

第1章

集団投資スキーム会計の国際比較

一定義・観点・方法・会計規制をめぐって一

今福 愛志

I 本プロジェクトの観点と方法—「集団投資スキーム」の定義をめぐって—

本プロジェクトの研究対象は、さまざまな人々と機関からマネーの運用を委ねられ、プール化されたマネーの管理・運営する実体—エンティティー—の会計のあり方を考察することにある。「プール化されたマネーの管理・運営する実体—エンティティー—」を集団投資スキーム (Collective Investment Scheme, 以下 CIS と略記する) としてとらえ、その会計のあり方—会計制度のあり方—の検討が本プロジェクトの主題である。

CIS の概念をこのように捉えることには、批判はまぬがれないであろう。CIS をもう少し厳密に定義しなければ、これまで CIS が資本市場に投げかけた諸問題—とりわけ負の諸問題—を明らかにできないし、CIS 固有の会計問題に接近できない¹⁾。われわれは、CIS の定義を広くとらえることにより、CIS 固有の会計問題とされた問題も、実はもう少し広い文脈—それは株式会社をもひとつの CIS であるとみる見方である—からみれば、必ずしも固有の問題ではないのではないのか、という観点をしめすことだ。それはどんな意義があるというのか²⁾。

それにはまず CIS の定義からはいろう。CIS は一般にはつぎの2つの形態がある³⁾。一つは、能力の高い金融仲介業者が多数の投資家から資金を集めてまとめて運用する投資信託や年金のような仕組みが集団投資スキームといわれる。もう1つの仕組みは、「金融機関が投資家から小口資金を集めて有価証券等に投資する集団投資スキームである。間接投資とは異なり、集団投資における投資リスクは最終投資家が負担する。この文脈で市場に参加する金融機関は、業態が伝統的な間接金融機関 (銀行等) に属していても、機能上は機関投資家と名付け

-
- 1) わが国における CIS の社会的経済的問題の事例については、つぎを参照。橋上徹「集団投資スキームを利用した取引事例からみる適正な企業内容の開示のあり方」『旬刊経理情報』2006.8.18Mp. 1123)。ごく最近発生したわが国の企業年金資産の不正運用をめぐる AIJ 投資顧問の問題は、本プロジェクトの主要課題と密接につながっている。
 - 2) CIS の検討にとって不可欠な概念である、後述するフィデューシャリー概念を法学において明確にしたフランケルは、会社法を信託、エージェントなどのアナロジーでとらえようとしている。その意味で、本プロジェクトの観点と方法に少なからぬ影響をあたえている。つぎを参照。Frankel, Tamar, “Fiduciary Law,” California Law Review, Vol. 71 No. 3 (May 1983)。同論文については、つぎを参照。樋口範雄『フィデューシャリー [信託] の時代』有斐閣、1999年。
 - 3) 以下はつぎを参照。大垣尚司著『金融と法：企業ファイナンス入門』有斐閣、2010年、125-126頁。

ることができる⁴⁾。

一般には、後者のCISがいま議論をよぶ問題である。CISに関する初期の研究報告書においても、CISはつぎのように定義されている。

「集団投資スキームは、仕組み行為、資産運用、助言、資産管理、販売・勧誘といった金融サービスの機能に応じて、多数の金融サービス業者が専門家としてスキームに関与するものであり、分業体制の下、各業者がその専門性を発揮する形で運営するものである。このような集団投資スキームが一層発展することにより、投資者にとってより魅力的な金融商品がより効率的に提供することが期待されている。」⁵⁾

上記で定義された後者のCISの特徴をさらに明確にすれば、CISは金融商品と密接に関係する実体—エンティティーをさしている。すなわち、「様々な資産が、会社・組合・信託といった多様な法的道具（ビークル）を使って加工され、短時間で資本市場適合的な金融商品に作り上げられ」、こうした新たな金融商品を生み出す法的仕組みないし法的装置が集団投資スキームとされる。この観点から、CISはキャッシュフローという側面から2つに分類される。

運用型CIS：「不特定多数（私募も可）投資家の資金を集めてキャッシュフローを作り出すもの、

証券化型CIS：「すでに存在する資産キャッシュフローを確実に維持しつつ、広義の資本市場に結びつけるための仕組み。」⁶⁾

いずれのキャッシュフローであっても、共通する特徴は「一定の資産にかかるキャッシュフローが資本市場における投資物件の配当ないし利払いという性格のキャッシュフローに転換されるところにある。」⁷⁾

