

SECのヘッジファンド規則に対する無効判決

大崎 貞和

要約

1. アメリカの連邦控訴裁判所は、2004年12月に制定されたヘッジファンドに対する登録規制を定めたSEC規則が法律の規定を恣意的に解釈したものであり無効だとする判決を下した。
2. 無効とされた規則は、アメリカ国内に15人以上の「顧客」を有する投資顧問業者に対してSECの登録を受けるよう義務づけた法律の規定を15人以上の最終投資家を擁するファンドの運用者に対して適用するというものである。
3. 裁判所は、ファンドの運用者（投資顧問業者）にとっての「顧客」とはファンドそのものであり、ファンドへの投資家を指すものではないとした。法律にいう「顧客」概念が不明確であるとか、ヘッジファンドを登録規制の下に置くことは法律の目的に照らして必要であるといったSECの議論をことごとく退けた。
4. 今回の判決により、ヘッジファンドに対する規制の強化を図るSECは後退を強いられることになった。規則の根拠となった法律改正の可能性を含め、SECや議会の今後の対応が注目される。

I. はじめに

アメリカのワシントン D.C.巡回区連邦控訴裁判所は、2006年6月23日、2004年12月に制定されたヘッジファンド等のファンドに対する登録規制を定めた証券取引委員会（SEC）の規則（規則 203(b)(3)-2）は、法律の規定を恣意的に解釈したもので無効であるとの判決を下した¹。世界的に市場における各種ファンドの存在感が大きくなっていく中で、ファンドに対する監督規制の強化を図ったSECの政策は、再検討を余儀なくされることとなった。

II. SECのヘッジファンド規則

1. 投資顧問業法の規定

アメリカの1940年投資顧問業法は、アメリカ国内で投資顧問業務を営む者に対して、その運用資産が3,000万ドル以上である場合には、原則としてSECの登録を受けることを義務づけている。但し、過去12ヵ月間の「顧客」（clients）の数が15人未満であり、公衆に対して自らを投資顧問業者であると称することがなく、かつ投資会社に対する投資顧問業者として営業しておらず、事業開発会社（business development company）としても営業していない者に対しては、登録義務は課されないものとされる（1940年投資顧問業

法 203 条(b)項(3))。この規定は、プライベート・アドバイザーに対する適用除外規定と呼ばれている。

2. ヘッジファンドの構造と従来の解釈

ヘッジファンドを始めとするファンドは、多くの場合、パートナーシップの形態をとって設立される。ファンドの募集と運営にあたる者が無限責任を負うジェネラル・パートナーとなって自らも資金を拠出し、投資家は、拠出金額の範囲内でのみ責任を負う有限責任のリミテッド・パートナーとしてパートナーシップに参加する。ファンドによる投資意思決定は、ジェネラル・パートナーが行うが、意思決定にあたって、投資判断上の助言を受ける（あるいは投資判断を一任する）ために、投資顧問業者との契約を結ぶことが一般的である。

ほとんどの場合、ファンドのジェネラル・パートナーと当該ファンドに対する助言を行ったり投資判断の一任を受けたりする投資顧問業者との間には、緊密な関係があるが、法的な形式上は、あくまで外部の投資顧問業者が、パートナーシップとの間で投資顧問契約を結ぶという形がとられる。

従来、SEC は、こうしたファンドの形態を前提としながら、投資助言業務や投資一任業務を営む投資顧問業者の「顧客」は、ファンドそのものであると考えてきた。そして、15 本以上のファンドとの間で助言や一任の契約を結んだ場合に、投資顧問業法上の登録義務が生じることになるとしてきたのである。

ヘッジファンドなどのファンドの実態は、特定のファンド・マネジャー個人が、数名の仲間や補助者と共にファンド運用ビジネスを営んでいるといったケースがほとんどで、一社で 15 本ものファンドを運用することは考えにくい。このため、ヘッジファンドに対しては、SEC への登録義務を課されることがなく、従って、SEC による検査や監督に服

