

〔論 文〕

# 世界金融危機と金融規制

岩 橋 昭 廣

## はじめに

米国発の世界金融危機は、各国政府・中央銀行による巨額の公的資金投入にもかかわらず、極めて深刻な状態にある。シティ・グループ（銀行）や AIG（保険会社）などの世界最大級の金融機関は、事実上政府の管理下におかれるなど、世界金融の出口はいまだ見出せてはいない。

オバマ政権は、2010年1月21日に「大手金融機関の規模縮小」と「銀行の業務範囲の制限」を骨子とする金融規制案（ボルカー・ルール）を発表し、さらに2010年3月には、金融規制・監督改革法案の新たな修正案を公表した。その骨子は、①米連邦準備制度理事会（FRB）が総資産500億ドル以上の銀行持ち株会社など主要金融機関を一元的に監督する、②FRBの傘下に消費者金融保護局を設置する、③銀行による高リスク取引（HLT）を禁止する、④規模の大きな金融機関の解体権限を金融当局に付与する、⑤金融当局トップで構成する金融安定監督協議会を新設する、というものである。

今回の金融危機は、2008年9月に生じた大手投資銀行リーマン・ブラザーズの経営破綻を直接の契機としているが、それに先立って、2007年頃からサブプライム・ローンの焦げつきによって生まれた金融界の動揺を見過ごすことはできない。つまり、サブプライム・ローンの焦げつきによる金融界の動揺——ヘッジファンド規制への要請——に、大手投資銀行の経営破綻が加わり、一連の金融危機を生じさせたとみるこ

とができる。

こうした背景をもつ今回の金融危機への対応策として、オバマ政権が「銀行の業務範囲の制限」を規制に加えたのは、今回の金融危機の原因を金融的利得の拡大をねらった投資銀行やヘッジファンドの投資行動だけでなく、商業銀行がそれらに潤沢な資金を供給したことにみているからである。サブプライムローンなどを証券化商品として組成する際の問題は、リスクが高い部分の買手を見出すことにある。欧米の商業銀行はこの問題を、リスクが高く買手がつきそうにない高リスク部分を、購入資金を提供しつつヘッジファンドに購入させることで「解決」をはかってきた。その点に着目するならば、ボルカー・ルールの焦点はヘッジファンドと商業銀行との金融取引の規制にある。しかしながら、金融取引そのものを規制することには反発も根強く、法案の帰趨には不透明感がただよっている。本稿では、主にヘッジファンド規制に焦点をあてながら、1990年代以降の金融規制をめぐる議論を整理することを通じて、金融規制の構造を明らかにしたい。

## I 投機マネーの膨張と証券化業務

### 1. 金融投機（マネーゲーム）と富の創造

今回の金融危機は、1980年代以降に急速に膨張した投機マネーの暴走が引き起こしたと言われている。まずこの投機マネーとはどういうものののだろうか。

投機とは、証券・外国通貨・不動産・商品（農産物や原材料）などの将来の価格変化を予

想して、その売買によって利益を得ようとすることをいう。安値で買って高値で売ることによって利益を得るのが投機の本質がある。投機取引は値動きが激しく、予想が難しい資産や商品に対して行われる。投機取引への参加者たちが予想の当たり外れを競い合い、資金をやりとりする、マネーゲームの本質は賭博に他ならない。

日本においても、近年、金融の投機化現象を基礎にして、富の源泉に対する国民的意識が変容してきた。証券会社ばかりでなく、証券を窓口販売できるようになった銀行までもが、預金以外の金融商品への有利な資金運用を呼びかけている。金融的利得をいかに拡大するか、マネーゲームでいかに儲けを増やすかといったことが、さまざまな場面で喧伝されている。しかし、こうしたマネーゲームでは本来の価値＝社会的な富を増やすことはできない。というのも、貸付資本家（銀行など）が産業資本家（企業）に対して貸付を行い、産業資本家が借り入れた資金を使って生産活動を行うことによって始めて、社会的な富＝価値生産物の増大に役立つからである。この点に資本主義経済における金融が果たす役割がある。

資本主義経済における本来的な金融活動は、こうした生産活動に役立つ金融活動（生産金融）であり、近代的な利子生み資本（銀行）は、産業資本（企業）が生産過程で生み出す利潤の一部を利子として手に入れるに過ぎない存在なのである<sup>1)</sup>。その点からすれば、現代資本主義の下でも、社会的富である価値生産物を年々新たに生み出しているのは、産業資本家に雇われた賃金労働者の労働である。先進資本主義国において、どれだけ金融活動が巨大化しようが、銀行や証券会社が、あるいは預金・貸出市場や証券市場が、それ自体として新しい価値を生み出しているわけではない。金融業が最も儲かる業種だとしても、金融業がそれ自体として社会的富を生み出すことのできないのである<sup>2)</sup>。この点をまず確認しておきたい。

## 2. 投機マネーの膨張

1970年代の高度経済成長が破綻して以降、世界の資本主義経済は低成長に移行した。その結果、世界の資本主義は、生産過程で生産され、流通過程で価値実現（商品の販売）された貨幣資本の一部を、生産過程に再び投資できないという意味で、過剰な貨幣資本として恒常的に累積させている。

19世紀から20世紀にかけての資本主義における重化学工業（鉄鋼業・鋁業・化学工業などの素材産業）の発展は、巨額の設備投資資金を必要とし、その資金の回収には長期の期間が必要とされた。そこで生み出されたのが、株式や債券といった証券を発行することによって、大量の資金を調達できる証券市場である。この証券市場の発展によって、金融市場は銀行を中心とする短期の貸付市場（間接金融）と証券市場（直接金融）にわかれて発展してきた。

しかし、20世紀後半から21世紀にかけて、先進資本主義諸国の産業構造の中心が、重化学工業から電機・半導体・IT関連・ネット関連サービス業へと移行するなかで、その中核となる大企業においても、重化学工業における製鉄所建設のような巨額の設備投資資金を必要としなくなってきた。たとえば、銀行貸出は、1980年を100とすると2006年には302と約3倍化しているのに対して、製造業向け貸出は1.1倍化しているに過ぎず、銀行の総貸出高に占める製造業の割合も12.1%と極めて低くなっている。こうした銀行貸出における製造業向け貸出の停滞は、製造業の停滞ないし衰退と経済のサービス化という産業構造の変化にもとづいている<sup>3)</sup>。

他方で金融業においては、メガバンクなどの巨大金融機関が形成され、貸付能力も巨大化している。にもかかわらず、実体経済あるいは生産と消費の世界には、大きな資金需要がない。したがって、銀行の貸付は、「実体経済と離れた世界」に需要を見出さざるを得ない。それが「投機の世界」なのである。つまり、現代資本主義における金融は、生産金融（モノを造るための金融）としての役割を低下させ、「巨大な

詐欺と賭博の場」(マネーゲームの場)と化している。

### 3. 金融危機と重層的証券化

2008年9月のリーマンショックを契機とした今回の世界金融危機の原因と考えられているのが、サブプライム・ローン問題で明らかになった金融機関の「貸付債権の証券化」と「重層的証券化」(「証券化商品の再証券化」)と言われる事態である。この過程を時間を遡りながら明らかにしたい。

1980年代のアメリカ金融界では「ありとあらゆるものが証券化」された。70年代に住宅用モーゲージの証券化・流動化が、住宅金融を助成をする目的で設立された政府機関などの強力な支援のもとに進展し、やがて80年代に入ると、自動車ローン、リース債権、売掛債権など定期的なキャッシュ・フローが見込めるものから次々に証券化された金融商品が開発された。ユーロ市場でも、80年代には変動利付債やNIF(Not Issuance Facility)といった貸付と証券の混合商品が開発され、貸付債権の証券化・流動化が進行する<sup>4)</sup>。こうしたセキュリタイゼーションやグローバリゼーションの流れが1980年代以降の金融界を特徴づけている。

いま住宅ローンを例にとり、この「貸付債権の証券化」や「重層的証券化」の仕組みを述べれば、以下ようになる。アメリカでは住宅販売価格の3%の頭金を用意して、年6%の金利で元利返済ができる労働者であれば、住宅を買うことができた。日本では不動産仲介手数料は売主・買主の双方が負担するが、アメリカでは平均して6%の不動産仲介手数料は売主の負担となる。「3%の頭金」とは、ジニー・メイやフレディ・マックと呼ばれる住宅金融公社からの融資を受ける際に必要な自己負担部分を意味している。これらの公的な住宅金融機関は、不動産融資を実行する銀行などの金融機関に対して政府保証をつけることで労働者の住宅取得を容易にしていた。こうした公的機関による住宅取得支援によって、2万5000ドルの所得があ

れば、40%の世帯は自分の家を取得するという「持家政策」がとられていた。こういう状況の下で住ローンの証券化がはかられる。

融資を行った金融機関は、住宅ローン債権を保有せずに金融市場を通じて他の金融機関に転売する。このローン債権を購入した金融機関は、複数のローン資産を裏付けにして、住宅ローン担保证券(RMBS: Residential mortgage-backed security)を発行する。定期的なローンの返済によるキャッシュ・フローが市場金利で資本還元されて証券価格が成立し、「証券化商品」となる。

