

ヘッジファンドと金融構造

——SECによるヘッジファンド・アドバイザー 規制導入の歴史的意義——

野 下 保 利

目 次

- 1 はじめに
- 2 ヘッジファンドの現状と産業構造
 - 2.1 ヘッジファンドの現状
 - 2.2 ヘッジファンドの組織と産業構造
 - 2.3 ヘッジファンドの投資戦略
- 3 ヘッジファンド規制の歴史的位相
 - 3.1 ヘッジファンド規制の推移
 - 3.2 SECの新規制
 - 3.3 新規制をめぐる論争
- 4 むすび

1 はじめに

ヘッジファンドは1990年代以来、世界各地に進出し、各種の資産市場で活発に取引を行い、金融グローバリゼーションの先兵的役割を果たしてきた。今日、ヘッジファンドは、デリバティブを用いて運用資産を遙かに上回る取引を行い、多くの資産クラスで取引額の過半をなすばかりか、日次ベースでニューヨーク証券取引所 (NYSE) やロンドン証券取引所 (LSE) の取引額の3分の1から半分にまで達しているといわれている¹⁾。加えて、ヘッジファンドは参

入・退出を集団的に行うため市場インパクトは大きく、国際金融システムに対する潜在的危機の程度を従来に比して著しく増大させている。ヘッジファンド及びヘッジファンド・アドバイザーに対する国際的な監視体制や規制の確立が喫緊な課題となっている²⁾。

これまでヘッジファンドに対する問題関心は、ジャーナリストチックなものを別にすれば、ヘッジファンドの投資手法の特異性に注目しヘッジファンドとEMS危機、アジア通貨危機などの関連などに向けられてきた。加えて、LTCM (Long-Term Capital Management) 事件以来、ヘッジファンドのカウンターパーティー・リスクが注目され、ヘッジファンドの破綻が顧客資産の損失や大手証券会社の破綻を介しシステムリスクをもたらす可能性が議論されるようになった³⁾。しかし、こうした従来のヘッジファンド研究に対して、近年、ヘッジファンドを金融市場参加者の例外的存在とするのではなく不可欠な構成要素とみて、ヘッジファンドに対する政策課題を検討する報告書が各国監督当局によって相次いで発表されている。ヘッジファンド産業は急速な転身を遂げ、もはや金融構造における特異な存在ではなくなってきたからである。

ヘッジファンドへの資本流入額は、過去10年で劇的に増大しただけでなく、以前と違いヘッジファンドはもはや高額富裕者の排他的な持ち物ではなくなった。民間及び公的な年金基金、大学や各種基金・財団、慈善組織といったいった長期投資家あるいは機関投資家がヘッジファンド投資を著しく増大し、ヘッジファンドの急成長をもたらした主要原因となった⁴⁾。社会的にも重要な意義をもつ機関投資家がヘッジファンド投資の中核をなす場合、ヘッジファンドに対する規制は、機関投資家のキャッシュフローに影響し、金融市場ばかりでなく経済社会にも重大な影響を及ぼす懸念がある⁵⁾。さらに、機関投資家のようなプロの投資家向け非公募のファンド、すなわち私募ファンドであるヘッジファンドに規制を設けること自体、伝統的な証券規制の原理と必ずしも一致しない。そのため、投資家ベースの変化はヘッジファンドに対する監視や規制をめぐる議論に深刻な対立を生み出すことになった。

2004年10月米国証券取引委員会（SEC）は、規則 203条 b-3 項2 を変更し、ヘッジファンド・アドバイザーに対して SEC への登録を義務づける新たな規制策を発表した。この規則変更の結果、州当局が監督する運用資産2500万以下のアドバイザーを除き、15人以上の投資家をもつほとんどのアドバイザーは SEC に登録しなければならなくなった⁶⁾。本稿では、ヘッジファンド及びヘッジファンド・アドバイザーに対する SEC の新規制に関連して提起された論争を吟味し、ヘッジファンドの成長という新たな事態が現代資本主義に投げかける問題を検討することにした。

2 ヘッジファンドの現状と産業構造

2.1 ヘッジファンドの現状

ヘッジファンドの起源は、アルフレッド・ウインスロー・ジョーンズが1949年に設立したパートナーシップであるといわれている⁷⁾。初期のヘッジファンドは、株式に投資し、レバレッジや空売りをを用いて、株式市場の変動に晒されるポートフォリオをヘッジ（保険つなぎ）しようとした。こうした投資戦略は、従来から証券会社の自己売買部門が用いてきたものをまねたものだった。今日、ヘッジファンド・アドバイザーは、運用するヘッジファンドのリターンを増大させることを意図し広範かつ多様な投資戦略を用いている⁸⁾。したがって、現在のヘッジファンドは、必ずしも保有株式持ち高をヘッジする投資戦略だけを用いているわけではない。

ある種の共通性をもつヘッジファンドとして知られる資産プールの運用組織が存在してきたにもかかわらず、ヘッジファンドについて一般的に受け入れられた定義は存在しない。通例、ヘッジファンドは、(1)法制・規制、(2)投資戦略の2面から特徴が論じられている。米国証券法制において、ヘッジファンドは、証券法の下で証券発行を登録しておらず、また投資会社法の下で投資会社として登録されていない、証券やその他資産のプールを保有する法人を意味している。しかし、こうした法制面の特徴は、米国以外の諸国では必ずしも妥当

しない。また米国においてさえも、ヘッジファンド・アドバイザーの登録が義務づけられようとしている。最近では、ヘッジファンドを他の投資ファンドと区別する最も重要な点として、投資戦略に焦点が当てられるようになっている。投資戦略におけるヘッジファンドの重要な特徴は、伝統的な資産運用組織と異なって、ベンチマークに対する相対的パフォーマンスよりもむしろ、絶対収益を追求している点にある⁹⁾。

2.2 ヘッジファンドの組織と産業構造

(1) ヘッジファンドの組織

ヘッジファンドの組織形態は、ヘッジファンドの法的居住地及び投資家のタイプによって決定される¹⁰⁾。すなわち組織形態は、ファンドが米国法の下で組織されるか（オンショア・ヘッジファンド）、外国法の下で組織され米国外に所在しているか（オフショア・ヘッジファンド）に依存し、投資家のタイプに応じて有限責任パートナーシップ、株式会社、トラスト（信託）、あるいはミューチュアル・ファンドの形態をとる。ほとんどの米国をベースとするファンドは、米国所得課税下にある投資家に便宜を与えるために有限責任パートナーシップあるいは株式会社として組織され、オフショア・ファンド及び米国外所在のヘッジファンドは株式会社という形態をとっている。

税制やその他の事情によって、ヘッジファンド・アドバイザーは、米国所在のヘッジファンドに加えてオフショア・ヘッジファンドを外国法制下で組織する¹¹⁾。多くの場合、オフショア・ヘッジファンドは、同じヘッジファンド・アドバイザーによってオンショアと同じ投資戦略を用いて運用されている。オフショア・ヘッジファンドは、通常、米国非居住者と並び、米国の免税組織、すなわち年金基金、公益信託、慈善信託、財団、寄付基金など各種基金から投資を集めている¹²⁾。オフショア・ヘッジファンドは、別のヘッジファンドとして組織されるか、あるいは親・小構造（マスター・フィーダー構造、master-feeder structure）を用いて組織される。

マスター・フィーダー構造は、異なった税制下にある投資家に対して複数の

資産プールを統一的に運用することを可能とする。親ファンド（master fund）は通例、米国法の下で組織される。親ファンドは、1つかそれ以上の国内及びオフショアの子ファンド（feeder fund）に持ち、それら子ファンドが親ファンドの持ち分証券に投資することによって資金を集める。そうした仕組みを通じて、各ファンドはすべて、投資戦略や投資目的を共有することになる¹³⁾。

(2) ヘッジファンド産業の構造

ヘッジファンド産業は、基本的にはヘッジファンド・アドバイザーとヘッジファンドの資産運用に際して各種サービスを提供する証券会社、監査法人、オフショア・アドミニストレーター、コンサルタント及びその他サービス提供者から構成される。

ヘッジファンドは典型的には、投資アドバイザーによって発起され、組織され、運用される。ヘッジファンドの投資アドバイザーは、ヘッジファンドを設立し、有限責任パートナーシップや株式会社の取り決めを準備し監督する責任がある。もしヘッジファンドが有限責任パートナーシップならば、投資アドバイザーは、ヘッジファンドのジェネラル・パートナー（無限責任社員）としての役割を果たす。もしヘッジファンドが株式会社ならば、投資アドバイザーは、ファンドの運用メンバーとしての役割を果たす¹⁴⁾。

