

ヘッジファンド規制をめぐる最近の動き

平成 19 年 11 月 1 日

杉田浩治

(日本証券経済研究所)

ヘッジファンド規制をめぐる最近の動き（要約）

運用純資産残高が 1.8 兆ドルに達したといわれるヘッジファンドについては、投資家保護・金融市場の安定確保などの観点から、規制・監視についての議論が高まっている。

G7の要請により金融安定化フォーラム（主要国の金融監督当局から構成される機関）は「ヘッジファンド等についての最新報告書」を5月に提出した。またIOSCO（証券監督者国際機構）は3月に「ヘッジファンド財産の評価原則」、4月に「ファンド・オブ・ヘッジファンズ（FoHF）の規制項目」についての意見を募るレポートを発行し、具体的なコンセンサス作りに動き出した。

IOSCOのFoHFに関するレポートの中には、「複数ファンドを組み入れるので比較的风险が小さいと見られ、個人投資家にも販売されているFoHF」について「多重レバレッジ」の問題をどう取り扱うかなど、興味深い問題提起も含まれている。

本稿では、今年に入って発表された上記のレポートの内容と直近の米国での動きを紹介するとともに、ヘッジファンド規制をめぐる様々な論点を項目別に整理することを試みた。

ヘッジファンド規制をめぐる最近の動き

日本証券経済研究所
専門調査員 杉田浩治

はじめに

運用純資産残高が 1.8 兆ドルに達した（シカゴの調査会社 Hedge Fund Research, Inc. 調べ、07 年 9 月末現在）といわれるヘッジファンドについては、投資家保護・金融市場の安定確保などの観点から、世界的に規制・監視の必要性についての議論が高まっている。

そこで本年に入ってから状況を中心に、ヘッジファンド規制・監視についての具体的な動きを取り上げるとともに、その論点を整理してみた。

・規制・監視についての具体的な動き

07 年に入ってから主な動きとしては、

1. サミットと G7（2 月）における議論、および G7 の委託を受けた金融安定化フォーラム（Financial Stability Forum : FSF）¹の報告と提案（5 月）
2. 証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions, IOSCO）の「ヘッジファンド・ポートフォリオの評価に関する原則」の提案（3 月）
3. 同じく IOSCO の「ファンズ・オブ・ヘッジファンズの規制事項についての意見を求める」問題提起（4 月）
4. 米国における財務省主導の「二つの検討グループ」の設置（9 月）

がある。以下、それぞれの内容を記述する。

1. サミットおよび G7 における議論および金融安定化フォーラムの報告

ヘッジファンドをめぐる問題については 07 年 2 月 9～10 日にドイツで開かれた 7 カ国（G7）財務相・中央銀行総裁会議で議題として取り上げられた。報道によれば、7 カ国は「（ヘッジファンドについて）細心の注意を払う必要がある（"we need to be vigilant"）」点で一致し、金融安定化フォーラムに対し、1998 年のアジア金融危機と LTCM の破綻をふまえて 2000 年にまとめた「ヘッジファンド等の高レバレッジ機関についての報告書」をアップデートし 5 月の G8 財務相会議までに報告するよう要請した。

これを受けて金融安定化フォーラムは、07 年 5 月の G8 財務相・中央銀行総裁会議に「ヘッジファンド等の高レバレッジ機関についての報告書の最新版」を提出した。

¹ 1997 年のアジア通貨危機等をふまえ、1999 年に金融監督当局の国際的協調の観点から設立されたフォーラム。主要当局の金融監督当局から構成され、日本からは財務省、金融庁、日本銀行が参加している。

