

米国におけるヘッジファンド関連規制： ドッド・フランク法がもたらす変化

若園智明

要 旨

本稿では、2010年に米国で成立した包括的な金融規制法（ドッド・フランク法）の前後を比較しながら、米国のヘッジファンド関連規制の潮流とその特徴について述べる。

今回の金融危機を受け米国で成立したドッド・フランク法は、Title IV (Sec. 401～Sec.419) および Title VI (Sec.619)（通称ボルカー・ルール）において、ヘッジファンドに関連する新たな規制を導入した。しかしながら米国内での議論をみても、ヘッジファンド自体は金融危機の主因とは捉えられていない。ドッド・フランク法の下で新たに導入される規制は、①かねてから指摘されてきたヘッジファンドの不透明性への対応や、②米国内で2008年に露呈したバーナード・メイドフ事件に代表される、ヘッジファンドが絡む詐欺事件の増加への対応、③ファンド・オブ・ヘッジファンズの普及によって個人投資家がヘッジファンドへ間接的に投資する機会が増え、投資者保護の観点から規制の必要性が強まっていることなどへの対応である。

本稿では、①ヘッジファンドの現状を把握し、②ドッド・フランク法が導入した規制およびSECルールを整理するとともに、同法施行の前後を比較しながら、③米国を中心としたヘッジファンドの業および行為の変化について考察する。

目 次

- | | |
|---------------------------|-----------------------------------|
| I. はじめに | 3. SECとヘッジファンド規制：LTCM破綻を契機とした行動 |
| II. ヘッジファンドの現状と米国の規制アプローチ | IV. ドッド・フランク法の成立とヘッジファンド規制の見直し |
| 1. ヘッジファンドの推移 | 1. アドバイザーの登録と情報収集権限の確立 (Title IV) |
| 2. 米国の規制アプローチ | 2. ドッド・フランク法下で提示されたSECルール |
| III. ドッド・フランク法以前のヘッジファンド | |
| 1. ファンド本体の規制 | |
| 2. ヘッジファンド・アドバイザーの規制 | |

ル

3. ボルカー・ルールによって予想される変化

I. はじめに

本稿ではヘッジファンドに焦点を当て¹⁾、2010年に米国で成立した包括的な金融規制法の前後を比較しながら、ヘッジファンドの特徴および予想される変化について考察する。

2010年7月21日の大統領署名によって成立した Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (以下、ドッド・フランク法) は、米国金融規制を包括的に見直すことが目的である。ドッド・フランク法に従い、数百年におよぶ新ルールの策定が各金融規制当局によって検討されている。本稿が対象とするヘッジファンドに関して、同法は Title IV (Sec.401～Sec.419) でヘッジファンド・アドバイザーに対する新たな規制の導入を促し、さらに Title VI (Sec.619) (通称ボルカー・ルール) において、銀行事業体 (Banking Entity) 等によるヘッジファンドへの投資制限を盛り込んでいる²⁾。

例えば FCIC [2011] など³⁾、今回の金融危機 (Great Panic) を分析した報告書等は多数公開されているが、ヘッジファンド自体は危機を引き起こした直接的な要因として捉えられてはいない⁴⁾。米国内では、新設された金融安定監視委員会 (FSOC) が指定する「システム上重要な金融機関 (SIFIs)」に大規模なヘッジファンドが含まれる可能性があるとはいえ、危機当時の投資銀行や大手商業銀行、保険会社 (AIG) などが金融システムに及ぼした影響と比較すれ

V. まとめにかえて：新たに懸念される問題

ば、ヘッジファンド自体の危険性は喫緊の課題であるとは言えない。また、ボルカー・ルールにおける規制も、銀行などの健全性を担保することが目的であり、ヘッジファンドの業や行為に関する規制ではない。

しかしながら、①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、金融規制当局によるシステミック・リスクの監視によって障害となっていたことは指摘されてきた。次節で述べるように、運用スタイル間のパフォーマンスの相関性は増しており、システミック・リスクの観点から、ヘッジファンド全体に対する監視も求められている。また、②金融危機時に、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) に動いたことが大幅な資産価格下落の一因になったと指摘されている。さらに米国内では、③2008年に露呈したバーナード・メイドフ事件が代表的であるが、近年ヘッジファンドが絡む詐欺事件が増加していること、④ファンド・オブ・ヘッジファンドの普及によって個人投資家がヘッジファンドへ間接的に投資する機会が増えていることから、投資者保護の観点から規制の必要性も強まっている。

次節で述べるように、ヘッジファンドの運用の中心地は米国であり、金融危機後も高い成長性が期待される金融仲介ビークルである。そのため、主として証券取引委員会 (SEC) や商品先物取引委員会 (CFTC) が管轄するヘッジファンドに関連した新規制の導入は、米国内に

留まらず、世界的なヘッジファンドの動向にも影響を与えることが予想される。

本稿では以下で、①ヘッジファンドの現状を把握し、②ドッド・フランク法が導入した規制およびSECルールを整理するとともに、同法施行の前後を比較しながら、③米国を中心としたヘッジファンドの業および行為の変化について考察する。

II. ヘッジファンドの現状と米国の規制アプローチ

1. ヘッジファンドの推移

第Ⅲ節以降で述べるように、私募ファンドであるヘッジファンド自体は米規制当局への登録が免除され、本来投資会社に課せられる大半の規制の対象外となっている。登録外であるため公式なデータは少なく、ヘッジファンドの動向は主に民間のリサーチ会社などが独自に収集したデータに頼らざるを得ない。また、データの出所先によっても差異があるため、下記で紹介するヘッジファンドの推移は、総体的な流れを把握することに留める。

The City UKの公表データによると⁵⁾、世界的なヘッジファンドの数および運用資産額は2000年前後より伸びを加速し、2007年まで順調に増加していた(図表1)。ヘッジファンドの設立は、規制や税制の有利さからオフショア地域が多く、2010年時点で約60%が同地域で登記されている。同データによれば、最も登記が多いのがケイマン諸島であり、全体の37%が登記されている(以下、米デラウェア州27%、英領バージン諸島7%と続く。いずれも2010年末時点)。

図表1 ヘッジファンドの推移

| | ファンド数 | 運用資産(US\$ bio) |
|-------|--------|----------------|
| 2000年 | 4,800 | 408 |
| 2001年 | 5,500 | 564 |
| 2002年 | 5,700 | 600 |
| 2003年 | 7,000 | 850 |
| 2004年 | 8,050 | 1,050 |
| 2005年 | 8,500 | 1,350 |
| 2006年 | 9,800 | 1,750 |
| 2007年 | 10,500 | 2,150 |
| 2008年 | 9,600 | 1,500 |
| 2009年 | 9,400 | 1,700 |
| 2010年 | 9,550 | 1,920 |

(出所) The City UK.

