

# ヘッジファンド調査（2006）の結果

平成19年3月

金融庁

## < 目 次 >

はじめに	1
1．ヘッジファンド調査（2006）の結果	2
（1）調査対象会社の投資残高	
（2）調査対象会社の販売額	
2．我が国のヘッジファンドへの対応	8
（1）投資家保護	
（2）市場の公正性・透明性の確保	
（3）システミック・リスクに対する対応	
（4）実態把握	
3．IOSCO（証券監督者国際機構）の活動	9
（1）ヘッジファンドに関する報告書	
（2）今後の活動	

## はじめに

金融庁では、2005年に初めてヘッジファンドの実態調査を行い、2005年3月末時点の国内金融機関によるヘッジファンドへの投資状況、過去5年間に亘る設定及び販売状況を調査し、その報告書を「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」(2005年12月)として公表している。本報告書に対しては国内外の規制当局者や業界関係者から反応が寄せられている。今般、2006年3月末を基準にヘッジファンドの実態調査を再実施した。

### 調査方法

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、以下「調査対象会社」)計1,252社に対し、金融庁、財務局、日本証券業協会、日本証券投資顧問協会、投資信託協会を通じて調査票を配布した。尚、回答については、昨年と同様に任意とした。調査票とは別途、主要な金融機関については、ヘッジファンドへの投資に関する意思決定プロセス、投資運用規程及び勧誘・販売方針等についてヒアリングを実施している。

### 調査内容

調査対象会社の2006年3月末時点のヘッジファンドへの投資状況と、過去1年間(2005年4月1日～2006年3月31日)の設定及び販売状況を調査。調査内容の項目は、ファンド名、募集形態、投資戦略、運用会社、設定国、信託期間、投資・販売・設定金額である。

### 定義

調査におけるヘッジファンドの定義は、2005年の調査時と同様に、レバレッジの活用、成功報酬の徴収、ヘッジファンド投資戦略の三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)としている。

## 1. ヘッジファンド調査(2006)の結果

ヘッジファンド調査の結果、投資実績のある金融機関は、348 機関(2006 年 3 月末の投資残高 7 兆 4,381 億円)、販売実績のある金融機関は、101 機関(2005 年 4 月 1 日～2006 年 3 月 31 日 2 兆 9,556 億円)、設定実績のある金融機関は、64 機関(2005 年 4 月 1 日～2006 年 3 月 31 日 1 兆 3,276 億円)となっている。

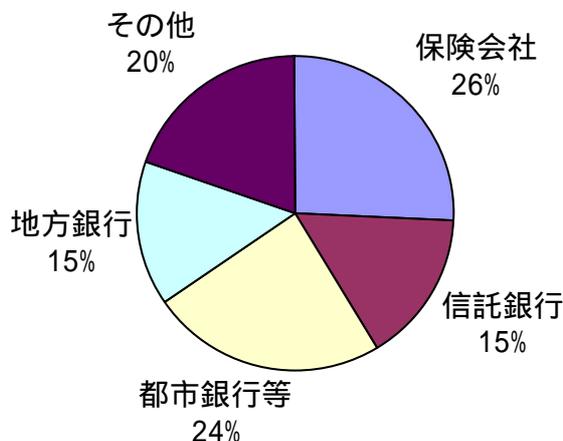
### (1) 調査対象会社の投資残高(2005 年度末)

2006 年 3 月末現在、国内の 348 の金融機関が約 7.4 兆円のヘッジファンドを保有している。昨年度末実績の約 6.1 兆円からは約 22%の増加となっている。

#### 幅広い金融機関がヘッジファンドに投資

業態別の投資残高割合で見ると、2006 年 3 月末現在、保険会社が 26%、信託銀行が 15%、都市銀行等 24%、地方銀行 15%、その他(系統金融機関を含む。)が 20%となっている(図表 1)。

図表 1 業態別の投資残高割合(2006 年 3 月末、合計 7 兆 4,381 億円)



