

投資ファンドに対する規制のあり方

大崎 貞和

■ 要 約 ■

1. 2007年5月15日、米国上院財政委員会のチャック・グラスリー議員は、1940年投資顧問業法の規定を改正し、現在SECへの登録義務を課されていない、いわゆるヘッジファンドの運用者に対して、投資顧問業者としての登録義務を課すことを狙いとした法案を提出した。
2. SECは、2004年12月、同様の狙いから規則を制定していたが、2006年6月、連邦控訴裁判所は、この規則が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。このため、ヘッジファンドへの規制を強化するための立法が検討されることになったのである。
3. 今後、グラスリー法案が円滑に成立するかどうかは予断を許さない。しかし、ヘッジファンドを始めとする投資ファンドに対する規制強化を求める流れは、決して米国の一部に限られたものではない。
4. そもそも投資ファンドへの規制は、①ファンドへの出資者（投資家）の保護、②ファンドの投資行動が金融・資本市場に悪影響を及ぼすことの抑止、といった狙いからなされるべきであろう。前者はプロ以外の投資家を保護対象とする情報開示規制、後者は運用資産規模の大きいファンドを対象とする当局への報告義務といった内容を主とするべきであろう。
5. 投資ファンド規制をめぐる最近の議論は、ややもすれば、ファンドの実態が分かりにくいことへの焦燥感に押され、規制の目的や手段の相当性といった観点を見失いがちであるように感じられる。ファンドの経済的な役割の重要性を踏まえれば、過剰な規制がなされないよう慎重な検討が求められる。

I 米国の投資ファンド規制

1. 投資顧問業法の規定

米国の投資顧問業に関する規制を定めた1940年投資顧問業法の現行規定では、一つの州内に留まらない活動をする投資顧問業者は、原則として証券取引委員会（SEC）への登録が求められる。但し、①過去12ヵ月間の「顧客」（clients）の数が15人未満であり、

②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、③投資会社に対する投資顧問業者として営業しておらず、④事業開発会社 (business development company) としても営業していない、という四つの要件を満たす者に対しては、登録義務は課されないものとされている (投資顧問業法 203 条(b)項(3))。

また、運用資産総額が 2,500 万ドル以下、もしくは SEC の定めるそれ以上の金額以下である業者についても、SEC への登録は求められず、州当局への登録のみで足りるものとされる (同法 203A 条(a)項)¹。

2. ヘッジファンドへの適用

従来、いわゆるヘッジファンドを始めとする各種投資ファンドの運用者は、法のこの規定に基づき、SEC への登録義務はないものとされてきた。

というのも、ファンドの運用に関する投資助言を行ったり、投資運用を一任されたりする投資顧問業者は、ファンドに出資する個々の投資家とはなく、ファンドの業務執行を行うジェネラル・パートナーとの間で投資顧問契約を締結することが一般的である。この場合、ファンドのジェネラル・パートナー自身が登録などの規制を課されることはない。同じ投資顧問業者が、複数のファンドの運用を任されることは決して珍しくないが、その数はせいぜい 3 本か 4 本といった程度であり、15 本にもなることはない。そこで、ほとんどの投資ファンドの運用者は、「顧客」の数が 15 人未満であるとされ、SEC への登録を免除されてきたのである。

なお、ジェネラル・パートナーやその委託を受けた者が、投資ファンドへの投資を勧誘する行為が、証券の公募 (public offerings) に該当して情報開示規制の適用を受ける可能性もある。しかし、ほとんどの投資ファンドは、勧誘対象者を少数に止めるか、あるいは情報開示規制の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 にいう「自衛力ある認定投資家」 (accredited investors: 機関投資家や純資産 100 万ドル超の個人など) に限定することで、公募規制の適用を免れている。

また、ファンドそのものが SEC 登録を求められる「投資会社」に該当する可能性もあるが、1940 年投資会社法は、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という規定を設けている (3 条(c)項)。最終投資家の数が 100 人を超えるような投資ファンドはほとんど存在しないことから、投資会社としての登録義務も免れているのが実情である。

¹ この規定に基づいて SEC が制定した規則 203A-1 は、投資会社に対する投資顧問業者として営業していない限り、運用資産総額が 2,500 万ドルから 3,000 万ドルの範囲の業者の SEC への登録を任意とする。

3. SECによる登録規制の試み

しかし、SECは、投資ファンドに対する登録規制の強化をめざし、2004年12月、投資から2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」の人数の数え方を、これまでのファンドの本数ではなく、ファンドに参加する最終投資家の人数とし、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投資顧問業者に対して原則として登録義務を課すという内容の規則203(b)(3)-2を制定した。