する必要がないという状況が続いてきたのである。

3. ヘッジファンド規則の制定

ヘッジファンド等が、SEC による規制に服する可能性は、上記の投資顧問業法の規定に基づく場合以外にも考えられないわけではない。

例えば、1940 年投資会社法は、証券投資を業として行う「投資会社」に対して原則として SEC の登録を受けることを義務づけている。但し、①発行する受益権の所有者の数が 100 人以下であり、かつ受益権の公募を行わず、行おうともしていない発行者、②500 万ドル以上の投資を行う個人など一定の要件を満たす適格購入者 (qualified purchaser) のみに対して受益権の販売を行う発行者、は投資会社とはみなされず、登録義務を課されない (1940 年投資会社法 3 条(c)項)。

ヘッジファンドへの投資家が一つのファンドで 100 人を超えることはほとんどない。また、設定時の受益証券発行は私募 (少人数への発行もしくは自衛力ある認定投資家への発行) の形をとる。従って、投資会社法上の登録義務が生じることはなく、証券の公募 (public offerings) に伴うディスクロージャー規制を課されることもない。

こうした規制の実情を問題視した SEC は、2004 年 7 月、ヘッジファンドに対する登録義務を拡大する規則の制定を提案した。すなわち、投資から二年以内に償還を受けることのできるファンドについては、投資顧問業法の登録免除規定の適用に際する「顧客」の人数の数を、これまでのファンド数ベースではなく、ファンドに参加する投資家の人数ベースとすることとし、最終投資家が 15 人以上存在するファンドの運用を受託する全ての投資顧問業者に対して登録義務を課したのである²。

この規則案は、適用対象をヘッジファンド

など短期的な投資を目的とするファンドに限り、ベンチャーキャピタル・ファンドなどに適用が及ばないようにするために、投資から二年以上償還を受けることができないファンドを適用除外とするといった配慮がなされてはいたものの、大きな反発や論議を呼んだ。しかし、SEC は提案を修正することなく、同年 12 月、一部の委員の反対にもかかわらず採択された。これが、今回、裁判所によって無効と判断された規則である。

Ⅲ. 判決の内容

1. 両当事者の主張

今回の判決は、ブルドッグ・インベスターズという運用資産規模約 2 億ドルのヘッジファンドを運営し、上場企業に様々な要求を突き付けるアクティビストとしても知られるフィリップ・ゴールドスタイン氏の申し立てによる事件に関するものである。

1940 年投資顧問業法 213 条(a)項は、SEC が同法に基づいて発した命令によって不当な取扱いを受けた者は、60 日以内に連邦控訴裁判所に対して命令の変更もしくは撤回を申し立てることができるものとされる。ゴールドスタイン氏は、SEC がファンドへの投資家が投資顧問業法にいう「顧客」だとする規則を定めたことは不当であり、規則は無効であると主張した。

これに対して、SEC は、「顧客」という言葉が投資顧問業法上明確に定義されていないので、顧客をどのように数えるべきかについての法の規定は曖昧であり、規則はその曖昧な規定を明確にしたものに過ぎないと主張した。

2. 裁判所の判断

控訴裁判所のランドルフ判事は、大要以下のように述べて、SEC の主張を退けた。

まず、定義規定がないというだけでは法律

の用語が曖昧であるとは言えず、議会がいくつかの意味に解釈できる言葉を用いたからといって、SEC がその中から特定の意味を任意に選び出して構わないということにはならない。

こうした見解を示した上で、裁判所は、投資顧問業法の規定が設けられた経緯やこれまでの SEC の解釈から、「顧客」という言葉の意味に検討を加えた。

それによれば、1970 年に投資顧問業法が改正され、現在の規定が設けられた際、議会は、投資会社のみに対して助言を行う投資顧問業者の登録免除規定を削除し、その代わりに 15 人以下の顧客に助言する業者に関する規定を設けている。このような経緯からすれば、議会は投資顧問業者による助言を受けるのは、あくまで投資会社そのものであり、投資会社の株主（すなわち投資家）が投資顧問業者の「顧客」でないことを当然の前提と考えていたものと推察される。