#### 上位 35 機関が全体の投資額の 8 割近くを占める

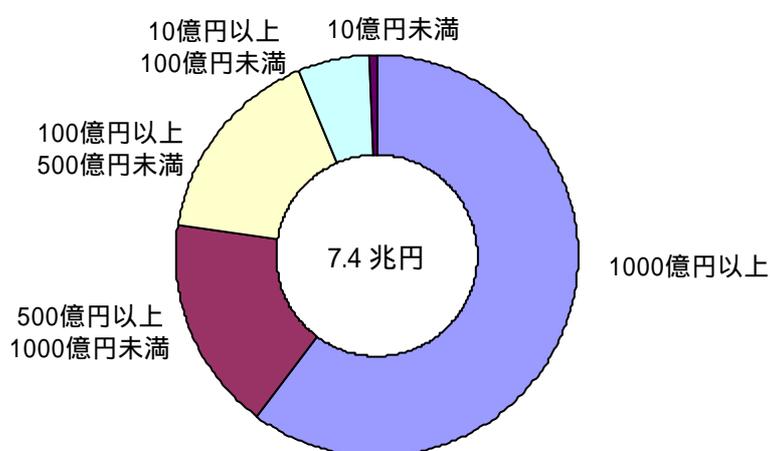
投資規模別で見ると、ヘッジファンドに投資している 348 金融機関のうち、1,000 億円以上投資しているのは 17 機関、500 億円以上 1,000 億円未満が 18 機関、100 億円以上 500 億円未満が 53 機関、10 億円以上 100 億円未満が 135 機関、10 億円未満が 125 機関となっている(図表 2)。

図表 2 投資規模別の金融機関数

投資規模	金融機関数
1,000 億円以上	17
500 億円以上 1,000 億円未満	18
100 億円以上 500 億円未満	53
10 億円以上 100 億円未満	135
10 億円未満	125
合 計	348

また、500 億円以上を投資している上位 35 金融機関が、金融機関全体の投資額の 8 割近くを占めている(図表 3)。つまり、ヘッジファンドに投資している金融機関の 1 割が、全体の 4 分の 3 を占める 6 兆円近い投資を行っていることになる。

図表 3 投資規模別にみる占有率(2006 年 3 月末)

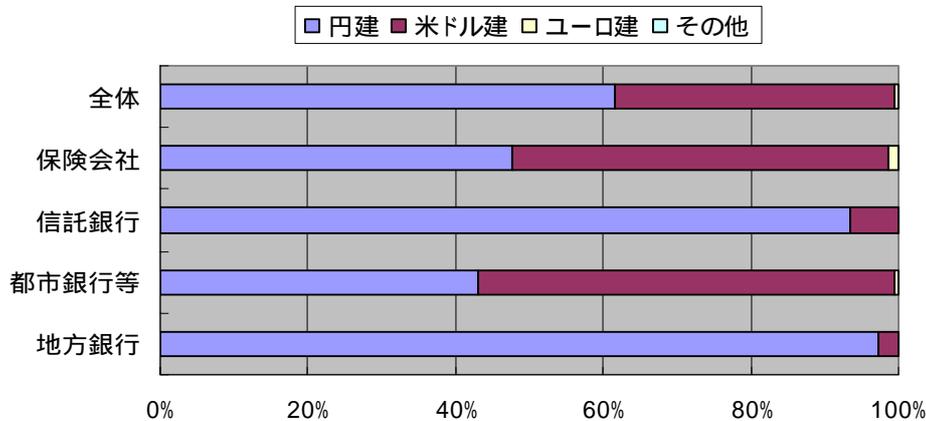


#### 国内金融機関の 6 割が円建てファンドに投資

通貨別投資状況を見ると、調査対象会社の 6 割は円建てのヘッジファンドに投資し、残りの 4 割近くは外貨建てファンドに投資している。外貨建ての種別は、米ドル建てが圧倒的に多く、ユーロ建て、英ポンド建て、豪ドル建てはわずかである。

さらに、業態別の通貨別投資状況を見ると、信託銀行、地方銀行は円建てを中心とした投資となっている(図表 4)。

図表 4 通貨別投資割合



(2) 調査対象会社の販売額(2005年度)

