

多様な投資戦略を採用する米国ファミリー・オフィス ーオルタナティブ投資及びインパクト投資の活性化ー

岡田 功太、船津 太佑

■ 要 約 ■

1. 近年、米国の金融・資本市場においてファミリー・オフィスが注目を集めている。米国のファミリー・オフィスは、富裕層個人及びその配偶者などの資産（信託・慈善財団・企業を含む）の管理や証券投資を行うために設立された法人であり、シングル・ファミリー・オフィスとマルチ・ファミリー・オフィスに大別される。
2. シングル・ファミリー・オフィスは、単一の富裕層個人及びその配偶者等の資産を管理・運用する法人であり、米国証券取引委員会（SEC）が定める一定の要件を満たした場合には、投資顧問規制の適用が免除される。ベゾス・エクスペディションズやソロス・ファンド・マネジメントなどのシングル・ファミリー・オフィスは、富裕層個人の哲学や思想と合致する非上場企業に投資し、経済的リターン及び社会的インパクトの両立を目指す傾向にある。
3. 他方で、マルチ・ファミリー・オフィスは、複数の富裕層個人ないしそのファミリー等の資産に係る投資助言を行うため、運用資産総額の増加を目指すことができるが、SEC に投資顧問業者として登録する必要がある。アイコンニック・キャピタルや MSD パートナーズなどのマルチ・ファミリー・オフィスは、オルタナティブ投資を主体とする資産運用会社として成長を目指している。
4. 足元、日本においては、インパクト投資の活発化、非上場市場の活性化、資産運用の高度化などが求められている。日本のファミリー・オフィス業界の活性化を促すことによって、富裕層個人が有する資産の拡大及び社会課題解決の促進、ひいては日本の金融・資本市場における更なるダイナミズムの創出に繋がるのではないだろうか。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 岡田功太「米国のオルタナティブ・ファンド事業の新潮流」『野村資本市場クォーターリー』2021年秋号を参照。
- ・ 北野陽平・植田剛将「国際的なウェルス・マネジメントのハブとしてファミリーオフィスの誘致を強化するシンガポール」『野村資本市場クォーターリー』2021年春号を参照。

I はじめに

近年、米国の金融・資本市場においてファミリー・オフィスが注目を集めている。マイクロソフトの創業者であるビル・ゲイツ氏は2021年9月に、カスケード・インベストメントというファミリー・オフィスを通じて、フォー・シーズンズ・グループの発行済株式の23.75%を約22億ドルで取得した。また、テスラ及びスペースXの最高経営責任者（CEO）であるイーロン・マスク氏は2022年10月に、エクセションという同氏のファミリー・オフィスが運用する資産などを原資に、ツイッターを約440億ドルで買収した。このように米国のファミリー・オフィスは投資活動を活発に行っている。

米国のファミリー・オフィスは、富裕層個人及びその配偶者などの資産（信託・慈善財団・企業を含む）の管理や証券投資を行うために設立される法人であり、シングル・ファミリー・オフィスとマルチ・ファミリー・オフィスに大別される。シングル・ファミリー・オフィスは、前述のカスケード・インベストメントやエクセションのように、単一の富裕層個人及びその配偶者等の資産を管理・運用する法人であり、一定の条件（詳細は後述）を満たした場合には、投資顧問規制の適用が免除される。他方で、マルチ・ファミリー・オフィスは、複数の富裕層個人ないしそのファミリー等の資産に係る投資助言を行うため、運用資産総額の増加を目指すことができるが、米国証券取引委員会（以下、SEC）¹に投資顧問業者として登録²する必要がある（詳細は後述）。

シングル・ファミリー・オフィス及びマルチ・ファミリー・オフィスは、採用する運用戦略も異なる傾向にある。シングル・ファミリー・オフィスは、ある富裕層個人の哲学や思想と合致する非上場企業に投資する傾向にあるが、マルチ・ファミリー・オフィスは、複数の富裕層個人向けにクレジット・ファンドなどを運用したり、上場投資信託（以下、ETF）やプライベート・エクイティ・ファンドから成るポートフォリオを構築し提供したりしている。

本稿では、シングル・ファミリー・オフィス及びマルチ・ファミリー・オフィスの概要、米国ファミリー・オフィスの規制枠組みの概要および歴史的経緯を紹介した上で、日本への示唆を考察する。

¹ 中小規模の投資顧問業者は、SECではなく、州規制当局に投資顧問登録する義務を負う。詳細は、岡田功太「米国におけるインデックス・プロバイダーへの投資顧問規制の適用を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2023年冬号を参照。

