

2009年7月24日 全8頁

IOSCOのヘッジファンド

規制原則

制度調査部
横山 淳

[要約]

- 2009年6月22日、IOSCOはヘッジファンド規制に関する報告書を発表した。その中で、各国の監督当局がヘッジファンドを規制するに当たっての、6つのハイレベルな原則を提言している。
- 具体的には、①ヘッジファンドに対する登録義務、②ヘッジファンドに対する利益相反防止・投資者への開示などの継続的な規制、③ヘッジファンドに資金を提供するプライム・ブローカー等に対する監督、④ヘッジファンド、プライム・ブローカーによるシステミック・リスクに関する当局への情報提供、⑤業界のグッド・プラクティスの策定など、⑥監督当局間の協力・情報共有が挙げられている。
- わが国の金融商品取引法の下では、原則として、ヘッジファンド・マネージャーは、投資運用業者の登録又は適格機関投資家等特例業務の届出が必要となる。いずれも当局による報告徴求・検査などの対象になると考えられる。ただ、適格機関投資家等特例業務届出者については、利益相反防止・投資者への開示などの継続的な規制が明確には課されておらず、今後、IOSCOの提言を踏まえた改正が議論される可能性があるだろう。

1. はじめに

- 2009年6月22日、各国の市場監督当局等の国際機関である証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions、以下、IOSCO という）の専門委員会（Technical Committee）は、その「非規制事業体タスクフォース」（the Task Force on Unregulated Financial Entities）の検討結果をまとめた『ヘッジファンド監督 最終報告書』（Hedge Fund Oversight Final Report、以下、報告書という）を公表した¹。
- 「非規制事業体タスクフォース」は、近年の金融危機を踏まえて、規制対象となっていない金融事業体を巡る問題を検討することを主な目的として設置された組織である。規制対象となっていない金融事業体には、例えば、「プライベート・エクイティ・ファンド（private equity funds）」や「特別投資ビークル（Special Investment Vehicles）」なども含まれるが、同タスクフォースでは、G20が特に関心を示したヘッジファンドを対象に検討が進められた。

¹ 報告書及びリリースが金融庁のウェブサイト (<http://www.fsa.go.jp/inter/ios/20090626.html>) に掲載されている。なお、リリースについては金融庁による日本語の仮訳も掲載されている。

○座長はイタリアの監督当局である証券取引委員会（Commissione Nazionale per la Società e la Borsa）及び英国の金融サービス機構（Financial Services Authority）が務め、わが国の金融庁、米国の証券取引委員会（Securities and Exchange Commission）、ドイツの連邦金融監督庁（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht）、フランスの金融市場庁（Autorité des marchés financiers）など主要国の監督当局がメンバーとして議論に加わっている。そのため、今後、今回の報告書の内容が各国のヘッジファンド規制に一定の影響を及ぼすものと考えられる。

2. 六つのハイレベルな原則

○報告書の中で、IOSCO の「非規制事業体タスクフォース」は、ヘッジファンド規制について6つのハイレベルな原則を提言している。具体的には、次の通りである。

- i ヘッジファンド及び・またはヘッジファンド・マネージャー（アドバイザー）は義務的な登録の対象となるべきである。
- ii 登録を要求されるヘッジファンド・マネージャー（アドバイザー）は、以下に関する適切で継続的な規制上の要求にも服するべきである。
 - a. 組織上、業務上の基準
 - b. 利益相反やその他公正取引ルール
 - c. 投資家への開示
 - d. 健全性規制
- iii ヘッジファンドに資金を提供するプライム・ブローカーや銀行は、義務的な登録・規制、監督の対象となるべきである。ヘッジファンドに対する取引相手の信用リスクのエクスポージャーを監視するための適切なリスク管理システムと管理能力を備えるべきである。
- iv ヘッジファンド・マネージャー（アドバイザー）及びプライム・ブローカーは、関係規制当局に対し、システムック・リスクに関する情報提供（システム上のリスクの特定・分析・軽減措置を含む）を行うべきである。
- v 規制当局は、適切な場合において、業界のグッド・プラクティスの策定・実施・統一化を促進・考慮するべきである。
- vi 規制当局は、適切な場合において、グローバルに活動するマネージャー（アドバイザー）及び・またはファンドの効率的・実効的な監督を促進するため、また、国境を超えたリスクの緩和の観点からシステムック・リスクや市場の健全性、その他ヘッジファンドの活動またはエクスポージャーから生ずるリスクの特定に資するために相互に協力・情報共有を行う権限を有するべきである。

