

アメリカにおける投資ファンドの規制

東京大学客員教授
野村総合研究所主席研究員

大崎貞和

I. はじめに

II. アメリカにおける投資ファンド規制の枠組み

- 1 投資ファンドの構造
- 2 投資ファンド規制の枠組み
 - (1) 仕組み規制
 - (2) 業規制
 - (3) 行為規制

III. SEC による規制強化の試みとその挫折

- 1 ヘッジファンド規則の採択
- 2 ゴールドストーン対 SEC 事件判決

IV. SEC による投資ファンド規制の再構築

- 1 ゴールドストーン判決に対する評価
- 2 ヘッジファンド登録法案の提出
- 3 不正禁止規則の制定とその意義

V. 投資ファンド規制の課題

- 1 規制強化の正当化根拠
- 2 日本法の現状
- 3 曖昧な投資ファンド概念

I. はじめに¹⁾

近年、世界的に、投資ファンドの活動に対する規制・監督のあり方をめぐる議論が活発化している。

投資の専門家であるファンドマネジャーが、複数の投資家から資金を受託して集合的に運用する仕組みを広く投資ファンドと呼ぶとすれば、その歴史は古く、形態も多様である。

投資ファンドに対する法規制の枠組みは、主として、広く大衆投資家から資金を集めるタイプのもの（公募投資信託）を念頭に置きながら、各国で整備されてきた。投資信託に資金を拠出する大衆投資家を保護するためには、情報開示（ディスクロージャー）制度やファンドマネジャーに対する一定の規制が必要と考えられたためである。これに対して、機関投資家や一部の富裕個人だけから資金を集める私募の投資ファンドについては、一般に、投資信託のような厳格な規制は課されてこなかった。

ところが、最近では、機関投資家が流動性の高い株式や債券を買い付けて保有するという伝統的な投資スタイル以外の投資手法（オルタナティブ投資と総称される）への関心を強

1) 本稿は、野村資本市場研究所の資本市場クォーターリー誌上に発表した筆者の次の旧稿を再構成し、大幅な加筆・修正を加えたものである。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 10 巻 1 号 54 頁 (2006)、「投資ファンドに対する規制のあり方」同 11 巻 1 号 89 頁 (2007)、「米国 SEC のファンド規制に関する新展開」同 11 巻 2 号 58 頁 (2007)。また、本稿の執筆にあたっては、東京大学法科大学院における 2007 年度冬学期演習（金融法）に参加された寺田昌弘氏（旧 62 期司法修習生）の報告および提出レポートから有益な示唆を得た。この場を借りて謝意を表したい。

めていることから、いわゆるヘッジファンドなど私募の投資ファンドの種類が多様化し、その数も増加している。しかも、ヘッジファンドの投資資金引き上げが1997年のアジア通貨危機の引き金を引いたとされることや、1998年のLTCM (Long-Term Capital Management) の破綻が国際金融市場の動揺につながったことに象徴されるように、私募投資ファンドの金融・資本市場における存在感は、以前に比べて格段に大きくなっている。最近の、いわゆるサブプライムローン問題に端を発する金融市場の混乱に際しても、ヘッジファンドの投資行動が大きな関心を集めた。

そこで、従来、本格的な規制・監督の対象とされていなかった私募ファンドをも視野に入れた投資ファンド規制の再構築が検討されるようになってきたのである。以下では、近年のアメリカにおける投資ファンド規制の展開を整理することで、今後の規制のあり方を考える一助とすることをめざしたい。

Ⅱ. アメリカにおける投資ファンド規制の枠組み

1 投資ファンドの構造

アメリカでは、受益証券を公募発行し、広く大衆投資家向けに販売されるミューチュアル・ファンド（オープン・エンド型の会社型投資信託）や取引所に上場して取引されるクローズド・エンド型投資会社以外の私募投資ファンドは、多くの場合、パートナーシップ（組合）や信託の形態をとって設立される。税制上の利点やアメリカ国外の投資家からの出資を募りやすいといった理由から、ケイマンなどのタックス・ヘイブンが設立地とされることも多い。

パートナーシップ形態をとる投資ファンドの場合、ファンドの募集と運営にあたる者が設立した法人等が、無限責任を負うジェネラル・パートナーとなり、投資家は、拠出金額の範囲内でのみ責任を負う有限責任のリミテッド・パートナーとしてパートナーシップに参加する。ファ

ンドによる投資意思決定はジェネラル・パートナーが行うが、外部のアドバイザーとの間で投資助言契約を結ぶことが一般的である。

ほとんどの場合、ファンドのジェネラル・パートナーの設立者（ファンドの実質的な運営者である）と当該ファンドに対して投資助言を行うアドバイザーの間には緊密な関係があるが、法律上は、あくまで外部のアドバイザーが、パートナーシップとの間で助言契約を結ぶという形がとられる。

