

ヘッジファンド規制の難しさ

金融危機後の制度再構築へ向けて、米国財務省が改革案を発表した。その中にヘッジファンド運用会社への登録制導入が明記されたことが注目を集めたが、市場の安定性向上に資する有効な規制をヘッジファンドに及ぼすことは容易でない。

米国財務省の金融制度改革案

ロンドンでの金融サミットを目前に控えた2009年3月26日、米国財務省が包括的な金融制度改革構想を公表した。システミック・リスクへの対応など四つの主要な規制上の課題を掲げた上で、第一の課題であるシステミック・リスクへの対応については具体的な改革提案も明らかにした(図表)。その他の課題に関する対応策についても、今後、細目が示される見通しである。

米国は世界で最も金融・資本市場が発達した金融先進国でありながら、規制・監督機関は業態ごとの縦割り型に編成されている。連邦準備制度理事会(FRB)と財務省通貨監督庁(OCC)に加えて連邦預金保険公社(FDIC)が銀行に対する監督を行う一方、市場規制では証券取引委員会(SEC)と証券以外のデリバティ

ブ取引を所管する商品先物取引委員会(CFTC)が分立し、保険会社の監督は州の当局に委ねられるなど、極めて複雑な構造である。このため、かねてから、規制・監督機関間の権限争いが生じたり、規制の抜け穴に着目した新たな商品・サービスが登場するなど問題が多いと指摘されてきた。

そこで、米国財務省は、世界的な金融危機が深刻化する前の08年3月、「現代化された金融規制構造のための青写真」(ブループリント)と題する金融制度改革案を発表していた。その中身は、短期的にはサブプライム問題で制度面の不備が表面化したモーゲージ市場に対する規制強化や連邦準備制度からの資金供給に関する透明性向上を図る一方、中長期的には現在の縦割り型の規制・監督機関を規制の目的別に再編するという大幅な改革を求めるものであった。

図表 米国財務省による金融制度改革案(四つの規制上の課題と第一の課題に関する具体的提案)

①システミック・リスクへの対応
<ul style="list-style-type: none"> ・金融システムの安定性に影響を及ぼす重要な金融機関等を監督する独立の単一規制機関の創設 ・金融システムの安定性に影響を及ぼす重要な金融機関に対する自己資本規制やリスク・マネジメント基準の強化 ・一定規模以上の資産を運用するヘッジファンド運用会社に対する登録規制の導入 ・店頭デリバティブ市場に対する監督・保護・情報開示の包括的枠組みの確立 ・マネー・マーケット・ファンド(MMF)の急激な資金流出のリスクを緩和するための規制の導入 ・FDICの管轄外にある破綻した場合に金融システムの安定性を脅かすような金融機関の破綻処理にあたる新たな機関の創設
②消費者と投資家の保護
③規制構造に存在するギャップの解消
④国際的な協力の推進

(出所) 米国財務省資料より作成

NOTE

1) この間の経緯やその背景について詳しくは、大崎貞和「米国の投資ファンド規制をめぐる近年の動向」神作裕之責任編集『ファンド法制』（財経詳報社、2008年）第7章参照。

ヘッジファンド規制をめざしたSEC

今回の提案は、ブループリントが中期的課題とした規制・監督機関の再編を部分的ではあっても前面に打ち出した点で注目される。もっとも、各種報道を見ると、今回の提案では、ヘッジファンドに対する規制強化の方向を明示したことが関心を集めたようである。確かに早くからヘッジファンドへの規制強化を求めた欧州各国、とりわけドイツやフランスに比べて米国は消極的とみられてきたので、この点に注目するものも的外れとは言えまい。

とはいえ、実際には米国でも証券市場の監督機関であるSECが、以前からヘッジファンド規制に積極的に取り組んでいたことを見落としてはならない。SECは、05年2月、最終投資家が15人以上のファンドを運用するアドバイザーに対して、原則としてSECへの登録義務を課す規則を施行した。その後、この規則が連邦裁判所によって違法・無効とされたため、07年7月には、SECに登録しないファンドの運用者に対しても不公正な行為を禁じる新たな規則（投資顧問業法規則206(4)-8）を制定したのである¹⁾。


既にSECは、この新規則に基づいて未登録のファンド（ヘッジファンドとは限らない）に対する制裁金賦課や資産凍結を求める訴訟を少なくとも10件以上提起している。登録制とそれに基づく監督権限がないままでも、投資者保護の観点から問題と思われる場合には積極的に取り締まりを行うという姿勢は明確である。

有効な規制は容易でない

もっとも、これまでのSECによる摘発事案は、いずれもファンドの運用者が投資家を騙して資金集めを行ったという類のものであり、ヘッジファンドの投資行動が市場に及ぼす影響に着目したものではない。

実は、この点にこそヘッジファンド規制の難しさが表れている。つまり、ヘッジファンド規制の狙いには大別してファンドへの投資家の保護とシステムミック・リスクの防止の二つがあり、一口に規制強化と言っても何のための規制であるかによって、その内容は大きく異なるべきなのである。米国財務省の求める登録制度が導入されても、監督の実際が従来の延長線上に留まれば、システムミック・リスクの防止にはつながらない。

金融危機の教訓から、ヘッジファンドの「投機的」な取引の抑制を求める声は強いが、当局への報告義務を課しただけで有効な規制が可能かどうか予断を許さない。とりわけオフショア・ファンドの取扱いは大きな課題である。そもそもヘッジファンド（あるいはファンド）という概念自体が曖昧で、規制対象を的確に限定できるのかという問題もある。

市場の安定性を脅かすようなヘッジファンドだけに対象を絞った有効な規制の導入は容易なことではない。 

Writer's Profile



大崎 貞和 Sadakazu Osaki

研究開発センター
主席研究員
専門は証券市場論
focus@nri.co.jp