

金融システムの安定性担保のための ヘッジファンド規制強化

岩谷 賢伸*

概 要

グローバル金融危機の勃発後、金融システム安定化のために様々な規制改革案が議論される中で、ヘッジファンド規制強化を巡る論議が再燃した。従来、ヘッジファンドのカウンターパーティーである銀行やプライム・ブローカーの規制・監督を通して間接的にヘッジファンドを規制する方法が主流であったが、その限界が露呈したため、ファンド運用者又はヘッジファンド自体の直接規制を強化する方向で主要国の議論が進んでいる。

過去半年ほどの間に米国財務省、英国金融サービス機構、欧州委員会、証券監督者国際機構など各国・地域の金融規制当局や国際機関・会議等からヘッジファンド規制に関する提言や規制案が発表され、2009年4月のG20サミットでも主要議題の一つとして取り上げられた。その結果、金融システム上重要なヘッジファンドについては、登録を義務付け、システミック・リスクに関連するレバレッジなどの情報を開示・報告させることが主要国の間の合意事項となった。加えて、特に欧州では、金融システム上重要なヘッジファンドに対し、自己資本規制、流動性規制、リスクマネジメント規制といった健全性に関する規制を強化しようという流れが固まりつつある。

ヘッジファンドの活動はグローバルかつ機動性が高いので、規制もグローバルに協調して行われなければ、所期の目標を達成することは難しい。国際的に一貫性を持った規制のフレームワークの構築と、各国規制当局間の緊密なコミュニケーションと連携が欠かせないだろう。新たに設立された金融安定化理事会も効果的に機能するかどうか注目される。

キーワード：ヘッジファンド規制、IOSCO、G20 サミット

* 野村資本市場研究所副主任研究員
なお、本稿は、筆者の個人的な見解であり、所属する組織の公式見解ではない。

1. はじめに

サブプライム問題に端を発するグローバル金融危機の勃発後、金融システム安定化のために様々な規制改革案が世界的に議論されている。その中で、ヘッジファンド規制もシステミック・リスクの文脈から主要課題の一つに挙げられている。本稿では、主に 2009 年以降の各国・地域の規制当局や国際機関・会議でのヘッジファンド規制を巡る議論、提案を整理し、わが国におけるヘッジファンド規制の今後を考える上での材料を提供する。

2. ヘッジファンド規制の枠組み

最近のヘッジファンド規制を巡る議論を紹介する前に、ヘッジファンドを規制する目的とその枠組みについて整理する（図表 1）。ヘッジファンドを規制する目的には、大きく「投資家保護」と「金融システムの安定性の担保」の 2 つがある。前者は、一般的に商品の仕組みが複雑で投資リスクの高いヘッジファンドから投資家を守るための規制であり、投資家の投資適格規制、ファンド運用者の詐欺防止規制、投資家への情報開示の充実などが該当する。後者は、システミック・リスクの顕在化を回避するための規制であり、ヘッジファンドのカウンターパーティーである銀行やプライム・ブローカーの規制・監督を通して間接的にヘッジファンドを規制する間接規制と、ファンド運用者又はヘッジファンド自体を直接規制・監督する直接規制の二つの枠組みがある。従来、規制当局のキャパシティや投資家・カウンターパーティーのモラルハザードの問題などから、ヘッジファンドの活動が活発な英米の規制当局は、間接規制に重点を置き、カウンターパーティーの自己資本規制やヘッジファンドに関連するリスクマネジメント（ファンドのデューデリジェンス、モニタリング、担保の設定など）の監督を行ってきた¹。一方で、免除規定などは各国毎に異なるものの、多くの国々でファンド運用者の登録制など直接規制が導入され、規制当局への報告などが課せられている。ただし、ヘッジファンド自体を

