

米国におけるヘッジファンド規制の動き

瀧 俊雄

要 約

1. 2004年7月21日、米国証券取引委員会（SEC）はヘッジファンドの運用者に対して、1940年投資顧問法に基づくSECによる登録を義務付ける規則案を公表した。本規則案により、SECは活動や規模の把握が困難とされてきたヘッジファンドに対して初の直接的な規制を行うことになる。
2. このような登録制へと踏み切った背景としては、ヘッジファンドによる不正の増加に加えて、ファンド・オブ・ヘッジファンズや年金基金等の投資の拡大により、ヘッジファンド産業自体がリテール化している現状がある。
3. 登録規制は投資顧問法上の登録免除規定の要件を厳格化することにより行われる。同法により、3,000万ドル以上の資産を運用し、15人以上の投資家を有するヘッジファンドの運用者はSECによる登録を受ける義務を負うことになる。しかし、規制導入に対しては批判も多く、SECがどのような規制の強化に乗り出すか不透明なこともあり、今後の動向が注視される。

I. はじめに

2004年7月21日、米国証券取引委員会（SEC）はいわゆるヘッジファンドの運用者に対して、1940年投資顧問法に基づくSECへの登録を義務付ける規則案を公表した¹。規則案では、3,000万ドル以上の運用資産を有するヘッジファンドの運用者は、SECによってフォームADVによる登録を受けるとともに、資料の保存と投資家への開示説明書（disclosure statement）の交付を義務づけられることになる。

従来、SECの規制はヘッジファンドに対して直接及ぶことはなかった。だが、今回の規則案により、ヘッジファンドの記録の保存、及び投資顧問法とSEC規則の遵守状況に関する定期的な検査を行う権限を有することに

なる。今回SECが登録制への転換に踏み切った背景としては、ヘッジファンド産業の影響力が増大してきていることと、ヘッジファンドによる不正の増加がある。

II. 規制の背景

以下、規則提案に関するリリースにおける記述を元に、ヘッジファンド規制の背景を紹介する。

1. SECのこれまでの対応

かねてよりSECは、直接的な規制こそ提案しなかったものの、いわゆるヘッジファンドの潜在的な影響力に関しては、度々調査や指摘を行ってきた。古くは1969年の年次報告書における指摘に始まり、最近では1998年のLTCMの崩壊に伴い設立された金融市

場に関する大統領のワーキンググループへの参加などがある（図表 1）。これらの中で共通して見られるのは、ヘッジファンドがレバレッジを活用することで、資本金等に比して大きなプレゼンスを市場において持つため、無視することのできないシステミック・リスクが存在する、という指摘であった。

2003 年 5 月に SEC が主催したヘッジファンド・ラウンドテーブルでは、ヘッジファンド産業の拡大と、投資家層の変化が中心的なテーマとして取り上げられた。ラウンドテーブルを受けて 9 月に公表された「ヘッジファンド産業の成長がもたらすインプリケーション」と題する報告書²は、ヘッジファンドがプレーヤーとして市場に与える影響に加えて、年金基金等を通じて間接的に投資を行っている最終受益者層が拡大していることも指摘している。また、ヘッジファンドによる不正取引が年々増加している事実も挙げられている。

2003 年 9 月の報告書の後、カナリー・キャピタル・パートナーズによる投資信託の短期売買や時間外取引が発覚し、その後もヘッジファンドが絡んだ一連の投信不正取引が明るみに出た。これらの事態を受けて、SEC

は投資会社に対し、コンプライアンス体制の強化（2003 年 1 月採択）や取締役会の独立性強化（2004 年 6 月採択）といった規則整備を行ってきた。

2. 拡大するヘッジファンド産業

SEC は、ヘッジファンドには制定法もしくは規制上の定義は存在しないとしながらも、一般的に、①成功報酬を受け取るプロの投資マネージャーにより設立され、②ファンドが 1940 年投資会社法に基づく規制の適用を受けないよう私募の形式で設計・運営される、という共通点があると指摘している。また、前掲の 2003 年 9 月の報告書においては上記に加えて、③期中における運用者による買戻しが可能であること、を挙げており、満期保有を前提としているプライベート・エクイティ・ファンドやベンチャー・キャピタル・ファンドと区別している。