2 投資ファンド規制の枠組み

一口に投資ファンドに対する規制と言っても、①特定の法的形式を備えることをファンドに要求するといったファンドそのものに対する仕組み規制、②ファンドの運用、販売に係わる者に登録を要求するといった業規制、③ファンド投資家への販売・勧誘に関するルールや情報開示の義務付けなどの行為規制、など様々な角度からのものが考えられる。

(1) 仕組み規制

アメリカにおける投資ファンドの仕組み規制は、1940年投資会社法に定められている。すなわち同法は、①主として有価証券への投資に従事する発行者、②部分払込みの可能な額面出資証券を発行する発行者、③現金及び政府証券を除いた総資産の40%超を有価証券投資に充てている発行者、のいずれかに該当する者を幅広く「投資会社」と定義し、原則として証券取引委員会（SEC）の登録を受けることを義務づける（投資会社法3条(a)項、7条(a)項）。

もっともこの規定は、投資ファンドのとりべき法的形態（会社、信託、組合など）に制約を課すものではないので、純粹の仕組み規制と言うよりは、仕組み規制と業規制の中間的な性格を帯びたものとみることが出来る。

なお、投資会社法は、①発行する受益権の所有者の数が100人以下であり、かつ受益権の公募を行わず、行おうともしない発行者、または②500万ドル以上の投資を行う個人など一定の要件を満たす適格購入者(qualified

purchaser) のみに対して受益権の販売を行う発行者、は投資会社とはみなさず、登録義務を課さないとしている(同法3条(c)項)。

近年その活動が社会的にも注目を集めているヘッジファンドなどの投資ファンドは、もっぱら年金基金などの機関投資家や一部の個人富裕層の運用資金を募っており、単一のファンドで投資家数が100人を超えることは少ない。そこで、ファンド設定時の受益証券発行を私募、すなわち少数者への発行もしくは私募に関するセーフハーバー・ルールであるレギュレーションDに依拠した自衛力ある認定投資家(accredited investors: 機関投資家や純資産100万ドル超の個人など)のみへの発行で実施するか、適格購入者のみを対象として勧誘を行えば、投資会社法の登録免除要件を満たすことになる。

実際、多くの投資ファンドは、こうした点に留意することで投資会社法に基づくSECへの登録を免れている。これに対して、一般の個人投資家を対象とするミューチュアル・ファンド(オープン・エンド型投資会社)や取引所に上場されるクローズド・エンド型投資会社は、SECによる登録を受けている。

(2) 業規制

前述のように、投資会社法の登録義務に関する規定は、投資ファンドそのものに対する業規制的な側面を有している。一方、投資ファンドの運用者に対する業者規制は、1940年投資顧問業法に定められている。

同法は、単一の州内に留まらない活動をする投資顧問業者に対して、原則としてSECへの登録を義務づける。但し、①過去12ヵ月間の「顧客」(clients)の数が15人未満であり、②公衆に対して自らを投資顧問業者であると称することがなく、③投資会社に対する投資顧問業者として営業しておらず、④事業開発会社(business development company、中堅企業の資金調達円滑化のために導入された仕組みで、非上場証券

に70%以上投資する等一定の要件を満たしたクローズド・エンド型の投資会社を指す)としても営業していない、という4つの要件を満たす者に対しては、登録義務は課されない(投資会社法203条(b)項(3))²⁾。この登録義務免除規定は、プライベート・アドバイザーに対する適用除外規定と呼ばれている。

パートナーシップ形態をとって設立され、ファンドの投資意思決定を行うジェネラル・パートナーが外部のアドバイザーとの間で投資助言契約を結ぶという構造をとる投資ファンドの場合、助言を行うアドバイザーがプライベート・アドバイザーに対する適用除外規定の要件を満たすためには、助言契約を結んで「顧客」とするジェネラル・パートナーの数(すなわち運用するファンドの本数)を15未満にしておけば足りるものとされる。リミテッド・パートナーとしてファンドに参加する最終投資家は、アドバイザーとの間で直接の契約関係に入ることではないので、「顧客」にはあたらないものと考えられるからである。

単一のファンドマネジャー(あるいはファンドマネジャー・グループ)が、同時に15本ものファンドを運用することはあまり考えられない。このため、一般投資家から公募によって資金を募ることがない投資ファンドの運用者は、ほとんどの場合、プライベート・アドバイザーに対する適用除外規定に依拠しながらSECへの登録を行ってこなかったのである。

(3) 行為規制

アメリカの1933年証券法は、同法の規制の対象となる証券(securities)を幅広く定義している。このため、投資ファンドへの投資持分は、パートナーシップ形態、信託形態のいずれをとった場合でも、証券に該当するものと考えられ、その販売・勧誘については、同法の規制が及ぼされることになる。その中核となるのは、証券の発行者、引受人、ディーラーが公募(public

