

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

平成17年12月

金 融 庁

< 目次 >

	要旨	i
I.	はじめに	1
II.	ヘッジファンドとは	
	1. ヘッジファンドの一般的なイメージ	2
	2. 規制当局の定義	2
	3. 調査に当たっての定義	3
III.	ヘッジファンド調査とその結果	
	1. 調査方法	4
	2. 留意事項	5
	3. 調査結果の概要	6
IV.	各国のヘッジファンド規制	
	1. 日本	19
	2. アメリカ	23
	3. イギリス	26
	4. ドイツ	28
	5. 香港	30
V.	ヘッジファンド規制をめぐる最近の動き	
	1. 証券監督者国際機構	32
	2. 規制当局	33
	3. 欧州連合	36
	4. 国際通貨基金	39
	5. 民間団体	40
VI.	ヘッジファンドをめぐる論点	
	1. 投資家保護と市場規律の確保	42
	2. ヘッジファンドの実態把握	46
	3. 今後の方向性	47

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ミック・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し

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、システムック・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。

I. はじめに

近年、ヘッジファンドの成長は目覚ましい。2000年初に3,240億米ドルであったヘッジファンドの資産規模は、2004年初には7,950億米ドルに、また、2005年には1兆ドルを超える規模に成長したと言われている¹。ヘッジファンド市場が拡大するにつれ、ヘッジファンドに対する与信とそれが市場に与える影響について、規制当局の関心が高まってきている。特に、市場の拡大により、ヘッジファンドのクロスボーダーでの活動がより活発になっていると言われており、規制当局間の一層の協力が必要と考えられるようになっている。こうしたことから、各国規制当局、国際機関及び民間団体などは、ヘッジファンドの活動に対する国際金融市場への影響について、数多くの提言を行っているほか、様々な対応策を打ち出している。

金融庁は、2004年12月、利用者の満足度が高く、国際的にも高い評価が得られるような金融システムの実現を目指し、「金融改革プログラム－金融サービス立国への挑戦－」を策定・公表した。その中の1つの柱が「国際的に開かれた金融システムの構築と金融行政の国際化」であり、具体的な取組みの1つとして「ヘッジファンドへの対応」を掲げている。

以上の点を踏まえ、当庁は、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、この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。

¹ Hennessee Group LLC, “Written Testimony of Charles J. Gradante”, July 15, 2004; “HENNESSEE RELEASES 8TH ANNUAL HEDGE FUND INVESTOR SURVEY”, October 5, 2005

Ⅱ. ヘッジファンドとは

1. ヘッジファンドの一般的なイメージ

「ヘッジファンド」には明確な定義はないものの、一般には、「①私募形式による募集、②超富裕層向けの販売、③レバレッジの利用、④多額のリスク、⑤成功報酬の徴収、⑥運用者自身が自己資金を含めて運用」²するファンドと考えられている。日本銀行が2005年7月に公表した報告書³では、ヘッジファンドの特徴として、「通常の投資信託と比較し、①投資戦略の自由度が高いこと、②絶対リターン追求型の投資手法をとること、③投資マネージャーの報酬体系が業績連動型であること」の3点を挙げている。

2. 規制当局の定義

(1) 証券監督者国際機構

証券規制当局等で構成される国際的な機関である証券監督者国際機構 (IOSCO) は2003年2月に公表した報告書⁴において、「ヘッジファンドとは少なくとも、①通常の集団投資スキーム規制に含まれている借入やレバレッジ規制が課せられず、(すべてではないが)その多くは高いレベルのレバレッジを活用している、②管理手数料に加えて(しばしば利益の何パーセントという形で)成功報酬を徴収する、③四半期、半年又は1年毎など、投資家が定期的にファンドを売却することが認められる、④ヘッジファンド・マネージャー自身が多額の自己資金による投資を行う、⑤投機目的でデリバティブが活用され、空売りも可能である、⑥多様なリスク又は複雑な仕組みの商品に投資する、といった要素のいくつかを有するもの」としているが、「法規制のための十分な定義付けを行うことは極めて困難である」としている。

(2) 香港

現在、ヘッジファンドに対する規制を行っている海外の証券規制当局においても、ヘッジファンドを明確には定義していない。例えば、香港証券先物委員会

² 山内英貴、『オルタナティブ投資入門』、東洋経済新報社

³ 日本銀行信用機構局(現金融機構局)・金融市場局、『ヘッジファンドを巡る最近の動向』、日本銀行調査季報 2005年7月

⁴ IOSCO, "Regulatory and Investor Protection Issues Arising from the Participation by Retail Investors in (Funds-of-) Hedge Funds", Report of the Technical Committee of IOSCO, February 2003, pp3-4

は、「一般にヘッジファンド(又は代替投資ファンド・絶対収益ファンド)として知られている集団投資スキームには、以下の条件が適用される。ヘッジファンドは一般に、従来のファンドとは異なる特徴を持ち、異なる投資戦略を用いるファンドとみなされている。認可申請を審査するに当たって、委員会は特に、①資産クラスを選択、②ロング・ショート、レバレッジ、ヘッジや裁定などの代替的投資戦略の使用、といった点を考慮する。⁵」としている。

3. 調査に当たっての定義

以上の点を踏まえ、今回の調査に当たり、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。また、最近、一般投資家向けのヘッジファンド型公募投資信託等の設定・販売が増えていることから、公募／私募の別といった募集形態は問わないこととした。

⁵ Securities and Futures Commission, “Code of Unit Trusts and Mutual Funds”, Chapter 8.7 Hedge Funds

Ⅲ. ヘッジファンド調査とその結果

当庁は、2005年5月、当庁所管の金融機関を対象にヘッジファンド調査を行った。調査方法及び調査結果等は以下のとおりである。

1. 調査方法

(1) 調査対象としたヘッジファンド

今回の調査に当たって、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。また、募集形態は問わないこととした。

(2) 調査対象金融機関

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1,251社に対し調査票を送付し、任意の回答を求めた。

(3) 調査対象期間・調査項目

ヘッジファンドの設定・運用状況、ヘッジファンドの投資家への販売状況及びヘッジファンドへの投資状況の3つの観点からヘッジファンドの実態を把握するため、①ヘッジファンドを設定・運用する者(設定・運用者)、②ヘッジファンドを投資家に販売する者(販売者)、③ヘッジファンドに資金を投資する者(投資者)ごとにそれぞれ異なる調査項目を設けた。具体的には次のとおりである。

① ヘッジファンドの設定・運用者

2000年4月1日から2005年3月31日までの5年間、調査対象会社が設定した(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・販売等に関与している)ヘッジファンドの、ファンド名、募集形態、投資戦略、運用会社、設定国、信託期間、設定金額。

② ヘッジファンドの販売者

2000年4月1日から2005年3月31日までの5年間、調査対象会社が

販売したヘッジファンドの、ファンド名、募集形態、投資戦略、運用会社、設定国、信託期間、販売日、販売額、販売先。

③ ヘッジファンドへの投資者

2005年3月31日時点で、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、ファンド名、募集形態、投資戦略、運用会社、設定国、信託期間、購入日、購入額、購入先。

(4) ヒアリング調査

回答のあった調査対象会社の中から、ヘッジファンドの設定・販売・投資規模が比較的大きい10数社に対し、ヘッジファンドの運用プロセス、勧誘・販売方針、投資運用規程等についてヒアリングを行った。

2. 留意事項

今回の調査においては、前述のとおりヘッジファンドを「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。一般にヘッジファンドを厳密に定義することは困難であり、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、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。したがって、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、以下で述べる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い。こうした一定の限界が存在することは、諸外国規制当局や民間会社が行ったヘッジファンド調査についても言えることであり、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。

また、上述の定義においては、ファンドのビークル(器)は要件に含めていない。したがって、今回の調査で回答を受けたヘッジファンドのビークルは、信託(投資信託)のみならず、投資法人、リミテッド・パートナーシップなど様々であると考えられる。

3. 調査結果の概要

調査対象とした金融機関1,251社のうち、1,171社から回答があった。それによると、2000年度から2004年度までの5年間に、ヘッジファンドを設定した実績のある調査対象会社は57社、販売実績のある調査対象会社は91社、また、2004年度末時点で、ヘッジファンドを保有している調査対象会社は310社であった。

前述のとおり、今回の調査では、「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)」について、その設定、販売及び保有状況を報告してもらうこととした。しかしながら、ヘッジファンドの定義について、今回の調査を通して以下の点が判明した。

- 今回の調査で定義したファンドを、「ヘッジファンド」という分類で認識している投資家もいたが、「ヘッジファンド」としてではなく、伝統的な投資商品とは異なる投資手法を取り、絶対収益を追求する「オルタナティブ投資商品」(又はその一部)と認識していること。
- 設定者や販売者も、多くは「ヘッジファンド」という名称ではなく、「オルタナティブ投資商品」との名称を使用していること。
- ヘッジファンドの定義(ヘッジファンドに対する認識)が、年を経るにつれ変化していること。以前は、レバレッジをかけたリスクの高いファンドが選好されており、そのようなファンドを「ヘッジファンド」と呼んでいたが、現在はリスク度合いを下げたファンドが選好されている。そのため、以前のようなヘッジファンドの定義(又は認識)が当てはまらなくなっていること。

以上の点に加えて、今回の調査対象企業の回答の中には、レバレッジの活用や成功報酬の徴収⁶を行っていないものの、ヘッジファンド戦略を用いて運用を行っている等、全体としてはいわゆるヘッジファンドのイメージにあてはまると考えられるファンドが含まれている。この点を念頭において、今回のヘッジファンド調査結果を読む必要がある。

⁶ 国内公募投資信託の場合、受益者を等しく取り扱う必要から、サブファンドの設定を行わなければ、成功報酬の徴収が困難であるため、成功報酬体系を取っていないファンドが多いと言われている。

(1) ヘッジファンドを設定・運用する者(設定・運用者)に対する調査結果

イ) 概要

2000年度から2004年度までの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た。設定金額は計2兆5,097億円であった⁷。

年度別で見ると、2002年度までは設定本数が100本前後だったものが、2003年以降は倍の200本台の設定が行われている。また、設定金額も、2002年度までは2,500億円から3,000億円台だったものが、2003年度以降、約7,700億円と倍以上に設定となった。

[図表1] 年度別設定本数及び設定金額推移

(単位: 上段(本)、下段(億円))

年度	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	計
設定本数	81	92	129	202	231	735
(うち私募)	(80)	(86)	(117)	(188)	(208)	(679)
設定金額	2,474	3,431	3,718	7,709	7,766	25,097
(うち私募)	(2,464)	(2,934)	(2,926)	(6,522)	(6,435)	(21,281)

