

各国のヘッジファンド規制の状況

平成19年3月6日
杉田 浩治
(日本証券経済研究所)

各国のヘッジファンド規制の状況（要約）

世界で 1 兆数千億ドルの規模に拡大したヘッジファンドについては、世界経済のリスク要因という見方もあり、2月にドイツ・エッセンで開かれたG8会合でも話題になった。IOSCO（証券監督者国際機構）の直近のレポートにより各国のヘッジファンド規制状況をみると、各国ともヘッジファンドの法的定義は確立されていない 規制方法は国により異なる ファンドの運用者規制は広く行われている 個人投資家によるヘッジファンドの保有がすすんでいる国は少ない 複数のヘッジファンドを組み入れる「ファンド・オブ・ヘッジファンズ」(FoFH)が普及しているなどの点が浮かび上がった。

ヘッジファンド規制の必要性については各国間に温度差があるといわれる。IOSCOの今回のレポートも規制の具体的な提案はおこなわず、各国の規制実態の報告と今後モニターを続けると述べるに止まっている。

各国のヘッジファンド規制の状況

日本証券経済研究所
専門調査員 杉田浩治

はじめに

世界全体で1兆4千億ドルの規模に達した¹と言われるヘッジファンドについては、世界経済のリスク要因という見方もあり、本年2月9～10日にドイツで開かれた7カ国(G7)財務相・中央銀行総裁会議でも議題として取り上げられた。ロイター、CNN、インターナショナル・ヘラルド・トリビューンの伝えるところによれば、7カ国は「(ヘッジファンドについて)細心の注意を払う必要がある(”we need to be vigilant”)」点で一致し、金融安定化フォーラム(Financial Stability Forum: FSF)²に対し、2000年にまとめた「ヘッジファンド等の高レバレッジ機関についての報告書」をアップデートし5月のG8財務省会議までに報告するよう要請した。

ヘッジファンドのリスクについては特にドイツなど欧州大陸諸当局が強い懸念を持っていると伝えられるが、米国では大統領直属の「金融市場に関するワーキング・グループ」(財務長官を議長とし、FRB議長、SEC委員長、CFTC(商品先物委員会)委員長から構成)が2月22日にヘッジファンドなど“Private Pools of Capital”に関するレポートを発表し、「リスクには“市場規律”と“参加投資家を富裕層に限定する”ことで対応すべし、規制は強化すべきでない」との結論を表明した³。

さて、以前からヘッジファンドをフォローしているIOSCO(証券監督者国際機構 <http://www.iosco.org/>)は、加盟当局のヘッジファンド規制実態を調査したうえ、2003年に「ヘッジファンドへの個人投資家の参加にともなう規制・投資家保護問題」と題する調査レポートを発表していたが、その後ヘッジファンドに対する追加的行動の必要性を検討するために新たな調査を2005年に行い、2006年11月に「ヘッジファンドに対する規制状況 調査および比較検討」(The Regulatory Environment for Hedge Funds A Survey and Comparison)と題する報告書を発行した。

以下、この2006年レポートにより世界のヘッジファンド規制状況をまとめてみた。⁴

¹ 2007年2月22日付ウォール・ストリート・ジャーナル.ONLINE

² 1997年のアジア通貨危機等をふまえ、1999年に金融監督の国際的協調の観点から設立されたフォーラム。主要当局の金融監督当局から構成され、日本からは財務省、金融庁、日本銀行が参加している。

³ 2007年2月22日付ウォール・ストリート・ジャーナル.ONLINE

⁴ 日本の金融庁は2005年次に日本のヘッジファンドの実態調査をおこない、同年12月に「ヘッジファンド調査の概要とヘッジファンドをめぐる論点」と題するレポート(<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/17/sonota/f-20051213-1.html>)を発行した。

1. IOSCO レポートの要約・結論

IOSCO の今回のレポートは、同機構理事会が設置した専門委員会の下にある第 5 常設委員会（投資管理に関する委員会）が加盟規制当局に対し 29 項目の質問を送付し、それに対して回答を寄せた 18 カ国・20 当局の回答（米国は SEC および商品先物取引を監督する CFTC の 2 当局、カナダはオンタリオ、ケベックの 2 当局が回答した）内容をまとめたものである。

