

ヘッジファンドと証券規制

伊豆 久

はじめに

昨年九月、アジア通貨危機が深刻化する中で、マレーシアのマハティール首相はウォールストリートジャーナル紙に寄稿し、ヘッジファンドを激しく非難した。相場操縦によって巨額の富を手にし、東アジア経済を破綻に陥れているファンドマネージャーは、グローバル経済に出没する「追いはぎ」である、と。⁽¹⁾

九〇年代に入り金融危機が起こるたびにヘッジファンドの「暗躍」が取り沙汰されてきた。では、ヘッジファンドとはそもそも何なのか。その金融経済上の役割については次回に取り上げることとして、今回はまず、米国の連邦証券規制⁽²⁾において、ヘッジファンドがどのように位置付けられているのか確認する。⁽³⁾

1 証券法上の私募証券

ヘッジファンドという概念は、法律上の概念ではなく通称である。一般に言われている特徴から定義すれば、①SECに登録されておらず、そのため規制を受けない、②レバレッジを活用する、③マネージャーの運用報酬はパフォーマンスベース、④ハイネットワース（富裕個人）を主たる顧客とする、⑤マネージャー自身が自分の金融資産のすべてをファンドに出資している、⑥その多くはリミテッドパートナーシップの形態をとる、⑦集合投資ファンド、ということになる。それぞれの特徴は相互に関係しあっているが、SECに登録されていない

というのはどういふことで、それはなぜなのか、それぞれの法律ごとに見てみよう。

まず、一九三三年証券法との関係では、ヘッジファンドの持ち分権は、同法第二条(一)が定義する証券に該当するため、その販売においては「いかなる者」に対しても詐欺的行為等禁止の規定が適用される(第一七条)。しかし、第四条(二)が「発行者による公募を含まない取引」(いわゆる私募)については、登録を求める第五条を適用しないとしており、証券の登録と情報開示が免除される。要するに、ヘッジファンドへの出資は私募証券への投資となるため、ヘッジファンドの証券としての登録と情報開示は免除されているのである。

私募と認められるための一つの方法は、そのセーフハーバー規定であるレギュレーションDに従った販売を行うことである。レギュレーションDは、勧誘方法について制限を加え(一般広告などの禁止)、投資家数についても適格投資家以外の投資家は三五名以内と定めている。投資家数の制限を受けない適格投資家(accredited investors)は、機関投資家のほか純資産一〇〇万ドル以上あるいは直近二年間の年収が二〇万ドル以上の個人などである。しかし、レギュレーションDにもとづく私募をおこなう場合には、当該証券の最初の販売から一五日以内に、発行者と仲介者の氏名、発行総額、投資家の数、費用、資金使途などを記載したフォームDの報告書を提出しなければならない(レギュレーションD規則五〇三)。したがって、フォームDによって、ヘッジファンドに関する程度の情報をSECは得ることになるが、レギュレーションDは、セーフハーバールールであるため、それにもとづかずに直接証券法第四条(二)(私募)の適用を求めることも可能である。そこで、ヘッジファンドは、その他の一般的な私募証券発行の多くの場合と同様に、レギュレーションDを利用せず、個別にSECのノーアクションレターを求めるという方法で私募認定を得ているものと思われる。

ヘッジファンドについての詳細な情報が一般に開示されず、またSEC自身も把握していないのは、以上のような事情による。それゆえ、ヘッジファンドに関する情報は、新聞、雑誌などのほか、ビジネスとしてヘッジファンドに関する情報を提供しているベンダーによるほかないのが実情である。

2 投資会社法の不適用

次に、日本の証券投資信託法にあたる一九四〇年投資会社法上の扱いを見てみよう。同法第三条(c)(一)は、「その社外証券(短期手形を除く)が一〇〇名を超えない者によって実質的に所有されており、かつその証券の公募を行っておらず、または行おうとしない発行者」は投資会社(日本でいう投資信託あるいは証券投資法人)にならないとし、投資会社としての規制に服する義務を免除している。いわゆる私募投信であるが、六月の金融システム改革法で解禁が決まった日本の私募投信の場合、私募投信を含めた形で投資信託が定義されているのに対して、米国の場合、そもそも私募投信は投信(投資会社)ではないという扱いになっている。