SECは1968年に215のInvestment Partnershipを対象としたサーベイ調査を実施している。同調査によると、米国内でヘッジファンドとして認識された数は僅か140であった⁶⁾。また、別のリサーチ会社であるHedge Fund Research社の調べでは、1990年時点で世界のヘッジファンド数は610に過ぎなかった。1998年のLTCM(Long Term Capital Management, L.P.)破綻によってヘッジファンドは減少したものの、2000年前後を境として、ファンドの数および運用資産額の増加速度は増しており、2008年の金融危機の深刻化と同年末にメイトフ事件が露呈するまで、ヘッジファンド業界の成長性は持続していたと言えよう。しかしながら、投資信託協会(ICI)が公表するミューチュアル・ファンドの世界運用資産額(2009年末で総額22兆9,643億ドル。うち米国で12兆5,972億ドル)と比較すると、ヘッジファンドの運用資産額の規模はミューチュアル・ファンドの10%にも満たず、その絶対水準自体が高い

図表2 ヘッジファンド地域別運用資産 (%)

| | US | Europe | Asia | Other |
|-------|----|--------|------|-------|
| 2002年 | 82 | 12 | 5 | 1 |
| 2003年 | 77 | 16 | 5 | 2 |
| 2004年 | 72 | 21 | 6 | 2 |
| 2005年 | 67 | 23 | 8 | 3 |
| 2006年 | 66 | 24 | 7 | 3 |
| 2007年 | 67 | 22 | 7 | 4 |
| 2008年 | 67 | 23 | 7 | 3 |
| 2009年 | 67 | 23 | 7 | 3 |
| 2010年 | 68 | 22 | 6 | 4 |

〔出所〕 The City UK.

とはいえない。

図表2および図表3では、世界の地域別に見たヘッジファンドの運用を表した。米国での一極集中は弱まる傾向にあるが、依然としてファンド運用の中心地は米国であることがわかる。特に、ニューヨークにおける資産運用額は全体の41%を占めている。The City UKの調査レポートによれば、コネチカット州やマサチューセッツ州における運用も合わせると、米国全体におけるヘッジファンドの運用は依然として世界総額の68%を占めている。ただし、ヘッジファンドによる資金借入れの中心は米国ではなく、英国などの欧州で主に行われていた。これは、米国においては転担保(Rehypothecation)に規制があり、証券取引所法(Securities Exchange Act of 1934)のRule15c3-3およびFRBのRegulation Tによって、担保を差し入れた顧客勘定における負債バランスの140%までの制限がプライム・ブローカー等に対して課されていることが要因の1つと考えられる⁷⁾。ただしIMF [2009]によれば、Lehman Brothers Int'lの破綻後は、特に英国

において転担保自体は減少傾向に転じた。

次に、個別のヘッジファンドの運用資産額を見てみよう。図表4は、2010年12月末時点での運用資産額上位10のヘッジファンドである。ニューヨークを運用拠点とするヘッジファンドが7つ計上されている。2003年末の同調査によれば、最も運用資産額が多かったCaxton Associates(米ニュージャージー州)でも運用

図表3 ヘッジファンド都市別運用資産 (%)

| | New York | London |
|-------|----------|--------|
| 2000年 | 52 | 8 |
| 2001年 | 52 | 9 |
| 2002年 | 50 | 10 |
| 2003年 | 46 | 15 |
| 2004年 | 43 | 18 |
| 2005年 | 40 | 19 |
| 2006年 | 40 | 20 |
| 2007年 | 40 | 20 |
| 2008年 | 41 | 20 |
| 2009年 | 41 | 20 |
| 2010年 | 41 | 19 |

〔出所〕 The CityUK.

図表4 ヘッジファンド運用資産残高（2010年12月末） US\$bio

| | | |
|----|--|----|
| 1 | Bridgewater Associates (NY) | 60 |
| 2 | J.P. Morgan Asset Management (NY) | 41 |
| 3 | Man Group (LDN) | 40 |
| 4 | Brevan Howard Asset Management (LDN) | 32 |
| 5 | Paulson & Co (NY) | 32 |
| 6 | Highbridge Capital Management (NY) (注) | 27 |
| 7 | Soros Fund Management (NY) | 27 |
| 8 | Och-Ziff Capital Management (NY) | 26 |
| 9 | BlueCrest Capital Management (LDN) | 25 |
| 10 | Cerberus Capital Management (NY) | 24 |

(注) J.P. Morgan Asset Management 傘下。

〔出所〕 Opalesque 社。

資産額は120億ドルであり、100億ドルの運用額を超えたヘッジファンド自体が僅か3つしかない。図1で示したヘッジファンド業界のみならず、単体ファンドも成長・巨大化する傾向にあるように見える。しかしながら、破綻したLTCMは最盛期で約1,400億ドルの資産を運用し、さらに、デリバティブの想定元本が総額で約1兆2,500億ドルであったことを考えると、ヘッジファンド業界自体は成長しているものの、LTCMの破綻以降、LTCMに匹敵するような巨大ヘッジファンドは出現していない（現時点でのデリバティブ取引の額は不明であるが）。

さらに図表5から、2000年以降のヘッジファンドの平均的なレバレッジは2倍にも満たないことがわかる。LTCMのレバレッジは25倍から30倍であったこと、金融危機直前の米国投資銀行（30倍前後のレバレッジを記録）や、欧州ユニバーサル銀行（一部は50倍程度までレバレッジを増やしていた）のレバレッジと比較すると、平均的ではあるが、近年のヘッジファン

ドのレバレッジの使用は低いレベルに留まっている。

多くのファンドには募集金額に上限が設けられていることを考慮しても、LTCM破綻以降は、個別ファンドの強大化に対して、一定の市場規律が働いているように見える。

図表5 ヘッジファンドのレバレッジ

| | |
|-------|-------|
| 2000年 | 1.38倍 |
| 2001年 | 1.17倍 |
| 2002年 | 1.21倍 |
| 2003年 | 1.41倍 |
| 2004年 | 1.48倍 |
| 2005年 | 1.55倍 |
| 2006年 | 1.61倍 |
| 2007年 | 1.67倍 |
| 2008年 | 1.10倍 |
| 2009年 | 1.49倍 |
| 2010年 | 1.50倍 |

〔出所〕 UK-FSA, The City UK.