1993 年以来、米国におけるヘッジファンドの運用資産は 15 倍に増えており、SEC は 2003 年 5 月現在でファンド数が 7,000 本、運用資産が 7,950 億ドルに上ると推計している。一方、Van Hedge Fund Advisors International

図表 1 過去に SEC が関わったヘッジファンドへの調査

	内容
1969年1月	急速に増加していたヘッジファンドに対し、トレーディングやブローカレッジの慣行、ファンド・マネージャー同士の関係や資金調達の実態について調査を実施。
1971年3月	機関投資家に関する分析の中で、ヘッジファンドの活動における利益相反の増加を記述。
1992年2月	投資管理局が投資会社法の見直しにおいてヘッジファンドを調査。適格購入者に対してのみ販売を行うヘッジファンドについて、投資会社としての登録免除を提案した。1996年に証券関連法の改正案にて第3条(c)(7)として採択。
1992年6月	連邦議会小委員会の問い合わせに対し、ヘッジ・ファンドがもたらすシステミック・リスクの分析と、ヘッジファンドに対して適用されている証券諸法の規定を記載。当時の規制体系がヘッジファンドの投資家を直接保護はしていないが、ヘッジファンドが市場に対して与え得る影響には対応したもとなっている、と評価。
1999年4月	金融市場に関する大統領のワーキンググループにSECのメンバーが参加。LTCMの崩壊を受けて、他のヘッジファンドにも調査を実施、報告書を発表。レバレッジ、リスク、破綻に対応する政策を分析し、過度のレバレッジを抑制する指標を提示。投資会社法、及び投資顧問法に関する変更は必要なく、ヘッジファンドの登録が監視に有効性を持つとは認識せず。
2001年4月	情報開示の促進に関するワーキンググループにSECのメンバーが参加。ヘッジファンドが重大なリスク管理に関わる事項が発生した際に、株主、債権者、カウンターパーティーに対して情報開示を行うよう提案。
2003年5月	ヘッジファンド・ラウンドテーブルを開催。同年9月に「ヘッジファンド産業の成長がもたらすインプリケーション」を発表。ヘッジファンド産業の成長において、監督の不在、独立性を欠いた資産評価、リテール化を指摘。投資顧問としての登録、公正な資産評価、情報開示の強化等を提案。

（出所） SEC 各種資料より野村資本市場研究所作成

は 2003 年におけるヘッジファンドの本数を 8,100、運用資産 8,200 億ドルと推計している (図表 2)。

いずれの推計が正しいにせよ、ヘッジファンドの運用資産は金融市場全体に対してはまだ比較的小さな部分を占めるに過ぎない³。ただ、同じ期間においてミューチュアル・ファンドの総資産の成長が 2.5 倍であったことや、保険会社と商業銀行の総資産の成長が 2 倍であったことに比べれば、ヘッジファンドの拡大は急速であったといえる。

また、ヘッジファンドは他のプレーヤーに比してより頻繁な売買を行うため、流通市場において大きなプレゼンスを持つと同時に、市場への流動性をもたらし、積極的にリスク・ヘッジャーのカウンターパーティーとして機能してきた。そのため、産業としての規模以上に、市場への影響力は大きいと言えることができる。