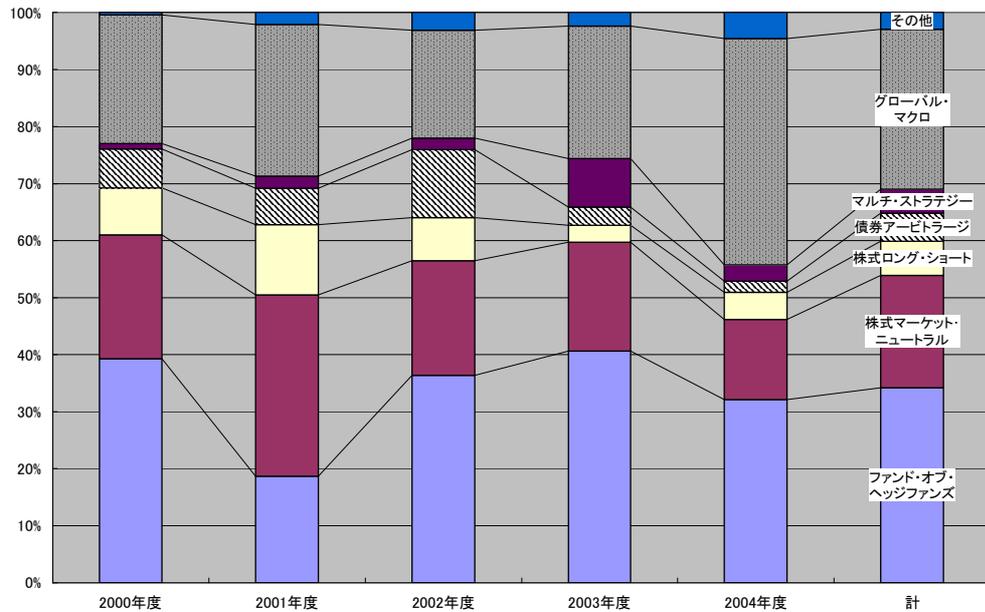
ロ) ヘッジファンドの戦略

設定されたヘッジファンドを戦略別に見ると、図表2のとおりである。これは、調査対象会社からの回答を、当庁がファンド・オブ・ヘッジファンズ、株式ロング・ショート、株式マーケット・ニュートラル、債券アービトラージ、グローバル・マクロ、マルチ・ストラテジーの各戦略に整理したものである。調査対象期間の5年間の平均で見ると、ファンド・オブ・ヘッジファンズが全体の3割強、グローバル・マクロが3割弱、株式マーケット・ニュートラルが2割、以下、株式ロング・ショート、債券アービトラージ、マルチ・ストラテジーの順となっている。これによると、ファンド・オブ・ヘッジファンズや株式マーケット・ニュートラル、株式ロング・ショート、債券アービトラージ、マルチ・ストラテジー戦略が全体の約7割を占めていることから、表面的には必ずしもリスクの高い戦略のヘッジ

⁷ 外貨建てヘッジファンドについては、設定年度の年度平均為替レートで円換算した。以下、販売会社及び投資家に対する調査における外貨建てヘッジファンドの取扱いも同じ。

ファンドが設定されている訳ではないとの見方もできるかもしれないが、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。

[図表2] 年度別ヘッジファンド戦略比率



なお、今回の調査の戦略分類は、図表3のとおりである。

[図表3] ヘッジファンド戦略一覧⁸

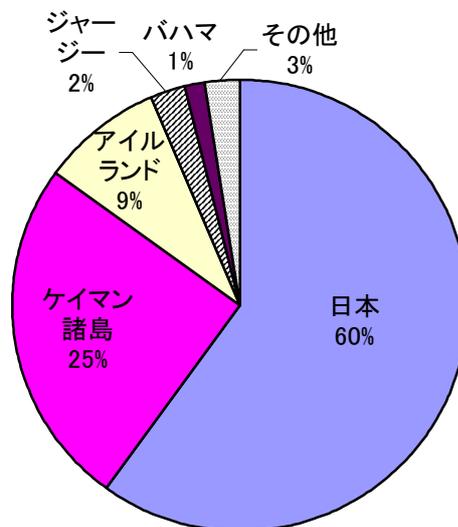
戦略名	内容
グローバル・マクロ	為替・金利・株式・商品等あらゆるグローバル市場で、市場のゆがみ・矛盾や方向性に投資機会を見出し、現物・先物・デリバティブを用いた積極的な運用により、市場の方向に関係なく収益を追求する戦略。
株式マーケット・ニュートラル	個別株式のロング・ポジションをコア・ポートフォリオとして保有しながら、先物やオプションを利用することによって市場下落リスクをヘッジし、ポートフォリオが市場の指標の実績を上回るよう、絶対収益を狙っていく戦略。
株式ロング・ショート	値上がり期待できる個別株式銘柄群のロングと、値下がり期待できる銘柄群のショートを組み合わせた戦略。
債券アービトラー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

⁸ 金融財政事情研究会、『 α 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。

ハ) ヘッジファンドの設定国

設定国別に見ると、我が国が331本、1兆5,080億円で設定金額全体の60%を占めており、以下、ケイマン諸島(286本、6,222億円、25%)、アイルランド(19本、2,208億円、9%)、ジャージー(4本、618億円、2%)、バハマ(8本、308億円、1%)となっている。日本以外の国を設定国に選んだ理由として、設立コストが低いこと、弁護士等のインフラが整備されていること、政情が安定していること等が挙げられた。

[図表4] ヘッジファンドの設定国



二) ヘッジファンドの募集形態

設定された735本のヘッジファンドのうち、679本、2兆1,281億円が私募による設定であった。募集形態別の設定国を見ると、公募の97%、私募の56%が、我が国で設定されたものであった。

[図表5] ヘッジファンドの募集形態及び募集形態別の国籍



＜私募ヘッジファンドの国籍＞

＜ヘッジファンドの募集形態＞

＜公募ヘッジファンドの国籍＞

ホ) その他

① プライム・ブローカー

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。

我が国の場合、外資系証券会社がグローバルな業務展開におけるプライム・ブローカー業務の一環として、日本株取引の執行、貸借及び保管業務を行っているケースはある。しかし、我が国の設定・運用会社は信託銀行を受託会社としていることから、そうしたサービスへのニーズがあまりないと言われており、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。

② 証券会社／受託会社の選定

運用する証券の売買執行にあたる会社(証券会社)については、執行能力、委託手数料や貸借料、調査資料の質等のサービスを勘案して、対象となる複数の会社が選定される。実際の執行は、発注の都度、それらの者を対象に競争入札を行い決定している。なお、対象となる複数の会社は、上述の観点から、定期的に見直しが行われている。

有価証券の保管及び基準価格の計算を行う受託会社(信託銀行)については、事務処理能力の正確さの観点から選定が行われている。ただし、現在、信託銀行の数が限られていること、また、その事務処理能力に大きな差がないことから、信託銀行の頻繁な変更は行われていない。

③ ヘッジファンドへの新規資金の流入について

新規資金が同一戦略のヘッジファンドに多く流入すると、市場に与える影響が大きくなり、結果として効率的な運用ができないおそれがある。そのため運用会社は、各戦略に対する運用可能限度額を設け、新規資金が特定の戦略に流入することを抑えている。

(2) ヘッジファンドを投資家に販売する者(販売者)に対する調査結果

イ) 概要

2000年度から2004年度までの5年間の調査対象期間中、91社が計5兆8,790億円のヘッジファンドを販売した。

内訳は、国内証券会社が42社、3兆3,919億円(全体の約58%)、外国証券会社⁹の19社、1兆3,942億円(全体の約24%)、その他(銀行、保険会社等)の30社、1兆929億円(全体の約18%)となっている。

ヘッジファンドの設定と同様、2003年度以降、販売額は飛躍的に増加している。2000年度から2002年度まで、販売額は4,000億円台から7,000億円台で推移していたが、2003年度は、前年比245%の1兆8,795億円に、2004年度は2兆1,130億円にまで増加した。

[図表6] 年度別販売金額推移

(単位:億円)

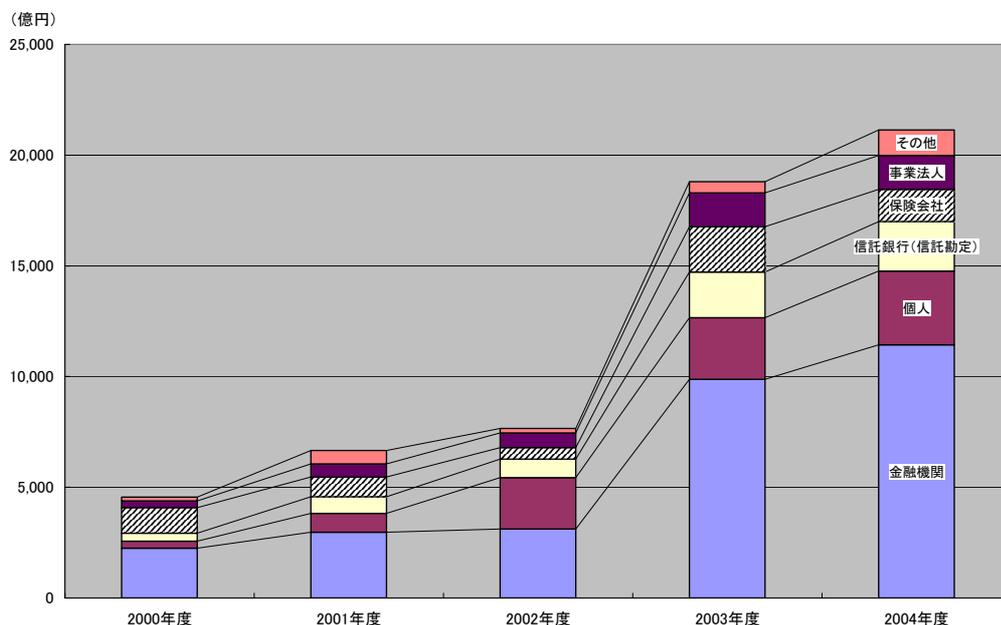
年度	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	計
国内証券会社	3,023	4,086	4,461	8,680	13,669	33,919
外国証券会社	1,222	1,357	1,107	6,158	4,098	13,942
その他	301	1,213	2,094	3,958	3,364	10,929
計	4,545	6,656	7,662	18,795	21,130	58,790

ロ) ヘッジファンドの販売先

販売先を業態別に見ると図表7のとおりである。調査対象期間の5年間において、販売先の約50%は金融機関(銀行、信用金庫、信用組合等。ただし、信託銀行における信託勘定は、ここには含まない。)であり、以下、個人(16%)、信託銀行(信託勘定:年金基金や投資信託等)(11%)、保険会社(10%)、事業法人(8%)となっている。