ところが、2006年6月、連邦控訴裁判所が、このSEC規則は、法律の規定を恣意的に解釈したもので無効であるという判決を下したのである²。SECは、この判決を受けて、現行法の下で投資ファンドへの規制を強化することは難しいとして、議会による立法を通じた解決が必要との立場をとるようになっていく。

II ヘッジファンド規制法案の提出

こうした中で、2007年5月15日、米国議会上院財政委員会のランキング・メンバー（委員会における少数党側のトップ）であるチャック・グラスリー上院議員（共和党）が、「ヘッジファンド登録法案」を議会に提出した³。法案は、1940年投資顧問業法の規定を改正し、現在登録の必要がないヘッジファンドの運用者に対しても登録義務の適用を及ぼそうとするものである。

具体的には、法案は、投資顧問業法203A条(a)の登録免除要件を次のように改めるとしている。すなわち、過去12ヵ月間において、①運用資産総額が5,000万ドル未満であり、②「顧客」（ここでいう顧客には株主、パートナー、事業開発会社の受益者を含む）の数が15人未満であり、③15人以上の投資家の資産を個別にであれ、資産プールの形であれ運用しておらず、④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、⑤投資会社に対する投資顧問業者として営業しておらず、⑥事業開発会社（business development company）としても営業していない、という六つの要件を満たす場合にのみ登録義務が免除されるものとする。

この法案によれば、最終投資家が15人以上存在する投資ファンドの運用者は、②もしくは③の要件を満たすことができないものとされ、SECへの登録を要求されることとなる。提案者であるグラスリー議員は、法案は、ヘッジファンドに関する透明性を高めるために、SECが既にやろうとしてきたことを可能にするものだとして主張する。

今回の法案は、上院財政委員会において委員長に次ぐ権威を有するランキング・メン

² 大崎貞和「SECのヘッジファンド規則に対する無効判決」『資本市場クォーターリー』2006年夏号参照。

³ 共和党はブッシュ大統領を支持する「与党」だが、2006年11月に行われた中間選挙の結果、議会では少数派となっている。

バーという地位にある有力議員が提出したという点で注目に値するが、円滑に立法化されるかどうかは予断を許さない。三権分立が徹底され、政府提出法案というものが存在しない米国議会では、様々な法案が次々に提出されるが、最終的に両院の本会議で可決されて成立するものはそう多くない。実際、グラスリー議員も、今回の法案とほぼ同じ内容の修正案を、既に、今年3月、テロ対策立法の審議過程で挿入しようとして失敗している。

Ⅲ 投資ファンド規制のあるべき姿

1. 投資ファンドへの規制強化の動き

もともと、投資ファンドに対する規制の強化を求めているのは、グラスリー議員やSECだけではない。2007年6月に開かれる主要国首脳会議（サミット）の開催国であるドイツは、とりわけファンド規制に積極的で、当初は、サミットにおける主要議題の一つとして取り上げたいとの意向を示していた⁴。5月18日から19日にかけて開かれた主要8カ国（G8）の財務相会合では、投資ファンドに関する行為規範の策定など直接的な規制の導入を求めることは見送られ、ファンドに資金を供給する銀行など金融機関に対する監督など間接規制を強化する方向性が打ち出されたが、投資ファンドの活動に対する警戒が必要だという問題意識は各国に共有されたようである⁵。

日本においても、2006年6月に成立した金融商品取引法は、集団投資スキーム持ち分概念を通じて、多様な法形式で運営される投資ファンドの持ち分を有価証券とみなして法の適用対象に取り込むとともに、主として有価証券またはデリバティブ取引に係る権利に対する投資を行うファンド（いわゆる投資型の集団投資スキーム）の運用に対しては投資運用業としての業規制を及ぼそうとしている⁶。現在、4月に公表された関連政令・内閣府令案へのパブリック・コメントの募集が行われており、所要の修正を加えた後、9月にも施行される見通しである。

また、米国のSECは、2006年12月、私募形態の投資ファンドに投資できる個人投資家の範囲を従来よりも狭め、250万ドル（約3億円）以上の投資資産を保有することを要件とする規則改正案を公表している⁷。日本では、金融商品取引法で適格機関投資家の範囲の拡大や特定投資家制度の創設が行われようとしているが、米国では、投資ファンドに投資する個人の投資家保護という文脈で、それとは逆の方向の制度改正が行われようとしているのである。