住宅ローン担保证券は、リスクに応じた格付けが行われたあと、市場で再び住宅ローン担保证券を裏付け資産とした新しい証券化商品である債務担保证券(CDO: Collateralized Debt Obligation)に組成される。ヘッジファンドなどの投資機関は、住宅ローン担保证券や債務担保证券を買い入れて所有し、それを担保にコマーシャルペーパー(ABCP: Asset-backed commercial paper)を発行し、短期資金を調達し投機活動を活発化させた。また大手金融機関も本体とは別に証券化商品に投資する特別目的会社(SIV: Structured Investment Vehicle)を設立し、ABCPを発行し、短期・低利の資金を調達することによって投機的活動を強化した。

住宅ローン以外の貸出債権を裏付けとする証券化商品——たとえば、レバレッジド・バイアウト(LBO)向けの融資などを裏付けとしたローン担保证券(CLO)、商業用不動産向け貸出を裏付けとしたCMBS(Commercial MBS)など——の発行も大幅に増加した。さらに、RMBSなどの証券化商品を裏付けに新たな証券化商品を生み出す債務担保证券(ABS CDO)などの「再証券化」商品も普及した。ABS CDO(以下CDO)は、RMBSなど一次証券化商品に比べ、多様な裏付け資産を利用できることから、より自由度の高い形で幅広いリスク／リターンの商品を創出することが可能となる。割安な一次証券化商品を集めて、投資家のニーズの強いトランシェを創出・販売するといった

このように何層もの証券化が行われ、それぞれの局面で「新しい金融商品」として証券化商品が売買されてきたのであり、こうした証券化商品による金融ビジネスの構図を図示すれば以

ローン債権を証券化する銀行経営上のメリットとして考えられるのは、①証券化商品の開発以前では支払準備によって多かれ少なかれ制約されてきた大手商業銀行の経営規模の拡大が、スワップや先物取引、信用保証などの金融スキルを通じて市場性資金を取り込めるようになり、経営規模拡大への制約を免れることができた、②ローン債権を売却することによって資金をすばやく回収でき、投下資金の回転率を引き上げ、収益向上をはかることができた、③ローン債権をオフバランス化し、全体として信用リ

The diagram illustrates the business model of investment banks, showing the flow of capital and assets between various entities. The entities are represented by boxes, and the flows are indicated by arrows with labels.

**Entities and their roles:**

- 機関投資家 (年金、保険、銀行、投信他) 等** (Institutional Investors (Pension Funds, Insurance, Banks, Investment Firms, etc.))
- ヘッジファンド (ペアスターズ・ファンド等)** (Hedge Funds (Pair Stars, Funds, etc.))
- 投資銀行 (資産運用部門)** (Investment Bank (Asset Management Department))
- プライム・ブローカー (投資銀行)** (Prime Broker (Investment Bank))
- 投資銀行** (Investment Bank)
- ウェアハウジング (銀行、投資銀行等)** (Warehouse (Banks, Investment Banks, etc.))
- サブプライムレンダー** (Subprime Lender)

**Flows and Processes:**

- 投資 (Investment):** Institutional investors invest in Hedge Funds and RMBS. The Prime Broker also invests in CDOs.
- 出資 (Capital Contribution):** The Investment Bank (Asset Management Department) provides capital to Hedge Funds.
- キャッシュフロー (Cash Flow):** Hedge Funds provide cash flow to the Prime Broker. The Prime Broker provides cash flow to the Investment Bank.
- 信用供与 (Credit Provision):** The Prime Broker provides credit to the Investment Bank. The Investment Bank provides credit to the Warehouse.
- CDO (Collateralized Debt Obligation):** The Prime Broker invests in CDOs, which are structured into Senior, Mezzanine, and Equity tranches. The Investment Bank provides credit to the CDO.
- RMBS (Residential Mortgage-Backed Securities):** The Investment Bank provides credit to the Warehouse, which then provides credit to the Subprime Lender. The Subprime Lender provides cash flow to the Warehouse. The Warehouse provides cash flow to the Investment Bank.
- 格付け (Rating):** The Warehouse provides ratings to the Investment Bank. The Investment Bank provides ratings to the Warehouse.
- 引受・組成 (Underwriting and Structuring):** The Investment Bank provides underwriting and structuring services to the Warehouse and the Subprime Lender.
- 平時における評価はDCF法によるモデル価格** (Normal time evaluation is a model price based on the DCF method).
- 組成後の評価は売買価格ベース (市場流動性有)** (Evaluation after structuring is based on the trading price (market liquidity)).
- ローンの買取り開始からMBS発行までの担保資産積み上げ資金供与。** (Funding provided for the accumulation of collateral assets from the start of loan purchase to the issuance of MBS).
- 近年、大手投資銀行は、サブプライム・レンダーを買収を通じて住宅ローンのオリジネーション業務に積極的に参入** (In recent years, major investment banks have actively entered the origination business of residential loans through the acquisition of subprime lenders).

**Numbered boxes (1-6) indicate specific steps or points in the process:**

- ①: CDOを担保徴収 (Collecting collateral for CDO)
- ②: 投資 (Investment)
- ③: 投資 (Investment)
- ④: 引受・組成 (Underwriting and Structuring)
- ⑤: 信用供与 (Credit Provision)
- ⑥: オリジネーション (Origination)

**Overall Flow:** Institutional investors provide capital to Hedge Funds and RMBS. Hedge Funds provide cash flow to the Prime Broker. The Prime Broker provides credit to the Investment Bank. The Investment Bank provides credit to the Warehouse. The Warehouse provides credit to the Subprime Lender. The Subprime Lender provides cash flow to the Warehouse. The Warehouse provides cash flow to the Investment Bank. The Investment Bank provides underwriting and structuring services to the Warehouse and the Subprime Lender. The Warehouse provides ratings to the Investment Bank. The Investment Bank provides ratings to the Warehouse.

Page:4

スクを軽減し、証券市場から資金を調達する場合の格付けを引き上げることによって資金調達コストを下げることができる、といった点である。

こうした事情が、ローン債権の証券化を銀行業務の重要な分野に発展させてきた。と同時に、商業銀行のビジネス・モデルをローン債権を満期まで資産として保有し、預金金利と貸出金利の利ザヤから利益をあげる伝統的なモデルから、証券引受やこれに関連する金融ビジネスの提供によって手数料を稼ぐフィービジネスに大きく変化させたのである<sup>6)</sup>。

欧米の金融市場で発達してきた「証券化された金融商品」の開発競争は、経営上の制約となるさまざまな規制を免れようとする商業銀行や投資銀行の収益獲得競争でもあったが、そこで成立したビジネス・モデルが「借手の信用力を査定したうえで資金を貸し出し、その貸出債権を束ねて証券化し、投資家に販売する」という originate to distribute model (あるいは originate and distribute model) というビジネス・モデルである<sup>7)</sup>。

originate to distribute model の下で開発されていた証券化商品の商品特性は「リスク分散」にある。たとえば、「返済不能のリスクは高いものの大きなリターンが見込める」というローン債権は、それだけでは買手が限られてしまう。そこでリスクの性質が異なる複数のローン債権を束ねて証券化すれば、先のローン債権のリスクは軽減され、その結果、買手がつきそうにないリスクの高いローン債権であっても買手がつくという考えである。こうした住宅ローン担保証券を裏付けとする債務担保証券は、リスクの低下にともない、全体としてみれば格付けが高くなる。信用リスクが高いサブプライム・ローンであっても、住宅ローン担保証券や債務担保証券に証券化されることで「低リスク・高リターン」の金融商品につくりかえられていった。その際、大きな役割を果たしたのが確率論を応用した金融工学の理論である。返済不能となる確率がそれぞれ20%と計算されたローン債

権を4本束ねて債務担保証券を組成した場合には、 $0.2 \times 0.2 \times 0.2 \times 0.2 = 0.0016$  となり、その債務担保証券の返済不能確率は0.16%と計算されるからである<sup>8)</sup>。こうした「リスク分散機能」は、「性質の異なるものに分散投資することでよい結果が得られる可能性がある」という「リスク分散原理」にもとづいており、このリスク分散機能は金融仲介業務の本質的特徴として法学者にも理解されている<sup>9)</sup>。

## 5. originate and distribute model から originate to distribute model へ

originate and distribute model がビジネス・モデルであった局面では、「貸出債権を束ねて」売却するという商品化の手法がとられていた。ところが、証券化商品の開発競争が激しくなり、originate to distribute model がビジネス・モデルとなってからは、リスク分散を目的とした「束ねる」という商品化手法が、「売るために束ねる(証券を組成する)」ことへとビジネス・モデルそのものが転換したことに注目すべきである<sup>10)</sup>。たとえば、バーゼルⅡの規制をうける商業銀行は、高格付けの資産でなければ必要資本が大きくなってしまいうので、証券組成のテクニックを駆使して格付けが高くなるようなサブプライム RMBS (ローン債権担保住宅債券) を組成するといった手法が普及した。たとえば、BBB 格の高リスクをもつ債券であっても、返済不能リスクに対して売手側が貸倒引当金を設定しておけば、格付機関は「返済不能リスクを買手は負担しない」と判断して、AAA 格に格付けすることができ、貸倒引当金設定というテクニックが高格付け債券を生み出すという手法である。今回の金融危機で公的資金の提供を受けた AIG は、債券に対する保険である CDS (Credit default swap) を数多く引き受けてきた。CDS の仕組みはこうである。

