

# 米国におけるヘッジファンド関連規制の変遷

若園智明

## 一、はじめに

二〇一〇年七月の大統領署名により、米国における包括的な金融規制改革を目的とした Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (以下 D F 法) が成立した。D F 法は一六の Title から構成され、金融安定監視委員会 (F S O C) や消費者金融保護局 (B C F P) などの新たな政府機構の設置、銀行の自己勘定取引 (Proprietary Trading) の抑制、巨大金

融機関の破綻処理手法の整備、店頭デリバティブ改革など、米国金融システム全体の見直しが盛り込まれている。本稿で取り上げるヘッジファンドに関連する規制は、D F 法の Title IV (Sec. 401 ~ Sec. 419) や Title VI (Sec. 619) で記載されている<sup>(1)</sup>。

連邦議会上・下院委員会で作られた D F 法の立法議論を見ると、ヘッジファンド単体は金融危機を引き起こした主要な要因として捉えられていないことが解る。しかしながら金融危機時において、①顧客からの換金要請への対応と流動性確保

のため、多数のヘッジファンドが一斉に保有資産の投げ売り (Fire Sale) に動いたことが深刻な資産価格の下落の一因となったこと、②欧米の大手銀行等と傘下のヘッジファンドとの関係が不透明であり、システミック・リスクの効率的な監視にとつて障害となつていたこと、などが問題視されていた。また米国では、バーナード・メイドフ事件 (二〇〇八年) によりヘッジファンドが絡む詐欺事件や、ファンズ・オブ・ヘッジファンドの普及により、間接的にしろ、個人投資家がヘッジファンドへ投資する機会が増えており、投資家保護の観点から規制が必要との考えが強まってきた背景もある。

本稿では米国におけるヘッジファンド関連規制に関して、D F法の前後を比較しながら、これまでの連邦証券諸法上の扱いやSECの規制行動、およびD F法によつて設けられた新たな規制等を

概観し、ヘッジファンドに対する規制ポリシーの変遷を紹介したい。

## 二、D F法以前のヘッジファンド 規制

米国において、これまで連邦証券諸法においてヘッジファンドの明確な定義は無かった。形態としては私募ファンドであり、本来は投資会社法 (Investment Company Act of 1940) が扱う投資会社ではあるものの、下記に述べるようなファンドの登録免除規定などに該当するため、多くの規制の適用除外となつている。それゆえヘッジファンドをあえて定義するならば、詐欺的行為や市場阻害行為等を除いて主要な規制の適用を免除されておき、投資戦略などの柔軟性を持った私募ファンドとなる。新たにD F法のSec. 619で

は、ヘッジファンドの定義を試みているが、詳細はFRBなどの銀行規制当局やSECやCFTCがこれから作成するルールに依存している。

米国のヘッジファンド関連の規制を見るために、まず、DF法が施行される以前の連邦証券諸法の主たる状況を図表1でまとめた。私募ファンドとして図表1で示した条件を満たすならば、ファンド自身やヘッジファンドに対する投資アドバイザーの業行為の多くは、基本的に連邦証券諸法の適用免除であることが解る。以下で、ヘッジファンド本体とファンドへのヘッジファンド・アドバイザーとに分け、DF法以前の状況をより詳細に整理してみよう。

(1) ファンド本体の規制

①州法によるファンドの設立規定

オフショア地域においてヘッジファンドが設立

される場合、当該地域のオフショア法に従うように、米国内で設立されるヘッジファンドは設立される州法に従う。<sup>(2)</sup>ヘッジファンドの形態は、税制上有利となること、投資家(ゼネラル・パートナーを除く)が有限責任(拠出金の範囲に限定)となることから、通常は① Limited Partnershipもしくは② Limited Liability Company のどちらかであり、それぞれはほとんどの州で統一法として採用されている① Uniform Limited Partnership Act や② Uniform Limited Liability Company Act を根拠法とする。従って、ヘッジファンド本体は、例えばニューヨーク州で設立される場合であれば、New York Code に含まれる Limited Liability Law の規定に従わなければならない。