金融安定化フォーラムの「ヘッジファンド等の高レバレッジ機関についての報告書の最新版」(07年5月)の内容

(注)最新版は、金融の安定化問題に焦点を当てており、ヘッジファンドの投資家保護に関する問題は取り上げていない。

(1) 報告書は先ず 2000 年の報告書についてレビューしている。この時のヘッジファンドについての懸念は、過度なレバレッジから生じるシステム的リスク、規制されていないヘッジファンドの突発的で広範な破綻による市場および規制金融機関への影響、ヘッジファンドの活動に関連する市場力学問題(たとえば高レバレッジファンドの大規模かつ集中投資から生じる小規模市場への増幅的圧力など)の三点であった。そしてこれらの問題に対処するために、報告書はレバレッジを抑制するための一連の施策を提言した。それは直接的規制ではなく、次のように、多くは市場規律に基づくものであった。

- ・ ヘッジファンドのカウンターパーティーとヘッジファンド自身のリスク管理手段を強化する。
- ・ ヘッジファンドへの信用供与者についての規制当局の監視を強化する。
- ・ ヘッジファンドおよびカウンターパーティーのリスク要因の開示を改善する
- ・ レバレッジの拡大および市場力学に関して予想される事態を把握するために各国当局による市場監視活動を強化する。

(2) 次いで報告書は、2000 年以降の変化について次のように述べている。

ヘッジファンドの活動は急速に拡大し²、多くの市場で取引シェアを高めている。そして中核的金融機関の取引金額・取引収入の増大をもたらしており³、特に少数の中核的仲介者が OTC デリバティブ取引、証券金融、決済・受け渡しなどの面で役割を増大させている。

こうした中で LTCM 危機以来、中核的仲介者およびヘッジファンドのリスク管理能力は

² 金融安定化フォーラム最新版報告書は次のデータを載せている。

「ヘッジファンドの運用資産残高は 99 年時点から 5 倍に拡大して最新版作成時点で 1 兆 6 千億ドルになった。ファンド数は 9,000 本を超えており、06 年には新ファンドが 1,518 本出現する一方、717 本が解散したと見られる。新設・消滅とも 2005 年にはもっと多かったと推定される。

ヘッジファンドの保有者は機関投資家が増加しており、富裕個人による保有率は 97 年の 61% から 06 年には 40% に低下している。

ファンド数は 9,000 本以上あるが、上位 100 ファンドの運用資産が全体の 65% を占めており、この上位 100 ファンドへの集中度は 03 年の 54% に比べ高まっている。最大級のファンド・グループは 200 ~ 300 億ドルの資産を運用している。

地域別では欧州・アジアの伸びが米国より大きく、アジアの運用資産比率は 02 年の 5% から 06 年に 8% に高まり、欧州のそれは 12% から 24% へ倍増した。米国での運用資産は絶対額では急増しているが、世界全体の中のシェアは 02 年の 80% から 06 年に 65% に低下した。」

³ 報告書は「最近のある推定によれば、06 年には投資銀行収入全体の 15 ~ 20% をヘッジファンドビジネスが占めており、そのうちプライム・ブローカレッジに関連する部分は 5 分の 1 に過ぎない」と述べている。

格段に強化されたが、一方で金融商品・金融市場はより複雑化してきた。その結果、リスクの管理・計測や、流動性が乏しく仕組みの複雑な商品の評価方法など実務上の困難さが幅広く認識されるに至っている。

ヘッジファンドから発生するシステムティック・リスクには、ファンドに対する大金融機関の直接的信用供与に関連する「直接的リスク」と、ファンドのポジション手仕舞いなどが引き起こす市場の流動性および価格への影響など「間接的リスク」とがある。

監督当局は、ディーラーのヘッジファンドに対する直接的信用エクスポージャーは自己資本にくらべそう大きくはないと認識している。しかし市場流動性の低下などから発生する間接的エクスポージャーは計測困難である。さらに、カウンター・パーティーが用いるリスク測定方法がバラバラであることや、1企業の全てのビジネス・ラインを合計して1カウンター・パーティーに対するエクスポージャーを算出することが難しいことから、監督当局が、1企業内の総エクスポージャーをモニターすること、および企業間比較を行うことを困難にしている。