(1) 回答集計結果の要約

詳細は後述のとおりであるが、レポートは「主として次の 4 つの結論が得られた」と述べている。

ヘッジファンドについて正式の法的定義をしている当局は一つもない。

しかし、各当局とも「ヘッジファンドとは何か」についての見解は持っている（7～8 頁に主要当局の回答例を掲載）。IOSCO 専門委員会は、この各当局見解にもとづきヘッジファンドの規制方法について幾つかにグルーピングできたので、このグルーピングにより今後のヘッジファンドに関する情報収集・分析をより正確に行えるであろうと考えている。

多くの当局がヘッジファンドの運用者（advisers）を規制している。

登録ファンドあるいは集団投資スキーム(Collective Investment Schemes、以下「CIS」として公認されたヘッジファンドについて、ファンド自身に特別の規制を課している当局もある。多くの当局はファンド自身は規制していなくても、ヘッジファンドのオペレーター、スポンサー、運用者などを規制対象としている。加えて、ディスクロージャー、宣伝広告、記録管理、報告に関して規制を適用している当局もある。

現時点でヘッジファンドが「個人投資家化」している地域は少ない。しかし、これから急速に変わるだろうと見ている規制当局がある。

ヘッジファンドに関わる不正事件は既に起こっている。その程度（苦情件数）は全体としては多くないが地域によって異なっている。 将来、個人投資家への販売が広がると大規模な不正発生リスクがあるとの見方もある。またヘッジファンド規制の枠組みが最近作られたばかりであるので、ヘッジファンド不正事件のデータが全くないと指摘する当局もある。いずれにしてもレポート記載の収集データは調査実施時点での断片的情報であることに配慮する必要がある。

各規制当局はヘッジファンドに関する不正を引き続き監視していくこととする。

2003 年の IOSCO 専門委員会レポートの発表以降、ヘッジファンドが各地でどう規制されているかについての関心が高まっているが、ヘッジファンドの規制の仕方は当局によって様々であり、規制方法をまだ検討中である当局も多い。

大部分の当局はファンドの運用者を規制しているか規制する計画をもっている。その

中で、ファンドそのものよりファンドの運用者を規制する方を選んでいる当局もあるが、多くの当局はファンドと運用者の両方を規制している。一方、ファンドの販売について規制している当局は多いが、加えて・或いは (and/or) 顧客への情報開示を義務づけている当局もあれば、加えて・或いは (and/or) ファンドの資金調達 (finances) に関して当局への情報提供を義務づけている当局もある。

(2) これからの課題

IOSCO 専門委員会はヘッジファンドの規制について更なる作業が必要かどうかを注視していく方針であり、注視事項の例として個人投資家向け CIS として許される投資戦略の種類、登録ファンド・オブ・ファンズ、評価、リスク格付けの問題などを挙げている。

そして、これまでの作業に基づけば、ヘッジファンドに対する一般的な投資家保護策は特に次の事項の必要性に焦点をあてることになろうと述べている。

当該ヘッジファンドの特性 (たとえば経費、リスク、運用者の経験の程度、内部統制、実績開示、利益相反、ファンド・オブ・ヘッジファンド (以下「FoHF」) の問題等) についての明確・簡潔・効果的なディスクロージャーがなされていることの保証

(ファンド純資産価格計算の誤りは当該ファンド投資家の利益に幅広い影響を与えるとの認識に立って) 評価にかかわる原則の構築

2 . 回答集計結果の詳細

A . ヘッジファンドの資産総額および投資戦略

ヘッジファンドの数・運用資産額についての情報は限られるが、「世界で1兆ドルを超えていると推定される」と報告書は述べている。その大部分は米・英からの報告数字 (オフショア設立であろう) によるものである。国別の状況は図表 1 のとおりであるが、単純に比較・集計はできない。なぜなら規制当局によりヘッジファンドの定義は異なるうえ、規制対象に入れていなければデータ収集は困難であるからである。また多くの当局では、プロ投資家向けに販売されている、或いは海外投資家だけに販売されているファンドの情報を持っていない。

次に、各地で登録または販売されているヘッジファンドが用いている投資戦略を比較すると図表 2 のとおりである。ファンド・オブ・ファンズは 20 の規制当局中 18 の規制当局に存在しており、そのほか株式ロングショート、グローバルマクロ (いずれも 17 当局) などが広く用いられている。⁵

⁵ 図表 2 に掲げられているヘッジファンドの投資戦略の内容についてはインターネットで検索できるが、分かりやすい説明が得られる例として「日銀レビュー “ヘッジファンドの投資行動と金融市場への影響” (2006 年 11 月発行)」 (<http://www.boj.or.jp/type/ronbun/rev/rev06j18.htm>) などがある。