⁹ 「外国証券業者に関する法律」に規定する証券会社。

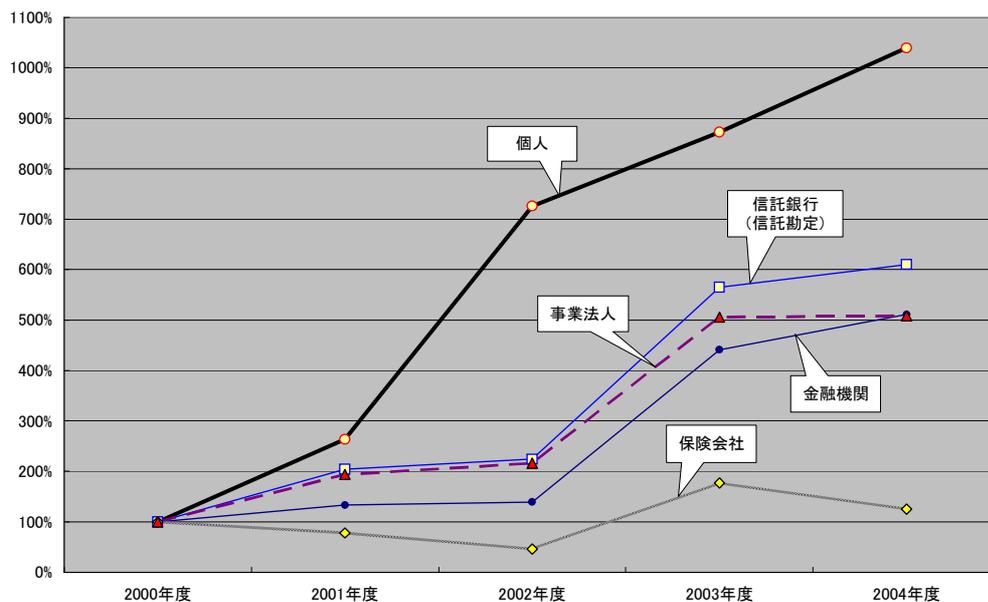
[図表7] 販売先業態別の販売金額推移



図表8は、2000年度の販売金額を100として、販売先の業態別にその伸び率を表したグラフである。個人への販売がこの5年で10倍強と、とりわけ顕著な伸びを示している。信託銀行(信託勘定)へのヘッジファンドの販売はこの5年で6倍に、金融機関及び事業法人への販売は5倍に伸びている。

[図表8] 販売先業態別の販売金額伸び率

(2000年度=100)

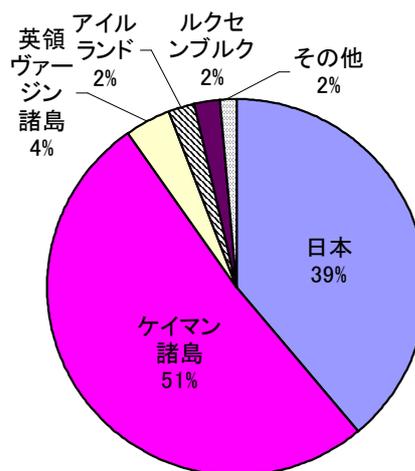


個人への販売は、約9割が公募によるものである。その中には、レバレッジの活用や成功報酬の徴収は行わず、単にヘッジファンド戦略を用いて運用を行っているというファンドも相当数含まれているものと思われる。

ハ) ヘッジファンドの設定国

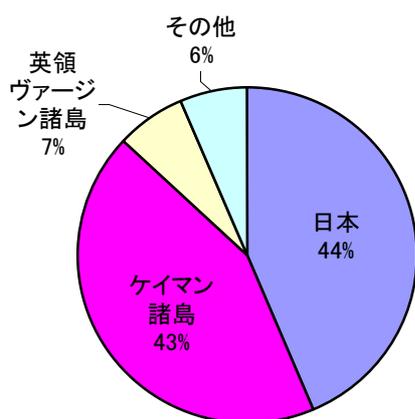
販売されたヘッジファンドの設定国を見ると、51%がケイマン諸島、39%が日本、以下、英領バージン諸島(4%)、アイルランド(2%)、ルクセンブルク(2%)となっている。

〔図表9〕 販売したヘッジファンドの設定国

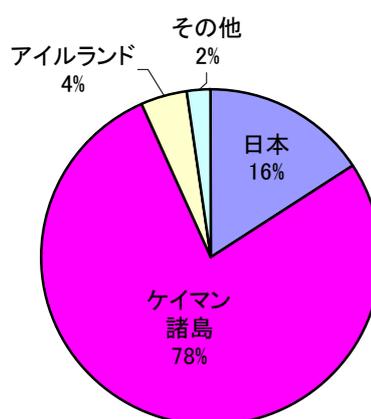


他方、これを異なる観点から見ると、国内証券会社が販売したヘッジファンドの44%は我が国で設定されたものであったが、外国証券会社が販売したヘッジファンドは、その84%が海外で設定されたものであった。これは、外国証券会社の場合、自社グループの海外運用会社が設定したヘッジファンドを、我が国の投資家に販売することが多いことによるものと思われる。

〔図表10〕 販売業者別販売ヘッジファンドの設定国



〔国内証券会社が販売したヘッジファンドの設定国〕



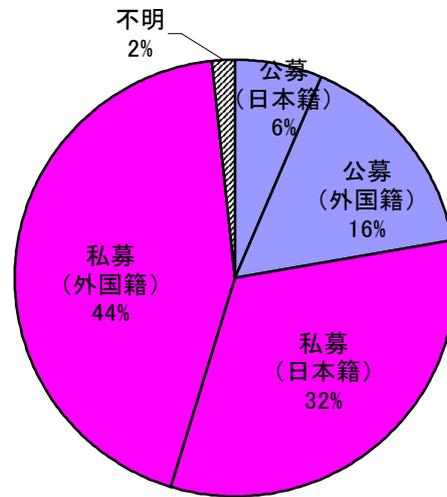
〔外国証券会社が販売したヘッジファンドの設定国〕

二) ヘッジファンドの募集形態

調査期間の5年間に販売されたヘッジファンドの約四分之三(76%)にあたる4兆4,792億円が私募であった。

また、私募形態で販売されたヘッジファンドの57%に当たる2兆5,686億円(販売額全体の44%)が外国籍のヘッジファンドであった。

[図表11] 販売したヘッジファンドの募集形態



ホ) ヘッジファンドの販売方針

ヒアリングを行った中には、ヘッジファンドの販売に当たり、ヘッジファンドを投資信託等他の投資商品と区別し、預り資産や投資経験等の一定の基準を満たす投資家に対してのみ販売するなどの制限を行っている販売会社は見られなかった。

しかしながら、ヘッジファンドの販売に当たっては、リスク説明を含む商品性の説明が重要との認識の下、当初は個人顧客全般を取り扱う販売部門では取り扱わず、一定の富裕個人層を対象とする販売部門でのみ販売し、その後、社内で商品性についての知識が浸透した段階で、個人顧客全般を取り扱う販売部門における販売に切り替える販売会社も見られた。

販売会社においては、ヘッジファンド独自の勧誘方針は定めていないものの、他の投資信託等と同様、そのリスク分類に沿って適合性の原則に従い販売しており、その中でヘッジファンド固有の運用戦略や購入・換金頻度、基準価額の算出頻度及び提供体制等について説明を行っている。なお、ヒアリングを行った販売会社では、ヘッジファンドを、必ずしも最もリスクの高い投資商品とは分類しておらず、ミドル・リスクの投資商品との扱いであった。

へ) 販売するヘッジファンドの選定

販売会社が外資系の場合、一般に自社グループが設定したヘッジファンドのみを我が国の投資家向けに販売している。我が国の販売会社の場合、自社グループ設定のヘッジファンド以外に、グループ外の運用会社が設定するヘッジファンドを多く販売している。

販売会社の中には、市場の急変等、ヘッジファンドの換金や時価提供等に支障をきたすような非常時の対応をスムーズに行うため、自社グループ内の運用会社や信託銀行が関与するヘッジファンドのみを取り扱うこととしている会社もあった。

各販売会社とも、販売するヘッジファンドの選定には時間をかけて慎重に臨んでいる。国内において専門の部署が対応しているほか、海外拠点にヘッジファンドの選定調査を行う専門スタッフを常駐させて対応(又は、調査を行う専門会社を設立して対応)している販売会社や、グループ関連会社等に販売銘柄選定のアドバイザーを依頼している会社もある。

(3) ヘッジファンドに資金を投資する者(投資者)に対する調査結果

イ) 概要

2005年3月末時点で、調査対象会社全体の四分の一にあたる310社が、計6兆832億円¹⁰のヘッジファンドを保有している。この内、1,000億円以上保有している投資家は15社、100億円以上1,000億円未満が62社、10億円以上100億円未満が116社、10億円未満が117社となっている。

業態別の保有状況は、保険会社が30社、1兆6,274億円(全体の27%)、都市銀行等が10行¹¹、1兆2,791億円(全体の21%)、信託銀行(自己勘定、信託勘定の計)が13行、1兆2,263億円(全体の20%)、地方銀行が86行、9,087億円(全体の15%)、その他が171社、1兆417億円(全体の17%)となっている。

¹⁰ 購入時点での購入金額ベース。

¹¹ 都市銀行のほか、長期信用銀行等及び新たな形態の銀行等を含む。なお、この分類は、金融庁、『免許・登録を受けている業者一覧』による。

ロ) ヘッジファンドへの投資理由

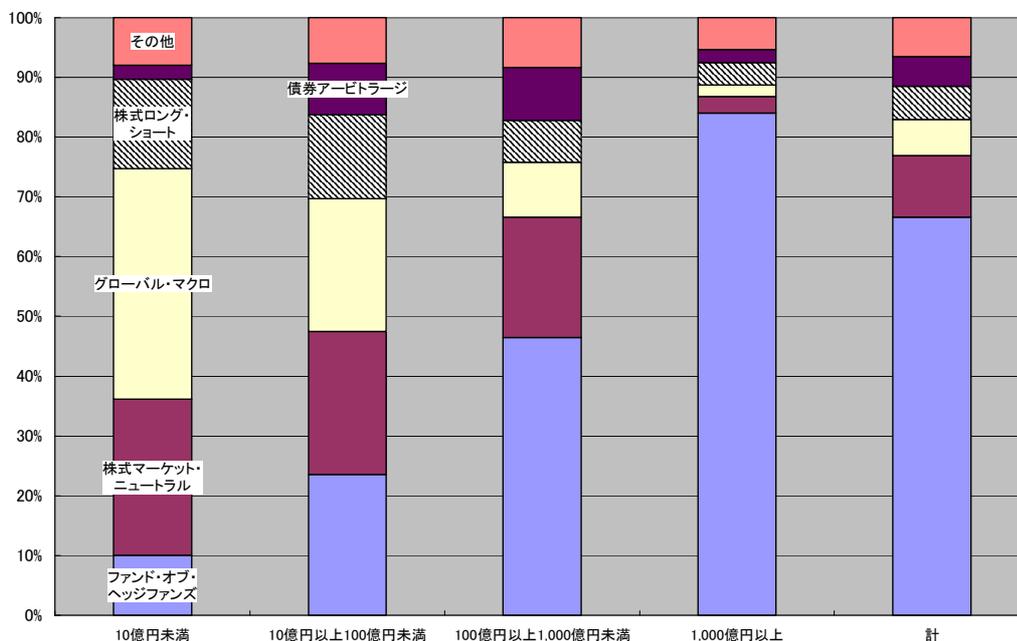
ヒアリングを行った調査対象会社によると、株式・債券といった伝統的投資商品との相関性が低く相場の影響を受けにくいポートフォリオを構築し、絶対収益を追求することが、ヘッジファンド投資を行う理由である。この背景には、歴史的に低金利が長期化したこと、また、株式相場が軟調に推移したことなどがあげられる。

ハ) ヘッジファンドの戦略

保有ヘッジファンドの戦略は、全体の67%がファンド・オブ・ヘッジファンズ、10%が株式マーケット・ニュートラル、以下グローバル・マクロ(6%)、株式ロング・ショート(6%)、債券アービトラージ(5%)となっている。