図表 1 連邦証券諸法における主な免除項目等

証券法	証券の登録免除（適用除外取引）
(Securities Act of 1933)	
Sec. 4(2)	発行者による公募を含まない取引 SEC が定める Regulation D の Act Rule 506はセーフ・ハーバー ルールとして参照されたい
Sec. 4(6)	専ら自衛力認定投資家（Accredited Investor）に対してのみ発行者 により募集または売付が行われる取引であって、募集総額が500万 ドル（Sec. 3(b)で規定）を超えず、発行者によってまたは発行者 のために行動するものによって当該取引に関して広告または公の勧 誘がなされることがなく、かつ発行者がSEC の定める通知書を届 け出しているもの
証券取引所法	持分証券の登録請求およびSEC への報告義務
(Securities Exchange Act of 1934)	
Sec. 12(g)	総資産が100万ドルを超え、かつある一種の持分証券（適用除外証 券を除く）の所有者が名簿上500人以上である発行者（500人未満の 場合は登録免除）
Sec. 13(d)	Sec. 12に基づき登録された証券の5%を超える実質所有者となった者
Sec. 13(f)	Sec. 13(d) (1) に定める持分証券を総額1億ドル以上、または、SEC 規則が定める額以上保有するマネージャー
投資会社法	ファンドの登録免除
(Investment Company Act of 1940)	
Sec. 3(c) (1)	その社外証券が100名以下の者により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、また現時点で行おうとしていな い発行者
Sec. 3(c) (7)	その社外証券がその取得時点において専ら適格購入者（Qualified Purchaser）によって所有され、かつ当該取得時点において当該証 券の公募を行っていない、または行おうとしていない証券発行者適 格購入者に加えて、（揭示条件を満たす）社外証券が適格購入者で ない100名以下の者により実質的に所有されている場合
投資顧問法	アドバイザーの登録免除
(Investment Advisers Act of 1940)	
Sec. 203(b) (3)	過去12ヶ月間における顧客数が15未満であって、一般公衆に対し自 己が投資顧問であることを一般的に表示せず、かつ投資会社法に基 づいて登録された投資会社、・・・であることを選択し、その選択 を撤回していない会社に対して、投資顧問として活動を行わないも の

自衛力認定投資家：証券法 Sec. 2(15)で規定

適格購入者：投資会社法 Sec. 2(51) (A)で規定する自然人および会社

34年法 Sec. 13(f)は、国内証券取引所で取引される持分証券等が適用されるため、国内証券取引所  
で取引されていない持分証券の保有は対象外となる。

② 連邦証券法における規制

連邦証券法においては、図表1で示した複数の規定を適用することにより、ヘッジファンドにはレバレッジの使用や投資戦略の決定において相対の自由度が与えられてきた。

SECは発行や売買が行われる証券に対して、管轄する証券法 (Securities Act of 1933) に基づく登録と情報開示を求めている。しかしながらヘッジファンドが、①公募や広告を行わない、②専ら自衛力認定投資家 (DF法 Sec. 413で基準を見直し予定) に募集や売付が行われる等の条件を満たす場合、証券の登録は免除され、情報開示規制の適用は受けない。また、証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) では、企業支配に関連する Sec. 12(g)、Sec. 13(d)・(f)などに該当しない場合、ヘッジファンドには証券登録やSECへの報告義務が課せられない。

ファンドなどの投資会社を対象とするのは投資会社法である。例えば同じくファンドの形態をとる投資信託 (Mutual Fund) などは、投資会社法の下で投資会社としてSECへの登録が求められる。しかしながら図表1で示すとおり、ヘッジファンドが Sec. 3(c)(1)・(7)に該当する場合、投資会社としての定義自体からはずれ、SEC登録も免除される。SECへの登録投資会社には、①投資方針の変更、②証券の空売り、③借り入れ (例えば、クローズド・エンド型の場合、資産担保率は三〇〇%を下回ってはならない)、④デリバティブ取引 (Certain Derivative) 等に制約がかかるため、投資戦略の柔軟性を考えると登録免除となるメリットは大きい。<sup>③</sup>

このようにヘッジファンド本体に関して、その設立における州法の規定や詐欺的行為の防止等に関する行為規制の適用はあるものの、少数のプロ

と見なされる機関投資家や富裕層に証券の販売や勧誘が限定される場合、ファンドの仕組みや行為に関する連邦証券諸法の多くは適用が免除され、結果としてヘッジファンドの投資戦略に柔軟性をもたらしめている。これまでの米国の規制には、ヘッジファンドの成長性への強い配慮があったことが解る。