4) 前掲書、374頁。

5) 集団投資スキームに関するワーキンググループ『集団投資スキームに関するワーキンググループ レポート』1999年、1頁。そこでは、英国の金融サービス法において、適用対象として「投資物件」が定められ、この「投資物件」の1つが「集合投資計画（Collective Investment Scheme）のユニット」であると述べている。そして、「集合投資計画」はつぎのように定義されている。「通貨を含むあらゆる種類の財産に関する取決め」であり、「取決めの参加者に対して財産の取得、保有、管理または処分から生じる利益や所得に参加したり、これらから支払われる金銭の受取りを可能にするもの」をいう。また、「取決めは参加者が財産の管理を日々支配できないものでなければならない（受動性）」が、取決めは「参加者の出資金や参加者に対して支払われる利益や所得がプールされること（共同性）、または財産が計画の運営者等によって管理されることのいずれか、または両方の特質を有すること」とされている。」（5-6頁）

6) 上村達男「集団投資スキームの考え方と金融サービス法」集団投資スキームに関するワーキンググループ『集団投資スキームに関するワーキンググループ レポート』1999年、55頁。

7) 上村達男、前掲書、55頁。つぎを参照。「集団投資スキームには、現にあるキャッシュフローを大事に維持しながら、証券市場で使える投資物件の利払いや配当に転換する証券化集団投資スキームと、投資家から資金を集めてこれを一定の対象に投資・運用し、そこから生まれるキャッシュフローを利払いや配当に当てる運用型集団投資スキーム（投信等）の二種がある。いずれも短時間に様々な仕組みを駆使して、資本市場で取引可能な金融商品を生み出す仕組みであるから、いわば即製型金融商品な

かくして、CISの問題はファンドーとりわけヘッジファンドーをめぐる問題として近年国内外で議論をよんでいる。ヘッジファンドはつぎのように定義される。

「ヘッジファンドとは、広く一般投資家がアクセスできないファンドであって、その資産がプロの投資マネージャーによって運用される、私募形式で資金がプールされた投資ビークル」⁸⁾。

この定義から2つの特徴、すなわち、①私募形式で資金がビークルにプールされ、②プロの投資マネージャーによって当該資金が運用されること、がみちびかれる。

ヘッジファンドのこの特徴ゆえに、ヘッジファンドに対する規制が他のCISにくらべて緩やかであったことが認められる。なぜなら、「年金制度等には相対的に洗練されていない多数の一般投資家が存在し、投資家を保護するために国家が直接介入する必要があるのに対し、ヘッジファンド等の投資家は主として機関投資家および洗練された投資家であり、個別の投資家保護を規制目的とする必要性が低いこと、およびヘッジファンド等が金融の安定性に対しシステミック・リスクの脅威を及ぼしている証拠はないことがあげられる。」⁹⁾

しかし、最近、ヘッジファンドの規制のあり方、ディスクロージャーのあり方が、後述するように大きな問題となっている。しかしそれを検討する前に、もう少しCISの基本的な問題について明らかにする必要がある。そもそもCISが問題となる背景には、金融の役割の変化—「調達から投資へ」—がある。すなわち、「今日の金融の役割は、さまざまな金融技術を活用して資金調達者に金融手法を提供する「調達」面から、投資家に対して幅広い種類の金融商品を開発して投資機会を提供するという「投資」面に比重が移っているのである。巷間、「貯蓄から投資へ」というスローガンが掲げられていることがあるが、むしろ「調達から投資へ」という視点が今日の金融を理解する上では重要である。」¹⁰⁾

この金融の役割の変容をスティーブン・デビス等は、「新たな資本主義の正体—ニュー

いしカクテルタイプの金融商品とでもいうべきものである。」上村達男『会社法改革』岩波書店、2002年、136頁。

8) 神作裕之責任編集『ファンド法制』資本市場研究会、2008年、11頁。

9) 前掲書、27頁。つぎも参照。「ヘッジファンドは、その他のプール化された投資ビークルと違って、1940年法〔米国投資会社法と投資顧問法—引用者〕の登録の必要がないし、エリサ法を遵守する必要もない。このことが大甘なディスクロージャーとなっている。」The Conference Board, Hedge Fund Activism: Findings and Recommendations for Corporations for Corporations and Investors, p. 20. なお、システミック・リスクの定義と問題点については、後述の第Ⅲ節を参照。