3. ヘッジファンドによる不正の増加

SEC は、ヘッジファンド産業の拡大に伴い不正も増加してきたと述べている。過去五年間において、46 件のヘッジファンドによ

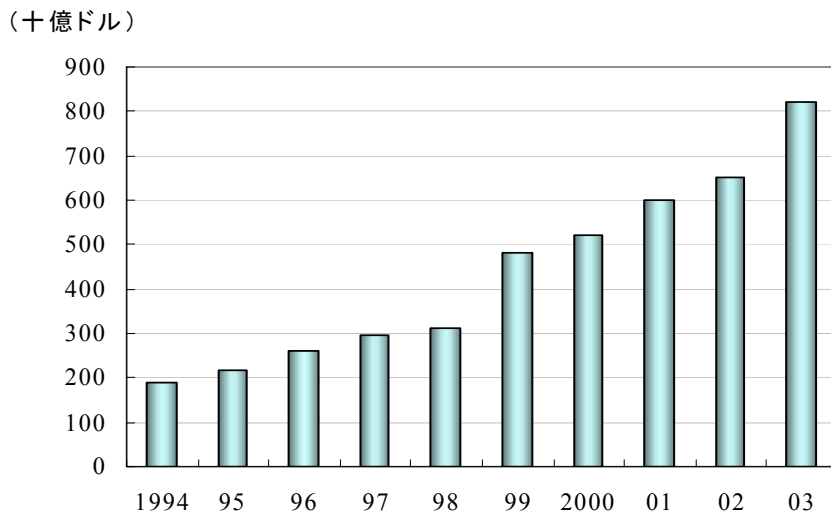
る不正が判明し、累積で 10 億ドル以上の投資家被害が生じたとしている。

その主な内容としては、①投資家に対して継続的に水増しされたパフォーマンスを提示してきたこと、②ブローカーに対して不正なコミッションを支払ってきたこと、③他のヘッジファンドや投資顧問業を用いて投資家の資産を不正流用してきたこと、を挙げている (図表 3)。

これらのケースは登録・非登録の別を問わず、投資顧問業者が顧客に対して負う受託者としての義務に反するものであったと言わざるを得ない⁴。しかし、SEC は非登録の投資顧問業者に対しては検査権限を有さなかったため、不正の発覚後に投資家資産の保護へと動いたものの、既にかかなりの部分が毀損されるなど、被害を未然に防ぐことができなかった。

とりわけ、2003 年 9 月以降明らかとなった投資信託の短期売買や時間外取引による不正取引においては、カナリー・キャピタル・パートナーズを始めとする 40 を超えるヘッジファンドが関わっていた⁵。だが、その中には一つも投資顧問としての登録を受けたも

図表 2 ヘッジファンドの運用残高



(出所) Van Hedge Fund Advisors International

図表3 近年のヘッジファンドによる不正

不正の種類・ヘッジファンド名	公表日	内容	登録の有無
① 収益の過大評価			
Ashbury Capital Partners, L.L.C他	10/17/2000	9年間にわたり、80%を超えるリターンを提示して20名以上の投資家より資金を募り、数百万ドルを私的に流用。	非登録
Manhattan Investment Fund, Ltd他	11/13/2001	96年半ばより、39ヶ月にわたって運用資産を過大に評価して投資家に報告。運用による損失が最終的に約4億ドルにまで至る中、ファンドマネージャーは継続的に成功報酬を得た。	非登録
Strategic Income Fund, L.L.C他	3/15/2002	94年から98年の間、パフォーマンスを過大に提示したほか、運用資産をファンドマネージャー自身の信用取引の担保として流用。60人の投資家が、約2100万ドルの被害を被った。	非登録
David M. Mobley氏個人の運用する複数のヘッジファンド	5/20/2003	7年半にわたり、顧客資産のうち約5900万ドルを私的消費に流用。	非登録
Lancer Management Group, L.L.C他	7/23/2003	00年3月より、10億ドルを超える運用資産に対して、収益率を過大に報告。	非登録
Beacon Hill Asset Management, L.L.C他	7/16/2004	ファンドの純資産価値の計算において水増しした報告を行った後に、損失を取り戻すべく投機的な金利取引を実行。最終的に02年8月末に公表した純資産額に対して、一か月後に54%の下落が生じたと公表。投資家に対して約3億ドルを超える被害を与えた。	非登録
② 不正なコミッションの支払い			
Portfolio Advisory Services, L.L.C他	7/20/2002	93年から00年までの間、ファンドへの勧誘を行ったブローカー・ディーラーに対して、注文執行とは関係のない者を取引に介在させ、新規流入額の1.75%、170万ドルに相当する不正なコミッションを支払った。	登録
③ 顧客資産の流用に関して、ヘッジファンドを利用			
Hoover Capital Management, Inc.他	2/11/2003	Hoover氏が所有する登録投資顧問業者に対して、SECが資金の不正流用を指摘。Hoover氏は指摘後においても、非登録のヘッジファンドを設立し、不正を継続。	非登録