（※）上記の6原則の日本語訳は、金融庁の仮訳（<http://www.fsa.go.jp/inter/ios/20090626/01.pdf>）に従っている。

○報告書は、これらの原則を踏まえて、各国の監督当局が既存の国内規制の強化や追加的な規制の導入などを通じて、ヘッジファンドを巡る投資者保護を含む規制上のリスクやシステムック・リスクに対して全体的・効率的に対応することを提言している。

(1) 登録義務

- i ヘッジファンド及び・またはヘッジファンド・マネージャー（アドバイザー）は義務的な登録の対象となるべきである

○前記 i の原則に関連して、報告書は「多数の法域において、ヘッジファンド・マネージャーは登録・認可されており、継続的に当局の監督・モニタリングの対象となっている」として、最低限の規制体制は整備されていると評価している。その上で、提言に沿った規制のアップグレードを行うことで、潜在的なリスクへの対応を進めやすくなるとしている。

○具体的には、報告書は次のような提言を行っている。

- ①ヘッジファンドの運用を希望する者に対する認可・登録基準と規制を設定する。
- ②規制・監督は、リスク・ベースで、必要性に比例したものとする。
- ③ヘッジファンドに起因するリスクの全体像を把握できるだけの情報提供を、ファンド自身のレベルから求める。

○前記②について、具体的には、レバレッジや経済的なエクスポージャーなどに照らして、一定以下の水準のものは適用除外にする、あるいは比較的低いレベルの監督対象とすることが想定されている。

○前記③について、具体的には、次の情報が含まれ得るとされている。

- ◇重要なマネジメント及び投資の責任者、組織、支配関係の背景
- ◇運用資産（レバレッジ・集中・流動性の判断基準を含む）
- ◇ビジネス・プラン
- ◇提供するサービス
- ◇ターゲットとするヘッジファンド投資者
- ◇手数料等
- ◇関係者への投資
- ◇利用する投資戦略
- ◇採用するリスク・ツール／パラメータ
- ◇独立監査人、サブ・アドバイザー、管理者、カストディアン、プライム・ブローカー、クレジット・プロバイダーなど重要なサービスの提供者
- ◇外部委託等に関する合意
- ◇利益相反とその特定・対応手続

○なお、これらの情報について報告書は、その重要性に照らして、ヘッジファンドへの投資を予定している投資者に対しても、契約締結前に提供されるべきであるとしている。

(2) 継続的な規制

- ii 登録を要求されるヘッジファンド・マネージャー（アドバイザー）は、以下に関する適切で継続的な規制上の要求にも服するべきである
 - a. 組織上、業務上の基準

- b. 利益相反やその他公正取引ルール
- c. 投資家への開示
- d. 健全性規制

○前記 a. 「組織上、業務上の基準」として、報告書は、最低限、次の点を考慮して、継続的に監視されるべきヘッジファンド・マネージャー（アドバイザー）の組織上、業務上の基準を制定すべきとしている。

- ◇独立のリスク・マネジメント部門等による、ヘッジファンド・マネージャーの規模、複雑さ、リスク・プロファイルに応じた包括的なリスク・マネジメントの枠組み
- ◇ヘッジファンド・マネージャーの規模、複雑さ、リスク・プロファイルに応じた強力で独立したコンプライアンス部門等
- ◇（ポートフォリオの）評価手続の適切に分離された責任者の下での文書化された方針に従った実施（IOSCO のヘッジファンド・ポートフォリオ評価原則（2007年11月）の遵守など）
- ◇カストディアン・預託機関の活用を通じた顧客資産の適切な分離・保護
- ◇ヘッジファンド・マネージャーによるファンド勘定による取引記録の保存（当局の要請に応じて提供可能とする）
- ◇独立の監査人による会計帳簿（ファンドマネージャー等による取引記録を含む）の年次監査