〔図表1〕ヘッジファンドの数と運用資産額

| | 国内登録ファンド | | 国内登録していないが 販売されているファンド | |
|-------------|----------|-----------------|---------------------------|-----------------|
| | ファンド数 | 運用資産額 (十億ドル) | ファンド数 | 運用資産額 (十億ドル) |
| オーストラリア | 100以上 | 200億ドル超 | 160 | 200億ドル未満 |
| ブラジル | 337 | 17.5 | NA | NA |
| カナダ | 13 | 0.5 | 178 | 10.0 |
| フランス | 269 | 32.0 | 0 | 0.0 |
| ドイツ | 18 | 1.7 | NA | NA |
| 香港 | 13 | 1.2 | 87 | 10.1 |
| アイルランド | NA | NA | NA | NA |
| イタリア | 123 | 14.2 | NA | NA |
| 日本 | 23 | 1.2 | 208 | 5.9 |
| ジャージー | 98 | 0.0 | NA | NA |
| ルクセンブルグ | 42 | 4.2EUR | NA | NA |
| メキシコ | NA | NA | NA | NA |
| オランダ | 40 | 2.5 | NA | NA |
| ポルトガル | 4 | 0.2EUR | NA | NA |
| スペイン | NA | NA | NA | NA |
| スイス | 206 | NA | NA | NA |
| イギリス | 0 | 0.0 | NA | NA |
| アメリカ (CFTC) | 57 | 7.6 | 3,500 | 606.4 |
| アメリカ (SEC) | 0 | 0.0 | 7,000 | 870.0 |

(注)カナダは、オンタリオとケベックとの合計。アメリカは商品先物取引を規制するCFTC (Commodity Futures Trading Commission)と証券取引を規制するSEC (Securities and Exchange Commission)の両方から回答を得ている。

〔図表2〕各国の登録または販売ヘッジファンドが用いている投資戦略

| | オーストラリア | ブラジル | カナダ (オンタリオ) | カナダ (ケベック) | フランス | ドイツ | 香港 | アイルランド | イタリア | 日本 | ジャージー | ルクセンブルグ | メキシコ | オランダ | ポルトガル | スペイン | スイス | イギリス | アメリカ (CFTC) | アメリカ (SEC) |
|--------------|---------|------|-------------|------------|------|-----|----|--------|------|----|-------|---------|------|------|-------|------|-----|------|-------------|------------|
| CB裁定 | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | | ○ | | | ○ | ○ | ○ | ○ |
| イベントドリブン | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | | | ○ | | ○ | ○ | ○ | | ○ | | | | ○ | ○ | ○ |
| 債券裁定 | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | | | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | | ○ | | | | ○ | ○ | ○ |
| 株式ロングショート | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | | ○ | | | | ○ | ○ | ○ |
| エマージング市場 | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | | | ○ | | ○ | ○ | ○ | | | | | | ○ | ○ | ○ |
| グローバルマクロ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | | ○ | | | | ○ | ○ | ○ |
| マネージドフューチャース | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | | ○ | | | ○ | ○ | | ○ | | | | ○ | ○ | ○ |
| ショートバイアス | | | ○ | ○ | × | | | ○ | | | ○ | ○ | | | | | | ○ | ○ | ○ |
| ファンドオブファンズ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | | ○ | ○ | | | ○ | ○ | ○ |
| オルタナティブアプローチ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | | | ○ | ○ | | | | | | ○ | ○ | ○ |

B. ヘッジファンドの定義

ヘッジファンドについて包括的な法的定義をしている当局はない（主要当局の回答例を7～8頁に掲載）。2003年のIOSCO 専門委員会レポートは、次のうち少なくとも幾つかの特性をそなえているものをヘッジファンドと説明していた。

- ・ CIS について一般的に適用されている借入れ及びレバレッジ（てこ作用）規制が適用されない。そして一般的にヘッジファンドは高いレバレッジを用いる。
- ・ 運用者に対し、年間報酬に加えて高い実績報酬（多くは利益に対する一定率）が支払われる。
- ・ 投資家はふつう定期的（四半期毎、半年毎、1年毎など）に持分の解約が許される。
- ・ 運用者がかなりの自己資金を投資する場合が多い。
- ・ デリバティブが（しばしば投機目的で）用いられ、証券の空売りが可能である。
- ・ 種々の大きなリスクを伴うか、または複雑な原資産（underlying products）が組み込まれている。