図表12は、ヘッジファンドの投資残高別の投資戦略の割合を示したものである。

[図表12] 投資残高別保有ヘッジファンド戦略の割合



これによると、投資残高が1,000億円以上の層ではファンド・オブ・ヘッジファンズが8割強を占めているが、投資規模が小さくなるにつれその割合は小さくなり、逆に、株式マーケット・ニュートラル、グローバル・マクロ、株式ロ

ング・ショートの占める割合が増加しており、非常に興味深い。

なお、ファンド・オブ・ヘッジファンズへの投資は、リスク逓減効果を狙ったものであると言える。そのため、投資家は、その効果が十分に発揮されるよう、ファンド・オブ・ヘッジファンズへの投資に当たっては、個別のヘッジファンドを選択するゲートキーパーや、ファンド・オブ・ヘッジファンズに組み入れているヘッジファンドの戦略が偏らないよう注意している。

二) ヘッジファンドの通貨

保有ヘッジファンド全体の61%が円建て、38%が米ドル建てとなっている。残り1%の通貨はユーロ及び英ポンドであった。

投資金額の大きい投資家には、米ドル建てヘッジファンドを多く保有する投資家が多い。例えば、保有残高が1,000億円以上の投資家層の場合、保有するヘッジファンドの53%が米ドル建てであるが、保有残高が100億円以上1,000億円未満の投資家層の場合、米ドル建てヘッジファンドの比率は19%である。保有残高が100億円未満の投資家層に至っては、米ドル建てヘッジファンドの保有比率は5%にすぎない。

米ドル建てヘッジファンドに投資する理由として、米ドル建てヘッジファンドの方が円建てヘッジファンドより市場に厚みがあり選択の幅が広がること、また、ファンド・オブ・ヘッジファンズの場合、個別のヘッジファンドを選択するゲートキーパーが米国に在住しており、彼らが組み入れるヘッジファンドのほとんどが米ドル建てであることなどが挙げられる。

ホ) ヘッジファンドへの投資リスク

一般にヘッジファンドは、ハイ・リスク／ハイ・リターン投資商品であると考えられている。しかしながら、例えばTOPIXのリスク(標準偏差)が10数%のところ、ヘッジファンドのリスクは1桁台とかなり低いものであったことなど、実際には、リスクを抑えたミドル・リターン投資商品であると認識している調査対象会社が多い。

へ) ヘッジファンドの流動性

ヘッジファンドの特徴として、解約通知を行ってから換金できるまで、比較的長い時間がかかるものが多い。セールスポイントとして、解約の事前通知期間を短くしたヘッジファンドもあるが、解約制限を課すことで投機的資金の流入を防ぐことができ、結果的に安定運用が可能となるため、解約の事前通知期間が短い方が良いとする考えは必ずしも正しい認識ではないとする見方もある。現状、ヘッジファンドへの投資額が投資有価証券全体に占める割合は限定的であるため、解約通知から一定の期間内(例えば6ヶ月以内)に換金できるものを投資対象と定めるなど、一定の制限の範囲内で運用実績を高める等の運用規程を設けている投資家もある。

IV. 各国のヘッジファンド規制

ここでは、各国においてヘッジファンドがどのように規制されているかについて、それを概観する。

1. 日本

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。

ヘッジファンドは、集団投資スキーム、すなわち、投資者から集めた資金を合同して専門家が各種資産に投資運用し、その利益を投資者に配分するものであり、資金運用という金融サービスを提供するための仕組みの一種であると考えられる。集団投資スキームを規制する法律には、「投資信託及び投資法人に関する法律」、「商品投資に係る事業の規制に関する法律」及び「不動産特定共同事業法」があり、販売行為、資産運用行為、ファンド自身、ビークルの組成などを一体として規制している。

こうしたことから、以下では集団投資スキーム、中でも投資信託（及び投資法人）に係る規制について、(1)ファンドの設定に係る規制、(2)ファンドの運用に係る規制、(3)ファンドの販売に係る規制に分けて、その概要を見ることとする。

(1) ファンドの設定に関する規制

イ) 募集形態

証券取引法（以下「証取法」）では、新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘のうち、多数の者（適格機関投資家を除く。）を相手方として行うものを「有価証券の募集」とし、有価証券の募集に該当しないものを「有価証券の私募」と定義している¹²。

また、投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」）では、新たに発行される受益証券の取得の申込みの勧誘のうち、多数の者（適格機関投資家を除く。）を相手方として行う場合を「公募」、適格機関投資家のみを相

¹² 証取法第2条第3項。

手方として行う場合を「適格機関投資家私募」、公募又は適格機関投資家私募のいずれにも該当しないものを「一般投資家私募」と定義している¹³。

ロ) 開示規制

有価証券の募集を行うためには、証券情報(ファンドの名称、発行価格、申込期間等)、ファンド情報(ファンドの目的、投資方針、投資対象、運用体制、投資制限等)、特別情報(委託会社等の経理状況等)等を記載した有価証券届出書を内閣総理大臣に事前に提出し¹⁴、また目論見書を作成しなければならない¹⁵が、私募の場合にはいずれも不要である。

ハ) 投資顧問業

顧客に対して投資顧問契約に基づく助言を行う投資顧問業を営もうとする者は、有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律(以下「投資顧問業法」)により、内閣総理大臣の登録を受けなければならない¹⁶、その結果、当局による立入検査等の対象となる。ただし、外国の法令に準拠して設立された法人又は外国に住所を有する個人で、外国において投資顧問業を営む者が国内において認可投資顧問業者等の資産運用者のみを相手方として投資顧問業を営もうとする場合は、この限りではない¹⁶。

また、投資顧問業者が、顧客から、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断の全部又は一部を一任されるとともに、当該投資判断に基づき当該顧客のため投資を行うのに必要な権限を委任されることを内容とする投資一任契約に係る業務を行おうとするときは、内閣総理大臣の認可を受けなければならない¹⁷。

(2) ファンドの運用に関する規制

イ) 空売り規制

¹³ 投信法第2条第13～15項。

¹⁴ 証取法第4条第1項、特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令第10条。

¹⁵ 証取法第13条第1項、特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令第15条。

¹⁶ 投資顧問業法第4条、同施行令第2条。

¹⁷ 投資顧問業法第24条。

空売りは証取法で規制されている¹⁸。証券会社等は、取引所有価証券市場において自己又は顧客の計算において売付けをする場合、有価証券を有して行うか否かを明らかにしなければならず¹⁹、また、証券会社等が有価証券の売付けの受託をする場合には、委託者に対し、その売付けが空売りであるか否かを確認しなければならない²⁰。さらに、取引所が直近に公表した価格以下の価格で空売りを行うこと等が禁止されている²¹。

ロ) レバレッジ規制

レバレッジ規制については、投資信託協会規則において、公募投信の運用における信用取引の建玉の時価総額、株式の借入に係る株式の時価総額、債券の借入に係る債券の時価総額等は、当該投資信託財産の純資産総額の範囲内とする旨が規定されている²²。

ハ) 組入れ資産に関する規制

投信法、投資信託協会規則等において、投資信託に組入れ可能な資産の種類等について制限が設けられている。証券投資信託及びファンド・オブ・ファンズの運用に係る主な規制は次のとおりである。

[図表 13] 証券投資信託(委託者指図型投資信託)

	公募投信	私募投信
原則	信託財産の純資産総額の二分の一以上を有価証券で運用 ²³	
組入株式等の範囲	上場株式等 ²⁴	制限なし
株式取得の制限	同一の法人の発行する株式の議決権の50%超を取得できない ²⁵	
先物取引等の制限	取引の評価損の合計額が投資信託財産の純資産総額の50%未満 ²⁶	制限なし

¹⁸ 証取法第 162 条第 1 項第 1 号。

¹⁹ 証取法施行令第 26 条の 3 第 1 項。

²⁰ 同施行令第 26 条の 3 第 2 項。

²¹ 同施行令第 26 条の 4 第 1 項。

²² 投資信託協会、投資信託等の運用に関する規則(投信協会運用規則)第 15 条。

²³ 投信法施行令第 5 条、投信協会運用規則第 3 条。

²⁴ 投信協会運用規則第 11 条。

²⁵ 投信法第 16 条、投信法施行規則第 32 条。

²⁶ 投信法第 15 条第 1 項第 6 号、投信法施行規則第 27 条第 1 項第 5 号、投信協会運用規則第 17 条。

	公募投信	私募投信
組入投資信託証券の範囲	①組入可能な外国投資信託証券に制限あり ²⁷ ②投資信託証券の合計額が信託財産の純資産総額の5%以下 ²⁸ ③一委託業者による一つの投資信託証券への投資は、投資される投資信託の純資産総額の50%以下 ²⁹	一つの投資信託証券への投資は、投資される投資信託の純資産総額の50%以下 ³⁰
証券化関連商品等の範囲	時価の取得が可能なもの ³¹	制限なし
その他	①信用取引の建玉、売付を目的とした借入れに係る株式、債券の貸借取引に係る債券、空売りできる債券は、信託財産の純資産額の範囲内でなければならない ³² ②資金の借入は、解約代金の支払い等の目的に限る	制限なし

[図表14] ファンド・オブ・ファンズ³³

	公募	私募
組入投資信託証券の範囲	組入可能な外国投資信託証券に制限あり	制限なし
投資信託証券以外への投資	制限あり	制限なし
組入不動産投資信託証券の範囲	制限あり(上場・店頭登録、時価評価が可能なもの等)	制限なし
組入株価指数連動型投信の範囲	制限あり(上場、時価評価が可能なもの等)	制限なし
投資制限	一つの投資信託証券への投資は純資産額の50%以下(不動産投資信託証券への投資は30%以下)	一つの投資信託証券への投資は純資産額の50%以下

(3) ファンドの販売に関する規制

投資信託について、投資信託契約を締結しようとするときには、公募・私募とも投資信託約款の届出及び顧客への交付が必要である³⁴。また、運用報告書

²⁷ 投信協会運用規則第12条第1項。

²⁸ 投信協会運用規則第12条第2項。

²⁹ 投信協会運用規則第12条第3項。

³⁰ 投信協会運用規則第21条。

³¹ 投信協会運用規則第13条。

³² 投信協会運用規則第15条。

³³ 投信協会運用規則第3章。

³⁴ 投信法第26条第1、2項。ただし、目論見書において投資信託約款の内容が記載されている場合(投信法第26条第2項)及び適格機関投資家私募(投信法施行令第27条)については、投資信託約款を交付しないことができる。

の作成・交付も、原則、必要である³⁵。

[図表15] 投資信託にかかる開示規制

	開示書類	公募投信	私募投信	
			適格機関投資家 私募(プロ私募)	一般投資家私募 (少人数私募)
発行 開示	有価証券届出書 目論見書 信託約款の届出・交付	必要 ³⁶ 必要 必要	不要 ³⁷ 不要 必要 ³⁸	不要 ^{39, 40} 不要 必要
継続 開示	有価証券報告書 半期報告書 運用報告書の作成・交付	必要 必要 必要	不要 不要 必要 ⁴¹	不要 不要 必要

また、認可投資顧問業者は、投資一任契約を締結している顧客に対して、半年に1回以上、当該投資一任契約に係る当該顧客の資産の現状について説明した報告書を作成し、交付しなければならない⁴²。