2) なお、投資顧問業法は、運用資産総額が2,500万ドル以下、もしくはSECの定めるそれ以上の金額以下である業者については、SECへの登録ではなく州当局への登録で足りるとする(同法203A条(a)項)。この規定に基づいてSECが制定した規則203A-1は、投資会社に対する投資顧問業者として営業していない限り、運用資産総額が2,500万ドルから3,000万ドルの範囲の業者のSECへの登録を任意とする。

offerings) を行う場合に、発行者と発行証券に関する全ての重要な情報を含む登録届出書を SEC に提出するよう義務づける情報開示規制である (証券法 4 条、5 条)。

しかし、この規制は、公募を行わない、私募の投資ファンドには適用されない。多くの投資ファンドは、前述の投資会社法や投資顧問業法上の仕組み規制や業規制の適用を避けるためにもファンド持分の公募を行わないため、証券法の情報開示規制の適用を受けることも考えにくい。

もっとも、私募の投資ファンドの販売・勧誘に関して何らの規制も課されていないというわけではない。私募ファンドであっても、その販売・勧誘に際して重要な事実に関して虚偽や誤解を生じさせるような情報提供を行うなど詐欺的な行為がなされれば、証券法の一般的な詐欺防止条項 (証券法 12 条 (a) 項、17 条) に基づく規制の対象となるからである。

Ⅲ. SEC による規制強化の試みとその挫折

1 ヘッジファンド規則の採択

このように、従来アメリカでは、ヘッジファンドなど私募の投資ファンドに対しては、SEC による規制・監督が及ぼされることはほとんどなかった。もちろん、投資ファンドの資産運用に伴って不公正取引が行われるようなことがあれば、当然規制の対象となるが、これはすべての市場参加者が共通に服する規制であり、ファンドに特有のものではない。

しかし、LTCM の破綻を一つのきっかけとして、SEC は、前述の投資顧問業法のプライベート・アドバイザーに対する適用除外規定に着目しながら、投資ファンドへのアドバイザーに対する登録義務の強化へ向けて動き出したのである。

すなわち、SEC は、2004 年 7 月、投資から 2 年以内に償還を受けることのできる投資ファンドについては、投資顧問業法の登録免除規定の適用に際する「顧客」の人数の数え方を、これまでのファンド数ベースではなく、ファンドに参加する投資家の人数ベースとすることとし、最終投資家が 15 人以上存在するファンドの運用を受託する全ての投資顧問業者に対して登録義務を課す規則 203(b) (3) - 2 (以下、ヘッジファンド規則という) の制定を提案した³⁾。

ヘッジファンド規則は、登録規制の適用対象を株式や債券の流通市場に大きな影響を及ぼす短期的な投資を目的とするファンドに限り、ベンチャーキャピタル・ファンドなどにまで適用が及ばないようにするために、投資から 2 年以上償還を受けることができないファンドを適用対象から除外した。とはいえ、投資ファンドに対する監督規制強化の狙いは明らかであり、ファンド業者を中心に強い反発を呼ぶことになった。SEC 内部にも規制強化に対する慎重論があり、一部の委員は規則の採択に反対したが、2004 年 12 月、ヘッジファンド規則は正式に採択されたのである。

2 ゴールドスティーン対 SEC 事件判決

これに対して、ブルドッグ・インベスターズという運用資産規模約 2 億ドルのヘッジファンドを運営し、上場企業に様々な要求を突き付けるアクティビストとしても知られていたフィリップ・ゴールドスティーン氏が、SEC が投資顧問業法に基づいて発した命令によって不当な取扱いを受けた者は 60 日以内に連邦控訴裁判所に対して命令の変更もしくは撤回を申し立てることができるとする規定 (同法 213 条 (a) 項) に基づき、ヘッジファンド規則の無効を主張して提訴した。2006 年 6 月 23 日、ワシン

3) 規則の内容について詳しくは、瀧俊雄「米国におけるヘッジファンド規制の動き」資本市場クォーターリー 8 巻 2 号 19 頁 (2004 年) 参照。

トン D.C. 巡回区連邦控訴裁判所は、ゴールドスティーン氏の主張を認める判決を下した⁴⁾。

SECは、ゴールドスティーン氏の訴えに対し、「顧客」という言葉が投資顧問業法上明確に定義されていないので、顧客をどのように数えるべきかについての法の規定は曖昧であり、ヘッジファンド規則はその曖昧な規定を明確にしたものに過ぎないと反論した。