今回（2005年）の回答からは、ヘッジファンドの特性が上記の2003年レポートに掲げた事項より広がりを見せていることが読み取れる。たとえば、投資戦略が以前より多様化している、すなわち新興市場戦略、債券裁定戦略、さらにレバレッジ効果や借入れに重きを置かない戦略などが現れたことを指摘できる。

【図表3】ヘッジファンドの定義等

（NはNo, YはYes, NAは不明、図表4以下も同じ）

| | オーストラリア | ブラジル | カナダ(オンタリオ) | カナダ(ケベック) | フランス | ドイツ | 香港 | アイルランド | イタリー | 日本 | ジャージー | ルクセンブルグ | メキシコ | オランダ | ポルトガル | スペイン | スイス | イギリス | アメリカ(CFTC) | アメリカ(SEC) |
|---|---------|------|------------|-----------|------|-----|----|--------|------|----|-------|----------------|------|------|-------|------|-----|------|------------|-----------|
| 3) 「ヘッジファンド」は定義されているか | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N |
| 4) 「ヘッジファンド」の定義は「集団投資スキーム」の定義と異なるか | N | N | N | N | N | N | N | NA | NA | N | NA | N ^① | N | N | N | N | NA | NA | N | Y |
| 5) 「ヘッジファンド」、「プライベート・エクイティ・ファンド」、「ベンチャーキャピタル・ファンド」、「先物ファンド」を区別しているか | N | Y | Y | Y | Y | Y | Y | N | Y | N | Y | Y | N | N | Y | Y | N | N | Y | Y |
| 6) 「ヘッジファンド」と「ファンド・オブ・ヘッジファンド」を区別しているか | N | N | N | N | Y | Y | Y | N | Y | N | Y | Y | NA | N | Y | Y | N | N | Y | N |

①ルクセンブルグでは、ヘッジファンドは「オルターナティブ投資戦略を用いる集団投資スキーム」とされ、一定のルールの対象となる

なお「ヘッジファンドの定義、またはヘッジファンドを特定するために用いている特徴」として各当局が回答している内容のうち、主要当局の例を挙げれば次の通りである。

| | |
|---------|---|
| 日本 | <p>法規制上の定義はない。しかし多くのヘッジファンドは CIS の特徴を備えており、日本の法的枠組みのなかで CIS として規制されている。</p> <p>業界では次のような特性を持ったファンドがヘッジファンドと呼ばれている。</p> <p>()オルタナティブ戦略を採用()レバレッジの利用()大きなリスク・エクスポージャー()実績報酬を徴収。</p> <p>こうしたヘッジファンドにはファンズ・オブ・ヘッジファンズおよびヘッジファンド類似戦略をとる投資信託が含まれる。さらにファンド・オブ・ファンズ(ファンド・オブ・ヘッジファンズを含む)は日本の自主規制機関により「証券投資信託、不動産投信、証券投資会社または不動産投資会社に投資する投資信託」として定義されている。</p> |
| 米国 SEC | <p>定義はない。「ヘッジファンド」という言葉は一般的に「証券および他の資産のプールを保有し、その権利が登録公募の方法で販売されず、かつ投資会社として登録されていない主体」を指して使われる。</p> <p>初期の段階ではヘッジファンドは株式に投資し、レバレッジを用い、株式市場の変動をヘッジするため空売りを行った。ヘッジファンドは次第に他の金融資産へ投資を多様化し、より幅広い投資戦略を用いるようになっていく。株式取引に加え、債券、CB、通貨、店頭デリバティブ、先物契約、商品オプション、その他証券以外への投資を行う場合がある。ヘッジファンドはヘッジ、裁定戦略を用いる場合と用いない場合があり、またどちらかと言えば伝統的なロング・オンリー株式戦略を用いる場合もある。</p> |
| 米国 CFTC | <p>公式の定義はないが、非公式には「証券、商品、通貨、デリバティブなど種々の資産に投資・取引する私募のファンドまたはプールと理解されている。米国では一般的に利益に対する一定割合によっても運用者に報いる。ヘッジファンドは通常、機関投資家、年金基金、財団、大富裕個人に販売される。</p> |
| 英国 | <p>定義はない。英国では規制対象外の CIS はソフィスティケートされた投資家以外への販売は困難である。ヘッジファンドは形態よりも戦略を指して用いられる。FoHF は現在、個人投資家向け商品としては公認されないが、機関投資家には販売できる。</p> |
| 独(抄訳) | <p>ヘッジファンドの定義はないが、特殊なタイプの CIS として考えられている。立法者は「追加的リスクをとらない、ヘッジファンド独特の投資戦略(空売り、レバレッジ)を実行するファンド」を新しいクラスの CIS として導入した。ヘッジファンドは不動産、不動産会社、金以外の商品には投資できない。FoHF はファンド資産の 20% 以上を 1 ファンドに投資できない。</p> <p>ヘッジファンドは公募できないが、FoHF は公募できる。</p> |