ヘッジファンドは通常、持ち分証券を公募できないため、ヘッジファンド・アドバイザーの個人的な関係を通して販売される。ヘッジファンド・アドバイザーは、報酬として、運用手数料をヘッジファンド資産額ベースで受け取る。加えて、キャピタルゲイン及び保有資産額増大の一部を、ファンドの投資パフォーマンスに基づいて成功報酬として受けとる。アドバイザーは一般に、少なくともヘッジファンドの存在の初期段階において、投資ファンドの持ち分証券のマーケティングと販売に責任がある。最終的に投資アドバイザーは、投資家に対するファンドのパフォーマンスについての定期的報告の提供を含むインベスター・リレーションについても責任を負う。アドバイザーの性質と能力は様々であり、数十億ドルの資産を運用し、複数のポートフォリオ・マネージャ

一、アナリスト、ブローカー、さらにコンプライアンス・リスクなどの法務関連業務の担当者を雇っているアドバイザーもいれば、個人でマーケティングから運用など各種業務を行っているアドバイザーもいる。

ほとんどすべての証券取引関連のサービスを提供する大手証券会社（ブローカー・ディーラー）は、ヘッジファンドに対し、通常のサービスに加えてプライム・ブローカレッジ・サービスを提供している。プライム・ブローカレッジ・サービスは、ヘッジファンドを含む大口の個人及び機関投資家向けに大手証券会社が開発したシステムである¹⁵⁾。ヘッジファンド・アドバイザーは、しばしば、ヘッジファンドの投資戦略と、1つ以上の異なった証券会社によって提供させる特定サービスや専門領域が一致するかどうかを基準に、プライム・ブローカーを選別する。業界での地位が確立されているヘッジファンドや複雑な投資戦略を用いるヘッジファンドは、複数のプライム・ブローカーを用いる傾向が強い。ヘッジファンド・アドバイザーも、単一の証券会社に対するリスクを限定するために、複数の証券会社を用いる可能性が高い。他方、設立間もないヘッジファンドは、ファンド立ち上げを支援した証券会社と単独契約を結ぶ傾向にある。

プライム・ブローカレッジ・サービスとしては、①他の証券会社（執行ブローカー）によって執行されたヘッジファンドの取引を決済するスチームライン・トレーディング・サービス、②空売りの際に貸株を行う貸株サービス、③信用取引口座を維持したり不足証拠金を貸し付ける証拠金与信サービス、④ヘッジファンド投資家を紹介する資本導入サービス、⑤弁護士、会計士、その他サービス提供者を紹介・推薦したり、バックオフィス業務を執り行うヘッジファンド立ち上げサービス、⑥特注の定期報告書を作成する報告書作成サービス、⑦個々の証券や関心のある特定の市場部門と関連した独自調査やサードパーティーへの調査依頼、そしてソフトグララー手配を行う調査サービス、⑧ヘッジファンドが保有するポートフォリオや、個々の証券の価格評価を行う資産評価サービス、⑨トレーディング・システムやECN (Electronic Communication Network) への接続、リスク管理システムなどを提供したり、サードパー

ティーを紹介する技術サービス、などがある¹⁶⁾。さらに、⑩ヘッジファンドを立ち上げようとしている人に各種のオペレーション・サービスも提供する¹⁷⁾。

これらに加えて、ヘッジファンド産業を構成する主体としては、オフショア管理者、監査担当者、コンサルタントと他の仲介業者などがある。オフショア管理者は、オフショア・ヘッジファンドの投資アドバイザーにオフショアでの各種業務の支援を提供する¹⁸⁾。オフショア管理者の最も重要な仕事の1つは、ポートフォリオを構成する証券の価格評価を支援することである。

監査担当者は、米国会計基準（GASS）に従いヘッジファンドに対して独立した監査を行い、ヘッジファンドの財務諸表が会計原則（GAAP）と一致するかどうかについて意見を引き渡す。登録投資会社と異なり、ヘッジファンドに財務諸表監査を求める法的及び規制上の義務はないので、財務諸表の監査を毎年受けるかどうかは、ヘッジファンドと投資家との間の契約上の問題である。しかし、ヘッジファンドの多くは、年次ベースで独立監査を受けるため監査担当者を雇っている。他方、ヘッジファンド・コンサルタントは一般に、ヘッジファンド投資家とヘッジファンドに向けてサービスを提供するサードパーティーである。コンサルタントは、投資家やヘッジファンドがヘッジファンド投資の複雑さを理解できるように投資家教育や資産評価手続きサービスをおこなう。

2.3 ヘッジファンドの投資戦略

(1) 投資戦略の特徴

登録ファンドのアドバイザーは、選択された資産クラス、あるいは証券インデックスのパフォーマンスを複製するか、あるいはそれを越えることを試みる相対収益アプローチを好む傾向にある¹⁹⁾。これに対して、ヘッジファンド・アドバイザーは一般に、ベンチマークに対する相対的パフォーマンスよりもむしろ、通年にわたってボラティリティ（変動性）の低い正の投資収益、すなわち絶対収益を達成しようとする。すなわち絶対収益アプローチを採用する点に特徴がある²⁰⁾。絶対収益アプローチで運用されるヘッジファンドは、様々な市場環境下において正の収益を確保しようとする。市場の下落局面において登録

アドバイザーは、損失を生じてもベンチマークを上回る限り（すなわち相対収益が正である限り）、成功と見なされる。相対収益パラダイムにおいて、ダウンサイド・リスクはベンチマークと同じパフォーマンスを達成することに失敗するリスクを意味している。対照的に、絶対的収益投資戦略をとるアドバイザーにとって、上昇相場と下落相場の両方において収益を上げなければ成功とみなされない。絶対収益パラダイムにおいて、ダウンサイド・リスクは、正の収益を挙げることに失敗するリスクを意味する。

ヘッジファンドとミューチュアル・ファンドは、資金をプールした投資組織であり、通常、公開で取引されている証券に投資するという2つの点で共通している²¹⁾。しかし、ヘッジファンドとミューチュアル・ファンドは、ヘッジファンド設立の法制上の違いから生じる重要な違いがある。登録ファンドはSECに登録し、投資会社法の規定に従い、その証券の発行は、公募の形を取り、ほとんどの場合SECに登録が義務づけられ、ディスクロージャーと連邦証券法の報告要件（規則）に従わなければならない。だが、登録ファンドは、一般に、洗練されていない投資家を含むどのような投資家に対しても証券を販売できる。また、登録投資会社に対するアドバイザーは、投資顧問業法の下においてSECへの登録が要求される。他方、登録義務のないヘッジファンドの投資家はアドバイザーに絶対収益投資戦略を追求する自由を与える点で、各種の投資家保護の規制に制約される登録投資会社と異なっている。

ヘッジファンドの収益機会は、2つの源泉から生じる。すなわち、①取引すべき証券の種類や規模が格段に増大したこと、②ほとんどの伝統的な投資運用業に共通する規制に制約されることなしに、様々な投資戦略を採用することができること、の2つである²²⁾。したがって、ヘッジファンドのアドバイザーは、空売りやその他デリバティブ、非流動証券や新興市場証券の投資、さらに合併や株式取得の可能性から生じる利益機会のような裁定機会を追求するといった伝統的ファンドでは可能ではない戦略を用い、ポートフォリオを構築する。そのため、ヘッジファンドの投資パフォーマンスは、株式や固定金利債市場における伝統的な投資と低い相関を示す²³⁾。

(2) 投資戦略の多様性

ヘッジファンドの投資戦略の特徴は、絶対投資収益を投資戦略の目標にかかげる点にあった。そのため、ヘッジファンドは、多様な投資戦略を採ることになる²⁴⁾。相対収益の確保を自己弁護にできないヘッジファンドにとって、収益確保のために市場環境の変化に応じてどのような投資戦略でも収益確保が見込めるものなら採用しようとする。また、登録投資ファンドや登録アドバイザーと異なって投資手法に対して規制もないため、どのような投資手法も採用できるからである。ほとんどのヘッジファンドの設立趣意書には、広範な目的が設定され、変化する市場環境を有利に利用するために複数の戦略を採用することを承認している²⁵⁾。

同じ投資戦略を用いることを意図していたり、同じ資産クラスに投資したりしているヘッジファンドにおいてさえ、投資活動、パフォーマンス、リスク・レベルは、かなり広い範囲にわたっており、つねに革新し変異している²⁶⁾。ヘッジファンドの投資活動は非常に様々なので、特定の投資カテゴリーに分類されたヘッジファンドもおそらく、登録投資会社のような伝統的投資機関よりも同一性をあまり示さない。ヘッジファンドの分類方法は変わる可能性が高いが、ヘッジファンドの投資戦略は大きく分けて以下の3つに分類することができ、それらはさらに細分化される（詳しくは、表1を参照）²⁷⁾。