報告書は2000年以降の変化について以上のように述べたうえで、最近、ヘッジファンド相手のビジネスの競争が激化していることから、カウンター・パーティーの自己規律が緩んでいること（当初証拠金率の引き下げなど）を指摘している。

(3)そして報告書は、以上の変化をふまえて市場規律を一層強化する重要性が増しているとし、次のような提言を行っている。

市場規律を効果的なものにするためには、カウンター・パーティーと投資家が、ヘッジファンドに対して関連情報を要求し、その情報に基づいて行動する必要がある。またカウンター・パーティーはレバレッジとその逆作用が市場力学に与える影響を抑制するよう行動しなければならない。

当フォーラムは問題改善にむけての最近の公的部門および民間部門の種々の発議⁴を歓迎する。そして当フォーラムはシステムティックリスクの防御強化の重要性に鑑み、官民の動きをサポートするため、次の5項目を提言する。

監督機関は、中核的仲介者がカウンターパーティー・リスク管理業務を引き続き強化できるよう行動すること。

監督機関は、市場の流動性が低下した場合の中核的仲介者の強固さを増すため、中核的仲介者と協力して行動すること。

監督機関は、中核的仲介者のヘッジファンドに対する総エクスポージャーについての一貫したデータを系統的に整備することが、現在の監督行動をどの程度補完できるかを調査し評価すること。

⁴ 報告書は、ヘッジファンド運用業者団体（Managed Funds Association や Alternative Investment Management Association）による自主ルール作成の動きも含めて各方面の提言等のポイントを掲載している。

カウンターパーティーおよび投資家は、正確でタイムリーなポートフォリオ評価およびリスク情報を入手するなど、市場規律の効果を強めるよう行動すること。

ヘッジファンド業界は、官・民が唱える一連の業務改善提案に照らして、ヘッジファンド運用者の業務遂行基準を見直し、強化すること。

2. IOSCO の「ヘッジファンド・ポートフォリオの評価に関する原則」の提案 (07年3月)

IOSCO 専門委員会の投資管理に関する常設委員会(第5委員会)は、ヘッジファンドの資産評価方法について世界共通の評価原則を設けるべく、07年3月に「ヘッジファンド・ポートフォリオの評価に関する原則」に関するコンサルテーション・レポートを公表し、広く関係者のコメントを募った。

(筆者注:ヘッジファンドの規制に関しては、後述するように「評価」と「情報開示」が論点となっている。このうち情報開示については、ヘッジファンドの特性(手の内を明かさなことが収益機会の確保につながっていること)との関連で議論を要すると思われ、異論の少ない「評価方法の統一」について先ず提案を行ったものと見られる。なお、コメント受けは6月21日に締め切られ、07年秋にファイナル・ペーパーが発行される予定である。)

レポートは先ず、ヘッジファンドは市場性が薄く評価が困難な投資対象にも投資すること、レバレッジを働かす運用を行うため組入れ物件の評価の誤りの影響がファンド純資産価値に拡幅されて反映されるという特性があることを指摘しており、評価は非常に重要であるという基本認識に立っている。

そして、ヘッジファンドの運営形態はファンドにより異なるが⁵、資産評価を含む日常業務が運用者中心によって執行されていること、運用者の受け取るフィーが時価評価された純資産(NAV)に対して計算される(特にパフォーマンス・フィーはNAVの値上がりに対して支払われる)ことから、評価に関して運用者と投資家の間に利益相反を生じると指摘している。

以上の基本認識に立って、IOSCO 専門委員会は「ヘッジファンド財産の評価に関する評価に関する9原則」を提案している。その内容は下記の通りであり、計算方法を定めるといよりも、「運用者と投資家の間の利益相反の排除」と「評価の独立性」に重点を置いたものとなっている。

⁵設立地(国内、オフショア)、ファンド形態(会社、リミテッド・パートナーシップ、ユニット・トラスト等)、ファンドのガバナンス組織と運用者の関係などにより幾つかのパターンがある。