10) 大垣尚司前掲書、5頁。この金融の役割変化に関連して、金融の社会的責任に関する大垣教授のつぎの主張は、本プロジェクトに重要な示唆をあたえている。「思うに、いかなる経済活動も最終的にはその構成員である「生活者としての個人」の幸福達成が目標である。金融も最終的には、わが国あるいは世界に住むひとりひとりの「生活者としての個人」のために存在している。いかなる高度な金融技術もこの目標を離れたところでは意味をもたない。」(11頁)「金融に携わる者は、常に、ファイナンスの最終目的が生活者としての個人の幸福にあり、自由かつグローバルな市場をめぐる必ず生活者としての個人に影響を及ぼすのだということを肝に銘じて、常に常識と良識を働かせながら、複雑化の一途をたどる金融技術を自家薬籠中のものとして使いこなせるようにならなければならない。」(12頁)

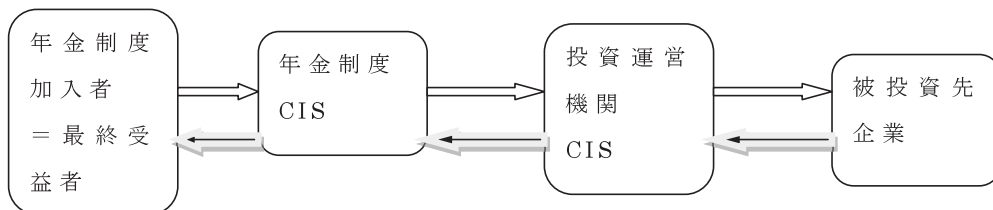
キャピタリズムが社会を変える」という本のなかでつぎのように述べている。

「かつて、一国の経済全体の命運を左右する力を一手に握っていたのは国家か、ロスチャイルド家やメディチ家のような豪商だった。いまでは、その実権を握るのは、老後に備えて貯蓄する警察官、自動車労働者、コンピュータプログラマーなどを代表する機関投資家である……たしかに、市民投資家の年金受給権には個人差が大きい。高級取りの経営者の積立額は、工場労働者と雲泥の差だ。だが、両者の積立金はどちらも、企業年金危機などの同一の集団投資スキームを通じて投資されるのが普通である。そして、こうしたファンドは高額拋出者だけでなく、拋出者全員に対して責任を負っている。ほんどの信託法は、年金制度が貧しい加入者の犠牲のもとに、裕福な年金制度加入者に有利な投資方針を採用することも、その逆も禁じている。別の言い方をすれば、集団貯蓄・投資スキームを介することで、小口投資家の影響力が拡大されることになる……」¹¹⁾

こうした考えかたのもとに、スティーブン・デビス等はCISの役割を投資先企業の監視役として位置づけるだけでなく、自らもまた説明責任をはたさなければならないと結論づけている。

以上、CISの定義をめぐるさまざまな見解の検討をつうじて初めて、冒頭でしめた本プロジェクトの研究対象となるCISのとらえ方が意味することが明らかとなった。それをまとめれば、つぎようになる。すでに述べたとおり、CISには従来型の年金制度や信託のような型と新しい型である、投資プロによる資産運用を目的として組成されたさまざまなピークルからなるが、次節でのべるように前者のCISのなかでも年金制度が後者のCISにマネーを委ねる割合が高まるにつれて、両者の形態の違いは当然としても、両者の関係は密接となっている。

この関係は投資をめぐるマネーを委ねる側とそれを受託する側というエージェンシー関係としてみるのではなく、マネーのフローとそれをめぐるリターン授受をめぐる連鎖関係のなかでみる必要があるであろう。かつて今福はそれをフィデューシャリー・リレーションシップという用語であらわした¹²⁾。それを図解すれば、[図表1]のようになる¹³⁾。



図表1 フィデューシャリー・リレーションシップにおける連鎖

- 11) スティーブン・デビス、ジョン・ルコムニク、デビッド・ピット・ワトソン著、鈴木康雄訳、ランダムハウス講談社、2008年、22-25頁。
- 12) フィデューシャリー・リレーションシップの詳細については、つぎを参照。今福愛志『企業統治の会計学』中央経済社、2009年、第Ⅱ部。
- 13) ここでいうフィデューシャリー概念については、前掲の『企業統治の会計学』を参照。