この規定を利用したプライベートファンドの範疇に入るものは、ヘッジファンド以外にも数多くあり、投資クラブやベンチャーキャピタルなども含まれる。このような、一般に広く投資家を募るのではない小規模な集合投資ファンドの参加者(投資家)の間には、そのファンドへの投資家である前に、社交上あるいはビジネス上のプライベートな相互信頼(それは相互規制でもある)関係があると想定できる。それが、当局への登録とそれによる規制に代替する役割をはたすと期待されており、そのことが、プライベートファンドに幅広い自由と私的自治を認める根拠となっているのであろう。

では、ヘッジファンドはなぜ(法律上の)投資会社になることを拒否するのだろうか。言い換えると、投資会社に対する規制のうち、すでに述べた登録と情報開示以外にヘッジファンドが避けようとしているのはどの点だ

らうか。

その一つは、ファンドのガバナンスに関する規制である。ミューチュアルファンドなどの投資会社は株式会社としての統治構造を備えねばならず、しかも投資会社法第一〇条(a)は、取締役の少なくとも四〇%は投資会社と利害関係のない者でなければならぬとしている。これは、「投資会社の資産を実質的に運営している投資顧問を中心とする、管理者による不正・違法な行為から一般投資家を保護するため」の規定である。これに対してヘッジファンドは、後述のようにリミテッドパートナーシップの形をとることが多く、部外者はもちろん、リミテッドパートナー(出資者)であつてもファンドの運用に口を出すことは事実上不可能であり、ジェネラルパートナーである投資顧問が自由に運用するということに特徴がある。しかしその反面で、制度的なガバナンスの欠如が不正行為の可能性をとまなうのは言うまでもない。

二つ目は、投資顧問の報酬に関するものである。第三六条(b)は、投資会社の投資顧問は、投資会社からの報酬の受け取りに関して信託義務を負うとしている。具体的な報酬基準は述べられていないが、この信託義務違反を理由としてSECと投資家が訴訟を提起する権限を認めている。自分が運用するファンドが投資会社とならないことによつて、ヘッジファンドの投資顧問にはこの信託義務が発生しないのである。(投資顧問の報酬については、投資顧問法が具体的な規定を設けているが、それについては後述)

第三に、運用スタイルについても、投資会社法は、第八条による登録でその基本方針を登録せねばならず、第一二条でSECの規則に反して証拠金取引(空売り、空買い)することを禁止している。こうした運用規制が、投資会社でないヘッジファンドには適用されないため、マネージャーの判断のみによつて瞬時にデリバティブの利用を含めた投資方針を決定し、変更することができるのである。しかしながら、デリバティブの利用の意味は、

レバレッジを利かせること、つまり運用資金よりも大きな額の投資をおこなうことだけにあってはならない。デリバティブにとつてそれはむしろ副次的な意味ではないかと考える。それよりも、既存の金融商品に内在する様々なリスクを一旦アンバンドリングし、その中から自分が選択するリスクだけを引受け、それ以外はヘッジできるところにこそデリバティブの基本的な役割がある。そしてデリバティブを活用するヘッジファンドの最大の特徴も、レバレッジを利かせるところではなく、その名が示す通りリスクの選択的な引受け(＝選択的なヘッジング)にこそある(こうした点については次稿で検討する)。投資会社法第一二条はそれを妨げるのである。

3 投資顧問法における未登録投資顧問

ヘッジファンドのマネージャーは、一九四〇年投資顧問法第二〇二条(a)(一)が定義する投資顧問に該当し、そのため、第二〇六条が定める詐欺的行為等の禁止規定が適用される。しかし、第二〇三条(b)(三)が、「過去二二カ月における顧客数が一五人以下であつて、一般公衆に対し自己が投資顧問であることを明らかにせずかつ「一九四〇年投資会社法」にもとづいて登録した投資会社に対する投資顧問としての業務を行わないもの」については、投資顧問としての登録を免除しているため登録の必要はない。なお、ここでの顧客数の計算では、一本のファンドは出資者の数に関係なく一人の顧客として勘定される。