| | |
|-------|---|
| 仏（抄訳） | <p>定義はない。CIS 運用者は投資戦略に関する規制の範囲内でオルタナティブ投資戦略を用いる国内籍ファンドを運用できる（たとえば緩やかな投資制限が適用されるファンドがある）。2004 年に公布された規制の下で、次のようなジャンルのファンドがあり、これらが国内籍ヘッジファンドと考えられている。</p> <ol style="list-style-type: none"> (1) オルタナティブ・ファンドを組み入れる登録ファンド（FoHF） (2) 緩やかな投資制限の下で運用される登録ファンド（“ARIA”） (3) 緩やかな投資制限とレバレッジ効果を持つ登録ファンド（“ARIEL”） (4) ファンド所有者と運用会社の間で自由に運用方法を決める契約ファンド <p>上記(1)～(3)のファンドはそれぞれ異なる投資ルール（分散度、レバレッジなど）が適用され、かつ購入できる投資家について異なる制限がある。</p> <p>オフショアファンドは上記(1)の形による以外は公募を認められない。なお FoHF は「ファンド資産の 10%超を、規制対象外の外国ヘッジファンド、先物ファンド、ベンチャーファンドなどに投資するファンド」と定義されている。</p> |
|-------|---|

C(). ヘッジファンド規制の方法

2003 年の専門委員会レポート発表時以降、各国のヘッジファンド規制環境は FoHF をふくめ大きく変わった。今回の質問状への回答をベースに各国のヘッジファンド規制方法を分類すると、次の三つに集約できる。

ヘッジファンドに類似した投資戦略を採用している CIS について「登録制」または「公認制」を適用

大部分の当局はヘッジファンド類似戦略をとる CIS (FoHF をふくむ) の登録または公認を認めている。中にはヘッジファンド類似戦略をとる CIS に適合した特定の CIS カテゴリーを設けている当局がある。たとえばブラジルでは“multi-markets”というカテゴリーがあるし、ドイツでは「追加的リスクをとるファンドまたは FoHF」がある。

これらのヘッジファンドに課される投資制限は当局によって異なる。フランスはレバレッジ制限を課しているが、オランダやドイツでは制限がない。ドイツでは FoHF についてはレバレッジを使えない。また FoHF について 1 ファンドへの投資制限や最低組み入れファンド数を決めている当局もある。

一方、個人投資家のヘッジファンド購入制限も当局によって異なる。アイルランドでは FoHF だけが個人投資家への販売を許されている。個人投資家について最低買付単位その他の制限を設けている当局もある。たとえばイタリーではヘッジファンドの公募を認めず、1 回の買付けに 50 万ユーロ以上を払い込める「知識のある (informed)」投資家だけに販売するよう制限されている。またフランスやポルトガルではヘッジファンド類似ファンドの販売について最低投資単位または投資家の最低保有資産に制限を設けて

いる。

一定のファンドについて制限的規制を適用

フランス、オーストラリアの2カ国は一定のファンドについて、登録や公認を行わないが一部の規制を適用している。オーストラリアではプロが販売しない小規模ファンドがそれであり、フランスでは「契約ファンド」は当局への「届出」は行うが登録・公認はない。これらのファンドは一般の CIS に適用される投資制限を受けない。ただし個人投資家への販売について制限を設けている。

登録も規制も適用しない

一部の国では登録も規制も適用されない私募のヘッジファンドが存在する。たとえばイギリスではヘッジファンドは登録も規制も適用されず、運用者 (manager/adviser) だけが公認・規制される。この場合、ファンドの公募または個人投資家の参加には制限がある。またファンドは不正防止条項の対象にはなるとともに、adviser は当局の監督対象となるか不正防止エンフォースメントの対象になる。

