

ヘッジファンドと金融市場の安定化問題

中野 瑞彦

目次

はじめに

1. ヘッジファンドとは何か
 - (1) イングランド銀行が提起する課題
 - (2) ヘッジファンドの定義
 - (3) ヘッジファンドの規模
 - (4) ヘッジファンドへの出資者
 - (5) 日本のヘッジファンド投資
2. ヘッジファンドの特性
 - (1) 超過収益
 - (2) レバレッジ
3. ヘッジファンドの金融取引
 - (1) 大手金融機関との取引
 - (2) デリバティブ取引の拡大
4. ヘッジファンド規制をどう考えるべきか
 - (1) ヘッジファンドの役割とリスク
 - (2) ヘッジファンドに対する規制

おわりに

はじめに

2007年夏場以降のサブプライム・ローン問題による金融市場の混乱によって、欧米を中心に大手金融機関が多額の損失計上を迫られ、実体経済にも深

刻な影響が現れてきている。一方、原油価格や穀物価格の高騰は、インフレ懸念を高め世界経済の先行きを不安定なものにしている。こうした金融市場や一次産品市場で影響力を強めていると言われてるのがヘッジファンドである。本稿では、ヘッジファンドの特性を明らかにするとともに、ヘッジファンドの金融市場における位置づけとヘッジファンド規制を巡る議論について検討する。

1. ヘッジファンドとは何か

(1) イングランド銀行が提起する課題

2007年4月のイングランド銀行（以下、BOE）「金融安定化報告書」は、英国の金融システムを不安定にする要因を6つ挙げ、その一つとして大手複合金融機関（LCFIs：Large complex financial institutions）16社¹⁾が金融市場において大きな地位を占めており、これらの金融機関に危機が生じた場合には、金融市場や他の金融機関に予測できない大きな負荷がかかることを指摘した。この報告書が公表された約半年後に、16社に含まれているシティ、HSBC、メリル・リンチ、UBSはサブプライム・ローン（以下SPL）のショックによりいずれも巨額の損失を計上し、BOEの懸念は現実のものとなった。SPLショックの影響で米国では08年以降に金融機関による貸し渋りが発生し、金融市場の混乱が金融仲介機関を通じて実体経済に影響を及ぼしている。

更に、BOEは金融市場におけるヘッジファンドの存在感が高まっていることに触れ、その投資行動について以下のように説明している。「ヘッジファンドの活発な投資手法は、ヘッジファンドが市場取引でかなり高い割合を占めていることを意味している。例えば、ニューヨーク証券取引所やロンドン証券取引所の2005年取引高のうち40-50%をヘッジファンドが占めている。

1) 大手16社は以下の通り。ABNAmro, Bank of America, Barclays, BNP Paribas, Citi, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JPMorgan Cahse&Co., Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley, RBS, Societe Générale and UBS

株式のロング・ショート取引がヘッジファンドの最も典型的な取引手法だが、最近ではクレジット取引（金融債権・債務の取引：筆者注）でも重要性を増している。直近では、クレジット・デリバティブ市場での取引高のおよそ60%を占めている。同時に、ヘッジファンドは今やクレジット（プロテクション：筆者注）の売り手であるとともに、クレジットを組み込んだ金融商品市場の投資家となっている」と述べており、ヘッジファンドが株式や債券といった従来の枠を超えて、規模の拡大するクレジット市場で大きな役割を果たしていることを指摘している。

また、ヘッジファンドが金融市場のシステムック・リスクミックスを誘発するか否かについて、「潜在的な二つの経路を明確にしておく必要がある。第一はヘッジファンドが金融システムの重要な構成員である LCFIs など大手金融機関の信用リスクの取引相手になっていることである。第二はヘッジファンドがクレジット取引やデリバティブ取引で活発に取引を行っており、これが市場の流動性に影響を与えている点である。ただし、この活発な取引が一定の状況の下で市場の安定性を損なうものなのかどうかは不明である」と述べ、ヘッジファンドの取引相手が大手金融機関であること、またヘッジファンドがデリバティブなどリスクの高い取引の主要なプレイヤーになっていることが金融市場のシステムック・リスク誘発につながるプロセスであることを示唆している。

このように、現代の金融市場では LCFIs の存在感がますます高まるとともに、LCFIs がデリバティブ取引などを通じてヘッジファンドと活発な取引を行っており、ヘッジファンドの動向がリスクの拡大と拡散に結びつく可能性が非常に高くなっている。即ち、ヘッジファンドの動向を注視することは、金融市場の安定化にとって不可欠な要素となっているのである。

（2）ヘッジファンドの定義

ヘッジファンドの定義は必ずしも定まっておらず、ヘッジファンドという言葉の方も正確な表現ではない。大まかな捉え方としては、出資者から一定規

模以上の資金を集め、これを株式や外国為替などの金融商品だけでなく、デリバティブ（金融派生商品）や不動産など様々な分野に投資して収益を上げる投資グループと考えることができる。ヘッジファンドの最大の特徴は、様々な投資戦略を駆使して絶対リターン（収益）、つまり必ず儲けることを追求している点である。一般の投資信託の場合には、基準値（ベンチマーク）に比較してどの程度良好な成績を上げているかという点が重視される。これに対し、ヘッジファンドには基準値がなく、相場が上がろうと下がろうと必ず収益をあげることが目的となる。また、ヘッジファンドを運用するファンド・マネージャーは、絶対収益の確保に成功した場合には業績連動型の高い報酬手数料を手にするようになる。このような性格から、日本銀行〔2005〕はヘッジファンドの定義として、①投資戦略の自由度が高い（公募形式の投資信託などに比較して、投資ポジションの組成やデリバティブの利用を弾力的に行える）、②絶対リターンの追求（市場環境によらず一定の収益率を目指す）、③投資マネージャーの報酬体系が業績連動型、という三点を挙げている。また、金融庁〔2005〕はヘッジファンドを幅広く捉え、①レバレッジ（借入れ）の活用、②成功報酬の徴収、③ヘッジファンドの投資戦略、の三要素を有するファンド（後述するファンド・オブ・ヘッジファンズを含む）と定義している。こうしたヘッジファンドはその大半がケイマン諸島などタックス・ヘイブン（租税回避地）を登録地としていることから情報開示が極めて限定的であり、実態を掴むことは非常に困難である。

ヘッジファンドは大手銀行や証券会社から独立したファンドマネージャー（資金運用担当者）が設立したものが多いことから、ヘッジファンドごとに得意分野がある。また、運用手法もファンド・マネージャーのスタイルに依存している。従って、ヘッジファンドは主にその投資対象や投資手法によって分類されている。ヘッジファンドの主な種類は表1の通りである。それぞれファンドによって特色があるが、全体として概ね共通しているのは、先物を有効に活用することによって市場価格の歪みから収益を手に入れていることである。これは、市場価格が想定される正常水準から乖離しても、情報が完