図表 1 ヘッジファンド規制の枠組み

	投資家保護	金融システムの安定性	
		直接規制	間接規制
規制・監督の対象	・運用者 ・ファンド ・販売者 ・投資家	・運用者 ・ファンド	・カウンターパーティー（プライム・ブローカー、銀行）
規制・監督の内容	・投資適格 ・詐欺防止 ・登録制／認可制 ・情報開示 ・ポートフォリオの評価	・登録制／認可制 ・規制当局への報告・情報開示 ・自己資本規制 ・流動性規制 ・リスクマネジメント規制	・自己資本規制 ・リスクマネジメントに関する監督（ファンドのデューデリジェンス、モニタリング、担保の設定、信用枠の設定、情報の取得などに関して）

（出所）野村資本市場研究所作成

¹IOSCOによれば、約 450 のヘッジファンド運用者が英国を拠点に活動し、欧州のヘッジファンド資産の約 80% を運用している。

直接規制対象とする国は非常に少ない。日米英のヘッジファンド規制の概略は図表2の通りであるが、米国では現時点ではファンド運用者の登録が義務付けられていないものの、自主的な投資顧問会社登録が進んでいるという。グローバル金融危機の発生によるシステム・リスクの高まりから、現在は金融システムの安定性を担保するために国際的にヘッジファンド規制を強化、統合していく方向で議論が進んでおり、特に登録・認可制導入など、ファンドの運用者又はヘッジファンド自体の直接規制の在り方に注目が集まっている。

図表2 日米英のヘッジファンド規制の概略

- 日本
 - 金融商品取引業者として登録を受ける。事業報告書の提出等を求められたり、金融庁による報告徴収や検査など監督規制の対象となる。
 - 投資運用業者としての規制も課され、投資家に運用報告書を交付しなければならない。
- 米国
 - 現時点では登録制は導入されていないが、SECの求めにより、登録投資顧問会社への移行が進んでおり、既に運用資産ベースで約7割が登録されているという。
 - 2007年、SECにより、ファンドの運用者による勧誘対象者や投資家に対する詐欺的行為を防止する不正禁止規則が導入された。
- 英国
 - ファンド自身が外国籍でも、運用者が英国で業務を行っている場合、登録義務がある。
 - FSAが約40の大規模なヘッジファンドの運用者をモニタリングしており、英国における全運用資産の約半分をカバーしている。
 - ファンドの運用者は自己資本指令（CRD）に服し、最低自己資本を満たさなければならない。
 - プライム・ブローカーのモニタリングに注力している。

（出所）野村資本市場研究所作成

3. ヘッジファンド規制強化の背景

今般のグローバル金融危機を引き起こした主犯はヘッジファンドではなく、ヘッジファンドはカウンターパーティーの破綻やレバレッジの縮小などでむしろ負の影響を蒙ったという見方が世間では主流である。にもかかわらず、ヘッジファンド規制の強化が唱えられている背景は、

第一に、ヘッジファンドが金融危機を促進した可能性があるからである。例えば、投資家からの解約請求が殺到し、流動性不足に陥ったヘッジファンドの急速なポジション清算が市場の価格発見機能に障害をもたらしたと指摘されることがある。第二に、ヘッジファンドはそもそも潜在的にシステミック・リスクを増幅し得る特性を備えているからである。それらの特性とは、①ヘッジファンドの取引が不透明であること、②高いレバレッジを活用する可能性があること、③ファンド運用者と投資家などとの間の利益相反が生じる可能性が高いことなどであり、金融システム安定化のための規制の枠組みを再検討する中で、これらの特性を持つヘッジファンドは規制強化の対象とした方がよいという見解が大勢となった。

4. ヘッジファンド規制を巡る近時の議論と提言

以上を背景に、2009年に入ってから、各国・地域の金融規制当局や国際機関・会議等からヘッジファンド規制に関する法案や提言が、又、業界団体からは最良行動規範（Best Practice）が相次いで出されており（図表3）、以下、主要なものについて紹介する。