(出所) SEC各種資料より野村資本市場研究所作成

のなかったことが、不正発覚の遅れを招いたと指摘している。

4. ヘッジファンド産業のリテール化

SECは、今回の規制導入の背景にはヘッジファンドのリテール化 (retailization) とも言うべき現象があるとし、具体的に、次の三つの変化を指摘している。

第一に、過去に高リスクの投資を行ってこなかった層に対して、ヘッジファンドが勧誘を行うようになった。多くのヘッジファンドは高額の最低投資額を設定しており、2003年5月のラウンドテーブルでも多くのヘッジファンド関係者は「リテール投資家」には興味が無いとしてきた。しかし、SECの調査

によれば、最低投資額は低下してきている。米国外での市場においてヘッジファンドはより小口の投資家に対して売買を行う傾向にあり、同様の傾向が米国内での取引にも現れるのではないかとの懸念がある。

第二に、ファンド・オブ・ヘッジファンズ (以下、FoHF)の拡大により、ヘッジファンド投資がより広範な投資家にとって可能となった。今日、投資会社として登録を受けており、受益証券の公募を行うか、もしくは行おうとしているFoHFは40 (ほかに47が投資会社として登録済みだが私募のみを行っている) 存在している。現状では、FoHFのほとんどは機関投資家に対して販売されているが、一般の投資家に対してFoHFが公募を行う可

能性がある。

第三に、最も重要な点であるが、公的・私的年金基金や大学、財団、慈善団体等がヘッジファンドへの投資の割合を増大させている。Hennessee Group のデータによれば、年金基金によるヘッジファンドへの投資額は、1997年には130億ドルであったのが、2004年には720億ドルにまで増加した。これらの機関投資家の背後には、何百万もの受益者がおり、ヘッジファンド特有のリスクに晒される層の拡大を意味している。

Ⅲ. ヘッジファンド規制の現状

一般にヘッジファンドを運用する投資顧問業者の多くは、自らが発起人となって設立した一つないし複数のファンド（LPやLLCの形態をとることが多い）に対して、投資助言を行うという形で運営していることが多い。ヘッジファンドの中には、投資顧問法に基づ

くSECへの登録を自主的に受けているものもあるが、SECの推計によれば50～60%のヘッジファンドは、投資会社法および投資顧問法の免除規定を二重に満たすことで、登録義務を免れている（図表4、5）。