プライベートな投資顧問の顧客に対しては、詐欺的行為等禁止以外の法による保護を認めていないわけで、これは、証券法における私募投信の扱いと同様である。

ヘッジファンドの投資顧問に関しては、同法上の登録を行っている者もあるが、この規定を利用して登録をしていない者もいる。登録を避ける大きな理由に登録投資顧問への報酬規制がある。第二〇五条(a)は、登録投

資顧問が、「顧客の投資資金またはその一部についてのキャピタル・ゲインまたは評価益の分け前にもとづいて投資顧問の報酬」を定めること（パフォーマンス報酬）を禁止している。ヘッジファンドを投資会社としないことの理由の一つもここにある。投資会社の投資顧問は、同法第二〇三条（b）（三）により、投資顧問としての登録を義務づけているため、自動的にこのパフォーマンス報酬禁止規定に引掛かるからである。

この禁止規定が設けられている理由は、それを認めれば、投資顧問にとつてはパフォーマンスが悪くてもせいぜい契約を打ち切られるだけで自分が損失を被ることはないのに対し、成績が良ければそれに見合った高報酬を得られることになり、投資顧問をよりリスクな投資へ駆り立ててしまうからである。この点に関して、ヘッジファンドでは、マネージャー自身が自己資金のほとんどを当該ファンドに出資していることが無謀な運用を防ぐ役割を果たしていると言われている。つまり、ファンドの損失は自分の損失となる形をとることで、モラルハザードを防いでいるのである。それらは、リミテッドパートナーシップの契約書、投資家への報告書などで明らかにされており、そこでの虚偽記載は証券法と投資顧問法の禁ずる詐欺的行為として規制されている。

では、日本ではしばしば主張される「日本の投信に比べて米国のミューチュアルファンドの成績がよいのは、投資顧問の報酬が固定給ではなくパフォーマンスベースだからだ」との指摘については、どうなるのだろうか。これは、投資顧問法第二〇五条のただし書きによる。すなわち、同条（b）は、パフォーマンス報酬の禁止事項は、残高ベースの成功報酬を禁止するものと解されてはならず、また、投資会社または運用資産一〇〇万ドル以上の顧客との投資顧問契約の場合には残高ベース報酬でかつそのベースが「適当な株価指数」等との相対的な成績に比例して増減する契約であれば、適用されない、と定めている。要するに、投資会社の投資顧問はインデックスとの相対的な成績によつて更改される残高ベースの報酬を得ており、それは投資顧問法が禁止するパフォーマンス

報酬と見なされないのである。これに対して、ファンド自体が投資会社でもなくマネージャーが登録投資顧問でもないヘッジファンドの場合は、対インデックスでの相対的な成績ではなく絶対的な利回りをもとにしたパフォーマンス報酬を受け取ることができるのである。

実際、ヘッジファンドのマネージャーの報酬は、多くの場合、資産の一―二％プラス利益の一五―二〇％と言われている。また、当然にファンドの目標とするところも、ミューチュアルファンドがインデックスをいくらか上回るかあるのに対して、ヘッジファンドは市場動向に関係なく利回りはいくらかで考えられている。このことは、（次回述べるように）ヘッジファンドがそもそも、市場全体のリスク（つまりインデックスの変動リスク）をヘッジした個別銘柄間の裁定取引から始まったという事実からしても、ヘッジファンドの本質的な特徴だと言える。

4 証券取引所法上の規制

一九三四年証券取引所法との関係では、一つは、ヘッジファンドが同法上の登録を要する証券業者（ブローカー・ディーラー）にあたらないか否かが問題となる。ディーラーは、正規の業務の一部として証券の売買を行い、公衆と直接取引をし、市場仲介機能を担い、多くの場合投資家に他の市場サービスも提供する者を指すのに対して、トレーダーは自分の投資勘定のためにのみ証券の取引を行う者とされ、両者は区別して解釈されている。そしてディーラーは登録が必要であり、トレーダーはその必要がない。区別の基準はいささか神学的であるが、ヘッジファンドはトレーダーであつてディーラーではないとされている。