² SECに投資顧問登録した場合、①SECにフォームADV（投資顧問業者の会社及びサービス概要に係る開示報告書）を提出し、最低でも年1回更新する、②SECによる定期的な検査を受ける、③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・プログラムを策定する、④インサイダー取引ポリシーを策定するなどの対応が義務付けられる。

II ベンチャー投資に積極的なシングル・ファミリー・オフィス

米国の著名なシングル・ファミリー・オフィスとして、エクセッション、ベズス・エクスペディションズ、エマーソン・コレクティブ、ソロス・ファンド・マネジメントがある。これらシングル・ファミリー・オフィスは、富裕層個人の哲学や思想に基づいて慈善活動を行ったり、非上場企業に投資を行ったりすることで、社会課題の解決にも取り組んでいる。以下では、その概要を紹介する。

1. 社会課題の解決を目指すエクセッション

テスラ及びスペース X の最高経営責任者（以下、CEO）であるイーロン・マスク氏は2022年10月に、ツイッターを約440億ドルで買収した。厳密には、①マスク氏が支配するXホールディングスという法人が、モルガン・スタンレー、バンク・オブ・アメリカ、バークレイズなど複数の銀行から借り入れた資金、②Xホールディングスが、フィデリティ³、ブルックフィールド、アンドリーセン・ホロウィッツ⁴などから受けた出資金、③エクセッションが管理・運用するテスラ株を売却して捻出した同氏の自己資金などを活用することで、ツイッターを完全子会社化及び非公開化した。エクセッションとは、マスク氏が保有する約2,190億ドル（推定値、2022年3月時点）にも上る資産の一部を運用しているシングル・ファミリー・オフィスであり、先般のツイッターの買収支援だけではなく、慈善活動などを行っている。

マスク氏は、ツイッター買収の理由について、「現在、ソーシャルメディアのビジネスモデルは、極端な思想や意見に注目が集まるように設計されており、米国における憎悪や社会の分断を生み出している。そのため、ソーシャルメディア上で健全な議論が行われなくなっている。伝統的なメディアも極端な思想や意見に注目し、社会の分断に拍車をかけている。文明の未来のために、暴力（あるいは暴力的な言論）に訴えることなく、健全な形で、誰もが議論できるような共通のデジタル空間が重要である」と述べている。つまり、マスク氏は、ツイッターの買収を通じて、自由で開かれた健全な言論空間の確保を目指しており、エクセッションは同氏の活動を後押しすることを図っている。

なお、エクセッションのCEOは、ゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレー⁵にてフィナンシャル・アドバイザーとして勤務した経歴を有するジェラッド・バーチャル氏である。

³ フィデリティは近年、ベンチャー投資を積極的に行っている。詳細は、竹下智「上場・非上場の垣根を飛び越えるクロスオーバー投資—米国ミューチュアルファンドによるプレIPO株式投資の実状—」『野村資本市場クォーターリー』2020年冬号を参照。

⁴ 正式な社名は、AHキャピタル・マネジメントである。同社は、SECに登録する投資顧問業者である。

⁵ 詳細は、岡田功太・下山貴史「ゴールドマン・サックス及びモルガン・スタンレーの事業改革—ウェルスマネジメント事業を中心に—」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号を参照。

2. 社会的価値の創造を後押しするベゾス・エクスペディションズ

アマゾンの創業者であり、ワシントン・ポストのオーナー⁶としても知られているジェフ・ベゾス氏は、2005年にベゾス・エクスペディションズを設立した。ベゾス・エクスペディションズは、ベゾス氏が有する約1,710億ドル（推定値、2022年3月時点）にも上る資産の一部を運用しているシングル・ファミリー・オフィスであり、同社のCEOはリーマン・ブラザーズにて勤務していた経歴を有するメリンダ・ルイソン氏である。

当初、ベゾス・エクスペディションズは、主に米国の非上場企業に投資を行っていた。例えば、2008年6月にスパークス・キャピタルなどとツイッターに出資し、2011年12月にゴールドマン・サックスなどとウーバーに出資した。ただ、足元、ベゾス・エクスペディションズは、米国外の非上場企業にも積極的に投資している。例えば、2021年11月にタイガー・グローバル等と電子商取引プラットフォームを運営するウラ（インドネシア）に出資し、2022年4月にはリビット・キャピタル等と送金や支払いに関連するソフトウェア開発企業であるスタークバンク（ブラジル）に出資した。なお、ベゾス・エクスペディションズは、2022年11月時点で非上場企業約35社に投資している。