表1. ヘッジファンドの主な種類（戦略別）

戦 略	内 容
ロング・ショート	理論価格に比較して割安株を買い、割高株式を売る組み合わせ
グローバルマクロ	マクロ経済の変動に合わせて債券、株式、通貨に投資
アービトラージ	株式の先物と現物、転換社債と現物株式の価格差を追求
ディストレスト	経営の悪化した企業に投資し、再生後の株式値上がり益を狙う
イベント・ドリブン	特別事象（買収・合併、企業業績の大幅変動）での価格変動を追求
マネージド ・フューチャーズ	各国の先物市場で投資を行う。商品取引顧問業者（CTA）はこの戦略に分類される。価格のほかテクニカル指標等を基に取引を行うファンドもあり
デディケイテッド ・ショート・バイス	現物株式とデリバティブを主な投資対象に、ネットでショート（売り持ち）ポジションを維持する
コモディティ	穀物・原油などの商品や株式債券の先物の価格変動を狙う

（資料）各種資料より作成。

全であれば暫くして価格は正常な水準に戻るから、それまでの価格の歪みをうまく利用して収益を上げるという手法である。もっともこの手法は必ず成功するとは限らない。米国の有力なヘッジファンドであったLTCM（Long Term Capital Management）は、1998年のルーブル危機の際に値下がり続けるルーブル建て国債に多額の資金を投資したが、結果として思惑が外れ実質的に破綻した。

この他に、複数の投資分野に投資するマルチと呼ばれるヘッジファンドもある。更には、投資家から集めた資金を自らが再投資の母体となって複数のヘッジファンドに投資するファンド・オブ・ヘッジファンズ（Fund of Hedge Funds, 以下FoHF）がある。最近では、投資リスクを分散するためにFoHFの形態での投資も増えている。更に、最近の商品相場の高騰を背景に、商品取引顧問業者（Commodity Trading Advisor, CTA）など先物分散投資（マネージド・フューチャーズ）を専門とする先物分散投資ファンドが急拡大しており、その運用残高は最近5年間で4倍に膨らみ08年3月末で2100億ドルに上っている（日本経済新聞2008年5月23日）。

(3) ヘッジファンドの規模

世界のヘッジファンドの本数・投資規模は、2000年には約4000ファンド・約4000億ドルであったが、2007年末には1万ファンド・約1.6兆ドルと推定されている。この規模を伝統的運用商品と呼ばれる債券や株式と比較してみると、アメリカの国債が5兆ドル、公社債全体では13兆ドル、これに証券化商品を加えると約20兆ドルとなり、ヘッジファンドの比率は1割弱となる。世界レベルでは公社債残高が約20兆ドル、株式が約45兆ドル（2008年4月末時点：アメリカ16.4兆ドル、日本4.4兆ドル、イギリス4兆ドル）であるから、ヘッジファンドの規模はそれほど大きなものではない。ただ、ヘッジファンドの特徴は、レバレッジ比率（借入などで投資額を拡大）と回転率（年間に資産をどの程度入れ替えるか）が高いことにある（レバレッジについては後述）。裁定のチャンスがあればレバレッジを効かせて売買を頻繁に行うため、市場に一定の影響を与えている。ヘッジファンドのレバレッジ比率は平均で1倍（例えば100億のファンドであれば200億の投資）、年間平均回転率は2.5回程度であるが²⁾、これはヘッジファンド全体の平均である。当然のことながら、価格が頻繁に動いているマーケットではヘッジファンドのレバレッジ比率と回転率は上昇し、それだけマーケットに大きな影響を与えることになる。ヘッジファンドの規模はアメリカの伝統的商品市場の1割前後とはいえ、レバレッジ比率や回転率を考えればやはりヘッジファンドは市場の動向を左右する無視できない存在と言えるだろう。

ヘッジファンドは生存期間の短いことが特徴であり正確な平均稼働年数はつかめないが、ヘッジファンドの統計では「生存 (live)」と「消滅 (defunct)」という用語で区別されているように、投資家の要求水準が厳しいため当初の目的を果たせないまま途中で解散を余儀なくされるヘッジファンドも少なくない。それでもヘッジファンドの本数、投資金額がともに近年増加傾向にあるのは、投資家がヘッジファンドを活用して多額の収益を稼ごうと

2) 若林秀樹「ヘッジファンドの真実」95頁、2007年12月、洋泉社

していることの表れだと言えよう。

(4) ヘッジファンドへの出資者

ヘッジファンドの出資者は多岐に亘る。表2はヘッジファンドに出資している投資家の割合である。2000年の資料でやや古いが、ヘッジファンドの特徴をよく示している。主な出資者は資産家やファミリー企業で、米国投資家では50%以上、海外投資家では30%以上を占めている。次に出資比率の高いのが機関投資家であるが、内訳を見ると米国投資家では学校法人基金や年金基金が高い割合を示しているのに対し、海外投資家では法人や保険会社の割合が高くなっている。米国投資家と海外投資家の違いが際立っているのが銀行の割合である。米国投資家では3.2%に過ぎないが、海外投資家では23.2%にも上っている。この理由として、米国では、銀行自身がリスクの高い商

表2. ヘッジファンドにおける投資家の内訳（推定）

	米国投資家	海外投資家
資産家/ファミリー企業	55.1%	34.8%
機関投資家	27.6	26.6
学校法人基金	8.8	2.2
年金基金	8.5	3.5
法人	3.8	7.3
財団	2.1	2.6
保険会社	0.3	6.7
信託	4.1	4.3
銀行	3.2	23.2
ファンド・オブ・ファンズ	13.5	15.4
その他	0.6	0.0

(資料) Joseph Nicholas, Market Neutral Investing: Long/Short Hedge Fund Strategies, September 2000

(出所) ルイ・ベルス「ヘッジファンドの魔術師」Pan Rolling、2002

品に投資しているのに対し、海外の銀行はヘッジファンドの主なマーケットが米国であることに加え自らはリスクの高い取引に慣れていないことから、資金をヘッジファンドに委託していると考えられる。

(5) 日本のヘッジファンド投資

金融庁は2006年3月末を基準とした日本におけるヘッジファンドの実態を調査・公表した(07年3月発表)。これによると、日本の金融機関(都市銀行、地方銀行、信託銀行、保険会社、その他)によるヘッジファンドに対する投資は348機関、総額は7兆4381億円に上っている。この規模は、大手地方銀行一行の総預金額に匹敵する(例えば地銀第二位の千葉銀行の総預金額は06年3月末で7.6兆円)。業態別の内訳は、保険会社26%、都市銀行等24%、信託銀行15%、地方銀行15%となっている。また、大きな特徴として、500億円以上投資している35機関(全体の1割)が総投資額の8割を占める約6兆円を投資しており、大手金融機関が突出して投資している状況が推測される。