2. 米国の規制アプローチ

ヘッジファンドに対する米国規制の詳細は次節以降で述べるが、これまでの規制アプローチは市場を通じた間接的規制 (Indirect Regulation) であったと言えよう。例えば、LTCM の破綻を受けて、金融市場に関する大統領ワーキング・グループ (President's Working Group on Financial Markets, 以下 PWG) が公表した報告書 (PWG [1999]) や⁸⁾、2006年5月のアトランタ連銀コンファレンスにおけるバーナンキ FRB 議長のスピーチをみると⁹⁾、LTCM の破綻以降、債権者や取引相手者等によるリスク管理が厳格となり、ヘッジファンドに対する市場規律が機能し、個別ヘッジファンドの巨大化や過剰なレバレッジ使用が制約されていた旨の分析が行われている。ヘッジファンドに対しては、このような間接的規制の有効性を認めており、法規制等による直接的規制 (Direct Regulation) には、むしろモラル・ハザードを発生させる危険性をも指摘されていた。

しかしながら近年のヘッジファンドの変化により、これまでの間接的規制へ偏重した規制アプローチでは、マクロ・ブルーデンスの健全性を十分に確保することが困難になりつつあるとの指摘もある。ヘッジファンド間のリスク溢出 (Spillover) 効果を実証的に分析した欧州中央銀行の報告書 (ECB [2009]) によれば、ヘッジファンド間の運用パフォーマンスの相関性が低い場合、あるヘッジファンドの失敗が他のファンドへと伝播する主なルートは投資家やブライム・ブローカーによる換金請求に限られるが、相関性が高くなるに従い、投資家等による換金請求のルートに加えて、ファンドの失敗が

直接に他のファンドへ伝播するルートが大きくなることが示されている。本来であれば、運用スタイルの多様化はファンド間の相関性を低め、総体としてシステミック・リスクを引き起こす可能性を減少させるはずである。しかしながら、Brown et al. [2009] の分析によれば、ヘッジファンドの運用スタイルは多様化する一方、運用スタイル間のパフォーマンスの相関性は増していることが解る (図表6)。

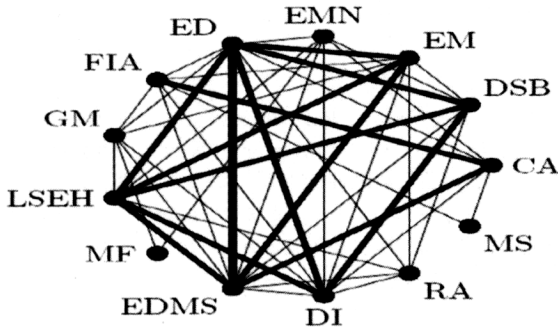
ヘッジファンドの成長と相関性の高まりは、将来の新たな金融的混乱の引き金となる可能性を高める。金融危機以降、ドッド・フランク法を含めて米国議会に提出されたヘッジファンド規制に関する複数の法案に共通する背景として、ヘッジファンドに関するマクロ・ブルーデンス問題への対応ニーズが挙げられる。米国の規制アプローチには、これまでの市場規律を用いた間接的規制への偏重を見直し、規制当局による直接的な監視や必要時の業・行為規制の権限などの直接的規制の付加が求められている。

Ⅲ. ドッド・フランク法以前のヘッジファンド

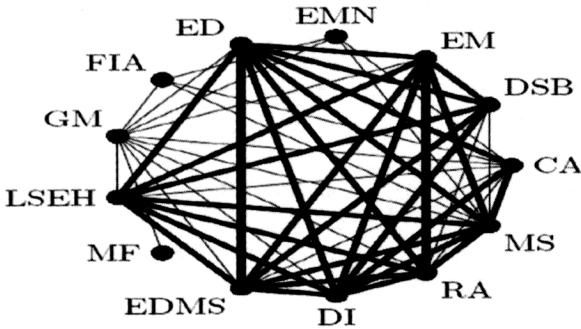
本節では、ヘッジファンドに関連する米国規制について、ドッド・フランク法成立以前の状況を把握する。

これまでの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、その本来の性質は投資会社法 (Investment Company Act of 1940) が扱う投資会社であるものの、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っている。それゆえヘッジファンドをあえて定義するならば、

図表6 ファンド間の相関性の高まり



Return correlations across different hedge funds from 1994-2000.



Return correlations across different hedge funds from 2001-2007.

〔注〕 アルファベットは運用スタイル。

〔出所〕 Khandani and Lo [2008].

「詐欺的行為や市場阻害行為等を除いて多くの規制の適用を免除されており、投資戦略などの柔軟性を持った私募ファンド」となる。新たにドッド・フランク法の 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、SECやCFTCが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、ドッド・フランク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7でまとめた。私募ファンドとして図表7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わかる。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、ドッド・フランク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) ファンドの設立規定：米国内とオフショア地域

米国内で設立されるヘッジファンドは、登記

図表7 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 |

(注) 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(5)(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等の保有は対象外となる。

される州法に従う。国内で設立されるヘッジファンドの形態は、パススルーの適用など税制上有利であること、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) であることなどから、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 Uniform Limited Partnership Act や 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、例えばデラウェア州で設立される場合であれば、Delaware Code の Limited Partnerships か Limited Liability Company Act の規定に、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 Company Law の規定に従わなければならない。