2. アメリカ^{43, 44}

アメリカのヘッジファンド規制について、(1)ファンドの設定に係る規制、(2)ファンドの運用に係る規制、(3)ファンドの販売に係る規制に分けて、その概要を見ることとする。

(1) ファンドの設定に関する規制

1934年証券取引所法⁴⁵において、国法証券取引所上場会社のみならず、

³⁵ 投信法第33条第1項。

³⁶ 発行価額が1億円以上の場合(証取法第4条第1項第3号)。1億円未満の場合には有価証券通知書の届出が必要(証取法第4条第5項)。

³⁷ 有価証券届出書を提出していない旨等を勧誘の相手方に告知しなければならない(証取法第23条の13第1、2項)。

³⁸ 注34を参照。

³⁹ 発行価額が1億円以上の場合、有価証券通知書の届出が必要。(証取法第4条第6項、特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令第7条)。

⁴⁰ 有価証券届出書を提出していない旨等を勧誘の相手方に告知しなければならない(証取法第23条の13第3、4項)。

⁴¹ 投資信託約款において交付しない旨を定めている場合は不要(投信法第33条第1項第1号)。

⁴² 投資顧問業法第32条第1項。

⁴³ SEC, "Implications of the Growth of Hedge Funds", Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission, September 2003; SEC, "17 CFR Parts 275 and 279 Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers; Final Rule", Federal Register Vol. 69, No. 237, December 10, 2004

⁴⁴ なお、米国には、SECによる規制のほか、ヘッジファンドが商品先物取引を行う場合、商品取引所法に基づき商品取引業者の米国商品先物取引委員会(CFTC)への登録が義務付けられているなど、ヘッジファンドに係るその他の規制が存在するが、本報告書では割愛する。

発行済証券の保有者が名簿上500人以上で、かつ100万ドル超の資産を有する証券発行者は、その発行する証券を米国証券取引委員会(以下「SEC」)に登録しなければならない。証券に登録した発行者には、継続開示義務(年次・四半期報告書等)、大量保有報告義務(5%超保有報告)及び短期売買報告義務(10%超保有するファンド内部者の取引報告)が課せられている。なお、多くのヘッジファンドは、発行済証券の保有者が500人未満であることから、本登録を免除されている。

また、1940年投資会社法⁴⁶は、原則、すべての投資会社のSECへの登録、投資会社及びその関係者に対する行為規制、SECによる制裁等を規定している。ただし、証券の実質所有者が100人以下で、かつ公募を行っていない証券発行者は、本法上の投資会社とはみなされない。多くのヘッジファンドはこの規定により、SECによる規制が免除されている。なお、多くのヘッジファンドは、適格購入者を無制限に受け入れていることから、SECによる規制が免除されている。

(2) ファンドの運用に関する規制

SECは、2004年10月、1940年投資顧問法⁴⁷を改正し、投資顧問の登録義務を強化する新ルールを追加するとともに、関連規則の一部改正を行った。本改正法は2005年2月10日に施行、登録義務の開始は2006年2月1日からとなっている。

イ) 登録の対象

米国に本部を置き、営業を行う投資顧問⁴⁸のうち、①米国内に15人以上の顧客を有し、②2,500万ドル以上の資産運用を行う者は、投資顧問業者⁴⁹としてSECに登録する義務⁵⁰が生じる。米国に本部を置かないオフショア投

⁴⁵ Securities Exchange Act of 1934

⁴⁶ Investment Company Act of 1940

⁴⁷ Investment Advisers Act of 1940

⁴⁸ ファンド・オブ・ファンズを顧客に持つヘッジファンド・アドバイザーは、ファンド・オブ・ファンズへの投資家も顧客の数に算入する。なお、適格投資家は顧客の数・資産の計算の対象外となっている。

⁴⁹ Investment adviser

⁵⁰ 2年以上換金できない private fund や venture capital fund は登録の対象外となっている。

投資顧問も、米国に15人以上顧客を有する場合⁵¹は、運用資産額に関係なくSECに登録する義務が生じる。

なお、従前、直近12か月間の顧客が15人未満であることなど一定の要件を満たす投資顧問業者は、SECへの登録義務が免除されていたが、法改正により、顧客数の計算方法が変更となり、ヘッジファンドに投資している投資家の数も顧客の数に算入されることとなり、多くのヘッジファンドの投資顧問が規制の対象となった。

ロ) 開示義務

投資顧問業者は、投資顧問業者登録様式により、ヘッジファンドの数・運用資産総額・従業員の数・顧客の種別等を含む情報をSECに登録しなければならない。また、登録された情報は投資家に開示される。

投資顧問は、顧客利益に奉仕する旨書面で約し、その方針・手続に関する情報を顧客に開示する必要がある。また、業務方法・処分歴・財政状況等を含む書面の開示も必要となる。

ハ) コンプライアンス関連義務

登録投資顧問業者は、SECによる定期的な検査や法令遵守に関する方針・手続を書面で採用し、毎年見直すとともに、それを管理する最高コンプライアンス責任者を任命しなければならない。また、職員の行動基準等を含む倫理規範を作成しなければならない。

二) その他の義務

その他の義務として、成功報酬を徴収する投資家を、最低150万ドルの純資産か75万ドルの預入資産を有する者に限定、顧客資産の維持・管理、業務に関する帳簿・記録の5年間の保存が課される。

(3) ファンドの販売に関する規制

⁵¹ 米国居住の投資家のみ顧客の数に算入。

1933年証券法⁵²は、原則全ての公募証券をSECに登録すること及び勧誘に当たり投資家に目論見書を交付すること等を義務付けている。

ただし、これらの義務は、①私募の場合⁵³並びに②適格投資家⁵⁴に対して募集を行う場合⁵⁵及び③募集の額が少額である場合⁵⁶には適用除外となることから、多くのヘッジファンドは当該規定の適用を受けているようである。ただ、適格投資家への販売除外規定及び少額免除を利用したヘッジファンドを投資家に勧誘する際には、新聞・雑誌・手紙・テレビ・ラジオ放送等を利用した不特定多数への勧誘が禁止されるほか、購入者が当該証券を転売しないよう、証券発行者は必要な措置を講じなければならない。

3. イギリス

英国金融サービス機構(以下「英FSA」⁵⁷)ではヘッジファンドそのものの規制は行っていない。ヘッジファンドは法令上定義されておらず、ヘッジファンドは、規制外集団投資スキーム⁵⁸に分類されている。

ほとんどのヘッジファンドが英国外で設定・運用されている。これは、ヘッジファンドが英国で設定された場合、配当・利子所得及び譲渡所得が法人税の対象になることによる。英FSAには、英国外で設定されたヘッジファンドに対する規制・監督権限がないため、英国内におけるヘッジファンドの販売活動と英国に拠点を置くヘッジファンド・マネージャーに対する規制・監督を行っている。

(1) 英国内におけるヘッジファンドの販売活動

イ) 顧客区分

英国では、販売業者は、顧客を市場相手先(金融機関等)⁵⁹、中間層顧客⁶⁰

⁵² Securities Act of 1933

⁵³ 私募の適用除外規定: 公募を伴わない証券発行者による取引。

⁵⁴ Accredited investors。Accredited investorとは、資産100万ドル超の個人、資産500万ドル超の機関投資家等。

⁵⁵ 適格投資家への販売除外規定: 適格投資家に対しては人数制限なしで、他の投資家に対しては35人まで販売可能。

⁵⁶ 少額免除: 500万ドルを下回る証券の募集であって証券法による保護の必要が認められないものについて、SECに対して適用除外を認める権限を付与⁵⁶。黒沼悦郎、『アメリカ証券取引法(第2版)』、弘文堂。

⁵⁷ Financial Services Authority

⁵⁸ Unregulated collective investment scheme

⁵⁹ Market counterparties

⁶⁰ Intermediate customers

及び一般顧客⁶¹の3つに分類することが義務付けられている。当該区分により、販売業者に課せられる販売勧誘等の規制の内容が異なっている。

集団投資スキームについて、販売業者が一般顧客に販売勧誘行為を行うことができるのは、規制集団投資スキームのみとなっている。ヘッジファンドは規制外集団投資スキームに分類されているため、一般顧客への販売勧誘行為は認められておらず、市場相手先や中間層顧客等に対する販売勧誘行為のみが可能となっている。

一方、英国の顧客区分規制では、一般顧客の要請等があれば、顧客の特定の商品の投資経験を勧奨し、一般顧客を中間層顧客に分類することが可能である。この場合、販売業者は適切な措置を講じた上で、当該顧客へのヘッジファンドの販売勧誘行為を行うことが可能となる。

ロ) ヘッジファンドの上場

ヘッジファンドは投資会社の形態で設定することもできるが、ヘッジファンドの特徴の1つである空売りは上場基準要件を満たさないので、純粋なヘッジファンドを取引所に上場することはほとんど不可能である。

一方、ファンド・オブ・ヘッジファンズは、ロング・ポジションを基本に、ヘッジファンドをポートフォリオの中に組み入れるため、取引所に上場することが可能である。上場したファンド・オブ・ヘッジファンズは、他の上場株式と同様、英国内において一般投資家に販売することが可能である。

ハ) 適格投資家スキーム

より規制の少ない商品へのニーズ等を踏まえ、2004年、適格投資家スキーム(以下「QIS」⁶²)を導入した。QISは、販売勧誘を洗練された投資家に限定したスキームで、純資産額の100%までの借入れや金融商品デリバティブ及び商品デリバティブの使用が認められている。

⁶¹ Private customers

⁶² Qualified Investor Scheme

(2) 英国に拠点を置くヘッジファンド・マネージャーの規制

投資管理や投資顧問などの規制対象業務を行う者は、金融サービス市場法⁶³に基づき英FSAの認可を受けなければならない。集団投資スキームの設立、他人に帰属する資産の管理及び特定の資産の売買の助言は規制対象業務に含まれ、投資マネージャー(あるいは投資アドバイザー)として英FSAの認可を受ける必要があるが、ヘッジファンド・マネージャーもこの中に含まれ、規制を受けることとなる。

3. ドイツ

(1) ヘッジファンドの定義

ドイツは、2004年1月1日、欧州連合(以下「EU」)の集団投資指令(以下「UCITS指令」⁶⁴)を国内法制化するとともに、ドイツの投資信託市場の強化と投資家保護を行うため、投資法⁶⁵を改正、施行した。同法は、ヘッジファンドを明示的に規定していないが、レバレッジ又は空売りの少なくともどちらか一方を有するファンドを「追加的なリスクを有するファンド⁶⁶」(シングル・ヘッジファンド)⁶⁷、追加的なリスクを有するファンド⁶⁸を組み入れたファンド・オブ・ヘッジファンズを「追加的なリスクを有するファンド・オブ・ファンズ⁶⁹」(ファンド・オブ・ヘッジファンズ)⁷⁰と規定した。

イ) シングル・ヘッジファンド

シングル・ヘッジファンドには、無制限の借入れ又はデリバティブの利用によるレバレッジの活用や空売りが認められている。投資対象商品として、預金、マネー・マーケット商品、貴金属、デリバティブ、商品先物が認められているが、非上場証券の投資は純資産額の30%に制限されている。また、純資産総額の50%までヘッジファンドへの投資も認められているが、ファンド・オ

⁶³ Financial Services and Markets Act 2000.