- (1) ポートフォリオの評価にあたって、包括的かつ文書化された「方針」および「手続き」を確立すること
- (2) 「方針」には、評価にあたってインプットする情報、モデル、データ・ソースの選択基準など方法論の基本を定めること
- (3) 評価は定められた「方針」および「手続き」に則り、一貫した方法で行うこと。すなわち同じ経済的性格を持つものは同じ方法で、同じ運用者・同じ時間帯・同じ投資戦略を持つファンドは同じ方法で、また（変更を必要とする環境変化が生じない限り）時期により変えることなく一貫した方法で評価すべきであること。
- (4) 「方針」および「手続き」は定期的に見直しを行い、妥当性を確保すること
- (5) ファンドの統治主体は、「方針」および「手続き」の採用・見直しにあたって、必要とされる高度の独立性を確保すること（たとえば独立した価格情報機関の活用や評価委員会の設置など）
- (6) 「方針」および「手続き」にもとづく個別の評価にあたって、運用者の影響などを排除した独立したチェック機能を働かせること
- (7) 「方針」および「手続き」には、評価を無効にする場合の手続き、およびその記録方法を規定すること（価格変更についての第三者によるチェックを含む）
- (8) ファンドの統治主体は、評価実施者として指定された第三者（運用者、事務取扱者、評価サービス会社を含む）に関し、当初およびその後定期的にデューデリジェンスを実施すること
- (9) 評価に関する諸事項（評価方針とその変更について、評価関係者の役割・技能・経験、評価への運用者の関与度、評価関係者の利益相反についての説明、評価に関する投資家からの質問への応答、価格情報サービス契約の内容など）を、投資家に開示すること

3 IOSCO の「ファンズ・オブ・ヘッジファンズについての問題」提起 (07年4月)

1. 問題提起の背景

IOSCO 専門委員会（第5委員会）は、ファンズ・オブ・ヘッジファンズ（以下「FoHF」）の規模が06年に5,000億ドルに達した（00年には830億ドル、03年には2,900億ドルであった）こと⁶、FoHFが代替戦略ファンドへ個人資金を呼び込むための最有力手段となっ

⁶ 筆者注：シカゴの Hedge Fund Research Inc.によると、07年6月末にはFoHFの規模は7,450億ドルに達しており、ヘッジファンド全体の資産（07年6月末1.7兆ドル）に対する比率は44%となった。この比率は00年の17%、05年の36%に比べ大きく上昇している。

ていることなどから、規制当局にとって、FoHF の規制が優先されるべき課題であるという点で意見が一致した。

そこで IOSCO 専門委員会は、個人向けに販売されている FoHF に関連する主要規制事項について、関係者の意見を求めるコンサルテーション・レポートを 07 年 4 月に発出した(意見受付けは 7 月 20 日に締め切られた)。

この中で挙げられている論点と関係者への問いかけは次のとおりである。

2 . FoHF の規制に関する事項

2.1. a FoHF の運用者および投資家への情報

組入れ対象ファンドの投資戦略およびリスク要因は、FoHF の運用者および投資家の双方にとって特に重要である。

2.1. b FoHF の運用者のリスク管理システム

組入れ対象ファンドの投資戦略とリスクを評価・監視するとともに、FoHF の定めた投資戦略を遂行するために FoHF 自身が強固なリスク管理システムを必要とする。これについて個人投資家への情報提供は細かすぎてもいけないので、適当な情報がわかりやすく提供されるべきである。

質問 1 FoHF の運用者によるリスク・モニタリングについて、どのようなディスクロージャー基準を設けるべきか？

質問 2 FoHF (組入れ対象ファンドを含む) の投資戦略について、どのようなディスクロージャー - 基準を設けるべきか？

2.2 . FoHF の投資家向け情報 (継続開示) の内容と開示頻度

FoHF の運用者は、組入れファンドの詳細開示に消極的な場合がある。また組入れファンドについて特別のフォームによる開示を認めている国もある (それは、ファンド名そのものを開示するのではなく、保有ファンドをアルファベットや数字などにより記号化し、当該ファンド保有中は一貫して同じ記号を使うことにより、投資家がファンドの入れ替え状況などを把握できるようにするというものである)。