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でも、当該地域のオフショア法に従う必要がある。ケイマン諸島や英領バージン諸島に代表されるオフショア地域でヘッジファンドを設立する場合、例えばケイマン諸島であれば、Companies Law や Exempted Partnership Law などに従って、Corporation (Exempted Company) の他に Limited Partnership や Unit Trust の形態をとる。またケイマン諸島においては、オープンエンド型で投資家が15以上等の条件を満たしている場合、Mutual Fund Law に従って CIMA (Cayman Islands Monetary Authority) へ登録される(現在、ミューチュアル・ファンドを含めて10,000近くのファンド、全体の約90%、がCIMAへ登録されている)。CIMAへの登録は、Mutual Fund Law のSec.4(3)に該当する登録ファンドがもっともポピュラーであるが、このほか、Sec.4(1)(a)のライセンスド・ファンドやSec.4(1)(b)のアドミニスタード・ファンドとしての登録もある。ヘッジファンドがCIMAへ登録された場合、2人以上の取締役(Director)とCIMAが定める監査人による年次監査などが求められる。

(2) 連邦証券諸法における規制

連邦証券諸法においては、図表7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当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 (Accredited Investor, ドッド・フランク法 Sec.413で基準を見直し) 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。しかしながら図表7で示すとおり、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。下記でミューチュアル・ファンドを例として挙げるが、SECに登録された投資会社には、①投資方針の変更、②証券の空売り(本稿執筆時点で、ネイキッドの空売り自体はSECにより禁止されている)、③借入れ、④デリバティブ (Certain Derivative) 取引など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。ヘッジファンドに関する連邦証券諸法上の取扱いは、ヘッジファンドの投資戦略において大なるメリットをもたらす。

(3) 登録ミューチュアル・ファンドとの比較

では、連邦証券諸法で規定されている規制が適用された場合、ヘッジファンドの投資戦略にどのような影響が考えられるのか。同じくファンドの形態をとり、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ミューチュアル・ファンドを比較対象として例に挙げ、登録ファンド課せられる主な規制を見てみよう。

図表8 ミューチュアルファンドの投資戦略に関する主要な規制

| | |
|---|---|
| 1 | <p>投資の分散化：投資会社法 Sec.5(b)(1)</p> <p>ミューチュアルファンドが利益の分配金を損金として算入させる為には、内国歳入法典 Sec.851(b)(3)が求める「規制された投資会社」の定義に従う必要がある。</p> <p>しかしながら、投資会社法 Sec.5(b)(1)の分散型ファンド (Diversified Fund) の定義は、内国歳入法典の定めよりも厳しく、純資産の内少なくとも75%は現金および現金項目、政府証券等に投資しなければならない。また、1発行者の証券への投資は純資産の5%を超えてはならず、当該発行者の社外議決権証券の10%以下に保有が制限される。</p> |
| 2 | <p>空売りおよびデリバティブ取引の制約：投資会社法 Sec.12(a), SECによるNo-Action Letter</p> <p>登録投資会社であるミューチュアルファンドによる証券の空売りは投資会社法 Sec.12(a)(3)で基本的に禁止されている。</p> <p>(証券の空売りおよびデリバティブ取引は、投資ポジションのヘッジ目的 (取引の相殺) であるか、もしくは、別勘定で同等の価値がある流動性の高い証券を保有している場合は可能)</p> <p>投資会社法 Sec.18(f)および、SECが1987年にDreyfus社へ宛てたNo-Action Letter, ならびに1989年のHutton Options Trading社に宛てたNo-Action Letter等を参照されたい。</p> |
| 3 | <p>借入れの制限：投資会社法 Sec.18(a)・(f)</p> <p>クローズドエンド型ミューチュアルファンドが確定金銭債務である上位証券を発行する場合、資産担保率が300%を下回ってはならない。</p> <p>オープンエンド型ミューチュアルファンドは上位証券の発行・売付は出来ない。</p> <p>銀行借入れは可能であるが、借入金の資産担保率が300%を下回ってはならない。</p> |
| 4 | <p>ロックアップ期間：投資会社法 Sec.22(e)</p> <p>登録投資会社のミューチュアル・ファンドは、顧客の払い戻し要求に対して原則として7日以内に対応する必要がある。(ヘッジファンドの場合、新投資に対するロックアップ期間は約3ヶ月から長期で2年間に及ぶ。)</p> |
| 5 | <p>流動性の低い証券への投資制約：投資会社法 Release No.18612</p> <p>オープンエンド型ミューチュアルファンドは流動性の低い証券へ投資する場合、投資額はファンドの純資産の15%を超えてはならない。</p> |
| 6 | <p>投資方針の変更：投資会社法 Sec.13</p> <p>登録投資会社であるミューチュアルファンドが投資方針を変更する場合、その社外議決権証券の過半数による議決が必要となる。</p> |

(注) その他、投資顧問法 Sec.205(a)-1は、投資アドバイザーによるパフォーマンス・フィー契約を基本的に禁止している。

〔出所〕 Shadab [2009]を参照して筆者が作成。

図表8で、投資会社としてSECへの登録が行われたミューチュアル・ファンドの投資戦略に関連する主な規制をまとめた。このようにミューチュアル・ファンドには、例えば、空売りやデリバティブ取引を行う際には、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必要となるな

ど、①投資戦略・手法に制約がかかり、②投資の分散化や、③流動性の確保、などが求められる。

個人投資家の保護を主な理由としてミューチュアル・ファンドに対するこれらの規制は、直接的な投資が原則としていわゆるプロ投資家に限定されているヘッジファンドと比べ、その

投資戦略全般に大きな制約を課していることがわかる。ヘッジファンドの最大の特徴であり、高い運用利回りの源泉でもある投資戦略の柔軟性は、個人投資家の直接参加を制約することによる各種規制の免除によってもたらされているとも言えよう。

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等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ている。下記でSECの行動をみながら明らかとするが、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わかる。しかしながら各種規制の適用免除は、ヘッジファンドの透明性を低下させる原因でもあった。

例えば、The City UKの調査によると、2010年末で世界的に約3,100のファンド・オブ・ヘッジファンズがあり、ヘッジファンドの総資産の約30%を占めている。このようなファンド・オブ・ヘッジファンズは、SECへ登録され、上記の制約や透明性の確保が行われても、ファンドの投資先であるヘッジファンドの不透明性が払拭されているわけではない。ミューチュアル・ファンドとして個人投資家による直接投資が可能であることから、個人投資家保護の観点から問題があることを指摘されている。特に米国では、バーナード・メイドフ事件以降、このファンド・オブ・ヘッジファンドの普及がヘッジファンドに直接的な規制を求める根拠として挙げられるようになった¹⁰⁾。

