

英国におけるヘッジファンドの販売規制をめぐる議論 —金融サービス庁の提案—

英国では2002年8月、金融サービス庁（FSA）が、ヘッジファンドに関するディスカッション・ペーパーを公表した。同庁は其中で、投資の知識や経験に長けた富裕層にとどまらず、一般の個人投資家に対してヘッジファンドの販売を可能にすることについて論点を提示し、一般からの意見を募った。

1. ヘッジファンドに注目する英国金融サービス庁

英国金融サービス庁（FSA）は、2002年8月21日、ヘッジファンドに関する規制をめぐって、一般の個人投資家への販売などを含むいくつかの論点を掲げたディスカッション・ペーパー「ヘッジファンドとFSA」¹を公表した。11月29日まで、パブリック・コメントを募集している。

ここでいう「ヘッジファンド」の定義について、FSAは、統一的な定義は存在しないと指摘した上で、「資金をプールする投資ビークルで、私募によって組成され（privately organised）、プロの運用マネジャーが運営するものであり、広く一般向けの投資商品ではない」という定義²を紹介している。また、①パートナーシップまたはオフショアの投資会社である、②幅広い種類のマーケットでポジションをとるような投資戦略を採用している、③ショート取引、デリバティブ、レバレッジといった幅広い投資テクニックを用いている、④投資パフォーマンスに応じたフィーを運用マネジャーに支払う、⑤顧客層は超富裕層（いわゆるハイ・ネット・ワース）や機関投資家を中心で、最小購入額が10万ドル以上と比較的高く設定されている、といった特徴があると説明している。

FSAは、それらヘッジファンドの世界における資産残高が1994年から2001年までに5倍以上に増加する³など、市場が拡大していることに注目している。また、ヘッジファンドに投資する投資家の中に、超富裕層よりも資産が少ない階層の投資家が見受けられるようになったと指摘している。FSAは、以上のようなヘッジファンド市場における変化⁴を鑑みて、英国におけるヘッジファンド規制のあり方を見直すのにちょうど良い時期を迎えたと

¹ Financial Services Authority, Discussion Paper 16 “Hedge funds and the FSA” (August 2002).

² 1999年の米国 ‘President’s Working Group on Financial Markets’からの引用。

³ ヘッジファンド市場の調査を行っているトレモント・アドバイザーズ社による調査結果の引用。

⁴ ヘッジファンド業界の動向や欧米およびわが国の状況については、関雄太「個人投資家層に広がるヘッジファンド投資」『資本市場クォーターリー』2002年秋号を参照。

している。

今回のディスカッション・ペーパーは、ヘッジファンドの規制を見直す最初のステップとして発表されたものである。FSA が提示した主な論点は、ヘッジファンドの一般投資家向け販売を英国サービス市場法上認める場合の規制のあり方と、オフショアのヘッジファンドを運用する英国ファンド・マネジャーに対する規制緩和である（図表 1）。その他には、ヘッジファンドの空売りやマネー・ロンダリング規制等について、現状および今後の取り組みが言及されている。

図表 1 ディスカッション・ペーパーの論点

<p>1. 販売規制</p>	<p>現行の規制：一般投資家に対する勧誘・販売行為を禁止。 現状：個人投資家はいくつかの方法でヘッジファンドを購入。 ヘッジファンドに投資するファンド・オブ・ファンズは ISA（個人貯蓄勘定）の対象となっている。 提案：一般投資家への勧誘・販売を認める場合の体制のあり方を提案。 ①一定の種類のヘッジファンドを認可する ②ヘッジファンドを上場させる</p>
<p>2. ファンド・マネジャーに関する規制</p>	<p>現行の規制：オフショアのヘッジファンドしか運用していない英国のファンド・マネジャーも、FSA の認可が必要。 提案：オフショアのファンドを運用するファンド・マネジャーで、英国市場への影響が小さいと判断される者について、規制上の義務を軽減する（具体的な軽減内容は提案せず）。</p>
<p>3. その他の論点 （ヘッジファンド業界全般に対する監督体制について）</p>	<p>① FSA は、IOSCO ガイドラインに則って、ヘッジファンド業界全般のリスク・マネジメントを監督している。ヘッジファンドが多用する空売りについては、他の市場参加者の状況を考慮した上で、規制のあり方を検討する。 ② 1993 年マネー・ロンダリング規則に基づき、ヘッジファンドのファンド・マネジャーを規制・監督している。国際的な協力体制が必要かもしれないと指摘。</p>