ベゾス氏は、アマゾンのCEOを退任した後、ブルーオリジンの会長として、安全で安価な宇宙飛行を実現するための技術開発やインフラ構築に取り組んでいるが、ベゾス・エクスペディションズはブルーオリジンの事業運営資金を捻出している⁷。ベゾス氏によると、自身がアマゾンで起業することができたのは、前の世代の起業家が輸送網、通信網、決済システムなどの社会インフラを構築していたからであるという。その経験を踏まえて、ベゾス氏は、自身が安全で安価な宇宙飛行インフラを構築した場合、将来的に次の世代の起業家が同インフラを活用し、新たなイノベーション⁸を創出する可能性があると考えている。このように、ベゾス・エクスペディションズは、次の世代による新たな社会的価値の創造を後押ししている。

3. 教育システム改革を目指すエマーソン・コレクティブ

アップルを創業した故スティーブ・ジョブズ氏の元配偶者であるローレン・パウエル・ジョブズ氏は、2004年にエマーソン・コレクティブを設立した⁹。エマーソン・コレク

⁶ ベゾス氏は2013年に、同氏が設立したナッシュ・ホールディングスという法人を通じて、ワシントン・ポストを約2億5,000万ドルで買収した。

⁷ ベゾス氏は、ベゾス・エクスペディションズが管理・運用しているアマゾンの株式を売却し、ブルーオリジンの事業運営費として年間約10億ドルを投じている。

⁸ ベゾス氏は、将来的に、次の世代の起業家が、ベゾス氏が構築した宇宙飛行インフラを活用して、大気汚染の原因となる産業や工業を地球外に移管するような新たな技術を開発した場合、地球の気候変動問題は解決に向かう可能性があるとして述べている。なお、同氏は、気候変動や環境保全について研究を行っている科学者や技術者などを支援するベゾス・アース・ファンドという基金に、同氏の資産の大半を寄付する予定であると述べている。

⁹ エマーソン・コレクティブという名称は、ローレン氏が好む「共同体 (collective)」という言葉と、同氏が敬愛するラルフ・ワルド・エマーソンという哲学者の苗字を組み合わせたものである。

ティブは、ローレン氏がスティーブ氏から相続した約 164 億ドル（推定値、2022 年 3 月時点）にも上る資産の一部を運用するシングル・ファミリー・オフィスである。

ローレン氏は、熱心な教育システム改革の提唱者¹⁰として知られており、良質な教育システムを構築することで、人々の才能と可能性を引き出し、経済社会活動の活性化を促進すると考えている。ただ、ローレン氏によると、教育問題は人々が生活するコミュニティを取り巻く医療問題や環境問題と複雑に関連しているという。つまり、ローレン氏は、単に教育問題にのみ取り組むのではなく、医療問題や環境問題についても解決策を探ることで、社会の繁栄を促すことができると考えている。

エマーソン・コレクティブは、ローレン氏の哲学や思想に沿って運営されており、主に教育・医療・環境問題の解決に向けた技術開発に取り組む非上場企業に投資している。例えば、エマーソン・コレクティブは、2021 年 9 月にユニオン・スクウェア・ベンチャーズ等とファイブエイブルに出資し、2021 年 10 月にソフトバンク・ビジョンファンド等とディボータィッド・ヘルスに出資した。ファイブエイブルは、学校の教師や友人と学習できる環境を提供するオンライン・プラットフォームを運営しており、ディボータィッド・ヘルスは、メディケア・プランや医師をオンライン上で紹介するマッチング・サービスなどを開発している。なお、エマーソン・コレクティブは、アンドリーセン・ホロウィッツや世界銀行グループの機関である国際金融公社などに勤務した経歴を持つ 13 人がインパクト投資事業を推進しており、2022 年 11 月時点で非上場企業約 60 社に投資している。

エマーソン・コレクティブは、ゴールドマン・サックスやセールス・フォース等とカレッジ・ストックの活動資金を拠出している。カレッジ・ストックは、ローレン氏が 1997 年に設立した非営利団体であり、コロラド、ロサンゼルス、ワシントン D.C.などに拠点を有し、貧困や家庭問題によって、高校や大学に進学することができない子供たちに対する資金援助や心のケアなどを行い、教育問題の解決に尽力している。このように、エマーソン・コレクティブは、スティーブ氏から相続した資産を管理するためのシングル・ファミリー・オフィスに留まらず、ローレン氏のライフワークである教育改革を推進するための組織としても位置づけられている。

4. 開かれた社会の構築を目指すソロス・ファンド・マネジメント

「国境なき政治家」を自称し、ヘッジファンドの運用者として成功したことで知られているジョージ・ソロス氏は、ソロス・ファンド・マネジメントというシングル・ファミリー・オフィスを有している。ソロス・ファンド・マネジメントは、1970 年に設立されたヘッジファンド運用会社であり、2011 年にシングル・ファミリー・オフィスに転換（詳細は後述）するまで、クオンタム・ファンドというヘッジファンドを運用していた。