⁴ ドイツでは、2004年1月に発効した投資法によって規制が整備され、ヘッジファンドの国内での組成や販売が「解禁」されたところである。詳しくは、神作裕之「ドイツにおけるヘッジ・ファンド規制」（神田秀樹責任編集『利用者の視点からみた投資サービス法』財経詳報社、2006年、99頁以下）参照。

⁵ 『日本経済新聞』2007年5月20日付1面参照。

⁶ 詳しくは、拙著『解説金融商品取引法』〔第2版〕（弘文堂、2007年）参照。

⁷ SEC, Release No.33-8766, "Prohibition of Fraud by Advisers to Certain Pooled Investment Vehicles; Accredited Investors in Certain Private Investment Vehicles", December 27, 2006.

2. 投資ファンドの存在感の高まり

このように、各国で投資ファンドに対する規制の強化を求める声が強まっているわけだが、その背景には、金融・資本市場における投資ファンドの存在感の高まりという世界的な傾向がある。

1997年のアジア通貨危機はヘッジファンドによる大規模な空売りが引き金となったと言われる。1998年のロシア危機と Long-Term Capital Management (LTCM) の行き詰まりは、一ファンドの運用の失敗が金融システム全体の危機につながりかねない危険性を白日の下にさらし、ニューヨーク連邦準備銀行による異例の救済策発動につながった。

最近では、クライスラーを取得することになったサーベラスやカーライル、ブラックストーンといった買収ファンドやスティール・パートナーズなどのアクティビスト・ファンドの動向が、株式市場の注目を集めるようになってきている。一方、2006年8月には英国の監督機関である金融サービス機構 (FSA) が投資ファンドによるインサイダー取引をめぐって個人に対するものとしては史上最高額の制裁金を科すなど、ファンドによる不公正取引が問題となる事例も増えている。日本においても、2006年6月、アクティビスト・ファンドとして名を馳せた村上ファンドが、インサイダー取引容疑で摘発され、事実上、活動停止に追い込まれた。

3. 投資ファンド規制の正当化根拠

投資ファンドに対する規制が必要とされる根拠としては、①ファンドへの出資者（投資家）の保護、と②ファンドの活動が金融・資本市場に及ぼす影響への対処、の二つが考えられる。

1) ファンド投資家保護のための規制

第一のファンド投資家の保護という観点からは、とりわけ不特定多数の一般投資家向けにファンド投資の勧誘が行われる場合の情報開示が求められることになる。

この点については、基本的には、米国の制度にみられるように、少人数の投資家のみが勧誘対象となる場合や法令による投資家保護をそれほど必要としないプロフェッショナル（日本法で言えば適格機関投資家）のみが勧誘対象となる場合には情報開示を不要とすることが妥当である。

もちろん、プロフェッショナルとされる投資家の範囲をどうするか、「少人数」の線引きをどこで行うかといった検討は重要である。既に触れたように、米国では、私募ファンドに投資できるプロフェッショナルとされる個人投資家の範囲を狭める規則改正が提案されている。

他方、日本の金融商品取引法及びその施行令案は、投資ファンドに適用される情報開示制度を一般の株式や社債とは異なるものとし、500人以上が投資ファンドの持ち

分を所有することとなる場合を情報開示制度の適用対象となる「募集」と定義している（金商法2条3項、施行令案1条の7の2、1条の8の2）。これに対して米国では、適用される「公募」の概念は株式や社債でも投資ファンドでも基本的に同じである。また、一口に情報開示と言っても、目論見書などを通じた勧誘対象者への直接開示と公衆縦覧型の間接開示の二つの仕組みがあり、追加募集が行われず、持ち分が流通するわけでもない投資ファンドについては、後者の間接開示を強制する必要があるかどうかは疑問である⁸。

2) ファンドの投資行動の規制

第二のファンドの活動が市場に及ぼす影響への対処という観点からは、投資ファンドそのものやその運用者に対する登録義務などの業規制、ファンドの投資ポートフォリオの内容に関する情報開示（公衆縦覧開示は必ずしも求められない）など監督当局に対する報告義務が中心となるべきであり、場合によっては、ファンドによる投資行動への規制などが求められることになろう。