一方、ヘッジファンド商品の販売額では、金融機関(含む信託銀行)向けが約70%、個人向けが23%、事業法人向けが6%となっている。国内の101の金融機関が個人に対し05年度一年間で約3兆円、00年度からの累計では約8兆円を販売している。ヘッジファンドは、投資信託などを通じて銀行が販売している金融商品に組み込まれている。例えば、元本確保型の金利変動商品は、元本はリスクの小さい国債で運用し、利息部分をヘッジファンドの指数に連動させることで高利回りを目指している。この場合、ヘッジファンドが良い成績を挙げればこの投資信託は高い収益を実現できるが、ヘッジファンドの運用成績が振るわなければ元本部分しか残らない。

金融機関にとどまらず年金運用機関もヘッジファンドとの繋がりを強めている。厚生年金基金や確定給付企業年金などの企業年金は05年度末で52.8%がオルタナティブ投資(ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンドなどへの投資)を実施し、その投資対象の70%がヘッジファンドとなっ

ている³⁾。これを金額ベースで見ると、企業年金全体の運用資産額の4.2%をヘッジファンド投資に充てている（厚生年金基金3.6%、確定給付企業年金4.8%）。他方、最近では商社や非営利団体もヘッジファンドへの投資を始めている。三菱商事は米国のヘッジファンドであるアラディン・キャピタル・ホールディングスに約4000万ドルの出資を行うことを決定した（日本経済新聞2008年5月6日）。両社が共同出資して社債などに投資するヘッジファンドを設立する予定である。ヘッジファンドは現在のところサブプライム・ローン問題で苦境に陥っているが、世界の投資家が今後も高い利回りを求めてヘッジファンドを活用するとの見込みから、三菱商事は将来に向けてヘッジファンド・ビジネスを展開することを決めたと報道されている。また、日本生活協同組合連合会（CO・OP 共済）が投資利回りの向上を目的にヘッジファンドを活用する方針である（日本経済新聞5月28日）。このようにヘッジファンドは様々な分野との関係が深まっている。

2. ヘッジファンドの特性

(1) 超過収益

既述したように、ヘッジファンドの目的は絶対収益をあげることにあり、その意味ではヘッジファンドの特性は市場平均を上回る超過収益を実現できる点にある。言い換えれば、超過収益を実現できないヘッジファンドは存在意義がない。一般にヘッジファンドの収益は、対象となるリスク資産に回帰させて表される。例えば、債券市場の収益に回帰する式で示すと次の通りとなる。

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

ここで、 $R_{i,t}$ はファンド i の月 t における収益、 $R_{m,t}$ は債券市場の収益、 β_i はファンド i の市場に対する感応度、 ε は残差項である。

この回帰式における α_i (以下、 α) はファンド i のファンド・マネージャー

3) 板屋安規「日本の企業年金におけるヘッジファンド投資の状況」『証券アナリストジャーナル』第45巻第2号（2007年2月）

が実現する（市場に対する）超過収益を表す。 β を1とすれば、 α が市場平均を上回る超過収益部分となる。金融機関など機関投資家は株式や債券など伝統的商品に投資しており、この部分は市場平均がベンチマークとなっている。このため、市場平均を上回る超過収益つまり α を期待してヘッジファンドに投資することになる。従来から指摘されてきた問題は、ヘッジファンドが果たしてプラスの α を実現しているのかどうかという点である。

プラスの α の存在を支持する立場の論者は、ヘッジファンドの収益分布が非正規性を保有している点を主張している。日本銀行 [2005] は、ヘッジファンドの収益分布の構造について、LTCM 危機を境として第1期（1997年1月～2000年12月）と第2期（02年1月～05年3月）に分け、各期の収益率の分布を比較している。これによれば、第1期は歪度が負となって分布がマイナスに偏っており、「大きな損失が発生するリスク」が高い状況であった。これに対し、第2期は歪度がゼロないしプラスとなり、損失発生リスクが低下した。また、損益が振れる可能性を示す尖度についても、第1期には尖度が大きい（中心部の高まりが高い分、左右の分布が厚い）形状となり損益が大きく振れる可能性が高かった⁴⁾。これに対し、第2期には尖度が縮小し、損益が振れる可能性は低下した。このように、第2期におけるヘッジファンドはプラスの α を実現する収益分布構造であったと言えよう。ただし、統計指数の問題や分析時点での金融経済環境を考慮すべきであり、「大きなショックが市場に加わった時の影響の広がりについては通常の分析では捉えられないリスクを包含している可能性もある」とも述べ、ヘッジファンドが必ずしも常にプラスの α を実現するわけではないことを示唆している。

また、ヘッジファンドと市場との相関関係が小さいことは、従来から指摘されてきた。例えば Cahn, Getmansky, Haas and W. Lo によれば、1994年から2004年にかけてのヘッジファンドと米国の代表的な株価指標である S & P500との相関係数は、50%程度の関係にとどまっている⁵⁾。ヘッジファン

4) 正規分布の尖度は3であり、3超の場合には中心の高まりが高く裾の広がり厚いこと、3未満の場合には中心の高まりが低く裾の広がり薄いことを示す。

ドの種類によっては、S&P500とほぼ逆の動きをするものもある。また、ヘッジファンド同士もあまり相関関係はなく、大きくとも60%程度にとどまっている。日本銀行 [2005] の分析によっても、2003年から04年にかけてヘッジファンドの収益率が債券の収益率を大幅に上回っており、01年から04年にかけてヘッジファンドの収益変動率（ボラティリティ）が株式の収益変動率を下回っていた。更に、ヘッジファンドと伝統的商品との相関係数は、米国株式が48%、米国債券が10%、日本国内株式が32%、日本国内債券が-13%（マイナスは逆の動きを意味する）となっており、米国株式が他に比べて高いものの総じてヘッジファンドとの相関関係は小さかった。こうしたことから、資産を債券や株式といった伝統的商品に投資している銀行や機関投資家は、リスク・ヘッジの目的からヘッジファンドを利用しているのである。現に、ここ数年のヘッジファンドの成績は良好であり、05年から07年にかけて年11%以上の収益率を実現している⁵⁾。また、リスク（価格の変動率）についても株式や債券と比較して相対的に低い水準となっている。つまり、SPLショック以前にはヘッジファンドは全体として低いリスクで高い収益を実現してきたと言えるだろう。

他方、 α の存在を否定する立場の論者は、ヘッジファンドは「比較的低い歪度と同時に高い尖度」というファット・テールの構造を有していることを指摘している。これは、リターンの分布が正規分布に近いことと同時に、分布の裾（テール）が大きいことを示している。これは投資家が期待する高い歪度と低い尖度という構造とは異なっている。更に、伝統的市場との相関関係については、寺田 [2003] は Asness, Krail and Liew (2001), Lux (2001, 2002), Agarwal and Naik (2000) などの研究を引き、タイム・ラグを含んだ β を計測すると市場との相関は大きく高まり（タイム・ラグを含まない場合の β に比べ1に近づく）、ヘッジファンドはほとんどの運用戦略において一般に期待されるよりはるかに少ないヘッジ機能しかなく、また市