ブローカーについては、ヘッジファンドの持ち分を販売する者がブローカーにあたらなかが問題となるが、

この点、多くの場合、ジェネラルパートナーが直接雇用しているスタッフによって、販売手数料なしに、また不特定多数への勧誘もなく販売されるため、取引所法規則三a四一（ブローカーとはみなされない発行者の提携者）が定める登録免除要件を満たすとされている。ただし、持ち分の販売に外部のコンサルタントなどが利用される場合もあるが、そうした場合には、当該コンサルタントは登録証券業者でなければならぬ。

取引所法との関係でもう一つ問題となるのは、5%ルールの適用である。第一三条（d）と同法規則一三一―は、第二二条で登録された証券の5%以上を直接間接に保有する者は、一〇日以内にSECにスケジュール一三Dの報告書を届け出なければならぬとしている。ただし、発行体の支配に影響力を及ぼす目的をもたない場合には、翌年の四五日以内により簡単なスケジュール一三Gで登録すればよいことになっている。

また、第一三条（f）は、公開されている株式に一億ドル以上投資している一任運用口座を預かる機関投資管理人（Institutional Investment Manager）は、SECに様式一三Fを四半期毎に届け出る義務を負う。様式一三Gは、銘柄名、株数、総売買額について記載することになっている。SECは、ヘッジファンドの米国株式投資に関する情報については、この様式一三Dと一三Fによって、ある程度は把握することが可能となっている。

5 リミテッドパートナーシップとしてのヘッジファンド

以上、連邦証券関係法上の扱いについて見てきたが、次に、ヘッジファンドの組織上の特徴について簡単に見ておこう。

ヘッジファンドは、その多くが会社組織ではなくリミテッドパートナーシップ（LP）⁽⁷⁾の形をとっている。⁽⁸⁾

Pは、パートナー間で、お互いの権利義務、損益の配分などを定めたパートナーシップ契約を結び、リミテッド

パートナーシップ証明書を州当局に登録することで設立される。LPは、その債務に無限責任を負い経営に参与するジェネラルパートナーと、経営に参画せず、自分の出資分しか責任を負わないリミテッドパートナーの二種類の出資者から成る。ヘッジファンドの場合、ファンドの設立者（ファンドマネージャー）ジェネラルパートナーとなるわけである。リミテッドパートナーが、実際にはLPの管理・運営に参加している場合には、裁判所などでジェネラルパートナーとみなされるため、リミテッドパートナーが、LPの運営（ヘッジファンドであればファンドの運用）に口を出すことは事実上ありえない。

ヘッジファンドがLPの形をとるのは、主に課税対策のためである。つまり、会社でなくLPであることによって、ファンドのあげた収益に対するファンドレベルでの課税を回避して、収益を非課税のままファンド出資者に還元（パススルー）することが可能となるのである。

6 日本におけるヘッジファンド

米国でヘッジファンドが多く活動しているのに対して、日本では、現在のところヘッジファンドは作られていない。それは、証券投資信託法第二条が、投信の定義において「その受益権を不特定かつ多数の者に取得させることを目的とするもの」と定めていたためで、つまり、公募投信以外は投信と認められなかったのである。しかし、この点は米国と同じで、米国もヘッジファンドは投資会社法上の投資会社ではない。ただ、日本と米国の風土の違いにより、米国では、法律に書かれていなければ、法律の規制を受けない自由な商品が作られるのに対して、日本の場合、法律で書かれていないものは事実上の禁止を意味するとの慣行が維持されてきた。法律解釈においても、「法令上の証券発行規定があつてはじめて私法上の有価証券となると解する説が多数説⁽⁹⁾」だとされる。

また、米国では、前述のように、ヘッジファンドは投資会社ではないものの証券法上の証券、投資顧問法上の投資顧問にあたるため、それぞれの法律の詐欺行為等禁止条項が適用されることで（証券法第一七条、投資顧問法第二〇六条）、最低限の公正維持は担保される構えとなっている。ところが、日本の証券取引法の証券の定義は私募投資を含んでおらず、したがって、証券法による投資家保護規制の対象外となり、その不正取引に関しては刑法などによるほかなくなる。他方、証券法上の証券の範囲が同時に証券会社の業務範囲を決定するワンセット主義がとられてきたため、証券概念の拡大は、業態間の垣根問題を引き起こすことになる。その結果、投資信託は不特定多数向け商品、相対の商品（相手は一人）は投資顧問等という線引きがなされ、その中間に位置する少数向けの集合投資商品は業態間の「空白地帯ないし緩衝地帯」となっていたのである。⁽¹⁰⁾