○前記 b. 「利益相反やその他公正取引ルール」について、報告書は、ヘッジファンド・マネージャーは顕著な利益相反の状況にあることから、適切な管理と開示を通じて透明性を確保しなければならないとしている。

○特に報酬体系・慣行については、金融安定理事会（FSB、旧金融安定化フォーラム（FSF））の原則²を踏まえ、ガバナンス、利益相反管理、短期的利益誘引防止の観点から適切なものとするように提言している。

○前記 c. 「投資家への開示」について、報告書は、特に次の事項について投資者に対して適切な情報開示がなされることを求めている。

- ◇投資者が被るリスク
- ◇解約の条件・制限
- ◇サイドレター（side letter）³やゲーティングストラクチャー（gating structure）⁴の存在・条件
- ◇ファンドの投資戦略とパフォーマンス（監査を受けた財務諸表を含む）

○加えて、監督当局が、ファンドマネージャー（アドバイザー）、その取引記録、ファンドについて

² 金融庁のウェブサイト（http://www.fsa.go.jp/inter/etc/20090403_2.html）に原文と概要（日本語）が掲載されている。

³ 特定の投資者のみに特恵的・優先的な取扱いを認める取決め（又はそれを定めた文書等）のこと。

⁴ 投資者が出資を減額させる権限を、解約に時間的制約を課す、一定の期間内に持分の一定割合しか解約を認めないといった方法で制約すること。

検査できる権限を持つべきことも求めている。

- 前記 d.「健全性規制」について、報告書は、ヘッジファンド・マネージャーに対して、そのリスクに応じた（他のアセット・マネージャーと同等の）健全性規制を課すべきであるとしている。
- 具体的な健全性規制の内容は明記されていないが、規制の対象は（個々のファンドではなく）ファンド・マネージャーとして、その者が取っているリスク（オペレーショナル・リスク、顧客資産など）を反映した規制とすることが想定されているようだ。
- ただ、IOSCO はあくまでも市場監督当局の組織であって、必ずしも金融機関等の健全性に関する監督権限を持ち合わせている訳ではない。そのため、IOSCO の専門委員会は、グローバル・レベルでの原則を制定するため、他の基準設定主体や監督当局とも更に検討を進めることを提言している。

(3) プライム・ブローカー等の監督

iii ヘッジファンドに資金を提供するプライム・ブローカーや銀行は、義務的な登録・規制、監督の対象となるべきである。ヘッジファンドに対する取引相手の信用リスクのエクスポージャーを監視するための適切なリスク管理システムと管理能力を備えるべきである

- 前記 iii の原則について、IOSCO の専門委員会は、ヘッジファンドに資金やサービスを提供するプライム・ブローカーや銀行が、ファンドの顕著な経営悪化や破綻を金融システムや実体経済への影響に伝播させる中心的な役割を担うと位置づけている。
- その上で、専門委員会は、これらのヘッジファンドの取引相手が、ヘッジファンドに対するエクスポージャーについて強力なリスク管理を行い、効率的なリスク管理を行うために必要な情報をヘッジファンドから入手するべきであると提言している。
- 加えて、監督当局には（必要であれば他の監督当局と共同で）、プライム・ブローカー及び銀行の取引相手で最も金融システムへの影響が大きくリスクの高いヘッジファンドに関する非公開情報を入手できるようにすべきであると求めている（後述(4)参照）。

(4) 情報提供

iv ヘッジファンド・マネージャー（アドバイザー）及びプライム・ブローカーは、関係規制当局に対し、システミック・リスクに関する情報提供（システム上のリスクの特定・分析・軽減措置を含む）を行うべきである