(2) ヘッジファンド・アドバイザーの規制

ヘッジファンドの証券取引における投資アドバイザーは、基本的に連邦政府機関であるSECもしくは州の証券当局（ワイオミング州を除く）に登録が必要となり、業規制を受けることになる。<sup>(4)</sup> DF法以前の州証券当局が管轄するヘッジファンド・アドバイザーは、投資顧問法（Investment Advisers Act of 1940）やSECルールが定める業行為に該当せず、一五州未満での業行為かつ運

用総額が総額で US\$25mio（もしくはSECルールによる金額等で規定）を下回る小規模業者である。

しかるに相当規模以上で業務を行うヘッジファンド・アドバイザーは、投資顧問法の対象となり、SECへの登録が求められる。しかしながら図表1で示すように、投資顧問法には、一般公衆を対象とせず、なおかつ顧客数が限定されている場合に限り、SECへの登録が免除される項目がある。SECへのアドバイザー登録免除となれば、① Form-ADV によってSECならびにファンド投資家に対して投資ストラテジーを含む基本情報の開示が不要であり、② SECによる直接的な検査（Examination）や査察（Inspection）の対象にもならない（ただし、詐欺的行為に関するものを除く）。また、登録アドバイザーと異なり、③徴収するフィー体系にも制約がかからない。<sup>(5)</sup>

図表2 主なCFTCへの登録免除規定

商品取引所法（CEA）におけるCTA登録の除外	
CEA Sec.4m(1)	過去12ヶ月間における顧客数が15人未満であること
CEA Sec.4m(3)	SECに投資アドバイザーとして登録されている者 主たる業務がCTAではない者 コモディティ先物や登録デリバティブ取引を行う投資信託等に対してCTA業務を行っていない者
CFTC規則における除外規定	
Rule 4.12(b)	CPOに関して、C.F.R Title17, Chap1, Part4の適用を除外
Rule 4.13(a)(3)	Poolへの参加者が適格投資家、QEP（Qualified Eligible Person）である場合CPOの登録を免除
Rule 4.13(a)(4)	Poolへ参加する自然人がすべてQEPであり、残りの参加者が自衛力認定投資家かQEPである場合、CPOの登録を免除
Rule 4.14	CTA登録の除外要件
Rule 4.5	CPOおよびPoolに関する定義からの除外、従業員年金プラン等
Rule 4.7	登録CPOに関して、C.F.R Title17, Chap1, Part4の適用を除外 Poolへの参加がQualified Eligible Personのみに限定される場合

QEP、適格投資家、自衛力認定投資家はCFTC Regulation 4.7(2)ないし4.7(3)で規定

ヘッジファンド本体と同様に、アドバイザーに関してもSEC登録の免除を受けるメリットは大きい。

ヘッジファンドが先物やコモディティ・オプションの取引を行うCommodity Poolである場合、Commodity Pool Operators（CPOs）やCommodity Trading Advisors（CTAs）は、商品取引所法（Commodity Exchange Act）によりCFTCへの登録と全米先物協会（NFA）への加入が要求されている。しかしながら図表2で示すとおり、商品取引所法やCFTCルールにも、CPOsやCTAsの登録を免除する項目がある。

このように、これまでの米国におけるヘッジファンド関連の規制は、連邦証券諸法において複数の適用免除項目を設けることにより、連邦規制当局が直接監督・監視を行うDirect Regulationではなく、商業銀行や大手投資銀行がヘッジファ

ンドに提供するプライム・ブローカー業務や、取引のカウンター・パーティとしてのリスク管理を通じて監視する、いわば市場機能を活用した Indirect Regulation であった。二五倍から三〇倍の高レバレッジを活用し、アジア通貨危機（一九九七年）・ロシア財政危機（一九九八年）によって破綻したロング・ターム・キャピタル・マネジメント（LTCM）以降、ヘッジファンドの平均的なレバレッジが一・五倍から二・〇倍程度におさまっていたことを考えると、この Indirect Regulation は、業界の成長性と安定性にとって望ましい規制体系であったようにも見える。

### 三、SECとヘッジファンド規制・LTCM破綻を契機とした行動

ロンドン国際金融サービス協会（IFSL）の調査によると、二〇〇九年末時点で世界のヘッジファンド数は九、四〇〇あり（総資産一兆七、〇〇億US\$）、総運用資産額の六八%が米国のアドバイザーによって運用されている。