この点は、同法の投資顧問業者の定義規定からも裏付けられる。つまり、投資顧問業者とは、「顧客に対して直接、または出版物や書面によって」投資助言を行う者と定義されているが、ファンドへの投資家が、ファンドに助言を行う投資顧問業者から「直接」助言を受けることはあり得ない。助言を受けない投資家は、当然、投資顧問業者の「顧客」ではないということになる。

裁判所によれば、こうした解釈は、かつて SEC 自身によってもとられていた。例えば、SEC は、1997 年に出したリリースの中で、投資会社に対する助言を行う投資顧問業者について、投資顧問業者の「顧客」は投資会社そのものであり、その株主（投資家）ではないのだから、投資助言の内容が個々の投資家にとって適切であることまでを求められることはないとして述べている。

また、連邦最高裁判所も、1985 年の *Lowe v. SEC* 事件において、投資顧問業者が行う

助言は、個々の顧客のニーズに合った個別化されたものであり、投資家と助言業者との間には、信認関係（fiduciary relationship）が存在すると指摘している。そうした関係は、投資顧問業者とファンドとの間には存在しても、業者とファンドへの投資家との間には存在し得ない。

裁判所は、更に、投資顧問業法が SEC による法解釈の余地を残していたとしても、その解釈は SEC の権限の範囲を超えない合理的なものでなければならぬと指摘する。SEC による解釈が合理的であると言えるかどうかは、法律の文言と合致（fit）しているかどうか、及び法律の目的に沿っているかどうかという観点から判断されるべきである。前者について言えば、上述の検討で明らかにされた通り、SEC の解釈は法律の文言の通常の意味を超えてしまっている可能性がある。

また、後者についてみると、法律が投資顧問業者と顧客との関係を信認関係として位置づけている以上、業者は、顧客に対する忠実義務（duty of loyalty）を負うはずである。ところが、投資顧問業者が、ファンドとファンドへの投資家の双方に対して忠実義務を負うとすれば、直ちに利益相反の問題に直面することになる。例えば、ファンドが運用に失敗して破綻の危機に直面しているという場面では、投資顧問業者は、投資家に対してそのファンドを売却するよう助言すべきだということになるが、それはおかしい。

SEC は、規則は顧客の数を定めただけで、投資顧問業者と契約者であるファンドとの信認関係にまで影響を及ぼすものではないと主張するが、信認関係の対象となる「顧客」と数を数える際の「顧客」とが異なるというのは法律の趣旨に合致しない。また、SEC は、ヘッジファンドの仕組みは、登録を避けるために法技術上とられているだけ（legal artifice）だとも主張するが、実際には、法的な仕組みがどうなっているかによっ

て誰が誰に対する受託者責任を負うかが決定づけられるのであり、仕組みは重要である。

更に SEC は、ヘッジファンドの活動が市場に大きな影響を与えるので登録義務の適用除外としておくことは法律の目的にそぐわないとも主張するが、そもそも市場への影響ということからすれば、投資家の数ではなく運用資産の金額や運用資産におけるレバレッジの程度といった要素の方が重要になるはずである。

このように、控訴裁判所は、ヘッジファンド規則を正当化しようとする SEC の主張をことごとく退け、規則は SEC の権限を逸脱した法律の文言の恣意的な解釈であり無効であると断じたのである。

IV. 判決の意義と今後の展望

SEC は、証券市場に関連する諸法律によって、幅広い規則制定権を与えられている。規則制定権の根拠は、個別法の条項における具体的な委任によるほか、「委員会は、この法律によって委員会に与えられた機能と権能を行使するために必要または適切な規則、もしくは規定、もしくは命令を、適時に策定し、発出し、修正し、もしくは廃止する権限を有する」（1940年投資顧問業法 211条(a)項）といった一般規定にも求められる。