5) CSFB/Tremont indexes による。出所は“Systemic Risk and Hedge Funds”

6) 伊藤正晴「ヘッジファンド動向の定量分析」『税経通信』2008年5月号

場の下落期には期待に反して分散投資の機能が低下すると述べている。また超過収益である α については、プラスの α を実現しているファンドは3割未満でありそれも継続性がほとんど確認できないと述べている。また、Malkiel and Saha [2007] は、ヘッジファンドに関する有力なデータベースである TASS の情報をもとに、①「ヘッジファンド統計に特有なバイアス」を修正するとともに、②「消滅ファンドのデータを含めたヘッジファンドのリターン」を計測し、ヘッジファンドのリターンが伝統的商品のリターンを必ずしも上回るものではないことを指摘している。①は、報告期日直前に運用成績の好調なヘッジファンドに限って設定以来の成績をデータベースに報告することが多いため（埋め戻しバイアス）、公表されているヘッジファンドの収益には上方バイアスがかかっているという点である。このため、この上方バイアスを修正してヘッジファンドの「公平」なデータを評価する必要がある。②は、公表データにはデータベースへの報告を停止した dead（死滅）、graveyard（墓地）、defunct（消滅）の各ファンドのデータが反映されていないため、公表データには生存バイアスが生じているという点である。そこで、これらのデータを入手してヘッジファンドの収益率を計測する必要がある。このような修正を施した上で検証を行った結果、埋め戻しバイアスが確認されるとともに生存バイアスが確認された。1996～2003年の期間における生存ファンドの平均リターン13.74%に対し、全ファンドの平均リターンは9.32%であり、両者には442ベース・ポイント（4.42%ポイント）の差があったとしている。一方、この期間（95年12月末～03年12月末）のダウジョーンズ工業株平均の平均リターン（年平均株価上昇率）を計測すると9.34%であるから、ヘッジファンドのリターンは平均株価のリターンとほぼ同じであり、Malkiel and Saha の指摘どおりヘッジファンドゆえの優位性はあまり存在しないと言えよう。

以上のようにヘッジファンドの超過収益については、統計上の問題からも多くの疑念が示されている。更に、両者のリターンに大きな相違がない中で規模の違いを考慮すれば、ヘッジファンドが伝統的商品と代替関係を持ちう

るとは言えないだろう。投資家はヘッジファンドに優位性がないことを実際の投資を通じ恐らく理解していると思われるが、それにもかかわらずヘッジファンドを活用するのは、ある特定の分野や期間において著しく高いリターンを実現するファンドが存在するからだと考えられる。この極めて限定的なヘッジファンドの成績がヘッジファンドに対する神話を生んだものと考えられる。

(2) レバレッジ

ヘッジファンドのもう一つの特徴がレバレッジである。SPL 問題では、レバレッジを活用して投資規模を拡大していたヘッジファンドや SIV (Structured Investment Vehicle, 投資専門の器) などが、金融商品価格の下落によりそれまでに投資していた CDO などの投資規模を圧縮し、いわゆるレバレッジの巻き戻しを行ったため、価格下落に一層の拍車をかけ金融市場の不安定化を招いたと理解されている。近年レバレッジの活用が広がった背景には、既述した超過収益部分 α の縮小があるという指摘がある。このため、レバレッジを活用して収益全体を膨らませてきたが、SPL 問題によってレバレッジが逆に負の効果を持つこととなった。

レバレッジの本来的な意味は「梃子」であり、借入れによって資産を増大させることを意味していた。だが近年ではレバレッジの捉え方は広がっており、日本銀行 [2008] は「市場価格等のリスク要素の変動に対する純資産の感応度」と定義している。この定義は1999年に作成された Counterparty Risk Management Policy Group の報告書や Hedge Fund Working Group 報告書から引いている。このようにレバレッジを定義すると、借入れや証拠金取引の活用だけでなく、デリバティブや優先劣後構造のエクイティへの投資なども含まれる。日本銀行 [2008] は借入れの場合とエクイティ投資の場合を比較し、バランス・シート上のレバレッジ（運用資産額の純資産額に対する比率）が20倍対1倍と大きく異なる場合でも、エクイティの感応度（純資産変動額増減率の運用資産額ないし裏付資産額増減率に対する比率）は同

じ20倍になる例を示している。このことは、エクイティなどリスクの高い部分への投資は償還が最劣後するというリスクを負っているため、運用資産額そのものは小額に見えてもリスクが高いという性格を持っていることを表している。

SPL 問題で注目された証券化商品に対する投資についてヘッジファンドの割合を見ると、最も割合の大きいアメリカ市場で約3割程度（銀行も3割程度）となっており、銀行と並んでヘッジファンドが主たる役割を果たしている⁷⁾。証券化商品を商品別に見ると、シンセティック CDO（元本は参照するだけで金利部分だけの取引を行う）が約5割、ABS-CDO が2割強となっており、2次および3次の再証券化商品への投資割合が高くなっている。更に、優先劣後構造別では、メザニン部分が約2割、エクイティ部分が約6割と劣後部分への投資が高い割合を示している。このことは、ヘッジファンドのレバレッジ投資が商品的にも償還順位的にもリスクの高い分野への投資を高めていることを意味する。このため、投資対象として証券化商品もしくは CDS（Credit Default Swap、後述）を挙げているヘッジファンドは、「預かり資産ベースで見れば、ヘッジファンド全体に占める比率は2007年末時点で2.6%に止まり、数ある投資戦略の中ではニッチな存在とも言えるが、劣後部分への投資等を通じたレバレッジにより、無視し得ない影響を市場にもたらしている」（日本銀行 [2008]）ことになる。つまり、レバレッジ投資が市場に与える影響は見かけよりも大きいと判断できる。このように、ヘッジファンドはレバレッジを用いて、（純資産に対する）より高い収益率の実現を目指しているが、それは他方で高いリスクを背負うものとなっているのである。