C() . ヘッジファンドの運用者規制

多くの当局でヘッジファンドの運用者 (adviser) を既に規制・監督の対象としているか、近い将来に規制・監督対象とする予定である。20 当局中 17 当局ではヘッジファンド運用者は他の運用業者と同じように規制または公認されている。

当局によってはヘッジファンドの運用者は特別の要件を要求されたり、一般の運用業者と異なるチェックを受ける。イタリアではヘッジファンドおよび FoHF の運用者はヘッジファンド専業業者となる。カナダ・ケベックではデリバティブの adviser はデリバティブに関し一定年数の経験を要求される。

【図表4】ヘッジファンドの運用者、ファンド、発行証券についての規制

| | オーストラリア | ブラジル | カナダ(オンタリオ) | カナダ(ケベック) | フランス | ドイツ | 香港 | アイルランド | イタリー | 日本 | ジャージー | ルクセンブルグ | メキシコ | オランダ | ポルトガル | スペイン | スイス | イギリス | アメリカ(CFTC) | アメリカ(SEC) |
|---|---------|------|------------|-----------|------|-----|----|--------|------|------|-------|---------|------|------|-------|------|-----|------|------------|-----------|
| 7) ヘッジファンドの運用者は規制されているか | Y | Y | Y | Y | Y | N | Y | Y | Y | (注)Y | Y | Y | NA | Y | Y | Y | Y | Y | Y | N |
| 8) 私募ファンドの運用者と公募ファンドの運用者の規制は異なるか | Y | N | N | N | N | N | Y | N | NA | N | Y | N | NA | NA | Y | NA | Y | N | Y | N |
| 9)a) ヘッジファンド自体が規制されているか | Y | Y | Y | Y | Y | Y | Y | Y | Y | Y | Y | Y | NA | Y | Y | Y | Y | N | N | N |
| 9)b) ファンドは登録を要求されているか | Y | Y | N | N | Y/N | Y | Y | Y | Y | Y | Y | Y | NA | Y | Y | Y | Y | N | N | N |
| 10) ヘッジファンドは特にレバレッジ、空売り、デリバティブについて制限を受けているか | Y | Y | N | N | Y/N | Y | N | Y | NA | Y | Y | Y | NA | N | N | Y | Y | NA | N | NA |
| 11) ヘッジファンドは一般投資家に公募する場合には登録を必要とするか | Y | Y | Y | Y | Y | Y | Y | Y | NA | Y | Y | Y | Y | N | Y | Y | Y | NA | Y | NA |
| 12) ヘッジファンド証券は上場を許されるか | Y | Y | Y | Y | N | Y | Y | N | N | Y | Y | Y | NA | Y | Y | N | N | Y | NA | NA |
| 13)a) ヘッジファンドは広告を許されるか | Y | Y | Y | Y | Y | N | Y | Y | N | Y | Y | Y | NA | Y | Y | Y | Y | N | Y | N |
| 13)b) 広告の可否はファンドが登録されているか否かによって異なるか | N | N | N | N | Y | N | Y | Y | N | N | N | Y | NA | N | Y | Y | Y | NA | N | N |

(注) 日本の現行法にはヘッジファンドの明確な定義がない。このため問7から問26までの回答は「ファンド・オブ・ヘッジファンズ」および「ヘッジファンドタイプの投資戦略をとる投資信託」をふくむヘッジファンドについての回答である。とくに問9から問26までは公募ファンドについての回答である。また、ヘッジファンドのアレンジ・販売は、ファンドおよび運用者に対する既存の法規制（ディスクロ、投資顧問登録など）に適合する場合に認められる。

D() . 販売仲介者についての規制

ヘッジファンドを販売する仲介者は一般的に規制されている。ヘッジファンドを販売するための特別の要件は設けていない当局が多いが、カナダ・オンタリオでは商品ファンドを販売する業者は追加的なプロ要件が必要とされている、などの例がある。

D() . 広告規制

CIS についての一般的規制と同様に、ヘッジファンドの広告は一般的に規制されており、英国のように全面禁止している当局もある。ドイツでは、一般向け広告は FoHF の場合は可能だが、単独のヘッジファンドの場合は禁止されている。またヘッジファンドの上場を認めている当局としてオーストラリア、ブラジル、ルクセンブルグ、アイルランド（個人投資家への公募は禁止）、オランダなどがある。