①価格収束戦略（Convergence Strategy）とは、2種類の証券の市場価格がやがて近づく（あるいは一致する）ことに賭ける投資戦略である。システムティック・リスクあるいは市場変動へのエクスポージャーを最小化する一方、資産に特有な収益性に焦点を当てる投資戦略である。②価格乖離戦略（Divergence Strategy）は、市場あるいは証券の価格がしだいに乖離していくことに賭ける投資戦略である。③銘柄選択戦略（Security Selection Strategy）は、特定の証券の誤った価格評価から利益を得ようとする投資戦略である。こうした持ち高を形成するのに用いられる投資プロセスは、非常に多種多様である。以上の投資戦略に加えてヘッジファンド投資には、次の2つの種類のヘッジファンドがある。④ファンド・オブ・ヘッジファンズと⑤マルチ・ストラテジー・ファン

ドである。

ファンド・オブ・ヘッジファンズは、一般的には、8から10の異なる投資戦略、あるいは20から40のファンド・マネージャーに投資し、分散化されたエクスポージャーを提供する。ヘッジファンドに投資された資産のほぼ3分の1はファンド・オブ・ヘッジファンズを介するものだとされている²⁸⁾。マルチ・ストラテジー・ヘッジファンドは、異なる投資戦略をもつ1つ以上のヘッジファンドに投資するヘッジファンドである。マルチ・ストラテジー・ヘッジファンドは、ある特定の投資戦略が想定する投資機会が発生した場合、その機会をすぐさま利用できるほど十分な数のヘッジファンドに投資する。マルチ・ストラテジー・ヘッジファンドは、すべての資産が同じ組織で運用されているという点を除いてファンド・オブ・ヘッジファンズと似ているが、個々のヘッジファンドの投資戦略に対するウェイトを変化させることによって償還やロックアップ期間の問題を回避することができる点が異なっている。

ヘッジファンドは、広範な種類の様々な投資戦略を用いるので、すべてのヘッジファンドが、同じ投資収益、ボラティリティ、そしてリスクをもつわけではない。ヘッジファンドの投資戦略の多様性を認識しておく必要がある²⁹⁾。ヘッジファンドは絶対収益の確保を目的としているので、市場環境の変化に従って投資戦略も変化させるが、正のパフォーマンスを達成できないヘッジファンドは、市場から退出を迫られる可能性が高い。ある調査によれば生き残り率は60%以下であると推計されている³⁰⁾。

3 ヘッジファンド規制の歴史的位相

3.1 ヘッジファンド規制の推移

1980年代から90年代はじめにかけて、ソロスのマクロ・ヘッジファンドに代表されるようにヘッジファンドは、EMS危機、アジア通貨危機などの国際金融危機に主要な役割を果たしたとして注目を浴びた。さらに、1999年のLTCMの事実上の破綻は、レバレッジと、ヘッジファンドの取引相手となっ

表1 投資戦略の分類

投資戦略		概要
①価格収束戦略 (Convergence Strategy)	Convertible Arbitrage	ファンド・マネージャーは発行企業の転換社債と株式の価格の乖離に焦点を当てる投資戦略。社債のオプション部分の価値は、株式の空売りが、あるいはオプションの利用によってヘッジされる。
	Equity (Index) Arbitrage	株式の現物とデリバティブの間のミス・プライシングから利益を得ようとする投資戦略。
	Mortgage Arbitrage	米国担保証券市場における非効率的な価格形成から収益を得ようとする投資戦略。通常、こうした戦略はレバレッジを用いて行われる。
	Fixed Income Arbitrage	ファンド・マネージャーは、固定金利証券とデリバティブの間の価格付けの乖離から利益を得ようとする。マネージャーは、利子率に対するリスクをヘッジすることによって市場中立的立場にとどまる。
	Relative Arbitrage	資産の収益性を高めるシステムティック・リスクをヘッジする一方で、資産に特有な収益を分離・確保しようと試みる投資戦略。マネージャーは、事態の好転を予想して証券価格が上昇すると期待される過小評価された証券の持ち高をつくる。こうした投資戦略はイベント・ドリブンとして知られる。
Merger Arbitrage	イベント・ドリブン戦略の1つである。この場合には、マネージャーは公表されたテイクオーバーや企業合併へ投資する。	
②価格乖離戦略 (Divergence Strategy)	Global Macro	企業買収などのマイクロ・イベントではなく、マクロ・イベントによる利子率や通貨などの変動による投資機会が生じたときを狙って投資を行う投資戦略。グローバル規模での経済変化に投資し、しばしばデリバティブを用いる。
	Managed Futures/Commodity Trading	商品取引に従事するアドバイザー（CAT）には、(1)システムティックCTAと(2)裁量的CTAという2つのタイプがある。(1)システムティックCTAは、テクニカル分析を用いてトレンド追隨的な投資戦略を行い、株式市場の相場下落局面において正のパフォーマンスを得るためにマイナス・ベータの投資を行う。(2)裁量的CTAは、取引決定において裁量的な決定アプローチをとり、システムティックCTAよりも指向性が強くなる。両タイプのCTAもある程度のレバレッジを用いる。
③銘柄選択戦略 (Security Selection Strategy)	Equity Long/Short	ファンド・マネージャーの投資は、つねに空売りが、インデックス・オプションかによってヘッジされた株式の買い持ちポートフォリオから構成されている。この投資戦略は、数及び資産額の面で、ヘッジファンドのなかで最も大きな部分をなしている。
	Distressed Securities	ファンド・マネージャーは、困難な状況にある、あるいはそうなると予想される企業の証券に投資する（買い持たないし空売りする）。困難な状況とは、会社更生、倒産、投げ売り、企業リストラなどである。証券は、銀行負債、

	<p>Emergence Market</p> <p>Market Neutral</p>	<p>企業負債，企業間信用債権，普通株，優先株，ワラントなどである。こうした持ち高は，S&P プット・オプションでヘッジされる。</p> <p>新興市場ファンドは，発展すると考えられる国の政府関連債あるいは企業債，株式に投資する。</p> <p>典型的には，買い持ち及び空売りの戦略をとる。すなわち，同額の資本で，買い持ち及び空売りをを行う。過小評価された証券を買い持ちし，過大評価された証券を空売りして，市場リスクを中立化しようと試みる。</p>
<p>④ファンド・オブ・ヘッジファンズ (Fund of Hedge Funds)</p>		<p>ファンド・オブ・ヘッジファンズは，複数のヘッジファンドの投資戦略に対して，あるいは所与の投資戦略におけるファンド・マネージャーに対して分散化されたエクスポージャーを提供する。ファンド・オブ・ヘッジファンズは，特定の投資戦略あるいはファンド・マネージャーをマクロ経済の展望や計量的な最適化技術に基づいて過大に組み込んだり，組み込みを控えたりする。</p> <p>ファンド・オブ・ヘッジファンズは，大きく分ければ，2つに分かれる。ディレクショナル・ファンドとノン・ディレクショナル・ファンドである。</p> <p>(1)ディレクショナル・ファンド・オブ・ヘッジファンズは，プラスのベータと株式市場と相関するヘッジファンドに基本的に投資するものである。(2)ノン・ディレクショナル・ファンド・オブ・ヘッジファンズは，株式市場，ある場合には固定金利債市場と低い相関にある低いベータをもつヘッジファンドに投資するものである。</p>
<p>⑤マルチ・ストラテジー・ヘッジファンド (Multistrategy Hedge Fund)</p>		<p>マルチ・ストラテジー・ヘッジファンドは，異なった投資戦略をもつ1つ以上のヘッジファンドに投資するヘッジファンドである。マルチ・ストラテジー・ヘッジファンドは，ある特定の投資戦略が想定する投資機会が発生した場合，その機会をすぐさま利用できるほど十分な数のヘッジファンドに投資する。</p> <p>マルチ・ストラテジー・ヘッジファンドは，すべての資産が同じ組織で運用されているという点を除いて，ファンド・オブ・ヘッジファンズに似ている。個々のヘッジファンドにつきものの償還＝流動性やロックアップ問題は，ファンド・マネージャーが個々のヘッジファンドの投資戦略に対するウエイトを変化させることによって回避することができる。</p>

[出所] CRA RogersCasey, *Back to Basic : A Hedge Fund Prime*, CRA RogersCasey LLC, 2004
他から作成。

ている大手投資銀行や大手商業銀行のカウンター・パーティー・リスクの問題を顕在化した。他方、大陸ヨーロッパでは、ヘッジファンドによる取引所買収や企業買収が活発化し、ヘッジファンドへの批判が高まってくる。