¹⁰ ローレン氏は、ゴールドマン・サックスに勤務した後、ホワイハウス・カウンシル・フォー・コミュニティ・ソリューションのメンバーとして選出され、バラク・オバマ元大統領のアドバイザーとして、教育問題などに取り組んだ実績を有している。

ソロス・ファンド・マネジメントの運用手法は、世界各国のマクロ経済や政治動向の見通しに基づいて、株式、債券、為替、コモディティ、それらを原資産としたデリバティブ取引を行うグローバルマクロ戦略と呼ばれるものであり、クオンタム・ファンドは運用開始から約40年間にわたって年率約20%の収益をあげた。

当初、ソロス氏は、ソロス・ファンド・マネジメントの運用者として自ら市場取引を行っていたが、1990年頃から慈善活動を積極化し、同社の運用を第三者に任せるようになった。スタンレー・ドラッケンミラー氏やニック・ロディティ氏は、ソロス・ファンド・マネジメントの運用担当者として同社在籍中に優れた運用実績を残し、独立後も成功を収めている。このように、ソロス・ファンド・マネジメントは、数多くの著名ヘッジファンド運用者を生み出したことでも知られている。なお、ソロス・ファンド・マネジメントの現CEO兼最高投資責任者は、UBSアセットマネジメントにて勤務経験を有するドーン・フィッツパトリック氏である。

ソロス氏は約320億ドルにも上る資産をオープン・ソサエティ財団¹¹に移管し、同財団の会長として慈善活動に注力している。ソロス氏は、幼少期にハンガリーにてナチスによる迫害を受けた経験を踏まえ、オープン・ソサエティ財団の活動を通じて、透明性が高く責任ある政権の樹立、民主主義の普及、表現の自由や社会的正義の確保などの実現を目指している。オープン・ソサエティ財団は設立以来、ソロス氏の思想と合致する活動家や政治関連のグループなどに5万件超の寄付を行っている。

また、オープン・ソサエティ財団は、経済開発基金を運営しており、同基金は設立以来、世界54か国に拠点を有する企業などにインパクト投資を行っている。例えば、ラテンアメリカ地域で労働者に対して福利厚生及び給与支払いプラットフォームを提供しているシンプリフィカや、エチオピアにて製造業や農産加工業を営む企業に投資を行っているケフェウス・グロス・キャピタル・パートナーズなどに出資している。

このように、ソロス・ファンド・マネジメントは、ソロス氏の資産を運用しているシングル・ファミリー・オフィスというだけではなく、ソロス氏が目指す開かれた社会の構築というビジョンを伝達する役割を担っている。

III 資産運用ビジネスを推進するマルチ・ファミリー・オフィス

米国の著名なマルチ・ファミリー・オフィスとして、アイコニック・キャピタル（以下、アイコニック）やMSDパートナーズがある。これらマルチ・ファミリー・オフィスは、前述のシングル・ファミリー・オフィスとは異なり、投資顧問業者として資産運用ビジネスを推進している。以下では、アイコニック及びMSDパートナーズの概要を紹介する。

¹¹ オープン・ソサエティ財団という名称は、ソロス氏が敬愛する哲学者であるカール・ポパー氏の「開かれた社会とその敵」という著書の題名に由来する。

1. 富裕層個人や年金基金から運用資金を受託するアイコニック

アイコニックは、2011年に創業した投資顧問業者であり、サンフランシスコ、ニューヨーク、ロンドン、シンガポール等に拠点を有し、運用資産総額は約880億ドル（2021年12月末時点）となっている。アイコニックの共同創業者の1人であるディベッシュ・マカン氏は、ゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーにてファイナンシャル・アドバイザーとして勤務した経歴を有する。

アイコニックは、複数の富裕層個人から運用資金を受託するマルチ・ファミリー・オフィスである。例えば、メタ・プラットフォーム（旧フェイスブック）創業者兼 CEO のマーク・ザッカーバーグ氏、同社最高執行責任者（COO）のシェリル・サンドバーグ氏、ツイッター及びブロック（旧スクエア）創業者のジャック・ドーシー氏、リンクトイン共同創業者のリード・ホフマン氏などの資産の一部を運用している。ただ、アイコニックは、富裕層個人だけではなく、カナダ年金基金投資委員会やニューメキシコ州投資評議会などのアセットオーナーからも運用資金を受託しているため、アイコニックのビジネスモデルは、所謂、資産運用会社と類似しているといえる。

