



## Washington D.C. Political and Economic Report

Masaharu Takenaka 竹中 正治  
ワシントン駐在員事務所 所長  
(202)463-0477, mtakenaka@us.mufg.jp  
ワシントン情報 (2006 / No.068)  
2006年10月27日

### 金融・資本市場のブラインド・スポット：ヘッジファンド規制を求める動き

ヘッジファンド規制強化を求める議論が再燃している。今年9月の Amaranth Advisors 破綻や相次ぐヘッジファンド運用マネージャーのインサイダー取引疑惑に加え、最近ではこれを取り締まる SEC 自体が業界と不正に癒着しているという疑惑も浮上。来月7日の中間選挙に民主党が勝利した場合、民主党が多数派を占める連邦議会ではヘッジファンド規制が強化される可能性が高まる。

#### 【実質的に小口大衆投資家層へ拡大するヘッジファンド投資と当局の懸念】

様々な非伝統的投資手法による高収益性を売り物とするヘッジファンド業界は、過去10年間急成長した。8月18日付 WSJ 紙によると、世界全体における同業界の運用資産規模は1998年 Long Term Capital Management 危機当時の2,400億ドルから5倍増の1.2兆ドルに拡大。ファンド数は全世界で8,800強を数える。近年ではロンドンを拠点とするヘッジファンドの数が増えているが、最大の活動拠点はやはりニューヨークで、ファンド運用マネージャーの数でロンドンの約2倍と言われる。運用資金の拠出元は米国が大勢を占め、2002年の80%強から低下したものの、依然として世界全体のヘッジファンド投資の6割を占めると推定される。現在では米国の総資産運用の5%がヘッジファンドによるもので、米国の株式取引量の約30%が運用マネージャーによって取引されていると言う。(ヘッジファンドの実態に関する公式データは存在しないため、WSJ 紙および Economist 誌から引用したこれらの統計数値は、直接もしくは間接の調査推計と思われる。)

英国のヘッジファンドは Financial Services Authority (FSA) の規制監督下にある。一方、米国ヘッジファンドは様々な金融規制から除外されており、ヘッジファンド規制の必要性については過去数年間にわたって議論が進められて来た。米金融当局がヘッジファンドの現状に懸念を抱く理由の一つは、ファンド・オブ・ファンズなどを通じて実質的に小口大衆投資家層に拡大していることである。近年では退職年金基金などの機関投資家を通じても小口大衆投資家の金融資産が間接的にヘッジファンドに投資されている。

従来少数の富裕投資家を対象としていたヘッジファンドは、顧客数を15人以下に抑えることなどにより SEC 登録義務から除外されてきた。拡大する顧客層の実態を踏まえ、SEC はヘッジファンドが運用するファンドに出資した個人投資家各人を1940年投資顧問法の「顧客」と



見なすべきであると主張<sup>1</sup>。2004年10月にはヘッジファンド運用マネージャーにSEC登録を義務付ける規則改正を行った。しかし、ワシントン連邦高等裁判所は今年6月、「顧客」定義に関するSECの法令解釈を「恣意的」と認め、SEC新規則を無効と判定。ヘッジファンド規制強化の機運はいったん頓挫したかに見えた。

## 【Amaranth 破綻事件の衝撃】

最近ヘッジファンド規制強化議論が再燃した理由の一つは、米国ヘッジファンド Amaranth Advisors（総資産 95 億ドル）の経営破綻問題である。同社は先月 20 日、2006 年 9 月の損失は運用資産の 65%に相当する 60 億ドルに達する恐れがあると発表。巨額損失の原因となったのは、天然ガス取引の失敗である。同社エネルギー商品トレーダー Brian Hunter（32 歳）は昨年、天然ガス価格上昇を見越して先物取引を実施。ハリケーン「カトリーナ」襲来後のエネルギー価格上昇で巨額の収益を挙げ、Trader Monthly の職種別収益ランキングでは第 29 位に選ばれた。2006 年春に同社エネルギー商品取引部の長に昇進した Hunter は、今年も昨年同様の先物取引を実行。しかし、昨年のように大型ハリケーンによる天然ガス価格高騰が起こるところか、天然ガス先物価格は過去 9 ヶ月間に 3 分の 2 近くも下落。高レバレッジの先物ポジションが巨額の損失をもたらした。