銀行 X が貸付先 A の信用不安が発生したので、焦げつきを回避するために、保険会社 Y が提供する CDS を購入する (ここでは保険会社が CDS の売手になっている)。銀行は保険会社

Yに手数料を支払うが、万一、貸付先が経営破綻したときには保険会社から保険金を受け取ることができる。

このままでは、保険会社が大きなリスクを抱えることになるので、別の保険会社（あるいはCDSの売手）から同じ期日に決済されるA社向けCDSを購入する。この売手をZ社としておこう。保険会社Yは、ここではCDSの売手であると同時に買手である。したがって、保険会社Yは、Xから受け取った手数料をZ社に回すことで保険料の負担を回避（相殺）できる。また、A社が経営破綻したときに銀行Xに支払うべき保険金は、Z社から受け取る保険金で相殺できる。A社が経営破綻したときの債権債務関係は、XとYとの関係ではなく、XとZとの関係に置き換わっているのだが、XとZにはそういう債権債務関係にあることは認識されていない（リスク分散の仕組み）。

こういう取引だけならば、保険会社にとってのメリットは「銀行Xからの依頼を受けて、CDS契約を交わした」ということだけなので、たとえば、A社が発行する社債やA社の融資に応じれば、A社が現実に経営破綻するまでの間は、A社からの社債の利払なり、貸付利息なりを受け取ることができる。いわば倒産寸前にある企業ですら、貸出や社債引受業務の対象となりうるまでに証券化商品が生み出されていたわけである。

## II originate to distribute model の崩壊

### 1. リスク分散がシステムを崩壊させた

originate to distribute mode を通じて金融機関は、信用リスクを低下させていくなかで、サブプライムローンの拡大とその証券化を繰り返せば繰り返すほど儲かるという構図を「定着」させ、金融機関自身もヘッジファンドを創って証券化商品に積極的に投資を行ってきた。こういう構図のなかで住宅ローン市場では、住宅ローンの借手をいかに生み出していくが儲けの源

泉となるので、返済能力のないシングル・マザーにアパート建設をもちかけ、家賃収入から返済させるという目論見までも登場する。「売るために組成する」という商品化の手法は、原債権となる住宅ローン市場をおおい、サブプライム・ローンが横行していった。

originate-to-distribute model のさらなる発展をもくろんで信用リスクを転嫁させる仕組みを作り上げたつもりが、とめどないリスク分散によって、リスク分散を特徴とする originate-to-distribute model というビジネス・モデルそのものが機能不全に陥ったこと、ここにサブプライム問題の根深さがある。こうした事態をフランス中央銀行総裁の Jean-Paul Redouin は、2007年3月のストックホルムでの金融フォーラムで以下のように述べている。

「金融ショックへの強い回復力をもたらすとされてきた信用リスクの転嫁によるリスクの分散は、信用リスクを転嫁した結果としてリスクが蒸発してしまうのではない。むしろそれらは、再びパッケージされているのである。向こう見ずな利ザヤ稼ぎという目下の状況は、リスクを転嫁するための市場が投資家により多くのリスクを引き受けさせるばかりとなっている。だから、金融イノベーションは利回りを絞り出すことに熱中するのではなく、適切な水準でリスクを値決めすることに向けられるべきだ」<sup>11)</sup>。

BISのアナリストであるボリオは、Jean-Paul Redouin が特徴づけた「リスクの細分化 (atomisation of risk)」というコンセプトを引き継ぎ、信用リスクの転嫁を目的とした「リスクの細分化」が「量子跳躍 (quantum leap)」を引き起こしてしまい、'originate-to-distribute' strategies に向けた金融機関相互の取引を解消する動きを促進してしまったと、事態を総括している<sup>12)</sup>。

### 2. BIS や中央銀行は金融システムの何を問題にしているのか

ではどのようなプロセスでそのようなことになったのか。ボリオは、金融市場で進行して

いた3つの構造変化を指摘する。第一は、銀行のような金融仲介機関とマーケットとの相互依存関係が深まって、銀行はヘッジ業務を通じてリスクマネジメントと収益を市場に依存し、市場はファンドをオリジネートする際の資金と販路を銀行に依存するようになり、結局、カウンター・パーティリスクが手に負えなくなった——カウンター・パーティリスクの削減を通じて、システミック・リスクの顕在化を予防するという観点は当初から存在していたにもかかわらず——こと、第二は、リスクが細分化されるにつれ、最終需要者向けに組成される商品は極めて手の込んだものになり、この金融商品に価格を付けようとしても、ますます見積もりに依存しなければならなくなっていった、つまり金融商品の値決めに客観性が失われていったこと、第三は、実体経済に対する金融セクターの規模が著しく増大したこと、である<sup>13)</sup>。

またFRBの議長であるバーナンキも、originate-to-distribute modelが「引き受け、格付け、投資家のデューディリジェンスなどを含む多くの重要な点で機能不全(broke down)を起こしたこと、さらに、金融機関は、リスク管理や資金繰り計画に甘さがあった、ということ」を認めたとうえで、とはいえ、「こうした問題があるにせよ、このモデルは過去において有効であったし、十分な改革を加えることで将来においても再び有効となりうる」と述べて、originate-to-distribute modelが再構築されるだろうとの期待を明らかにしている<sup>14)</sup>。

### Ⅲ 1998年 LTCM 破綻と ヘッジファンド規制の骨格

#### 1. ヘッジファンド規制に消極的なFRB ——誰が規制を担うのか

リーマンブラザーズの経営破綻が今回の金融危機の契機になったとはいえ、リーマンの経営破綻は、2007年以降サブプライム問題によって生じた金融システムの動揺があった。様々な金融商品の価格変動が激しくなったときこそ、投

機にとってはより大きな利益が求められる「好機」でもある。専門業者の経営破綻などがあるついでとき、これを「好機」とみて、リーマンブラザーズは以前にも増した投機に乗り出していった。それを可能にしたのは、CDS(クレジット・デリバティブ・スワップ)にみられるような、「倒産寸前の企業であっても投資の対象となる」(Distress finance)にいたる金融工学の「発展」であり、信用リスクへの「信仰」ともいべき理解であり、そしてなによりもより大きな利潤を求めようという「資本の魂」そのものである。

こうした「資本家の蓄富欲求」を社会的にコントロールするのが、現代資本主義の課題であるべきなのだが、金融政策をリードするFRBにはそうした意識は希薄である。あくまでも取引当事者間での取引の「正常化」をはかるというスタンスに終始しているように思われる。

たとえば、グリーンズパン議長(当時)は、LTCM破綻後の銀行・金融サービス委員会での証言(1998年10月1日)で、「アメリカ経済とは、広範な金融セーフティネットと金準備にとらわれない貨幣制度と、レバレッジの高い業務を行う金融機関をそなえた経済であって、われわれは、コストなしにはこの経済システムのメリットを享受することはできないのだ」と述べた<sup>15)</sup>。また彼は、2004年の上院銀行・住宅都市問題委員会で「ヘッジファンドを規制することは、極めて重大な損失につながりかねないと理解している」と述べた。

グリーンズパンの後任となったバーナンキ議長も、「(ヘッジファンドへの)直接規制は、市場規律にモラルハザードを持ち込むことになり、市場に流動性を供給するヘッジファンドの能力を制約することにつながりかねない」と述べ、ヘッジファンドの破綻をすべて防ぐことはできないのだから、与信リスク体制を強化することによって、そうした破綻に対する市場の回復力の強化を進めるべきだと主張した<sup>16)</sup>。

また、バーナンキ議長は「資産価格ブームによって生じる不安定性を和らげようとするため

には、金融政策は有効な手立てではない」とし、「バブルの発生を抑え、金融システムを守るためには、ミクロレベルの政策を使う方がはるかに良いアプローチだ」と判断している。ここでのミクロレベルの政策とは、①銀行システムの資本健全性の監督、②ポートフォリオのストレステスト、③金融教育の改善、④金融自由化過程に対する注意、⑤最後の貸手としての役割を演じる意志であるという<sup>17)</sup>——この考えはグリーンSPANの「ヘッジファンドについては政府よりも取引相手の方が熟知している」(1998年)と軌を一にしている。

ヘッジファンド規制を行うには、ヘッジファンドと金融取引を行う当事者からの情報提供が不可欠であることへの理解は、今日ではSECとFRBとの投資銀行をめぐる監督権限の争いとなってあらわれている。ニューヨーク連銀のガイドナー総裁は、SECが投資銀行を監督すべきであるとのコックス委員長の主張に対して、「FRBが商業銀行と投資銀行をまとめて監督する役割をもつことが非常に重要である。なぜなら、監督という形で直接に情報を得なければ、FRBは適切な判断を下せないからだ」と述べている<sup>18)</sup>。SECとFRBのいずれに監督権限についての軍配をあげるべきかを判断するうえで、ジョージ・ソロスの次の意見が参考になるだろう。ソロスはヘッジファンド規制についてこう述べる。