7) データはいずれも日本銀行 [2008]（出所は Citigroup）による。

3. ヘッジファンドの金融取引

(1) 大手金融機関との取引

BOE が指摘したように、ヘッジファンドは金融市場において存在感を高めており、そのリスクは特に金融機関との取引を通じて市場に拡散する可能性が高くなっている。ヘッジファンドと欧米の大手金融機関の間には様々な金融取引があるが、その第一は金融機関からのヘッジファンド宛の資金や証券の貸出である。ヘッジファンド向け与信額（貸出、証券の貸出などの合計）は07年6月末で、UBSで6000億ドル強、メリル・リンチで4000億ドル弱、Citiで2000億ドル強にのぼった⁸⁾。ヘッジファンドは投資金額に対する収益率を高めるために、金融機関から借入（借入金利は期待収益率より低いことが前提）を行うレバレッジを効かせる。このように取引相手が保有する証券化商品などを担保に貸出を行う金融業務をプライム・ブローカー業務と呼んでいる。08年3月に事実上破綻したベアー・スターンズは従来からプライム・ブローカーとして積極的にヘッジファンドと取引をしていた。しかし、担保に取っていた証券化商品の時価が値下がりしたために、ベアー自身が市場からの資金調達に困難を来した。関 [2008] は、ベアー・スターンズのバランス・シートを分析し、サブプライム・ローン問題発生時までにはいかにプライム・ブローカー業務に傾斜していたかを分析している。これによれば、ベアーは03年末に市場から担保付で0.5兆ドルの資金を調達し、一方でレポ取引や証券貸借によって1.1兆ドルの担保証券を保有していた。これが07年末には1.1兆ドルの担保証券に対し、1.1兆ドルの資金調達となっており、担保のカバー率が著しく低下していた。取引相手のヘッジファンドの信用状況悪化に対応すべくベアー・スターンズが保有証券の一斉売却に走れば、金融商品の価格が大幅に下落し金融市場が大混乱に陥る危険性があった。このため、FRBはJPモルガン・チェースを媒介してベアー・スターンズに資金

8) 「シティ『資本争奪戦』の熾烈」『金融ビジネス』第254号

を供給し、金融市場の安定化を図った。「金融規制当局からすれば、ベアーの取引相手である多数のヘッジファンドを經由してカウンターパーティリスクがばらまかれてしまう不測の事態を避けたかったというのが、JP モルガンとの合併への関与のモチベーションになっていたと考えられる」（関 [2008]）というように、ヘッジファンドと大手金融機関の取引は金融市場に深刻な影響を与えるまでに組み込まれていたと言えるだろう。

第二はリスクの高い金融商品の売買取引である。金融機関が自己資本比率の制約から高いリスクを取りにくい場合、リスクは高いものの収益率が高い商品を購入するヘッジファンドは格好の取引相手となる。サブプライム・ローンを証券化して組成した CDO（債務担保証券）は、償還順位が優先するシニア債分は金融機関などの機関投資家に販売されたが、リスクが高く償還順位の劣後するメザニン債やエクイティ債部分は既述したようにヘッジファンドに販売された。ヘッジファンドにとっては、償還リスクが高い代わりに収益も高い、ハイリスク・ハイリターン目的に適っていたからである。逆に言えば、これらの部分はリスクが高いため売り手本人ないしはヘッジファンドしか引き受けなかったとも言える。

第三は、大手金融機関そのものがヘッジファンドを運営していることである。日本銀行 [2008] によれば、2008年初時点のヘッジファンド運用資産米国上位10社のうち、1位が JP モルガン・チェース、7位がゴールドマン・サックス、9位がバークレイズの傘下にある。実際に、SPL ショックにより大手金融機関は傘下のヘッジファンド支援を余儀なくされた（表3）。もはやヘッジファンドは大手金融機関の別働隊とも言える存在になっている。その理由は、大手金融機関は制約のないヘッジファンドを使えば様々な投資戦略を自由に駆使して高収益を狙うことができるからである。また投資家側も運用の透明性を確保するために大手金融機関の傘下にあるヘッジファンドを選好する傾向が強くなっていることも理由になっている。

以上のように、大手金融機関とヘッジファンドは金融市場において相互依存の関係にあると言って差し支えない。しかし、大手金融機関はその地位の

表3. 大手金融機関によるグループ傘下のファンド支援

Citi	2008年2月にオルタナティブ資産運用子会社が運営するヘッジファンド1本（総資産約100億ドル）をオンバランス化。
UBS	2007年5月にヘッジファンド運用子会社の閉鎖を決定。投資家に対して18.3億ドルの預かり金を返金するとともに（投資家は損失負担なし）、保有ポートフォリオをUBSがオンバランス化。これに伴い、UBSは2007年4-6月期決算で4.7億ドルの税引き前損失を計上。
Bear Sterns	2007年6月に子会社のアセットマネジメント会社が運営するヘッジファンドに対し、16億ドルの信用枠を供与。その後、ファンドの運用成績悪化に関してBear Sternsを対象に訴訟が起こされている。
Lehman Brothers	自社が運営するオルタナティブ投資ファンド3本（運用資産約10億ドル）をオンバランス化するとともに、その他のファンドに対しても、資産買取（約8億ドル）等の支援策を実施。

（資料）各社年次報告、四半期報告

（出所）日銀レビュー（2008年5月）

重要性から金融システムを支える役割を負っている。数年前まではヘッジファンドの規模はそれほど大きくなかったためにさほど問題にはならなかったが、金融市場におけるヘッジファンドの比重が増すにつれ大手金融機関は金融システムの安定と高い収益の追求という相反する「命題」を抱えるようになり、その矛盾がベアー・スターズを始めとしてSPL問題によって顕在化したのである。

（2）デリバティブ取引の拡大

次に、近年のクレジット市場の発達に伴って注目を浴びているクレジット・デリバティブ取引についてヘッジファンドと大手金融機関との関係を検討する。クレジット・デリバティブ取引は、原債権の信用に関わるリスクをヘッジ（回避）するために、金融機関が近年盛んに取引を行っている市場である。クレジット・デリバティブ取引市場参加者の推移を見ると、ヘッジファンドのシェアが高まっている（表4）。2000年から06年にかけて金融機関の形態別にクレジット・デリバティブ取引の推移を見ると、2000年には売り・買いともに銀行が主体であったが、06年にはヘッジファンドの割合が増えており、銀行とヘッジファンドでのクレジット・デリバティブ取引が活発化したこと

表4. クレジット・デリバティブ市場の参加者の形態別割合

(単位：%)

	買い手				売り手			
	2000	2002	2004	2006	2000	2002	2004	2006
銀行	81	73	67	59	63	55	54	44
保険会社	7	6	7	6	23	33	20	17
ヘッジファンド	3	12	16	28	5	5	15	32
年金ファンド	1	1	3	2	3	2	4	4
投資信託ファンド	1	2	3	2	2	3	4	3
企業	6	4	3	2	3	2	2	1
その他	1	2	1	1	1	0	1	1

(資料) BBA (2006)

