

SECのヘッジファンド規制案について

伊豆 久

はじめに

米国証券取引委員会（SEC）は、七月一四日、ヘッジファンドに対する規制案を発表した。内容はヘッジファンドの運用者（投資顧問）にSECへの登録を義務付けるというものであり、これによって、これまで事実上規制の対象外であったヘッジファンドもSECの厳しい監督下に置かれることになる。

ヘッジファンドは、九〇年代以降、急速に成長したが、その一方で、昨年発覚した投資信託をめぐる不正取引で、いくつかのヘッジファンドが主導的な役割を果たしていたことが明らかとなった。今回の規制案はそうした現状への対応策の一つだと言えるだろう。しかしその一方で、こうした規制は、通常の投資信託と異なり投資家を限定しているヘッジファンドに対しては不必要であるばかりか、流動性やリスクヘッジ機会の提供というヘッジファンドのプラスの機能を損ないかねない、との批判の声も強い。

以下、SECが新たなヘッジファンド規制に乗り出した背景、今回の規制案の具体的内容、そして規制案への反対意見を紹介することとしたい。

1 規制強化案の背景

ヘッジファンドは、不特定多数の投資家から資金を集める投資信託と異なり、富裕層および機関投資家のみを

顧客とする特殊な集合投資ファンドである。そのため、これまでは、詐欺的行為禁止等の緩やかな規制しか課されてこなかった。⁽¹⁾それを今回の提案は、すべてのヘッジファンドの運用者（投資顧問）に、投資顧問としてのSEC登録を義務付けるものとなっている。登録義務の具体的内容については後述するとして、まずは、こうした規制強化案が提案されるに至った背景を確認しておこう。⁽²⁾

（１）ヘッジファンドの成長

SECが、規制強化に乗り出した第一の理由は、ここ数年、ヘッジファンドに流入する資金が増大し、それにともない市場に与える影響も大きくなっている点である。ヘッジファンドに関する正確な統計は存在しないが、ある推計では、九三年一月の一一〇〇本、運用資産五〇〇億ドルから、今年一月には七〇〇〇本、七九五〇億ドルになっているという。本数で七倍、運用資産で二〇倍であり、今年末には一兆ドルに達すると見られている。他の機関投資家の運用資産の増加率（九三年からの一〇年間）が、投資信託で二・五倍、保健会社と商業銀行が二倍にとどまっていることからすると、ヘッジファンドへの資金流入の勢いは際立っている。

しかも、ヘッジファンドは、レバレッジを効かせる上、売買頻度が高いため、市場へのインパクトはさらに大きくなる。その結果、例えば、あるヘッジファンド（S. A. コーエン氏の運用するSACキャピタル）の株式売買高は一日二千万株以上で、ニューヨーク証券取引所の出来高の三%、ナスダックの1%を占めるといふ。⁽³⁾また、転換社債市場では、全取引の約九五%はヘッジファンドによるものだとの指摘もある。⁽⁴⁾

すなわち、ヘッジファンドは、すでにマイナーで特殊な機関投資家ではなくなっているものであり、それに見合った規制が必要だと考えられているのである。

(2) 一般公衆による間接的なヘッジファンド投資の拡大

第二に、ヘッジファンドへの投資は、これまで一部の富裕層に限定されてきたが、最近、間接的な形とはいえ、一般公衆の資金が流れ込むようになったことである。

その一つのチャンネルは、ヘッジファンドに投資する投資信託の登場である。ヘッジファンドに直接投資することができる個人は、私募証券の条件を満たすため、純資産一〇〇万ドル以上などの「認定投資家 (Accredited Investors)」に限定されているが(注1参照)、〇二年一月からヘッジファンドに投資する投資信託が一般向けに販売され始めたのである。一つのヘッジファンドに投資するのではリスクが高いため、複数(通常一五本ないし二五本程度)のヘッジファンドに投資しようとする投資家は以前より存在した。そうした投資家のために開発されたのがヘッジファンドに投資するファンド(ファンド・オブ・ヘッジファンド、以下FOHF)であるが、このFOHF自身も、規制上はヘッジファンドであるため、購入者は「認定投資家」に限定されていた。しかしながら、〇一年一〇月、あるFOHF(オッペンハイマー・トレモント)が、投資信託(投資会社)および(公募)証券としての登録をSECに行い、それによって通常の投資信託として、不特定多数の一般投資家に販売することが可能なFOHF(登録FOHF)が誕生したのである。これまでヘッジファンド投資から排除されていた一般投資家が間接的な形ながらヘッジファンドに投資することが可能となったのであり、こうした登録FOHFは、その後増加し、今年七月時点で四〇本に達している。