図表3 ヘッジファンド規制を巡る近時の動き

年月	発行主体	報告書・最良行動規範・法案等
2008年1月	Hedge Fund Working Group（業界団体）	Hedge Fund Standards: Final Report
2009年1月	米国大統領作業部会	Best Practices for the Hedge Fund Industry
1月	Group of Thirty（非営利のシンクタンク）	Financial Reform - A Framework for Financial Stability -
1月	グラスリー及びレビン米上院議員	Hedge Fund Transparency Act
2月	ハイレベル・グループ（欧州委員会設置）	De Larosiere Report
3月	Managed Funds Association（業界団体）	Sound Practices for Hedge Fund Managers
3月	英国金融サービス機構	The Turner Review
3月	IOSCO	Hedge Funds Oversight (Consultation Report)
3月	米国財務省	Framework for Regulatory Reform
4月	G20 ロンドン・サミット	Declaration on Strengthening the Financial System
4月	欧州委員会	Directive on Alternative Investment Fund Managers
6月	米国財務省	Financial Regulatory Reform, A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation

(出所) 野村資本市場研究所作成

4. 1 G30 報告書

2009年1月15日、世界の有識者で構成される非営利のシンクタンクG30 (Group of Thirty) は、「金融安定化の枠組みのための金融改革を提言する報告書」(Financial Reform – A Framework for Financial Stability、以下G30 報告書) を公表した²。G30 には、理事会議長として、オバマ政権で新設の経済回復諮問委員会 (Economic Recovery Advisory Board) の委員長を務めるポール・ボルカー元FRB議長が就任しており、また、メンバーには、財務長官に就任したティモシー・ガイトナー前ニューヨーク連銀総裁、国家経済会議 (NEC) 委員長に就任したローレンス・サマーズ元財務長官 (ハーバード大学教授) などそうそうたる識者が名を連ねていることから、その発言には大きな注目が集まる。今回のG30 報告書は、今後の金融規制改革の議論の行方を占う上での試金石と位置付けられた。

同報告書の提言は多岐に渡っているが、ヘッジファンド規制に関わる部分「私募資本プールの監督 (Oversight of Private Pools of Capital)」(図表4) では、レバレッジを利かせた規模の大きいヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンド (以下、PE ファンド) の運用者の登録制と、ファンド運用者による投資手法や借入額などの規制当局に対する定期的な報告義務を提言した。加えて、金融システムに対する潜在的影響力が大きいと判断されるファンドについては、自己資本、流動性、リスクマネジメントに関する基準を設けることが唱えられた。また、ファンド規制のフレームワークが、国際的に一貫性を持つことが主張された。

図表4 「私募資本プールの監督」

- 多額の借入を行う私募資本プール運用者は、適切な国の規制当局に登録されるべきである。その際、小規模な運用者やVC は登録を免除されるべきである。
- 規制当局は同運用者に対して、運用するファンドの規模、投資手法、借入額、パフォーマンスに関する定期的な報告と適切な情報開示を求める権限を持つべきである。
- 規制当局は、潜在的に金融システムに及ぼす影響が大きいと判断される以上の規模を持ったファンドについては、自己資本、流動性、リスクマネジメントに関する適切な基準を設定する権限を持つべきである。
- 規制管轄に関しては、ファンドの法的所在地ではなく、運用者の業務上の本拠地を元に決めるべきである。運用者やファンドが活動するグローバルな市場の性質を勘案すると、規制のフレ

² G30 報告書について詳しくは、小立敬「金融システム安定化の枠組みのための金融改革に関するG30 提言」『資本市場クォーターリー』2009年春号参照。

ームワークは国際的に一貫性を持つことが不可欠である。

(出所) G30 報告書より抜粋

4. 2 米国財務省による規制フレームワーク

2009年3月26日、米国財務省は今後の金融規制改革の第一のフォーカスとして、「システムミック・リスクへの対応」に関する規制フレームワーク案を公表した³。「システムミック・リスクへの対応」は、「消費者・投資家保護」、「規制におけるギャップの解消」、「国際協調」と並ぶ米国が今後取り組む包括的金融改革の4本柱の1つである。発表されたフレームワークにおいては、システム上重要な金融機関に対する資本・リスクマネジメント基準の高度化、OTCデリバティブ市場に対する監督・保護・開示の包括的フレームワークの構築などと並んで、一定以上の規模の全てのヘッジファンド（PEファンドなどの私募資本プールを含む）に対する登録制の導入が打ち出されている（図表5）。米国証券取引委員会（SEC）は、以前からヘッジファンドの直接規制の強化に積極的に取り組んできたが、2004年制定のヘッジファンドの登録制を定めたSEC規則が2006年に裁判所で無効判決を下されるなど、対応に苦慮してきた⁴。今回は、従来の投資家保護ではなく、システムミック・リスクに関わる問題への対処を主眼に置き、登録制の導入を明確に示したことが注目に値する。それから、提言の4つ目に、システムミック・リスクの規制・監督機関として位置付けられるシステムミック・リスク・レギュレーターが、ファンドからの報告内容をSECと共有することが提言されている⁵。