それが、六月の金融システム改革法により、従来の「不特定かつ多数の者」が「複数の者」と改められ、私募投資が解禁となったわけである。公募投資との規制上の違いは、省令（証券投資信託の委託会社の行為準則に関する省令）の改正によって図られる予定であるが、情報開示についての区別はなく（この点米国と大きく異なる）、（公募）投資に残っている運用規制が撤廃されることになる模様である。

おわりに

米国におけるヘッジファンドは、以上のような証券規制の下で（というよりもほとんど規制を受けずに）運用されてきたが、それは、そのプライベートな性格が、顧客対象の適格投資家への限定とあいまって、投資家保護を目的とする公的な証券規制の必要性を小さくしているからである。投資家の自己責任を問うための前提条件を整えることが投資家保護（証券規制の目的）だと考えても、同じである。しかし、投資家保護（証券規制）とい

う観点から、金融証券市場における役割という観点へと視点を移せば、ヘッジファンドはまた違った特徴を見せるように思われる。では、金融証券市場におけるヘッジファンドの役割はどう考えればよいのか、次回（十一月号）では、その歴史と現状、グローバル化時代におけるヘッジファンドの役割について検討することとしたい。

(1) Mahathir Bin Mohamad, "Highwaymen of the Global Economy", *Wall Street Journal*, Sept. 23, 1997.

(2) 米国でのヘッジファンドに関する規制には、他に、連邦レベルでは商品取引法等による規制があり、また州レベルでの規制もある。

(3) 本稿は、主に以下の文献によった。

マーシヤ・L・マクハーゲ「日本の投資信託規制改革のための米国シミュチュアル・ファンドからの教訓」『証券投資信託制度の将来』(CAMRIレポート第一五号)一九九四年一〇月。

Schulte Roth & Zabel, "Critical Legal and Regulatory Issues" in *Hedge Funds*, ed. by Jess Lederman and Robert A Klein, McGraw-Hill, 1995.

Sunil Sharma, "Regulation of Hedge Funds" in *Hedge Funds and Financial Market Dynamics* (IMF Occasional Paper 166), 1998.

Arthur Levitt, Testimony Concerning Hedge Fund Activities in the U.S. Financial Markets Before the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, U.S. House of Representatives, April 13, 1994.

(4) ヘッジファンドに関する有力情報センターはウェブサイトでも、関連ニュース、パフォーマンス評価など様々な情報を提供している有線社である。Managed Account Reports社 (www.marhedge.com)、Van Hedge Fund Advisors International社 (www.vanhedge.com) など。

- (5) 近藤光男「アメリカ法制」落合誠一編著「比較投資信託法制研究」有斐閣、一九九六年、一九頁。
- (6) この運用資産一〇〇万ドル以上という規定は、同法規則二〇五—三によって五〇万ドル以上に緩和されていたが、今年七月にSECが規則を改正し、条件をさらに緩和した (www.sec.gov/rules/final/a-1731.htm)。
- (7) パートナーシップに関しては、平野嘉秋「パートナーシップの法務と税務」税務出版出版会、一九九四年。
- (8) ただし、最近、各州で税制上LPと同様の性格をもつリミテッドライアビリティカンパニー(LLC)を認める動きが広がり、ヘッジファンドでもLLCの形態をとるものが増えている。両者の違いはLLCの場合、出資者全メンバーに有限責任が認められるのに対して、LPの場合には無限責任を負うジェネラルパートナーが少なくとも一人必要とされるところにある。LLCについては、榊田淳二「アメリカの新しい事業形態」LLC, LLPおよびLLELPの展開」『国際商事法務』第二六巻第七号、一九九八年。
- (9) 「投資信託の改革に向けて(投資信託研究会報告書)」(資本市場研究会編「魅力ある投資信託をめざして」一九九五年)二八頁。
- (10) 神田秀樹「証券投資信託の法的側面」『ファイナンシャル・レビュー』第三六号、一九九五年、一六一頁。