質問 3 FoHF を買い付けた投資家に対し、その後、どのような情報を、どのような頻度で継続開示すべきか？

2.3 . FoHF の組入れ対象ファンド選択についての規制

IOSCO 加盟国の中には、ルール・ベースの規制方法を採用している国と、プリンシプル・ベースの規制を採用している国がある。

ルール・ベース採用国の場合は、「組入れ対象ファンド」について適格基準を設けている。例えば、ファンド運用者の要件 (ファンド登録国で監督に服していること、経験・技能についての要件など)、資産の保管や評価が独立の主体によって行われること、財務諸表が法

定・外部監査人により監査されること、リスクの管理や監視が対象ファンドおよび FoHF レベルで適切に行われること、などについて基準を設けている場合がある。

プリンシプル・ベース採用国の場合は、「FoHF の運用者」に対し組入れファンドの選択にあたって一般的なデューデリジェンス要件を課しているが、ファンドの選択やリスク・モニタリングは FoHF の運用者に委ねられている。

質問 4 ルール・ベースの規制を行う場合は、「組入れ対象ファンド」についてどのような基準を設けることが適当あるいは必要か？

質問 5 プリンシプル・ベースの規制の場合、「FoHF の運用者」のデュー・デリジェンス手続きについて何を考慮すべきで、どのような場合に運用者を有資格者とみなすべきか？

2.4 . パフォーマンス目標等の情報

国によっては、FoHF は目標パフォーマンスを開示している（例えば、ある指標を上回ることを求めるなど）。またファンドによっては絶対収益を追求する場合もあるが、こうした運用者に対し目標パフォーマンスの開示を奨励することは現実的でないように思われる。

質問 6 規制当局は、FoHF の目標パフォーマンスの使用についてどう考えるべきか。もし異なる FoHF が異なる方法でパフォーマンス目標を開示している場合、投資家はそれらと比較・判断できるだろうか。ファンドパフォーマンスのベンチマークとの比較は投資家がパフォーマンス目標を評価することに役立つか？

2.5 . 手数料および経費

FoHF が他のファンドに投資することにより、経費に関し二つの問題を生じる。一つは経費の二重負担の問題であり、二つ目は利益相反の問題である。二つ目の問題は、組入れ対象ファンドが FoHF と同じ運用者（またはその関係者）によって運用される場合、および FoHF と組入れ対象ファンドの間にフィー・シェアリング（報酬分配）契約があって FoHF の運用者が不当な利益を得る、あるいはその契約の存在が FoHF のファンド選択にバイアスを与える場合に発生する。

IOSCO は「投資ファンドの手数料および経費に関する国際規制基準の構成要素に関する最終報告書」を 04 年 11 月にまとめており、その中で、ファンド・オブ・ファンズ（FoF）一般についての最良実施基準（best practice standards）として、次のことを述べていた。

FoF のフィー・シェアリング契約は（もしそれが許される場合には）、運用会社ではなく FoF（ファンドそのもの）だけにメリットを与えるものでなければならない。FoF が、その関係会社の運用するファンドに投資する場合には、その事実が投資家に開示されなければならない。

組入れファンドの販売・解約手数料は免除されなければならない

FoHF が他の FoHF に投資する場合を含めて、上記の一般的 FoF 基準が FoHF について

も適当であるかどうかを考慮する価値があろう。

質問 7 FoHF の経費構造が何重にもわたる可能性をも考慮したうえで、規制当局は手数料・経費問題をどう取り扱うべきか。特に FoHF が他の FoHF に投資する場合に、上述の IOSCO の FoF に関する一般基準は十分か？