図表5 「システムミック・リスクへの対応」に関するフレームワーク

＜一定以上の規模の全てのヘッジファンドに登録制導入＞

- 全てのヘッジファンドに登録を求める：預かり資産が一定規模を超えるヘッジファンド（PEファンド、VCファンドなどの私募資本プールを含む）へのアドバイザーはSEC登録を義務付けられるべきである。
- 投資家及びカウンターパーティーへの開示を義務化：SEC登録投資顧問の助言を受けるファンド全てに投資家及びカウンターパーティーへの情報開示を義務付けるべきである。
- 金融安定性への脅威を評価するのに必要な情報の提供：規制上の報告義務を負うファンド又は

³ 同規制フレームワークについて詳しくは、関雄太「米国財務省が公表した金融規制改革のフレームワーク」『資本市場クォーターリー』2009年春号参照。

⁴ 同無効判決について詳しくは、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年夏号参照。

⁵ 2009年6月17日に米国財務省が発表した金融制度改革案において、米国連邦準備制度理事会（FRB）にシステムミック・リスク・レギュレーターの地位を与える方針が示された。また、同改革案では更なる提言として、SEC登録した投資顧問業者が運用指図する全ての投資ファンドに対して、投資家、債権者、カウンターパーティー、規制当局への情報開示義務を課すことを提唱している。

ファンド・ファミリーは、コンフィデンシャル・ベースで、その規模・レバレッジが金融安定性に対して一定の脅威を有するかどうか評価するのに必要な情報を提供すべきである。

- システミック・リスク・レギュレーターとの報告の共有：SECは、ファンドから受けた報告内容をシステミック・リスク・レギュレーターと共有すべきである。

(出所) 米国財務省「システミック・リスクへの対応に関するフレームワーク」のヘッジファンド規制に係わる部分を抜粋。

4. 3 英国金融サービス機構によるターナー・レビュー

2009年3月18日、英国の金融サービス機構（FSA）は、国際的な銀行監督規制の今後の改革について提言する「ターナー・レビュー」を発表した⁶。ターナー・レビューでは、銀行の自己資本規制、預金保険制度、格付機関などに関する提言と並び、ヘッジファンド規制についても言及している。英国では、既にヘッジファンドやPEファンドの運用者がFSAの監督下にあるため、追加的な規制強化項目として、FSAによる情報収集の権限強化や、銀行に類似し、金融システム上重要なヘッジファンドに対しては、銀行と同様の自己資本規制や流動性規制を課すことが提言されている（図表6）。

図表6 「ターナー・レビュー」におけるヘッジファンド規制に関する提言

- 「当局はシステミック・リスクを評価するために、ヘッジファンドのように規制対象ではないが重要性の高い金融機関から情報を収集する権限を持つべきである。当局は、銀行に類似した特徴を持ち、金融システムの安定性に脅威を与えるか、もしくはシステム上重要となった機関及びグループに対して、自己資本規制や流動性規制といった健全性に関する規制やその他の規制を拡大して適用する権限を持つべきである。」

(出所) FSA「ターナー・レビュー」より抜粋。

4. 4 欧州委員会によるド・ラロジュール・レポート

2009年2月25日、バローゾ欧州委員会委員長のもとに2008年10月に設置されたハイレベル・グループが金融規制改革に関する提言をまとめた⁷。このタスク・フォースは、元フランス中央銀行総裁で欧州復興開発銀行の会長も務めたド・ラロジュール氏が議長を務めたことから「ド・ラロジュール・レポート」と呼ばれる。ターナー・レビューと同様に、同レポートも4月のG20 ロンドン・サミットで主要議題となることが予想された金融規制改革問題の議論をリ