図表 1：天然ガス先物価格の趨勢



出典：エネルギー情報局統計に基づき作成

9月23日付 Economist 誌および10月9日付 Business Week 誌によると、Amaranth Advisors には、Goldman Sachs、Deutsche Bank、Credit Suisse、Morgan Stanley といった投資銀行のファンド・オブ・ファンズや、Bank of America（与信提供）、3M 年金ファンド、San Diego 郡役所職員退職年金基金といった年金運用基金が出資していたと言う。

## 【規制強化を求める連邦議会の動き】

直近の年金改革によって年金運用機関によるヘッジファンド投資がより容易になった現在、Amaranth Advisors の顧客リストに年金ファンドが名前を列ねていたことは連邦議会に少なからぬ衝撃をもたらした。Chuck Grassley 上院議員（共和）は今日 16 日、Paulson 財務長官に書簡を送り、ヘッジファンドの情報開示不足に関する「深い懸念」を表明。現状ヘッジファンドに課せられている情報開示義務について報告と、ヘッジファンドの透明性向上に必要な法令措置についての助言を求めた。Grassley 上院議員は、退職年金や寄付基金のヘッジファンド投資を通じて一般米国市民の多くがヘッジファンドの運用リスクに晒されていると発言。ファンドの運用リスクは年金給付保証公庫（破綻企業の年金を継承する政府機関）を通じて連邦政府にも及んでいると指摘した。同議員は Amaranth Advisors の経営破綻に際して対策を検討した自身の経験について語り、次のように述べている。

<sup>1</sup> 1940 年投資顧問法（Investment Advisors Act of 1940）は、直近 1 年間の「顧客」数が 15 人以下であることなどの条件を満たす投資ファンドに SEC 登録免除を認めている。SEC は従来、ヘッジファンドが運用しているファンド自体を「顧客」一人として数えることを認めていた。



「Amaranth Advisors の事件に聞き及び、私は Amaranth の経営破綻が公的／民間年金機関や米国労働者、年金基金の慎重な運用に依存する退職者に与える影響を憂慮した。私は Amaranth やエネルギー商品取引に集中したその他のヘッジファンドに対する大手年金機関の持分について、私のスタッフに報告を求めた。この情報は一般公開記録を通じて、我々の金融／エネルギー市場を監督する連邦機関を通じてさえも入手することができない。情報が一般公開記録を通じて入手できないということだけではなく、エネルギー商品取引に集中したヘッジファンドの最大手はどのファンドかを確認することすらできないのだ。」

民主党が来月 7 日の中間選挙に勝利し、多数派となった議会では、ヘッジファンド規制を強める可能性が高い。 民主党主導の下院金融サービス委員会議長には **Barney Frank** 議員（マサチューセツ）が就任すると考えられるが、同議員は既に今年 6 月、SEC にヘッジファンド監督権限を与える法案（H.R.5712）を議会に提出している。

### 【ヘッジファンド業界のインサイダー取引疑惑】

こうした規制強化の機運を更に強めたのが、ヘッジファンド業界のインサイダー取引疑惑である。上院司法委員会は先月 19 日、インサイダー取引に関する公聴会を開催。同公聴会に証言した Linda Thomsen SEC 取締役部長は、「特に注意を要する領域（area of special concern）」としてヘッジファンド運用マネージャーによるインサイダー取引に言及した。同氏証言によると、昨年 10 月以降現在まで SEC が摘発したインサイダー取引疑惑 44 件の内ヘッジファンドが関与したものは 5 件であるが、SEC は業界に対する監視の目を強めている。

今月 16 日付 New York Times 紙によると、SEC は Movie Gallery 社の株式を内部情報に基づいて取引した疑いがあるとして、同社に与信提供したヘッジファンドに対する捜査を進めている。レンタルビデオ業者 Movie Gallery 社は今年 3 月、債権者約 200 人らと 2005 年の低業績について電話会議を行い、問題の解決にはしばらく時間がかかるとの見通しを伝えた。会議翌日と翌々日の同社株式取引量は急増し、2 日間を通じて株価は 25% 下落。対外秘の経営情報を取り交わした電話会議に参加した債権者のほとんどはヘッジファンドだったと言われる。

監視強化の目はヘッジファンドだけではなく、これに対して取締りを行う SEC 自体にも注がれている。Thomsen SEC 取締役部長は今月 19 日の公聴会で、ヘッジファンド運用マネージャーのインサイダー取引取締りには民事訴訟で十分対応可能と示唆したが、**Arlen Specter** 司法委員長（ペンシルバニア）はこれに反駁。インサイダー取引に加担したヘッジファンド運用マネージャーには刑事処罰が課せられるべきだと主張した。