（出所）“Hedge funds and the FSA”より野村総合研究所作成

実は、ヘッジファンド規制を見直す動きは、最近、英国以外の国でも起きている。例えば、アイルランドでは、オフショアのヘッジファンドをアイルランド証券取引所に上場させることを一定の条件下で認めるようになった。また、香港では、香港証券先物委員会(SFC)がヘッジファンドを認可し、一般に販売することを認めるガイドラインを制定した。同ガイドラインは、認可されるためにファンドが満たさなければならない条件や、最小購入額の制限などを定めている。FSA は以上のような他国の動向にも言及しており、それら規制下で運営されるファンドが今後増加するであろうとしている。

2. 英国のヘッジファンド販売規制

1) 一般投資家向け販売を禁止する現行の規制

英国には、投資家の資金をプールして専門家が運用する投資スキームとして、金融サービス市場法の規制を受ける集団投資スキーム（契約型のユニット・トラスト、オープンエンド型の投資会社）と会社法の規制を受けるインベストメント・トラスト（クローズドエンド型の投資会社）がある（図表2）。

前者の集団投資スキームについては、その運用業者が FSA の認可を取得するだけでなく、一般投資家に募集・販売するためには集団投資スキーム本体についても、別途、認可を取得する必要がある。一方、インベストメント・トラストは、一般の株式会社と同様に株式の募集・売出しに関する会社法の規制が適用され、証券取引所に上場する場合には、FSA による上場審査を通過しなければならない⁵。

図表2 日英米の投資信託

		英国	米国	日本
契約型		ユニット・トラスト	—	投資信託 (契約型投資信託)
会社型	オープンエンド	オープンエンド型の投資会社 (OEIC)	ミューチュアル・ファンド	投資法人 (会社型投資信託)
	クローズドエンド	インベストメント・トラスト	クローズドエンド型の投資会社	

(出所) 野村総合研究所

FSA によれば、英国で勧誘・販売されているヘッジファンドのほとんどは、税制優遇のあるオフショア金融センターで設定されている。それら外国籍のヘッジファンドも、英国内で勧誘・販売活動が行われる場合には、英国の販売規制が適用される。

ヘッジファンドの多くは、集団投資スキームに該当する形態をとっているが、一般投資家向け販売の認可を取得していない。FSA の認可する集団投資スキームには、集団投資スキーム規約 (Collective Investment Scheme Sourcebook) の定めるリスク分散基準などの要件 (図表3) があり、ヘッジファンドは、一般に、これを満たさないからである。

図表3 集団投資スキームの認可要件

(i)	ファンドの財産はプールされ、投資家はファンドに投資した金額に応じて運用収益を受け取る権利を有していること
(ii)	適切なリスク分散を図ること (集団投資スキーム規約に具体的なリスク分散の基準が定められている)
(iii)	ファンドの資産を管理し、ファンドマネジャーを監督する独立した受託者が必要
(iv)	純資産価額を日々計算していること
(v)	投資家に換金請求権 (集団投資スキーム規約によれば、最低1ヵ月に2回) が与えられていること
(vi)	借入れに対する制限 (ファンドの価値の10%以内) が守られていること
(vii)	ファンドの運用方針と運用実績に関する情報を含む目論見書や財務情報を発行していること

(出所) FSA 資料、集団投資スキーム規約 (CIS Sourcebook) より野村総合研究所作成

金融業者が、ヘッジファンドのような一般投資家向け販売の認可を取得していない集団

⁵ 英国では、ロンドン証券取引所の株式会社化に伴い、2000年4月にロンドン証券取引所の上場審査機能が FSA に移管された。

投資スキームの勧誘・販売を行う際には、注意を要する⁶。

英国では、金融業者に対し、顧客を市場参加者 (market counter party)、法人顧客 (intermediate customer)、および一般顧客 (private customer) に分類し、それぞれのカテゴリーに適した勧誘・販売を行うことが義務付けられており⁷、ヘッジファンドの勧誘・販売は、特定のカテゴリーに対してのみ可能とされているからである。具体的には、市場参加者、法人顧客、および一般顧客のうち証券投資について十分な経験や知識を有するという理由で「法人顧客」に格上げされた者、といった一部の投資家である⁸。