⁶ ターナー・レビューについて詳しくは、井上武「欧州における金融規制改革の議論」『資本市場クォーターリー』2009年春号参照。

⁷ ド・ラロジュール・レポートについて詳しくは、脚注6の論文参照。

ードするために発表されたと考えられる。

同レポートの提言内容も多岐に渡っているが、ヘッジファンドに関しては、規制の抜け穴を埋めるということで、ヘッジファンド業務を銀行類似業務の一つと位置づけ、システム・リスクの高いものについては規制・監督の強化を掲げている（図表7）。具体的には、金融システム上重要なヘッジファンドについて、登録制と情報開示の強化を課している。また、ヘッジファンドを所有する銀行に対する自己資本規制の強化も提言している。欧州委員会は、これらの提言を踏まえて、ヘッジファンドの規制案をまとめることになった。

図表7 「ド・ラロジュール・レポート」におけるヘッジファンド規制に関する提言

提言7 銀行類似業務については以下を提言

- システム・リスクを持つ業務を行う全ての機関及びエンティティについては、その影響に応じた適切な規制を行う。社会一般向けに業務を行っているかどうかは関係ない。
- 金融市場の透明性を高める。特に金融システム上重要なヘッジファンドについては、EU及び国際レベルで、登録と情報開示の制度を導入する。情報開示については、ヘッジファンドの運用者、投資戦略、投資手法、レバレッジ、国際活動に関する情報を集める。
- ヘッジファンドを所有もしくは運用する銀行、自己売買業務（ディーリング業務）を相当の規模で行っている機関に対して、適切な自己資本規制を導入し、厳格に監視する。

（出所）「ド・ラロジュール・レポート」より抜粋。

4. 5 IOSCOによるコンサルテーション・レポート

2009年3月19日、証券監督者国際機構（IOSCO）は、ヘッジファンドが金融システムにもたらすリスクを軽減するための規制・監督に関して、予備的な結論と提言を含むコンサルテーション・レポートを発表した。同レポートは、金融危機においてヘッジファンドが資本市場にどのようなリスクをもたらしたかを分析し、更に現状のヘッジファンドの規制状況を整理した上で、間接規制の強化や自主的な最良行動規範の実践を引き続き支持しつつも、金融システム上重要かつリスクの高いヘッジファンドの運用者については、リスク・ベースの規制・監督を強化することを提言している。そして、規制当局がファンド運用者又はヘッジファンドに登録・認可制を導入する場合、彼らに提出を求める可能性がある情報例（図表8）や、ファンド運用者の事業継続の要件例（図表9）などを提示した。このレポートは、4月のG20 ロンドン・サミットの参考資料となった⁸。

⁸ その後、2009年6月22日にIOSCOはヘッジファンドの規制・監督に関するファイナル・レポートを発表した。同レポートでは、ヘッジファンド又はその運用者に加えて、プライム・ブローカーやファンドへの資金供出者へも登録制を課す方針を示している。

図表 8 登録・認可の際、当局が提出を求める可能性がある情報例

- ①キー・パーソンのバックグラウンド、組織形態、オーナーシップ
- ②運用資産残高
- ③事業計画
- ④提供するサービス
- ⑤ターゲットとする投資家
- ⑥フィー体系
- ⑦投資関連の系列会社
- ⑧投資戦略
- ⑨使用するリスク管理ツール又はパラメーター
- ⑩社外監査法人、サブ・アドバイザー、アドミニストレーターなど主なサービス・プロバイダーの身元
- ⑪利益相反

(出所) IOSCO のコンサルテーション・レポートより

図表 9 ヘッジファンド運用者の事業継続の要件例

- ①包括的で独立したリスク管理機能
- ②強固で独立したコンプライアンス機能
- ③ファンドのバリュエーションの検証
- ④顧客のファンド資産の適切な分離と保護
- ⑤外部監査
- ⑥適切な財源（自己資本規制）
- ⑦利益相反の管理と開示
- ⑧報酬に関する構造と慣行に対するガバナンス
- ⑨透明性
- ⑩投資家への情報開示