今月 20 日付 New York Times 紙によると、SEC は政治的圧力に屈服してヘッジファンド Pequot Capital Management 社に対するインサイダー取引疑惑を不当に打ち切り、担当捜査官を不当に解雇した疑いがある。当初インサイダー取引疑惑の対象となっていたのは Pequot Capital Management 社の Arthur J. Samberg 会長兼 CEO と Morgan Stanley の John J. Mack CEO である。同紙によると、SEC は捜査打ち切りに抗議した担当捜査官 Gary J. Aguirre を先月突如解雇し、両社に対して摘発する意向の無いことを伝えた。Grassley 上院議員は 26 日、SEC の取締姿勢に関する調査報告を政府説明責任局（GAO：旧会計検査院）に要請し、具体的な事例として Pequot Capital Management 社のインサイダー取引疑惑に対する SEC の取締捜査に言及した。



### 【国際的に高まる規制強化の声】

ヘッジファンド運用マネージャーが金融当局の摘発を受ける例は米国外にも見られるが、こうした監督処分は必ずしも法令違反を防止する戒めになっていないと言われる。一例として、英国金融当局（FSA）は今年2月、三井住友フィナンシャルグループ（SMFG）の3,000億円増資（2003年）に関する内部情報を予め得てSMFG株の空売りを行った疑いで著名運用マネージャーPhilippe JabreとGLG Partner社に75万ポンドの罰金支払いを命令した。FSAはJabreのライセンスを剥奪したが、10月11日付WSJ紙によると、同氏は投資家と総額20億ドル以上の資金拠出合意を取り付け、新たなヘッジファンドをスイスで立ち上げる（オフショア）準備を整えたと言う。10月14日付Economist誌は、同様の過去事例としてLTCM創設者John Meritherの例を挙げている。Salomon Brothersの米国債入札スキャンダル問題に絡んだとして同社を1991年に辞職した同氏は、1994年にLong Term Capital Management社を設立。同社は1998年に破綻するが、Merither氏は早くもその1年後に運用資金19億ドルを元手とする会社新設に成功している。

ヘッジファンドに対する国際的な規制強化を求める声は、国際社会でも高まりを見せつつある。Edgar Meister ECB銀行監督委員長（ドイツ連銀理事）は今日16日、ヘッジファンドは「監督規制の無人地帯」で活動していると発言し、その急速な拡大に対する懸念を新たに表明。これに先立つ今日10日にはJean-Claude Trichet ECB総裁が欧州議会に証言。ヘッジファンドの規制強化を国際的に協調して促進する必要があると訴え、以下の通り発言した。

「規制監督外にある取引先（ヘッジファンド）が適切に運営されていることを確認するためにはファンドと取引を行う大手金融機関に頼るより他ない、という現状に満足している者は誰もいない。こうした状況は改善される必要があるが、特定管轄権が独自で行動を起こしても無駄であり、この問題には国際的な枠組みで対応しなければならない。我々は国際的なコンセンサス形成に近づいており、合意形成は時間の問題である。それまで当面の間、規制監督下にある機関は、規制監督外にある取引先（ヘッジファンド）に対し、より慎重に対処すべきである。」

ヘッジファンドは企業に投資家への情報開示や透明性を求める一方で、ヘッジファンド自体はそうした情報開示の義務を最小限に止め、当局の監視の枠外となり、世界の金融・資本市場のブラインド・スポットとなって来た。しかし、ヘッジファンド業界の規模が巨大化し、実質的に小口大衆投資家まで裾野が拡大した現状、こうした非対称的な扱いは早晚見直されることになる。

（担当：前田武史）

（e-mail address：[tmaeda@us.mufg.jp](mailto:tmaeda@us.mufg.jp)）

以下の当行ホームページで過去20件のレポートがご覧になれます。

<https://reports.us.bk.mufg.jp/portal/site/menuitem.a896743d8f3a013a2afaace493ca16a0/>

本レポートは信頼できると思われる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。意見、判断の記述は現時点における当駐在所長の見解に基づくものです。本レポートの提供する情報の利用に関しては、利用者の責任においてご判断願います。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は、出所をご明記ください。

本レポートのE-mailによる直接の配信ご希望の場合は、当駐在所長、あるいは担当者にご連絡ください。