⁶⁴ 注 82 参照。

⁶⁵ Investmentgesetz (InvG) vom 15 Dezember 2003 (BGBl.II.S.2676)

⁶⁶ Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken (=funds with additional risks)

⁶⁷ 同法第 112 条第 1 項。

⁶⁸ 同法第 112 条に規定するファンド。

⁶⁹ Dach-Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken (=funds of funds with additional risks)

⁷⁰ 同法第 113 条第 1 項。

ブ・ヘッジファンズへの投資は認められていない。不動産や不動産会社への投資及び貴金属を除く商品への投資も禁止されている。

ロ) ファンド・オブ・ヘッジファンズ

ファンド・オブ・ヘッジファンズは、預金、マネー・マーケット商品等の流動性資産の組入れが純資産総額の49%までに制限されている。すなわち、純資産総額の51%は、常にシングル・ヘッジファンドを組み入れる必要がある。

ファンド・オブ・ヘッジファンズに組み入れることのできるシングル・ヘッジファンドは、投資法第112条に規定するファンド等で、同一のシングル・ヘッジファンドの組入れは、ファンド・オブ・ヘッジファンズの純資産総額の20%までに制限されている。また、同一の発行体又は同一のファンド・マネージャーが運用するヘッジファンドを3ファンド以上組み入れることは禁止されている。ファンド・オブ・ヘッジファンズ自体には、レバレッジの活用及び空売りが認められていない。

(2) ヘッジファンドの販売

イ) 当局への登録

ドイツ籍のシングル・ヘッジファンド及びファンド・オブ・ヘッジファンズは、連邦金融監督庁(以下「BaFin」⁷¹)への登録が義務付けられている。

ロ) ヘッジファンドの販売

投資法の下、シングル・ヘッジファンドは、ドイツ籍、外国籍を問わず、私募形式による販売のみが認められている。ファンド・オブ・ヘッジファンズは、一般投資家への販売が認められる。ただし、外国籍のファンド・オブ・ヘッジファンズについては、BaFinへの通知が前提となっている⁷²。

⁷¹ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

⁷² 外国籍ファンド・オブ・ヘッジファンズは、母国の監督当局による監督及び母国の監督当局が BaFin と協力する意思を有すること等を前提に、通知を受けた後 3 ヶ月以内に BaFin が販売を禁止しない限り、ドイツ国内で一般投資家への販売が可能となる。

4. 香港⁷³

(1) 運用会社の登録

香港証券先物委員会(以下「SFC」⁷⁴)は、2002年5月、投資信託規則の中にヘッジファンドに関する章⁷⁵を新設した。その中で、ヘッジファンドを一般投資家に販売する際、そのヘッジファンド運用会社のSFCへの登録義務を課した。

ヘッジファンド運用会社の登録の際、SFCはその適合性を評価するにあたり、適切なリスク管理と内部管理を行うために十分な人員配置を行っているかどうかを評価項目として導入した。すなわち、①担当者が2名必要なこと、②運用担当者の運用経験は、シングル・ヘッジファンドの場合、当該戦略について最低2年の経験が必要であること。また、ファンド・オブ・ヘッジファンズの場合、ファンド・オブ・ヘッジファンズ・マネージャーとして最低2年の経験が必要であること、③2人の運用担当者のうち1名は、ヘッジファンドに関する5年間の一般的な経験を有していることが必要とされている⁷⁶。

その他の要件として、ヘッジファンドの運用資産総額が最低1億米ドル必要であること、運用会社のリスク管理、内部管理体制がしっかりしていること、また、外国における運用の場合、SFCが受け入れることのできる検査体制を持つ国・地域で行っていることを併せて課している。

(2) ヘッジファンドの要件等

SFCは投資信託規則の中で、ヘッジファンドの最低投資金額も定めている。すなわち、シングル・ヘッジファンドは50,000米ドル相当額⁷⁷、また、ファンド・オブ・ヘッジファンズは10,000米ドル相当額を最低投資金額としている。

ファンド・オブ・ヘッジファンズは、最低5つのシングル・ヘッジファンドに投資し、個々のファンドへの投資額は純資産総額の30%を超えてはならないとして

⁷³ ヘッジファンドの定義については、3 ページを参照。

⁷⁴ Securities and Futures Commission

⁷⁵ Chapter 8.7 of the Code on Unit Trust and Mutual Funds

⁷⁶ 後述のように、2005年9月に改訂された結果、本規則となった。35 ページを参照のこと。

⁷⁷ 2005年5月に30,000米ドル相当への引下げ案が出されたが、結局50,000米ドル相当に据え置かれた。後述35～36 ページ参照。

いる。また、ファンド・オブ・ヘッジファンズは、他のファンド・オブ・ヘッジファンズに投資することが禁止されている。

また、目論見書において、ヘッジファンドとプライム・ブローカーの関係、利益相反の管理、リスク管理等について開示することが要求されている。

V. ヘッジファンド規制をめぐる最近の動き

ここでは、ヘッジファンドの規制をめぐる最近の議論や各国規制当局等の動きを紹介する。

1. 証券監督者国際機構

(1) 2003年報告書

証券監督者国際機構(以下「IOSCO」)は、2003年2月、「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⁷⁸」と題する報告書を策定・公表した。ここでは、ヘッジファンドに係る監督上の課題のうち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ている。

その中で、個人投資家に対してヘッジファンドの販売を認めている国における規制監督上の主要論点として、

- ① 個人投資家がヘッジファンドのリスクや商品の複雑さを十分理解していないかもしれないこと
 - ② ヘッジファンドの運用者がファンドを適切に運営し、また、それを明確に投資家に説明する能力あるいはプロセスを有していないかも知れないこと
- の2点を挙げている。

また、それらへの対応指針として、

- ① 投資家はヘッジファンドがどのようなリスクを持っているかを知ることができるべきであり、そのためには、ヘッジファンドはその戦略の詳細を開示しなければならないこと
- ② リスク、投資戦略、組織管理や資産評価は複雑であり、特別なスキルが必要とされており、そのため、規制当局はヘッジファンドの運営者及びその内部統制プロセスにより注意を払うべきであることを指摘している。

⁷⁸ IOSCO, “Regulatory and Investor Protection Issues Arising from the Participation by Retail Investors in (Funds-of) Hedge Funds”, Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commission, February 2003

その上で、本報告書は、個人投資家のヘッジファンドへの投資は大きくなく、また、集団投資スキームに適用される既存の規制・監督構造は柔軟であることから、ヘッジファンドにより提起される投資家保護に関する課題にはおおむね対処することが可能であると結論付けている。また、ヘッジファンドは、空売り、費用構造等、規制上の重要な課題を提起することがあるが、これらはヘッジファンド固有の課題としてではなく、より広範に検討されるべきものであると述べている。

(2) ヘッジファンドに係る再調査(2005年)

2003年の「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」の公表以降、ヘッジファンドの市場規模は拡大し、個人投資家のヘッジファンドへの投資も格段に増加したと言われている。

前回の調査時点(2001年末)から3年余りが経過し、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、IOSCOは、2005年、ヘッジファンド規制に対するガイドラインの制定を視野に入れたヘッジファンド調査を開始した。

2. 規制当局

(1) イギリス

1998年のロング・ターム・キャピタル・マネジメント⁷⁹の破綻以降、監督当局によるヘッジファンドへの与信者の監視及び与信者によるカウンターパーティー・リスクの管理の強化等を勧告する各種報告書⁸⁰が出され、英FSAはこうした勧告について検討を行ってきた。

昨今、ヘッジファンドへの資金の流入が高まっていることなどに鑑み、英FSAは、2004年、ヘッジファンドとプライム・ブローカー・セクターについての理解を深めること、ヘッジファンドとヘッジファンドへの与信者双方のリスク嗜好を測定すること及び高レバレッジファンドを特定することを目的に、インタビューとデータ収集による任意のプライム・ブローカーの調査を行った。2005年6月には、

⁷⁹ Long Term Capital Management (LTCM)

⁸⁰ Reports by US President's Working Group (1999), Basel/IOSCO review (2000/1), Financial Stability Forum (2000) etc.

その調査結果を踏まえ、ヘッジファンドがもたらすリスク及びその対応をまとめたディスカッション・ペーパー⁸¹を公表するとともに、市場関係者から意見を求めた。

当該ディスカッション・ペーパーの中で英FSAは、ヘッジファンドの役割を市場の流動性と効率性を高めるものとして評価する一方、検討が必要なリスクとして、市場の崩壊と市場への信頼感の低下、市場の混乱をもたらす流動性の低下、当局が有する情報の不十分性、運用会社の管理体制、オペレーションリスク、リスク管理、資産評価の脆弱性、市場濫用、詐欺、マネーロンダリング、利益相反を挙げている。

こうしたリスクへの対応策を検討するため、英FSAは、ヘッジファンドに関連する市場参加者との対話、ヘッジファンド・マネージャーのレビューや調査、さらには各国の監督当局との対話を行ってきた。今後は、ヘッジファンド・マネージャーやプライム・ブローカーの実態をより明確に把握するとともに、追加的な情報収集を行うことを検討している。

英国では、一般顧客に対して規制外集団投資スキームを販売することはできないが、一般顧客の要請等があれば、販売業者は、顧客の特定の商品の投資経験を勘案し、一般顧客を法人顧客に分類することで、ヘッジファンドを含む規制外集団投資スキームの販売勧誘行為を行うことが可能となっている。また、EU指令の改正⁸²により、ファンドの純資産総額の100%まで空売りやデリバティブを使ったレバレッジの活用が認められる集団投資スキームの設定が可能となった。このため、英FSAは、個人投資家に、より広範な商品提供が可能となっている現状下において規制を強化すべきか、又は、新たなそしてより広範な商品提供を認めるべきかどうかについて論点を整理し、市場関係者から

⁸¹ “Hedge funds: A discussion of risk and regulatory engagement”, June 2005

⁸² EUにおける集団投資スキームについて規定した 85/611/ECC 集団投資指令(Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS))が、2002年、2001/108/EC 商品指令(Directive 2001/108/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 amending Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), with regard to investments of UCITS)により一部改正された。

の意見を求めるディスカッション・ペーパー⁸³も公表した。

(2) 香港

2005年5月、SFCは、ヘッジファンドを個人に販売する運用会社の登録を義務付けたヘッジファンド規制を導入してから3年経過したこと、また、発展の早いヘッジファンドに対応するため、①運用担当者の運用経験要件の緩和、②運用会社の運用の透明性を高めるための目論見書による開示の強化、③シングル・ヘッジファンドへの最低投資金額の引下げを柱とする、同規制改正に関する市中協議文書を公表した。同年9月、その結果が公表され⁸⁴、改正投資信託規則は2005年9月30日に施行された。

運用会社のSFCへの登録に当たって、運用会社の適合性を評価する項目として、当初、ヘッジファンドに関する5年間の一般的な経験と、運用戦略に関する2年間の経験を有する運用担当者が2名必要と規定していた。しかし、今般の改正で、ヘッジファンドに関する5年間の一般経験は、2名の運用担当者のうち1名が有していればよいこととなった。

