

## アセットマネジメント

# 行き過ぎたヘッジファンド規制に警告を発した欧州委員会

2006年に入り、欧米の規制監督機関からヘッジファンドに関する規制のあり方に関して様々なレポートが発表されている。その中で、今年7月に発表された欧州委員会の報告は、金融システムの柱としてのヘッジファンドの重要性を認識し、行き過ぎた規制強化が最終的に投資家利益を損なうという立場を取り注目される。

## 順調に増加を続けるヘッジファンド

ヘッジファンド<sup>1)</sup>の資産規模は、2005年に1兆ドル、2006年3月末には1兆2千億ドル(約140兆円)を越え、成長率は以前に比べやや鈍化したものの順調に成長を続けている<sup>2)</sup>。投資対象も米国6割・欧州3割・アジア1割と米国偏重の時代<sup>3)</sup>からグローバルに拡がり、その投資行動が与える影響は以前に比べ格段にグローバル化している。

ヘッジファンドは、ケイマン諸島など免税措置があり、比較的規制の緩い国に置かれる場合が多い。他の形態のファンドに比べ、運用内容が複雑で、ディスクロージャー度合いが低いこともあり、突然破綻するケースや資金着服など、オペレーショナルリスクが相対的に大きい。そのため規制当局は、投資家保護の観点や、運用の影響範囲が特定できないことから生じるシステムリスクの懸念といった、金融システムの安定性確保の観点から、如何に規制すべきか対応を迫られている。

## 欧州委員会のレポートの内容

ヘッジファンド規制で特に注目されるのは、今年7月に発表された欧州委員会<sup>4)</sup>のレポートである。このレポートは、規制当局に対し具体的に11の規制基準を提案しているが、基本的に過度なヘッジファンドの規制強化は最終的に投資家の利益を損なう意味で賢明でないと結論づけている点が目を引く。

過度の規制強化に対する警告という内容

は、欧州の幾つかの国でヘッジファンドの運用の自由度を制限する、様々なレベルの異なる規制<sup>5)</sup>が既に制定されており、各国の規制当局の裁量に任せられた規制環境の構築が、ヘッジファンドの特長を阻害し、投資家の不利益になるとの問題意識が背景にある。例えば、投資家への販売規制では、フランスのように年金や保険会社に厳しい制限を付けている国から英国のように保険会社に対する販売を一部制限している他は年金に対しては制限のない国など、規制の幅が極めて大きい。パッチワーク的なつぎはぎの規制の制定が、規制を複雑化させグローバル化したヘッジファンドの関係者の業務効率を妨げ、結局投資家のコスト増に繋がる懸念が大きいと考えている。

レポートの主な主張点は以下の通りである。ヘッジファンドは従来の資産クラスと異なるリスク・リターン特性を持ち、富裕層だけでなく、年金・金融機関を含む機関投資家、リテール投資家にも価値のある投資対象であり、欧州の金融システムを担う重要な柱になる可能性がある

ヘッジファンド運用の自由度確保は投資家の利益に適い、運用マネージャ・提供商品に対する過度な規制を避けるべき

個人投資家への販売規制は、投資家の最低投資可能額を設けた上、投資家レベルに応じ販売会社に対する適切なビジネス規範を設定することで実施すべき

銀行・生命保険会社のヘッジファンド保有

### Writer's Profile



堀江 貞之  
Sadayuki Horie

金融ITイノベーション研究部  
上席研究員

専門は資産運用関連の  
先端動向調査・研究  
focus@nri.co.jp

時に課されるリスク資本ウェイト計算<sup>6)</sup>は、ヘッジファンドの実態を反映した方法を検討した上で施行すべき

米国・欧州のヘッジファンド・マネージャの登録制度は互惠条項を適用し、欧州と米国の規制当局間で調整を行うべき

ヘッジファンドがグローバルな投資機会を狙って運用を行っている点を考慮し、アドミニストレーター、プライムブローカー等の機能を活用した監視を重視し、国別の個別規制を避けるべき

主張ポイントは多岐に渡るが、根底にはヘッジファンドが欧州の金融システムの柱となるようファンド育成を行うことが、投資家の利益に適用という現状認識がある。一律的な規制強化ではなくファンド運営の効率性にも配慮した過度な規制の回避、規制に関する欧米当局間の調整の必要性、ヘッジファンドに対する規制ではなく関係者の外部機関への規制、という三点を重視して投資家利益の保護・金融システム強化を図るという視点が興味深い。