〔図表1〕のように、CISをめぐるマネーフローはいまや2つの主体からなるエージェンシー関係というよりも、マネーフローをめぐる2つ以上からなる主体の連鎖のうえになりたっているともみることができる。それに対応して、マネーの運用への勧誘と結果をめぐる情報のディスクロージャーの連鎖もまた形成される。いま問題になっているCISをめぐる会計問題は後者の問題である。そのあり方は次節でのべるように、国際的にも必ずしも明確になってはいないが、間違いなくCIS問題の重要な課題のひとつになっている。

CISの会計問題をこのようにマネーとそれに対応する情報のディスクロージャーという双方向のフローとしてみる時、被投資先企業である株式会社もまた多くの人々と機関からのマネーの集積—資本の集積—とマネーの運用を委ねられた実体—エンティティー—であることに気付かされる。それは、すでに述べた典型的なCISとはその性格が異なるとはいえ、まったく無縁の問題であると結論することはできない。むしろ、被投資先企業もまたCISの会計問題につらなるものとして捉え、その限りにおいて共通する会計問題をぬき出す方法が必要とされる。冒頭でかけた本プロジェクトの主題はそうした観点にたってみちびかれた。それは、「CIS会計の国際比較」の研究にとって必要な観点と方法である。

II CIS会計規制の論点

前節でまとめたCISの定義をめぐる問題をもとに、CISの会計のあり方を考察すればつぎのようになる。CISとは、資本市場で「投資物件ないし金融商品を作り出す仕組み」として捉えれば、それは今問題になっている商品だけでなく株式もまたそれにふくまれる。すなわち：

「株式会社制度は株券という投資物件を生み出す仕組み規制とみることもでき、株式には均一性・同質性といった市場適格性、代表取締役・取締役会・会計監査人といったガバナンス構造が備わっている……集団投資スキームは歴史的に形成されてきた、金融商品生み出しのプロセスを自覚的に抽出し、これを新たな金融商品を安定的に生み出すことのできる仕組みとして再構成し、これを現代に生かそうという試みである。したがって、理論上株式会社も集団投資スキームとされるのは自然である。」¹⁴⁾

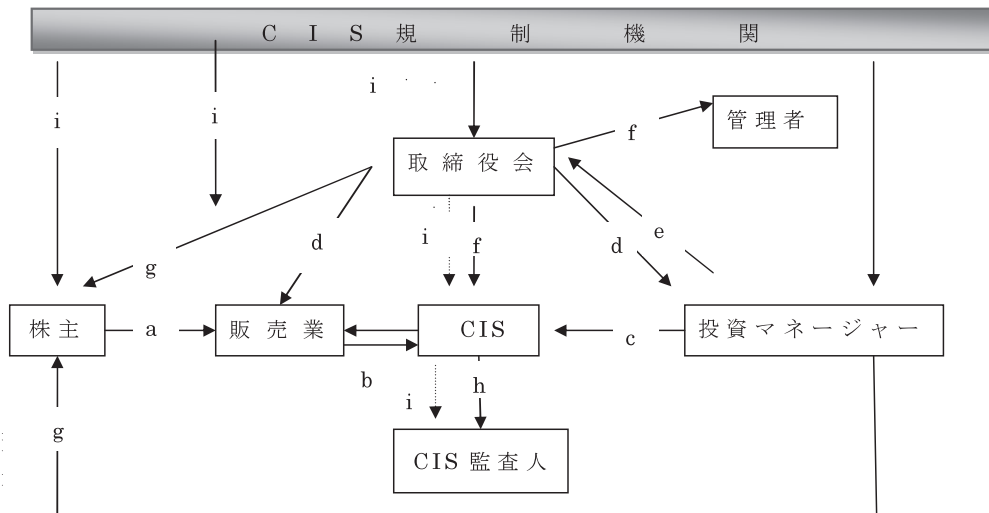
前節でのべたCISの2つの型—運用型CISと証券化型CIS—の違いは、資金を集めてキャッシュフローを作り出すのと、キャッシュフローを使って資金を集めるところにあるとすれば、株式会社は前者に属するから、資金の運用と配分にかかるルールとそのためガバナンス構造が主題となるであろう¹⁵⁾。ここで問題とするヘッジファンドもまたここに属することになるであろう。以下、運用型CISの会計問題について、IOSCO（証券監督者国際機構）の専

14) 上村達男「集団投資スキームの考え方と金融サービス法」集団投資スキームに関するワーキンググループ『集団投資スキームに関するワーキンググループ レポート』53頁。

