管理能力に限界のある一般投資家層に対しては、何らかの販売規制を行うことについて検討する必要もあろう。
- **市場規律の確保**: ヘッジファンド運用会社の管理体制やリスク管理、資産評価のほか、市場濫用(例えば、インサイダー取引や相場操縦等)や詐欺、マネーロンダリング、利益相反等といった固有リスクについて、今後、現行の検査・監督の枠組みの中で、設定・運用、販売及び投資の各側面において、具体的なリスクの特定・把握を行っていく必要がある。
- **金融システムの安定性**: 現在のところ、我が国におけるヘッジファンドの市場規模は小さく、金融機関との取引も大きくはないと思われる。しかし、近年、金融機関がヘッジファンドへのエクスポージャーを拡大させているとも指摘される中、今回の調査でも、我が国においてヘッジファンドの半数が金融機関向けに販売されていることが明らかとなった。このため、我が国の金融機関のヘッジファンド取引について、継続的に状況を注視していく必要がある。
- **その他**: ヘッジファンドに対し、一定の定義を行うとともに、その全容及び詳細について実態が把握できるようにする必要性について検討する必要がある。併せて、ヘッジファンドに係る各種リスク状況を把握・分析するためのデータの報告体制を構築する必要性を検討する必要がある。また、ヘッジファンドの多くが、外国籍の私募ファンドであるため、IOSCOや二国間における規制監督当局同士の協力体制の、一層の強化を図る必要もあろう。
- **今後の方向性**: 投資家保護と市場規律の確保という観点から、ヘッジファンドの実態及び諸外国の動向等を引き続き注視しながら、我が国におけるヘッジファンドの望ましい規制の在り方について、議論をさらに深めていく必要がある。