一般公衆の間接的なヘッジファンド投資のもう一つのルートは、年金、財団、大学等の機関投資家によるヘッジファンド投資の増加である。こうした投資家は、伝統的な株式・債券投資を補完するオルタナティブ投資として、ヘッジファンドへの投資を拡大させてきた。例えば、企業・公務員年金のうち二〇％はヘッジファンド

にも投資しており（〇二年）、投資額も九七年の二三〇億ドルから〇四年には七二〇億ドルと六倍近くになっている。しかしながら、こうした機関投資家、とりわけ年金は直接的にはヘッジファンドへの投資が禁止されている一般公衆が受益者であり、その資金が間接的な形でヘッジファンドの高いリスクにさらされていることになる。

このように、これまで富裕層に限られていたヘッジファンドが、今では、間接的な形とはいえ一般投資家の資金も運用しているのであり、こうした現状のもとでは、従来とは異なるレベルの投資家保護規制が必要だとS E Cは主張しているのである。

（3）投信不正取引とヘッジファンド

第三に、昨年九月に投資信託における不正取引が発覚したが、そこにおいてヘッジファンドが大きな役割を果たしていたことが明らかとなった。⁽⁵⁾

明らかとなった不正取引は、「短期取引（market timing）」と「事後取引（late trading）」の二つである。「短期取引」とは、投資信託の基準価格をめぐる一種の裁定取引であり、⁽⁶⁾これ自体は違法ではないが、短期取引に対応するために投信は現金比率を高めに維持せざるをえず、投資戦略を歪められてしまう。さらに短期取引による利益の分、他の投資家の利益が損なわれてしまうなどの問題があるため、通常、目論見書で短期取引を認めないことが明記されているのである。「事後取引」は、基準価格決定の午後四時以降の取引を、それ以前の取引として処理するもので、四時以降の決算発表などを利用すれば、これも簡単に利益を上げることができるといえる。

つまり、二つの取引手法はともに「ゴールしたあとの馬に賭ける」と同じである。にもかかわらず少なくとも

い投資信託が、不正取引をもちかけるヘッジファンドに対して、投信での運用額の引き上げ等を条件にこうした取引を認めていたのである。そして、この問題でSECが摘発したヘッジファンドは、カナリーインベストメントをはじめ四〇にのぼったのである。

また、今回の投信問題とは別に、SECは、過去五年間でヘッジファンドに関する四六件の不正（詐欺的行為）を摘発している。摘発されたのは、パフォーマンスの過大表示、開示されないままの不必要な手数料の支出、ファンド資産の不適正な評価などであり、これらによって詐取された投資家の資産は一〇億ドルに達するという。

しかしながら、ヘッジファンドに登録が義務付けられず、そのためSECの定期的な検査が実施されない現状では、こうした摘発は、顧客等からの訴えを待つほかなく、その時にはすでに巨額の資金が失われている。だからこそ、できる限り不正は未然に防止すること、そのためには登録、情報の開示、コンプライアンス体制の整備を義務づけることが必要だと、SECは主張するのである。

2 規制案の内容

(1) 規則改正案

では、こうした現状に対応して、SECはどのような規制を導入しようとしているのか、今回の規則改正案を具体的に見てみよう。

まず、今回、「プライベートファンド（Private Fund）」という名称で、初めてヘッジファンド概念がSEC規則に導入された。その定義は、投資家が一〇〇人以内で公募を実施せずその予定もない投資会社（投資会社法第三条（c）（1）⁷）⁷、または、投資家がすべて「適格購入者（Qualified Purchaser）」⁷で公募を実施せずその予定

もない投資会社（同法第三条（c）（7）のいずれかであり、かつ、顧客による二年以内の解約を禁じていないものである）投資顧問法規則第二〇三条（b）（3） 2（提案規則）。