15) 上掲稿、55頁。

門委員会報告書より検討してみよう¹⁶⁾。

一般にCISを分類すれば、会社型モデルと契約型モデルの2つに分けられる。さらに、会社型モデルは取締役会型と預託機関型に、後者の契約型モデルは預託機関型と受託会社型に分けられる。会社型取締役会型と契約型預託機関型に関するガバナンスの構造を図示すれば、それぞれ[図表2][図表3]のようになる。



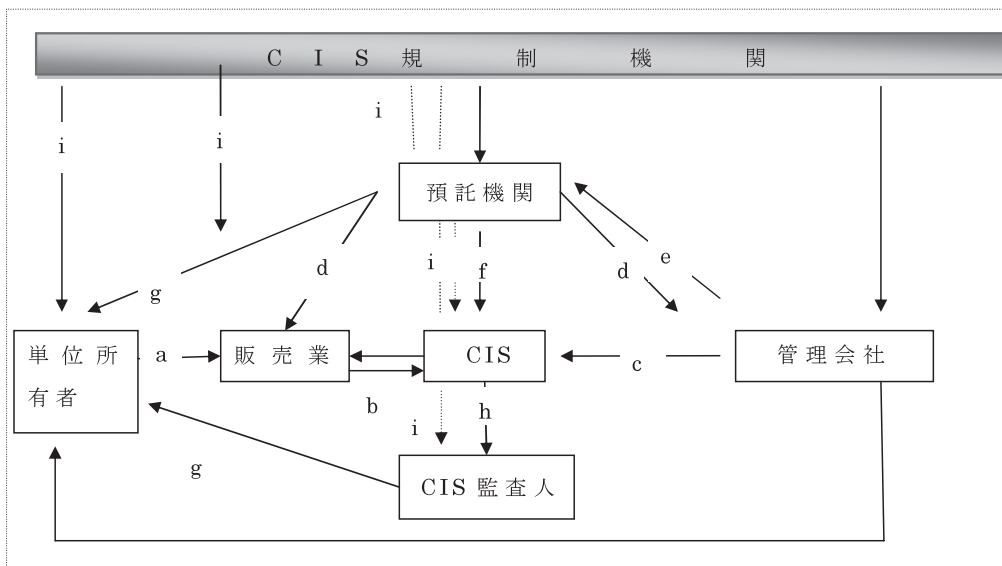
図表2 会社型モデル—取締役会型のガバナンス構造

記号の説明 a. CIS株式の購入/買戻しの発注： b. 株式発行/消却とキャッシュフロー
 c. CISポートフォリオの日常的管理 d. 投資マネージャーと販売業の諸活動—利益相反をふくむ—の監督： e. ユニット所有者への報告義務と所有率に対応する責任： f. CIS活動の監督と資産の保管： g. CIS株主の最善の利益の保護： h. CIS財務諸表の監査： i. 株主の最善の利益の保護目的のためのCIS活動と主要スタッフの全体的な監視

[出所] IOSCO Technical Committee, *Examination of Governance for Collective Investment Schemes, Part 1*, p. 18.

会社型モデル—取締役会型では、取締役会は当該会社の株式を取得して株主となり、当該会社の目的は調達した資金を証券ポートフォリオに投資することにある。この結果、資金の所有と経営—すなわち、プール化された資金を利用する経営と分離され、CISの管理者と投資家の利益が乖離して、両者の潜在的な利益相反が生ずる。会計はこれをどのように解決するのか。

16) 以下は、つぎの資料によっている。IOSCO Technical Committee, *Examination of Governance for Collective Investment Schemes, Part 1 & Part II*, June 2006. このPart Iの仮訳として、つぎのものがある。IOSCO (証券監督者国際機構) 専門委員会「集団投資スキームのガバナンスに係る調査 (パート I)」金融庁、2006年6月。本稿においては、Part Iについては仮訳による。引用の際には、原書と仮訳のページ数をそれぞれしめす。



図表3 契約型モデル—預託機関型のガバナンス構造

記号の説明 a. CIS株式の購入/買戻しの発注： b. 株式発行/消却とキャッシュフロー
 c. CISポートフォリオの日常的マネジメント d. 投資マネージャーと販売業の諸活動—利益
 相反をふくむ—の監督： e. 報告義務と契約条項の承認
 f. CIS活動の監督と資産（管理者にゆだねられた資産）の保管： g. ユニット所有者の最善
 の利益の保護： h. CIS主要要素に関する独立したレビュー： i. ユニット所有者の最善の
 利益の保護に係わるCIS活動と主要スタッフの全体的な監視

【出所】 IOSCO Technical Committee, *Examination of Governance for Collective Investment Schemes, Part 1*, p. 34.