控訴裁判所は、大要以下のように述べて、SECの主張を退けた。

法律に定義規定がないというだけでは法律の用語が曖昧であるとは言えず、議会がいくつかの意味に解釈できる言葉を用いたからといって、SECがその中から特定の意味を任意に選んでよいわけではない。1970年の投資顧問業法改正時、議会は、投資会社のみに対して助言を行う投資顧問業者の登録免除規定を削除し、15人以下の顧客に助言する業者に関する現行規定を設けた。この経緯からすれば、議会は投資顧問業者による助言を受けるのは、あくまで投資会社などファンドそのものであり、投資会社の株主（ファンドへの投資家）が投資顧問業者の顧客でないことを当然の前提と考えていたものと推察される。

これは、同法の投資顧問業者に関する定義規定によっても裏付けられる。つまり、投資顧問業者とは「顧客に対して直接、または出版物や書面によって」投資助言を行う者と定義されているが、ファンドへの投資家が、ファンドに助言を行う投資顧問業者から「直接」助言を受けることはあり得ない。助言を受けない投資家は顧客ではない。

こうした解釈は、かつてSEC自身も採用していた。連邦最高裁判所も1985年のLowe v. SEC事件判決⁵⁾において、投資顧問業者が行う助言は、個々の顧客のニーズに合った個別化されたものであり、投資家と助言業者との間には、信認関係 (fiduciary relationship) が存在すると指摘している。そうした関係は、投資顧問

業者とファンドとの間には存在しても、業者とファンドへの投資家との間には存在し得ない。

投資顧問業法がSECによる法解釈の余地を残していたとしても、その解釈はSECの権限の範囲を超えない合理的なものでなければならぬ。SECによる解釈が合理的であると言えるかどうかは、法律の文言と合致 (fit) しているかどうか、及び法律の目的に沿っているかどうかという観点から判断されるべきであり、ヘッジファンド規則におけるSECの解釈は文言の通常の意味を超えており、合理性も欠いている。

SECは、ヘッジファンドの仕組みは、登録規制の適用を避けるために法技術上とられているだけ (legal artifice) だとも主張するが、誰が誰に対する受託者責任を負うかは法的な仕組みによって決定されるのであり、法技術上の仕組みは重要である。また、SECは、ヘッジファンドの活動が市場に大きな影響を与えるので登録義務の適用除外としておくことは法律の目的にそぐわないとも主張するが、市場への影響という観点からは、投資家の数ではなく運用資産の規模やレバレッジの程度といった要素が重要になるはずである。

このように、控訴裁判所は、ヘッジファンド規則を正当化しようとするSECの主張をことごとく退け、規則はSECの権限を逸脱した法律の文言の恣意的な解釈であり無効であると判示したのである。

IV. SECによる投資ファンド規制の再構築

1 ゴールドスティーン判決に対する評価

ゴールドスティーン判決は、投資ファンドに対する規制・監督の強化をめざすSECに大きな打撃を与えた。

4) *Philip Goldstein, et al. v. SEC*, 451 F. 3d 873.

5) 472 U.S. 181 (1985).

SECは、証券市場に関連する諸法律によって、幅広い規則制定権を与えられている。規則制定権の根拠は、個別の規定における具体的な委任によるほか、「委員会は、この法律によって委員会に与えられた機能と権能を行使するために必要または適切な規則、もしくは規定、もしくは命令を、適時に策定し、発出し、修正し、もしくは廃止する権限を有する」(投資顧問業法 211 条 (a) 項) といった一般規定にも求められる。

もちろん、SECの制定する規則は、憲法及び法律に違反するものであってはならず、その合憲性、合法性をめぐる司法裁判所による審査に服する。とはいえ、SECの規則が法律の規定の解釈や法律に定めのない詳細な規定の補充という形をとりつつ、新たな義務を課したり、適用除外を設けたりしていることは決して珍しくないとも指摘されている⁶⁾。それでも従来、裁判所は、SECによる規則の制定や解釈については、幅広い裁量を認める傾向が強かったのである。

それだけに、SEC規則を無効と断じたゴールドスティーン判決に対しては、裁判所は行政委員会によるあいまいな用語の解釈を否定すべきでないとした連邦最高裁判例 (*Chevron U.S.A. Inc. v. Natural Resources Defense Council, Inc.*)⁷⁾ に反する上、政策的な観点からも是認できないという厳しい批判もなされている⁸⁾。

これに対して、在任中からヘッジファンド規則の導入に反対していたハーベイ・ピット元 SEC 委員長は、「目的が正しければどんな手段も正当化されるというようなマキャベリばりの考え方は、法の支配を信じる社会では受け入れられないということが明らかになった」と述べて判決を高く評価した⁹⁾。