もちろん、SEC の制定する規則は、憲法及び法律に違反するものであってはならず、その合憲性、合法性をめぐる司法裁判所による審査に服する。SEC 規則の違法性は、行政処分を取消しを求めるといった具体的な争訟に際してだけでなく、今回の事件のように、より一般的に不当な取扱いを受けた者が主張することも可能である。

SEC の規則は、基本的には、法律に定めのない詳細な規定を設けるものや法律の規定の意義を明らかにする解釈的な規定といった性格を有する。とはいえ、SEC 規則が法律

の規定の解釈という形をとりつつ、新たな義務を課したり、適用除外を設けたりしていることは決して珍しくない³。

証券市場の規制が技術的、専門的であることから、一般に裁判所は、SEC の規則制定や規則の解釈に関しては、幅広い裁量を容認する傾向にある。しかし、今回の判決では、「顧客」という言葉の日常的な用法からの逸脱という点が重視され、ヘッジファンドに対する規制の強化が必要という SEC の主張は受け入れられなかった。判決を受けて、ヘッジファンド規則の導入に反対していたハーベイ・ピット元 SEC 委員長は、「目的が正しければどんな手段も正当化されるというようなマキャベリばりの考え方は、法の支配を信じる社会では受け入れられないということが明らかになった。」という感想を漏らしたと報じられている⁴。

SEC のクリストファー・コックス委員長は、判決後、「ヘッジファンドに対する委員会のアプローチを再検討しなければならない」として「スタッフに対して対応策として考えられるいくつかの選択肢を提示するよう指示した」との声明を発表した。SEC の完敗とも言うべき判決であっただけに、従来のヘッジファンド規制のあり方を白紙に戻して再検討することが必要となる。

今回の敗訴は、SEC にとっては、登録投資会社の取締役会メンバーの 75%以上を独立取締役とするよう求める規則の規定が、規則遵守のコストを考慮しない恣意的なものとして部分的に無効とされたことに続く大きな痛手である⁵。判決の論理に従えば、現行法の範囲内でヘッジファンドに有効な規制を加えることは難しい。既にヘッジファンドに対する登録規制を可能にするための法案提出の動きもみられる。SEC や議会の今後の対応が注目される。

¹ Philip Goldstein, et al. v. SEC, No.04-1434.

² 規則の内容について詳しくは、瀧俊雄「米国におけるヘッジファンド規制の動き」『資本市場クォーターリー』2004年秋号参照。

³ Louis Loss and Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, 5th ed., 2004 Aspen Law & Business, p.1513 では、私募や少額公募に対する登録免除に関するセーフ・ハーバー・ルールであるレギュレーション D が一例としてあげられている。

⁴ “SEC Dealt Setback as Court Rejects Hedge-Fund Rule”, *The Wall Street Journal*, June 24, 2006, page A1.

⁵ これは、2004年9月7日に発効した規則改正をめぐる事件に関するものである。この規則が行政手続法の求める適正手続の要請を満たしておらず違法だとして全米商工会議所が提訴したが、2005年6月21日、ワシントン D.C.巡回区連邦控訴裁判所は、規則が取締役会長の独立性を求めた点などが他のより低コストで実現できる代替的な手段を十分に考慮していないとして、SEC に再検討を求める判決を下した (*Chamber of Commerce of the USA v. SEC*, DC Circuit, June 21, 2005, No.04-1300)。これを受けて SEC は再検討を行ったが、同年6月30日、規則を修正する必要はないとする決定を行った。このため、全米商工会議所が再度提訴し、2006年4月7日、ワシントン D.C.巡回区連邦控訴裁判所は、SEC が予想されるコスト負担についてパブリック・コメントを求めることのないまま規則修正を不要と判断したことは行政手続法に違反するとして、規則の一部を無効とする判決を下した (*Chamber of Commerce of the USA v. SEC*, DC Circuit, April 7, 2006, No.05-1240, 443 F. 3d 890; 2006 U.S. App. LEXIS 8403)。6月13日、SEC は控訴裁判所の指摘を受け入れ、8月21日を期限として規則改正の内容に関するパブリック・コメント募集を開始した。