アイコニックは、投資家にマネージド・アカウント（投資一任サービス）を提供しているが、同アカウントは、①ブラックロックやバンガード等のETFと、②アイコニック・ストラテジック・パートナーズやIPIパートナーズL.P等の私募ファンドから成る。アイコニック・ストラテジック・パートナーズは、アイコニックが運用するベンチャー・キャピタル・ファンドであり、非上場企業約110社に投資している（2022年11月時点）¹²。他方で、IPIパートナーズL.P.は、欧米のデータ・センターを主たる投資対象とするデジタル・インフラストラクチャー・ファンドである。IPIパートナーズL.P.の運用者は、アイコニックとアイロン・ポイント・パートナーズ¹³が2006年に共同出資し設立したIPIパートナーズLLCという投資顧問業者である。

このように、アイコニックは、ETF、ベンチャー・キャピタル・ファンド、デジタル・インフラストラクチャー・ファンドから成るマネージド・アカウントを運用することで、資産運用ビジネスの拡大を目指している。

2. オルタナティブ運用事業の拡大を目指すMSDパートナーズ

MSDパートナーズは、2009年に設立された投資顧問業者であり、ニューヨーク、サンタモニカ、ウエストパームビーチなどに拠点を有し、運用資産総額は約200億ドル（2022

¹² アイコニック・ストラテジック・パートナーズは、スノーフレックなどの上場企業にも投資しているが、それら上場企業の大半は、同ファンドが出資した後に新規公開（IPO）を果たした企業である。

¹³ アイロン・ポイント・パートナーズは2007年に投資顧問登録し、主に不動産ファンドを運用している。運用資産総額は約90億ドル（2022年11月末時点）である。投資顧問登録以前の同社は、シングル・ファミリー・オフィスとしてロバート・パス氏の資産を管理・運用していた。パス氏は、オルタナティブ運用会社として著名なオークヒル・アドバイザーズ（2021年12月にTロウ・プライスによって買収された）の創業者である。

年11月末時点)となっている。MSDパートナーズのCEOは、ゴールドマン・サックスの投資銀行部門の責任者であったグレッグ・レムカウ氏である。

MSDパートナーズの歴史は24年前に遡る。デル・テクノロジーズの創業者であるマイケル・デル氏は1998年に、同氏及び配偶者の資産を管理・運用するMSDキャピタルという法人を設立し、主にベンチャー投資を行っていた。その後、デル氏は2009年に、マルチ・ファミリー・オフィスであるMSDパートナーズを設立し、MSDキャピタルだけではなく、他の富裕層個人からも運用資金を受託し運用するようになった。

現在、MSDパートナーズは、MSDプライベート・クレジット・オポチュニティー・ファンドやMSDリアル・エスレート・クレジット・オポチュニティー・ファンドなどのクレジット・ファンド及び不動産ファンドを運用している。また、MSDパートナーズは、ベンチャー投資チームも有しており、スポーツ関連のeコマース会社であるファナティクス、不動産管理ソフトウェアを開発しているゲスティ、オルタナティブ投資プラットフォームの運営者であるアイキャピタル¹⁴など非上場企業約15社に出資している。

MSDパートナーズは2022年10月に、BDTキャピタル・パートナーズと合併することを公表した。BDTキャピタル・パートナーズは、2009年に設立された投資顧問業者であり、運用資産総額は約300億ドルとなっている。同社のCEOは、ゴールドマン・サックスの投資銀行部門の責任者を務め、ウォーレン・バフェット氏が最も信頼した投資銀行家として著名なバイロン・トロット氏である。同氏は、BDTキャピタル・パートナーズというプライベート・エクイティ・ファンドを通じて、ウォルマート創業家やコーク・インダストリーズ創業家などが保有する法人に、事業の買収・売却などに関する投資助言を行っている。

MSDパートナーズは、BDTキャピタル・パートナーズと合併することで、プライベート・エクイティ・ファンド、クレジット・ファンド、不動産ファンド、ベンチャー・キャピタル・ファンドなどを運用する総合的なオルタナティブ投資会社として更なる成長を目指している。

IV 米国ファミリー・オフィスの規制枠組み

前述の通り、米国のファミリー・オフィスとは、富裕層個人の資産を運用する法人である。そのため、米国のファミリー・オフィスは、1940年投資顧問法が規定する投資顧問業者の定義¹⁵を充足するが、シングル・ファミリー・オフィスとマルチ・ファミリー・オフィスは適用される規制枠組みが異なる。前者には投資顧問規制は適用されないが、後者

¹⁴ 詳細は、岡田功太・橋口達「オルタナティブ投資の民主化を牽引するアイキャピタル」『野村資本市場クォーターリー』2023年冬号を参照。

¹⁵ 1940年投資顧問法第202条(a)項(11)号が規定する投資顧問業者とは、①報酬を受けて、証券の価値や証券の投資、購入、売却の可否に関して、直接的に、もしくは出版物や文書を通じて、他人に助言することを業とする者、または②報酬を受けて、定常的業務の一部として、証券に関する分析もしくは報告を発行する者と定義されている。詳細は前掲脚注1論文を参照。