質問 8 FoHF と組入れ対象ファンドの間にフィー・シェアリング契約が存在する場合に起こりうる利益相反問題に規制当局はどう対処すべきか？

2.6 . 分散・投資規制

国によっては、FoHF の投資ファンド数や少数ファンドへの集中度についての議論がある。また、同一の投資戦略をとるヘッジファンドに投資することが問題の場合もあり、リスク分散の観点から、投資戦略間の相関に制限を設ける考え方もあろう。一方、FoHF の運用者に対し、投資分散について一定の柔軟性を与えることも考えらよう。

質問 9 FoHF が過度に直接投資する（そして単一のヘッジファンドのようになる）ことを避けるために、FoHF の直接投資（Overlay）の程度について制限や条件を設けるべきか？ もしそうなら、その制限や条件は如何？

質問 10 規制当局は、分散や集中（例えば最低投資ファンド数、同一戦略をとるヘッジファンドへの上限投資比率など）について最低限の条件を決めるべきか？ もしそうならその条件とは？

2.7 . 解約禁止期間・流動性

組入れ対象ファンドの解約禁止期間や解約頻度の制限（および事前予告期間）の存在は、FoHF の投資家にとって流動性についての懸念を生じさせる。

質問 11 FoHF の運用者は投資家の解約請求に応じるため、何らかの手段（例えば信用調達手段）を備えることを奨励あるいは要求されるべきか？ もしそうならその手段とは？また、FoHF が解約の停止または延期を許されるべきケースとは？ FoHF が個人投資家に対し流動性に関して説明しておくべき他の問題があるか？

2.8 . 評価

IOSCO は最近、ヘッジファンドのポートフォリオ評価に関する問題について検討を行った（筆者注：本レポート 5～6 ページに掲げた事項である）。FoHF についても同様の検討が必要であらう。

また FoHF については、「組入れファンドの純資産価値（NAV）の計算頻度や計算時期がファンドによって異なる」という問題がある。ファンドによっては四半期毎あるいは月毎にしか NAV を計算しない。その間は推定 NAV を報告することもあるが、FoHF が推定 NAV を使って組入れヘッジファンドを評価すると、その推定 NAV が信用できない場合に FoHF の NAV に誤りを生じるリスクがある。また、FoHF が解約可能証券を発行している場合に

は、投資家の買付けおよび解約価額として用いられる NAV が信頼できるものであることが確約されなければならない。

質問 12 FoHF の権利は一般的にどんな方法で買付けまたは売付け（解約）されているか（例えば取引所上場か、定期的買取り・解約か）？ 評価問題は、FoHF の権利の買付け・売付け方法によって、どのように FoHF および投資家に影響するか？

質問 13 組入れヘッジファンドについての最低評価頻度（例えば毎月）を義務付ける、あるいは推奨することは適当か？ もしそうなら最低頻度はどうあるべきか？

質問 14 FoHF の運用者は、組入れファンドの評価時期と FoHF の NAV 計算時期との違いをどう説明すべきか？

質問 15 FoHF の運用者が組入れファンドの NAV 計算についてどの程度のデューデリジェンスを行うことが期待できるか？ FoHF の運用者は組入れファンドの NAV 計算についてどの程度のデューデリジェンスを実行すべきか？

2.9 . レバレッジ (多重レバレッジ問題)

FoHF は、たとえ個人投資家に販売するファンドであっても、その投資戦略に沿ってレバレッジを働かせるかもしれない。組入れファンドもまたレバレッジを用いるから、多重のレバレッジ作用が働くことになる。したがって投資家に対し、最高どの程度のレバレッジがなされるかについての情報提供が必要であろう。

質問 16 レバレッジの活用について、FoHF 特有の問題を生じるだろうか？ 規制当局は FoHF について、特別のレバレッジ基準を定めるべきだろうか（例えば借入れ、および・またはデリバティブその他の活用を通じるエクスポージャー、組入れファンドを通じるエクスポージャー等について）？ もしそうならその基準は？ また FoHF が利用可能な最高のレバレッジ総量について妥当な情報提供を保証するためにどんなディスクロージャー基準が必要であろうか？