1. 投資会社法上の登録免除規定

投資会社法は、原則として全ての投資会社に対してSECに対する登録を義務付けている。

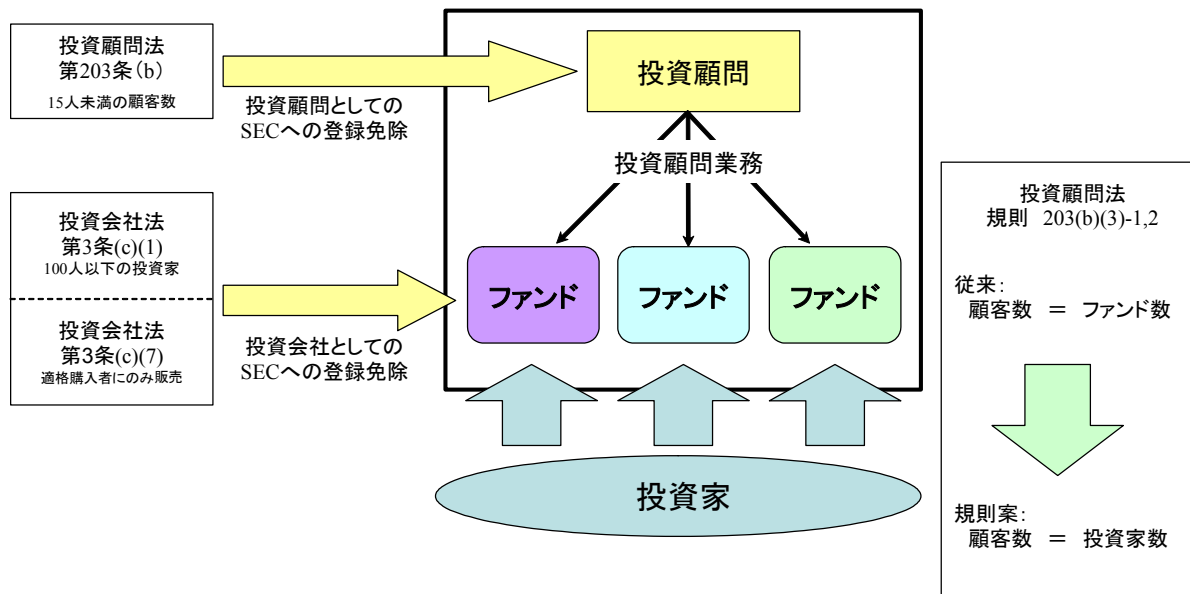
しかし、同法第3条の規定する要件を満たすことで、この登録義務は免除され得る。具体的には、①受益権の所有者数が100人以下であり、かつ公募を行っておらず、また行おうとしていない発行者（第3条(c)(1)）、もしくは、②適格購入者(Qualified Purchaser)に対してのみ受益権の販売が行われ、公募を行っておらず、また行おうとしていない発行者（第3条(c)(7)）は同法により、投資会社にはあてはまらないものとされる。ここで適格

図表4 ヘッジファンドの登録に関する現行法、SEC規則の主な規制

関連法	分類	条項数	現行法・SEC規則の内容
1933年証券法	証券に関する登録の私募免除	第4条(2)	公募を行わない発行者の登録届出義務を免除
		レギュレーションD規則506	適格投資家(accredited investors)のみへの募集(収入・資産による制限) 適格投資家以外の、35名以下の洗練された投資家への募集 短期での売却への制限
1934年証券取引所法	発行体の規模による登録規制	第12条	持分証券(equity securities)に対して500人以上の名簿登録株主が存在し、かつ1000万ドル以上の資産を持つ発行体は登録を行う
	実質所有者の報告義務	第13条(d),(g)	第12条において登録された証券の5%以上の実質所有者である場合、実質所有者申告書を提出する
		第16条	第12条において登録された証券を10%以上保有する場合に当該企業に関する全ての持分証券の持分をSECへ報告する
	機関投資管理者の報告義務	第13条(f)	株式を1億ドル以上運用する機関投資管理者(institutional investment managers)は、持分証券の保有状況を四半期ごとに開示する
ディーラーとしての登録規制	第15条(b)	第3条(a)(5)の定義に基づき、自己勘定での取引を日常的に行う者はSECに対してディーラーとして登録を行う	
1940年投資会社法	ファンドの登録適用除外	第3条(c)(1)	100名以下の投資家のみ受益証券の販売を行い、公募を実施もしくは企画してはならない。
		第3条(c)(7)	受益証券の販売が適格機関投資家に対してのみ行われ、公募を実施もしくは企画してはならない。
1940年投資顧問法	投資顧問業者として登録を受けた場合の義務	SEC規則203(a) SEC規則206(4)-2 SEC規則206(4)-4 SEC規則206(4)-6 第206条(1),(2)	資料・記録を保持し、SECによる定期的な検査に従う 顧客資産の保全 財務状況が悪化した場合の顧客への報告義務 議決権行使に関する顧客への報告義務 顧客に対する不正の禁止
	登録免除	第203条(b)	過去十二ヶ月における顧客数が15人未満であり、自らを投資顧問と称することなく、投資会社への顧問業務を行わない場合