ゴールドスティーン判決は、SECの裁量が

規制を強化する方向で用いられることを抑制しようとする裁判所の近年の傾向を示すものと捉えることもできる。同判決に先立つ 2006 年 4 月にも、ワシントン D.C. 巡回区連邦控訴裁判所は、SEC が 2004 年 9 月に採択した登録投資会社の取締役会メンバーの 75% 以上を独立取締役とするよう求める規則の規定を無効とする判決を下していた¹⁰⁾。このケースは、規則の内容が他のより低コストで目的を達成できる代替的な手段を十分に考慮しないまま決定されたとして SEC に再検討を求める判決が下されていたにもかかわらず、SEC が修正の必要なしと判断して正式採択を強行した規則が無効とされたという点で、やや特殊な事案だが、過剰な規制の回避を求める訴えが認められたという点は、ゴールドスティーン判決とも共通している。

2 ヘッジファンド登録法案の提出

ヘッジファンドなどの投資ファンドに対する登録規制導入の途を裁判所によって塞がれた SEC は、一方で、議会による立法を通じた解決に望みを託しつつ、新たな規制の導入を模索することとなった。

アメリカ議会にも、投資ファンド規制の必要性を主張する議員はいる。2007 年 5 月 15 日、上院財政委員会の有力議員であるチャック・グラスリー上院議員 (共和党) が、「ヘッジファンド登録法案」を議会に提出した。この法案は、投資顧問業法 203 A 条 (a) の登録免除要件を改正し、過去 12 ヶ月間において、①運用資産総額が 5,000 万ドル未満であり、②「顧客」(ここでいう顧客には株主、パートナー、事業開発会社の受益者を含む) の数が 15 人未満であり、③ 15 人以上の投資家の資産を個別にであれ、

6) 私募や少額公募に対する登録免除に関するセーフ・ハーバー・ルールであるレギュレーション D が一例として指摘されることがある。LOUIS LOSS & JOEL SELIGMAN, *FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION*, 1513(5th ed. Aspen Law & Business 2004).

7) 467 U.S. 837 (1984).

8) *RECENT CASES*, 120 HARVARD LAW REVIEW 1394, at 1398-1399 (2007).

9) *SEC DEALT SETBACK AS COURT REJECTS HEDGE-FUND RULE*, THE WALL STREET JOURNAL, June 24, 2006, page A1.

10) *Chamber of Commerce of the USA v. SEC*, 443 F.3d 890.

資産プールの形であれ運用しておらず、④公衆に対して自らを投資顧問業者であると称することがなく、⑤投資会社に対する投資顧問業者として営業しておらず、⑥事業開発会社 (business development company) としても営業していない、という6つの要件を満たす場合にのみ登録義務を免除するというものであった。

このような法改正が実現すれば、最終投資家が15人以上存在する投資ファンドの運用者は、②もしくは③の要件を満たすことができないものとされ、SECへの登録を要求されることとなろう。提案者であるグラスリー議員は、法案は、ヘッジファンドに関する透明性を高めるために、SECが既にやろうとしてきたことを可能にするものだとして主張した。

アメリカ議会では、多種多様の法案が提出されるが、そのままの形で立法につながるものは決して多くない。グラスリー議員のヘッジファンド登録法案も、その後、本格的に審議されることなく、棚晒しとも言うべき状況に置かれることになった。

3 不正禁止規則の制定とその意義

こうした中で、SECは、2007年7月11日、規則206(4)-8(以下、不正禁止規則という)を採択した(8月9日公布、9月10日施行)。不正禁止規則は、次の(a)、(b)2つの項から成る簡潔なものである。

(a) 合同の資金がプールされた投資ファンド (pooled investment vehicle) に対して投資助言を行う投資顧問業者が、次のようなことを行うことは、投資顧問業法206条(4)項にいう詐欺的、欺罔的、もしくは作為的な行為、業務または事業に該当する¹¹⁾。

① 合同の資金がプールされた投資ファンドへの投資家または投資家になることが見込まれる者に対して、重要な事項に関して虚偽の表示を行い、もしくは表示が行われた状況に鑑みて当該表示が誤解を生じさせないものとなるために必要な重要な事項を欠いた表示を行うこと。

② その他、合同の資金がプールされた投資ファンドへの投資家または投資家になることが見込まれる者に対して、何らかの詐欺的、欺罔的、もしくは作為的な行為、業務または事業に従事すること。

(b) 定義 この規則において、「合同の資金がプールされた投資ファンド」とは、1940年投資会社法3条(a)項にいう投資会社もしくは同項にいう投資会社となり得るが、同法3条(c)項(1)または(7)の定義規定に基づいて、投資会社法の適用を除外されているものを指す。