には同規制が適用される。以下では、米国ファミリー・オフィスの規制枠組みの概要を紹介する。

1. ファミリー・クライアントとファミリー・メンバーの定義

SEC は 2011 年 6 月に、ファミリー・オフィス規則と呼ばれる 1940 年投資顧問法規則 202(a)(11)(G)-1（以下、FO 規則）¹⁶を採択した。これにより、FO 規則の要件を満たすファミリー・オフィスは、シングル・ファミリー・オフィス（以下、適格ファミリー・オフィス）として投資顧問規制の適用が免除されることが明確化された。

FO 規則が定める適格ファミリー・オフィスとは、ファミリー・クライアントに対してのみ投資助言を行う法人である。ファミリー・クライアントには、①ファミリー・オフィスの創設者やその配偶者などのファミリー・メンバー、②ファミリー・オフィスの取締役などの「重要な従業員（key employee）」、③元ファミリー・メンバーや元「重要な従業員」、④ファミリー・メンバーが保有する信託¹⁷、慈善財団、その他のエンティティなどが含まれる（図表 1）。例えば、ソロス・ファンド・マネジメントは、同社の創設者であ

図表 1 ファミリー・クライアントの概要

ファミリー・クライアントの分類	ファミリー・クライアントに分類される者や資産の概要
ファミリー・メンバー (元ファミリー・メンバーを含む)	共通の先祖の直系の子孫及びその配偶者、あるいは配偶者と同等の者。共通の先祖とは、富を生み出した最初の世代から 11 世代以上離れていない人もしくは故人。直系の子孫とは養子、継子、里子を含む子孫。
「重要な従業員」 (元「重要な従業員」を含む)	CEO、主要な部門の責任者、経営に携わっている役員もしくはそれと同様の役割を果たす個人あるいは取締役、ジェネラル・パートナーもしくは同様の役割を果たす個人。 事務や秘書としての機能を果たすだけでなく、通常の職務としてファミリー・オフィスの投資活動に関与する従業員(ただし、12 か月間以上の職務経験が必要)。
信託	ファミリー・クライアントのうち最低 1 人が受益者となっている撤回不能信託。 ファミリー・クライアントのうち最低 1 人が信託認定者となっている撤回可能信託。
非営利組織	ファミリー・メンバーのみによって資金拠出され、ファミリー・メンバーのみが受益者となっている慈善財団や慈善信託。
ファミリー・エンティティ	最低 1 人のファミリー・クライアントが直接的または間接的に支配し、ファミリー・クライアントのみが便益を受けるために運営されている法人(投資ビーグルを含む)。

(注) 撤回可能信託とは信託設定後に内容を変更できる代わりに委託者が他界した時に遺産税が課税される信託であり、撤回不能信託とは設定後に信託の規定を変更することはできないが委託者が他界した時に遺産税が課税されない信託である。詳細は脚注 17 論文を参照。

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

¹⁶ Securities and Exchange Commission, 17 CFR Part 275, Release No. IA-3220; File No. S7-25-10, RIN 3235-AK66, June 22, 2011.

¹⁷ 米国における富裕層による信託の活用については、宮本佐知子・中村仁「信託と生命保険を活用した資産移転スキーム –米国富裕層に活用されるエステートプランニング–」『資本市場クォーターリー』2009 年春号を参照。

るソロス氏、同社の「重要な従業員」であるフィッツパトリック氏、ソロス氏が保有するオープン・ソサエティ財団などのファミリー・クライアントに対してのみ投資助言を行っているため、適格ファミリー・オフィスである。

2. オーナーシップ要件とコントロール要件

FO 規則は、適格ファミリー・オフィスに対して、①ファミリー・クライアントによって完全に所有されていること（オーナーシップ要件）、かつ②ファミリー・メンバーによって直接または間接的に支配されていること（コントロール要件）、という2つの要件を定めている。これは、適格ファミリー・オフィスが有能な人材を雇用することを促すための措置である。

「重要な従業員」は、ファミリー・クライアントには含まれているが、ファミリー・メンバーには含まれない。つまり、オーナーシップ要件及びコントロール要件は、適格ファミリー・オフィスに対して、同ファミリー・オフィスを「所有しているが、支配はしていない『重要な従業員』」の雇用を容認している。例えば、ファミリー・オフィスA社が、「重要な従業員」に対してファミリー・オフィスA社の議決権種類株式をインセンティブとして付与した場合、「重要な従業員」はファミリー・オフィスA社を所有しているが、支配はしていない。そのため、ファミリー・オフィスA社は、オーナーシップ要件及びコントロール要件を充足する。このように、FO 規則は、オーナーシップ要件及びコントロール要件を規定することで、適格ファミリー・オフィスがファミリー・メンバーによってのみ支配されるものであることを確保しながらも、ファミリー・メンバーではない「重要な従業員」に対する株式インセンティブの付与を容認している。