「ほとんどの金融取引はアメリカやヨーロッパの主な規制機関の管轄下にある大銀行を通るので、それ以外の経路を通る量は非常に少ない。タックスヘイブンで有名なケイマン島を通しても、ニューヨークやロンドンに事務所をもたずに存在することはできないわけだから、把握することはできる。だから国際協力と合意があれば、グローバル市場を規制することはできる。ポイントは規準を設定することであって、それをアメリカやイギリスが監視して、発展途上国の銀行にも規準を受け入れるように強制すればシステムは機能する」<sup>19)</sup>。

ソロスの意見で重要な点は、「ほとんどの金

融取引がニューヨークやロンドンの大銀行を通る」ということである。SECにはニューヨークの大銀行の帳簿を調査する権限はない。SECが管轄するのはあくまでも証券取引だからである。したがって、当然のことながら、ヘッジファンドの投資行動やその下で採られている金融取引の内実をふまえた規制に向こうには、監督機関はFRBでなければならないだろう。

## 2. LTCM 破綻後にあらわれたヘッジファンド規制の「骨格」

### (1) アメリカ国内法でのヘッジファンドの位置づけ

まず、規制の対象となっていたヘッジファンドは、アメリカ国内法ではどのような取り扱いがされていたのか。中尾武彦は以下のように整理している<sup>20)</sup>。

- ①集合投資スキームの一種であるヘッジファンドを規制する根拠法は存在するが、適用除外規定を運用することによって、結果的に規制を免れている。逆に言えば、ヘッジファンドは、この適用除外規定を活用するリミティッド・パートナーシップをとっている。
- ②アメリカにおいてヘッジファンド規制が存在しないと考えるのは誤りであるが、既存の規制体系がヘッジファンドに十分なディスクロージャーを求めるものとなっている、あるいは投機的取引を牽制するものになっている、とは考えられてはいない。
- ③こうした「適格購入者」や「認定投資家」という概念にもとづいて、規制を免除する(適用を除外する)という考えは、裕福で判断能力の高い投資家には法律による投資家保護を図る必要は乏しいとの考えによる(「買手責任」の原則)。同時に、この適用除外規定は、ヘッジファンドが投資信託一般に比べて、地域的・商品的に極めて幅広い市場での業務を行うこと、投資戦略のより大胆な変更や投資対象金融商品の機動的な入れ換えを行うことを可能にしていると考えられている。



## (2) アメリカにおけるヘッジファンド規制

### ①ファンドの設定に関する規制

1934年証券取引所法において、国法証券取引所上場会社のみならず、発行済証券の保有者が名簿上500人以上でかつ100万ドル超の資産を有する証券発行者は、その発行する証券を米国証券取引委員会（SEC）に登録しなければならない。証券を登録した発行者には、継続開示義務（年次・四半期報告書等）、大量保有報告義務（5%超保有報告）および短期売買報告書義務（10%超に対してそれらするファンド内部者の取引報告）が課せられている。なお多くのヘッジファンドは本条項の適用を除外されている。

1940年投資会社法（Investment Company Act of 1940）は、原則として、すべての投資会社の前駆への登録、投資会社およびその関係者に対する行為規制、SECによる制裁等を規定する。ただし、証券の実質所有者が100人以下で、かつ公募を行っていない証券発行者は、本法上の投資会社とはみなされない。なお、多くのヘッジファンドは、適格購入者を無制限に受けられていることから、SECによる規制が免除されている。

### ②ファンドの運用に関する規制

SECは、2004年10月、1940年投資顧問法を改正し、投資顧問の登録義務を強化する新ルールを追加するとともに、関連規則の一部改正を行った。本改正法は2005年2月10日に施行、登録義務の開始は2006年2月1日からとなっている。

#### イ) 登録の対象

アメリカに本部を置き、営業を行う投資顧問48のうち、①米国内に15人以上の顧客を有し、②2,500万ドル以上の資産運用を行う者は、投資顧問業者としてSECに登録する義務50が生じる。米国に本部を置かないオフショア投資顧問も、米国に15人以上顧客を有する場合は、運用資産額に関係なくSECに登録する義務が生じる。

#### ロ) 開示義務

投資顧問業者は、投資顧問業者登録様式

により、ヘッジファンドの数・運用資産総額・従業員の数・顧客の種別等を含む情報をSECに登録しなければならない。また、登録された情報は投資家に開示される。投資顧問は、顧客利益に奉仕する旨書面で約し、その方針・手続に関する情報を顧客に開示する必要がある。また、業務方法・処分歴・財政状況等を含む書面の開示も必要となる。

#### ハ) コンプライアンス関連義務

登録投資顧問業者は、SECによる定期的な検査や法令遵守に関する方針・手続を書面で採用し、毎年見直すとともに、それを管理する最高コンプライアンス責任者を任命しなければならない。また、職員の行動基準等を含む倫理規範を作成しなければならない。

#### ニ) その他の義務

その他の義務として、成功報酬を徴収する投資家を、最低150万ドルの純資産が75万ドルの預入資産を有する者に限定、顧客資産の維持・管理、業務に関する帳簿・記録の5年間の保存が課される。

### ③ファンドの販売に関する規制

1933年証券法は、原則全ての公募証券をSECに登録すること及び勧誘に当たり投資家に目論見書を交付すること等を義務付けている。ただし、これらの義務は、①私募の場合53並びに②適格投資家54に対して募集を行う場合55及び③募集の額が少額である場合には適用除外となることから、多くのヘッジファンドは当該規定の適用を受けているようである。ただ、適格投資家への販売除外規定及び少額免除を利用したヘッジファンドを投資家に勧誘する際には、新聞・雑誌・手紙・テレビ・ラジオ放送等を利用した不特定多数への勧誘が禁止されるほか、購入者が当該証券を転売しないよう、証券発行者は必要な措置を講じなければならない<sup>21)</sup>。

#### ④その他の法規制

商品取引所法（commodity exchange act）は、ヘッジファンドが先物・先物オプション取引、

商品オプション取引をおこなうときに適用される。

i) 反マネーロンダリング規則 (Anti-Money Laundering Regulation) —— 2001年10月に成立した「愛国者法」(USA PATRIOT ACT) は銀行秘密法 (Bank Secrecy Act) に重要な変更を加え、これにもとづいてヘッジファンドには反マネーロンダリング規則にもとづいた報告義務が課せられるとともに、監督当局はヘッジファンドを含む投資会社における反マネーロンダリング規則の効率性に関する報告を議会に対して行わなければならない。また監督当局はヘッジファンドに対して、反マネーロンダリング規則へのプログラムの作成と、顧客の識別・証明プログラム (CIPs) の履行を求めている。

ii) 消費者プライバシー規則 (Consumer Privacy Regulations) —— ヘッジファンドのスポンサーやヘッジファンドが、消費者および顧客に関する非公開情報を当事者関係にない第三者との間で共有したときは、顧客はこの共有された情報を削除させることができる (permitted to opt out of such information sharing)<sup>22)</sup>。

### (3) BIS によるヘッジファンド規制提案

ソロスの指摘によれば、ヘッジファンドの投資行動はロンドンやニューヨークでの大銀行の口座を通過する。ロンドンの大銀行についてはイギリスの中央銀行が、ニューヨークの大銀行についてはアメリカの中央銀行が監督する。ところが、イギリスの中央銀行はアメリカの中央銀行を監督できないし、アメリカの中央銀行はイギリスの中央銀行を監督するもできない。各国中央銀行間の協調体制は、BIS (国際決済銀行) のもとに行われる。1975年のヘルシュタット銀行の為替取引に起因する経営破綻を契機とした国際金融危機にさいして、国際的な投資行動への監視・監督の欠如が問題視され、このことから国際的な投資行動を監視・監督する機関

として BIS の存在がクローズアップされ、それ以来、各国中央銀行の協調体制を構築する場として BIS が活躍してきた。

ヘッジファンド規制のいわば「骨格」を形成しているのが、1998年の LTCM 破綻後に BIS がとりまとめた「銀行と、レバレッジの高い業務を行う機関との取引に関する健全な実務のあり方」(*Sound Practices for Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions*, Jan.1999) である。国際金融市場でヘッジファンドが用いる金融手法そのものは、ヘッジファンドに独自なものではないので、ここではヘッジファンドそのものが取り上げられているわけではない。ヘッジファンド以外の機関投資家もヘッジファンドと同様の金融手法を用いた投資行動をとる、より幅広い市場参加者の行動や金融手法に注目して BIS は「レバレッジの高い業務」として<sup>23)</sup>。そうしたヘッジファンドの、あるいは「レバレッジの高い業務を行う機関」に対する規制の「骨格」とは以下のものである。