開示内容の強化については、プライム・ブローカーの選定に際し、デュー・デリジェンスを行うことを義務付けた。また、ヘッジファンドとプライム・ブローカーの関係を目論見書において開示すること、及び、ファンド・オブ・ヘッジファンズは様々な段階で成功報酬が課されることを目論見書の中で注記することを義務付けた。加えて、ヘッジファンドの投資方法とリスク管理に関する全ての事項と、ヘッジファンドの運用に関する利益相反への対処方法を目論見書において開示することも義務付けた。

シングル・ヘッジファンドへの最低投資金額の引下げについて、運用会社サイドからは歓迎のコメントが寄せられた。しかしながら、販売会社サイドから、ヘッジファンドの特徴とヘッジファンドの持つリスクに対して、個人投資家がまだ十分に理解していないこと、また、ヘッジファンドの販売員自身の中にもヘッジファ

⁸³ “Wider range retail investment products: consumer protection in a rapidly changing world”, June 2005

⁸⁴ “Consultation Conclusions on Consultation Paper on the Review of Chapter 8.7 of the Code of Unit Trusts and Mutual Funds”, September 2005

ンドのリスクと特徴について十分な知識を持っていない者がいることから、最低投資金額の引下げは時期尚早との意見が寄せられた。SFCは後者の意見を重視し、シングル・ヘッジファンドへの投資金額を50,000米ドル相当額に据え置いた。

3. 欧州連合

(1) 欧州議会

欧州議会は、2004年1月、「ヘッジファンド及びデリバティブの将来に関する欧州議会決議⁸⁵」を公表した。

この決議で、①レバレッジ等を用いることにより、全ての市場環境下で絶対収益を追求する洗練された代替投資手法を取るものであること、②投資家に先進的な投資商品が提供され、選択の余地が増えることは歓迎すべきことであるが、個人投資家が直接ヘッジファンドに投資できる環境下において、これらの投資家に商品性やリスクについて知らせる必要性を認識していること、③適切な管理がないことによる、グローバル金融システムへの影響等、システムック・リスクを増殖させる危険性があること等を指摘している。

欧州議会は、欧州委員会(以下「EC」)に対し、ヘッジファンドの投資慣行に関する包括的な報告書の作成を要請した。具体的には、多くのヘッジファンドがオフショアで設立され、EUの規制下でない事実に鑑み、EU域内の金融機関によるオフショア・ヘッジファンドに対する与信をより透明にするため、EUレベルでの規制の導入を要請している。

ヘッジファンド規制が、既存の集団投資指令の改正として行うべきか、又は、新たな指令として制定されるべきかどうかを検討することを要請、また、当該規制がヘッジファンド以外の代替投資ファンドをカバーするべきかどうかを検討することも要請している。

また、欧州議会はECに対し、EU加盟国の各規制当局と共同で、マーケット・

⁸⁵ “European Parliament resolution on the future of hedge funds and derivatives” (2003/2082(INI))

タイミング慣行⁸⁶や、それによりアジアやヨーロッパにおけるファンドの長期投資家の利益を著しく害していないかを調査し、必要によっては、その状況への対応を検討するよう要請した。

(2) 欧州証券規制当局委員会

2004年11月、欧州証券規制当局委員会(以下「CESR」⁸⁷)が開催した第7回市場参加者諮問パネル会合において、民間関係者がヘッジファンドについての議論を行った⁸⁸。本パネルでは、特に、投資家保護と、ファンド・オブ・ファンズを通して個人投資家の投資が増加しているヘッジファンドの活動について議論が行われた。

最終的に、本パネルは、ヘッジファンドは有益な投資手段であるものの、ヨーロッパレベルで何らかの規制が必要であるとの結論に達した。しかし、これは、EUのヘッジファンドのみをカバーするものであってはならず、また、ヘッジファンドの更なる発展を妨げ、業界を過剰規制させてはならないことにも言及している。

本パネルにおける議論から、ファンド・オブ・ヘッジファンズについては、ヘッジファンド選択の際にデュー・ディリジェンス義務を課すこと、適格資産に対する警告を含むモニタリング・プロセスの開示、多様なルールの調和、また、ヘッジファンドについては、投資顧問を規制下に置くこと、手数料構造の透明化、といった基本ルールを導入するべきであるとの結論に至った。一方で、規制手段が有効に働くためには、国際的なコンセンサスを基にするべきである旨の注記を行っている。

また、本パネルにおける議論において、ヘッジファンドが個人投資家に販売される場合、商品性、レバレッジ、リスク、手数料といった関連情報の適切な開

⁸⁶ 「マーケット・タイミング」とは、IOSCO 専門委員会報告書(IOSCO, “Best Practice Standards on Anti Market Timing and Associated Issues for CIS”)によれば、一般に、「集団投資スキームの取引場所と集団投資スキームに組み入れた証券の市場が異なることから、取引と純資産価値(NAV)の計算のタイミングに差があり、その間に相場に影響を与える出来事が生じたにも関わらず、純資産価値(NAV)が直近の市場価値の変化を織り込めない状況を有利に使う裁定取引」と定義されている。

⁸⁷ Committee of European Securities Regulators

⁸⁸ パネル会合における議論の概要は、CESR のホームページで公表されている。CESR, “Public Statement The Seventh Meeting of the Market Participants Consultation”, December 2004, CESR/04-684。

示が保証されるべきであることを強調している。

(3) 欧州委員会

2005年7月、ECは、投資信託と資産運用会社、投資家保護、欧州のファンド業界の特徴の変化と併せて、ヘッジファンドを含む代替投資について言及した「欧州連合における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⁸⁹」を公表した。

ヘッジファンドやプライベート・エクイティファンドを含む代替投資は、資産運用者に多様な投資機会を提供し、投資家により高い収益を、また、市場に流動性をもたらすものとされているが、同時に、戦略はより複雑で投資家に投資信託より高いリスクを取らせるものである。また、ヘッジファンドは、現在、そのサイズが比較的小さいため、システミック・リスクの重大な根源との見方はないが、レバレッジの活用、急速な成長及び透明性の欠如は、それが市場に与える影響に関する懸念を増加させているとしている。

個人が代替投資資産により多く投資するようになるなど、代替投資資産市場が大きく成長していることから、このセクターに対する一貫した全ヨーロッパ的な規制アプローチの必要性が高まっている。これらの状況を考慮し、ECは、欧州共通の規制上のアプローチが、ヨーロッパにおけるヘッジファンド及びプライベート・エクイティ市場の更なる発展に資するかどうかを研究するワーキング・グループを立ち上げることにした。

本グリーンペーパーでは、①規制が統一されていないことが市場へのアクセスにどのような影響を与えるか、②投資家保護や市場適合性といった観点からヘッジファンド等に関係する特有のリスクがあるかどうか、③共通の私募規制を導入することにより、機関投資家に対するクロスボーダーでの販売障害がどの程度打破できるのか、といった点について、市場の意見を求めている。

本グリーンペーパーは、①EUの現行の投資信託規制はヨーロッパ市場に発

⁸⁹ “Green Paper on the Enhancement of the EU Framework for Investment Funds”, 12.7.2005

展をもたらした、②市場の発展の機会を逃している点もあり改善の余地はある、しかし、③現状、立法上の根本的な修正を必要とするような事例はないと結論付けている。また、クロスボーダーで個人投資家に対するリスクが高まっているとの明確な証拠はないほか、市場参加者から、市場アクセスに対する障害を除去するような要求も出ていないとしている。

しかしながら、ECは、ヘッジファンドの個人投資家への販売や投資銀行部門におけるエクスポージャーの増加、ヘッジファンドが金融商品市場の機能に与える影響について、引き続き注視する意向である。このため、本グリーンパーパーへの意見や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るべきかどうか検討し、2006年前半に結論を公表する予定である。

4. 国際通貨基金

国際通貨基金は、2004年9月、「グローバル金融安定化報告⁹⁰」を公表した。本報告書は、「ヘッジファンド業界の発展と実務」と題して一章を割き、業界の発展、カウンターパーティー・エクスポージャーとリスク管理、レバレッジの利用と測定、開示と透明性といった問題が市場にどのような影響を及ぼすかといった点について言及した。機関投資家は、ポートフォリオ分散化の観点から、ヘッジファンドへの投資を引き続き増加させている。また、銀行及びプライム・ブローカーは1998年以降、ヘッジファンドに対するエクスポージャー管理を向上させてはいるが、彼らがヘッジファンドのリスクを全て把握するほどの情報開示を受けているかは疑問であると指摘している。

本報告書ではまた、「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ミック・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。主要金融市場では、ヘッジファンド業界の機関化が進んでいるため、これら機関投資家の協力を得て、ヘッジファンドの活動と潜在的なシステムミック・リスクは監視可能である」と指摘している。

⁹⁰ International Monetary Fund, “Global Financial Stability Report – Market Developments and Issues”, September 2004, pp 45–58 “Hedge Fund Industry: Developments and Practices”

また、2005年4月に公表した「グローバル金融安定化報告⁹¹」においても、ヘッジファンドについて言及。2004年の運用成績は、2003年と比べて良くないにも関わらず、投資家、特に機関投資家が、伝統的な投資商品とは相関性の低い投資対象にリターンを求めたため、新規資金がヘッジファンドに流入し続けた。ヘッジファンド業界は成長し続けるにつれ、より一層「機関化」するとの指摘を行っている。

5. 民間団体

(1) 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

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(以下「CRMPG II」⁹²)は、ジェラルド・コリガン元NY連銀総裁が議長を務める、アメリカの主要金融機関の幹部で構成される団体で、グローバル金融システムの効率性、有効性、安定性を促進するためにどのような施策が必要か、民間の立場から検証・提言を行っている。

2005年7月、CRMPG IIは「金融セクターのより大きな安定に向けて－民間セクターの視点⁹³」と題する報告書を公表した。本報告書の中で、カウンターパーティー・リスクの管理とは直接関係はないものの、今般、無視できないテーマの一つとして、「ヘッジファンドの公的な監視」を挙げている。

ヘッジファンドを直接の規制監督下に置くかどうかは新しい論点ではなく、1999年にCRMPG IIの前身であるCRMPG Iがヘッジファンド規制について言及した際も、監督当局が、その監督下の金融機関を通じた情報収集を行うことにより、ヘッジファンドを直接規制することによって得られる情報のかなりの部分を得ることができると結論付けていた。

1999年以降、ヘッジファンドの数や規模が大きくなり、また、その複雑性が増してくるなど、ヘッジファンドをめぐる環境を大きく変化したほか、ヘッジファン

⁹¹ International Monetary Fund, “Global Financial Stability Report – Market Developments and Issues”, April 2005, pp 50–53 “Hedge Funds: An Update”

⁹² Counterparty Risk Management Policy Group II

⁹³ Counterparty Risk Management Policy Group II, “Toward Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective”, July 27, 2005

ドを直接規制する国も出てきた。CRMPG IIは前回同様、間接的な規制に相応のメリットはあるとしている。その上で、①MFA⁹⁴が2005年に公表した「健全な実務指針⁹⁵」に示された実務をヘッジファンドが自主的に採用すること、及び、②当局との協力の下、規制監督下の金融機関を通じた報告体制の構築が可能かどうかを検討するグループの召集を提言した。