2. ヘッジファンド・アドバイザーの規制

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（ワイオミング州は特異）に登録が必要となり、業規制を受けることになる¹¹⁾。

ドッド・フランク法以前、投資アドバイザーに関する州証券当局の管轄は、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、その業行為が15州未満で行われ、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った。しかるに、相当規模以上で業務を行う投資アドバイザーは、投資顧問法の対象となり、基本的にはSECへの登録対象となる。

しかしながら図表7で示すように、投資顧問法のSec.203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への登録を免除している。ドッド・フランク法以前の米国において、ヘッジファンド・アドバイザーは、投資顧問法の登録免除規制を適用することが可能であった。ただし、ERISA法が対象とする企業年金等が特定のヘッジファンドに対し自らの基金の25%を超えて投資する場合、ヘッジファンドのマネージャーはERISA法に従い、SECもしくは州の証券当局へ投資アドバイザーとして登録する必要がある。

SECへ登録された場合、登録アドバイザーには投資顧問法のSec.203(b)が定めるレコード・キープングならびに情報の開示が求められる。SECへの登録が免除されれば、①Form-ADVにより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

図表9 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 |

(注) 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。

を開示することが不要となり、②詐欺的行為などを除いて、SEC による直接的な検査 (Examination) や査察 (Inspection) の対象にもならない。また登録免除となった場合には徴収するフィー体系にも制約がかからない (第IV節参照)。ヘッジファンド本体と同様に、ヘッジファンド・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。

また、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) への加入が基本的に義務化されている。しかしながら図表9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、連邦規制当局が監督・監視を行う直接的な規制ではなく、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間接的な規制に依存していた。ヘッジファンドやヘッジファンド・アドバイザーを個別に見た場合、この間接的な規制は、業界の成長性と安定性にとって有利となる規制体系であったと言える。

図表10 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） |

3. SECとヘッジファンド規制：LTCM破綻を契機とした行動

前節で紹介したように、ドッド・フランク法以前は、ファンドの設立に関する州法等に従うものの、ファンド本体やヘッジファンド・アドバイザーは、連邦証券諸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2006年のゴールドSTEIN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10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、1949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1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わかる。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、①1998年のLTCM破綻と、②2008年のメイドフ事件の2時点を境に、活性化していることがわかる。

LTCM破綻時のヘッジファンドに関する規制の問題点は、PWG [1999]や、政府説明責任局（GAO）が1999年10月に議会へ提出した報

告書 (GAO [1999]) が参考となろう。特に PWG [1999] 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い、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、2003年9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ている¹²⁾。当該レポートは SEC の懸念事項として、①ヘッジファンド等への規制が不十分、②ヘッジファンドの情報把握が不十分、③ファンド・オブ・ヘッジファンドの普及により、間接的に個人投資家がヘッジファンドへ投資する機会が増えている、④ヘッジファンドを巡る詐欺事件の増加、などを挙げている。さらに、当該レポートは、①ヘッジファンド・アドバイザーの SEC 登録を義務化、②公募ファンド・オブ・ヘッジファンドの情報開示基準を投資会社法に合致させる、③プライム・ブローカーの業務に対する監視 (その後当時の NASD、現 FINRA により、ヘッジファンド商品の販売勧誘ルールは明文化され、販売資料に過去の運用成績を表示しないことなどが再確認されている)、などを SEC に対して勧告している。

翌2004年7月に、SEC 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12ヶ月間以内の顧客数が15未満」(図表1) を 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が、投資顧問法上の「顧客 (Client)」の概念は必ずしも明確ではなく、慣習的に1つのファンドが1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結果、1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15以上であれば、SEC への登録義務が生じることになった。ドッド・フランク法によって達成されたが、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。2004年7月のドナルドソン SEC 委員長 (当時) による議会証言からは、SEC は過去2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わかる。

このように SEC が自身の権限による対応を強行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、連邦法による規制が難しかったことがあると思われる。例えば、第106回連邦議会 (1999年9月) で、ヘッジファンドに対し、貸借対照表やレバレッジの状況、ポジションの市場価値などを含んだレポートを四半期毎に FRB 等へ提出させる Hedge Fund Disclosure Act of 1999 (H.R. 2924) が法案として提出されたが、ほとんど審議も行われなかった。PWG [1999] 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と思われる。

パブリック・コメントの公募を経て、2004年12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5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2人の

委員 (Cynthia A. Glassman と Paul S. Atkins, 共に共和党員) から異議の申し出があった点は注意すべきであろう。2003年5月にSECが開催した2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は新たな規制を実践しようとしていたものの、ヘッジファンド業界の成長性を損なうことにはSEC内部でも異論があり、新ルールもこのような成長性に配慮した内容となったことが推測される。

新ルールは2005年2月10日に施行されたものの、2006年6月のいわゆるGoldstein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ている¹³⁾。しかしながらGAO [2008]によると、この時点でSECには1,991のヘッジファンド・アドバイザーが登録され、うち49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1/3を占めていた。また、ドッド・フランク法成立時点で、米国におけるヘッジファンド・アドバイザーの約6割がSECに登録されていたと言われており、SECによる上記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。

IV. ドッド・フランク法の成立とヘッジファンド規制の見直し

1. アドバイザーの登録と情報収集権限の確立 (Title IV)

ドッド・フランク法は主に、①ヘッジファンド・アドバイザーの登録、②ヘッジファンドによる記録保持およびSECへの報告義務、③銀行によるヘッジファンドへの投資抑制の3点で

新たな規制の付与と見直しを行っている。ただし、ドッド・フランク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、LTCM破綻以降の規制行動として、SECがヘッジファンド・アドバイザーの登録義務化を試みたことを紹介した。また、メイドフ事件などのヘッジファンドに関連した詐欺事件への対応や、ファンド・オブ・ヘッジファンドの増加にともなった個人投資者保護の強化が求められてきた。その対応策として、SECにとっては宿願とも呼べるヘッジファンド・アドバイザーのSEC登録義務化は、ドッド・フランク法の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が行われることで実現している。Title IVおよびその他ヘッジファンド・アドバイザーに関連する主な項目を図表11でまとめた。