(出所) Federal Reserve Bank of Atlanta Fourth Quarter 2007

が窺える。このように、デリバティブ市場での銀行とヘッジファンドの関係は近年とくに親密化していったと考えられる。

クレジット・デリバティブ取引の中でも、SPL 問題で一躍脚光を浴びることになったのがクレジット・デフォルト・スワップ (Credit Default Swap, 以下 CDS) 取引である。これは、原債権の倒産 (Default) や元本・利払い不履行などのリスクをヘッジ (回避) するために行われる取引であり、一種の保証 (プロテクション) 取引である。CDS プロテクションの買い手が保証料に相当する金利を支払い、売り手は保証料を受け取り自らの収益としている。ここでは元本取引を行わずに元本の信用力をベースに金利 (リスクの対価) 部分だけの取引を行う。元本はあくまで想定元本ないし参照元本であるため (元本を売買する資金は必要ない)、取引規模を大幅に拡張することができる。買い手は自らの資産ポートフォリオを睨みながらリスクをカバーするために CDS を買い、売り手は収益を稼ぐために CDS を売る。想定元本となる企業の信用力の変化によって保証料は変化する。2007年 Fitch Ratings の資料によると、参照される想定元本としては General Motors や

GMAC (General Motors Acceptance Corp), Daimler Chrysler, French Telecom など世界的な大企業やイタリア, ブラジル, ロシアなどの国債が上位にランクされている。元本の信用力が不変であれば, CDS の売り手 (Seller) はいくらでも儲けることが可能であるが, 逆に元本の信用力が低下すれば売り手は多大な損失を蒙ることになる。SPL ショックに資源価格高騰が重なって世界経済は減速を余儀なくされ上記大企業の信用力も低下しており, CDS の売り手にとっては1~2年前には考えられなかった逆風となっている。

表5は, 2003年から06年にかけてのCDS取引を行った上位10社である。これによれば, Morgan Stanley や Goldman Sachs など有名な大手投資銀行や Merrill Lynch など大手証券会社に加え, UBS や Citigroup の名前が出ている。つまり, 大手金融機関は自らの保有資産リスクをヘッジ (回避) すべくCDSプロテクション購入を拡大しており, CDS市場の重要なプレイヤーとなっている。他方, CDSプロテクションの主要な売り手 (保証の引き受け手) は, 保証会社であるモノラインとヘッジファンドである。このようにヘッジファンドなくしては, もはやクレジット市場は成り立たなくなっ

表5. CDS取引上位10社

2003	2004	2005	2006
JPMorgan Chase	Deutsche Bank	Morgan Stanley	Morgan Stanley
Deutsche Bank	Morgan Stanley	Deutsche Bank	Deutsche Bank
Goldman Sachs	Goldman Sachs	Goldman Sachs	Goldman Sachs
Morgan Stanley	JPMorgan Chase	JPMorgan Chase	JPMorgan Chase
Merrill Lynch	Merrill Lynch	UBS	Barclays
CSFB	CSFB	Lehman Brothers	UBS
UBS	Lehman Brothers	Barclays	Lehman Brothers
Lehman Brothers	Citigroup	Citigroup	Credit Suisse
Citigroup	Bear Sterns	CSFB	Merrill Lynch
Bear Sterns	Barclays	BNP Paribas	BNP Paribas

(資料) Fitch Ratings 2007

(出所) Federal Reserve Bank of Atlanta Fourth Quarter 2007

ているのである。

4. ヘッジファンド規制をどう考えるべきか

(1) ヘッジファンドの役割とリスク

金融の自由化・国際化によって金融取引は今や全世界規模に拡大しているといっても過言ではない。世界の経済情勢が不確実な以上、金融取引に伴うリスクをヘッジ（回避）すること自体は正当な経済行為である。また、リスクを引き受ける取引相手がいなければヘッジ取引も不可能であるから、ヘッジファンドの存在もあながち否定できない。このような観点から、清水・東尾・寺田 [2007] は、ヘッジファンドについて金融市場における流動性供給、価格発見機能による市場効率性向上、市場機能向上の促進という役割を見出している（表6）。この役割実現のためにはヘッジファンドが自由に投資活動を行えることが重要であり、その活動を阻害するような規制は望ましくないとしている。その上で、BOEが指摘したようにヘッジファンドの取引先金融機関が蒙る損失リスクを認識し、ヘッジファンドに投資や与信を行っている投資家や金融機関による直接的なモニタリングが最も有効であると述べている。更に、市場全体としての過剰なポジションの積み上がりなどマクロレベルのモニタリングについては、中央銀行などが中心となって情報収集を

表6. ヘッジファンドの役割とリスク

ヘッジファンドの金融市場における役割	ヘッジファンドに関連するリスク
①市場における流動性供給 ②価格発見機能を通じた市場の効率性向上 ③市場機能向上の促進	①大型のヘッジファンドが破綻した場合の取引先金融機関への直接的な損失波及リスク ②ヘッジファンドのポジション解消に伴う市場価格変動増幅や市場間でのショックの伝播
→ヘッジファンドの投資活動を不必要に阻害するような規制の導入は望ましくない。	→リスクを抑制するための仕組みを検討することには意味があると考えられる。
・規制という静態的な枠組みのみで対応していくことは難しく、取引先相手や投資家などによる市場規律をできる限り活用し、動的的に機能する仕組みをデザインする必要がある。	

(資料) 清水・東尾・寺田「金融市場におけるヘッジファンドの役割と課題」

行うことが有効だとしている。

しかし、近年のヘッジファンドは絶対収益を得るために投機化の傾向を強めており、リスクの引き受け手として本来の意味での市場における流動性供給の役割を果たしているのか疑問である。また、ヘッジファンドの高収益に釣られて大量の資金が流入すれば当然のことながら収益率は低下し、小規模だからこそ実現しうる高収益と価格発見機能を果たすことができるのか疑問である。更に、大量のポジションを抱えれば市場から抜け出そうとしてもそれ自体が市場価格を下落させることになって悪循環になりかねず、市場機能向上を促進するとは考えにくい。

だが、より重要な問題は、第一にヘッジファンド取引が当初目的のリスクのヘッジ（回避）を通り越して過剰なまでのリスク・テイクに傾斜する投機化の傾向を強めているために、清水・東尾・寺田 [2007] が指摘するヘッジファンドに関連するリスクがコントロール不能なまでに大きく膨れ上がっていることであろう。第二に、大手金融機関自身あるいはその分身がヘッジファンド化し収益追求に走っている結果⁹⁾、金融機関を通じたモニタリングが事前的にはほとんど実効性を持たないことであろう。今回の SPL ショックのように、リスクが現実化して大規模な損失が発生するとともに生産や消費活動にも多大な悪影響が出るという結果になって初めてリスクを認識したというのが実態である。

（2）ヘッジファンドに対する規制

それではヘッジファンドに対して或いは金融の投機化に対してどう対処すべきであろうか。日本銀行 [2005] は、1990年代末にアジア通貨危機や LTCM 危機が市場の混乱を招く懸念が生じたことをもとに、ヘッジファンドの活動や破綻が取引相手のみならず金融市場や金融システム参加者に多大な影響を及ぼす「外部効果」を指摘している。今回の SPL ショックによっ