3. マルチ・ファミリー・オフィスの扱い

FO 規則は、シングル・ファミリー・オフィスを適格ファミリー・オフィスとしているが、マルチ・ファミリー・オフィスについては、適格ファミリー・オフィスの対象から除外し、投資顧問規制の適用対象としている。

SECによると、シングル・ファミリー・オフィスの運営方針等に関して、ファミリー・メンバー間で意見の相違などが生じた場合、ファミリー・メンバー間、あるいは州裁判所を通じた協議などを通じて解決することが可能であるという。そのため、SECは、シングル・ファミリー・オフィスに投資顧問規制を適用し、ファミリー・メンバーを保護する必要はないとしている。他方で、SECによると、マルチ・ファミリー・オフィスは、前述のアイコンックのように、複数のファミリーや年金基金などの投資家に対して投資一任サービスを提供していることから、投資顧問登録義務を課すことで、投資家を十分に保護する必要があるという。

V ファミリー・オフィス規則が策定された歴史的経緯

米国において、FO 規則が策定された経緯は、SEC が長年にわたって取り組んできたヘッジファンド規制改革の歴史と密接に関係している。以下では、その概要を紹介する。

1. ドッド＝フランク法の成立

FO 規則は、2010 年 7 月に成立したドッド＝フランク法¹⁸において規定された規制である。当時、米国では、①有力なヘッジファンド運用会社であったロング・ターム・キャピタル・マネジメント（以下、LTCM）が 1998 年 8 月に破綻¹⁹し、金融システム全体が不安定化したことを受けて、SEC の規制監督権限を強化する必要性が生じたこと、②1995 年頃から 2008 年頃にかけて、ヘッジファンド運用会社が増加したこと、③2008 年及び 2009 年に学術研究²⁰によって、ヘッジファンド運用会社のレバレッジが資産価格の下落に拍車をかけた可能性が示されたことなどを踏まえ、規制改革の機運が高まっていた²¹。

そこで、ドッド＝フランク法第 408 条は、1940 年投資顧問法第 203 条を改正し、私募ファンド²²の投資顧問業者（以下、プライベート・ファンド・アドバイザー）の投資顧問登録を義務付けた。従前、プライベート・ファンド・アドバイザーは、1940 年投資顧問法の投資顧問業者の定義を充足していたとしても、投資顧問規制は適用されなかったが、上記ドッド＝フランク法を受けた SEC の規則改正により、2011 年以降に投資顧問登録義務を負うことになった²³。

併せて、プライベート・ファンド・アドバイザーであったファミリー・オフィスについても投資顧問規制が適用されることになった。しかし、ファミリー・オフィスは過去に金融システムを不安定化させるようなイベントを誘発したことはなかった。そのため、ドッド＝フランク法第 409 条は、SEC に対して、ヘッジファンド規制改革とは別に、新たに

¹⁸ 正式名は、ドッド＝フランク・ウォール街改革・消費者保護法である。同法は、ドナルド・トランプ政権下の 2018 年 5 月に改正されている。詳細は、岡田功太「中小銀行の規制緩和を主眼としたドッド＝フランク法改正－経済成長・規制緩和及び消費者保護法の成立－」『野村資本市場クォーターリー』2018 年夏号（ウェブサイト版）を参照。

¹⁹ 詳細は、淵田康之「ヘッジファンド問題の行方」『資本市場クォーターリー』1998 年秋号を参照。

²⁰ Andrew W. Lo, “Hedge Funds, Systemic Risk, and the Financial Crisis of 2007-2008: Written Testimony for the House Oversight Committee Hearing on Hedge Funds,” November 13, 2008; Andrew W. Lo, “Regulatory Reform in the Wake of the Financial Crisis of 2007-2008,” March 10, 2009.

²¹ SEC は 2006 年にヘッジファンド登録規則を採択したが、ワシントン D.C.巡回区連邦控訴裁判所によって無効判決が下された。詳細は、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 年夏号を参照。

²² 私募ファンドとは、1940 年投資会社法第 3 条(c)(1)または同法第 3 条(c)(7)が定義するファンドである。前者は受益者数 100 人以下等の要件を満たすものであり、後者は適格購入者のみに保有される等の要件を満たすものである。

²³ 厳密には、2011 年以前は、①私募ファンドの投資顧問業者であり、かつ②過去 12 か月間において有した「顧客」が 15 人未満である投資顧問業者は、投資顧問規制の適用を免除されていたが、2011 年以降は投資顧問登録義務を負うことになった。Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 275 and 279, Release No. IA-3221; File No. S7-36-10, RIN 3235-AK82, June 22, 2011.