個人投資家が一般顧客から「法人顧客」に格上げされるためには、金融業者による念入りな審査によって、十分な専門知識とヘッジファンドに対する理解があると評価されなければならない。そして、個人投資家本人が、一般顧客を保護するための様々な規定が適用されなくなることに同意しなければならない。FSA は、個人投資家が実際に格上げされるケースは稀であると指摘している。販売規制上、格上げの要件に保有資産残高の規定はないものの、実態としては、厳しい審査を通してヘッジファンドに投資する個人投資家は、超富裕層で占められていると考えられる。

なお、英国だけでなく、多くの国で、ヘッジファンドの一般向け販売は制限されている。たとえば米国では、投資信託を公募販売する場合には、1940 年投資会社法および 1933 年証券法に基づき、SEC への登録と情報開示義務を負う。しかし、リミテッド・パートナーシップ形態が多い米国のヘッジファンドは、SEC への登録にかかる費用を回避するために私募の形態をとっている。そのため、ヘッジファンドがリミテッド・パートナーシップの持分を個人に対して勧誘・販売する場合、その対象は、①過去 2 年間の収入が 20 万 US ドルを超えていて将来もそれが見込まれる、②配偶者との合算所得が年間 30 万ドル以上、③家屋や自動車を除く純資産総額が 100 万ドル以上のいずれかを満たす「認定投資家 (accredited investors)」に限定され、かつ、購入者の合計が 99 名以下であることという人数制限が課される⁹。

2) 個人投資家によるヘッジファンドの購入と投資家保護の限界

⁶ FSA に認可されていない集団投資スキームは、非規制集団投資スキーム (Unregulated Collective Investment Scheme) と呼ばれる。

⁷ 金融業者による勧誘・販売、取引、顧客資産の管理等について定めた業務行為規約 (Conduct of Business Sourcebook) によれば、「一般顧客」には国内外の個人など、「法人顧客」には地方自治体、公共機関、上場法人など、「市場参加者」には政府、国際機関、金融機関などが該当する (規約 4.1)。

⁸ ヘッジファンドをはじめとする非規制集団スキームへの投資を勧誘することができる相手について、詳細な規定は業務行為規約 3.11 アネックス 5R に記載されている。

⁹ また、1997 年の法改正により、購入者すべてが、①500 万ドル以上の投資を行っている、②自己および他の適格購入者たちの勘定で 2500 万ドル以上の投資を行っているといういずれかの条件を満たす「適格購入者 (qualified purchaser)」である場合にも、SEC 登録が免除されるようになっている。

個人投資家は、先に述べたように、「法人顧客」に格上げされれば、英国の金融業者を通じてヘッジファンドを購入することができるが、英国で販売されるヘッジファンドの多くが外国籍で、何か問題が発生した場合に FSA の権限が及ばないなど、通常の金融商品にはない投資家保護上のリスクを伴う。

他方、英国の規制では、投資家が、英国の金融業者を介さずにオフショア・ファンドに自分で直接、購入を申し込むことが禁止されていない。これは、格上げの対象となるような投資家にとどまらず、一般の個人投資家にも理論的には利用可能な方法である。但し、この手段を用いる場合には、投資家は、預金や投資商品を扱う金融業者の債務不履行から消費者を保護する、「金融サービス補償制度 (Financial Services Compensation Scheme)」や、金融仲介業者と消費者との間の紛争解決を行う「オンブズマン制度 (Financial Ombudsman Service)」といった英国の投資家保護¹⁰を受けることができない¹¹。

3. ファンド・オブ・ヘッジファンズの登場

このように、現行の英国の規制下では、個別のヘッジファンドが、英国の金融業者によって一般の個人投資家に対して販売されることは考えにくい。

ところが最近、「ヘッジファンドに投資するファンド・オブ・ファンズ」というかたちで、ヘッジファンドを個人投資家に向けて販売する動きが出始めた。ファンド・オブ・ヘッジファンズの登場である。これらは一般にクローズドエンド型の投資会社の形態を取り、取引所に上場されている。個別のヘッジファンドは、ショート取引を用いる運用スタイル等から、通常、上場基準を満たすことができないが、ファンド・オブ・ヘッジファンズは、自身はロング・ポジションを取り、かつポートフォリオ全体としては個別のヘッジファンドと比べてリスクの分散が図られているということで上場基準を満たしているのである。