9) 中野瑞彦「金融業務の変化とサブプライム・ローン問題」

て、欧米の金融当局は金融市場のシステミック・リスクを回避すべく、合計約2000億ドルにも上る資金を市場に供給せざるを得なかったことは記憶に新しいところである。また、ヘッジファンドの投機による金融・商品価格の高騰が実体経済に深刻な影響を及ぼしているとの見方もあり、政府や金融当局が規制ないし監視を強めるべきだとの風潮も高まっている。

そもそもヘッジファンドに対する規制のあり方は、LTCM 危機を契機に1999年4月に設立された金融安定化フォーラム（Financial Stability Forum, 以下FSF）の中にハイ・レバレッジ資産運用機関（Highly Leveraged Institutions, 以下HLI）作業グループが組成されたことから議論が本格化するようになった。FSF2000の勧告は2つの基本的な考え方を前提としており、第一はヘッジファンドから生じるシステミック・リスクを抑制する最善の方法は市場規律であるということ、第二は市場規律の最も重要な供給者はヘッジファンドへの資金や証券の貸し手と取引相手であるコア金融機関であるという考え方である。従って、金融機関や企業など市場参加者に市場規律を遵守させることができれば、ヘッジファンドなどHLIが惹起するシステミック・リスクとマーケット・ダイナミック（不安定な市場変動）問題に適切に対処できることになる。これについて野下 [2008] は、「FSF 2000の勧告は、LTCM 事件が金融安定性に深刻な脅威をもたらした原因がLTCM がとった過大なレバレッジであり、—中略—LTCM 事件を、現代金融システムに内在する諸力の不可避な事態というよりも、一部のファンドと金融機関の経営失敗による特異な出来事として捉えていることにほかならない」と、FSF は市場規律を重視する立場であると述べている。同時に、ヘッジファンドの直接規制を主張する論者も、LTCM 事件を投機的な行為の結果として捉えており、やはり市場規律を重視する立場であると指摘している。このようにFSFにしても直接規制論者にしても、市場規律重視の立場であり、この考え方は欧米の中央銀行を始めとする監督当局のその後のヘッジファンド規制にも受け継がれている（表7）。

確かにヘッジファンドが私募形式であり且つタックス・ヘイブン地域を所

表7. 2006年以降のヘッジファンド規制に関するレポート・報告の概要

発表した機関	公表時期	内容
アメリカ SEC	2006年2月	運用資産3000万ドル以上・顧客数15以上のヘッジファンドに対して登録制を開始。06年6月ワシントン高裁は無効と判断。
イギリス FSA	2006年3月	ヘッジファンド専門のチームをつくり、大規模なヘッジファンド・マネージャーの、低流動性資産の価格評価の方法、サイドレター等の利益相反の問題、プライム・ブローカーのマネージャー監視のレベル、信用リスクに関係するオペレーショナルリスクの大きさなどを懸念点として指摘。
欧州委員会	2006年7月	欧州各国の多くでヘッジファンド・マネージャーの監督が既にかなり進んでいることに鑑み、規制当局によるさらなる規制の弊害を指摘。各国の投資家が、自由に海外のヘッジファンドに投資できるように、サービス提供者が環境および自主ルールを整え、不必要な規制を取り除く努力が必要と提言。
証券監督者国際機構 (IOSCO)	2006年11月 (最終報告書)	世界の20の規制機関(日本の金融庁を含む)に対して、ヘッジファンド規制の現状を質問し、その概要を取りまとめたもの。ヘッジファンドに関しては一般的な規制方法がなく、今後規制の方法を精査していく必要があるとの見方を示す。 IOSCOはヘッジファンドを含む集団投資スキームのガバナンスに関わる調査結果も2006年6月に発表。その中で利益相反の阻止を含む、ファンド運営者の独立した活動検証・監視を行う原則の策定が重要であると指摘。
欧州中央銀行 (ECB)	2006年12月	「Financial Stability Review」の中で、ヘッジファンドのポジションデータを資産タイプ、格付、為替別など種々のカテゴリーで集約した、一元的なデータベースを第三者のサービス提供者が構築する方法を提案している。個別データではなく、集約したデータベースを公開することで、ポジションの集中度など、システムミック・リスクを推し量ることができるのではないかと期待。

(資料) 堀江貞之「ヘッジファンドを巡る最近の規制環境の変化」を一部改変。

在地としている以上、直接の規制対象とするのが困難であることも事実である。また、各国の足並みも決して揃っていないとは言えない。2007年のG8(ハイリンゲンダム・サミット)では、ドイツがヘッジファンドに関する規制強化を主張したが、ヘッジファンドの効用を重視するアメリカやイギリスの反対にあい、結局は統一した見解に至らなかった。08年の洞爺湖サミット

でも規制に向けての具体的な行動は示されず、08年4月の金融安定化フォーラムの勧告を早急に実施すべきとのレベルにとどまった。このように、G8ですら統一した姿勢を取れない状況にある。

こうした中で、ヘッジファンドを規制する具体的な方法については、第一に、取引相手である金融機関に対しリスク管理を徹底するよう当局が指導する方向にある。バーゼル銀行監視委員会や IOSCO（証券監督者国際機構）などがリスク管理改善策についての提言をまとめている。その中では、金融機関の取引相手であるヘッジファンドの財務調査、担保の徴求、保有するリスク資産の状況などを十分に把握することが求められている。また第二次 BIS 規制（銀行自己資本比率規制、日本では07年3月期から導入）では、取引相手の内容が不明確の場合には最大1250%の引当金を準備することになっている。第二に、一般投資家向けの情報開示が指摘されている。しかし、上記二点については、まず金融機関自身が投機化を強める傾向がある中で金融機関を通じての規律づけ（規制ではない）に実効性があるのかという疑問が残る。更に、ヘッジファンドは出資者や投資戦略を含めその秘匿性が特徴なだけに、十分な情報公開に応えるのかという問題がある。これはヘッジファンドの本質を良く表していると言えるだろう。つまり、ヘッジファンドが情報を公開し大量の資金を集めることになれば、それは逆に市場へのインパクトが大きくなって市場の歪みから生じる裁定収益を享受できなくなり、リターンが低下する。ヘッジファンドの存在理由は、高いリターンとそれに見合った高い報酬であるから、リターンが低下すればヘッジファンドを維持する理由がなくなる。こう考えると、ヘッジファンドの情報公開を求めるのは困難であろう。

例えばアメリカでは、ヘッジファンドはあくまでも資金運用を委託する委託者であり、当局の規制対象となるのは資金運用を受託した運用者と捉えられている。SEC（米国証券取引委員会）はヘッジファンド規制の一環として、顧客数が15人以上のファンド・マネージャーは私募の場合であっても SEC に登録することを義務付けた（前掲表7）。これに対し、あるファンド・マ