ドイツの社会民主党議長ミュンターフェリングは、非公開株ファンドとヘッジファンドは企業に襲いかかるイナゴの大群であり、それらによって仕事を破壊される人々のことを一顧だにしないと述べ、それらファンドの短期収益最大化戦略を批判した³¹⁾。ヘッジファンドに対する批判と規制強化の動きがヨーロッパ諸国を中心にして高まるなかで、米国では LTCM 事件にもかかわらず、規制当局、特に SEC は、ヘッジファンドは市場の効率性を高めるという立場から規制強化の動きを示さなかった。

SEC は、1969年時点ですでに、「ヘッジファンドは極めてパフォーマンス志向なので、それらは、証券市場に対して、運用資産額が示すであろうよりもはるかに大きな影響を持っている」³²⁾として、ヘッジファンドが証券市場に及ぼす影響に特別の関心を寄せた。その際のはじめて SEC はヘッジファンドを調査し、ほぼ200のヘッジファンドが存在し、総額15億ドルの資産を運用していると推計した。

1992年、SEC は、ソロモン・ブラザーズのオークション規則違反の後に政府証券市場の乱用に焦点を当てた報告書を財務省、連銀と共同で発表した。報告書は付録においてヘッジファンドによるレバレッジの利用の潜在的危険性を指摘したが、ヘッジファンドに関する法制上の提案を行わなかった。1999年、LTCM の事実上の破綻に際して行われた大統領報告書も、金融市場の安定性とカウンターパーティー・リスク問題に焦点をおいたため、改善策のなかにアドバイザーの登録義務は含まれなかった。

ヘッジファンドは法制的には、証券発行を登録しておらず、また投資会社として登録していない、証券やその他資産のプールを保有している法人を意味している³³⁾。アメリカの証券法制において、ヘッジファンド及びヘッジファンド・アドバイザーは、投資会社法及び投資顧問業法において登録免除されていた。議会は、少数の顧客しかもたず、連邦レベルで証券市場に影響する可能性

が低いアドバイザーを規制することに関心がなかったからである。

1985年、SECは、アドバイザーが、それぞれのパートナーシップ、トラスト、会社を1顧客として計算する規則を適用した³⁴。その規則（セーフハーバー）は、アドバイザーが、間接的に多数の顧客と巨額の顧客資産を持つにもかかわらず、登録を回避することを可能とした³⁵。さらに1997年SECは、非公開株ファンドの増大が、小規模ファンドを想定していた投資会社法及び投資顧問業法と齟齬をきたすようになったので、アドバイザーが顧客資産をプールするために用いる法人を含むことができるように登録免除規定を拡張した³⁶。アドバイザー業務が個々の投資家の目的というよりもファンド全体の目的に基づいて行われている限り、アドバイザーがファンドを単一の顧客として計算することが可能となった。だが、こうした措置は、予想外の事態を招くことになった。

LTCMレポートの発表以来、ヘッジファンド資産の伸びは、ミューチュアル・ファンド資産の伸びを上回るようになった。そればかりか、大手アドバイザーのなかには、登録免除規定を利用して、無登録のままヘッジファンドを介して巨額資産を運用するようになった。加えて、ヘッジファンドの成長にともなって、ヘッジファンドの不正行為も急増した³⁷。不正行為事件において、アドバイザーが投資家を欺いた事件だけでなく、ミューチュアル・ファンドを利用して市場参加を欺いた事件も数多く見受けられた。

2002年にSECは、ヘッジファンドとヘッジファンド・アドバイザーについての包括的な調査を行った。これは、①ヘッジファンド数と運用資産額が急速に伸びており、証券市場に広範な影響をもたらす可能性がある、②ヘッジファンド・アドバイザーの不正行為に対する訴訟件数が急増しているにもかかわらず、ヘッジファンド投資家は資産をほとんど回収できなかった、③ヘッジファンドが伝統的なヘッジファンド投資家である富裕者やその家族といった相対的に少数の人々より遙かに広範な人々にも影響を及ぼすようになってきた、という理由からである³⁸。このSECレポートは、ヘッジファンドやアドバイザーについて利用可能な公開情報が極めて限定されたものでしかないことを明らか

にし、ヘッジファンドの活動が重大な影響をもたらす可能性があるにもかかわらず既存の規制体系は投資家保護を含んでいないと結論した。

SECは2004年10月、投資顧問業法によってもたらされた保護をヘッジファンド投資家へも提供することを意図して、ヘッジファンド・アドバイザーに対する新たな規制策を発表した³⁹⁾。すなわち、規則 203条 b-3 項 2 を変更し、ヘッジファンドを 1 投資家とするのではなく、ヘッジファンドの個々の投資家を顧客としてカウントすることを義務づけようとするものである⁴⁰⁾。この規則変更の結果、運用ファンドの投資家が15人以上である2500万ドル以上の資産を運用しているアドバイザーはSECに登録しなければならない。しかし、この新規制は、ほとんどのアドバイザーをSECに登録させることになるだけでなく、従来の証券規制のあり方も大きく変更させることになるため、論争を惹起した。

3.2 SEC の新規制

大恐慌の間、議会は、米国証券市場における投資家の信頼を高め、それによって資本形成、経済成長、雇用創出に必要な投資を促進するために、連邦証券法を立法化した⁴¹⁾。連邦証券法は、市場の透明性を確保し、不正行為を禁止し、受託者の義務を課すことによって投資家を保護することを追求している。連邦証券法の施行と管理、証券市場の監視に主要な責任を負う連邦政府組織として、SECが創設されることになった。こうした目的で設立されたSECは、ヘッジファンドの成長やヘッジファンドがもたらすリスクの広範化、アドバイザーによる不正行為の増大という事態に照らして、ヘッジファンド・アドバイザーに対する現状の規制体系は不十分であるとみた。特に、無登録アドバイザーの不正行為を抑制する能力をもつ有効なプログラムを持っていない点に危機感を抱いた。現状では、不正行為が起り投資家の資産が消失した後ではじめてアドバイザーに対する訴追を行わざるをえない。また、ヘッジファンド産業についての基礎的な情報が整えられておらず、しばしば利害が対立し信頼性に欠けるサードパーティーのデータに依存しなければならないからである。

SECによれば、ヘッジファンド・アドバイザーの登録義務化はヘッジファンドの合法的活動に負担をかけることなしに、ヘッジファンド・アドバイザーを監視する能力をSECに与える。

SECは、規則203条 b-3 項2を導入する理由として、以下の9点を挙げている。

①ヘッジファンドアドバイザーについてのセンサス（全数調査）情報の提供
ヘッジファンド・アドバイザーの登録義務化は、ヘッジファンド産業という成長分野について現状では不足している情報をSECに収集する能力を与えることになる。投資顧問業法の主目的は顧客の保護であったが、その法は米国のアドバイザーのセンサスの役割も意図されていた⁴²⁾。新規制によって、ヘッジファンド産業について包括的なデータが一切なく、信頼できるヘッジファンド数及び運用資産額の統計もないという現状を打開できる⁴³⁾。

②不正行為の抑制

投資顧問業法の下での登録はSECにヘッジファンド・アドバイザーの調査を行うことを可能とする。SECのヘッジファンド調査は、初期段階でコンプライアンス（法令遵守）問題を確認でき、投資家にとって有害な行為を摘出し、不法行為を抑制することを可能とする。これらは投資家保護というSECの使命の中心的なものであり、規則203条 b-3 項2を適用する主要かつ最大の理由である。登録がすべての不正行為を探知し排除できるわけではないが、SECによる監査が行われるという見通しは、少なくとも不正行為に関与したアドバイザーが捕捉されるリスクを高め、犯罪行為を抑制する効果をもつ⁴⁴⁾。

③不適切な人物の排除

SECへの登録は、アドバイザーと関連した人々を選別し、彼らが重罪を犯していたり、不適格となる前科の記録があれば、登録を拒否する権限をSECに与える。SECはこの権限を用いて、詐欺師やペテン師、その他同類の人々をヘッジファンド産業から排除することを意図している。逆に、監視の欠如は、不正行為が暴かれないという期待を広めることになる。

④コンプライアンス・コントロールの導入

投資顧問業法の下での登録は、ヘッジファンド・アドバイザーに投資顧問業法に違反せず、主任コンプライアンス（法令遵守）担当者を長とする組織を構築することを要求する。そうした措置をとっていないヘッジファンド・アドバイザーは、コンプライアンスのための組織を新たに構築しなければならない。