つまり、不正禁止規則によって、前述の投資会社法の規定に基づいて投資会社としての登録義務を免除されている投資ファンドの運用者が、出資者である投資家に対して運用状況等に関する虚偽や誤解を生じさせる説明を行ったり、出資を募る際に運用方針等について虚偽や誤解を生じさせる説明を行ったりすることが、幅広く禁じられることとなったのである。また、この規則は、投資ファンドの運用者全般に対して適用されるものであるため、規制の対象となるのは、SECによる監督に服する登録投資顧問業者のみには限られない。あくまで緩やかな行為規制という形ではあるが、SECの登録を受けない投資顧問業者(運用会社)にも、一定の監督規制が及ぼされることとなったのである¹²⁾。

11) 投資顧問業法206条(4)項は、SEC登録を受けているかいないかにかかわらず、あらゆる投資顧問業者が詐欺的、欺罔的、もしくは作為的な行為、業務または事業を行うことを禁止し、SECに対して、そうした行為等を防止するために合理的に必要な措置を講じる権限を付与している。

12) SECは、2006年12月に不正禁止規則の原案を作成した際、新たに規制対象とされる未登録の投資会社がレギュレーションDに依拠した私募を行う際に勧誘対象とすることができる「認定投資家」の中に新たに「認定自然人」(accredited natural person)という概念を設け、個人に関しては「認定投資家」の基準を厳しくする(年収20万ドル等の従来基準に加えて、投資資産250万ドル以上の保有という新たな基準を導入する)ことを提案していた。しかし、規則

不正禁止規則の幅広い規定ぶりは、有価証券の売買に関して詐欺的な手段、計画、技巧を用いることを一般的に禁じた 1934 年証券取引所法規則 10b-5 を想起させる。事実、規則 10b-5 の (b) 項は、不正禁止規則の (a) (1) とほぼ同文である。

これまで、投資ファンドの活動が有価証券の売買に係わる場合には、規則 10b-5 の適用を受ける可能性は排除されていなかった。しかし、投資家への運用報告における虚偽や誤解を生じさせるような説明など、証券の売買に直接係わらないケースは、規則 10b-5 による規制の対象とはならない。また、投資家に財産上の損害が生じていない段階では、一般的な詐欺行為として摘発することも難しい。不正禁止規則が設けられたことで、未登録の投資ファンドを運用するアドバイザーが、SEC による差止め命令請求や民事制裁金賦課など、エンフォースメント（法規執行）活動の対象とされる途が開かれることになったのである。

V. 投資ファンド規制の課題

1 規制強化の正当化根拠

以上のようなアメリカ SEC による投資ファンド規制の展開は、次のように要約することができます。すなわち、投資ファンドの行動が金融・資本市場に及ぼす影響が大きくなっていることを背景としながら、SEC が私募の投資ファンドに対して一定の監督規制を及ぼそうとしたものの失敗に終わり、ファンド投資家の保護という観点からの緩やかな行為規制を導入するの

みにとどまっている、とすることができる¹³⁾。

投資ファンドの行動が市場に大きな影響を及ぼすという観点から規制強化を図るという SEC のような考え方は、決して孤立したものではない。2007 年の主要国首脳会議（サミット）議長国であったドイツは、アメリカ以上に投資ファンド規制に積極的で、同年 5 月の主要 8 カ国（G8）の財務相会合でも投資ファンドに対する「自主規制」の導入などを提案していた。ドイツでは、イギリスのヘッジファンドなど域内他国の投資ファンドと競合する国産ファンドの組成を可能にすべく、2004 年 1 月に発効した投資法でヘッジファンドの「解禁」に踏み切ったが、同時に、ファンドの投資行動に対する国際的な規制の強化をも模索している¹⁴⁾。

結局、G8 財務相会合やサミットの間では、投資ファンドの活動に対する監視や警戒が必要だという問題意識は各国に共有されたものの、ファンドに関する行為規範の策定など直接的な規制の導入を求めることは見送られ、ファンドに資金を供給する銀行など金融機関に対する監督など間接的な規制を強化するという方向性が打ち出されるにとどまった。しかし、その後も、いわゆるサブプライム問題をめぐって投資ファンドの投資行動への批判的な意見が改めて強まるなど、規制強化の機運は衰えてはいない。

投資ファンドに対する規制が必要とされるもう一つの根拠は、ファンドへの投資家の保護であろう。SEC のヘッジファンド規則導入にあたっては、ヘッジファンドによる不正取引の増加など市場への影響に加えて、ファンド・オブ・ファンズなどを通じて一般投資家がヘッジファ

採択に際しては「認定自然人」概念を設ける規定は修正され、今後の「認定投資家」概念全体の見直しに併せて再検討されることとなった。この背景には、「認定投資家」向けの私募による資金調達を行うベンチャー企業や私募株式に投資するベンチャーキャピタルが、出資者を募る上での障害になるとして、「認定投資家」概念を狭めることに強く反対しており、SEC 内部や議会関係者にも、中小企業による資金調達手段の拡大という観点から、逆に「認定投資家」の基準緩和を求める声が高まっているという事情がある。