- 前記 iv の原則について、報告書は、プライム・ブローカー及び銀行について、継続的にヘッジファンドに関する情報を監督当局に提供すること（必要があれば他の監督当局との情報共有も）を求めている。
- 具体的には、監督当局は、プライム・ブローカー及び銀行に対して、次の情報を定期的に提供することを求めるように提言している。

- ◇ヘッジファンドに対するクレジット・エクスポージャー（主に店頭デリバティブと担保貸付）
- ◇現在のエクスポージャー（時価）の総額及び最大のもの、非担保のもの（現在のエクスポージャーから担保の換金価値を控除したもの）
- ◇潜在的なエクスポージャー（一定の統計的信頼性をもって将来において予想される最大のカウンターパーティー・エクスポージャー）
- ◇個々のファンド又はファンド全体での市場・商品の集中
- ◇重要な市場における流動性・取引量の顕著な割合を占めるヘッジファンド・マネージャー
- ◇プライム・ブローカー、銀行の必要証拠金の総額
- ◇現金貸付
- ◇ロング及びショート・ポジションの評価額
- ◇正味持分（net equity）

○他方、報告書は、ヘッジファンド・マネージャー（アドバイザー）に対して、前記(2)c.の情報のほか、例えば、次の情報を継続的に監督当局に提供することを求めている。

- ◇プライム・ブローカー、カストディアンに関する情報、資産運用を行う者に関する背景情報
- ◇ヘッジファンド・マネージャーの大規模なファンド（larger fund）に関する情報（純資産額、主たる投資戦略・注力地域、パフォーマンスを含む）
- ◇レバレッジ、リスク（ヘッジファンド・マネージャーの大規模なファンドの集中リスク（concentration risk）を含む）
- ◇ヘッジファンド・マネージャーの大規模なファンドの資産・負債に関する情報
- ◇カウンターパーティー・リスク（最大のクレジット提供源を含む）
- ◇ヘッジファンド・マネージャーの全ての資産についての商品エクスポージャー（株式、ストラクチャード／証券化クレジット、投資適格社債など）
- ◇投資活動のうち、重要な市場・商品において重要な割合（流動性・取引量について）を占めるもの

○IOSCO は、同時に、業界団体にも情報提供（徴求）について当局と協力することを求めている。加えて、ヘッジファンド・マネージャー（アドバイザー）が、運用するファンドから必要な情報入手し、自らのポートフォリオのリスクを効率的に評価できるようにすることも求めている。

(5) グッド・プラクティスの策定など

ⅴ 規制当局は、適切な場合において、業界のグッド・プラクティスの策定・実施・統一化を促進・考慮すべきである。

○業界の共通基準の重要性を踏まえ、IOSCO の専門委員会は、今後、業界団体と協力して、前記の提言を反映した、世界的に整合性のとれた業界の基準を構築していくことを予定している。

○その上で、監督当局が、ヘッジファンドやヘッジファンド・マネージャーに対して、業界の基準を

遵守するように促し、前記の 6 基準の実現に当たって業界の基準を考慮すべきであると提言している。また、監督当局が、個々のヘッジファンドやヘッジファンド・マネージャーの遵守状況について情報を入手すべきことも求めている。

(6) 監督当局間の協力・情報共有

vi 規制当局は、適切な場合において、グローバルに活動するマネージャー（アドバイザー）及び・またはファンドの効率的・実効的な監督を促進するため、また、国境を超えたリスクの緩和の観点からシステミック・リスクや市場の健全性、その他ヘッジファンドの活動またはエクスポージャーから生ずるリスクの特定に資するために相互に協力・情報共有を行う権限を有するべきである。

○IOSCO の専門委員会は、各国の監督当局が、ヘッジファンドに対する監督の強化や理解の促進に加えて、監督当局相互の協力・情報共有を強化すべきであると指摘している。