国内の101の金融機関が、調査対象期間中(2005年4月1日~2006年3月31日)、金融法人、事業法人、個人等に対し、約3.0兆円のヘッジファンドを販売している。昨年度の2.1兆円からは、約40%の伸びとなっている。また、2000年度以来の販売金額の累計額では、約8.8兆円に達している。(図表5)。

図表 5 年度別販売金額推移

(単位:兆円)

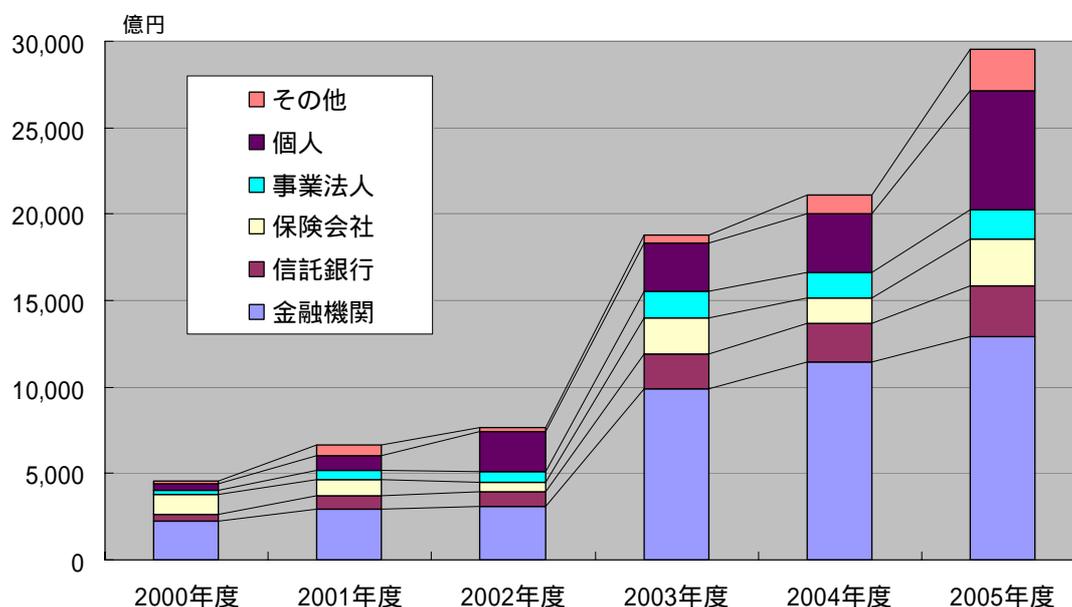
2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	2000年度来の累計額
0.5	0.7	0.8	1.9	2.1	3.0	8.8

個人に対する販売が2割以上に拡大

業態別の販売状況を見ると、銀行、信用金庫、信用組合等の金融機関(48%)、信託銀行(10%)、保険会社(9%)、事業法人(6%)、個人(23%)、その他(4%)となっている。個人に対する販売の全体に占める割合は、昨年度の16%からさらに拡大し、2割以上にも達している(図表6)。

ヘッジファンドを販売する金融機関にヒアリングをした結果、個人向け販売は、都市部の高額所得者や地方の事業オーナー会社などの富裕層が増加しており、最低販売単位は法人並みに高く設定されているものも少なくないとされる。

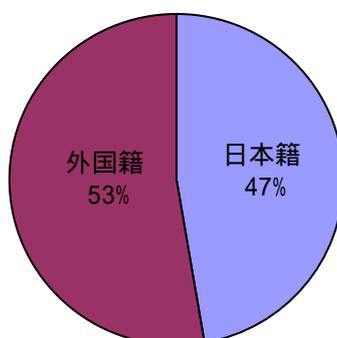
図表6 業態別の販売割合



### 過半数のヘッジファンドは外国籍

調査対象会社が販売しているヘッジファンドの5割強は、引続きケイマン諸島を中心とする外国籍のヘッジファンドとなっている(図表7)。さらに業態別の販売状況を見てみると、金融機関(銀行、信金、信組、系統金融機関等)に対する販売額に占める外国籍の割合は3割程度であるのに対し、保険会社は約6割となっている。後者については、投資する際にファンドの国籍よりも、商品性を重要視する傾向がみられる。