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

図表5 ヘッジファンドが用いる登録義務の免除構造



(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

購入者とは、①500 万ドル以上の投資を行っている自然人、②自己及び他の適格購入者の勘定において、2,500 万ドル以上を自己の裁量の下で投資している者、などを指している。

2. 投資顧問法上の登録免除規定

一方、投資顧問法は、運用資産が 3,000 万ドル以上の全ての投資顧問業者に対し、原則として、SEC への登録及び規則の遵守を義務づけている。

しかし、少数の顧客しか有さない投資顧問業者に対しては、Private Adviser Exemption と呼ばれる規定（投資顧問法第 203 条(b) 項）により、投資顧問業者としての登録義務が免除されることになっている。具体的には、過去十二ヶ月における顧客数が 15 人未満であり、自らを投資顧問と称することなく、登録投資会社への助言業務を行わない投資顧問に対して、登録義務の免除を規定するものである⁶。

同条項における顧客数に関して SEC は、LP や LLC といったファンド形態を一人の顧

客として数えるセーフ・ハーバー・ルールを定めてきた（規則 203(b)(3)-1）。この規則の下で、ヘッジファンドを運用する投資顧問業者の多くは、15 本以上のファンドに対する投資助言を行わないことで、登録義務を免れてきた。

IV. 規則案の内容

1. 投資顧問法上の登録要件の強化

1) 登録対象の拡大

今回提案されたヘッジファンド規制においては、過去十二ヶ月間における顧客数が 15 人未満であることを要件とする投資顧問法の登録免除規定の適用対象を厳格化し、結果として投資顧問としての登録対象を拡大する方法が採られている。

すなわち、今回提案された投資顧問法規則 203(b)(3)-2 においては、投資会社法第 3 条(c)(1)または(7)に基づいて投資会社としての登録を免除されており、かつ投資家が持分を

購入してから二年以内の償還を可能としている⁷ファンドをプライベート・ファンドと定義し、プライベート・ファンドの株主、リミテッド・パートナー、メンバー、証券の保有者、受益者を一人の顧客として数えることとしている。つまり、従来は投資顧問業者にとって、ファンドの数が顧客数であったが、今後は個々のファンドに投資する投資家の総数が顧客数となるわけである。その結果、15人以上の投資家を顧客として有するヘッジファンドの投資顧問業者は、全て投資顧問法上の登録義務に服することになる。

なお、投資顧問法では、運用資産が2,500万ドルを下回る投資顧問は連邦法上の登録資格を持たないとも規定している（投資顧問法第203A条(a)(1)）。規則案ではこの条件は今後も保たれるものとされており、また運用資産額が2,500万ドルから3,000万ドルの間に位置する投資顧問には連邦法上の登録を行うことはできるが、登録する義務はないとしている⁸。

2) 米国外に設立されたヘッジファンド

規則案は米国外に設立されたオフショアの投資顧問業者の登録についても触れており、ファンドへの投資が米国に居住する投資家により行われている場合には、投資家を一人の顧客として数えるように述べている。ただし、米国の投資家が投資するものの、米国外にて公募を行い、現地の政府による投資会社としての規制を受ける場合には、SECへの登録義務が当てはまらないとする措置を取っている（規則案203(b)(3)-2(d)(3)）。例えば米国外にて多数の米国の投資家を持つ上場投資信託等への投資顧問業者は、今回の規則案により新たに登録を行う必要が無い。

規則案には、投資顧問法の域外適用に関する制限も加えられている。SECは、米国の投資家以外に対しては投資顧問法の規則を適用しないものとしている。規則案は米国外に

主要な営業所を置く投資顧問が、米国外に設置したファンドへの投資助言を行う場合には、

(ア) Private Adviser Exemptionの適用を判断する場合と、(イ) 詐欺的行為（投資顧問法第206条(1),(2)）を行う場合を除いて、各々の投資家ではなく、ファンドを顧客として扱うことを認めている（規則案203(b)(3)-2(c)）。これはオフショアに設置されたファンドにおいて、(ア) 投資顧問法とSEC規則が全て適用される場合に、その負担の大きさから米国の投資家が投資機会を失う可能性があることと、(イ) 投資家が米国に居住していること以外に米国との関連がほとんど無いファンドにおいて、投資家が米国の証券諸法による全面的な保護を得るだけの十分な理由が存在しないためである。