は、私募投信を意味する規定である。厳密に言えば、米国には私募投信という概念はなく、私募投信は投信の概念から除外され、投信しての登録を免除される（注1参照）。

の規定の目的は、の私募投信のうち、ベンチャーキャピタルやプライベートエクイティファンドなど長期の運用をおこなうファンドを、「プライベートファンド」概念から除くことである。ヘッジファンド以外のそうした私募ファンドは長期運用を原則とし、通常、中途解約を禁止している。一方、短期的なハイリターンを指すヘッジファンドの場合、ごく短かい解約禁止期間の後は、比較的早くから解約を認めざるをえない（ただし通常三ヶ月毎にのみ可能である）。そこで、二年以内の解約も認めるファンドに限定することで、「プライベートファンド」をヘッジファンドに絞っているのである。

その上で、「プライベートファンド」の投資顧問に関しては顧客の数の計算方法の修整を提案している。すなわち、これまででは、投資顧問業をおこなっていても、直近二ヶ月の顧客が一五人未満、自らを投資顧問として広告・公示していない、投資会社（投資信託）に対する投資顧問業務をおこなっていない、という三条件を満たす場合には、投資顧問としてSECに登録する義務は免除されてきた（投資顧問法第二〇三条（b）（3）（注1参照）。しかも、の顧客数の計算において、（ヘッジファンドの法人形態であるリミテッドパートナーシップを含む）法人顧客に関しては一つの法人を一人の顧客としてカウントしてきたため（同法規則第二〇三条（b）（3） 1）、例えばそれぞれ五〇人の個人投資家が投資しているヘッジファンドを一〇本運用していても、（実際の顧客は五〇〇人であるが）顧客数は一〇人とされ、投資顧問としての登録は免除されたのである。

それを今回の規則改正によって、「プライベートファンド」に限り、法人ではなく最終投資家を顧客の数としてカウントすることとし、⁽⁸⁾その結果、最終投資家が一五人未満であるか、運用資産が三千万ドル以下である（同法規則第二〇三A条 1）であるというごく小規模な例外を除く、事実上すべてのヘッジファンド運用者に投資顧問としてのSEC登録を義務付けようとしているのである。

（2）登録の効果

では、ヘッジファンド運用者が投資顧問として登録することによって、具体的にはどのような効果が発生するのだろうか。

まず登録の申請は、フォームADVという書式によっておこなわれるが、そこには、社名・住所から始まって、従業員数、顧客数、預かり資産、報酬形態から、処分歴等までが記され、SECのサイトで一般に公開される。登録内容は、毎営業年度終了後九〇日以内に更新される。これによって、これまでその市場規模さえ正確には把握できなかったヘッジファンドについて、確かな情報を収集することができるとともに、以前の犯罪によって証券界から追放されたような人間がヘッジファンドに関わっていないかなどをチェックすることも可能となる。投資家がヘッジファンドを選択する際の基礎的な情報提供となることは言うまでもない。

そして登録投資顧問となることによって、いくつかの規制に服することになる。主なものをあげると、まず、「コンプライアンス責任者」を任命するとともに、コンプライアンスの方針と手続きを策定し、年一回以上のレビューをおこなうことが義務づけられる（投資顧問法規則第二〇六条（4）7）。また、規則によって定められた帳簿を作成・保管した上、定期的にSECの検査を受けることになる（投資顧問法第二〇四条）。

さらに、ファンドのキャピタルゲインをベースとした報酬（パフォーマンス報酬）を受け取ることが禁止される（同法第二〇五条）。とはいえこれには例外規定があり、投資家が「適格顧客（Qualified Client）」（個人であれば純資産一五〇〇万ドル以上または投資残高七五万ドル以上（同法規則第二〇五条（3））に限定されていればパフォーマンス報酬も認められる。したがって、前記「適格購入者」のみを顧客としてきたヘッジファンド（注7参照）の場合には問題はないが、顧客の数を一〇〇人以下とすることで投資会社の規定を免れていたヘッジファンドの場合には、顧客ベースを富裕層に限定することが必要となる。

その一方で、投資顧問としての登録は、投資会社としての登録と異なり、ファンドの運用方針や運用対象、法人としてのガバナンスに制限を加えるものではない。登録によって生じるのは、コンプライアンスの向上と投資家ベースの限定のみであり、それがこの規制案の目的である。