一方、契約型モデル—預託機関型では、投資家は証券ポートフォリオの持分を取得するユニットを購入する。証券ポートフォリオはそれ自体法的な実体をもっていない。このモデルの会計問題はどのようにすべきか¹⁷⁾。

CISの会計問題のあり方を考えるうえで、上記の報告書における主題であるCISのコーポレートガバナンスのとらえ方は有用である。そこでは、CISのコーポレートガバナンスはつぎのように定義されている。

「CISのガバナンスは、CISがCIS内部者のためではなく、CIS投資家の利益のために効果的かつ排他的に組織され、運営されることを求めるCISの組織及び運営のための枠組みと定義できる。」(p. 3, 5頁)

つづけて、「CISの強固なガバナンスの枠組みは、監視及び検証を通じて、CISを組織し、

17) 以下において2つのモデルに関する各国別の主要な形態について、IOSCO報告書にもとづいて整理しておこう。

米国：会社型モデル—取締役会型；英国：会社型モデル—預託機関型，契約型モデル—受託会社型；
 スペイン：投資会社の機能的側面（例：議決権）を有するが法的には契約型モデル；スイス・イタリア・
 ドイル・スペイン・フランス・ルクセンブルグ：契約型モデルまたは契約型モデル類似型；日本：契
 約型モデルを会社型モデルよりも多く利用。IOSCO Technical Committee, *Examination of Governance for
 Collective Investment Schemes, Part 1*, APPENDIX 1-3.

あるいは運営する者の違法行為あるいは過失による損失からCIS資産が保護されることを確保し、投資家が自身の投資に係るリスク、得ることができる報酬、及びとりわけCISが常に投資家の最良の利益のために運営されることについて十分に情報が与えられるように努めるべきである。」(p. 4, 5-6頁)

上述したように、IOSCOの専門委員会報告書はCISの会計問題を考察するうえで重要な観点は、会社型モデルにせよ契約型モデルにせよ、CIS管理者と投資家との利益相反を回避する仕組みを構築するために、まずはCISに独立の監督の実体—エンティティ—をどのように設定するかという点にあった¹⁸⁾。すなわち、CIS内における独立した監督エンティティの組織化によってCIS管理者の経営への支配または影響力から回避できるようにすることである。すなわち：

「独立した実体あるいは諸実体の目的は、利益相反に直面した際、“客観的かつ十分に情報を与えられてはいるが、外部の観点から”。CIS運営者が適用される規則、契約上の義務及び責任を遵守し、CIS投資家がCIS運営者の目的と異にした行動から保護されることを確保するものであるべきである。」¹⁹⁾

ところで、拙著のなかで²⁰⁾ 会計（制度）が形成される基礎には、「相対的」であれ、一定の実体—エンティティ—の「自律性」がなければならない、そこにエンティティのガバナンスのための会計の前提があることが指摘された。ここでいうエンティティとは、法律上の実体を意味するだけでなく、組織としての意思決定の仕組みを明確にもっていない場合であっても、それが投資家のリスクとリターンにとって重要であるとするならば、それもまたエンティティとして識別される。そうした柔構造を有するエンティティ概念をさしている²¹⁾。

これに照らせば、前述した会社型モデルはもちろん、契約型モデルのCISであっても、そこにエンティティが識別され、会計のあり方が重要な問題となる。それはどのような意味か、それが次節の課題となる。

Ⅲ CISの会計規制のあり方—ヘッジファンドを中心として—

すでに述べたように、ヘッジファンドの特徴が私募を中心としていること、また弱小の一般投資家ではなくプロの機関投資家による投資であることから、規制のあり方をめぐって難しい問題があると認められる。

18) IOSCO Technical Committee, *Examination of Governance for Collective Investment Schemes, Part 2*.