前節で紹介したように、DF法以前は、ファンドの設立に関する州法に従うものの、ファンド本体やヘッジファンド・アドバイザーは、連邦証券法や商品取引法が定める条件を満たす場合、SECやCFTCへの登録を免除されている。特にSECへのヘッジファンド・アドバイザー登録は、下記に述べる二〇〇六年のゴールドステイン



判決以降、あくまでも自発的な登録を推奨しているに過ぎなかった。

一方でSECは、図表3でまとめたようにファンドのガバナンスやヘッジファンド・アドバイザーに関する規制手段の検討を進めてきた。諸説あるが、一九四九年にアルフレッド・Aジョーンズ氏が設立したパートナーシップがヘッジファンドの第一号であると言われていることを鑑みると、かなり初期の段階からSECはヘッジファンドに関心を持っていたことが解る。SECの活動を時系列で見ると、米国におけるヘッジファンド関連規制に対する活動が、①一九九八年のLTCM破綻と、②二〇〇八年のメイドフ事件の二時点を境に、活性化していることが解る。

LTCM破綻時のヘッジファンドに関する規制の問題点は、金融市場に関する大統領ウィキング・グループ（米財務省・FRB・SEC・CF

TCから構成される、以下PWG)の一九九九年四月の報告書や、政府説明責任局(GAO)が一九九九年一〇月に議会へ提出した報告(GAO「二九九九」)を参照願いたい。特にPWG「一九九九」は、米国規制担当当局自身によるヘッジファンド規制の総括を行っている。PWG報告書は、ヘッジファンド等に関する情報収集の必要性の高まりを指摘し、議会に対してヘッジファンドを規制する法的権限の付与を求めた。

SECはスタッフレポートの形式で、二〇〇三年九月に「Implications of the Growth of Hedge Funds」を公表し、SEC自身の規制方針を明確に打ち出し、翌二〇〇四年七月には、ヘッジファンド・アドバイザー登録に関する新たな規制案を公表した。投資顧問法では「過去一二ヶ月間以内

の顧客数が一五未満」(図表1)がSECへのアドバイザー登録免除の条件として記載されている

図表3 SECによるヘッジファンドに関連する主な活動

1969年	第35年次報告書でヘッジファンドのレバレッジと空売りに関する調査を掲載
1972年	機関投資家のヘッジファンド利用に関して調査 (Institutional Investor Study, Report, H. R. Doc. No. 92-64, 92 Cong., 2d Sess)
1991年	574の投資アドバイザーを査察
1992年	連邦証券法下でのヘッジファンドの規制に関して、議会小委員会へ報告書、6月 (Breedon Letter)
1999年	LTCM 破綻を受け、PWG による報告書、4月 (金融の安定性と投資家保護に関する分析と提言)
2003年	ヘッジファンド・ラウンドテーブルを開催、5月
2003年	SEC スタッフレポート、9月 (Implications of the Growth of Hedge Funds)
2004年	Large Internationally Active Securities Firms を監督するプログラム、4月 (CSE Program)
2004年	ヘッジファンド・アドバイザーのSEC登録を求めるルールを公表、12月 (File No. S7-30-04) (2006年6月のゴールド・STEIN判決により無効化)
2005年	SEC スタッフレポート、5月 (Exemptive Rule Amendments of 2004: The Independent Chair Condition) 投資信託やヘッジファンドのガバナンスに関する調査
2006年	議会証言で、ヘッジファンドへの投資アドバイザーの登録の必要性および、登録アドバイザーに対して必要と思われる検査項目を提示 (5月16日、上院銀行・住宅・都市問題委員会)
2007年	投資アドバイザーによる不正行為を防止するルールを公表、8月 (File No. S7-25-06)
2008年	バーナード・メイドフを告発、12月
2009年	ポスト・メイドフ・リフォームを発表、9月 (ブローカー・ディーラーと投資アドバイザーに対する検査を統合)

が、投資顧問法上の「顧客」の概念は必ずしも明確ではなく、慣習的に一つのファンドが一つの顧客にカウントされていた。SECは、新規制案において顧客としてファンドへの投資家数をカウントすることを提示した。その結果、一つのファンドへのアドバイスであっても、当該ファンドの投資家が一五以上であれば、SECへの登録義務が生じることになる。ヘッジファンド本体ではなく、ファンド・アドバイザーのSEC登録を通じて、ヘッジファンドを規制対象とする試みは、いわばSECの宿願でもあった。二〇〇四年七月のドナルドソンSEC委員長（当時）による議会証言から、SECは過去二年以上の時間をかけて、