ヘッジファンド・アドバイザーのSEC登録に関して、ドッド・フランク法の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。この投資顧問法の修正により、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、ヘッジファンド・アドバイザーは顧客数等に関係なく、原則としてSECないしは州の証券当局への登録が義務づけられた。

またドッド・フランク法のSec.410は、投資アドバイザーに対してSEC等への登録を明記している。従来は運用資産額がUS\$25mio以上

図表11 ヘッジ・ファンド・アドバイザーに関する主な DF 法の項目

| | |
|----------|---|
| Sec.403 | プライベート・アドバイザー登録免除の見直し等 投資顧問法 Sec.203(b)の修正 |
| Sec.404 | システミックリスクデータ等の収集, 報告, 検査, 開示 投資顧問法 Sec.204の修正 |
| Sec.406 | SEC および CFTC のルール策定権限の明確化 投資顧問法 Sec.406の修正 |
| Sec.407 | ベンチャーキャピタル・ファンド・アドバイザーの登録除外等 証券取引法 Sec.203の修正 |
| Sec.408 | プライベートファンド・アドバイザーの登録除外と報告 投資顧問法 Sec.203の修正 |
| Sec.409 | ファミリー・オフィス 投資顧問法 Sec.202(a)(11)の修正 |
| Sec.410 | 州と連邦の責任 投資顧問法 Sec.203A (a)の修正 投資アドバイザーの連邦登録に関する資産的境界 運用資産額が US\$25mio から US\$100mio までのミッド・サイズ ファンドを州の管轄へ移行 (注) |
| Sec.411 | 顧客資産の保管 |
| Sec.413 | 自衛力認定投資家基準の調整 証券法下の SEC ルールの見直し |
| Sec.414 | 商品取引所法に関連する解釈基準 |
| Sec.418 | 適格顧客基準の修正 投資顧問法 Sec.205(e)の修正 |
| Sec.619 | ボルカー・ルール |
| Sec.913 | ブローカー・ディーラーおよび投資アドバイザーの義務に関する分析とルール作成 |
| Sec.914 | 投資アドバイザーの検査およびエンフォースメントの分析 |
| Sec.919B | 投資アドバイザーおよびブローカー・ディーラー情報への投資家アクセス改善に関する分析 |

[注] US\$150mio 未満ならば, SEC が州の管轄へ移行させることが出来る。

のアドバイザーが SEC の監督対象となっていたが (未満は州が管轄), ドッド・フランク法はその境界を US\$100mio まで引き上げている (2009年末時点で, ヘッジファンドの56%が運用資産額 US\$25mio 以下であった)。ただし, 同法 Sec.408は SEC に対して, 運用資産額が US\$150mio 未満のプライベート・ファンド・アドバイザーの登録を免除する権限を定めている (同じく 2009 年末時点で運用資産額 US\$150mio 未満は全体数の82%をカバーして

いる)。従って, アドバイザーの業行為環境や今後の SEC ルールによって異なるが, 運用資産額が US\$100mio から 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た。このようにドッド・フランク法は, ヘッジファンド・アドバイザーの登録を原則義務化したと同時に, 結果として従来よりも州が管轄するアドバイザーの対象を拡大している。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

集中させる意図であろうが、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FSOCがシステミック・リスクや投資者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者保護に関しては、Sec.411で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では、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。

このようにドッド・フランク法は、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。ドッド・フランク法によって、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権限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と言えよう。個人投資者保護の強化、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と思われる。ドッド・フランク法を受け、SECは次で述べるように、ヘッジ

ファンド・アドバイザーに関連する複数のプロポーズド・ルールを公表している。

2. ドッド・フランク法下で提示されたSECルール

ドッド・フランク法の定めに従い、本稿執筆時点（2011年5月）でSECが提示したルールを図表12でまとめた。いずれもプロポーズド・ルールであるため、今後若干の修正が行われる可能性がある。これらの内容をみると、①新たな登録除外要件の明確化、②レコード・キープングおよびSEC等への報告義務、③システミック・リスクに関連するデータ報告手法の整備、④投資者保護の強化などが、SECルールによってはかられている。ドッド・フランク法のTitle IVがSECに求めるルール整備のほとんどは、図表12で示すSECのルール提示に含まれている。これらSECルールをみると、登録されたヘッジファンド・アドバイザー、ならびにRule204-4が対象とする登録免除アドバイザーに対して、ファンドの情報収集ルートを整備するとともに、必要時の検査や考査の法的権限を明確化したに過ぎないことが解る。

上述したように、ドッド・フランク法はファンド本体の設立に対して、新たな規制を導入するものではない。また同法は、Sec.406でSECやCFTCの連邦法上の権限を明確化しているが、「顧客（Client）の定義」を権限から除外し、SEC等が顧客の解釈を変更することを防いでいる¹⁴⁾。つまりは、FSOCによってSIFIsに指定された特定のヘッジファンドを除き、登録されたアドバイザーの行為等を別段に抑制するものではない。例えば現行の投資顧問法Sec.205(a)(1)により、SECへ登録された投資アドバイザーは基本的にパフォーマンス・フィー契約

図表12 SEC が提示した新・修正ルール (2011年5月時点ではプロポーズド・ルールのみ)

| 2010年 | 内容 | 新設・修正ルール | 対応する DF 法 |
|-------|------------------------------------|-------------------------------------|-------------|
| 10月 | ファミリー・オフィスの定義 | Rule 202(a)(1)(G)-1 | Sec.409 |
| 11月 | Foreign Private Adviser の定義と登録除外 | Rule 202(a)(30)-1 | Sec.407 |
| 11月 | VC ファンド・アドバイザーの定義と登録除外 | Rule203(1) | Sec.407 |
| 11月 | AUM \$ 150mio 未満の登録除外要件 | Rule 203(m)-1 | Sec.408 |
| 11月 | ミッドサイズ・アドバイザーを州へ移管 | Rule203A-5 | Sec.410 |
| 11月 | SEC 登録除外アドバイザーへの報告要求 | Rule204-4 | Sec.408 |
| 11月 | Form ADV の見直し | | Sec.403 |
| 2011年 | | | |
| 1月 | 自衛力認定投資家基準の調整 | Rule215 | Sec.413 |
| 1月 | Form PF の新設 | | Sec.404 |
| 1月 | プライベート・ファンド・アドバイザー等の Form PF による報告 | Rule204(b)-1 (CFTC Rule 4.27(d)) | Sec.404・406 |
| 5月 | 適格顧客の定義変更および登録投資アドバイザーの成功報酬 | Rule205-3 | Sec.418 |