19) *Ibid.*, p. 10 (仮訳 13 頁)。なお、文脈にてらして、若干、仮訳を修正している。

20) 拙著『企業統治の会計学』の序章、第 I 部を参照。つぎも参照。橋上徹「特別目的会社・信託等を巡る開示問題」『企業会計』2007 年 10 月。

21) 拙著『企業統治の会計学』の第 13 章「新しい事業体とエンティティ概念」を参照。

一方、ヘッジファンドへの投資が国内外で多額にのぼっている²²⁾。さらには、サブプライムのデフォルト問題のひとつがヘッジファンドであったように、ヘッジファンドの倒産によって生じたシステミック・リスクをどのように回避するかが、重大な課題となった²³⁾。

さて、2008年に米国のアセットマネージャー委員会から公表された報告書「ヘッジファンド業界の最善の実務」は（以下、同報告書と略記する）、広範にわたる実務を対象としてはいるが、会計規範がヘッジファンドの実務にどのような論理で、どのように浸透するのかを考えるうえで有用である²⁴⁾。同報告書の目的は、「もっとも効果的に投資家保護を高め、システミック・リスクを減少させる」ための最善の実務を提案することにある。それにはつぎの5つの領域に関連して実行しなければならないとする。

ディスクロージャー：強力なディスクロージャー実務によって、投資家がどこに資金を投資するかどうかの決定、投資の監視、投資を引き上げるどうかの決定に必要な情報を投資家に提供することができる。

評価：ロバストな評価手続によって、文書化された政策による責任の分化、監督、資産評価（評価が難しい資産をふくむ）に関する責任の分化、監視、その他の手続が可能となる。

リスク管理：包括的リスクによって、測定、モニター、およびリスク管理、および市場・流動性リスクに関するポートフォリオのストレステストが検討される。

営業・経営活動：健全で管理された活動とインフラストラクチャー。

コンプライアンス・コンフリクト・営業に関する活動：利益相反を明確にし、もっとも高い水準のプロフェッショナルリズムとコンプライアンス文化にまで引き上げること。

上記の領域のうち、会計規制のあり方に直接的に関連する問題は、ディスクロージャーと評価である。一般にCISのディスクロージャー問題、とくにディスクロージャーの中身に関連して、ディスクロージャーの形態は2つに区分される²⁵⁾。①個々の商品の内容開示中心：企業内容の開示—仕組み等には周知性が確立：例 株式、②仕組み開示・リスク開示からす

22) 米国の実態ではあるが、2011年のヘッジファンドへの機関投資家による投資総額は約4,000億ドルに達しているという。前年度増24%である。もっとも、2007年のヘッジファンドへの投資額は6,600億ドル余に達していた。“Institutional assets pour into hedge funds,” *Pensions & Investments*, November 14, 2011.

23) サブプライムのデフォルト問題およびヘッジファンドと金融危機については、たとえば、つぎを参照。ヴィラル・V・アチャリア、マシュー・リチャードソン著、大村敬一監訳『金融規制のグランドデザイン』中央経済社、2011年とくに第6章「ヘッジファンド業界における金融危機の余波」。なお、そこではシステミック・リスクは次のように定義されている。「システミック・リスクとは、实体经济に供給されるべき資本を極端に減少させてしまうような、金融機関の広範な破綻、ないしは資本市場の機能停止と捉えることができる。」前掲訳書2頁。

24) The Asset Managers' committee, Report of the Asset Managers' Committee, *Best Practices for the Hedge Fund Industry*, April 15, 2008. 以下、引用の際はベース数のみ記す。

25) 上村達男「集団投資スキームの考え方と金融サービス法」57頁。

べてを開示：「プロであっても詳細な開示が出発点であり，慣れに応じて除外。」

同報告書のヘッジファンドのディスクロージャー問題も上記の②の内容を中心に詳細なディスクロージャーが提案されている²⁶⁾。しかし，ここで問題とすべきであるのは，評価手続に関する最善の実務である。それによれば，保有する資産の評価についてつぎのような最善の実務をもとめている。

「評価と正味資産価値の計算に際して，一般に認められた会計原則（GAAP）を準拠した公正価値会計を使用すべきこと。」（p. 3）さらに，マネージャーの評価方針と当該評価方針を監視するために評価委員会の設立を詳細に開示することが，提案されている。具体的には，ヘッジファンドのポートフォリオの価値に関する評価と開示については，米国会計基準157号の評価階層別のディスクロージャーが順守されるべきである²⁷⁾。

ここでとくに留意されるべきは，評価委員会の設立の提案である。評価委員会は独立した機関として，マネージャーの評価方針と手続を定期的に評価し，評価方針の適正性と継続利用および当該スタッフによる継続的，適正かつ的確な適用を実施する能力をレビューしなければならない（pp. 14-16）。評価委員会の中心となる役割には，つぎのようなものがある。