- ① 総合的な信用リスク管理体制の一環として、対 HLI 取引に係る明確な方針と手順を設定すること。
- ② HLI に特有のリスクを勘案のうえ、健全な情報収集、デュー・ディリジェンス (due diligence)、および信用分析の実務を適用すること。
- ③ トレーディングおよびデリバティブ取引から生じるエクスポージャーのより正確な計測手法の開発を促すこと。
- ④ HLI に対して意味のある総与信限度を設定すること。
- ⑤ 担保や早期解約に関する条項をはじめとする信用補完手段を HLI の特性に対応したものとする。
- ⑥ HLI のトレーディング業務、リスク集中、レバレッジ、およびリスク管理プロセスを考慮のうえ、対 HLI 信用エクスポージャーを緊密にモニターすること。

また、この報告書をより具体化したものとし

て、BIS グローバル金融システム委員会 (CGFS: the Committee on the Global Financial System) は、「1998年秋にみられた金融市場の出来事」(On financial market events in the autumn of 1998) と題するワーキングレポートを作成している。そこでは、流動性の枯渇やリスク・スプレッドの上昇がなぜ突然生じたのか、何が市場参加者のリスクテイク意欲を減退させたのか、混乱からの回復度やその速さはどの程度なのか、といった点を中心に LTCM 破綻後に生じた金融危機の様相を考察している。そこからワーキンググループが引き出した結論を整理すれば、以下のようになる。

最も重要な教訓は、マーケット・ストレスへの最も有効な対抗手段が、市場参加者の側での健全なリスク管理であるという理解である。このことは、市場が信用力評価やリスクテイク行動に効果的な規律を与えることを保証するような規制面や金融政策面での環境が必要であることを意味している。また、1998 年秋の金融市場における危機が主要先進国の実体経済に与えた影響はあまり大きくなかった。これは、健全な商業銀行制度が直接金融での金融仲介活動の低下を補ったためである。このことは、間接金融の比重が大きい大陸欧州などの金融システムにおいては、直接金融の比重が大きい金融システムに比べ、非金融部門へのクレジット・アベイラビリティが低下しなかった事実の説明となろう。このように、健全な預金受入金融機関の維持は、今後も重要課題である<sup>24)</sup>。

BIS にはヘッジファンドを直接的に、あるいは包括的に規制する権限はない。BIS 規制は、この間、リスクテイク自体を当局が制限する(預証比率による規制など)ことから金融機関の自己管理と市場規律を中心とした銀行監督へと展開してきた。たとえば1996年の市場リスク規制には、「リスク管理の方法自体も基本的には自己責任とし、銀行の自主性を認めたうえで、それを当局が補完的にチェックし、さらにディスクロージャーを通じて市場からもチェックをかける」という「3本柱の構想」——これ

はバーゼルⅡにも引き継がれている——が取り入れられている。BIS は、市場規律と金融機関の自主的なリスク管理を銀行監督の柱と考えているのであるが、市場規律が円滑に機能するには、前提条件が必要となる。

この点について、BIS の総裁時代にクロケットは、①市場参加者が意思決定に十分な情報を保有していること、特に発行体は都合の悪い情報についても、十分、市場参加者と会話する必要がある、②参加者にその情報を正確に処理する能力があること、③市場参加者が正しいインセンティブを保有していること、④市場参加者が市場規律を行使するのに正しいメカニズムを具えていること、の4つを上げている。

さらにクロケットは、「金融規律にとって妥当なものへと情報を加工する能力には、評価対象(＝運用資産の価格付けが困難なものが少なくない)という高いハードルがある。複雑に入り組んだリスクを簡潔かつ信頼できる形式で描き出すのは困難なのは周知のことなので、私(クロケット)はこれ以上述べることはしない。しかしながら、このリスク評価の困難さには意を決して臨みたいと考えている」と述べた<sup>25)</sup>。

この点に、BIS によるヘッジファンド規制(レバレッジの高い業務を行う機関との取引規制)の「骨格」がある。つまり、①市場規律が円滑に機能するよう、たえずその前提条件を強化すること、②困難は承知のうえで、リスク管理手法の開発に努めることの2点を「骨格」として指摘できる。

金融市場の安定という観点からみれば、ヘッジファンドの投資手法への懸念は、①レバレッジの高い業務を行うこと、②運用資産の流動性が低いこと(満期保有が前提になる証券化商品や価格の騰落が激しい市場に投資することなど)にある。BIS があれこれの規制を設ける際の価値判断は、市場規律を強化することに目的として、市場規律を円滑に機能させる「4つの前提」への貢献と、各国の銀行監督当局による利害調整の結果である実行可能性を判断基準にしているのではないと思われる。

LTCM の経営破綻に直面した1999年の時点では、銀行に対してリスク管理のスキルを高めること、総与信枠を設けてリスク量をコントロールすること、リスクエクスポージャーのモニタリング強化を通じて市場規律の強化を狙ったものとみることができるだろう。

とはいうものの、1999年の時点では、atomisation of risk への対応は想定されていない、肝心の銀行によるヘッジファンドへの出資には言及されていない。また、市場規律を徹底させることによって、銀行経営の健全性を確保する「市場規律強化モデル」には、会計基準の問題—多様な運用資産を一元的な基準で評価することの困難さや確率計算であるリスク計算に内在する諸問題（統計の制約など）——や、市場参加者の「情報処理」問題など固有の困難さがつきまとうことも BIS は率直に認めている。したがって、そこでは「市場規律強化モデル」に固執することが、はたして正しい選択と言えるのかという根本的な問題がよこたわっていることになる。ヘッジファンドのような投資行動・金融手法を採用する「市場参加者」へのあれこれの規制を吟味する際には、この視点がとりわけ重要であるように思われる。

#### (4) アメリカ大統領作業部会のスタンス

BIS のヘッジファンド規制へのスタンスは、市場規律機能の円滑化とリスク管理手法の開発との2点に要約できる。この「骨格」はアメリカ大統領作業部会にも引き継がれている。「ヘッジファンド、レバレッジおよび LTCM の経験」(Hedge Funds, Leverage, and the lessons of Long-Term Capital Management) と題するレポート（1999年4月28日）は、以下のようにヘッジファンド規制を提案している<sup>26)</sup>。

- ①ヘッジファンドへの直接規制は行わない。  
取引相手である銀行・証券会社等にリスク管理強化を求める。それには当該金融機関によるヘッジファンドへの投資情報を含む。
- ②レバレッジの過剰な積み上げが見逃される

ことのないように、市場規律が働くことを期待する。

- ③これを補強する手段として、ヘッジファンドに対して適切な情報開示の拡大を求め、場合によってはそのための規制上の措置をとる。
- ④以上のような間接的な措置が十分な成果をあげない場合には、免許制や自己資本比率規制など、より直接的な規制・監督の措置を検討する。

大統領作業部会の「武器」は、投資家保護に関する国内法体系を活用できるという点にある。銀行への調査・監督の権限に裏付けられた BIS の「指針」などをベースに、ヘッジファンド規制案を編み上げているように思われる。1999年のこの報告は、a) 過剰なレバレッジを利かせることを許してしまうこととなったカウンター・パーティリスクの不適切な評価、b) 市場流動性の枯渇が価格形成へ与える影響を軽視したリスク管理上の問題点、を指摘した BIS 報告書を裏書きしたもの、とみることができる。市場規律の重視というスタンスは BIS と異なる点はないが、BIS 規制では監督権限が及ばない「ヘッジファンドに対する適切な情報開示の拡大」を求めたほか、「より直接的な規制・監督の措置を検討する」という点に、つまりアメリカ国内の既存の法体系を運用して、ヘッジファンド規制に乗り出す用意があることをこの報告書は述べている。

#### IV SEC の動向

アメリカ国内の既存の法体系を活用してヘッジファンド規制が行えないかとの問題提起は、ヘッジファンドの投資行動への監督権限をもった SEC によって担われることになる。そこで、以下ではこうした SEC の動向を整理する<sup>27)</sup>。SEC のスタンスは、投資行動にまつわる不正摘発を背景に既存の法体系を活性化させヘッジファンド規制を充実させるということにある。このことは同時に、ヘッジファンドへの直接的

な規制を求める議会からの圧力（直接規制をもとめる新たな立法措置）への回避策ともなることに注意を払う必要がある。

## 1. 摘発されたヘッジファンドによる不正行為

### (1) 時間外取引における不正行為

アメリカでは、投資信託（mutual fund）の基準価格は午後4時に確定され、それ以降の取引は、翌営業日の午後4時に確定する基準価格に基づいて行われることが要求されている。ところが、時間外取引（latetrading）においては、午後4時以降も、その日の基準価格に基づいて約定することを容認していた。この慣行は、「昨日の競馬の結果を見てから、今日の馬券を買うようなもの」と比喻されたように、午後4時以降のファンダメンタル情報の変化を踏まえて取引すれば、容易に利益を得ることができる。この種の不正取引を容認した投信運用会社は、ヘッジ・ファンド運用者から巨額の注文を受けたり、ヘッジ・ファンドの運用者が獲得した利益の一部を受け取ったりしていたとして、厳しく糾弾された。