⑤ヘッジファンドの小口化（Retailization）の抑制

米国のヘッジファンドは、投資会社法の3条c-1項あるいは3条c-7項の下の投資会社の定義から免除される資格を得ることによって、一般に投資会社法の下での規制を回避するように組織される。3条c-7項ファンドに対して成功報酬の制限はないが、ファンドの投資家それぞれは、有資格購入者（qualified purchaser）でなければならない。そして有資格購入者は500万ドル以上の投資をおこなっていることを意味している。205条3項は、成功報酬を課す目的の顧客としてファンド投資家それぞれを考えることを3条c-1項ファンドのアドバイザーに求めることになる。また、最低投資額基準（規則205条3項）は、未公開で成功報酬を課すファンドに投資する投資家は、少なくとも150万ドルの純資産を有するか、運用資産が少なくとも75万ドル以上であることを義務づけている。多くのヘッジファンド・アドバイザーは、成功報酬を受け取るためには205条3項に従わなければならないから、登録義務化は、最低投資額基準を満たす投資家すべてにも有益な効果をもつ⁴⁵⁾。

⑥商品先物取引委員会（CFTC）規制への対応

議会は2000年に、CFTC登録商品取引アドバイザーが投資アドバイザーとして主として活動していないならば登録から免除される203条b-6項を投資顧問業法に追加した。その結果、CFTCから登録免除の資格を得たアドバイザーは、SECへの登録を要請されない。だが、商品プール・オペレーターとしても活動しているヘッジファンド・アドバイザーが運用するファンドのポートフォリオの大部分は主に証券からなっており、そうしたアドバイザーにSEC登録を義務づけ監督することは投資家保護の観点から必要である。CFTCの監督は先物取引分野に焦点を当てざるをえないので、ヘッジファンド・アドバイザーとして主に活動しているアドバイザーをSECが監督しないのは、機能

別規制の原則（principles of functional regulation）と一致しないばかりか、投資顧問業法の2000年修正の意図にも反することになるからである⁴⁶⁾。

⑦モラルハザード問題

SECへの登録が、デューデリジェンス（適切な注意義務）を果たしているかどうかということよりも、SECの監督下にあるという印象を投資家に与え、それがヘッジファンド・アドバイザーに対する信頼を醸成するというモラルハザード問題を生じさせる可能性がある。しかし、SECによれば、現状でもアドバイザーは必要に応じて登録、あるいは登録を返上することができるのであるから、登録によってモラルハザードが発生するとすれば、新規制が導入されていない現在でもモラルハザードが生じているはずである。したがって、新規制がモラルハザード問題を悪化させるわけではない。むしろこうした議論は、SECはアドバイザーの監視をすべて取りやめるべきだという見解につながるものである。特に、洗練されていない顧客をもち、規制当局の監督を尊重しない懸念が高いアドバイザーについての監視まで取りやめるべきだということにもなりかねない。

⑧投資顧問業法の適切な運用

無登録アドバイザーに巨額資産の運用を許すことになったので、規則203条 b-3 項 2 の適用に際して、既存のセーフハーバー規定の不適切な適用について特別に考慮する必要が生じた。203条 b-3 項の登録免除は営業範囲が限定的で連邦レベルでの監視が不必要なアドバイザーを登録免除することを意図したものであり、セーフハーバー規定は203条 b-3 項の登録免除の基礎にある目的と一致していない。したがって、セーフハーバー規定を取り下げ、ファンドに投資した投資家をグループとして数えるのではなく、投資家それぞれを顧客として数えることを義務づける必要がある。

⑨代替手段に関して

SECの新規制、すなわち規則203条 b-3 項 2 の導入に代わる代替案が提起されている。例えば、ヘッジファンドの投資家すべてが投資会社法の3条 c-7 項の下の有資格購入者基準を満たすならば、登録義務からヘッジファンド・

アドバイザーを除外すべきだというものや、ヘッジファンド・アドバイザーに登録を義務づける代わりに、SECはレギュレーションDの下での現行の適格投資家（accredited investor）基準を拡張すべきだという代替案などである⁴⁷⁾。このような代替案は、SECが抱えている懸念に部分的にしか応えず、無登録のヘッジファンド・アドバイザーをSECが直接監督することを許さない点で限界をもっている。

3.3 新規制をめぐる論争

SECの新規制は、それまでのアメリカ証券市場規制の伝統における大幅な転換を要請した。そのため、根強い反対に直面する。実際、ヘッジファンド・アドバイザーの事実上の登録義務化に対しては反対意見が少数意見として最終報告書に添付されている。少数意見は、次の3点に整理できる⁴⁸⁾。

第1に、多数意見は、ヘッジファンドの不正行為を過大に見積もっている⁴⁹⁾。加えて、ヘッジファンド・アドバイザーは他のアドバイザーと取引手法や投資戦略において著しく異なり、通常の調査では実態を把握できない。そのため登録義務化は不正行為や弊害を大幅に抑制できない。第2に、多数意見は、ヘッジファンドの小口化の進行から惹起される問題を解決するために登録義務化が必要であるとしたが、ヘッジファンドの小口化が進行していることを論証することに成功していない。登録義務化は、ヘッジファンドの小口化問題の解決方法として十分でないばかりか、逆に小口化を促進するという意図せざる結果を招く可能性さえある⁵⁰⁾。第3に、多数意見は、ヘッジファンドとその他の私募ファンド（非公開株ファンドやベンチャーキャピタルなど）を区別することに失敗し⁵¹⁾、規制面で不公正な扱いを行うことになっている。新規制は、従来の証券市場規制から大きく逸脱し、証券行政を混乱させるものである。

少数意見は、新規制が金融技術の革新を抑制することになるだけでなく、ただでさえ不足気味のSEC資源をアドバイザー監視に割く必要が生じ一般投資家の保護という主要使命を達成することを困難と批判する⁵²⁾。そして、機関投資家などのプロの投資家の参入拡大がアドバイザーに対する民間監視圧力を高

めることになるのだから登録義務化は必要とされないし、多数意見が否定したにもかかわらず、情報収集のためは証券会社の監視強化によって達成可能だと主張する⁵³⁾。

無登録アドバイザー、弁護士、業界組織なども、ヘッジファンドの不正行為防止に対する新規制の有効性への疑問や、新規制に潜在するアドバイザー業務への侵害行為に対する懸念を表明し、SECの提案に強く反対した。特に、コンプライアンス（法令遵守）コストの高さに対して不満が集中した。登録に際してはレポートや各種フォームを提出せねばならず、独立監査法人への依頼も必要になるため、コストがかかるだけでなく、運営の柔軟性も失われることになるからである⁵⁴⁾。

こうした批判に対して多数意見は、実証研究やSECスタッフによる非公式情報は、登録義務化がヘッジファンドの合法的な活動にいかなる悪影響も与えないことを示していると強調する⁵⁵⁾。また、証券会社を通じた情報収集も現状では代替策とはなりえず、結局、投資家を保護するという第一義的な義務をもつ監視者、すなわちSECに対してアドバイザーが説明責任を負うという仕組みに変える必要があると主張する。コンプライアンス・コストに対する不満についても⁵⁶⁾、ヘッジファンドへの参入障壁は極端に低く、コンプライアンス・コストは参入を妨げる要因とはならないとしたうえで、こうしたコストはすべてのアドバイザーが負わねばならないコストであり、コンプライアンスの枠組みの強化は投資家との間に利害対立を内包するヘッジファンド産業にとって信頼を高める効果がある点が強調される⁵⁷⁾。事実、機関投資家はヘッジファンドに対するコンプライアンス強化を望んできた⁵⁸⁾。

以上の多数意見はしかし、少数見解や反対者が新規制に対して不満を表明する根本的な問題に答えていない。すなわち、多数意見が推し進めるヘッジファンド・アドバイザー規制が証券規制行政における大幅な転換を意味するにもかかわらず、その転換の根拠が十分説得的に説明されていないという点である。これまでの投資顧問業法の運用においては、富裕者と洗練された投資家だけが参加するファンドのアドバイザーは、多くの個人投資家が投資するファンドを

運用するアドバイザーと区別されてきた。したがって、非公開株ファンドやベンチャーキャピタルと同様に、ヘッジファンドの顧客は富裕者と洗練された投資家であるので、アドバイザーの登録は引き続き免除されるべきであると、少数意見や反対派は主張するのである。

投資顧問業法203条 b-3 項における登録免除規定に関して多数意見は、登録免除の導入は全国的に活動していないために連邦レベルでの監視が必要とされない、あるいは監督できないアドバイザーを登録免除することに議会の意図があったと捉える。そして議会は、富裕者や洗練投資家を顧客とするアドバイザーすべてを免除することを意図しておらず、全国レベルの業務を行い巨額資産を運用しているアドバイザーに登録を義務づけることを意図していたと主張することになる。少数意見はこの点にも異論を挟む。1940年に投資顧問業法が制定されたとき議会は、ファンドへの出資者を1顧客と数えるような扱いをせず、投資会社を1顧客として扱っただけでなく、顧客が投資会社あるいは保険会社であれば登録を免除した。1970年に、SECの勧告に基づいて議会は投資顧問業法を修正し公募ファンドのアドバイザーに登録を義務づけたが、私募ファンドに対するアドバイザーは登録を免除されたままとなった。この際、議会は、大規模資産を運用する私募ファンドが存在することを認知しており、多数派意見が主張するように大規模ファンドを運用するアドバイザーも登録されるべきだと意図していたとは考えられない。したがって巨額資産を運用しているという理由だけから、登録を義務づけることは、投資顧問業法の趣旨を逸脱すると反論する。