2. 資料保存に関する経過措置

登録投資顧問業者は、収益率の計算と投資助言に用いられたすべての資料（財務会計資料、内部調書等）を、収益率が資料として用いられてから少なくとも五年間は保存する義務がある（規則204-2）。仮に、ヘッジファンドが過去20年分の収益率指標を2004年現在に公表したとすると、1984年時に用いた資料を2009年まで保存する必要がある。規則提案に関するリリースでは、外部者がヘッジファンドの収益率の裏づけを得られることと、投資家及び潜在的な投資家への対話における収益率指標の重要性を強調している。

しかし、規則案において登録対象となるヘッジファンドの投資顧問が必ずしも全ての資料を保存してこなかった現状を踏まえて、経過措置として過去の指標に関しては現有する資料についてのみ保存の対象としている。また、投資顧問がファンドのジェネラル・パートナー等を務めている場合には、その活動に関わる全ての資料も保存するよう規則案の中で定めている（規則改訂提案204-2）。

3. 適格顧客規制に関する経過措置

SEC 規則では、登録投資顧問が顧客に対してパフォーマンス・フィーを設定できる対象が適格顧客(Qualified Clients)に限られている(規則 205-3(a),(b))。適格顧客とは、投資顧問が 75 万ドル以上の運用資産を預かっているか、配偶者も含めて 150 万ドルの純資産を所有している者を指している。

ヘッジファンドに投資を行っている投資家には、適格顧客の基準を満たしていないものもいると考えられる。従って、今回の規則案が一律に適用されることになれば、彼らに対して投資顧問業者はパフォーマンス・フィーを適用できなくなる。そのため、既存の投資家は、既存の契約の延長に限られるものの継続的にパフォーマンス・フィーを含んだ契約を結ぶことができる旨を規則案の中で定めている(規則改訂提案 205-3)。新規に投資を行う際にはこの経過措置は適用されない。

4. FoHF の財務諸表の交付期限の延長

FoHF の投資顧問は規則の下で、投資家に対して会計年度の終了日から 120 日以内に監査済み財務諸表を交付する必要がある(規則改訂提案 206(4)-2)。しかし、幾つかの FoHF においては投資先であるヘッジファンドの監査が遅れたために、120 日以内の交付が困難となっていた。そのため、財務諸表の交付の期限を 180 日に延長する提案がなされた。

5. フォーム ADV の改訂

従来、フォーム ADV における登録情報には、ヘッジファンドであるかそうでないかの区別といった項目は含まれていなかった。規則案では、投資顧問の登録に用いられるフォーム ADV に対して、プライベート・ファンドを顧客とする投資顧問はその旨を表記することになる。

V. 規則案の狙い

SEC は今回、ヘッジファンドを運用する投資顧問業者への登録規制が必要となった主な理由として、①調査を行う際の情報源が必要なこと、②早期における不正の発見が求められること、③過去に不正を起こした人物がヘッジファンドを再び不正の手段として用いない措置が求められること、④ヘッジファンドの運用業者のコンプライアンス体制を促進すること、⑤適格顧客規制によりリテール化に歯止めをかけること、⑥商品先物取引委員会(CFTC)による規制との役割を明確化すること⁹、を挙げている。

登録された投資顧問業者は 2003 年 12 月に採択された規則に従い、コンプライアンス体制の整備を求められることになる¹⁰。同規則では、各ヘッジファンド運用業者がチーフ・コンプライアンス・オフィサーを任命し、コンプライアンス方針を文書で作成・実施し、毎年見直しを行うことが義務付けられる。