### (2) 空売りを利用した不正取引

空売りを仕掛けるヘッジファンドはターゲットにする企業を選択する。それからヘッジファンドはターゲットにした企業に関する虚偽の調査レポートを作成するために、証券アナリストと共謀するのである。ヘッジファンドはターゲットにした企業の株式を実際に空売りするまで、その企業の調査レポートを公表しないよう、アナリスト会社をお願いする。ひとたびヘッジファンドが空売りをする、ターゲット企業の株価を意図的に下落させるために、アナリスト会社はそのレポートを広く公表するのである。

アナリストがそのレポートを作成するに当たりヘッジファンドから報酬を得ていること、ヘッジファンドがそのレポート作成にかかわっていること、及びヘッジファンドがタ

ーゲット企業の株を空売りしたことは、公表されたレポートには一切開示されない。ひとたびこのレポートが意図した方向に作用すると、ヘッジファンドは株価が下落した段階でターゲット企業の株式を買い戻し、巨額の利益を得るのである。

## 2. 登録を通じたヘッジファンド規制

2004年7月、登録を通じたヘッジファンド規制にSECは着手する。ヘッジファンド規制にかかわるSECの登録ルールは以下の2点である。

- (1) 顧客数が15未満または運用資産額が2,500万ドル未満の小規模な私的ファンドは登録義務を免除されるが、ファンド・オブ・ファンズは、資本市場への影響力が大きいため、たとえ組入ファンド数が15未満でも、免除規定の対象にはならない。
- (2) 登録の際にSECへの開示が要求される項目は、ファンドの責任者の氏名、運用資産額、従業員数等の基本情報に限定されているが、登録されたヘッジファンドには、コンプライアンス責任者の任命が求められるうえ、重要文書の保管義務、顧客への情報開示義務、最良執行義務等が発生する。さらに、SECには、調査権限が付与されるうえ、成功報酬体系を適用できる顧客について保有・運用資産額に関する制限が設けられる。

こうしたSECへの登録が規制上どのような意味をもつのだろうか。従来は、SECへの未登録のヘッジファンドに関しては、不正事件等が発生して、顧客の資産に損失が生じてからでないと、SECは調査を行うことはできなかった。ところが、登録されたヘッジファンドに関しては、SECに調査権限が発生し、コンプライアンス体制の不備や投資家にとって不利益な取引慣行の是正を求めることにより、不正行為の発生を未然に防止できる可能性が高まるというメリットがある。また、過去の重大な犯罪者をヘッジファンド業界から排除できるようにな

り、経済犯罪の常習者が規制の緩やかなヘッジファンドを隠れ蓑として不正行為を働くことが抑止できるようになると期待されている。

一方、登録されたヘッジファンドには、コンプライアンス責任者（CCO；Chief Compliance Officer）の任命が必要となるなど、ヘッジファンドにおける自主的なコンプライアンス上の規律が求められるようになる。もっとも、CCOとしては、新たな人材を雇用する必要はなく、既存のスタッフを任命しても差し支えないとされている。また、登録されたヘッジファンドには、善良なる管理者としての細心の注意をもって顧客のために忠実な運用を行う受託者責任が法的に発生し、重要文書の保管義務、顧客への情報開示義務、最善執行義務等が課せられることになる。

### 3. ヘッジファンドの大衆化がもたらしたヘッジファンド規制強化論

SECのヘッジファンド規制には、後に述べるSEC内部での規制強化派と規制反対派との「せめぎあい」がある。SECでのヘッジファンド規制強化論をみるうえで大事なことはヘッジファンドが富裕層向けファンドとして当局の規制外にはもはや置いておくことができないとの判断がある。

2002年以降、中間層の投資家を対象とする「ファンド・オブ・ヘッジ・ファンズ」が急速に増加しており、このファンドのケースでは、最低投資額は5万ドル程度で、実質的には一般投資家向けのミューチュアルファンドと変わらなくなってきた。このことは、ヘッジファンド市場が大衆化していることを示しており、ヘッジファンドに投資する大衆投資家の保護にSECが乗り出さなければならない背景となっている。さらに、年金基金が運用先としてヘッジファンドを積極的に利用しはじめており、その結果、ヘッジファンドが破綻すれば年金基金も破綻する可能性が高まっていることも指摘できる。それだけではなく、LTCMの経営破綻が金融市場に与えた深刻さが影響していること

は否めない。ヘッジファンド規制論が勢いを得てきた背景には、こういう事情がある。2004年7月にSECはヘッジファンド規制に乗り出すが、5名のSEC委員のうちドナルドソン委員長と民主党系の委員2名との3名の委員が規制導入提案に賛成したのに対して、共和党系の2名の委員が反対にまわった。ちなみにドナルドソンSEC委員長は共和党系の人物だともくされている<sup>28)</sup>。

SEC関係者のヘッジファンド規制へのスタンスを関係者の発言から整理すれば、以下のようになる。

- (1) ドナルドソン委員長（当時）のヘッジファンド規制へのスタンス  
「ヘッジファンド業務への普遍的なルールの設定は困難だ。というのも、ヘッジファンドを作る意味がなくなってしまうからだ」（2003年4月10日上院銀行住宅都市問題委員会での証言）
- (2) SEC コックス委員長のヘッジファンド規制の基本的スタンス  
「（ヘッジファンド規制の）立法化を考える際には、規制は干渉的なものにすべきではなく、ヘッジファンドの創造性、流動性および弾力性を連邦政府が損ねるべきではない」（上院銀行住宅都市問題委員会での証言、2006年7月25日）。
- (3) ピット元SEC委員長はこう述べる。  
「SECはヘッジファンドの取引データを追跡すればよいわけで、登録義務を課すというのは行き過ぎであったと思う。ヘッジファンドがSECへの登録を避けるために、2年以上換金できないファンド、を設定するようになり市場の流動性が低下している」
- (4) ウォール・ストリート・ジャーナル2006年6月28日  
「ヘッジファンドのセンサス・データはSECの将来見通しを改善させることに役立つ。ヘッジファンドは洗練されたストラテジーに基づく多種多様な存在である。主要な市場規制者が、誰が何をしているかを知

ることが出来れば、潜在的な問題や危機をより予想しやすくなり、明らかに市場にとってプラスである。SECは登録というムチに対しいくつかのアメをヘッジファンドに提供すべきであった。しかしそれはまだできる。それから議会はヘッジファンドにSECへの登録を義務づける法案を策定すべきだ。」

- (5) こうしたSECのスタンスは、「そもそも、ヘッジファンドというものは、市場の非効率性をみてとったり、予期しない市場変動を期待して投資ポジションをとることでカネを稼ぐのだから、秘密のうちに仕事を進めるものなのだ」<sup>29)</sup>による。
- (6) 証券法が「活ける法」であり続けるには、誠実な証券市場を実現して投資家の自信を育ててやることだというのが最高裁判所の理解であって、こうした連邦証券規制のロジックからは、証券法の強制的なディスクロージャーは、投資家の自信と証券市場の高潔さを高めるものとなる。だからといってヘッジファンドのように金融市場におけるシステミックリスクまで規制するのは、SECにはそうした経験の蓄積もないのであるから、過剰な規制と言わざるを得ない、との考えがある<sup>30)</sup>。

ところが、こうしたSECによるヘッジファンド規制案は思わぬ結末を迎える。SECのヘッジファンド規制立法に対して、ワシントン連邦高裁は2006年6月に無効判決を下し、8月7日にはSECはこの判決を受け入れる決定を行うのである。その結果、サブプライムローン問題が噴出した2008年の時点では、SECによるヘッジファンド規制は後景にしりぞき、それにかわって業界による「自主規制」案が活発に主張されるようになる。

#### 4. ヘッジファンド業界による「自主規制」の動きとそれへの対応

- (1) 米欧のヘッジファンド業界団体、自主規制導入に向け協力（2008年4月10日）

米欧の2つのヘッジファンド業界団体は、ヘッジファンドへの透明性向上が求められるなか、国際的な自主規制の採用に向けて提携を結んだ。近年、ヘッジファンド業界が成熟するにつれ、米国や欧州などからヘッジファンドに対して統一的な規制の導入や透明性向上にむけての圧力が強まっている。220の機関投資家を対象にした調査では、2/3の機関投資家がヘッジファンド業界に対する規制水準に満足しておらず、更なる透明性の向上や説明責任の強化が必要であることが調査結果によって明らかになっている<sup>31)</sup>。

- (2) 米大統領諮問の民間団体によるヘッジファンド自主規制案を発表へ（2008年4月15日）  
ウォール・ストリート・ジャーナルは14日付で、ヘンリー・ポールソン財務長官が15日、ヘッジファンドと投資家を代表する2つのグループが、米国の金融システムのシステミックリスクを軽減するための金融改革に関する提言を発表する、と報じている。