新たなルールの検討を行っていたことが解る。このようにSECが自身の権限による対応しようとした背景には、当時のホワイト・ハウスや連邦議会が自由取引を重視していたことがある。PWG

「一九九九」などが指摘する規制強化の指摘の下で、投資顧問法を改正しSECの法的権限を明確化することに対して、議会の賛同を得ることは困難であった。

パブリック・コメントの公募を経て、二〇〇四年一二月には、新たなRule203(b)(3)-2の付与およびRule203(b)(3)-1などの既存のSECルールの修正と、SECへの報告様式であるForm ADVの修正を主とするファイナル・ルール(17CFR Part275・279)を公表した。SECルールの採決は委員長を含む五名の委員によって行われるが、このファイナル・ルールの裁決時に二人の委員(Cynthia A. GlassmanとPaul S. Atkinsと共に共和党員)から異議の申し出があった。二〇〇三年五月にSECが開催した二日間に亘るヘッジファンド・ラウンドテーブルの内容も合わせて考えると、SECにはヘッジファンド業界の成長

性への考慮が求められ、新ルールもこのような成長性に配慮した内容であった。

新ルールは二〇〇五年二月一〇日に施行されたものの、二〇〇六年六月のいわゆるゴールドステイン判決（ワシントンD.C.巡回区連邦控訴裁判所）により当該ルールを無効とする判決が下されたことにより短命に終わった<sup>6)</sup>。しかしながら、二〇〇八年一月に公開されたGAOの報告書によると、この時点でSECには一、九九一のヘッジファンド・アドバイザーが登録され、うち四九のアドバイザーで米国内でのヘッジファンド運用資産の三分の一を占めていた。また、DF法成立時点で、米国におけるヘッジファンド・アドバイザーの約六割がSECに登録されていると言われており、SECのアドバイザー登録の試みには、一定の効果があつたとも言える。

更に、SECのヘッジファンド・アドバイザー

に対する規制は、二〇〇八年末に発覚した元NASDAQ会長であるバーナード・メイドフ氏による巨額ポンジ・スキーム事件によっても大きく影響を受けている。本稿では紙幅の都合で割愛するが、メイドフ事件とSECの対応に関しては若園「二〇一〇」で詳しく報告している。合わせて参照願いたい。

#### 四、DF法によるヘッジファンド規制の見直し

##### (1) ヘッジファンド・アドバイザーの登録 (Title IV)

包括的な金融改革法であるDF法は主に、①ヘッジファンド・アドバイザーの登録、②銀行によるヘッジファンドへの投資抑制、③ファンド投資家の保護、の三点で新たな規制の付与と見直し

図表4 Title IV Private Fund Investment Advisers Act of 2010  
ヘッジファンド等に対するアドバイザーの主な規制

Sec. 403	アドバイザー登録免除規定の見直し
Sec. 404	システミックリスクデータ等の収集、報告、検査、開示
Sec. 410	州と連邦の責任
Sec. 411	顧客資産の保管
Sec. 413	自衛力認定投資家基準の調整
Sec. 414	商品取引所法に関連する解釈基準
Sec. 418	適格顧客基準

を行っている。D F法はヘッジファンドが発行する持分証券や、ヘッジファンド自体に投資会社登録を求めておらず、ヘッジファンドの利点である投資戦略の柔軟性を損なう規制は見送られた。

前節で、L T C M破綻以降の規制行動として、S E Cがヘッジファンド・アドバイザーの登録義務を試みたことを紹介した。S E Cにとって宿願とも呼べるヘッジファンド・アドバイザーのS E C登録義務化は、D F法のTitle IV（プライベートファンド投資アドバイザー法）により投資顧問法の修正によって実現している。Title IVの主な項目を図表4で挙げた。

ヘッジファンド・アドバイザーのS E C登録に関して、D F法のSec. 403で、登録の主要な免除規定であった投資顧問法のSec. 203(b) (3)に“other than an investment adviser who acts as an investment adviser to any private fund”の一文が