2.10 . マーケティング

多くの国では、FoHF は一定の規制のもとで個人投資家に販売されている。国によっては不適当な個人投資家を排除するため最低購入金額の設定を考慮中であり、また販売時点において特別のリスク・ディスクロージャー要件を課そうとしている国もある。

質問 17 ヘッジファンドを個人投資家へ販売することの妥当性を確保するため、規制当局はどのような基準あるいはルールを考慮すべきだろうか？

3 . FoHF の運用者とそのデューデリジェンスについての事項

3.1 . 運用者の能力と、組入れヘッジファンドに関するデューデリジェンス

FoHF の運用および内部統制については、その関連リスク・投資戦略・事務処理機関の管理・資産評価にまつわる複雑さの故に、特殊な能力を必要とする。現実には FoHF の運用

者が組入れ対象ファンドについて日常的にデューデリジェンスを実行することになるが、その手続きには次のような事項が含まれる。

- ・ 組入れ対象ヘッジファンドの投資戦略の監視
- ・ 組入れ対象ヘッジファンドおよびその運用者の組織の質の評価、およびその継続的監視
- ・ 組入れ対象ヘッジファンドの破綻・不正などを生じた場合の法的問題処理能力

質問 18 FoHF の運用者によって遂行される「組入れヘッジファンドのデューデリジェンス」に関して、どのような最良実施基準が国際レベルで策定できるだろうか？

3.2. 運用者の透明性

FoHF の中には、組入れファンドの投資ポジション、リスク・レベルなどについて、日常的にファンドから情報を得ている FoHF もあれば、そうでない FoHF もある。

質問 19 FoHF のデューデリジェンスを行うにあたって、組入れファンドに関する透明度はどの程度必要だろうか？ 運用者がデューデリジェンスを行うにあたって、組入れファンドに関する透明度はどの程度必要だろうか？ 投資家にとって透明度の必要性は同じだろうか違うだろうか？ FoHF 運用者のデューデリジェンスの透明性の役割に加えて、透明性に関し、何か他の問題があるか（例えば組入れファンドの透明性など）？

3.3. サイドレター

サイドレターとは、一般的にいえばヘッジファンドとその特定顧客との間に取り交わされる当該顧客の特別の権利（当該ファンドを特定の時期に解約できる権利など）についての約束である。このサイドレターの存在は「FoHF の全投資家の平等な取り扱い」についての問題を生じさせる。

質問 20 FoHF に関してサイドレターは一般的か？ サイドレターは FoHF の運用者と投資家に何か問題を生じさせるか？ もしそうならその問題にどう対処すべきか？

3.3. FoHF の運用会社の機能（NAV の計算、組入れファンドの選択をも含む）の外部委託

デューデリジェンスを含む運用者機能の外部委託は FoHF 業界において一般的であると言われる。規制当局は外部委託の慣行・要件について FIFH および外部委託先の両方を注意深く監視すべきである。たとえば、FoHF の運用者は外部委託先の行動を統制できるだけの十分な資源と有効な手段を持ち、FoHF がペーパー・カンパニー（"letterbox"）になるのを避けられるだけの十分な資源をもつべきことなどである。

質問 21 FoHF に関して、外部委託はどの程度一般的で、どんな機能が外部委託されているか？ 規制当局は外部委託の問題に関与すべきか（外部委託の範囲、委託先の資格や能力などを含む）？ 外部委託を禁止すべき分野があるか

4．米国で「二つの検討グループ」設置

2月のサミットで、ドイツなどがヘッジファンドのリスクについて強い懸念を表明した後、米国では大統領直属の「金融市場に関するワーキング・グループ」(財務長官を議長とし、FRB議長、SEC委員長、CFTC(商品先物委員会)委員長から構成)が2月22日にヘッジファンドなど“Private Pools of Capital”に関するレポートを発表した。ここでは「ヘッジファンドなど私募ファンドのリスクについては“市場規律”と“参加投資家を富裕層に限定する”ことで対応すべし、規制は強化すべきでない」との結論を表明した。そして投資家はデューデリジェンスを行うために必要な情報を収集すべきであること、資金の貸手やカウンターパーティはリスク管理のため必要な資源を投入すべきであることなどを強調した(これらは4ページで触れた4月の金融安定化フォーラムの提言の中に色濃く反映されている)。