図表7 販売しているヘッジファンドの設定地



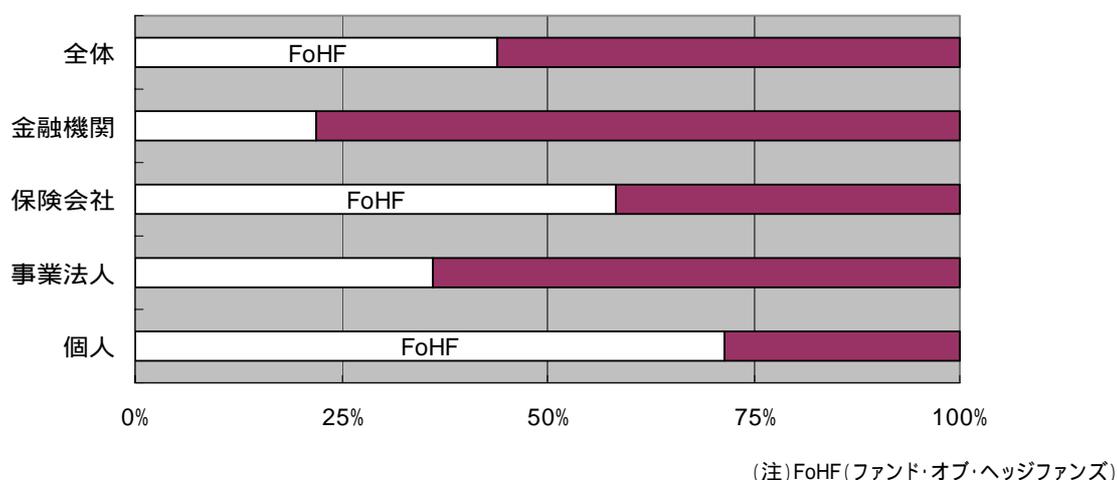
外国籍の内訳は、ケイマン諸島が圧倒的なシェアを占めている。バミューダ、バージン諸島などは少ない。ケイマン諸島が設定地として好まれる理由としては、運用規制

が緩やかなこと、ファンド設定手続きが早いこと、法人税等を含めてファンドを設定するコストが低いこと、弁護士や会計士などの専門家が揃っていることなどが指摘されている。また、公募のファンドについては、2003年、ケイマン当局が日本向けの公募販売に係る新規則(The Retail Mutual Funds (Japan) Regulations 2003)を整備したことも貢献しているとみられている。(この規則は、日本証券業協会が定める外国証券の取引に関する規則に沿った開示規制等を定めている。)

#### ファンド形態はファンド・オブ・ヘッジファンズが4割強

調査対象会社が販売しているヘッジファンドの4割強はファンド・オブ・ヘッジファンズの形態をとっている。さらに業態別にみると、金融機関(銀行、信金、信組、系統金融機関等)に対する販売額の約2割、保険会社に対する約6割がファンド・オブ・ヘッジファンズとなっている。また、個人向けの販売額の7割がファンド・オブ・ヘッジファンズの形態を占めている(図表8)。