○具体的には、適切な機密保護や国内法の許容する範囲で、監督当局が次の権限を持つべきことを、専門委員会は提言している。

- ◇海外の監督当局のために、必要な範囲で適切な情報をマネージャー（アドバイザー）あるいはファンドから（他の監督当局を通じてヘッジファンドの取引相手からも）収集すること
- ◇国際的に活動し、システミック・リスクその他の重要なリスクを生じさせるようなファンドについて、他の監督当局との間で適時、継続的に情報共有すること
- ◇必要に応じて合同検査（実地検査を含む）を実施すること
- ◇違反者に対するエンフォースメントを実施すること、及び海外の監督機関のエンフォースメントに協力すること

○情報共有については、IOSCO のマルチ MOU（多国間情報交換枠組み）や、専門委員会での検討状況などを踏まえて行われることが想定されている。

3. 予想されるわが国への影響

○わが国の金融商品取引法の下では、ヘッジファンドは、通常、「集団投資スキーム持分」⁵と位置づけられる（金融商品取引法 2 条 2 項 5 号）。そのファンドの出資財産が主として有価証券・デリバティブへの投資として運用される場合、その運用者は、原則、金融商品取引業者として投資運用業登録を行わなければならない（金融商品取引法 2 条 8 項 12 号、28 条 4 項 1 号、29 条）。

○例外的に、適格機関投資家等を相手方とする「適格機関投資家等特例業務（いわゆるプロ向けファンド業務）」に該当する場合には、投資運用業登録は免除される（金融商品取引法 63 条 1 項、金融商品取引法施行令 17 条の 12）。ただし、この場合でも適格機関投資家等特例業務の届出を行うことが義務付けられている（金融商品取引法 63 条 2 項）。

⁵ 集団投資スキーム持分については、拙稿「集団投資スキーム（ファンド）の規制」（2007 年 10 月 16 日付レポート）参照。

- 投資運用業登録を行った金融商品取引業者はもちろん、適格機関投資家等特例業務の届出者についても、内閣総理大臣（実際は、金融庁長官及び証券取引等監視委員会）は、特例業務届出者の業務状況を確認するため特に必要があると認めるときは、その必要の限度において、報告徴求権限や立入検査権限を行使することができる（同 63 条 7、8 項）。
- その意味では、IOSCO の提言のうち、ヘッジファンドに対する監督・検査権限については、わが国の体制は一定の水準を満たしていると見ることができるだろう。
- また、国際的な協力体制に関しても、金融商品取引法上、「外国金融商品取引規制当局に対する調査協力」に関する規定（同 189 条）が設けられているほか、金融庁が IOSCO のマルチ MOU（多国間情報交換枠組み）の署名を行っている⁶。
- 他方、項目によっては、今後、見直しが行われる可能性を指摘できる分野もある。
- 例えば、前記 2 (2) の「継続的な規制」について見ると、金融商品取引業者（投資運用業）として登録したヘッジファンド・マネージャーに対しては、金融商品取引法上、健全性規制（同 29 条の 4 第 1 項 4、5 号、52 条 1 項 2、3 号など）、投資者への開示規制（同 37 条の 3、42 条の 7）、禁止行為（42 条の 2）、分別管理義務（同 42 条の 4）などに関する規制が整備されている。
- ところが、適格機関投資家等特例業務としての届出を行ったヘッジファンド・マネージャー（特例業務届出者）に対しては、法令上の規制は（届出義務を除けば）次のものに限られている。

- ◇虚偽説明の禁止（金融商品取引法 63 条 4 項）
- ◇損失補填の禁止（同）
- ◇本人確認義務等（犯罪による収益の移転防止に関する法律 2 条 2 項 22 号、4 条など）
- ◇疑わしい取引の届出義務（マネーロンダリング防止、犯罪による収益の移転防止に関する法律 2 条 2 項 22 号、9 条）

- 今後、諸外国の動向なども踏まえて、一定の特例業務届出者に対する「組織上、業務上の基準」、「利益相反やその他の公正取引ルール」、「投資家への開示」、「健全性規制」などを法制化することの要否が検討される可能性があるだろう。

⁶ 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/inter/etc/20080212.html>）参照。