ネージャーが、顧客数はヘッジファンド1つであることを理由にSECを訴えた（顧客数が15人未満の場合には登録免除）。これについて司法当局はSECの裁量行政は無効と判断し、訴えを受け入れた¹⁰⁾。これは、運用者の顧客は現行規定上ヘッジファンド1社であり、ヘッジファンドに15人以上が出資していることを拡大解釈して顧客数を15人超とすることはできないとの判断である。この判断を拡張すれば、FoHFのように、背後に複数のヘッジファンドを有する巨大なヘッジファンドであっても顧客は1人ということになり、登録対象でなくなることになる。このように司法当局の判断もまだ登録にすら積極的とは言えず、ヘッジファンド規制は実効性を持つに至っていない。

また、IOSCOはヘッジファンドのガバナンス強化を主張しているが、法的規制もなく絶対収益を目標にしているヘッジファンドにガバナンスを期待してもその効果は殆ど乏しいと言わざるを得ない。その理由は、ヘッジファンドの出資者は規制下にある金融機関では実現できない収益実現を望んでいるのであり、また社会的責任を何ら負っていないからである。ヘッジファンドにガバナンスを求めるのであれば、ヘッジファンドを一種の金融的な社会的存在として認めた上で相応の責任を求めるべきであろう。

ヘッジファンドの直接規制を回避し、市場規律に委ねるべきとの主張の背景にあるのは、ヘッジファンドの活動も含め金融自由化や国際化は経済の拡大に寄与しているのだから、金融市場の混乱による景気後退があったとしてもトータルで見ればプラスの効果をもたらしているという考え方である。自由化や国際化の効果を正確に測定することができないため真偽のほどは決めかねるが、経済全体で考えれば自由化や国際化がプラスの効果をもたらしていることは事実であろう。しかし、株価の上昇や金融市場の活況でメリットを受けるのは富裕層や機関投資家などの株主であるのに対し、今回のサブプライム・ローン問題のように金融市場の混乱が実物経済に深刻な影響を及ぼすとなると、企業は賃下げや人員削減などの合理化で対応することになり、

10) 2006年6月にワシントンDC裁判所は、SECが実施したヘッジファンド規制は無効と判断した（Goldstein判決）。

その不利益を蒙るのは一般の人々、特に経済的弱者である。1980年代以来進められてきた金融自由化や国際化が経済全体に恩恵をもたらしたとはいえ、基本的にはアメリカに資金を還流するシステムとして機能するとともに金融の投機化を助長してきたことを考えると、ヘッジファンドのみならず金融機関全体を視野に入れて、金融規制のあり方を再検討する必要がある。

既述したように、ヘッジファンドの特性であるプラスの α については、データの不完全性からその存在を否定する見解も出されている。仮に α が存在しないとすれば、絶対収益を目指すヘッジファンドの目的は長期的に見れば実現しないことになる。同時に、ヘッジファンドに求められている価格発見機能は期待できない。更には、年金資金やオイルマネーなど大量の資金がヘッジファンドに流入するだけでなく、大手金融機関そのものがヘッジファンド化している現状では、ヘッジファンドの市場に対する影響力が非常に大きくなっており、それだけ市場を攪乱する可能性が高まっている。こうした点を考え合わせれば、一定の資金規模に達したヘッジファンドに対する規制は、取引相手である金融機関を通じた間接的な規制ではなく、直接的な規制基準あるいは監視基準を設ける時期に来ていると言えるだろう。

おわりに

本稿では、金融市場におけるヘッジファンドの存在感が高まるにつれそのリスクが取引金融機関を通じて金融市場全体に広がる懸念が高いことを検討した。同時に、ヘッジファンドの金融取引が投機化していることを明らかにした。現在では、小規模金融機関といえども預金保護の観点から当局から規制を受けているが、金融市場への影響力を考えれば小規模金融機関を遥かに上回るような規模を持つヘッジファンドは、当然のことながら規制の対象となって然るべきである。大手金融機関そのものが投機的行動に走っている以上、金融症状の安定化はヘッジファンドを規制したからといって実現できるものではない。しかし、ヘッジファンドをこのまま放置することは金融市場の安定化にとって決して好ましいものではない。既に金融市場の主要なプレ

イヤーでありながら「役割」が必ずしも検証できないとすれば、ヘッジファンドや私募ファンドが規制や監視を免れているのはおかしい。また、ヘッジファンドがリスク・ヘッジャーという初期の役割を超えて今やリスク・テイカーとなっている以上、その規制ないし監視体制を実現するための議論を早急に進めることが必要である。

【参考文献】

- Bank of England “Financial Stability Report April 2007”
- Lieven Baele, Olivier De Jonghe and Rudi Vander Vennet “Bank risks and the business cycle” *Competition and Profitability in European Financial Services* 2006, Routledge
- Nicholas Cahn, Mila Getmansky, Shane M. Haas, and Andrew W. Lo “Systemic Risk and Hedge Funds”, *The Risk of Financial Institutions*, The University of Chicago Press, 2006
- Burton G. Malkiel and Atanu Saha 「ヘッジファンド：リスクとリターン」『証券アナリストジャーナル』第45巻第2号（2007年2月）
- David Mingle “Credit Derivatives: An Overview” *Federal Bank of Atlanta* 2008
- IMF（松崎延寿訳）「ヘッジファンドの素顔」シグマベイスキャピタル，1999年10月
- 金融庁「ヘッジファンド調査の概要とヘッジファンドを巡る論点」2005年12月
- 金融庁「わが国のヘッジファンド市場の現状と金融機関の投資状況」『金融財政事情』2006年2月27日
- 金融庁「ヘッジファンド調査（2006）の結果」2007年3月
- 日本銀行「ヘッジファンドを巡る最近の動向」調査季報2005年夏（7月）
- 日本銀行「近年のレバレッジの動向とヘッジファンドの関わり」『日銀レビュー』（2008年5月）
- 澁澤健「ヘッジファンド規制と情報開示」『証券アナリストジャーナル』第45巻第2号（2007年2月）
- 清水季子・東尾直人・寺田泰「金融市場におけるヘッジファンドの役割と課題」『証券アナリストジャーナル』第45巻第2号（2007年2月）
- 関雄太「ベアー・スターズ破綻の深層」『金融ビジネス』第254号（2008年春）
- 寺田徳「ヘッジファンドのリターンとリスクー神話と実像ー」『証券アナリストジャーナル』第41巻第4号（2003年4月）

中野瑞彦「金融業務の変化とサブプライム・ローン問題」『桃山学院大学経済経営論集』第49巻第4号（2008年3月）

野下保利「何故 HLI 危機の再発は防げなかったのか？」証券経済研究第61号（2008年3月）

堀江貞之「ヘッジファンドを巡る最近の規制環境の変化」『月刊資本市場』259号（2007年3月）

（なかの・みつひこ／経済学部准教授／2008年7月14日受理）