欧米規制当局間の規制スタンスの違いの例としては、現在米国で話題を集めているヘッジファンドの運用マネージャ登録<sup>7)</sup>の問題がある(上記)。米国SECは自国の投資家保護の観点から、ヘッジファンドを米国で販売する場合にある一定の条件を満たすファンドに登録を義務づけようとしている。欧州委員会は、米国の運用マネージャが欧州の投資家にファンド販売をする場合に登録義務がないことと歩調を合わせる意味で、欧州の運用マネージャが米国の投資家に販売する場合も、登録免除をすることがイコールフットイングの観点で望ましいとしている。この主張は、二重登録義務で運用マネージャがコスト高になり、最終的に投資家負担が増えファンド育成も阻害されるとの考え方に基づいている。米国SECの規制強化は、自国の投資家保護の視点を重視したものと考えられるが、欧州委員

会は、運用マネージャ育成の視点を中心にしている。今後、このような意見の違いを国際的な規制当局間でどのようにバランスを取っていくかが課題となるのではないだろうか。

また世界各国の規制当局の集まりであるIOSCOのレポート<sup>8)</sup>では、利益相反の防止を含む運営の活動検証・監視を行う独立した機関を設けることや、行動原則の策定が提案されている。ヘッジファンドの最も大きな課題であるオペレーショナルリスクの管理を運用マネージャ外部のガバナンス整備により解決していくという視点は欧州委員会(、の主張)と共通する点である。

## ヘッジファンド規制の今後の方向性

ところで、日本は未だヘッジファンド・マネージャが運用を行う土壌が整っていない状況にある。例えば、投信という器の中では一般信用取引等を使った空売りが認められているものの、現行の投資顧問業法では、空売りが可能か曖昧で、ヘッジファンドの特長である運用の自由度を高める法整備が不十分といえる<sup>9)</sup>。シンガポールや香港のように、ヘッジファンドの運用マネージャの運用規制を透明化して、着実に運用マネージャを増やしている動きに比べ、周回遅れの感が否めない。

規制を緩やかに維持することで運用マネージャの育成を図り、そのことが投資家の利益に適用という視点を入れた欧州委員会のレポートは、これまで規制強化によって投資家保護を図ろうとしていた規制アプローチとは考え方がやや異なる点で重要な意味がある。グローバル化したヘッジファンドの規制を、投資家保護や金融システム強化といった政策目標を持って行うに当たり、一国の閉じた規制方法は有効ではなく、規制当局の国際的な協力関係が今後重要になるのではないかと。規制監督機関がどのように協力しながら、効果的なヘッジファンド規制を行っていくのか注目される点である。 N

### NOTE

1) ヘッジファンドに明確な定義はないが、一般的には私募形式で機関投資家や富裕層を中心とした顧客向けの、レバレッジや空売りも利用して運用効率を高めた絶対リターン型の、成功報酬制度を採用したファンドと考えられている。

2) 欧州委員会「Report of the Alternative Investment Expert Group: Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe」2006年7月による、複数ソースから得た推計値。

3) 2000年時点では投資の9割以上が米国であった。

4) 欧州委員会の専属委員が会長及び事務局を務め、ヘッジファンドの運用マネージャ、プライムブローカー、アドミニストレーター、監査会社、規制機関などのヘッジファンドに係わる関係者をメンバー及びオブザーバーとしたエキスパートグループ。

5) 例えば、集中投資を許さず分散投資を行うこと、レバレッジの使用禁止などの制約条件。

6) 銀行に対する規制であるバーゼルIIでは、投資内容の透明性等の度合いに応じ、ヘッジファンドに対して300%~1250%という高いリスク資本計算基準が課されることが決まっている。

7) SECが運用マネージャ規制を試みたが、規制基準の曖昧さから、2006年6月に米国連邦高等裁判所で規制の存在が否定されたもので、今後米国ではSEC及び政府・議会などがより実効性のある規制対応を迫られることになる。

8) 2006年3月及び6月に公表された。

9) 2007年に施行予定の金融商品取引法では、投資顧問業法を廃止して、その規定を引き継ぐことになるが、空売り規制と考えられている条項は第四十二条の六項としてそのまま残っている。