挿入された。D F法による投資顧問法の修正によつて、ヘッジファンド・アドバイザーは、ベンチャー・キャピタルへのアドバイザーや Foreign Private Adviser を除いて、顧客数等に関係なく原則としてSECへの登録が義務づけられた。また、SECが監督対象とする登録アドバイザーの規模が引き上げられている。D F法Sec. 403ならびにSec. 410により、アドバイザーの業行為環境やSECルールによつて異なるが、運用資産額がUS\$100mio. なし US\$150mio. を境として、運用資産額が少額のヘッジファンド・アドバイザーは州の証券当局の管轄とされ、従来よりも州が管轄するアドバイザーの対象が拡大されている。これは、SECの監督リソースを中規模以上のアドバイザーに集中させる意図があるが、後述するような新たな問題を引き起こす可能性もある。

ヘッジファンド・アドバイザーに対するSEC

登録は、SECが登録アドバイザーに対する監督権限を得たことを意味する。Sec. 404では、SECが登録アドバイザーに対して報告やデータの提供を要求する権限が明記されている。SECや新設される金融安定監視委員会(FSOC)がシステム・リスクや投資家保護等に照らして必要と思われるデータ等が対象となり、基本的には、

①運用資産額、②レバレッジの使用、③クレジットリスク総量、④ポジション、⑤評価方法、⑥保有資産の種類、⑦投資手法等が含まれている。

ヘッジファンドに関連する投資家保護に関しては、Sec. 411は顧客資産の保護措置が登録アドバイザーに義務づけられている他、Sec. 413やSec. 418は、SECに対して自衛力認定投資家(証券法で規定)や適格顧客(Qualified Client、投資顧問法で規定)の基準を適宜見直すことが求められている。

このようにD F法は、ヘッジファンドの優位性を保ったまま、ヘッジファンドへの投資アドバイザーに対するSECの監督権限および登録アドバイザーを経由した情報収集権限の設定を通じて、ヘッジファンドに対する新たな規制を試みている。

## (2) ボルカー・ルールの影響 (Title VI)

ボルカー・ルールは金融システムに影響を与え、大手金融会社を対象としており、ヘッジファンドを直接規制するものではない。しかしながら前述したように、これまで規制の枠外であったヘッジファンドに対して、米国の規制体系が Indirect Regulationであったことを考えれば、下記に述べるボルカー・ルールによって市場を通じたヘッジファンドの監視機能に影響が出る可能性がある。

D F法の Title VIで示された所謂ボルカー・

ルールは、銀行事業体 (Banking Entity) および、新たにFSOCの指定を受けFRBの監督下に置かれる金融システム上重要なノンバンクを対象にしている。Title VIのSec. 619では、銀行事業体や上記ノンバンクのヘッジファンド等への投資に関して新たな制約が加えられた。

銀行事業体に関しては、Sec. 619(d)(1)で定められた一〇の「許容される活動」に含まれるヘッジファンドの組成・募集を除いて、ヘッジファンドの持分証券やパートナーシップ持分等を獲得・保持することが原則禁止された。投資アドバイスの供与やプライマリー・ブローカー業務などは可能であるが、銀行事業体による自己勘定でのヘッジファンド投資は不可能となった。また、ヘッジファンドの組成・募集を行う場合も、①出資比率を設立後一年以内にファンドの持分の3%以内に抑え、②ファンドへの全出資額が事業体のTier1

自己資本の三%を超えてはならない、③組成・募集したヘッジファンドは、連邦準備法 (Federal Reserve Act) の二三Aおよび二三Bの対象とされ、銀行の子会社と同等の扱いを受ける、④FRBなどの銀行規制当局やSEC、CFTCが定める定量的制限(分散投資の強制)や自己資本の追加要求に従う必要があり、⑤ファンドへの出資額は事業体の有形株主資本から控除され当該控除額は出資先ファンドのレバレッジと比例して大きくなるなど、相当の制約を受ける。

ノンバンクに対しては、銀行事業体とは異なり、ヘッジファンドへの出資等は禁止行為ではない。しかしながら上記の許容された活動を除いて、ヘッジファンドの持分証券等の獲得や保有を行う場合は、銀行事業体と同様に定量的制限や追加自己資本の要求に従う必要が生じる。

## 五、まとめ

本稿では、米国のヘッジファンドに関連する規制の変遷を紹介した。DF法によって、SECが求めていたヘッジファンド・アドバイザーのSEC登録が実現し、登録アドバイザーへの監督とアドバイザーを経由したヘッジファンドの情報収集権限が明確化された。ヘッジファンドの成長性やファンド間の相関性の増大を考えると、このような米国規制の措置は妥当であろう。DF法を受け、すでにSECは七月二十八日にアドバイザー登録に関連するForm ADVおよび関連ルールを改正するファイナル・ルールを公表している。