ヘッジファンド業界の主な改善提案は、クレジット市場収縮の原因にもなった、市場流動性が低く公正価値の評価が難しい、いわゆるレベル3資産（hard-to-value assets）に関する情報開示だ。開示については、米国の財務会計基準の変更に従い、金融機関は3区分に分類された保有資産の評価損益の記載が義務付けられた措置に対応する。また、ヘッジファンド業界は、少なくとも四半期ごとに、資産評価にあたり、市場で取引されている類似の資産の価格から概算できるレベル2資産（金利スワップなど）についても情報開示するとしている。提言では、ポートフォリオオマネジャーやトレーダーから独立した資産評価委員会を設置、ヘッジファンドの評価手法の決定や監視を行うことも提言している。他方、投資家を代表するグループ（労働組合、財団・基金などで構成）は、年金などの機関投資家がそれぞれの顧客の最大の利益の実現を図るよう、適切なヘッジファンド投資を行うための指針を提案している<sup>32)</sup>。

(3) 米財務省諮問の民間団体、ヘッジファンド  
に情報公開の改善を勧告 (2008年4月16日)

ヘンリー・ポールソン米財務長官の諮問機関である2つの作業部会が15日、金融システムのシステミックリスクを軽減するため、ヘッジファンドの情報開示とマネジメント・リスクの強化を柱とした指針をまとめた、とブルームバーグが同日付の記事で報じている。財務省が公表した2つの作業部会の報告書によると、両部会は新しい情報開示基準に従う必要性で一致。ヘッジファンド部会は、資産評価とリスクマネジメント手法に関する情報開示の強化、トレーディング・ビジネス方針やガバナンスの全面的な見直しを提言している。また、両部会は、ヘッジファンドは市場流動性が低く公正価値の評価が難しい、いわゆるレベル3資産 (hard-to-value assets) の情報を開示し、投資家も公開企業と同様、包括的な情報開示を行うべきだと提言している<sup>33)</sup>。

(4) 米財務省のヘッジファンド自主規制案は効力ないとの批判 (2008年4月16日)

ポールソン米財務長官が先日発表したヘッジファンドの自主規制案は、実質的な拘束力に欠けているとの批判が出ている。全世界のヘッジファンドの3分の1が集まるコネチカット州で司法長官を務めるブルーメンソール氏は「大改革が必要なにもかかわらず、今回の計画では僅かな修正が施されるに過ぎない。拘束力のないベスト・プラクティスや任意のガイドラインでは、規制は絵空事になる」と述べた。全米州郡市職員連盟の幹部は「当局への登録、情報開示の改善、リスク・マネジメント基準の厳格化といった骨太の改革が必要だ」と述べ、「ファンド側が現在負っているデュー・デリジェンスの執行義務を繰り返し述べている以外には、投資家保護は何も提案されていない」と財務省のプランを一蹴している。また、ある業界団体の幹部は「求められているのは、一種の中央集権的な規制だったはずだ」と述べるなど、業界専門家からの批判が相次いでいる。また一方で、

SECのスポークスマン自身が「(SECも)証券取引法の厳格化を進めるほうが、より効果的なことは認識している」と内情を吐露したと報じている<sup>34)</sup>。

(5) 米財務省のヘッジファンド行動指針「万能薬」になりうるか (2008年4月17日)

15日に発表された米財務省諮問の民間作業部会によるヘッジファンドの行動指針がリスク低減の「万能薬」になりうるかについて、金融各紙が論じている。その中で、16日付のウォール・ストリート・ジャーナル紙は、行動指針は必ずしも万能薬ではないとの見解を示している。今回の行動指針では、投資家やカウンターパーティーに対して保有ポジション、パフォーマンス、リスクの開示性を高めることをヘッジファンドに求めている。また、(特に取引量の低い)資産を独自に内部で評価するための基準と、資産評価の手法を公開する基準も設定されている。この2つの基準が満たされれば、顧客の投資家や取引機関からの信頼感は強まるだろう。また、今回の行動指針には、上場企業に対するものより厳しい要求も幾つか存在する。ファンドは、市場価格を把握する際の難易度によって資産を分類するだけでなく、どれだけの収益が上がっているのか、それぞれの分類ごとに報告することが求められている。また、マネジャーと資産評価のスペシャリストの間での資産評価の不一致を回避することや、リスク・マネジメントの厳格化も要求されている。

これらを実施すれば、初歩的なミスが大幅に減り、資産評価や情報開示の信頼性に対する投資家からの信頼が向上することが予想される。ただし、リスク・マネジメント手法の欠陥をはじめ、ここでは言及されていない様々なリスクが重なることで、昨今の大手金融機関の破綻が引き起こされたことを忘れてはならないと同紙は指摘している。同紙では、ヘッジファンドが投資銀行のような確固たる組織に近づくのは、一種の進歩ではあるが、かといって、行動指針があらゆるリスクを消滅させる万能薬になるわ



けではないと論じている<sup>35)</sup>。

## むすびにかえて

本稿では、今回の金融危機への対応を検討する「視点」をどのように考えるかと問題を提起し、1998年のLTCM経営破綻がもたらした金融危機との比較を通じて、ヘッジファンド規制の「骨格」を明らかにしようとした。

ヘッジファンドに犯罪行為があれば、国内法に基づいて処罰を加えることは自明のことなので、それは規制とは別次元で考えるべきである。そうした犯罪行為や不正行為は別として、ヘッジファンド規制での新しい動きは何かを考えてみると、Originate to distribute modelを構成する諸要素——借手の信用力を査定に関わる問題、資金を貸出す際のリスク評価（計算）、貸出債権を束ねて証券化するときのリスク評価（計算）やトラシェの構成、投資家に販売するときの格付け問題、証券化証券を扱うに際してのディスクロージャー問題、ファンドマネージャーの資質、リスク評価（計算）や業績評価基準の基礎となる会計基準がかかえる矛盾（＝経済的利益と会計的利益との異質性）——のすべてについて「問題がある」ということが、今回の金融危機を通じて明らかにされた。このことを端的に言えば、atomisation of riskによるOriginate-to-distribute modelの弊害が露呈したということになるだろう。

この見方は、2008年4月に公表された「金融安定化フォーラム（Financial Stability Forum）最終報告書」と一致する。「最終報告書」は、「基調にあった脆弱さ（Underlying Weakness）」—引受水準の貧弱さ（Poor underwriting standards）、事業体におけるリスクマネジメント実務の不足（Shortcomings in firm's risk management practice）、投資家のデュー・デリジェンスの貧弱さ（Poor investor due diligence）、ストラクチャード・クレジット・プロダクツ（信用仕組み商品）における信用格付け機関の職務遂行能力の貧弱さ（Poor performance by the CRAs in

respect of structured credit products）、インセンティブの歪み（Incentive distortions）、ディスクロージャーの脆弱さ（Weakness in disclosure）、リスク評価とリスク・テイクとのフィードバック効果（Feedback effects between valuation and risk-taking）、規制のフレームワークやその他の監督手法の脆弱さ（Weaknesses in regulatory frameworks and other policies）と並んで、originate-to-distribute modelの基盤（Underpinnings of the originate-to-distribute model）という観点から勧告をとりまとめている。

市場規律だけではうまくいかないことは、当初から明らかなことであるのだけれども、「複雑で変化の速いヘッジファンドのリスクをコントロールできるのは、リスクの中身をリアルタイムで評価できる取引相手による市場規律しかありえない」し<sup>36)</sup>、「金融技術進歩の速さや、リスク管理向上インセンティブとの整合性、ビジネスモデルの多様化などを考えた場合、監督当局が画一的なガイドラインを出す、というアプローチのみでは限界があることは明らか」でもある<sup>37)</sup>。

ヘッジファンドによる投資行動が引き起こすあれこれの問題は、以上に述べてきたように、分析すればするほど規制すべき課題が生み出されることになる。問題に対して個別に対処しようとするれば、規制を逃れようとする投資行動が現れるたびに新たな規制を設けるというループホールに陥ることは避けられず、さりとて「市場規律」を高めるべきだという一般論では、Originate-to-distribute modelの弊害を防ぐことはできない。それは今回の金融危機の現実がよく示しているからである。こうした矛盾を克服するには、「何が主で何が従なのか」という観点に立って、さしあたって最も効果的な方策を見出さなければならない。この点からすれば、オバマ政権が打ち出した「ヘッジファンドに資金を供給する大銀行の投資行動を規制する」との方策を評価することができる。と同時に、労働者にとって社会保障的な意味合いをもつ年金基金のヘッジファンドへの資金流入な

ど、大衆化したヘッジファンドにいかなる規制をかけるのかという点で問題が残されていることも指摘できるだろう。本稿で述べたヘッジファンド規制の「骨格」をベースにして、金融危機への処方箋を引き続き考察していきたい。