(出所) IOSCO のコンサルテーション・レポートより

4. 6 G20 ロンドン・サミット

2009年4月2日、第2回G20サミット（金融・世界経済に関する首脳会合）がロンドンで開催され、前回のワシントン・サミットで策定されたアクションプランをさらに推し進めるもの

として「金融システムの強化に関する宣言」が公表された⁹。会議全体の方向性としては、システム上重要な金融機関及び商品、市場への規制監督の拡大が唱えられた。以前からヘッジファンド規制に積極的な欧州（特にフランス、ドイツ）と大規模なヘッジファンドに限って規制対象としたい米国とでスタンスが分かれていたが、最終的には一定規模以上のファンド運用者又はヘッジファンドに登録制を導入し、システムック・リスクを評価するのに必要なレバレッジ等の適切な情報を、監督・規制機関に対し継続的に開示することで合意した（図表 10）。また、金融安定化フォーラムを引き継いで新設される金融安定化理事会（Financial Stability Board）に対し、ファンドが運用者とは異なる国・地域に所在する場合にも効果的な監督が確保されるよう、2009 年末までに関係当局間の協力と情報共有のためのメカニズムを策定することを要請した。

図表 10 「金融システムの強化に関する宣言」のヘッジファンド規制に関する提言

- ヘッジファンド、又は、そのマネージャーは、登録される。また、それが個別的に又は集合的にもたらずシステムック・リスクを評価するのに必要なレバレッジ等の適切な情報を監督・規制機関に対し継続的に開示することを求められる。適切な場合には、登録に最小規模要件を設けるべきである。
- 適切なリスク管理が行われることを確保するため、これらは監督の対象となる。我々は、金融安定理事会に対し、ファンドがマネージャーとは異なる国・地域に所在する場合にも、効果的な監督が確保されるよう、関係当局間の協力と情報共有のためのメカニズムを策定することを要請する。我々は、金融安定化理事会を通じて協力することにより、2009 年末までに、これらの原則を実施するための方策を策定する。我々は、金融安定化理事会に対し、次回の財務大臣・中央銀行総裁会議に対し報告を行うことを求める。
- 監督当局は、ヘッジファンドをその取引相手方とする機関が、効果的なリスク管理を行うことを求めるべきである。これには、そのファンドのレバレッジを監視し、個別の取引相手に対するエクスポージャーに制限を設定するメカニズムを含むべきである。

（出所）「金融システムの強化に関する宣言」より抜粋

4. 7 欧州委員会のヘッジファンド規制強化指令案

2009 年 4 月 29 日、欧州委員会は「オルタナティブ投資ファンド運用者指令（案）」（Directive on Alternative Investment Fund Managers (AIFM)）を発表した。ド・ラロジュール・レポートの提

⁹ G20 ロンドン・サミットについて詳しくは、井上武「G20 における金融規制改革の議論」『資本市場クォーターリー』2009 年春号参照。

言やG20 ロンドン・サミットでの議論を踏まえ、欧州委員会はヘッジファンドを含むオルタナティブ投資ファンド（以下 AIF）の現行の各国規制が、国境を越えて活動する AIF の活動を監視するのに不十分であると判断した。そして、新たに出された指令案は、金融システムに重大な影響を及ぼし得るヘッジファンドや PE ファンドなどのオルタナティブ投資ファンドの運用者に対する規制について、EU 域内の統合的なフレームワークを定めるものである。指令案は、年内に欧州議会で承認されれば 2011 年に発効となる予定である。指令案の概要は以下の通り。

規制の対象

規制は、EU域内でAIFを運用する全ての運用者が対象で、AIFにはヘッジファンドやPEファンドのみならず、不動産ファンド、商品ファンド、インフラ・ストラクチャー・ファンドなど全ての非UCITSファンド¹⁰が含まれる。ただし、運用資産額が 1 億ユーロ未満の小規模な運用者は、金融システムの安定性を脅かす可能性が低いことと、高い規制コストに比して得られるベネフィットが小さいことから、規制の対象外とされた。更に、レバレッジをかけず、投資家の解約を最低 5 年間認めない AIF の運用者については、運用資産額が 5 億ユーロ未満であれば規制を免除することとした。この結果、EU域内で活動する約 30%のヘッジファンドが規制の対象となり、運用資産総額ベースでは 90%がカバーされる。