しかも、ドナルドソンSEC委員長によれば、こうした効果を実現するためにヘッジファンドが負担する直接的なコストは、登録初期費用が八〇〇ドルないし一〇〇〇ドル、その後の年間コストが四〇〇〇ドルないし五五〇〇ドルにすぎず、コンプライアンス体制の整備に伴う費用も、社内スタッフの時間コストを考慮に入れても四五〇〇〇ドル程度と、極めて小さい額にとどまる。

3 二人の反対意見

今回の規制案は以上のような内容であったが、しかしながら、その提案に至る経緯は異例とも言えるものであった。規則改正案の作成段階で、SECコミッショナー五人のうち二人が反対に回り、改正案は三対二の僅差で提案、発表されたのである。提案に反対した二人の意見を整理してみよう。⁽⁹⁾

まず、ヘッジファンド市場は確かに拡大してきたが、一般投資家のアクセスが不適切な形で増大しているとは言えない。年金によるヘッジファンド投資は増えているが、年金資金全体からすると1%程度にすぎない。しかも年金運用者はプロフェッショナルである上、労働省その他の厳しい規制の下に置かれている。また、ヘッジファンドに投資する投信（登録FOHF）についても同様で、投信の運用担当者は登録投資顧問であり、すでにSECの監督下にある。にもかかわらず、さらにその投信の運用対象にすぎないヘッジファンドの運用者まで登録させることに意味があるのだろうか。

第二に、改正案は、ヘッジファンドによる不正が増えていることを指摘しているが、これもミスリーディングではないか。確かに過去五年間にヘッジファンドに関連する四六件の不正が摘発されたが、同期間にSECが摘発した案件は合計で二六〇〇件にのぼる。ヘッジファンドが他の市場参加者に比べて不正の比率が高いとは言えないのではないか、仮にそうだとしてもそれは投資顧問の登録・未登録とは関係のない事象なのではないか。

第三に、登録および検査に伴うコストが過小評価されているのではないか。ヘッジファンド側のコストについてもそうであるが、SEC側のコストも十分に検討されるべきである。と言つのも、SECの人的資源も無限ではない以上、成長しているとはいえ限界的なファンドにすぎないヘッジファンドの検査に多くを割くことになれば、他の監督・検査対象者への対応が手薄となる可能性があり、その場合の危険はヘッジファンドが未登録であることにもなつ危険よりも大きいのではないか。

二人の意見書は、こつした点を指摘した上で「我々は謹んで反対する」と明記している。

おわりに

グリーンズパンFRB議長も、六月一五日の上院銀行委員会の公聴会で、ヘッジファンドは市場で多様な流動性を供給する重要な機能を果たしている上、投資家が富裕層に限定されていることを挙げて、登録義務化への反対を表明している。『エコノミスト』誌も登録は不要であると主張⁽¹⁰⁾、他方、規制案に反対した二人が共和党員であることから、大統領選に向けた政治的な背景を指摘する向きもあり、また『ビジネスウィーク』誌は、ヘッジファンド業界が規制強化を防ぐために献金攻勢をかけていると伝えている⁽¹¹⁾。

ヘッジファンドをめぐるのは、九七年のアジア危機との関連で世界的な注目を集め、翌九八年にはLTCMの破綻を契機に米国でも大統領直属のワーキンググループのもとで報告書が作成された。しかしながら、ヘッジファンドに対する規制は導入されなまま今日に至っている。さて、今回は提案された規制案がそのまま正式決定されることになるのか、九月一五日までのコメント募集期間およびその後の議論、そしてSECの対応が注目される。

注

(1) ヘッジファンドは、四〇年投資会社法上の投資信託(投資会社)の概念に当たらず投資信託としてSECに登録する必要がない。そのため、ガバナンスや運用者の報酬、運用方針等に関する投資信託規制に従う必要がない。

またヘッジファンドの持分は、三三年証券法上の「証券」にはあたるものの公募証券ではないためSECに登録する必要がなく、情報開示等も免除されている。私募証券であるためには「認定投資家(Accredited Investors)」を除く投資家は三五名までしか認められない。ただし、三五名以内であれば無条件に私募と認められるのではなく、具