ファンド・オブ・ヘッジファンズの登場により、間接的なかたちであれば、現行の規制下でもヘッジファンドを一般投資家に向けて販売することが可能になった訳だが、このことは FSA に、一般投資家がヘッジファンドについて十分に理解した上で投資しているのかという懸念をもたらした。

さらに、2001 年には、ファンド・オブ・ヘッジファンズの販売が、個人貯蓄口座 (ISA) 向けに行われたことにより、FSA は、上記の懸念をいっそう強めることとなった。

ISA とは、運用益の課税繰延の付与された貯蓄口座で、キャッシュ (預金、MMF など)、

¹⁰ 2000 年に成立した英国サービス市場法に基づき、それまで預金、証券、保険という業態別に設けられていた補償制度、およびオンブズマン制度がそれぞれ統一され、金融サービス補償制度とオンブズマン制度が構築された。いずれも、FSA から独立した法人によって運営される。

¹¹ もっとも、多くのヘッジファンドの最小購入額である 10 万ドルは、そもそも「金融サービス補償制度」が補償する金額の上限 (4 万 8000 ポンド、約 7 万 4600 ドル) を上回るものである。

株式等 (MMF 以外の投資信託も含まれる)、保険の 3 タイプの資産への投資が可能である。ファンド・オブ・ヘッジファンズは、上場商品であり、ISA の投資対象として適格とされているので、一般投資家に提供されること自体に、規制上、問題はない。しかし、ISA を利用する零細な個人投資家が、本当にファンド・オブ・ヘッジファンズについて十分に理解しているのか、という懸念も生ずる。

FSA は 2001 年 3 月、一般投資家に向けて、「エキゾチックな ISA」への警戒を促す文書を出した。ISA の勧誘が盛んに行われる課税年度末であっても投資の決定を急がないこと、ISA 向けだからといって低リスクの商品とは限らず、ヘッジファンドに投資するものも提供されていること、海外設定のヘッジファンドの場合、金融サービス補償制度が適用されない可能性があることなどを盛り込んだものだった。

ファンド・オブ・ヘッジファンズの一般投資家向け販売について、規制当局が懸念を抱いているのは、実は英国だけのことではない。米国でも、ヘッジファンドは富裕層など限られた個人投資家しかアクセスできない商品であるが、ファンド・オブ・ヘッジファンズのかたちを取り、SEC に登録すれば公募も可能である。全米証券業協会 (NASD) は 2002 年 8 月、「ファンド・オブ・ヘッジファンズ：高リターンの可能性には高コストと高リスクが伴う」¹²と題する警告を投資家に向けて発した。その中で、NASD は、ファンド・オブ・ヘッジファンズの購入を考える際には、商品の特徴、適用される規制、リスク、追加的な情報入手方法などを理解する必要があることを呼びかけた。

英国では、このようなファンド・オブ・ヘッジファンズの登場に加えて、商品内容が複雑な投資商品の販売をめぐる、今ひとつの事情があった。ヘッジファンドではないものの、一般投資家にとって商品の内容が理解しづらい点は共通のスプリット・キャピタル・インベストメント・トラスト (スプリット) と呼ばれる投資商品をめぐって、不十分・不適切な説明の下で勧誘・販売が行われていたという問題が起こったのである。2001 年春頃から、市場環境の悪化により多額の損失を被る投資家が続出して社会問題化し、FSA もポリシー・ステートメントを出すなどの対応に追われたというものだった (補論参照)。

4. FSA の提案

FSA は、①現行の体制において一般投資家が個別のヘッジファンドを購入する場合には英国法上の投資家保護が及ばないという現状、②ファンド・オブ・ヘッジファンズのかたちで個人投資家向けヘッジファンド販売が既に実態として行われていること、③ヘッジファンドと同様に複雑な商品設計を持つスプリットが不適切な方法で勧誘・販売されたという問題が発生したこと、④他国で一般投資家向け販売を認める規制改正が行われているこ

¹² NASD, "Funds of Hedge Funds- Higher Costs and Risks for Higher Potential Returns," Aug. 23, 2002.