[注] ドッド・フランク法 Sec.411が求める内容に関して、すでに SEC が2009年3月に公表したポスト・メイドフ・リフォームに含め、同年12月にファイナル・ルール (Rule204(6)-2) を発行している。

ポスト・メイドフ・リフォームについては、若園 [2010a] を参照されたい。

を締結することが出来ない。しかしながら同法 Sec.205(e)の下、SEC は Rule205-3により適格顧客との契約については、登録アドバイザーがパフォーマンス・フィー契約を締結することを認めている¹⁵⁾。ドッド・フランク法によって、SEC へのアドバイザー登録の対象となるファンド規模が引き上げられたにもかかわらず、2011年5月に SEC が提示した Rule205-3の修正案は、適格顧客の基準をインフレ率に連動させる程度に留め、その適用基準の引き上げは僅かである¹⁶⁾。

3. ボルカー・ルールによって予想される変化

(1) ボルカー・ルール (Title VI) とヘッジファンド

ボルカー・ルールは金融システムに影響を与える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、これまで規制の枠外であったヘッジファンドに対して、米国の規制体系が市場を通じた間接的規制が中心であったことを考えれば、以下の通りにボルカー・ルールによって銀行事業体 (Banking Entity) 等の活動が制約された結果、ヘッジファンドの監視機能にも影響が出る可能性がある。

ドッド・フランク法の Title VI で示されたいわゆるボルカー・ルールは、銀行事業体および、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 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ている。

銀行事業体に関しては、Sec.619(d)(1) で定められた10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原則的に不可能となった。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1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3%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23A および23B 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。

(2) ヘッジファンド・ビジネスは変化するのか？

ドッド・フランク法の施行により、ヘッジファンド・ビジネスはどのように変化するのであろうか。本節の整理から明らかなように、ヘッジファンド本体や発行する持分証券などに関する登録除外規定は、従来と変わりが無い。ボルカー・ルールによって、銀行事業体によるヘッジファンドへの投資は原則的に禁止され、金融システム上重要であると認定されたノンバンクによる投資は一定の制約が行われた。しかしながら、銀行事業体によるヘッジファンドの組成・募集は、期限があるものの可能であり、また、ヘッジファンドに対するプライム・ブローカー業務に制約は加えられていない。ドッド・フランク法の Sec.404 によって、登録アドバイザーは SEC 等にデータの提供が求められるが、当初懸念されていたような、ヘッジファンドの投資戦略そのものの提供は見送られている。このためドッド・フランク法以降も、ヘッジファンドは最大の利点である投資戦略の柔軟性を保証されている。

一方で、ヘッジファンド・アドバイザーの登録義務化により、様々な制約やコスト負担が課せられる。報酬体系に関しては、図表12で示した SEC の Rule 205-3 に該当しない場合、キャピタル・ゲイン等を基準としたパフォーマンス・フィーを徴収することが実質的に困難になる。また、新たに負担するコストとして、①取引記録等の保管と SEC 等による検査への対応、②投資顧問法が定めるカストディ・ルールの適用 (ただし、その多くは回避が可能)、③株主総会での代理投票ポリシーおよびその手法、④投資顧問法が定める政治献金の禁止、⑤コンプライアンスの整備 (コンプライアンス・オフィ

サーの設置とコンプライアンス・プログラムの制定)、⑥倫理コードの保有、などを挙げることが出来る。これらのコスト増加は、ヘッジファンドの新規参入にとってある程度の障壁となるかもしれない。しかしながら、投資戦略の柔軟性確保と比較すれば、これらの制約やコストは、既存のヘッジファンドの優位性を揺るがすほどではない。

SEC等の規制当局は、登録されたアドバイザーを通じて、ヘッジファンドに関する基本的な情報収集ルートの確立と、必要時の監督・規制権限を手に入れた。これらドッド・フランク法によって新たに導入された規制は、ヘッジファンドの成長性に留意しつつ、システムミック・リスクに関する規制当局の権限の法制化と投資者保護の強化をはかったに過ぎない。むしろ銀行事業体等とヘッジファンドとを比べると、それぞれに課せられる規制の格差は相対的に広がったと言えよう。

銀行事業体の自己勘定取引(Proprietary Trading)を原則的に禁止したボルカー・ルールを受け、ゴールドマン・サックス、JPモルガン・チェース、モルガン・スタンレーは、同部門のスピンオフを公表したが、同部門がヘッジファンドとして独立するとの報道もある。ドッド・フランク法の施行によって、以前は銀行事業体が行っていた自己勘定取引などの一部は、ヘッジファンドの形態で独立させ、銀行事業体自身は当該ファンドに対するプライム・ブローカー業務によって収益を得るビジネス・モデルも考えられる。いずれにしても、銀行事業体等が自己勘定部門で提供していた市場機能の一部は、ヘッジファンドが担うことになろう。また、銀行事業体等の行動が抑制された結果、市場における裁定機会の増加も予想され、市場

仲介者としてのヘッジファンドが提供する、流動性やリスクマネジメント・サービスの価値は高まるのではないか。

一方でEUにおけるヘッジファンド(代替投資ファンド)規制の強化を受け、米国でも金融規制のグローバル・スタンダードを取り入れたヘッジファンドの増加も予想される。米国外の投資家へ対応すべく、欧州のUCITs指令(Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, UCITs III)に準拠し、KID(Key Information Document)を活用した情報開示を行うファンド(NEWCITS, UCITs-Compliant Hedge Funds)が米国でも広まることが予想される。

V. まとめにかえて：新たに懸念される問題

ドッド・フランク法の施行により、新たに懸念される問題点を指摘しよう。第1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。ドッド・フランク法によって、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2008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¹⁷⁾。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30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。ドッド・フランク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、投資者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もある。