〔図表5〕販売規制

| | オーストラリア | ブラジル | カナダ(オンタリオ) | カナダ(ケベック) | フランス | ドイツ | 香港 | アイルランド | イタリー | 日本 | ジャージー | ルクセンブルグ | メキシコ | オランダ | ポルトガル | スペイン | スイス | イギリス | アメリカ(CFTC) | アメリカ(SEC) |
|---|---------|------|------------|-----------|------|-----|----|--------|------|----|-------|---------|------|------|-------|------|-----|------|------------|-----------|
| 14) 個人投資家への販売が許されている場合、登録ブローカーが満たさなければならない特殊なライセンス要件があるか | N | Y | Y | Y | NA | N | N | NA | NA | N | NA | N | NA | N | Y | N | N | N | N | NA |
| 15) 「ヘッジファンド」を個人投資家に販売する場合、ブローカーが従わなければならない制限(最低販売単位、個人の資産要件など)があるか | N | N | Y | Y | Y | N | Y | NA | NA | N | Y | N | NA | N | Y | Y | Y | N | | Y |

E. 個人投資家へのディスクロージャー（発行開示）

一般的に個人投資家への販売（それが許されている場合）にあたっては法で定められた最低の開示要件を満たさなければならない。20 当局中 11 当局がヘッジファンドについて、「特別の警告文言の挿入（specific warnings）」など厳しい条件を課している。ドイツでは単独のヘッジファンド、FoFH とともに販売目論見書に特別の警告を記載することが必要であるし、フランスもヘッジファンド類似の投資戦略をとる CIS について目論見書への特別警告の挿入などの条件を定めている。

〔図表6〕個人投資家へのヘッジファンドの販売時文書(発行開示)要件

| | オーストラリア | ブラジル | カナダ(オンタリオ) | カナダ(ケベック) | フランス | ドイツ | 香港 | アイルランド | イタリー | 日本 | ジャージー | ルクセンブルグ | メキシコ | オランダ | ポルトガル | スペイン | スイス | イギリス | アメリカ(CFTC) | アメリカ(SEC) |
|--|---------|------|------------|-----------|------|-----|----|--------|------|----|-------|---------|------|------|-------|------|-----|------|------------|-----------|
| 16) ヘッジファンドは個人投資家に対し一定の最低開示をともなう販売文書の交付を義務付けられているか | Y | Y | Y | Y | Y | Y | Y | NA | NA | Y | Y | Y | NA | Y | Y | Y | Y | Y | Y | NA |
| 17) ヘッジファンドは投資制限、レバレッジの程度、集中投資、空売りその他戦略を開示する必要があるか | N | Y | Y | Y | Y | Y | Y | NA | NA | Y | Y | Y | NA | Y | Y | N | Y | N | Y | NA |
| 18) 個人投資家へのヘッジファンド販売にあたって特定の警告を要求されているか | N | Y | Y | Y | Y | Y | Y | NA | NA | Y | NA | Y | NA | Y | Y | Y | Y | N | Y | NA |

F. 個人投資家への報告（継続開示）要件

多くの当局では、他の CIS と同様に定期（年次・半期）報告を要求している。また一般的に定期的なパフォーマンス報告を要求しており、通常規制当局へ届け出られる。スイスでは FoHF および組み入れ証券についての特別の開示条件を決めており、米国では商品ファンド(commodity pool)についての特別要件がヘッジファンドにも適用される。

また他の CIS と同様にファンドの資産評価にかかわる問題が時々生じている。米 SEC はヘッジファンド資産の不適切な評価にともなう問題を提起しており、英当局は「ヘッジファンドの評価についての問題に直面したが、ファンドのオペレーターおよびアドミニストレーターが外国に居る」ことの問題を指摘している。