(2) MFA

MFAは、1991年にアメリカで設立された、現在、会員数は約1,000を有する、ヘッジファンドを含む代替投資業界を専門とするグローバルな会員組織である。

MFAは、2005年8月、「ヘッジファンド・マネージャーのための健全な実務指針⁹⁶」を公表した。この指針は、2003年に公表した指針を改訂したもので、ヘッジファンド・マネージャーによる健全なビジネス慣行の推進と投資家保護を意図して作成された⁹⁷。

この指針では、①取引の内部管理、②投資家に対する責任、③評価方針と手続き、④リスク監視、⑤規制上の管理、⑥取引実務、⑦業務継続及び災害復興計画の7分野にわたる推奨を提示している。これは、ヘッジファンド・マネージャーが、その実務を行う際の枠組みを提供する目的で策定されている。ヘッジファンド・マネージャーは、提示された推奨を評価し採用することで、ヘッジファンド・マネージャー自身のビジネス慣行を強化し、それによって、投資家保護の強化につながることを期待されている。

⁹⁴ Managed Funds Association

⁹⁵ 注 96 参照。

⁹⁶ “2005 Sound Practices for Hedge Fund Managers”, August 2, 2005

⁹⁷ 本指針では、ヘッジファンドを、「私募形式で販売される、広く一般投資家は購入できない、プロの投資運用会社(ヘッジファンド・マネージャー)によって運用される資産である投資ビークル(器)」と定義している。なお、本指針は、ファンド・オブ・ヘッジファンドを対象とはしていない。

VI. ヘッジファンドをめぐる論点

1. 投資家保護と市場規律の確保

(1) ヘッジファンド規制の必要性

IMFはその報告書⁹⁸の中で、「当局が行うべきことは、ヘッジファンドの運用とシステミック・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」と述べているが、投資家保護が規制・監督上の重要な柱である証券規制監督当局にとって、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が議論されてきている。また、業界団体であるCRMPG IIも「監督当局が、その監督下の金融機関を通じた情報収集を行うことにより、ヘッジファンドを直接規制することによって得られる情報のかなりの部分を得ることができる⁹⁹」と述べているが、ヘッジファンド関係者自身のリスク管理能力を見る上では、間接的な情報収集のみで十分といえるかどうか、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、議論が重ねられてきている。

こうした状況の中、ヘッジファンド規制に係る各国の動向を見ると、①ヘッジファンドを取り扱う業者を当局に登録させるもの、②一般投資家に販売されるヘッジファンドを当局に登録させるものに大別されよう。本報告書で紹介した例では、アメリカ、イギリス及び香港が前者に、また、ドイツが後者の例にあたる。また、我が国は、前述のとおり、ファンドの設定・運用者及び販売者といった、業者を通じた監督を行っている一方、公募投信に関しては、開示規制を行っている。その点で、我が国は、アメリカ、イギリス及び香港と同様、①の規制パターンに分類することができよう。

具体的には、投資家保護の観点から、一般投資家に販売するヘッジファンドに対する最低投資金額の導入、組入資産に対する一定の制限、当局の認可、ヘッジファンドのクロスボーダー販売の場合における、当局間における協力体制等を設けている国もある。また、一般投資家にヘッジファンドを販売する業者

⁹⁸ 注 90 参照。

⁹⁹ 注 93 参照。

に対して、その認可に当たっては、資本金や担当運用者の投資経験等の条件を課しているところもある。

(2) 投資家保護

一般に、ヘッジファンドは富裕層又は機関投資家を対象にしているため、最低投資金額は大きく設定されている。一方で、より幅広い個人投資家からの資金を受け入れるため、最低投資金額をその他一般投資家向け投信同様、比較的少額に設定したヘッジファンドの販売も増加している。今回の当庁の調査でも、個人投資家へのヘッジファンドの販売額が、5年で10倍以上に増加したことが判明している。

一般投資家への対応という点では、例えば香港では、ヘッジファンドに関する規則の見直しの際、シングル・ヘッジファンドへの最低投資金額を50,000米ドル相当額から30,000米ドル相当額へ引き下げることが提案されていたが、個人投資家のヘッジファンドに対するリスクの理解度合いが十分でないとの意見から、時期尚早であるとして引下げが見送られている。

他方、英国では、一般投資家は規制外集団投資スキームを購入することができないが、一定の手続きを踏むことで、ヘッジファンドを含む規制外集団投資スキームを購入することが可能となっている。そのため、英FSAは、今般公表したディスカッション・ペーパー¹⁰⁰において、投資家保護の観点から、規制を強化すべきか、または、より広範な商品提供を認めるべきかどうか、規制のあり方について取り上げている。

今回の当庁調査の対象となった金融機関の中には、ヘッジファンドが必ずしもハイ・リスク／ハイ・リターンな投資商品であるとは考えていないところもあることが明らかになった。ヘッジファンドの全般的な実態把握を中心に行った今回の調査では、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。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、検討していく必要がある。また、ヘッジファンドのリスク

¹⁰⁰ 注 83 参照。

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。

(3) 市場規律の確保

イ) ヘッジファンド固有のリスク

ヘッジファンドに関して、各国規制当局は市場規律にも高い関心を持っている。ヘッジファンドの市場規模拡大に伴い、ヘッジファンドとヘッジファンドを相手にデリバティブ取引や与信の相手方となっているプライム・ブローカー双方が抱えるリスクが高まり、例えば、相場の変動等により市場に大きな影響を与えかねないとの認識を強めている規制当局もある。

例えば、英FSAは、2004年、プライム・ブローカーの活動に関する調査を実施し、2005年6月に公表したディスカッション・ペーパー¹⁰¹では、ヘッジファンドのリスクについて検討すべき項目として、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、利益相反等を挙げている。

当該ディスカッション・ペーパーではまた、ヘッジファンドはその資産価額の評価に当たって、預託機関等を設け、それが独立してヘッジファンド資産の評価を行うことは少なく、そのため、運用者(ファンドマネージャー)自身がヘッジファンドの資産価額を評価し、その価格が成功報酬を算出する基になるため、利益相反のおそれがあることを指摘している。また、多くのヘッジファンドが流動性の低い商品や複雑な仕組みの商品への投資を行っていることに鑑み、当該資産の評価方法やその正確性に対する問題点も指摘している。評価方法の問題については、一義的には、ヘッジファンド投資家が市場リスクをどう管理するかといった、投資家のリスク管理能力の面から検討していく必要がある。

一方、今回、当庁が行った調査では、ヘッジファンドの全般的な実態把握にとどまり、個別のリスク状況の調査・把握までは行っていないが、英FSAが

¹⁰¹ 注 81 参照。

指摘している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もあろう。

ロ) 集団投資スキーム全般に係る検討事項

IOSCOは2003年に公表した報告書¹⁰²の中で、ヘッジファンドが提起する規制上の検討事項として、空売りや費用構造、デリバティブの活用、運用成績評価のための指標銘柄の使用、ファンドの流通方法やアドバイザーの資質を挙げている。しかし、本報告書が、これらの検討事項は、ヘッジファンドに限られた問題ではなく、集団投資スキーム一般について広範な検討が必要と結論付けているように、ヘッジファンドのみに焦点を当てた議論は適当でないという考え方もあろう。

(4) 金融システムの安定性

CRMPG IIの報告書¹⁰³は、新たな商品の登場等により金融実務の複雑性が高まっていることを背景に、発生確率は極めて低いものの金融システム全体に重大な影響を及ぼしかねないリスクについて、金融システムの効率性や有効性を損なうことなく適切な対応を行っていく観点から、市場参加者としてのヘッジファンドへの規制やその取引相手である金融機関のリスク管理の在り方について提言を行っている。

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が、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、我が国の金融機関とヘッジファンドの取引についても、例えば、購入したヘッジファンドの時価情報のタイムリーな入手、OTC

¹⁰² 注 4 参照。

¹⁰³ 注 93 参照。

取引の履行の確実性、カウンターパーティー・リスクの管理、利益相反の回避等の内部管理態勢や、金融機関の取引実態が市場の安定性に及ぼし得る潜在的な影響等について、継続的に状況を注視していく必要がある。

2. ヘッジファンドの実態把握

(1) ヘッジファンドの定義

前述のとおり、現在、国際的にもヘッジファンドの明確な定義はなく、また定義付けは難しいとされている。今回、当庁の調査では、ヘッジファンドを①レバレッジ、②成功報酬、③戦略の3点に焦点を当てて定義付けたが、調査結果から、ヘッジファンド戦略を取るファンドの中にも、必ずしもレバレッジ又は成功報酬を取っていないものがあることや、ヘッジファンド戦略を使った公募投信も多く設定・販売されていることが判明した。そのため、ヘッジファンドの実態をよりの確に把握するためには、IOSCOや諸外国での動向や各種フォーラムの提言を踏まえながら、一定の定義を行うことも検討する必要がある。

(2) データの報告

ヘッジファンドについて、現在、その全容及び詳細について実態が把握できる、信用に足るデータベースはないのが実情である。ヘッジファンドの市場規模やトレンドを把握するため、民間の調査会社によるデータが広く使われているが、これは、一般に、ヘッジファンド運用者による任意の情報提供に基づくデータベースであることなどから、そのデータベースを使用するに当たっては多くの限界が存在する¹⁰⁴。

今後、ヘッジファンド市場動向全般を把握する上で必要なデータの収集・公表のほか、金融機関が設定、販売又は保有するヘッジファンドとそのリスク状況について、監督当局が定期的に報告を受けることなどにより、実態をよりの確に把握・分析し、対処する必要を検討する必要がある。その際、公表用データのみならず、当局への報告のためのデータの作成及び報告に当たっては、その集計・収集コストを抑え、効率的な分析を行うことができるよう、併せて検討する必要もあろう。

¹⁰⁴ ヘッジファンドのデータベースの抱える問題については、日銀の報告書に詳しい。注3参照。

(3) 国際的な協力体制の一層の強化

今回、当庁が行った調査結果が示すとおり、現在、我が国の投資家に販売されているヘッジファンドの多くが、外国籍の私募ファンドである¹⁰⁵。今後、仮に我が国でヘッジファンドの規制を行ったとしても、ファンドそのものの規制については、国内法の規制下では限界があることは明らかである。現に英FSAも、ファンド・マネージャーは自国にいるが、ヘッジファンドのほとんどが自国外で設定されているため、やむなく業者規制を行っているのが実情である。こうした観点から、IOSCOや二国間における規制監督当局同士の協力体制の、一層の強化を図る必要がある。

3. 今後の方向性

本報告書では、ヘッジファンドをめぐる論点として、規制の必要性、投資家保護及び市場規律の確保等を掲げた。これらは、我が国の状況については、当庁が監督下の金融機関に対して行った初めての実態調査から得た情報と、IOSCOや諸外国における現在までの議論の状況を踏まえた上でまとめたものである。しかし、調査結果からも明らかなように、近年、ヘッジファンドの設定・販売・投資は急増しており、また、個人投資家の投資が顕著に伸びているように、投資家層も拡大・深化している。他方、ヘッジファンドのクロスボーダーでの活動も拡大してきており、こうした背景の下、IOSCOや諸外国等において、ヘッジファンドに対する規制の在り方の議論が進められてきている。

こうした状況を踏まえつつ、今後とも、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、議論を深めて参りたい。

以上

¹⁰⁵ 14 ページ、図表 11 参照。