13) もっとも、不正禁止規則が投資ファンドの活動にどのような影響を及ぼすかについて、現時点で判断することは難しい。不正禁止規則違反が成立するためには悪意 (scienter) を必要としないというのが SEC の解釈であり、規則の適用対象が拡がり過ぎることによる chilling effect (萎縮効果) も懸念される。

14) ドイツの投資ファンド規制について詳しくは、神作裕之「ドイツにおけるヘッジファンド規制」神田秀樹編『利用者の視点からみた投資サービス法』（財経詳報社、2006）99 頁参照。

ンドに投資する機会が増えており、投資家保護の観点から何らかの対応が求められることが指摘されていた¹⁵⁾。

2 日本法の現状

一方、日本では、2007年9月に施行された金融商品取引法によって、主としてファンド投資家保護の観点から、投資ファンドに対する規制が大幅に強化された。その概要は、以下のようなものであり、前述のアメリカにおける規制よりも厳格であると言ってよい¹⁶⁾。日本では、金融商品取引法制定へ向けた議論の過程で、いわゆる村上ファンドなどのアクティビスト的私募ファンドの行動が社会的な注目を集め、ファンドの投資行動の透明性強化を求める声が産業界を中心に強まったことなどもあり、厳しいファンド規制に対する批判的な見方は、それほど目立たないのが実情である。

金融商品取引法は、投資信託や商品ファンドなど特別法による仕組み規制を課されているものの以外の投資ファンドを包含する新たな概念として集団投資スキーム概念を導入し、集団投資スキーム持分を有価証券とみなすこととしている(2条2項5号)。

集団投資スキーム持分を公募(募集または売出し)する場合には、伝統的な有価証券の公募と同様に情報開示義務が課されるが、集団投資スキームに対する情報開示規制の対象は、伝統的な有価証券の場合とは異なり、相当程度多数の者(500名以上)が持分を所有することとなる場合に限られる(2条3項3号)。また、主として有価証券に対する投資を行う事業以外に対する出資を行う集団投資スキーム(事業型集団投資スキーム)は情報開示制度の対象外とされる(3条3号イ)など、ファンド投資家保

護の観点からの情報開示規制は、比較的緩やかな内容となっている¹⁷⁾。

投資ファンドをめぐる情報開示規制としては、ファンドの投資行動に関するものも考えられるが、日本では、金融商品取引法の制定に伴う大量保有報告書制度の見直しにより、ファンドの株式保有に関する情報開示の強化が図られた¹⁸⁾。

また、業規制については、主として有価証券またはデリバティブ取引に係る権利に対する投資を行うファンド(投資型集団投資スキーム)の運用は投資運用業とされ、登録義務などの業規制が及ぼされる(28条4項、29条)。ファンドのGP(運営者)による募集または私募(いわゆる自己募集)は、第二種金融商品取引業に該当し、投資運用業よりは緩やかな要件ではあるが、同様に、登録義務などの業規制が課される(28条2項1号)。金融商品取引業者としての登録を受けた場合、事業報告書の提出等が求められるほか、金融庁による報告徴取や検査など監督規制の対象ともなる。

但し、適格機関投資家(および49名以下の非適格機関投資家)のみを相手方として投資ファンドの自己募集や投資運用を行う場合(適格機関投資家等特例業務)は、登録義務の適用除外とされている(63条1項)。この規定に基づく届出を行った者(特例業務届出者)に対しては、金融商品取引業者に対して課される行為規制のうち、顧客に虚偽のことを告げることの禁止(38条1号)および損失補填の禁止(法39条)が適用されるほか、業務に係る状況を確認するために特に必要がある場合、その必要の限度において、報告や資料の徴求、立入検査が行われる可能性がある(法63条4項、7項、8項)。金融商品取引法施行前から活動していた投資ファンドの多くは、この規定に依拠する特

15) SEC, Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers, Release No. IA-2266, July 20, 2004.

16) 金融商品取引法の投資ファンド規制について詳しくは、大崎貞和『解説金融商品取引法(第3版)』(弘文堂、2007)参照。

17) アメリカの場合、公募・私募の概念は、すべての有価証券に共通のものと考えられている。

18) 詳しくは、大崎・前掲注16)138-140頁。

例業務届出者となった模様である。

外国で活動する投資ファンドが、日本国内に顧客を持つ場合、国内で投資助言業務、投資運用業務などを行っているとして解され、登録を求められる可能性もある。そこで、金融商品取引法では、外国で投資助言業務および投資運用業務を行う者が、金融商品取引業者のうち投資運用業務を行う者その他政令で定める者のみを相手方として、投資助言業務または投資運用業務を行うことができる旨を規定している（61条）。