前述のように、米国の現行制度は、投資ファンドそのものの登録義務は持ち分所有者数が100人以上の場合に生じ、その運用者の登録義務は、顧客数（運用ファンド数）が15以上の場合に生じるというものである。しかし、このような持ち分所有者や運用ファンドの数だけを基準とする規制は妥当なものとは言い難い。確かに、ファンド運用者に登録義務を課すという規制には、ファンドの投資行動の把握とともに、ファンド投資家の保護という狙いもあるので、規制がある程度広範囲に及ぼされることはやむを得まい⁹。これに対して、ファンドそのものに登録義務等の規制を課す場合には、ファンドの投資行動が市場に与える影響という観点から、運用資産の規模が大きいファンドに規制を課すという考え方が、基本的には妥当ではなからうか。

また、ファンド投資家の保護という観点から広範なファンド運用者に対して登録義務を課す場合には、情報開示規制における「プロ私募」のような適用除外制度を用意することが必要である。そうした観点からは、米国のグラスリー法案のように、出資者が15人以上のファンドの運用者に対してほぼ機械的に登録義務を課すといった規制は妥当性を欠く。むしろ、日本の金融商品取引法のように、ファンドの運用者に対して原則的に登録義務を課しながら、適格機関投資家のみを相手方として投資運用業を行う場合（適格機関投資家等特例業務）をその適用除外とする仕組みの方が望まし

⁸ 日本法は、基本的には、募集が行われれば公衆縦覧型の継続開示も求められるという構造をとっている。

⁹ なお、顧客数が極端に少ない運用者に対して登録義務を免除するという仕組みは、外国の業者に対する過剰な規制を排除するという機能を担っていることには注意が必要である。例えば、日本の投資顧問業者が、米国内に数名の顧客を有していたとしても、米国法上の登録を求められることはない。この点で、日本の金融商品取引法は、外国の運用業者が日本国内の者を相手方として投資助言業務や投資運用業務を行う場合は、投資運用業者等を相手方とする場合を除いて常に登録を受けることが必要だとしている（同法28条4項、29条、61条）。米国法のような登録免除規定が設けられていないため、文字通りに適用されれば、過剰規制となるおそれがあるだろう。

いものと言える¹⁰。

また、日本では、村上ファンドなどのアクティビスト・ファンドの活動が注目を浴びたこともあり、上場企業等を中心に、ファンドの投資ポートフォリオが「不透明」であるとの声が高まり、大量保有報告書制度の見直しなどが行われた¹¹。一方、G8財務相会合でドイツが行ったファンドの投資行動に対する「自主規制」導入の提案は、大量の空売りなどを行う投資ファンドの取引手法が市場に大きな影響を及ぼしているという認識が背景となっている。

これらの規制や提案の妥当性を考える上でも、過剰規制を避けるという観点が重要である。投資ポートフォリオの透明性については、経営支配権の異動をめぐる透明性を確保するという大量保有報告書制度の趣旨に照らして過剰な要求となっていないかという検証が必要であろうし、ファンドの投資行動への直接的な規制を導入するのであれば、一般の機関投資家や個人など他の投資主体に対する規制と比べて過大な負担を課すものとなっていないかどうかの確認が求められよう。ある程度厳格な規制を課す場合には、その適用対象を運用資産規模の大きいファンドのみに限定するといった配慮も必要であろう。

IV おわりに

ヘッジファンドを始めとする投資ファンドは、多くの場合、公募による資金調達を行わず、一般向けの広報活動に積極的でないこともあり、その経済的な役割が高まっているにもかかわらず、個々の実態が明らかとなりにくい。とはいえ、個人の投資行動が基本的には自由であり、必要以上の情報開示を求められるべきではないのと同様に、ファンドについても、市場に対して多大な影響を及ぼす可能性があるといった規制を正当化する事情が存在しない限り、実態を明らかにしない自由が尊重されるべきである。

最近のファンド規制をめぐる議論は、ややもすれば、ファンドの実態が分かりにくいことへのあまり根拠のない焦燥感に押され、規制の目的や手段の相当性といった観点を見失った方向へ進みがちであるように感じられる。プロフェッショナルが出資者に対する受託者責任を負って運用するファンドは、経済全体の効率化に大きく貢献する可能性がある。安易な規制強化論がファンドの活動を不当に制約することがないように冷静な検討を行ってもらいたいものである。

¹⁰ もっとも、日本の金融商品取引法は、米国法とは異なり、ファンドのジェネラル・パートナーや業務執行組合員になること自体が「投資運用」を行っているとして解釈されるような構造となっているため、ファンドそのものに登録等の規制を課するという形はとっていないにもかかわらず、それに近い効果が生じる可能性がある。一方、米国法は、前述のように、連邦法上の登録を求める基準を運用資産総額に求めている。

¹¹ 詳しくは、注6前掲拙著『解説金融商品取引法』参照。