アドバイザー登録の是非に際して、プロの投資家向けと個人投資家向けの区別が投資顧問業法において存在しないという多数意見の論拠は必ずしも納得のいくものではなかった。そこで、多数意見が最後の論拠に持ち出したのが、年金基金などの機関投資家によるヘッジファンド投資は個人投資家による間接的な投資にほかならないという主張であった。年金基金などの資金は多数の個人が出資したものであり、そうした年金基金によるヘッジファンド投資は、事実上、多数の零細な投資家が間接的に投資していることを意味しており、一般投

資家保護という SEC の使命からしてヘッジファンド・アドバイザーに登録を義務づけることは当然であると主張したのである。事実、SEC に懸念を生じさせる新たな展開があった⁵⁹⁾。

第1に、多くのヘッジファンド・アドバイザーが小口投資家に関心はないと表明したにもかかわらず、彼らは最低投資単位をしだいに引き下げただけでなく、従来ヘッジファンドに投資しなかった投資家層に対してもマーケティングや勧誘活動を行っている。

第2に、登録ファンド・オブ・ヘッジファンズの拡大が広範な投資家に対してヘッジファンドをより利用可能にするようになった。現時点では、ほとんどのファンド・オブ・ヘッジファンズは機関投資家向けに販売されているが、それらが小口投資家向けに公募されることに対して法制上の制約はない。

第3に、過去数年で、公的及び民間の年金基金、大学や各種財団・基金などがヘッジファンド投資を増大していることが、最も重大な懸念材料となっている。米国では、確定給付年金基金のトップ200のうち、少なくとも15%が資産の一部をヘッジファンドに配分しているだけでなく⁶⁰⁾、非常に多くの年金基金がヘッジファンド投資のために調査を開始している⁶¹⁾。大学や各種財団・基金についても、ヘッジファンドへの戦略的資産配分を増加させることが予想されている⁶²⁾。

年金基金のような数百万の受益者をもつ投資家が、ヘッジファンド投資を増大させているという現状は、多数の小口投資家がヘッジファンド投資のリスクに晒されることを意味する。ヘッジファンドの破綻やアドバイザーの不正行為から生じる損失は、機関投資家の受益者あるいは年金受給者に対する債務を果たす能力や、各種財団・基金の意図された目的を追求する能力に決定的な影響を及ぼす。こうした事態を避けるため、ヘッジファンド・アドバイザーの登録義務化が不可欠であると、多数意見は主張するのである。しかし、年金基金や各種財団・基金、慈善組織といった機関投資家は専門の資産運用者によって投資されており、必ずしも小口投資家というわけではない。

投資顧問業法は投資家すべてを保護することを意図しているが、SEC が保

護すべき一般投資家と自己のデューデリジェンスに依拠すべきプロの投資家とは投資顧問業法の趣旨から区別されるべきものである。事実、ヘッジファンド産業の「機関化」は、ヘッジファンドの透明性や会計基準の統一などを高める効果をもった⁶³⁾。加えて、民間の年金基金の投資アドバイザーは労働省から、公的年金基金の運用は州政府から厳しく監督されている⁶⁴⁾。他方、年金基金が投資したヘッジファンドの破綻が年金受給者に深刻な影響を与えるととしても、そうした問題は証券規制の課題というよりも社会政策や金融市場の安定性にかかわる政策課題にほかならない。そうであるにもかかわらず、多数意見は、新規規則の策定に当たって他の監督当局と十分な協議をおこなってこなかったし、新規規則が金融市場の安定にどのように影響するかについても十分に検討しているわけではない⁶⁵⁾。このような意味で、多数意見は証券規制の従来経緯から大きく逸脱していると反対意見は捉えるのである⁶⁶⁾。

米国の証券規制の歴史においては、市場の信頼を確保するために、主に個人投資家に焦点を当て、不正行為を取り締まるための法制や各種規制を整備してきた。したがって、プロの投資家向けに私募で発行される証券や私募ファンド、そして私募ファンドのアドバイザーは規制対象としないというのが、議会及びSECの基本的立場であった。これまでのSECの政策措置においても、私募形式で投資家を募集するファンドやアドバイザーに対する規制を強化する方向で動いてきたわけではなく、むしろ業界の要求に沿うように規則を緩和してきている。今回の新規規則においてSECが、従来からの証券法制から大幅な転換を行ったにもかかわらず明確な論拠を示さないまま、私募ファンドのなかでヘッジファンドを運用しているアドバイザーに対してだけ登録を義務づけるという規制を行わざるをえなくなった点に、ヘッジファンド規制における問題の複雑さと深刻さがある。

第二次大戦後の管理通貨制度の下で顕在化した金融市場主導の資本運動が、金融取引を拡大し、しだいに株価形成メカニズムを変容させることになった。株価は企業収益や配当などのファンダメンタルズではなく、しだいに売買価格差、すなわちキャピタルゲイン取得を目指した需給関係に規定されるようにな

った。こうした株価形成メカニズムの変容は、株式市場平均の主要部分を構成する大型株を長期保有することによって経常的経費を賄うためのキャッシュフローを確保していた機関投資家の伝統的投資戦略を維持することを困難とさせる。ファンダメンタルズから乖離して上昇する株価は配当イールドを低下させ、大型公開株の長期保有戦略では必要とするキャッシュフロー確保を難しくするからである。機関投資家は、キャッシュフローの安定的確保を目指して、伝統的な長期保有戦略に加えてアクティブ投資や海外投資を積極化していく。しかし、アクティブ投資や国際分散投資への資産配分は、さらに株価形成をキャピタルゲイン狙いの需給関係、あるいは実際の企業収益ではなく将来の企業収益期待に規定される度合いを強めていくことになった。

株価が企業収益や配当から乖離して上昇していくとき、配当イールドはさらに低下する一方で、アクティブ投資によるキャピタルゲインの取得は保有資産の簿価上昇によってしだいに難しくなっていく。こうした事態が機関投資家に、公開証券への投資に代わって非公開株ファンドや不動産ファンド、ベンチャーキャピタルなど代替投資を拡大させることになった。ファンダメンタルズから大きく乖離して変動する株価は、他方で金融システムの不安定化をもたらし、90年代にはいと金融市場安定化のために低金利政策を長期化することになった。金利低下は債券イールドの低迷を招き、機関投資家による必要キャッシュフローの確保をさらに難しいものとした。機関投資家は、キャッシュフローの確保を求めて絶対収益を投資戦略とするヘッジファンドへの資産配分をはじめようになった。その結果、ヘッジファンドの急成長がもたらす広範な投資家や証券市場に対する影響の増大がヘッジファンド規制を喫緊の課題とする一方、ヘッジファンド・アドバイザーに対する事実上の登録義務化は証券規制の伝統から大きく逸脱しており、証券市場の機能を阻害しかねないという懸念を生じさせた。そして証券規制の大幅な変更理由やその法的根拠が不明確なままヘッジファンド・アドバイザーに対する新規制を進めざるをえないという混乱をもたらしたのである。

4 むすび

年金基金などの機関投資家は、運営経費や年金支払い等のために一定のキャッシュフローを確保する必要がある。と同時に、キャッシュ払い出しが保有資産の減少をもたらさないように純資産の増加を必要とする。長期にわたり安定した収益を確保する必要がある機関投資家にとって、市場の中核を占める大型株の株価が配当などのファンダメンタルズに規定されている限り、大型株を中心に市場平均と類似のポートフォリオを長期保有するという投資戦略が、キャッシュフローの確保と純資産価額の増加をともに実現できるという意味で最適な投資戦略であった。株式の長期保有という投資戦略は、株式相場が、持続的に、そして安定的に上昇していく局面では、安定したキャッシュフローを確保し、純資産の増加（含み益）を獲得できるからである。