投資ファンド全体に網をかけるような規制にしたのは、ヘッジファンドなど特定のカテゴリーに絞ると規制の網をかいくぐる業者が現れる恐れがあるからである。一方で、投資ファンドのカテゴリーごとに規制内容を調整することも行っており、不適切な規制強化とならないように一定の配慮がなされている。

認可の取得

規制対象となる全ての AIFM は、事業活動を行う EU 加盟国の監督当局より事業の認可（authorization）を得なければならない。認可の取得に当たっては、監督当局に対して、事業計画、運用するファンドの特徴（ファンドの国籍など）、ガバナンス体制、ポートフォリオ資産の評価手続き、当局への情報開示体制などについて説明が求められる。加えて、自己資本規制として最低 12.5 万ユーロの資本金を、更に、運用資産が 2.5 億ユーロを超える場合は超過部分の 0.02%を積み増して保持しなければならない。

事業継続の要件

AIFM が事業活動を継続するためには、①リスクマネジメント（流動性リスク、オペレーショナル・リスク、カウンターパーティー・リスク）、②利益相反の管理と開示、③ポートフォリオ資産の公正な評価、④顧客預かり資産の管理の安全性などに関して、内部体制が確立されていることを監督当局に示さなければならない。

¹⁰ UCITS（Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities）とは、1つのEU加盟国で認可を受ければ、EU域内市場全域で販売が可能となる投資信託である。

情報開示

指令案には、AIFM の透明性を高めるために、個々のファンドについて年次報告書を作成し、投資家と監督当局が縦覧できるようにすることが定められている。また、投資家に対しては、投資対象資産、レバレッジの活用、解約に関する方針、ポートフォリオ資産の評価、カスタディ、アドミニストレーション、リスクマネジメントに関する手続き、フィー体系などを開示しなければならない。一方、監督当局に対しては、主要な取引対象と市場、主なエクスポージャー、パフォーマンス、リスクの集中度、使用するリスクマネジメントのツールなどを定期的に報告しなければならない。

特定のタイプのAIFを運用する業者への規制

特定のタイプの AIF を運用する業者に対しては、追加の規制がかけられる。まず、高いレバレッジをかけたファンドを運用する業者は、投資家に対して活用する可能性のあるレバレッジの最大レベルと実際に活用しているレバレッジの程度などを開示しなければならない。また、監督当局に対しては、レバレッジ活用の程度や大口の借入先の身元を報告しなければならない。そして、AIFM が報告したレバレッジに関する内容は、他の EU 加盟国の監督当局の間で共有される。加えて、指令案は、金融システムの安定性を確保する必要性が生じた場合、欧州委員会に、更に緊急時には管轄監督当局にも AIFM が用いるレバレッジに制限を定める権限を付与する。

次に、投資先企業の経営に影響力を保持する¹¹タイプのファンドを運用する業者、いわゆるバイアウト・ファンドの運用者は、ファンドの投資家や監督当局に加えて、ファンドの投資先企業やその株主及び従業員の代表者に対しても、投資戦略や目的、利益相反に関するポリシーなどを開示しなければならない。

AIFの勧誘・販売に関する権利

監督当局の認可によって AIFM は、EU 域内のプロの投資家にのみ AIF の勧誘を行うことができる。即ち、個人投資家には勧誘することができない。また、国籍が EU 域外の AIF のプロ投資家に対する勧誘に関しては、経過期間を置いて、指令案の発効から 3 年後に認められるとする。それまでは、各国の現行の規制に服する。