図表8 ファンド・オブ・ヘッジファンズの占める割合

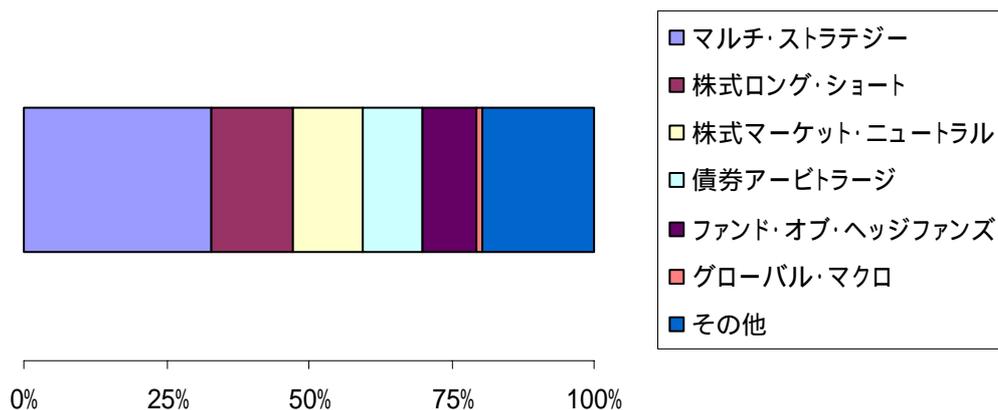


販売会社に対するヒアリング結果によると、地方金融機関を中心に、新しい自己資本比率規制(バーゼル )の導入なども勘案し、リスク管理が不透明なファンド・オブ・ヘッジファンズを売却する動きもみられた。一方で、保険会社等は、自らヘッジファンドに投資するよりも、プロの運用者に任せる方がよいという判断から、ファンド・オブ・ヘッジファンズに投資するスタンスをとり続けているようである。

また、ファンド・オブ・ヘッジファンズに関し、再投資先を含めた資産ポートフォリオの適切な開示については、第三者機関による監査やプライシングを要求している機関投資家が散見される。運用手数料の二重徴収に関しては、それなりのパフォーマンスを出すのであれば問題ないと判断する機関投資家も少なくないようである。

投資戦略としてはマルチ・ストラテジー及び株式ロング・ショートが過半数  
 投資戦略別には、マルチ・ストラテジーが 33%、株式ロング・ショートが 14%、株式マ  
 ーケット・ニュートラルが 12%、債券アービトラージが 11%となっている(図表9)。その他  
 には、通貨ロング・ショートやイベント・ドリブン、インデックス等が含まれる。

図表9 販売額に占める主要な戦略



図表10 ヘッジファンド戦略一覧<sup>1</sup>

戦略名	内容
マルチ・ストラテジー	複数の戦略を組み合わせた戦略。
株式ロング・ショート	値上がりが期待できる個別株式銘柄群のロングと、値下がりが期待できる銘柄群のショートを組み合わせた戦略。
株式マーケット・ニュートラル	個別株式のロング・ポジションをコア・ポートフォリオとして保有しながら、先物やオプションを利用することによって市場下落リスクをヘッジし、ポートフォリオが市場の指標の実績を上回るよう、絶対収益を狙っていく戦略。
債券アービトラージ	割高な債券をショートし、割安な債券をロングにするポジションを取る戦略で、一時的な価格のゆがみが合理的な価格に収斂する過程における収益を追求するレラティブ・バリュー戦略の1つ。
グローバル・マクロ	為替・金利・株式・商品等あらゆるグローバル市場で、市場のゆがみ・矛盾や方向性に投資機会を見出し、現物・先物・デリバティブを用いた積極的な運用により、市場の方向に関係なく収益を追求する戦略。

<sup>1</sup> 金融財政事情研究会、『<sup>2</sup> の追求 資産運用の新戦略』、三菱信託銀行年金運用研究会編；『オルタナティブ投資入門』(前掲)より金融庁作成。

## 2. 我が国のヘッジファンドへの対応

金融庁においては、ヘッジファンドのみに特化した規制・監督は行なわれていないが、投資家保護、市場の公正性・透明性の確保、システミック・リスクの回避、といった観点から、その動向を注視している。

### (1) 投資家保護

ヘッジファンドが投資信託・投資一任業務等の形態をとっている場合、投資家保護の観点から、販売・勧誘を行う証券会社・登録金融機関や投資運用を行う投資信託委託業者・認可投資顧問業者に対して、各種行為規制が設けられており、検査・監督において問題が認められる場合には適切な対応をすることとしている。

本年夏頃目途に施行予定の金融商品取引法においては、投資信託・投資一任業務等以外の形態のファンド持分も広く「みなし有価証券」の定義に含め、その販売・勧誘やファンド財産の投資運用を行う業務を原則として登録制により規制する等、投資家保護の拡充を図っている。