1980年代になって、株価形成や各種資産の価格形成の変容が顕在化する。株価は企業収益や配当ではなく、主に株価上昇期待に主導されるキャピタルゲイン狙いの需給によって形成されるようになった。需給の規定要因としての配当イールドの役割が著しく低下したので、株価上昇期待によって株価は急上昇する一方で、株価下落が債券市場との裁定価格の水準にまで落ち着くには大幅な低下を余儀なくされる。株価が一株当たりの企業収益や配当の現在価値から大幅に乖離している局面、すなわち株価がファンダメンタルズによって規定されなくなった局面では、債券や株式の長期保有という投資戦略は転換を余儀なくされる。配当イールドと債券イールドが低下あるいは低迷する時代では、伝統的投資戦略、すなわち株式・債券の長期保有が、機関投資家にとって所要キャッシュフローと純資産の安定した増大を確保することを困難としたのである。機関投資家は、ポートフォリオの一部を伝統的な投資からアクティブ投資、さらには代替投資、そして絶対収益の確保に敏感になり、絶対収益投資戦略を用いるヘッジファンドへの投資を増大した⁶⁷⁾。このように、現在の株価形成メカニズムの変容が、機関投資家に根本的な資産配分戦略の再考を要請した。

ヘッジファンドの成長を理解するためには、機関投資家のヘッジファンド投資増加をもたらした諸要因ばかりでなく、ヘッジファンド向けプロ・カレッジ・サービスを含む証券会社の金融機関向けサービスの展開についても分析を必要とする。プライム・ブローカーによるサービス提供なしには、多様な金融資産・負債を用いた投資戦略、そしてあらゆるキャピタルゲイン取得機会を狙う柔軟な戦略を実行することはできなかった。こうした事実は、ヘッジファンドの成長を、投資家ベースの変化との関連だけではなく、アメリカ金融市場の展開、特に証券会社の資金調達力の増強と各種サービス展開との関連で検討する必要があることを示している⁶⁸⁾。

ヘッジファンドを先兵とする金融グローバリゼーションの問題性を捉えるには、各国、特にアメリカの金融構造の変化との関連で、ヘッジファンドの成長を支えた需給両面を検討する必要がある。特に、機関投資家の行動及び証券会社のサービスとの関連でヘッジファンドの行動を分析し、その歴史的意義を明確にした上で政策的含意を明らかにする必要がある。

注

- 1) Financial Services Authority (FSA), *Hedge funds : A discussion of risk and regulatory engagement*, Discussion Paper, 2005, p. 14.
- 2) Kavaljit Singh, "The Globalization of 'Locusts'", *Issues and Concerns*, 9 September, 2005.
- 3) もちろん、こうした政策的問題とは別に、各種ジャーナルにおいてヘッジファンドの収益源泉 (α 値) などをめぐって議論が行われてきた。
- 4) *Implications of the Growth of Hedge Funds, Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission* [以下2003 Staff Hedge Fund Report], p. 43.
- 5) 2003 Staff Hedge Fund Report, p. 82.
- 6) 2006年6月連邦上訴審 (Court of Appeals for the District of Columbia Circuit) は、ヘッジファンド・アドバイザーである P. ゴールドシャタインによる訴えを認め、新規制による登録義務化が恣意的であるとして新規制を取り消した (John Berlau, "Hedge Funds Today Who Is Watching the Watchdog" *Wall Street Journal*, Dec. 9, 2005; "Hedge-Fund Milestones," *Wall Street Journal*, Aug. 18, 2006). この裁判所の決定に対して SEC は控訴を断念したと報じられている。そのため、新規

制がどのように運用されるのかについては現時点では不明である。

- 7) Carol Loomis, "Hard Times Come to Hedge Funds," *Fortune* 100, Jan., 1970, p. 101.
- 8) Bernstein Wealth Management Research, *Hedge Fund Myths and Realities*, Oct. 2002, p. 3.
- 9) FSA, *op.cit.*, p. 12.
- 10) CRA RogersCasey, *Back to Basics : A Hedge Fund Primer*, CRA RogersCasey LLC, 2004, p. 2.
- 11) オフショア・ヘッジファンドは、典型的には、ケイマン諸島、ブリティッシュ・バージンアイランド、バハマ、パナマ、オランダ・アンティラス、あるいはバーミューダのような諸国で法人として組織される。
- 12) CRA RogersCasey, *op. cit.*, p. 2. 米国課税免除組織（エリザ・プラン、財団、寄付基金）は、米国内有限責任パートナーシップ形態のヘッジファンドへ投資するならば課税対象になるので、オフショア・ヘッジファンドへ投資することを選択する。
- 13) Gerald T. Lins, "Hedge Fund Organization," in Brian R. Bruce, ed., *Hedge Fund Strategies : A Global Outlook* 98, 2002, Institutional Investor, pp. 100-101.
- 14) 2003 Staff Hedge Fund Report, p. 50.
- 15) Testimony of William H. Donaldson, Chairman, U.S. Securities and Exchange Commission, Before the House Financial Services Subcommittee on Capital Markets, Insurance and Government Sponsored Enterprises, May 22, 2003.
- 16) 2003 Staff Hedge Fund Report, p. 53-55.
- 17) オペレーション・サービスには、(1)投資家の応募の最低額や期待収益率についてのアドバイス、(2)投資家向け資料やレポートの作成、(3)投資家獲得を支援する投資戦略についての情報提供、(4)余剰現預金の投資先アドバイス、(5)投資家からの情報提供要請の照会などがある。
- 18) *Outsourcing the Administration of Alternative Investment and Hedge Funds—Presentation by Dermot S.L. Butler to the Mastering Investments and Offshore Funds Conference in Dublin, Ireland*, Nov. 28, 2001.
- 19) 2003 Staff Hedge Fund Report, p. 33
- 20) FSA, *op. cit.*, p. 12.
- 21) 今日では、株式売買に加えて、固定金利・所得証券、転換社債、通貨、為替先物、店頭デリバティブ、先渡し契約、商品オプション、そしてその他の非証券投資を行っている。さらに伝統的な長期保有の投資戦略を採用するヘッジファンドもある。
- 22) CRA RogersCasey, *op. cit.*, p. 3.
- 23) Mark J.P. Anson, *Handbook of Alternative Assets*, John Wiley & Sons, 2002, pp. 37-40.

- 24) FSA, *op. cit.*, p. 30.
- 25) ヘッジファンド・アドバイザーのなかには、特定の投資戦略とその投資戦略がもたらす成果への期待を利用しようとする投資家によって投資戦略におけるフレキシビリティを制約されているものがある (Alexander M. Ineichen, *Absolute Returns : The Risk and Opportunities of Hedge Fund Investing*, John Wiley & Sons, 2003, p. 123).
- 26) Statement of Michael Neus, May 14, in SEC, Roundtable on Hedge Funds, 2003 (以下 Roundtable Transcript)
- 27) ヘッジファンドの投資戦略を25種類以上に分類する論者もいる (Roundtable Panelist John G. Gaine on behalf of the Managed Funds Association, in Roundtable Transcript, p. 2.)
- 28) CRA RogersCasey, *op. cit.*, 12.
- 29) 2003 Staff Hedge Fund Report, p. 34.
- 30) *Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management-Report of the President's Working Group on Financial Markets, by representatives from the Commission, the Treasury Department, the Board of Governors of the Federal Reserve System and the Commodity Futures Trading Commission*, 1999, p. A-4. この調査は1994年から1998年における397のヘッジファンドのサンプルに基づいている、また、中位数のヘッジファンドの生存年齢もたった5.5年と報告されている。
- 31) Singh, *op. cit.*.
- 32) SEC, *35th Annual Report*, 1969, p. 18.
- 33) 米国においては、投資会社法の規定に従い、ファンドの持ち分証券の公開・発行は、SECに登録され、ディスクロージャーと連邦証券法の報告要件（規則）に従わなければならない。投資アドバイザーは、投資顧問業法の下において①アドバイザーが過去12ヶ月の間15人よりも少ない顧客しか持たない、②投資アドバイザーとして公衆に対して一般的に自らを示さない、③いかなる登録投資会社のアドバイザーでない、という3要件を満たすとき、登録を免除される（203条b-3項。さらに、①州内業務だけを行い、②取引所上場証券だけをアドバイスする、③慈善事業組織やその従業員へのアドバイス、④CFTC登録の商品取引アドバイザーに対する顧問の場合、登録が免除される。
- 34) *Definition of "Client" of an Investment Adviser for Certain Purposes Relating to Limited Partnerships*, Investment Advisers Act Release No. 983, July 12, 1985.
- 35) セーフハーバー規定が、投資顧問業法で登録していないアドバイザーに合計して数百の投資家をもつようなヘッジファンドを介して間接的に巨額な運用を許すことになった。単一のヘッジファンドは、実際には499人の投資家まで組み入れることがで