とを受けて、今回、ヘッジファンドの一般投資家向け販売の規制を整備する提案を行ったものと考えられる。

FSA は、ヘッジファンドの一般投資家向け販売を認めた場合のメリットとして、一般投資家の選択肢が増えること、そして英国の資産運用会社を取り扱う商品の幅が広がって業界内で新たな競争が生じることを指摘している。しかし、それ以上に、FSA は、ヘッジファンドの内容が難解で、先述のスプリットの事件のように、投資家はそのリスクの高さを十分に理解せずに投資してしまう危険があることを認識している。そこで、FSA は、ヘッジファンドの一般向け販売を認める場合には、投資家を保護する十分な体制が必要だとしている。以下で、FSA が提案した二つの改正案の内容を紹介する。

1) ヘッジファンドを認可する

まず、集団投資スキームの規制を見直して、集団投資スキームの形態をとるヘッジファンドを認可 (authorise) する方法が提案されている。FSA は、2003 年第 1 四半期に集団投資スキーム規約の見直しを行うことを予定しており、一般投資家に向けて販売可能な新しいタイプのファンドの導入を検討している。そして、ヘッジファンドも、その候補にあがっている模様である。

ヘッジファンドを認可の対象に加える方法として、FSA は、ヘッジファンド全般を網羅するようなカテゴリーを設けることはできないかもしれないが、ファンド・オブ・ファンズ、あるいは株式や債券のロング・ショート戦略といった具体的な運用方針に基づくカテゴリーを作成することは可能だと説明している。FSA はどのような運用方針のヘッジファンドを認可すべきかという点について、一般からの意見を募集している。

そして、FSA は、この提案を実現するために検討すべき点を挙げている。まず、先述したように、集団投資スキームが FSA に認可されるためには様々な要件が課されているため、ヘッジファンドが認可を申請する場合にはその運用方法に何らかの修正を求めるか、あるいは現行の規制を一部修正する可能性もあると説明している。また、金融サービス補償制度やオンブズマン制度の改正を検討する必要も指摘している。

もっとも、FSA がヘッジファンドを認可したとしても、他の集団投資スキームと完全に同じように販売することが可能になる訳ではないと指摘している。たとえば、FSA は、ヘッジファンドは EU 域内でファンドの自由な販売を可能とする UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) 指令の要件を満たさないと考えられ、英国以外の EU 加盟国での自由な勧誘・販売行為は行えないであろうと説明している。

2) ヘッジファンドを上場させる

次に、FSA は、英国の上場規則を変更して、ヘッジファンドのロンドン証券取引所への上場を認めることを提案している。但し、ヘッジファンドの上場を認めるには、①投資家を十分に保護し、幅広い企業の上場を促進し、英国市場の健全性と競争力を維持するといった英国の上場規則の目的に合致すること、②ヘッジファンドを上場させることに対して十分な需要と供給があること、という二つの条件を満たさなければならないとしている。そこで、FSA は、ディスカッション・ペーパーのなかで、上場が可能となった場合にヘッジファンドはその制度を活用するか、また、投資家は上場ヘッジファンドに投資するかといった質問を投げかけている。

FSA は、ヘッジファンドを上場させる場合には、現行の上場規則が投資信託に要請している「適切なリスク分散」という基準を見直さなければならないとしている。特に、ショート取引に対する厳しい制限規定を見直し、ロング・ポジションについて 1 銘柄につきファンドの総資産の 20%以内という金額の制限をかけているように、ショート・ポジションについても金額で制限を課すことを提案している。さらに、英国、米国、あるいは国際会計基準に則って監査を受けさせるなど、ファンドの資産管理やガバナンスをめぐるでも検討すべき点があるとしている。

また、FSA は、上場ヘッジファンドの設定当初の最小取引価額を高くする（たとえば 10 万ポンド以上）ことで、小口投資家向けの販売を事実上制限し、必要とされる投資家保護のレベルを引き下げること、一つの方法として提案している。

5. おわりに

FSA の今回の提案は、ヘッジファンドの認可、あるいはヘッジファンドの上場基準の設定という手法を通じて、ヘッジファンドに関する情報開示の充実等を図りつつ、一般投資家への販売を公認していこうとするものである。