ファミリー・オフィスに係る新たな規則の策定を要請し、SECは2011年6月に前述のFO規則を採択した。要するに、米国のファミリー・オフィスに係る規制枠組みは、ヘッジファンド規制改革を通じて構築されたといえる。

なお、ソロス・ファンド・マネジメントなどの一部のヘッジファンド運用会社は、ドッド=フランク法の成立によって、プライベート・ファンド・アドバイザーとして投資顧問登録義務を負うことになったため、外部投資家から受託していた資金を返還し、適格ファミリー・オフィスに転換することで投資顧問登録を回避した。

2. 大手ファミリー・オフィスの破綻を経ても維持される FO 規則

グローバル金融危機以降にファミリー・オフィスに注目が集まったイベントは、2021年3月のアルケゴス・キャピタル・マネジメント（以下、アルケゴス）の破綻であった。アルケゴスは、同社 CEO のビル・ファン氏などの資産を運用する適格ファミリー・オフィスであった。SECによると、ファン氏は、従前、タイガー・アジアというヘッジファンド運用会社に勤務していたが、同社在籍時にインサイダー取引処分を受け、顧客資産の運用を禁じられたため、タイガー・アジアをアルケゴスという適格ファミリー・オフィスに転換したという²⁴。

アルケゴスは、個別株を原資産としたトータル・リターン・スワップを活用し、高いレバレッジをかけた集中投資を行っていた。破綻直前のアルケゴスのポートフォリオの資産総額は約360億ドルであったが、同ポートフォリオのエクスポージャーは約1,600億ドルに達していた。アルケゴス保有銘柄のうち、流通株式数に占める同社の実質保有株式数比率はGSXで70%超、ディスクバリーで60%超となっていた（2021年3月時点）。これら銘柄の株価が2021年3月下旬に下落し、アルケゴスはマージン・コールに対応できない状態となり破綻した。

アルケゴスの破綻を機に、FO規則の見直しに関する機運が高まった。実際に、アレクサンドリア・オカシオ=コルテス下院議員（民主党、ニューヨーク州選出）は2021年7月に、ファミリー・オフィス規制改革法案を公表し、運用資産総額750億ドル以上の適格ファミリー・オフィスに対して、フォームADV（投資顧問業者の会社及びサービス概要に係る開示報告書）の提出を義務付けることを提案した²⁵。しかし、同法案は審議されなかった。これは、アルケゴスの破綻は、政府が救済せざるを得ないような状況を引き起こしたわけではなかったためである²⁶。現在に至るまで、米国のファミリー・オフィスは、2011年に策定されたFO規則に基づいて運営されている。

²⁴ Securities and Exchange Commission, “SEC Charges Archegos and its Founder with Massive Market Manipulation Scheme,” April 15, 2022.

²⁵ H.R.4620 - To amend the Investment Advisers Act of 1940 to limit the exemption provided for family offices from the definition of an investment adviser, and for other purposes, July 22, 2021.

²⁶ Commodity Futures Trading Commission, Commissioner Brian D. Quintenz and Securities and Exchange Commission, Commissioner Hester M. Peirce, “Family Offices Don’t Need New Regulations,” June 24, 2021; Financial Stability Oversight Council, “FSOC 2021 Annual Report,” December 17, 2021.

VI 日本への示唆

足元、日本においては、一部のファミリー・オフィスが、非上場企業に投資したり、上場企業の買収を目的とした株式公開買付（TOB）を行う意向を示したりするなど、金融・資本市場において投資活動を活発化させている²⁷。他方、経済成長と社会課題の解決の両立を目指す起業家を支援するために、インパクト投資の活性化が求められている。シングル・ファミリー・オフィスの設立・運営を後押しすることによって、富裕層個人による経済的リターン及び社会的インパクトの両立を促すことができるのではないだろうか。また、上場市場の活性化や資産運用の高度化の必要性も指摘されている。マルチ・ファミリー・オフィスの設立・運営を後押しすることによって、日本の投資助言業者によるベンチャー投資やオルタナティブ投資の採用を促すことも検討に値しよう。

日本においては、米国の FO 規則のような規制体系は存在しないが、ファミリー・オフィス業界の活性化を促すことによって、富裕層個人が有する資産の拡大及び社会課題解決の促進、ひいては日本の金融・資本市場における更なるダイナミズムの創出に繋がるのではないだろうか。

²⁷ 「任天堂創業家も動く 異形の株主『ファミリーオフィス』」『日本経済新聞』2022年6月21日。