監督当局の協力

規制フレームワークが十全に機能するために、EU 域内の各国監督当局は AIFM のシステムック・リスクに関連する情報を適宜共有する。

¹¹ 指令案では、議決権の 30%以上の取得が基準となっている。

指令案によるAIFMへの認可制の導入は、G20 ロンドン・サミットなどで国際的な合意が形成されつつあったヘッジファンドの登録制から一步踏み込んだものである。以前からヘッジファンド規制の強化に積極的な立場を取っていたフランスやドイツの意向がより強く反映されたといえる。例えば、規制の免除基準に関しても、当初欧州委員会で議論されていた案では「運用資産額 2.5 億ユーロ未満」であったが、フランス等の一部加盟国から基準が甘すぎるという批判を受けて最終的に 1 億ユーロ未満になったという¹²。それでも、フランスのラガルド財務相は、指令案の内容はまだ不十分とし、特に、第三国籍のファンドの勧誘を 3 年後から認めることに関して強く反対している¹³。

一方、ヘッジファンドやPEファンドの業界団体は指令案に強く反発している。ヘッジファンドの業界団体であるAIMA (Alternative Investment Management Association) やHFSB (Hedge Fund Standards Board) は、指令案が非常に短期間に業界に対してほとんど諮問もなく決定されたことに関して不快感を示すとともに、政治的な圧力が強く働いていることを指摘している¹⁴。加えてHFSBは、指令案の内容がド・ラロジュール・レポートにまとめられた専門家の見解やG20で示された提案を無視していると批判している。英国のPEファンドの業界団体BVCA (British Private Equity and Venture Capital Association) は、PEとヘッジファンドという全く異なるアセット・クラスを一つの規制のフレームワークに収めようとするのは合理的でないと批判するとともに、EU地域の 57%のPEファームが集まる英国にとって今回の指令は非常に非生産的だと述べている¹⁵。また、この意見との関連では、指令が施行されると多くのAIFMがEU域内からより規制の緩い地域に拠点を移し、EUの競争力が削られるという懸念も表明されている¹⁶。

5. ヘッジファンド規制の行方

グローバル金融危機を経て、世界のヘッジファンド規制のトレンドは、間接規制中心から間接規制と直接規制の併用へと移った。また、金融システム上重要なヘッジファンドについては、登録を義務付け、システミック・リスクに関連するレバレッジなどの情報を開示・報告させることが主要国の間の合意事項となった。加えて、特に欧州では、金融システム上重要なヘッジファンドに対し、自己資本規制、流動性規制、リスクマネジメント規制といった健全性に関する規制を強化しようという流れが固まりつつある。

だが一方で、これらの規制の考え方をリーズナブルな規則に落とし込み、又、それを執行していくことは容易ではない。例えば、「金融システム上重要なヘッジファンド」と言っても、運用資産額で区切るのが適切か、それが適切だとして妥当な水準はいくらか、又、そもそもヘッジファンドをどのように定義するかなど、クリアにならない問題は多い。過度の規制を敷いて

¹² “EU Plans to Ramp Up Fund Rules”, *Wall Street Journal*, April 30, 2009

¹³ “Paris attacks EU plans on hedge funds”, *Financial Times*, April 27, 2009

¹⁴ AIMA及びHFSBプレスリリースより

¹⁵ BVCAプレスリリースより

¹⁶ “EU Poised to Tighten Regulation”, *Wall Street Journal*, April 29, 2009

しまうと、当局の執行能力を超えるような事務作業が生じてしまう恐れがある。また、網羅的な規制とするために、VC などヘッジファンド以外のオルタナティブ投資運用者に対しても規制を強化することが妥当かという問題もある。これらの問題に対して現時点では明確な答えは出しておらず、規制当局側は今後数年間試行錯誤していくことになるだろう。

それから、前章で紹介した提言等にも度々出てきているが、ヘッジファンドの活動はグローバルかつ機動性が高いので、規制もグローバルに協調して行われなければ、所期の目標を達成することは難しい。国際的に一貫性を持った規制のフレームワークの構築と、各国規制当局間の緊密なコミュニケーションと連携が欠かせないだろう。新たに設立された金融安定化理事会も効果的に機能するかどうか注目される。

参考文献

神作裕之（責任編集）、財団法人資本市場研究会（編）（2008）『ファンド法制』財経詳報社