- (i) さまざまな種類からなる投資ポジションに使われる方法と方法を導くための情報源，およびかかる方法と情報源の重大な変更に関する開発，
- (ii) 基金資産の分類に関するマネージャー指針と方針を会計基準157号（FAS157）の評価の階層別に関する基準にそってレビューし承認すること，
- (iii) 特定種類の資産の評価にあたり販売業者の相場による時には，量的質的情報のレビュー，およびかかる相場の入手方法と調整方法に関するプロセスのレビュー，
- (iv) 基金ポートフォリオの最終的評価の承認，
- (v) 評価に関する決定責任をになう個人またはグループの任命（p. 15）。

ここで含意していることはつぎの2つである。第1に，ディスクロージャー問題の焦点のひとつが，保有する資産の評価手続であるが，このディスクロージャーの前にヘッジファンドというエンティティに評価方針がさだめられ，その妥当性を担保する役割をもつ評価委員会が設定される必要がある。これは，会計のディスクロージャー問題の前提にはエンティティのガバナンス構造があることを意味する。これを次のように言いかえてもよい。ヘッジファンドのディスクロージャー問題は組織のガバナンス問題と連携しなければならない。

第2に，かりにヘッジファンドが公開企業でなくとも，その会計には一般に認められた会計原則たるGAAPの順守がもとめられる。委ねられたマネーの運用の実態をあらわすために

26) 同報告書では，具体的にはつぎの項目のディスクロージャーが提案されている。私募発行の覚書，監査済み年度財務諸表，成果情報，投資家への書簡とその他の報告（リスク報告書），重要な情報の適時ディスクロージャー，p. 1.

27) FAS157の3つの評価階層の詳細はつぎを参照。ヴィラル・V・アチャリア，マシュー・リチャードソン著，大村敬一監訳『金融規制のグランドデザイン』第9章「公正価値：信用収縮によって浮き彫りとなった政策的課題」。

は、組織の形態と規模にかかわらず、その時点で社会的に公正妥当とみとめられた会計処理原則が強制される。

かくして、ヘッジファンドの会計は投資家保護目的に貢献するという役割をもとめられれば、ヘッジファンド内部のガバナンス構造に再編成が要請され、その要請のもとに組織化された一定の仕組みのもとにみちびかれた会計情報がディスクロージャーの前提となる。このプロセスはヘッジファンドをふくめたCISに固有なものではなく、公開企業であれそうした展開のもとに現代の会計制度—IFRSをふくめた会計制度が—形成されてきたのである。

IV 「CIS会計の国際比較」から得た知見と課題

以上の検討をふまえて、この時点で「CIS会計の国際比較」研究から得た知見を整理すればつぎのようになる。

CISの2つの形態である、会社型モデルと契約型モデルという違いがあれ、投資家保護目的にたった会計規制のあり方という点に照らすと、共通する特徴がみちびかれなければならない。それは、CISを一つの実体—エンティティ—としてみて、その会計のあり方が問題となる。

ここでいうエンティティとは、どのようなCISの形態であれ、また私募にもとづくマネーの運用の実態であれ、相対的に「自律した」意思決定システムをもつ実体としてみて—擬制して—、CISの運営者と投資家との利益相反を防止する仕組みをエンティティに構築することが、CIS会計にもとめられる国際標準の会計規制であるに違いない。

たしかにCISは、既存のとくに公開企業の会計規制とは規模において社会的重要性において異なることはいうまでもないが、投資家からのマネーを委ねられたスキームという点では、会計規制のあり方に質的な違いはない。本稿でしめしたとおり、CISのディスクロージャー問題は同時にCISのガバナンス構造のあり方に深くかかわっている問題でもある。

マネーをゆだねられ、運用をまかされた管理者が、投資され保有されている資産をどのように評価して、どのように報告するかという問題は、いまIFRSで大きな議論をよんでいる公正価値会計をどのように適用するかという問題でもある。

保有資産の公正価値会計の導入が、CISが報告すべき資産評価の適正性を担保する問題とされれば、それは会計問題をこえてCIS内部に利益相反を調整する仕組みの策定がもとめられる。その一つが、すでにふれた評価委員会の設立であり、その構成員の独立性の問題がCISの会計規制の有効性を決するメルクマールになる。

その際、プール化されたマネーの運用を委ねられる限り、そこでは公開企業が順守しなければならないGAAP（一般に認められた会計原則）の全てではないが金融商品の評価に関してはしたがわねばならない。

本報告書の以下においては、CIS会計の国際比較という観点にたって国内外で生じている

CIS会計をめぐるさまざまな動向を明らかにする。