体的な状況によつては、一般公衆に向けた勧誘がなされたとして公募とみなされる可能性もある。したがつて、通常、ヘッジファンドは、数に制限のない「認定投資家」のみに販売されている。「認定投資家」とは、「(配偶者と合せて)一〇〇万ドル以上の純資産を持つか、直近二年間の所得が二〇万ドル以上(配偶者と合せて三〇万ドル以上)などの条件を満たす個人と資産五〇〇万ドル以上の機関投資家を指す(証券法レギュレーションD規則第五〇六条、同第五〇一条)。

さらに、ヘッジファンドの運用者は四〇年投資顧問法上の投資顧問に当たるが、顧客を限定しているため、これまで投資顧問としての登録は免除されてきた。今回のSECの提案は、この免除規定を廃止し、事実上すべてのヘッジファンド運用者に投資顧問登録を義務づけるというものである。

なお、ヘッジファンドは証券法上の証券、投資顧問法上の投資顧問には該当するため、詐欺的行為禁止等は適用される。ヘッジファンドに対する証券規制については、今回の提案のベースとなったSECスタッフの報告書(*Implications of the Growth of Hedge Funds*, September 2003) 拙稿「ヘッジファンドと証券規制」本誌一九九八年九月号²⁾参照。

- (2) 以下「SECはまじく」七月十四日SECの提案(“Proposed Rule: Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers,” Release No. IA-2266) 翌一五日に米国上院銀行委員会(<http://banking.senate.gov/>)で開催された公聴会でのナルドンSEC委員長の証言(準備書面)(“Investor Protection and the Regulation of Hedge Funds Advisers”)、規則案のベースとなったSECスタッフの報告書(注1参照)による。
- (3) “The Most Powerful Trader on Wall Street You’ve Never Heard of,” *Business Week*, July 21, 2003.
- (4) “Hedge Funds Skid on Convertible Bonds,” *Wall Street Journal*, June 30, 2004.

- (5) 投資信託をめぐる不正取引とそれへの当局の対応については、胡田聡司・大原啓一「投資信託の裁定取引によって注目される基準価格問題」、『資本市場クォーターリー』二〇〇三年秋号、大原啓一「米国における投信取引規制見直しの動き」、『資本市場クォーターリー』二〇〇四年冬号、「米国における投資信託に関する規制整備」、『資本市場クォーターリー』二〇〇四年春号、二上季代司「投資信託のガバナンス」、『証券アナリストジャーナル』二〇〇四年六月号、ジェームズ・マクノートン「アメリカの投信改革とガバナンス問題」、『証券アナリストジャーナル』二〇〇四年六月号参照。
- (6) 米国の投資信託の基準価格は、組入れ資産の米国東部時間午後四時時点の価格で決定される。同日中（午後四時まで）の投信の売買価格は事後的に決まるその基準価格を元に計算されるわけであるが、海外株式を組入れている場合には面倒な問題が生じる。例えば日本株のみで運用している投資信託の場合、東京市場終了時点で日本株の価格は決定され、それがそのまま一四時間後の米国時間午後四時の基準価格決定に用いられることになるが、その一四時間の間に例えば米国株が大幅に上昇したとすると、翌日の日本株も上昇する可能性が高い。そこでその日本株ファンド（その基準価格は一四時間前の価格である）を買い、翌日、日本株の上昇（したがって基準価格の上昇）を確認してから売却すれば、簡単に利益を得ることができるのである。
- (7) 「適格購入者」とは投資残高が五〇〇万ドル以上の個人・法人、一任勘定での運用資産が二五〇〇万ドル以上の機関投資家を指す（投資会社法第二条（a）（51））。
- (8) さらに、投資信託（前述の登録FOHF）が投資している「プライベートファンド」を運用している場合には、その投資信託の投資家の数も顧客にカウントすることとした（提案規則第二〇三条（b）（3）（2）（b））。この場合、投資顧問からすると、顧客（ヘッジファンド）の顧客（投資信託）の顧客（最終投資家）の数をカウントすることになる。

- (9) "Dissent of Commissioners Cynthia A. Glassman and Paul S. Atkins to Proposing Release no. 1A-2266"
- (10) "Hedge Funds : Too stern a hand," *Economist*, July 17, 2004.
- (11) "Lobbying for Laissez-Faire," *Business Week*, July 19, 2004.

(いず ひさし・客員研究員)