きる。この制限を超える場合、ファンドは証券取引所法 (Securities Exchange Act) の12条と規則12条g項1によって登録義務を潜在的に負うことになる。規則203条b-3項1は、一般にアドバイザーにヘッジファンドそれぞれを一人の顧客として数えることを許しているため、ヘッジファンドアドバイザーは499人の投資家をもつそれぞれのヘッジファンドを保有することによって、総計で6986人の投資家を持つことを可能とする。

- 36) *Rules Implementing Amendments to the Investment Advisers Act of 1940*, Investment Advisers Act Release No. 1633, May 15, 1997.
- 37) ヘッジファンドの不正行為増大に対しては投資業界の多くも懸念している (Bank of New York, *Restoring Broken Trust*, July 2004)。
- 38) 2003 Staff Hedge Fund Report. p. 80.
- 39) 新規制が施行されるのは2006年2月以降からである。
- 40) SECの新規制は、投資顧問業法の規則203条b-3項2を採用し、規則203条b-3項1とフォームADVに関連する修正を施す。それらの措置は、ほとんどのヘッジファンドに、投資顧問業法の下に登録を義務づけることになる。SECはまた、規則203条a項3、204条2項、205条3項、206条4項2、および222条2項に修正を施した。
- 41) 大恐慌期に成立した連邦証券法は、1933年証券法 (Securities Act of 1933)、1934年証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934)、1940年投資会社法 (Investment Company Act of 1940)、1940年投資顧問業法 ((Investment Advisers Act of 1940) である。
- 42) H.R. Rep. No. 1760, 86th Cong., 2d Sess. 2, 1960.
- 43) 「現状では、現在活動しているものと活動を停止したものの両方を含む、ヘッジファンド全ての記録を含む一般的なデータベースは存在しない」 (Letter from Craig S. Tyle, General Counsel of the Investment Company Institute, to Jonathan G. Katz, Secretary, U.S. Securities and Exchange Commission, July 2, 2003)。
- 44) ヘッジファンド・アドバイザーは毎日、投資のリスク分析に基づいて決定を行っている。また、自らの行動が不法であるとすれば逮捕されるという結果をもたらすことに敏感である。こうしたことに対するアドバイザーの敏感さは、SECの新規制への根強い反対に反映されている。それは逆にまた、SECが監視することの影響が大きいこと、すなわち、新規制の導入によるヘッジファンド・アドバイザーの監視強化が、不法行為を抑制することに対して有効であることを示している。
- 45) 既存の適格投資家の適格性条件を変えないというSECのアプローチは、中小企業の資金源として、既存の適格投資家規定を残すことになる (2003 Staff Hedge Fund Report, p. 313)。
- 46) 2003年、CFTCは規制プログラムを根本的に変更し、登録適用免除を大幅に拡大し

た。

- 47) 以上の他に、①ヘッジファンドへの間接的な投資としてのファンド・オブ・ヘッジファンズや年金基金に向けた特別ルール の策定、②ファンド・オブ・ヘッジファンズに対して投資家の適格性基準を、記録審査ベースで適用すべきとの提案、③アドバイザーに対する情報を提供するフォーム D の修正による情報収集する方策などである。フォーム D は、レギュレーション D に関連して私募証券発行を行う、多くのヘッジファンドを含む証券発行者が SEC に提出する書類形式である。さらに、④フォーム D の修正にこだわらず、他のアドバイザーの情報を記録する代替策も提案されている。
- 48) Dissent of Commissioners Cynthia A. Glassman and Paul S. Atkins to the Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers, in SEC, *Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers*, 2004 (以下 Minority View)
- 49) すなわち、第 1 に、ヘッジファンド・アドバイザーの不正行為の数を過大に算定しており、第 2 に 2003 Staff Hedge Fund Report ではヘッジファンド・アドバイザーが取り立てて不正行為が多いわけではないと記されていた。こうした批判に対して、SEC 多数意見は、次のように反論する。第 1 に、現在では不正行為を立件した件数は増大しており、ほぼ SEC の立件数の一割を占めるに至っている。第 2 に、SEC の調査スタッフは、多くの登録ヘッジファンド・アドバイザーの調査において、無登録アドバイザーと共謀したり関連した不正行為を暴いてきた。第 3 に、ヘッジファンド・アドバイザーや彼らの犯す不正行為には特別な点はなく、SEC の監視が登録ヘッジファンド・アドバイザー及びその他アドバイザーに対するのと同様な効果をもたらさないとする理由はない。
- 50) この点について少数意見は、次の 2 つの理由を挙げている。第 1 に、登録の義務化によって機関投資家のヘッジファンド投資を抑制することになるので、機関投資家を介して投資を行っていた小口投資家が直接にヘッジファンド投資を行うようになる。第 2 に、登録アドバイザーはアドバイザー業務を広範に宣伝可能なので、すべてのアドバイザーが登録されるのならば、小口投資家のヘッジファンド投資を促進することになる。
- 51) SEC は、規制対象のヘッジファンドを他の私募ファンドと区別する際の基準としてファンドへの出資の償還期間を 2 年に設定した。少数意見は、この基準が曖昧であると批判している。償還期間はヘッジファンドを特徴づける特徴の 1 つであるが、それだけではヘッジファンドを他の私募ファンドから区別できないうえ、最近ではヘッジファンドの償還期間も長期化しつつある (Minority View, IV.)。
- 52) SEC 議長ドナルドソンは、約 8,000 のミューチュアル・ファンド、8,000 以上の投資アドバイザーを監督するのに SEC にはたった 495 人のスタッフしかいないと証言し

- ている (Testimony of William H. Donaldson, Chairman, Securities and Exchange Commission, before the House Subcommittee on Commerce, Justice, State, and the Judiciary, Committee on Appropriations, Mar. 31, 2004)。
- 53) こうした見解の支持者の代表は連銀議長のグリーンズパンである (Alan Greenspan, Chairman, Federal Reserve Board, Written Responses to Questions from Chairman Shelby in Connection with Testimony before the Senate Banking, Housing and Urban Affairs Committee, July 20, 2004)
- 54) 「ヘッジファンド投資家の中には、登録コストが投資家へ移転され、運用手数料が増加することを懸念しているものもいた」 (Comment Letter of John Waller, July 31, 2004, in *Comments on Proposed Rule: Registration Under The Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers*, 2004)。
- 55) “Bids and Offers,” *Wall Street Journal*, July 23, 2004, p. C4.
- 56) Comment Letter of Seward & Kissel LLP, Sept. 15, 2004, ; Comment Letter of Bryan Cave LLP, Aug. 16, 2004, in Roundtable Transcript. すなわち、こうしたコンプライアンス・コストは、競争力を奪い、ヘッジファンドが新規に参入することを妨げるという主張である。
- 57) SEC, *Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers*, 17 CFR Parts 275 and 279, 2004 [Release No. IA-2333 ; File No. S7-30-04].
- 58) Casey, Quirk & Acito and Bank of New York, *Institutional Demand for Hedge Funds : New Opportunities and New Standards*, Sept. 2004, pp. 15-16.
- 59) SEC, *Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers* [Release No. IA-2333 ; File No. S7-30-04].
- 60) Vodim Zlotnikov, *The Hedge Fund Industry—Products, Services, or Capabilities*, Sanford C. Bernstein & Co., May 19, 2003. 調査会社 Greenwich Associates によれば、2002年に米国における企業年金基金と公的年金基金の約20%がヘッジファンドに投資し、その割合も、2001年の15%から上昇している。
- 61) “Cincy Fund Will Weight Alts,” *Alternative Investment News*, Oct. 8, 2004.
- 62) Goldman Sachs International and Russell Investment Group, *Report on Alternative Investing by Tax-Exempt Organizations* 2003. より小規模な財団もヘッジファンドへの関心を増大させている (“Family Foundations Move Towards Hedge Funds,” *Fundfire*, Oct. 11, 2004)。
- 63) Minority View, note 58.
- 64) 少数意見は、多数意見が年金基金のヘッジファンド投資を新規制をおこなう論拠の1つとしているにもかかわらず、規則案作成に際して民間年金基金に対して第一義的な法的権限のある労働省に諮問していない点を批判する。
- 65) Minority View, note 11.

60 ヘッジファンドと金融構造（野下）

- 66) 連邦準備制度理事会議長グリーンズパンも、規制強化がヘッジファンド業界への新規参入を抑制する可能性があるとみている（Testimony before the Senate Banking, Housing and Urban Affairs Committee, July 20, 2004）.
- 67) Putnam Lovell, *Institutional or Institutionalized-Are Hedge Funds Crazy?*, Putnam Lovell NBF NewRiver, Inc., 2002, p. 16.
- 68) レポ市場の発展による証券会社の資金調達力の増強が、どのように米国証券市場を変容させたのかについては、野下保利「レポ取引とアメリカ証券市場の変貌」『証券経済研究』第26号，2000年7月，119-36ページをみよ。