〔図表7〕個人投資家へのヘッジファンドの報告（継続開示）要件

| | オーストラリア | ブラジル | カナダ(オンタリオ) | カナダ(ケベック) | フランス | ドイツ | 香港 | アイルランド | イタリー | 日本 | ジャージー | ルクセンブルグ | メキシコ | オランダ | ポルトガル | スペイン | スイス | イギリス | アメリカ(CFTC) | アメリカ(SEC) |
|--|---------|------|------------|-----------|--------|-----|----|--------|------|----|-------|---------|------|------|-------|------|-----|------|------------|-----------|
| 19) 個人投資家へ販売を行ったヘッジファンドは投資パフォーマンスについて定期的報告を要求されているか。もしそうならば年何回報告する必要があるか | 2 | 12 | 2 | 2 | 2 to 4 | N | 4 | NA | NA | 1 | NA | 2 | 12 | 2 | N | NA | 2 | 1 | 4 to 12 | NA |
| 20)a) 個人投資家へ販売するヘッジファンドは年次財務報告書を作成する必要があるか | Y | Y | Y | Y | Y | Y | Y | NA | NA | Y | NA | Y | Y | Y | Y | NA | Y | N | Y | NA |
| 20)b) 財務報告書は米国のGAAPあるいは国際会計基準に準拠する必要があるか | Y | N | N | N | N | N | N | NA | NA | NA | NA | N | N | Y | Y | NA | Y | NA | Y | NA |
| 21) 財務報告書は規制当局に届け出でる必要があるか | Y | Y | Y | Y | Y | Y | Y | NA | NA | Y | NA | Y | Y | Y | Y | NA | Y | N | Y | NA |
| 22)a) 上記の継続開示要件は集団投資スキームの継続開示要件と一致しているか | Y | Y | Y | Y | Y | N | Y | NA | Y | Y | NA | Y | Y | Y | Y | NA | N | NA | Y | NA |
| 22)b) 上記の開示の頻度は集団投資スキームより多いか | N | | N | N | N | N | Y | NA | Y | N | NA | N | | | N | NA | N | NA | Y | NA |
| 23)a) 貴国ではヘッジファンドまたは集団投資スキームについて評価の問題に直面したことがあるか | Y | N | N | N | Y | | N | N | N | N | N | N | NA | Y | N | N | NA | Y | Y | Y |
| 23)b) 運用者による資産評価方法について一定の方針があるか | N | N | N | N | Y | Y | Y | Y | Y | Y | N | N | NA | Y | Y | NA | Y | N | Y | Y |
| 24) 貴国ではプライム・ブローカー・アレンジメントを規制しているか | Y | NA | N | N | Y | Y | Y | Y | Y | N | Y | N | NA | N | N | NA | N | Y | Y | Y |

G. 検査およびエンフォースメント

何力国かの規制当局は、ヘッジファンドに関する苦情や法的措置実行（エンフォースメント）件数は少ないと報告したが、ヘッジファンドの概念や法的取り扱いが当局によって異なることから、データを比較することは困難である。またヘッジファンド規制を導入してからまだ日が浅い国や、CIS のタイプ別にエンフォースメント統計を分けて集計していない当局もあり、データを持たない国が多い。一つ言える事は、多くのヘッジファンド（CIS として登録または公認されているファンド）およびアドバイザーは、登録または公認の過程を通じて規制当局の監督の対象になっているということである。

〔図表8〕検査およびエンフォースメント

| | オーストラリア | ブラジル | カナダ (オンタリオ) | カナダ (ケベック) | フランス | ドイツ | 香港 | アイランド | イタリー | 日本 | ジャージー | ルクセンブルグ | メキシコ | オランダ | ポルトガル | スペイン | スイス | イギリス | アメリカ (CFTC) | アメリカ (SEC) |
|--|---------|------|-------------|------------|------|-----|----|-------|------|----|-------|---------|------|------|----------------|------|-----|------|--------------|------------|
| 25) 貴国ではヘッジファンドまたはその運用者の検査を行うか。それは何年毎か | Y | Y | Y | Y | Y | Y | Y | Y | Y | Y | Y | Y | 3 | ≥1 | Y 2 Or 3 | NA | Y | Y | 2 Or 3 | N |
| 26) a) ヘッジファンドに関して寄せられる顧客の苦情件数 (年平均) | <3 | NA | 194 | NA | 0 | NA | | NA | <10 | NA | 0 | 0 | NA | 0 | NA | NA | <10 | NA | 10 | NA |
| 26) b) 集団投資スキームについて寄せられる苦情件数と比較してどうか | 583 | < | 78 | NA | 0 | NA | | NA | < | NA | 100 | NA | NA | | NA | NA | = | NA | NA | NA |
| 27) 貴国ではヘッジファンドに対して過去5年間に何件の行政または規制措置を取ったか | 2 | | 3 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | NA | 0 | 1 | NA | 0 | 0 | NA | 10 | 0 | 43 | 51 |
| 28) ヘッジファンドに対する年平均の民事訴訟件数 | | NA | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | NA | 0 | NA | 0 | NA | NA | 0 | NA | NA | few | 0 | 9 | NA |
| 29) その他の問題 | N | Y | Y | Y | Y | Y | N | Y | Y | N | Y | NA | NA | N | N | NA | Y | Y | Y | Y |

(以上)