第2は、本稿で述べた通り、これまでの米国におけるヘッジファンドの監督は、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する、言わば市場を経由した間接的規制であった。例えば2007年4月に公表された仏中銀の報告書(Banque de France [2007])などは、近年のヘッジファンドへの急激な資金流入によって、システムック・リスクに注視する必要があるが増しているものの、その方法は、主に商業銀行や投資銀行が債権者や取引相手として、リスクマネジメントやカウンターパーティリスク・マネジメントを行う間接的規制が効果的であると分析している。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。マクロ・ブルーデンス重視の観点から、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直接的規制へと傾きつつあると言える。これまでの米国では、ヘッジファンドのリスクテイクを抑制することに間接的規制は効果があると評価されてきた。一方で、直接的規制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。間接的規制と直接的規制の最適なバランスに関して必要とされる議論は、米国内で欠けていると言わざるを得ない。

注

- 1) ヘッジファンドは多様であるため、法的に明確な定義は難しい。EUでは代替投資ファンド(Alternative Investment Fund)とも呼称される。IOSCO [2009]はヘッジファンドの特徴として、①マネジメン・フィーとパフォーマンス・フィーを併用、②ファンド・マネージャ自身が投資、③デリバティブを利用、④投機的な運用、⑤証券の空売りを利用、⑥投資家へは定期的に分配金を支払う、等を挙げている。(必ずしも全てがあてはまる訳ではない。)ドッド・フランク法では、ヘッジファンドを含めたプライベート・ファンドの定義を提示している。
- 2) ドッド・フランク法が導入する規制はより大きな分類であるプライベート・ファンドを対象としている。この分類には、ヘッジファンドの他にプライベート・エクイティ・ファンドも含まれる。本稿では、ヘッジファンドのみに焦点をあてて述べる。
- 3) Financial Crisis Inquiry Commission (金融危機調査委員会)は、Fraud Enforcement and Recovery Act of 2009のSec.5の下、米国連邦議会によって設立された、10名の上下院議員から構成される超党派委員会であり、第2のペコラ委員会とも呼ばれる。
- 4) 例えば、米上院銀行委員会のSenate Report No. 111-176 (2010年4月30日)など。ただし、当時のAmerican International Group, Inc. (AIG)が行っていたCredit Default Swap (CDS)取引や、投資銀行などの自己勘定取引(Proprietary Trading)は、ヘッジファンド的な行為と極めて類似しており、ボルカー・ルールやSIFIS指定による追加規制は、このような既存の大手金融機関によるヘッジファンド的行為を抑制するものであるとも言える。
- 5) <http://www.thecityuk.com/>。
- 6) IMF [1998] P.5。
- 7) 当時の転担保の状況に関しては、淵田 [2009] が詳しい。
- 8) <http://www.treasury.gov/resource-center/fin-mkt/Docs/Document/hedgfund.pdf>。
- 9) <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20060516a.htm>。
- 10) バーナード・メイドフ事件の概要や、事件後のSECの組織的対応(ポスト・メイドフ・リフォーム)に関しては、若園 [2010a] や若園 [2010b] を参照願いたい。
- 11) 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を参照されたい。ワイオミング州は特殊な例であり、投資アドバイザーに適用される州法が無い。ワイオミング州で営業する投資アドバイザーには、連邦証券法に基づいた登録が要求されている。
- 12) <http://www.sec.gov/news/studies/hedgofunds0903.pdf>。
- 13) Goldstein 判決の際、ワシントンD.C.巡回区連邦控訴裁判所は登録除外の条件として、①顧客が15未満、②

投資アドバイザーとして広告等を行わない、③登録された投資会社等に対して投資アドバイザーとして活動しない、等を挙げている。

- 14) ヘッジファンドには、ファンドのマネージャー等が自己資金を投資するため、顧客の概念を定義することに困難性をともなう。また、上記のGoldstein判決の影響も推測される。
- 15) SECのRule205-3と同様な規定は、多くの州の規制当局によっても導入されている。
- 16) <http://www.sec.gov/rules/proposed/2011/ia-3198.pdf>。
- 17) http://www.le.state.ut.us/audit/08_07rpt.pdf。

引用文献

- 淵田康之 [2009] 「グローバル金融新秩序：G20時代のルールを読み解く」日本経済新聞社。
- 若園智明 [2010a] 「バーナード・メイドフ事件とSEC改革」『証券レビュー』第50巻，第2号，pp.92-107。
- 若園智明 [2010b] 「米国におけるヘッジファンド関連規制の変遷」『証券レビュー』第50巻，第10号，pp.89-107。
- Brown et al. [2009] “Hedge Funds in the Aftermath of the Financial Crisis,” *Restoring Financial Stability*, Wiley & Sons, Inc, Chapter 6, pp.157-177.
- Banque de France [2007] “Special Issue Hedge Funds,” *Financial Stability Review*, April.
- ECB [2009] “Risk Spillover among Hedge Funds: The Role of Redemptions and Fund Failures,” *Working Paper Series*, No.1112, November.

FCIC [2011] *The Financial Crisis Inquiry Report*, Public Affairs Reports.

GAO [1999] *Long-Term Capital Management: Regulations Need to Focus Greater Attention on Systemic Risk*, GAO/GGD-00-3, October.

GAO [2008] *Hedge Funds: Regulators and Market Participants Are Taking Steps to Strengthen Market Discipline, but Continued Attention Is Needed*, GAO-08-2000, January.

IMF [1998] “Hedge Funds and Financial Market Dynamics,” *Occasional Paper*, 166, May.

IMF [2009] “Deleveraging after Lehman-Evidence from Reduced Rehyoptecation,” *IMF Working Paper*, WP/09/42.

IOSCO [2009] *Hedge Funds Oversight Final Report*, Technical Committee, June.

Khandani, A., and A. Lo [2007] “What Happened to the Quants in August 2007?,” *Journal of Investment Management*, Vol. 5, No. 4, pp. 5-54.

PWG [1999] *Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management*, April.

Shadab, Houman B. [2009] “The Law and Economics of Hedge Funds: Financial Innovation and Investor Protection,” *Berkeley Business Law Journal*, Vol.6, pp.240-297.

(当研究所主任研究員)