我が国でも、今後はヘッジファンドのようなリスクの高い金融商品の個人向け販売の是非が議論される可能性がある。富裕層のみにとどまらず、一般投資家に対するヘッジファンド販売の規制整備を検討する英国の動きは、注目に値する。

<補論>スプリット・キャピタル・インベストメント・トラストをめぐる問題

英国では 2001 年から 2002 年にかけて、スプリット・キャピタル・インベストメント・トラスト（以下、スプリットとする）と呼ばれる投資商品をめぐって、不適切な勧誘・販売が行われていた可能性があるという事件が起こっている。

スプリットとは、クローズドエンド型の会社型投信であるインベストメント・トラストの一種で、配当や残余財産に対する権利の異なる、複数の種類の株式を発行するものの名称である。原型は 100 年以上前から存在するが、ここ数年、急速に増加し商品性も多様化した。多くが満期 7 年程度で、証券取引所に上場している。

スプリットの最大の特色は、借入を行っているものが多いことと、他のスプリットを投資対象としているものが多いことにある。FSA によると、2002 年 3 月時点で存在した 134 本のスプリットのうち、83 本が他のスプリットに投資しており、そのうちポートフォリオの 70% 超が他のスプリットというものが 11 本あった。また、他のスプリットに投資しているものの多くが借入を行っており、それらのファンドは 2000 年以降の株価低迷の中で、80% を超える価格の下落を記録した（図表 4）。

図表 4 株価下落のスプリットへのインパクト

	価格変動 (99年3月末～ 2002年3月末)	本数	時価総額 (2002年3月末、 百万ポンド)
他のスプリットへの投資なし	-39.1%	51	6,300
他のスプリットへの投資あり	-	83	6,900
総資産の20%以下	-82.21%	32	3,200
21～40%	-88.23%	24	2,100
41～70%	-97.85%	16	1,000
70%超	-97.97%	11	600
FTSE 100	-16.2%	-	1,268,100

(出所) FSA Policy Statement, Split Capital Investment Trusts, May 2002

このような価値の下落自体は、株式相場への感応度が高い商品ゆえに引き起こされたことと言えたが、問題はその勧誘・販売方法にあった。

スプリットは上述のように複数の種類の株式を発行するが、それらは一般に、インカム株、キャピタル株、ゼロ配当優先株の 3 つに分類される。インカム株は定期的に配当が支払われるタイプで、キャピタル株は、配当は支払われず償還時の残余財産に対する請求権も他のタイプに劣後するが、値上がり益を全て手にできるタイプである。ゼロ配当優先株は、80 年代後半に登場した比較的新しいタイプで、配当支払いは行われず、償還時にあらかじめ決められた額が、他の株式に優先して支払われる。

これらのうち、例えば残余財産に対する権利が他の株式よりも強いゼロ配当優先株であっても、借入を行っているファンドの場合、債権者たる銀行には劣後する以上、相応のリスクを負う商品と言わざるを得ない。ところが、FSA の調査により、ゼロ配当優先株を英

国債にたとえる、堅固なことで知られるボルボ車よりも安全と銘打つなど、スプリットが低リスク商品であることを強調する勧誘・販売が頻繁に行われていたことが判明した。このような不適切な情報提供やアドバイスに基づき、スプリットに投資した投資家が数多くいたと考えられた。

さらに、スプリットの借入及びポートフォリオに関する現行の情報開示が、頻度、内容の両面について不十分であるという指摘もなされた。現行のインベストメント・トラストに対する開示規制では、年次報告書における上位 10 銘柄及び資産の 5%を超える銘柄の列挙が義務付けられている。しかしながら、他のスプリットへの投資において、1 銘柄が資産の 2%を超えることはまずないと言われており、現行の情報開示では他のスプリットへの投資を把握するのは難しい。

このような状況に対応すべく、FSA は 2002 年 5 月にポリシー・ステートメントを出した。その中で FSA は、今後もスプリットの不適切な販売行為等については調査を続けること、情報開示の充実については当面、インベストメント・トラストの業界団体であるインベストメント・トラスト・カンパニー協会 (AITC) の基準強化に期待するが、それでは不十分と判断された場合は上場規則改正等を検討することなどを約している。

(野村 亜紀子、平松 那須加)