今回の規則案により、SEC はヘッジファンド運用業者に対して、①コンプライアンス体制、②内部管理体制、③資産評価の過程、④取引にかかるプロセス、⑤顧客資産の保全状況、⑥顧客への開示説明書の交付状況、を検査することが可能となる。SEC は、これらの検査内容が一般の投資顧問業者に行うものと変わらないものの、今回のヘッジファンドの運用業者への登録規制の狙いに対して適切なものとなっている、としている。

VI. おわりに

SEC の試算では約 7,000 本存在するヘッジファンドに対し、平均的な投資顧問は 2 から 3 のファンドに対して投資助言を行うため、ヘッジファンドの投資顧問の数は 2,300 から 3,500 の間と考えられる。登録資格を有する 2,500 万ドル以上の運用資産を持つものはそ

れらの中でも 60%程度であり、更にその中で既に投資顧問業者として登録しているものが 40~50%存在しているため、今回の登録規制によって 690 から 1,260 の新たな投資顧問業者の登録が行われると SEC は推計している。

SEC のドナルドソン委員長は、今回の規則案の効果としては、拡大するヘッジファンド産業と潜在的な不正に対してより詳しく知ることが求められているのであり、直接的な規制や業務への干渉を行うことを目的とはしていない、と述べている。

しかし、登録規制に関しては批判も多い。委員の中でも規則提案に反対したグラスマン氏及びアトキンズ氏は、反対意見の表明文中で、①登録投資顧問と同様に、SEC による定期的な検査の対象であった投資会社でも不正は発生していたことや、②投資家が富裕層に限られるヘッジファンドに対して、国民の広範なコスト負担により調査が行われること、③年金基金の投資に占めるヘッジファンドの割合は 1%程度であり、FoHF に対しても既存の制度で十分対応可能なこと、などを挙げている。

今後 SEC がヘッジファンドに関する一通りの情報を把握した後に、どの様な規制強化に向かうのかが不透明なため、様々な憶測を呼んでいる。市場参加者の反応に加え、SEC による最終的な採択の有無や規則案の変更など、今後の動向が注視される。

どがある。

⁵ 投資信託の不正取引に関する詳細については、胡田聡司・大原啓一「投資信託の裁定取引によって注目される基準価額問題」『資本市場クォーターリー』2003 年秋号参照。

⁶ 規則案ではこの例外規定について、富裕層や洗練された投資家を例外とすることを意図しているのではないと述べている。実際には顧問法の施行当初において、連邦議会が仲間内や家族といった少数の顧客しか持たない投資顧問には連邦政府による関心が及ぶ必要はない、という判断を反映したとしている。

⁷ 早期償還に関する記述は、ヘッジファンドと同様に投資顧問の形を取ることが多いベンチャー・キャピタル・ファンドやプライベート・エクイティ・ファンドを登録対象から除外することを意図している。

⁸ 投資会社への投資助言を行う投資顧問の場合には、規模に関わらず登録対象となる。

⁹ 従来、多くのヘッジファンドの投資顧問業者は、商品プール・オペレーター(Commodity Pool Operator)として商品先物取引委員会に登録を行い、自主規制機関である全米先物協会による検査の対象であった。しかし検査では、主に先物に関連した分野にのみ関心が払われてきたとしている。

¹⁰ U.S. Securities and Exchange Commission “Final Rule: Compliance Programs of Investment Companies and Investment advisers,” Release No. IA-2204, 12/17/2003

¹ U.S. Securities and Exchange Commission “Proposed Rule: Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers,” Release No. IA-2266, 7/21/2004

² U.S. Securities and Exchange Commission “Special Studies: Implications of the Growth of Hedge Funds,” 9/29/2003

³ 参考として規則案は、2003 年末の米国の株式市場における時価総額の合計として 15 兆 4979 億ドルという数字を挙げている。

⁴ 主な義務として、①顧客との利益相反がある場合にその旨を開示すること、②取引に関する最良執行義務、③助言に際して適切な根拠を有すること、な