しかしながら、幾つかの懸念される問題点も見受けられる。第一は、州の証券当局が管轄するヘッジファンド・アドバイザーの増大である。D



F法によって、SECの監督リソースが中規模以上の登録アドバイザーに集中された。米国の連邦規制機関の能力に照らして、あまりに多くのリスク管理機能を当該機関に担わせることの危険性は複数の拙稿で指摘しているが、州の証券監督当局に対する同様の危険性はより深刻である。例えば二〇〇八年にユタ州の監査局が公表したレポートでは、州の証券当局の能力に多大な疑問が提示されている。また、ニューヨーク州を除いて、各州の証券当局の人員は数人から三〇人程度であり、カリフォルニア州などの危機的な財政状態である州では人員の増員もままならない。DF法によって州の証券監督当局が管轄するヘッジファンド・アドバイザーは数千規模で増加するとの予測もある。州が管轄する規模のヘッジファンドが金融システムに悪影響を与える可能性は低いものの、投資家保護の観点からは小規模なメイドフ事件が増

加する懸念がある。

最後に、主に第二節で述べたが、これまでの米国のヘッジファンド規制体系は、ファンドの業務と関連する金融機関によるリスク管理を活用した Indirect Regulation であった。

プライム・ブローカー業務は制約を受けないものの、ボルカー・ルールによって銀行事業体を中心にプリンシパル・ビジネスは相当の縮小が予想される。SECやCFTCによる直接的な監督の強化と合わせて、米国のファンド規制体系は Direct Regulation へと傾きつつあるのかもしれない。これまでの Indirect Regulation は、ヘッジファンドのリスク限定に一定の効果があり、また、Direct Regulation には流動性の減少やモラルハザードの発生など、負の効果があることも指摘されている。EUで検討されている代替投資ファンド規制の内容も合わせて、資本市場におけ

る自由な取引に新たな規制体系が悪影響を与えなければ良いが。過剰な規制が経済成長の足枷となれば、次の世代では無分別な自由化が待っているかもしれない。歴史は繰り返される。

(注)

- (1) ヘッジファンドおよびプライベート・エクイティ・ファンドに関する規制であるが、本稿ではヘッジファンドに絞って報告する。
- (2) ヘッジファンドが設立されるオフショア地域としてはケイマン諸島や英領バージン諸島が代表的であり、設立形態は Corporation が多いようである。これらの地域で設立されたファンドは、例えばケイマンにおいては、オープンエンド型で投資家が一五以上である場合には CIMA (Cayman Island Monetary Authority) への登録が必要であり(現在一〇、〇〇〇超のファンドが登録)、登録ファンドには二人以上の Director とケイマンに在席する Auditor が求められる。
- (3) 空売りやデリバティブ取引を行う際に、当該取引をヘッジするポジションの保有や同等の価値を持つ流動性の高い証券の保有が求められる。ただし、ネイキッドの空売りは

SECにより禁止されている。

- (4) ワシントンD.Cおよびプエルトリコ等を含む。州によっては登録もしくは期限付きライセンスの発行。州当局による登録やライセンス供与に関しては、北米証券監督者協会(NASAA)の Investment Adviser Guide を参照された。

- (5) 登録アドバイザーが徴収するパフォーマンス・フィーの対象は、顧客のキャピタル・ゲインに限定。ただし、ヘッジファンド本体が投資会社法の適用除外である場合、利益ベースのパフォーマンス・フィーを徴収することが可能。

- (6) ゴールドステイン判決の内容は、大崎「二〇〇八」が詳しい。

(参考文献)

- GAO [1999], *Long-Term Capital Management Regulators Need to Focus Greater Attention on Systemic Risk*. GGD-00-3.
- PWG [1999], *Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management*.
- 大崎貞和「二〇〇八」『アメリカにおける投資ファンドの規制』『東京大学法科大学院ローレビュー』Vol. 3, pp. 145-155.
- 若園智明「二〇一〇」『バーナード・メイトドフ事件とSEC改

革」『証券レビュー』第五〇巻、第二号、pp.92-107。

(わかぞの ちあき・当研究所主任研究員)