この規定は、国内の投資信託委託会社や投資顧問会社による投資運用の再委託を可能にするためのものだが、この規定の反対解釈として、海外のGPが、国内の投資家を自らのファンドのLP（出資者）とした場合、直ちに投資運用業務としての登録もしくは適格機関投資家等特例業務届出者としての届出が必要となるとの見方が成り立ってしまう。

そこで政令および内閣府令では、そのような厳格な規制を回避するための手当てがなされている。すなわち、日本国内の居住者である出資者が10人未満の適格機関投資家に限られること等の要件を満たす外国集団投資スキームの自己運用が「金融商品取引業」の定義から除外されている（施行令1条の8の3第1項4号、定義府令16条1項13号）。この場合、当該ファンドの運用者は、当該自己運用を行うことにつき、金融商品取引業者としての登録も適格機関投資家等特例業務の届出も要しないこととなる。この規定の趣旨は、前述のゴールドストーン事件で問題となったアメリカの投資顧問業法における15人基準と同じだが、日本法の方が、やや厳しい人数要件を課している。

3 曖昧な投資ファンド概念

市場に及ぼす影響や投資家保護といった観点から投資ファンドに対して何らかの規制を課することが必要だとしても、規制の具体的な内容を考える上では、投資ファンドという概念自体が

そもそも曖昧であり、安易な規制強化が思わぬ結果につながりかねないことに十分留意する必要がある。

例えば、2006年8月、インターネットの検索エンジンとして知られるグーグルが、SECに対して同社がインターネットやニューメディアに関する事業を主たる事業とする会社であり、投資会社法の規制対象となる投資ファンドではないことを確認するよう求める申立てを行った。前述のように、投資会社法は、保有する投資有価証券の額が単体の総資産（現金、国債等を除く）の40%を超える会社は原則として投資会社とみなすと定めているが、関連事業会社への投資を積極的に行ってきたグーグルが基準に抵触してしまったからである。

投資会社法の規定の本来の趣旨は、投資会社が他の事業用の資産を保有することで、規制の適用を潜脱することを防ぐものである。常識的に考えて、グーグルが投資ファンドと同じものだと主張する者はあるまい。

一方、常に「著名な投資家」という形容を冠して語られるウォーレン・バフェット氏が会長を務めるバークシャー・ハザウェイ社は、ニューヨーク証券取引所に株式を上場し、自らを「複数の多様な事業に従事する子会社を保有する持株会社」と位置づけている¹⁹⁾。その中心はGEICO社（自動車保険で米国第4位）を中核とする保険事業だとするが、一般的には、同社は保険会社やコングロマリットではなく「投資会社」だと理解されている。バフェット氏は優れたファンドマネジャーとして尊敬を集めているが、決して「経営者」としてではない。

実際、バークシャー・ハザウェイ社の年次報告書を開いてみると、会社の概要紹介に続いて、一株当たり純資産の増加率をS&P500株価指数の上昇率と対比した表が掲げられている。これは、同社の株主である投資家が、同社の価値を純資産額という尺度で測り、その増加率を株式市場全体のパフォーマンスと比較している事実を端的に表している。

19) 同社の年次報告書の記述。

このゲーグルやパークシャー・ハザウェイの例が示すように、投資ファンドと事業会社の違いは、決して一刀両断的に割り切れるものではない。むしろ、事業会社の経営者の使命も突き詰めれば企業価値の向上であり、投資リターンの向上をめざす投資ファンドのファンドマネジャーの役割と本質的にはそれほど異ならないとの見方すらできるのである。

そもそも、プロのファンドマネジャーが投資家に対する受託者責任を負いながら運用する投資ファンドは、経済全体の効率化に大きく貢献する可能性がある。安易な規制強化が投資ファンドの活動を不当に制約することは、決して好ましいことではない。仮に市場への影響という観点から何らかの規制を課すとしても、投資ファンド以外の投資家にも同様の規制を課すとか、ゴールドスティーン判決で控訴裁判所が指摘した通り、規制の対象を運用資産規模の大きいファンドに限るといった配慮が求められよう。

また、一口に投資ファンドと言っても、市場への影響や投資家保護上の問題が懸念されているヘッジファンドなどと、産業政策的な観点から育成・強化が図られているベンチャーキャピタル・ファンドとでは、政策当局者の見方が大きく異なる。前述のように、SECのヘッジファンド規則では、投資から2年間償還を受けられないクローズド期間が設けられているファンドを規則の適用対象外とすることで、ベンチャーキャピタル・ファンドに対する規制強化を回避しようとしていた。日本における金融商品取引法の制定過程でも、ベンチャーキャピタル関係者から、規制強化がベンチャー企業への資金供給を細らせるという強い懸念が表明された。こうした点も、今後のファンド規制を考える上では、見逃せないだろう。

(おおさき・さだかず)