### 〔付 記〕

本稿は、2009年度阪南大学産業経済研究所助成研究「アメリカ銀行貸倒引当金の史的研究—無税直接償却の展開を中心に」の成果報告の一部である。

### 注

- 1) カール・マルクス『資本論』第3巻第21章-23章、新日本新書版『資本論』第10分冊。
- 2) 米田貢「投機社会と金融論」『経済』2008年6月号。
- 3) 熊野剛雄「経済の成熟と金融・証券業務の変容」『証券経済研究』第61号、2008年3月、日本証券経済研究所。
- 4) NIFは証券と銀行信用（貸付）のハイブリッドの典型である。このNIFは、金融機関が発行者（借入者）の短期証券（一カ月、三カ月、六カ月物等のユーロ・ノート、ユーロCD、ユーロCP）の発行に際して一定期間一定金筋の信用供与枠（ファシリティ）を提供し、その枠内で発行者が随時発行する短期証券を引受けるとか、ロールオーバー期ごとに売れ残った短期証券を買い取るとか、または、借手に資金を利用する便宜を与える、というものである。この信用枠はスタンドバイ・クレジットラインである場合もあれば、回転信用協定（リボルビング・クレジット・アグリーメント）である場合もあるが、この信用借与枠を提供する金融機関はふつうファシリティの0.25%ないし0.05%といった低率の設定料（ファシリティ・フィー）を得ることになる。
- 5) 「金融市場レポート」日銀金融市場局、2008年1月、26-27ページ。
- 6) 高田太久吉「サブプライム問題に現れたローン証券化の虚構性」『前衛』2008年2月号。
- 7) このビジネス・モデルは、「資金の貸手が市場を

通じて原債権の信用リスクを投資家に分散させる金融仲介システム」として位置づけられている（日銀金融市場局「金融市場レポート」2008年1月）。

- 8) 二上季代司「サブプライムローン問題と市場型金融システム」『証研レポート』No.1644、2007年10月、日本証券経済研究所大阪研究所。

- 9) たとえば、岩倉正和はこう述べている（「2件の大型税務訴訟に現れた銀行取引の特質」中里・神田『ビジネス・タックス』）。

「金融仲介の存在意義は、仲介機関が、①預金者と比べ、貸付先に対する情報を多く有しており、貸付先に対するモニタリング能力に優れていること、②貸付先を分散することによって、リスク分散が可能であるので、より高いリスクを引き受けることが可能であることから生じる。つまり、金融仲介機関としての銀行は、情報生産とリスク分散を通じて付加価値をもたらすことに根本的な存在意義がある。このような銀行にとって、貸付先の信用リスク（貸し付けた資金が返済されないという不確実性、焦げ付くリスク）を引き受ける見返りに一定の対価（これを「信用」リスク・プレミアムと呼ぶ）をとることは、その業務の中の本質とも言うべき中心をなしている。そして、銀行業務の公共性に鑑み、このような信用リスク業務が適切に行われるように、種々の監督的規制（かつての大蔵省銀行局と現在の金融庁そして日銀等による銀行法を中心としたもの）が行われている。このように金融仲介機能を中核とする銀行業にとって、信用リスクをとることに對して対価を得ることはその業務の中核であり、これが他の一般事業会社と本質的に異なる点であると言える」。

- 10) あおぞら銀行の藤井健司氏は2008年2月に、関税・外国為替等審議会での「サブプライム問題と金融機関リスク管理」のなかで「先ほどの金融安定化フォーラムの報告の中で、オリジネート・アンド・ディストリビュートではなくて、オリジネート・トゥ・ディストリビュートという表現になっていたかと思います。私も記憶定かではないのですが、恐らく二、三年ぐらい前

- までは、オリジネート・アンド・ディストリビュートというのは本流で言われていたことだと思います。組成して販売するということだったのですが、オリジネート・トゥ・ディストリビュートとなると、もはや販売するために組成するという、ビジネスモデルがここで転換しているということが、実は重要なポイントではないかと思っております」と述べている。
- 11) Jean-Paul Redouin, Risks may be transferred, but they do not disappear!, p.4.
  - 12) Claudio Borio, Change and Consistency in the Financial System, BIS Working Paper No.237, Oct. 2007. p.29. ここでの「リスクの細分化」というコンセプトは BIS のアナリストである Malcolm D Knight が2007年2月に行った講演で、グローバル化した金融取引の現状を特徴づけるコンセプトとして提起したものである。Mr Malcolm D Knight, Now you see it, now you don't: risk in the small and in the large, at the Eighth Annual Risk Management Convention of the Global Association of Risk Professionals, pp.27-28 February 2007. また「量子跳躍」という概念は、量子力学で用いられる概念であり、量子が瞬間的にその状態を著しく変化させることを意味する。
  - 13) Claudio Borio, *op. cit.*, pp. 2-4. 翁百合によれば、「今回の危機の市場全体への展開は、1990年代に起こった危機とは様相を異にしていた。とくに、a. 市場流動性の枯渇, b. 国境を越えた広がり, c. 新しいプレイヤーによるリスクテイクと銀行部門とのリスクのキャッチボール, d. 危機の波及の予想しがたさ, e. 危機の原因と危機の出現までには時間がかかるが、出現してからの波及の速さ、といった点に特徴があった」という（「サブプライム・ローンを巡る金融市場の動揺と監督当局、中央銀行の課題」Business & Economic Review, 2008年2月号）。
  - 14) Chairman Ben S. Bernanke, At the World Affairs Council of Greater Richmond's Virginia Global Ambassador Award Luncheon, Richmond, Virginia April 10, 2008. Addressing Weaknesses in the Global Financial Markets: The Report of the President's Working Group on Financial Markets.
  - 15) Testimony of Chairman Alan Greenspan, Private-sector refinancing of the large hedge fund, Long-Term Capital Management, Before the Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives October 1, 1998.
  - 16) 2006年5月、アトランタ連銀主催の金融セミナーでの講演）——ドレスナー・クライノート証券「ヘッジファンド業界の現状そして論点」（2007年5月15日）による。
  - 17) Bloomberg, 「21世紀の根拠なき熱狂、全地球化するバブル」, 2007年6月13日。
  - 18) 2007年7月24日ロイター報道。
  - 19) ジョージ・ソロス「ヘッジファンドわが戦略」『文藝春秋』1999年2月号。日本の証券トップが1999年にソロスが述べたこととまったく同じことを IOSCO 東京会議で述べている。野村アセットマネジメントの柴田社長は、「実態がつかみにくいとのイメージがあるケイマン籍などのオフショアファンドについても、実際の運用担当者はニューヨーク、ロンドン、シンガポールなどの大都市に在住している場合が多く、規制対象を個別ファンドではなく運用会社にすれば実態の把握が可能になるとの見方を示した」（ロイター記事2007年11月9日）。
  - 20) 中尾武彦「ヘッジファンドと国際金融市場」『ファイナンス』1999年7月号。
  - 21) 以上は、金融庁「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」（2005年12月）による。
  - 22) Marcia L. MacHarg, *Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a New Direction?* Institute for Law and Finance Working paper series No.11, 2003.
  - 23) 「ヘッジファンド」を正確に定義することは困難である。通常、この言葉は、証券、通貨、商品等に対する積極的な投資・裁定取引を行っている私的な投資会社・パートナーシップの総称として使われている。バーゼル銀行監督委員会の

- 報告書は、その定義の困難を認識しつつ、ヘッジファンド等の「高レバレッジ機関」の特徴として、①直接的な規制・監督をほとんど受けていないこと、②規制対象金融機関や上場会社に比べ、ディスクロージャー義務が極めて限られていること、③レバレッジが高いこと、を挙げている。その上で同報告書は、レバレッジが高いことにより市場価格の大幅な変動に対するエクスポージャーが大きくなり、市場の動向如何により高レバレッジ機関の取引相手あるいは債権者を大きなカウンターパーティー・リスクに晒すことになることに注目し、金融機関が高レバレッジ機関と取引するに当たってリスク管理を徹底する必要性を提言している（中尾、前掲論文）。
- 24) BIS CGFS Working Group on financial market events in the autumn of 1998, pp.3-4.
- 25) Andrew Crockett, Market discipline and financial stability, pp.23-25 May 2001.
- 26) Report of The President's Working Group on Financial Markets, Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management, April 28, 1999, pp.29-43.
- 27) 以下の記述は、国際金融情報センター「米国のヘッジファンド規制の動き」2006年9月1日による。
- 28) 中岡望ブログ「ヘッジファンド規制の狙い」2004年10月29日。なお、ヘッジファンドが大衆化しているとの指摘は、Marcia L. MacHarg Waking Up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Really Taking a New Direction? 2004年にもみられる。
- 29) Troy A. Paredes, ON THE DECISION TO REGULATE HEDGE FUNDS: THE SEC'S REGULATORY PHILOSOPHY, STYLE, AND MISSION, *UNIVERSITY OF ILLINOIS LAW REVIEW*, 2006, pp.986-987.
- 30) 同上, pp.999-1000.
- 31) YUCASEE MEDIA (<http://media.yucasee.jp/>) より採録。
- 32) 同上。
- 33) 同上。
- 34) 同上。
- 35) 同上。
- 36) 四塚利樹「金融安定性と効率性の観点からみたヘッジファンドのリスクと規制」2007年12月、経済産業省ヘッジファンド研究会。
- 37) 翁百合「市場規律活用型の監督行政—その効用と限界—」*Japan Research Review* 2002年10月号。

(2011年7月1日掲載決定)