以上のように、米国ではあくまで規制よりも市場規律に委ねる姿勢をとっていた。しかし、夏のサブプライムローン問題発生(欧州側から「規制の緩やかな米国市場発で世界の金融市場に混乱が広がった」などの声)などを経て、9月に上記「金融市場に関するワーキンググループ」の指示により財務省が「ヘッジファンドの運営に関して検討を行う二つのアドバイザー・グループ」を立ち上げた。

一つはヘッジファンド運用会社をメンバーとするグループ(委員長はEton Park Capital Management社のErin Mindich氏)で、資産評価および投資家への情報開示などについてのガイドラインを作成する。

もう一つは投資家をメンバーとするグループ(委員長は米国最大の年金基金であるカリフォルニア州公務員年金基金CIOのRussell Read氏)で、ヘッジファンド選択にあたってのデューデリジェンス手続き、投資家が受け取るべき情報などについてのガイドラインを作成する予定である。

いずれのグループも年内に勧告を出す見込みと伝えられる。

・ヘッジファンドの規制あるいは監視についての論点

以上見てきたように、ヘッジファンドの規制・監視については、その必要の有無をふくめて様々な議論がある。その論点を項目別に分けてみると次のように整理されると思われる。

1. 規制又は監視の目的

(1) 投資家保護

個人投資家のヘッジファンド投資が進んでいる欧州・アジアなどで意識が強いといわれる。登録ヘッジファンドへの情報開示義務の適用、購入できる投資家の制限などを規定している国がある。

(2) 金融・資本市場の安定を維持する

ヘッジファンドによる取引実行が活発に行われている米・英などで意識が強いといわれる。

2. 誰を規制または監視するか

- ・ファンド
- ・運用者
- ・販売者
- ・投資者（購入可能者を制限するなど）

- ・ファンド取引のカウンターパーティー（証券会社、銀行など）
- ・ファンドへの貸し手である銀行など

3. 何を規制または監視するか

- ・ファンド財産の評価方法
- ・投資家向け情報開示
- ・ファンドのリスク管理

4. どのような方法で規制または監視するか

- ・法令による規制
- ・自主規制
- ・関係者の自己規律に訴える

（米国は関係者のポジションを監視するなど間接的に監視・規制する、あるいは当事者の自己規律を重視する立場を取っていることは前述のとおりであり、英国もこれに近い）

最後に、以上を「目的」と「方法論」の関係によりマトリック形式にすると、次のようにも整理できよう。

<div style="text-align: center;">目 的</div> <div style="text-align: left;">方法など</div>	<div style="text-align: center;">投資家保護 (規制)</div>	<div style="text-align: center;">金融市場の安定 (監視)</div>
規制または監視の <u>対象</u>	<ul style="list-style-type: none"> ・ファンド ・運用者 ・販売者 ・投資家（購入可能者の制限など） 	<ul style="list-style-type: none"> ・ファンド取引のカウンター・パーティー ・ファンドへの貸し手（銀行など）
規制または監視の <u>内容</u>	<ul style="list-style-type: none"> ・ファンド財産の評価方法 ・投資家向け情報開示 ・ファンドのリスク管理 	<ul style="list-style-type: none"> ・カウンター・パーティーのリスク管理 ・ファンドの貸し手のリスク管理 ・ファンドのリスク管理
規制または監視の <u>手段</u>	<ul style="list-style-type: none"> ・法令（国家）による規制 ・自主規制団体や業者団体による規制 ・関係者の自己規律に訴える 	<ul style="list-style-type: none"> ・バーゼル などによる資本規制 ・政府・中央銀行による監視 ・関係者の自己規律に訴える