### (2) 市場の公正性・透明性の確保

市場取引の公正性・透明性確保の観点からは、ヘッジファンドを含む市場参加者に対して、インサイダー取引や相場操縦行為等の市場の濫用等の防止及び摘発を目的とした検査・監督・監視を行っている。なお、ヘッジファンドの場合、国外で組成・運用が行われることが少なくなく、それらの行為について我が国の法令を適用することは、實際上、困難を伴うことから、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っている。

海外当局との協力事例としては、2006年8月、英国ヘッジファンドの GLG Partners LP 及び GLG の元役員が日本の証券市場において行った不公正取引に関し、我が国から情報提供等の調査協力を基に、英国金融サービス機構(UKFSA)が GLG 及び当該元役員に対して制裁金を課したケースがある。

### (3) システミック・リスクに対する対応

ヘッジファンドを含む投資商品に金融機関が投資を行う場合にあっては、金融機関におけるリスク管理や資産評価が適切に行われているかといった点について、検査・監督において検証し、問題が認められる場合には適切な対応をすることとしている。また、本年3月末から適用される新しい自己資本比率規制(バーゼル )では、金融機関のファンド投資のリスクはファンドの中身に依じて算定され、金融機関がリスクを把握できていない場合には、現行規制よりも大きな自己資本を求めることとなる。

#### (4) 実態把握

金融庁は、以下のようにヘッジファンドの実態把握にも努めている。

##### 2005年にヘッジファンド調査を初実施

金融改革プログラム(2004年12月24日)に基づき、我が国の金融機関によるヘッジファンドへの投資状況、過去5年間に亘る設定及び販売状況の調査を1,251社に対し実施し、その結果を12月に報告書(「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」)を公表した。主な調査結果としては、幅広い金融機関がヘッジファンドに投資していること、日本で販売されている多くのヘッジファンドは外国籍であること、個人に対する販売割合が増加していることが確認された。

##### 業界関係者との継続的な意見交換

監督・監視については、ファンド運用会社やプライム・ブローカー等に対するヒアリングを通じてその実態把握に努めている。また、国内外の業界団体や金融機関とも継続的な意見交換を行っている。

##### 海外当局との継続的な情報交換等

金融庁では、各国規制当局と情報交換や意見交換を積極的かつ継続的に行っているほか、IOSCO(証券監督者国際機構)などの国際会議の場においても議論に参加している。特に、わが国では、海外で設定・運用されているヘッジファンドが国内に多く持ち込まれているため、海外当局者との連携強化を図り、モニタリングを行うことが重要と考えられる。

### 3. IOSCO(証券監督者国際機構)の活動

世界の116か国・地域の182の証券監督当局、自主規制機関から構成されるIOSCOでは、資本市場に関する原則や指針を策定している。主要国がメンバーとなっている専門委員会では、ヘッジファンドに対する各国の規制状況の調査や、規制に関する議論を行っている。

#### (1) ヘッジファンドに関する報告書

IOSCOでは、2003年2月、ヘッジファンドに投資する個人投資家の保護に焦点を当て、「リテール投資家によるヘッジファンドへの投資から生じる規制及び投資家保護に関する課題」(“Regulatory and Investor Protection Issues arising from the

Participation by Retail Investors in (Funds-of) Hedge Funds”)について報告書を公表している。

その後の市場環境の変化に加え、新たにヘッジファンドに対する規制を設けた国も出てきていることから、それらを踏まえて、2006年11月に、「ヘッジファンドに対する規制状況 - 調査及び比較検討」(“The Regulatory Environment for Hedge Funds a Survey and Comparison”)の報告書を公表している。

## (2) 今後の活動

IOSCO では、現在、ヘッジファンドのポートフォリオのバリュエーション(評価)について、よりよい実務の慣行を促進するために、「ヘッジファンドのポートフォリオのバリュエーションに関する原則」を策定中である。主に評価方法及び評価プロセスの明確化や、評価方針の一貫性の保持、定期的な評価方針の見直しなど、ポートフォリオの透明性の確保を求めるものであり、業界関係者の意見を反映した実務的な原則の策定を目指している。

以上